

ลมเปลี่ยนทิศ

กลยุทธ์การลงทุน 2Q68



สารบัญ

Table of Content

แนวโน้มเศรษฐกิจ	4
กลยุทธ์การลงทุน	29
แนวโน้มตลาด	36
แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผลประกอบการ	47
SET Index scenario และหุ้นเด่น	54
มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์	69
ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ	82



InnovestX กลยุทธ์การลงทุน 2Q25 – ลมเปลี่ยนทิศ

Reversal of fortune เศรษฐกิจโลกใน 2Q25 กำลังเข้าสู่ภาวะ "Reversal of Fortune" ที่ชัดเจนขึ้น โดยสหรัฐฯ ซึ่งเคยเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญกับการชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุสำคัญมาจากนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์ โดยเฉพาะมาตรการสงครามการค้าและการขึ้นภาษีนำเข้า ในทางตรงกันข้าม จีนซึ่งเคยเผชิญกับความท้าทายทางเศรษฐกิจอย่างหนักกำลังแสดงสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้น ขับเคลื่อนโดยนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเข้มข้น สหภาพยุโรปกำลังก้าวข้ามความเสี่ยงจากสงครามไปสู่เงื่อนไขการหยุดยิง พร้อมกับมาตรการกระตุ้นทางการคลังและการสนับสนุนจากธนาคารกลาง

ภาวะ Mild stagflation โดยความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในระดับต่ำ ความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลง และตลาดแรงงานอ่อนแอลง ทำให้เศรษฐกิจมีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะ Mild Stagflation ที่การเติบโตชะลอตัว ในขณะที่เงินเฟ้อยังสูงกว่าเป้าหมายธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เผชิญความท้าทายในการกำหนดนโยบายการเงิน โดยคาดว่าจะมีการลดดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวที่ 0.25% ในปี 2025 ขณะที่ IMF มีแนวโน้มจะปรับลดประมาณการเศรษฐกิจโลกในเร็วๆ นี้ เห็นได้จาก PMI โลกชะลอตัวลงต่ำสุดในรอบ 1 ปี พื้นฐานเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง บ่งชี้ว่ามีโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยต่ำ

EM แข็งแกร่ง ตลาดหุ้นจีนยังแข็งแกร่งโดยได้แรงหนุนจากนโยบายภายในประเทศและความแข็งแกร่งของ AI ตลาด onshore มี upside หากเศรษฐกิจจีนเติบโตตามเป้าหมายที่วางไว้ที่ 5% ราคาน้ำมันที่ลดลงส่งผลดีต่อตลาดเกิดใหม่ผ่านอัตราเงินเฟ้อที่ลดลงและบัญชีเดินสะพัดที่ปรับตัวดีขึ้น ประเทศไทยอาจได้รับ sentiment เชิงบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน โดยมีแนวโน้มว่าตลาดหุ้นจะมีเสถียรภาพใน 2Q25

เศรษฐกิจไทยเผชิญความเสี่ยงจากภาษีนำเข้า ประเทศไทยเผชิญความเสี่ยงขาลงมากขึ้นจากปัญหาความเชื่อมั่นและภาษีนำเข้าที่อาจส่งผลกระทบทำให้ GDP ลดลง 0.5-0.6% จากกรณีฐาน หากสหรัฐฯ เก็บภาษีตอบโต้ (reciprocal tariff) ที่ 5.6% จะทำให้เศรษฐกิจเติบโตเพียง 2% ในปี 2025 แทนที่จะเป็น 2.5% ตามที่คาดการณ์ไว้ นอกจากนี้ คาดว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps ในเดือนต.ค. 2025.

ผลกระทบจากภาษีนำเข้ามีจำกัด บริษัทไทยมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากนโยบายภาษีนำเข้าของทรัมป์ค่อนข้างจำกัด เนื่องจากบริษัทเหล่านี้พึ่งพาตลาดภูมิภาคเป็นหลัก กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์อาจเผชิญกับความเสี่ยงที่กำไรจะลดลง 2-4% หากรายได้จากสหรัฐฯ ลดลง 10%

Valuation น่าสนใจมากขึ้นหลังจากย่อตัวลง ตลาดหุ้นไทยไม่ควรมี valuation ในระดับพรีเมียม เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตจำกัด แต่หลังจาก valuation ปรับลดลงมาอย่างมาก ทำให้ปัจจุบันกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ซื้อขายต่ำกว่าระดับก่อนเกิด COVID-19 อยู่ 12-49% ซึ่งบ่งชี้ว่าแรงขายจะชะลอตัวลงใน 2Q25 นอกจากนี้ valuation มีโอกาสที่จะปรับตัวลดลงอีกเพียงเล็กน้อย เนื่องจากอัตราส่วน forward PE ในปัจจุบันอยู่ใกล้จุดต่ำสุดในอดีตแล้ว valuation ปรับลดลงมากกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต และ Cycle การปรับฐานก่อนหน้านี้ชี้ให้เห็นว่าการกลับตัวสู่ค่าเฉลี่ยมักเกิดขึ้นหลังจาก valuation ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ริบาวด์ระยะสั้น ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มที่จะอยู่ในภาวะตลาดหมีต่อไปอีกระยะหนึ่ง เนื่องจากปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ มีจำกัดและไม่มีการแพร่ข่าวเชิงบวกในระยะสั้น เราคาดว่าจะเห็นตลาดหุ้นไทยริบาวด์ชั่วคราวใน 2Q25 ไม่ใช้การพลิกกลับแนวโน้มตามปัจจัยพื้นฐาน การปรับโครงสร้างของตลาดหุ้นไทยเผชิญกับความท้าทายอย่างมีนัยสำคัญท่ามกลางความไม่แน่นอนของภาษีการค้าทั่วโลกในปี 2025 เราปรับเป้า SET Index ปี 2025 ลดลงมาอยู่ที่ 1,350 จุด (จาก 1,550 จุด) ท่ามกลาง valuation ที่ปรับลดลง

โฟกัสที่หุ้น domestic และหุ้นเชิงรับที่กำไรเติบโต เราชอบบริษัทที่มีคุณภาพสูง valuation สมเหตุสมผล และมีรายได้จากตลาดภายในประเทศในสัดส่วนสูงซึ่งมีปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และมีลักษณะเป็นหุ้นเชิงรับ หุ่นเด่นใน 2Q25 ของเราคือ BCH, CPALL, CPF, KTB และ TRUE

แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย ใน 2Q25: Reversal of Fortune

เศรษฐกิจโลกในไตรมาส 2/2025: Reversal of Fortune

- เศรษฐกิจโลกในไตรมาส 2/2025 กำลังเข้าสู่ภาวะ "Reversal of Fortune" ที่ชัดเจนขึ้น โดยสหรัฐฯ ซึ่งเคยเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญกับการชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุสำคัญมาจากนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์ โดยเฉพาะมาตรการสงครามการค้าและการขึ้นภาษีนำเข้า
- ส่งผลให้การบริโภคชะลอตัว ความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลง ตลาดแรงงานเริ่มอ่อนแอ และเศรษฐกิจเสี่ยงเข้าสู่ภาวะ Mild Stagflation ที่การเติบโตชะลอตัวในขณะที่เงินเฟ้อยังสูงกว่าเป้าหมาย
- ในทางตรงกันข้าม จีนซึ่งเคยเผชิญกับความท้าทายทางเศรษฐกิจอย่างหนักกำลังแสดงสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้น ขับเคลื่อนโดยนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเข้มข้นผ่านการขาดดุลการค้าที่สูงที่สุดในรอบสามทศวรรษ
- รัฐบาลจีนได้ตั้งเป้าหมาย GDP ที่ 5% พร้อมทั้งออกพันธบัตรพิเศษระยะยาวมูลค่า 1.3 ล้านล้านหยวน เน้นการกระตุ้นการบริโภคและส่งเสริมอุตสาหกรรมเป้าหมายอย่าง AI และยานยนต์ไฟฟ้า แม้ยังคงมีความเสี่ยงจากปัญหาเงินฝืดและวิกฤตอสังหาริมทรัพย์
- สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนกำลังทวีความรุนแรง หลังจากทรัมป์คงอัตราภาษีนำเข้า 10% กับจีน ซึ่งจีนได้ตอบโต้ด้วยมาตรการคล้ายคลึงกัน ส่งผลให้การเติบโตทางเศรษฐกิจของทั้งสองประเทศได้รับผลกระทบ
- อย่างไรก็ตาม ข้อมูลจาก Goldman Sachs ระบุว่าแม้ทรัมป์จะดำเนินนโยบายการค้าที่เข้มงวดต่อไป แต่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีโอกาสหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยได้ หากผลกระทบรวมของนโยบายภาษีไม่เกิน -1.1% ของ GDP ซึ่งยังต่ำกว่าการคาดการณ์การเติบโตที่ 1.9% ในปีนี้
- ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เผชิญความท้าทายในการกำหนดนโยบายการเงิน โดยคาดว่าจะมีการลดดอกเบี้ยเพียงครั้งเดียวที่ 0.25% ในปี 2025 ซึ่งอาจไม่เพียงพอต่อการกระตุ้นเศรษฐกิจ ขณะที่ IMF มีแนวโน้มจะปรับลดประมาณการเศรษฐกิจโลกในเร็วๆ นี้ เห็นได้จาก PMI โลกชะลอตัวลงต่ำสุดในรอบ 1 ปี
- ทั้งนี้ IMF ได้ระบุความเสี่ยงสำคัญ 4 ประการ ได้แก่ ความคาดหวังเงินเฟ้อที่อาจสูงขึ้น ความไม่แน่นอนในตลาดการเงิน ความไม่แน่นอนทางนโยบาย โดยเฉพาะด้านการค้าและการคลัง และความเสี่ยงด้านการค้าโลกที่ลดลง

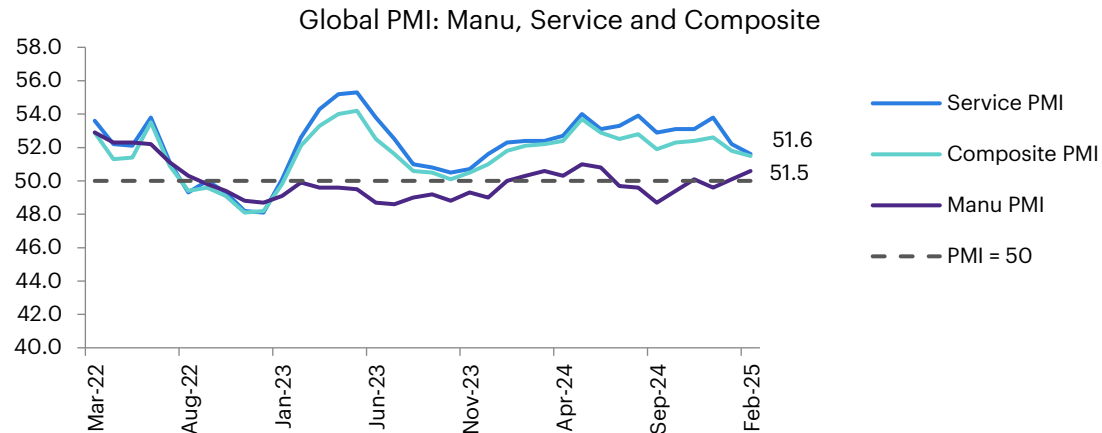
เศรษฐกิจไทยไตรมาส 2/2025: Downside risk เปิดกว้างขึ้น

- เศรษฐกิจไทยกำลังเผชิญความเสี่ยงด้านลบที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ท่ามกลางภาวะการเงินที่ตึงตัวรุนแรงแม้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาแล้วหนึ่งครั้ง สะท้อนจากดัชนีค่าเงินบาทที่แข็งค่าเกินระดับ 2 SD การหดตัวต่อเนื่องของสินเชื่อ และดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ที่ยังคงอยู่ในระดับสูงเกือบสุดในรอบ 10 ปี
- ส่งผลให้เศรษฐกิจไตรมาส 4/2567 ขยายตัวเพียง 3.2% ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 3.9% โดยเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า (ปรับฤดูกาล) ขยายตัวเพียง 0.4% ชะลอลงจาก 1.2% ในไตรมาสก่อน สะท้อนความเปราะบางของเศรษฐกิจที่เห็นได้จากการหดตัวรุนแรงของสินค้าคงคลัง (-2.7%) และการลงทุนภาคเอกชนที่ยังหดตัวต่อเนื่อง (-2.1%)
- ความเสี่ยงสำคัญอีกประการคือนโยบาย Reciprocal Tariffs ของประธานาธิบดีทรัมป์ที่อาจส่งผลกระทบรุนแรงต่อการส่งออกของไทย เนื่องจากปัจจุบันไทยมีการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐในอัตราสูง โดยเฉพาะสินค้าเกษตร (สูงถึง 42%) อาหารไม่แปรรูป (สูงสุด 216%) และยานยนต์ (80%) ขณะที่สินค้าส่งออกของไทยไปสหรัฐเสียภาษีเฉลี่ยเพียง 2.4% ทำให้มีความเสี่ยงสูงที่สหรัฐจะปรับเพิ่มภาษีนำเข้าสินค้าไทยอีกประมาณ 5.8% เพื่อให้เกิดความเท่าเทียม
- เรามองว่า สงครามการค้าจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อสินค้าส่งออกสำคัญของไทยไปสหรัฐ โดยเฉพาะเครื่องคอมพิวเตอร์และอุปกรณ์ยางและผลิตภัณฑ์ยาง อัญมณีและเครื่องประดับ และเครื่องจักรกล
- จากปัจจัยเสี่ยงทั้งสองประการ ส่งผลให้มีการปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยเหลือเพียง 2.5% ในปี 2568 และคาดการณ์ว่าการส่งออกจะหดตัว 1.0% คล้ายกับสถานการณ์ในปี 2562 ที่เผชิญกับสงครามการค้ารอบแรก โดยมีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจอาจขยายตัวต่ำกว่า 2.0% หากนโยบาย Reciprocal Tariffs มีผลบังคับใช้เต็มรูปแบบ
- ซึ่งอาจทำให้ GDP ไทยลดลงถึง 0.5-0.6% จากกรณีฐาน ขณะที่ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดว่าจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งสู่ระดับ 1.75% ในเดือนตุลาคม แต่อาจช้าเกินไปที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจให้ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก Momentum ทางเศรษฐกิจมีแนวโน้มแย่ลงอย่างชัดเจนในช่วงครึ่งหลังของปี

เศรษฐกิจโลก

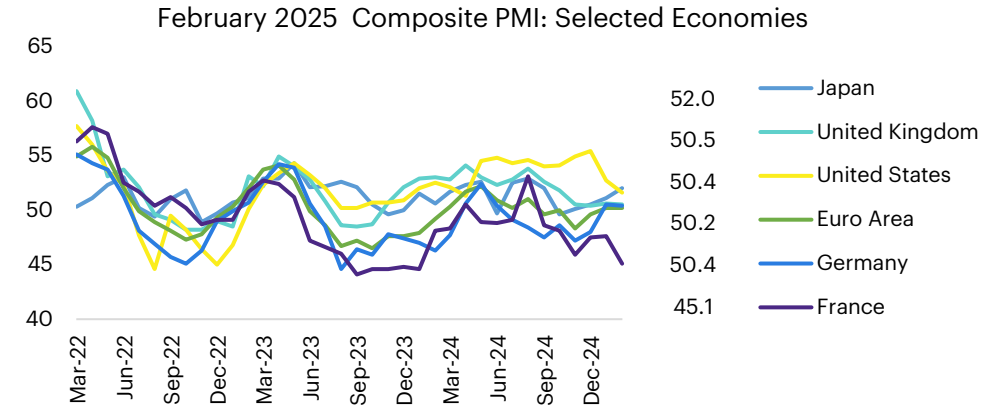
เศรษฐกิจโลกล่าสุดเริ่มปรับตัวลดลงแรงขึ้น คาด IMF ปรับลดคาดการณ์ในเดือน เม.ย.

PMI โลกชะลอตัวลงต่ำสุดในรอบ 1 ปี โดยเฉพาะภาคบริการ



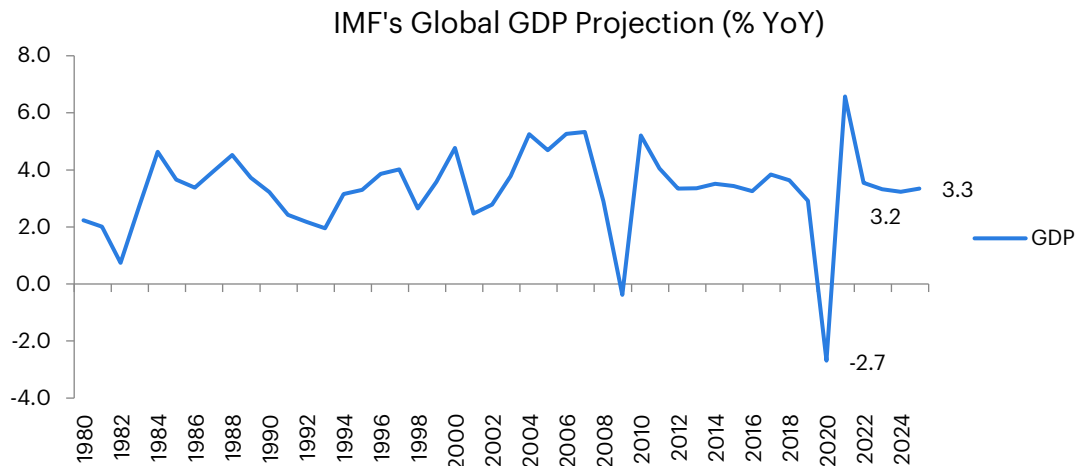
Source: CEIC

PMI ประเทศพัฒนาแล้วชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญ



Source: CEIC

IMF น่าจะต้องปรับลดประมาณการเศรษฐกิจโลกในไม่ช้า



Source: CEIC

เดือน ม.ค. IMF ปรับประมาณการเศรษฐกิจโลกขึ้นจากสหรัฐเป็นหลัก

IMF WEO Jan 2025 Forecast compare to Oct 2024

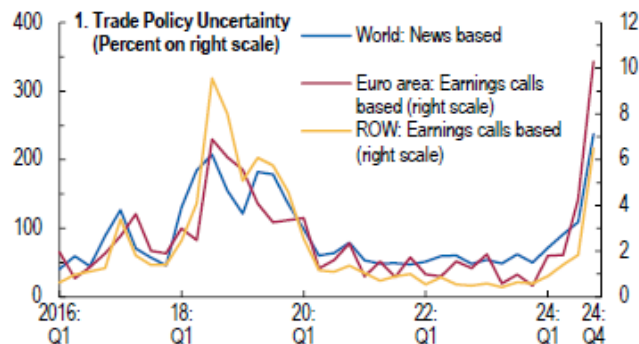
	2024	2025F		2026F
		Oct 24	Jan 25	Jan 25
Global GDP	3.2	3.2	3.3	3.3
US	2.8	2.2	2.7	2.1
Eurozone	0.8	1.2	1.0	1.4
Japan	-0.2	1.1	1.1	0.8
China	4.8	4.5	4.6	4.5
India	6.5	6.5	6.5	6.5
Thailand	2.7	2.6	2.9	2.6

Source: IMF

IMF กังวลเงินเฟ้อจากนโยบายของทรัมป์

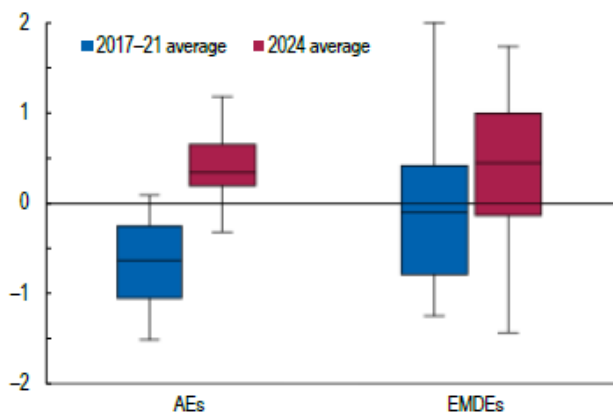
ความไม่แน่นอนเชิงนโยบายด้านการค้ามีแนวโน้มสูงขึ้น

Figure 1. Policy Uncertainty
(Index, unless noted otherwise)



ความคาดหวังเงินเฟ้อใน 1 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มสูงขึ้น

Figure 3. Cross-Country Inflation Expectations
(Percentage point deviation from target, next 12 months)



Source: IMF

- ในรายงาน IMF WEO Jan 2025 ระบุว่าเศรษฐกิจโลกมีความเสี่ยงที่ต้องจับตา 4 ประการ

(1) ความคาดหวังเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงขึ้น โดยปัจจุบันภาวะเงินเฟ้อทั่วโลกยังคงชะลอตัว แต่มีสัญญาณชะงักงันในบางประเทศ โดยเฉพาะภาคบริการที่ยังมีแรงกดดันเงินเฟ้อสูงกว่าช่วงก่อนโควิด-19 ในหลายเศรษฐกิจ โดยเฉพาะสหรัฐ และยูโรโซน ขณะที่ตลาดเกิดใหม่บางประเทศในยุโรปและลาตินอเมริกายังมีเงินเฟ้อสูง ทั้งนี้ ต้องติดตามพัฒนาการเงินเฟ้อต่อเนื่องว่าจะเพิ่มขึ้นหรือไม่ รวมถึงผลกระทบจากนโยบายของรัฐบาลทรัมป์

(2) ตลาดการเงินมีความไม่แน่นอนสูงขึ้น โดยแม้ว่าสภาพคล่องในตลาดการเงินโลกยังคงผ่อนคลาย แต่มีความแตกต่างระหว่างภูมิภาค ตลาดหุ้นในประเทศพัฒนาแล้วปรับตัวขึ้นจากความคาดหวังนโยบายที่เป็นมิตรต่อธุรกิจ在美国 ขณะที่ตลาดเกิดใหม่ซบเซาๆ เนื่องจากการแข็งค่าของดอลลาร์และความกังวลเรื่องภาษีนำเข้าใหม่ ดังนั้น ประเด็นที่ต้องจับตาต่อไปคือผลกระทบของความผันผวนในตลาดการเงินโดยเฉพาะประเด็นค่าเงินตลาดของเกิดใหม่

(3) ความไม่แน่นอนทางนโยบายเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะด้านการค้าและการคลัง ความคาดหวังต่อการเปลี่ยนแปลงนโยบายภายใต้รัฐบาลใหม่ในปี 2024 ส่งผลต่อราคาในตลาดการเงิน ขณะที่ความไม่มั่นคงทางการเมืองในบางประเทศในเอเชียและยุโรปสร้างความไม่แน่นอนเพิ่มเติม นอกจากนี้ ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ โดยเฉพาะในตะวันออกกลาง และความขัดแย้งทางการค้าโลกยังคงอยู่ในระดับสูง ภาพเหล่านี้จะทำให้ธุรกิจวางแผนธุรกิจในระยะต่อไปได้ยากขึ้น รวมถึงทำให้ต้นทุนทางการเงินสูงขึ้นผ่านผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นตามการขาดดุลการคลัง และ

(4) ความเสี่ยงด้านการค้าโลกที่ลดลง โดย IMF ประเมินการประมาณการค้าโลกในปี 2025-2026 ได้ถูกปรับลดลงเล็กน้อย (IMF คาดการณ์การค้าโลกขยายตัว 3.2% และ 3.3% ในปี 2025-26 ปรับลดลงประมาณ 0.2% p.p. จากการประมาณการครั้งก่อน และต่ำกว่าการขยายตัวที่ 3.4% ในปี 2024) ผลจากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ส่งผลกระทบโดยตรงต่อการลงทุนของบริษัทที่พึ่งพาการค้าระหว่างประเทศเป็นหลัก

- อย่างไรก็ตาม ในระยะสั้นการค้าโลกอาจจะยังดีอยู่เนื่องจากมีปัจจัยบวกจากการที่บริษัทต่างๆ เร่งทำการค้าล่วงหน้า (front-loading) เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับข้อจำกัดทางการค้าที่อาจเข้มงวดขึ้นในอนาคต

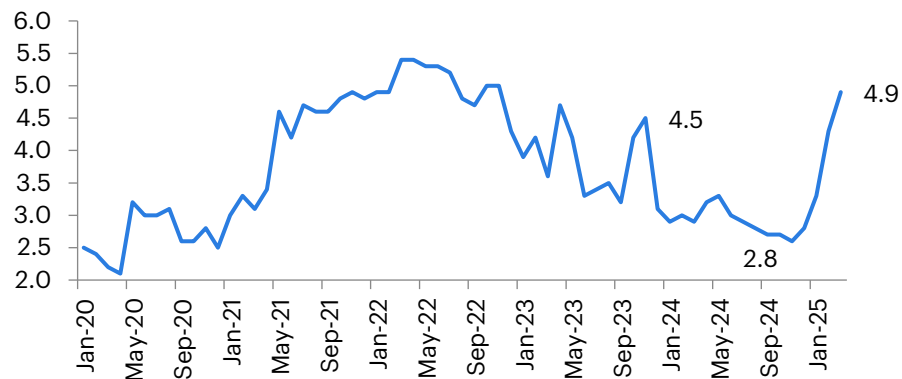
จับตาเงินเฟ้อสหรัฐ มีทั้งปัจจัยบวกและลบ

US Inflation by category (%YoY)



Source: CEIC, INVX

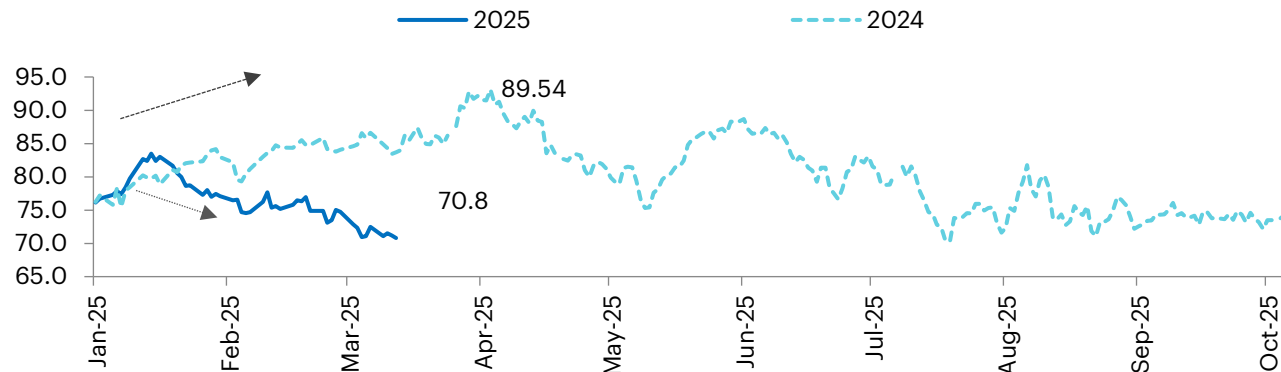
US Leading indicator: 1-Yr inflation expectation (%)



Source: CEIC, INVX

- แม้เงินเฟ้อในเดือน ก.พ. จะชะลอตัวลงมากกว่าที่คาดการณ์ แต่เป็นผลหลักจากราคาน้ำมันดิบที่ลดลงไปอยู่ที่ 70.8 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล เทียบกับประมาณ 85 ดอลลาร์ในช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่เงินเฟ้อจากราคาอาหารยังคงสูง โดยเฉพาะราคาไข่ไก่ที่พุ่งสูงขึ้นถึง 58.8% ต่อปี ผลจากใช้วัตถุดิบ ขณะที่ค่าประกันรถยนต์ยังพุ่งขึ้นที่ 11.1% ขณะเดียวกัน การใช้จ่ายของผู้บริโภคกำลังชะลอตัวลงอย่างชัดเจนในทุกๆ รายได้ ทั้งจากความกังวลเกี่ยวกับนโยบายภาษีนำเข้าของทรัมป์ ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ และความเป็นไปได้ของภาวะเศรษฐกิจถดถอย บริษัทค้าปลีกจาก Walmart ถึง Macy's ต่างรายงานพฤติกรรมผู้บริโภคที่ประหยัดของผู้บริโภค ขณะที่ข้อมูลบัตรเครดิตแสดงการลดลงของการใช้จ่ายในเกือบทุกหมวดหมู่ ทั้งสินค้าฟุ่มเฟือยและสินค้าจำเป็น สถานการณ์นี้บ่งชี้ถึงภาวะ Mild Stagflation ที่การเติบโตทางเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงในขณะที่เงินเฟ้อยังคงสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ซึ่งเป็นความท้าทายต่อนโยบายการเงินและความเป็นอยู่ของประชาชน

Brent in 2025 vs 2024 (\$/bl.)



Source: CEIC, INVX

องค์ประกอบของอัตราเงินเฟ้อผู้บริโภคสหรัฐ (%)

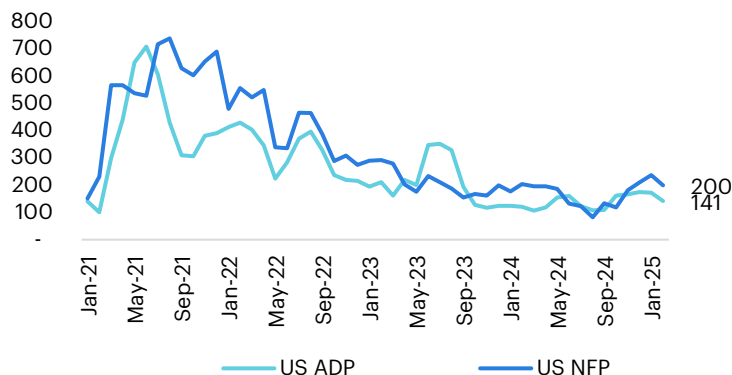
	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	10/2024	11/2024	12/2024	01/2025	02/2025
Food&Transport	1.00	-0.02	0.94	0.84	0.97	0.51	0.12	0.26	0.40	0.62	0.86	0.63
Housing	3.46	2.81	2.48	2.17	2.09	1.97	1.85	1.90	1.88	1.86	1.70	1.70
Wage+Others	0.69	0.51	0.33	0.31	0.41	0.49	0.49	0.46	0.49	0.45	0.44	0.46
CPI	5.15	3.30	3.74	3.33	3.47	2.97	2.46	2.62	2.77	2.93	3.00	2.78

Source: CEIC, INVX

เศรษฐกิจสหรัฐเริ่มเสี่ยง Mild Stagflation

การจ้างงานสหรัฐเริ่มลดลง การบริโภคเริ่มแผ่วลง คนเก็บออมมากขึ้น การว่างงานเริ่มเพิ่มขึ้น เงินเฟ้อสูงขึ้น ผลจากนโยบายทรมาน (เนเรคตผู้อพยพ, DOGE, ภาษีการค้า)

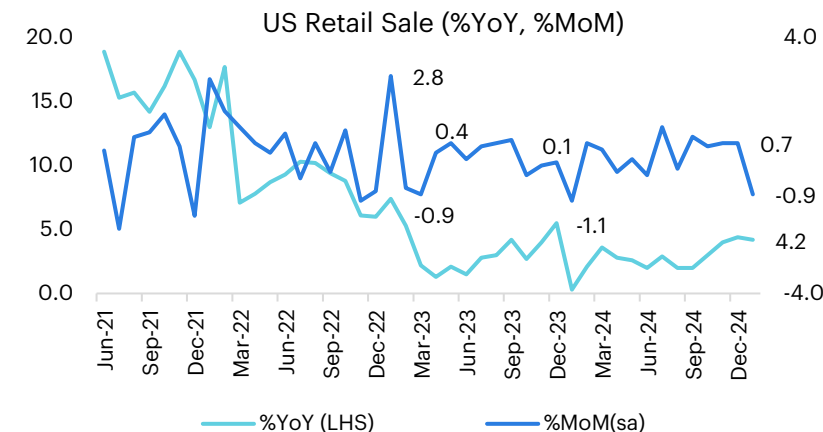
ADP vs Non-Farm ('000, 3MMA)



Source: Bloomberg, CEIC, INVX

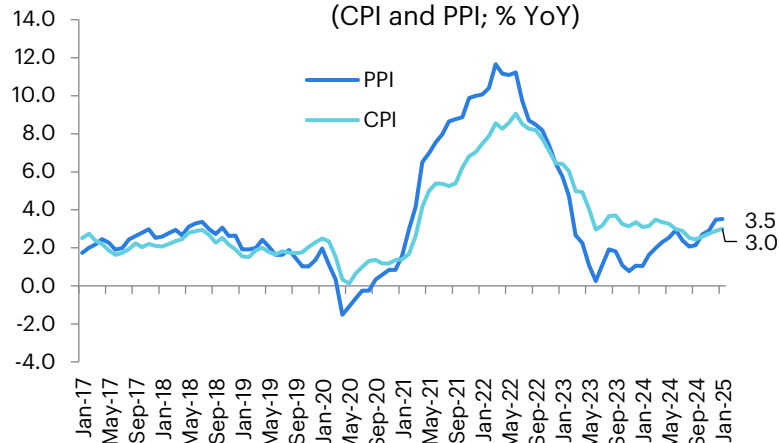
Selected industry's employment	Dec 24	Jan 25	Feb 25
Non Farm Payroll	323K	125K	151K
Healthcare	75.5K	63.9K	63.1K
Manufacturing	-10.0K	-5.0K	10.0K
Leisure and hospitality	47.0K	-14.0K	-16.0K
Retail Trade	34.4K	29.5K	-6.3K
Transport and warehousing	34.4K	18.7K	17.8K
Temporary help services	1.7K	-10.3K	-12.3K
Government	36.0K	44.0K	11.0K

Source: Bloomberg, CEIC, INVX



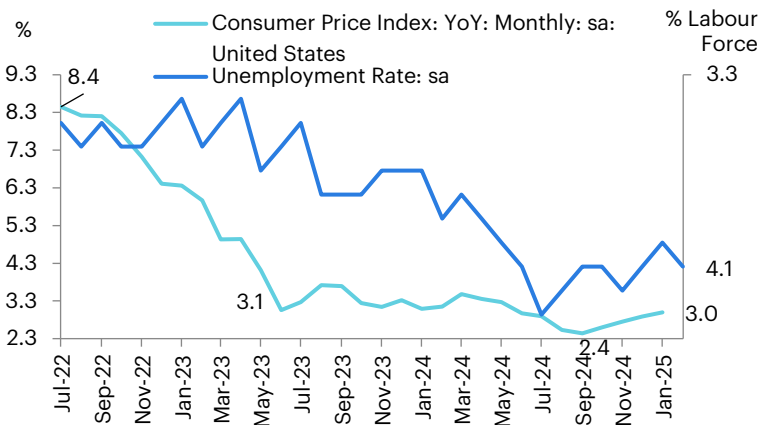
Source: Bloomberg

US's Consumer and Producer Price Index (CPI and PPI; % YoY)



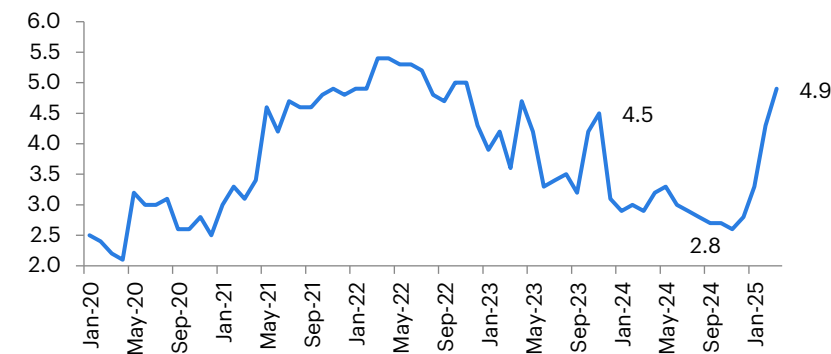
Source: Bloomberg, CEIC, INVX

US CPI and Unemployment



Source: Bloomberg, CEIC, INVX

US Leading indicator: 1-Yr inflation expectation (%)



Source: Bloomberg, CEIC, INVX

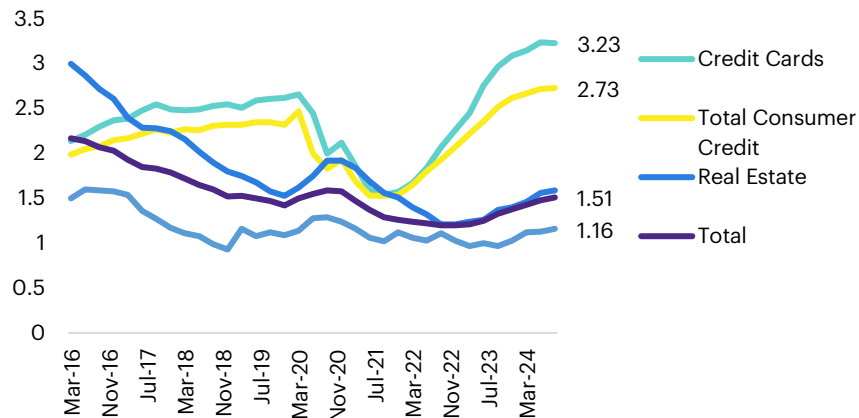
เรามองว่า ในระยะต่อไป เศรษฐกิจสหรัฐจะอ่อนแอลงจาก 4 ปัจจัย

• ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบ

1. ผู้บริโภค

- การใช้จ่ายที่สูงในช่วงที่ผ่านมาพึ่งพาหนี้และรายจ่ายจำเป็น
- อัตราการผิดนัดชำระเงินบัตรเครดิตอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 13 ปี
- นโยบายภาษีศุลกากรใหม่อาจทำให้ครัวเรือนมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นถึง \$2,000 ต่อปี
- ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคลดลง ความกังวลเรื่องเงินเพื่อและการว่างงานเพิ่มสูงขึ้น
- การบริโภคที่แท้จริงลดลงในเดือนมกราคม (ครั้งแรกในรอบเกือบสองปี)

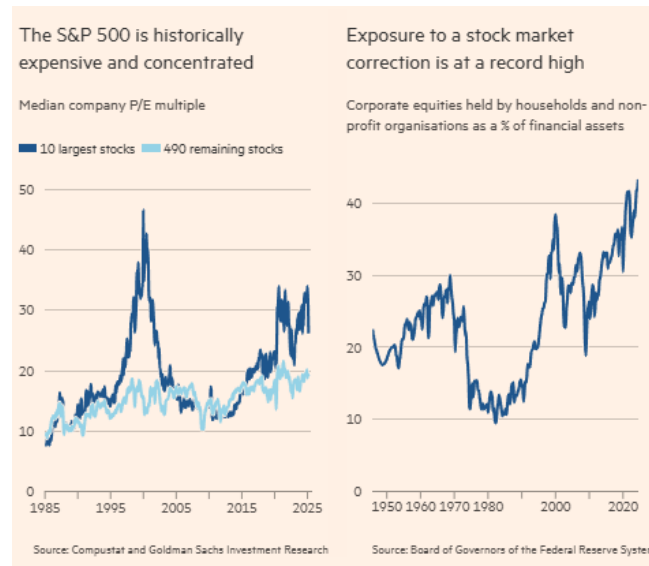
US Delinquency rate on several types of loan (%)



Source: CEIC, FT, INVX

2. ภาคธุรกิจ

- ความไม่แน่นอนในกฎระเบียบการนำเข้าและภาษีศุลกากร
- ดัชนีของ Goldman Sachs บ่งชี้ถึงการหดตัวในยอดขาย คำสั่งซื้อใหม่ การส่งออก และการจ้างงาน
- การลงทุนในภาคการผลิตชะลอตัว เนื่องจากความไม่แน่นอนของโครงการภายใต้ IRA และ Chips Act
- แผนการจ้างงานของธุรกิจขนาดเล็กลดลง และการวางแผนลดการจ้างงานเพิ่มขึ้น 245% ในเดือนกุมภาพันธ์



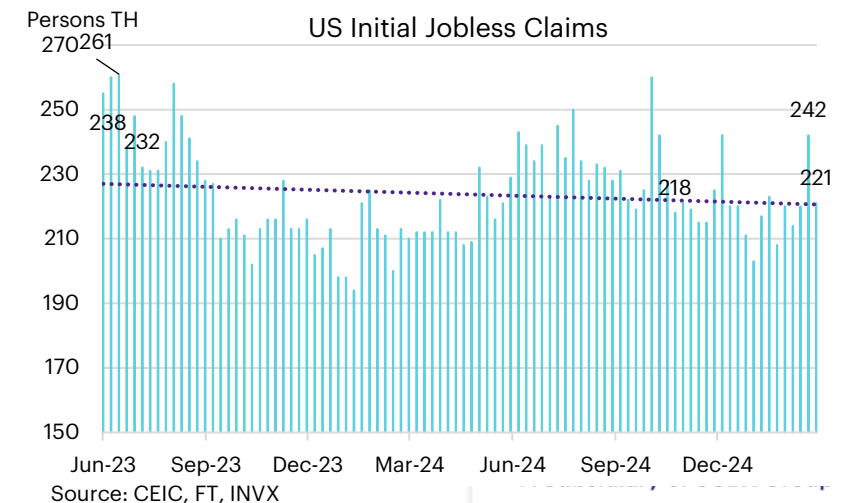
Source: CEIC, FT, INVX

3. ตลาดแรงงาน

- ตลาดแรงงานที่ "แข็งแรงแรง" พึ่งพาการจ้างงานภาครัฐและบริการสุขภาพเป็นหลัก
- การตัดลดค่าใช้จ่ายภาครัฐอาจส่งผลให้เกิดการสูญเสียงาน 500,000 ตำแหน่งในปี
- นโยบายปราบปรามแรงงานผิดกฎหมาย (ซึ่งคิดเป็น 5% ของกำลังแรงงาน) จะเพิ่มการสูญเสียงาน

4. ความเสี่ยงในตลาดหุ้น

- ตลาดหุ้นสหรัฐมีค่า valuation และการกระจุกตัวของมูลค่าในบริษัทใหญ่ในระดับสูง
- ตลาดจะต้องปรับตัวต่อนโยบายของทรัมป์ซึ่งเห็นได้จากการปรับตัวลงของ S&P 500 กลับสู่ระดับก่อนการเลือกตั้ง
- ความเชื่อมั่นต่อการเติบโตของกำไรจะลดลง เนื่องจากการสงครามการค้าที่อาจเกิดขึ้น



Source: CEIC, FT, INVX

พัฒนาการแนวโน้มนโยบายด้านการค้าของรัฐบาลทรัมป์ล่าสุด

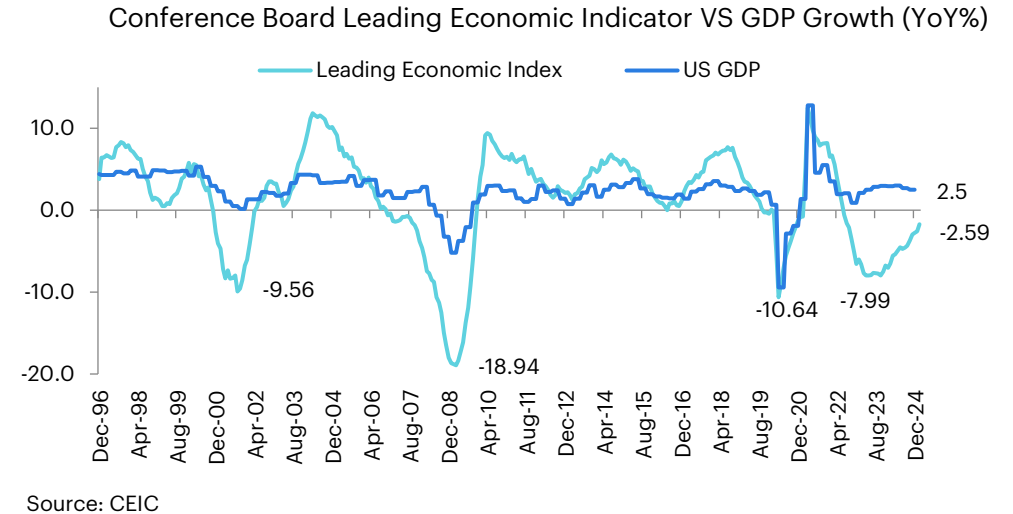
- การเก็บภาษีจีน 10% ที่ได้เก็บไปแล้วตั้งแต่เดือน ก.พ. ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย 0.4% และ 0.2% ตามลำดับ (ตามการคำนวณของ GS และ INVX)
- เราเชื่อว่าแม้ว่าตลาดการเงินปรับตัวลดลงสืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย แต่การวิเคราะห์ของเราแสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ไม่น่าจะเข้าสู่ภาวะถดถอย เนื่องจากหากเราคำนวณผลกระทบของนโยบายภาษีทั้งหมดของทรัมป์ จะส่งผลกระทบต่อ GDP ของสหรัฐฯ เพียง -1.1% ซึ่งไม่เพียงพอที่จะทำให้เศรษฐกิจที่คาดว่าจะเติบโต 1.9% ในปีนี้ปรับตัวลดลงสู่ภาวะถดถอย

แนวนโยบาย	วันที่มีผลบังคับใช้	ผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก (%p.p.)	ผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทย (%p.p.)
ขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนจาก 10% (เฉลี่ยประมาณ 20%)	บังคับใช้แล้ว	-0.4	-0.2
เก็บภาษีนำเข้าจากจีนอีก 10% (+ของเดิมรวมประมาณ 30%)	4 มี.ค.	-0.2	-0.1
เก็บภาษีนำเข้าเม็กซิโกและแคนาดา 25%	4 มี.ค.	-0.6	-0.2
เก็บภาษีนำเข้าเหล็กและอลูมิเนียม	12 มี.ค.	-0.2	ไม่มีผลกระทบ
เก็บภาษีนำเข้ายุโรป 25%	12 มี.ค.	-0.5	-0.3
เก็บภาษีรถยนต์ กู้ย ยา ทั่วโลก	2 เม.ย.	-0.2	-0.1
เก็บภาษีตอบโต้ (Reciprocal Tariff) โดยเฉพาะสินค้าเกษตร	2 เม.ย.	N/A	-0.2
เก็บภาษีทั่วโลก 10%	ยังไม่แน่นอน	-0.9	-0.3
เก็บภาษีตอบโต้ประเทศอื่น หากประเทศอื่นขึ้นภาษีสหรัฐฯ (Retaliation)	ยังไม่แน่นอน	N/A	N/A

Source: Bloomberg, Goldman Sachs, INVX

คำถาม: ถ้าทรัมป์ขึ้นภาษีไปเรื่อยๆ เศรษฐกิจสหรัฐจะเข้าสู่ recession หรือไม่ และปัจจุบัน ความเสี่ยง recession เป็นเท่าไร

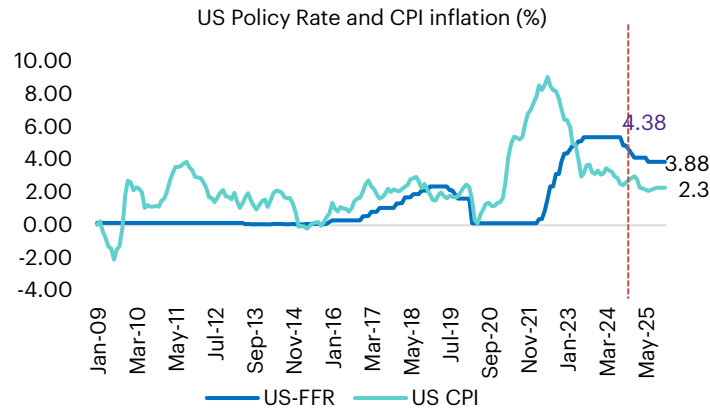
- คำตอบ: ยังไม่ หากยึดการคาดการณ์ Goldman Sachs โดยปัจจุบัน เราให้เศรษฐกิจขยายตัวที่ 1.9%
 - การขึ้นภาษีจีน 20% (มูลค่า \$4.3 แสนล้าน) ผลกระทบ GDP: สหรัฐฯ -0.1%
 - การขึ้นภาษีเหล็กและอลูมิเนียม 25% (มูลค่า \$5.5 หมื่นล้าน) ผลกระทบ GDP: สหรัฐฯ ไม่มีนัยยะ
 - การขึ้นภาษีเม็กซิโกและแคนาดา 25% (มูลค่า \$9.0 แสนล้าน) ผลกระทบ GDP: สหรัฐฯ -0.2%
 - การขึ้นภาษีสินค้านำเข้าสำคัญอื่นๆ 10% (มูลค่า \$5.0 แสนล้าน เช่น น้ำมัน, ยา, อิเล็กทรอนิกส์) ผลกระทบ GDP: สหรัฐฯ -0.1%,
 - การขึ้นภาษีตอบโต้ 10% ไม่รวม VAT (มูลค่า \$6.5 แสนล้าน) ผลกระทบ GDP: สหรัฐฯ -0.2%,
 - การขึ้นภาษีสหภาพยุโรป 25% (มูลค่า \$600 พันล้าน) ผลกระทบ GDP: สหรัฐฯ -0.2%,
 - การขึ้นภาษีทั่วไป 10% (มูลค่า \$3.25 ล้านล้าน) ผลกระทบ GDP: สหรัฐฯ -0.3%,
- ฉะนั้น หากขึ้นทั้งหมด ผลกระทบ = -1.1% ยังไม่ถึง -1.9%



- สำหรับในปัจจุบัน สภาวะเศรษฐกิจสหรัฐดีกว่าช่วงปี 2023 ที่ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยมีมากกว่า และดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- ดัชนี Conference Board LEI ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง แม้เป็นลบจาก fault alarm ในปี 2023 ขณะที่ GDP ปัจจุบัน (4Q24) ยังอยู่ระดับสูงที่ 2.5% YoY
- สรุป มองไปข้างหน้า ถ้าทรัมป์ขึ้นภาษีอย่างต่อเนื่อง เศรษฐกิจสหรัฐยังมีพื้นฐานแข็งแกร่งพอรองรับแรงกระแทกได้ในปีนี้ ด้วยเงื่อนไขที่ว่าสถานการณ์อื่น ๆ เช่น ดอกเบี้ยนโยบาย ภูมิรัฐศาสตร์ เศรษฐกิจโลก ไม่ได้เปลี่ยนไปอย่างมีนัยสำคัญ

เรายังคงประมาณการว่า Fed จะลดดอกเบี้ย 1 ครั้ง ที่ 0.25% (p.p.) ในปี 2025

- เราคงประมาณการดอกเบี้ยของ Fed ที่ลดเพียง 25 bps สู่ 4.1% ในการประชุมเดือน มิ.ย. โดยเราเชื่อว่า เศรษฐกิจสหรัฐจะเริ่มชะลอลงมากขึ้น ขณะที่เงินเฟ้อจะชะลอครั้งปีแรก ทำให้ Fed มี Window ในการลดดอกเบี้ยได้ ก่อนที่เศรษฐกิจจะเริ่มฟื้นตัว หลังการลดภาษีนิติบุคคลจะเริ่มเห็นรูปร่างในช่วงครึ่งปีหลัง ขณะที่เงินเฟ้อจะเริ่มปรับเพิ่มขึ้นจากปัจจัยฐานต่ำที่หมดลง



Source: CEIC, Bloomberg, INVX

- สมมติฐาน:
 - มาตรการของทรมปี เริ่มทำสงครามการค้าในครึ่งแรกของปี
 - เงินเฟ้อจะต่ำลงครึ่งปีแรก แต่จะสูงขึ้นครึ่งปีหลัง
 - Fed เลือ ก ที่ จะ Front loading ก่อน Window ที่จะลดดอกเบี้ยได้จะปิดลง

FOMC Dec 2024 Econ Projection

Variable (%)	2024	2025	2026	Longer run
GDP (Sep Proj.)	2.5	2.1	2.0	1.8
	2.0	2.0	2.0	1.8
U-rate (Sep Proj.)	4.2	4.3	4.3	4.2
	4.4	4.4	4.3	4.2
Core PCE (Sep Proj.)	2.8	2.5	2.2	
	2.6	2.2	2.0	
Fed Funds (Sep Proj.)	4.4	3.9	3.4	3.0
	4.4	3.4	2.9	2.9

Source: CEIC, Bloomberg, INVX

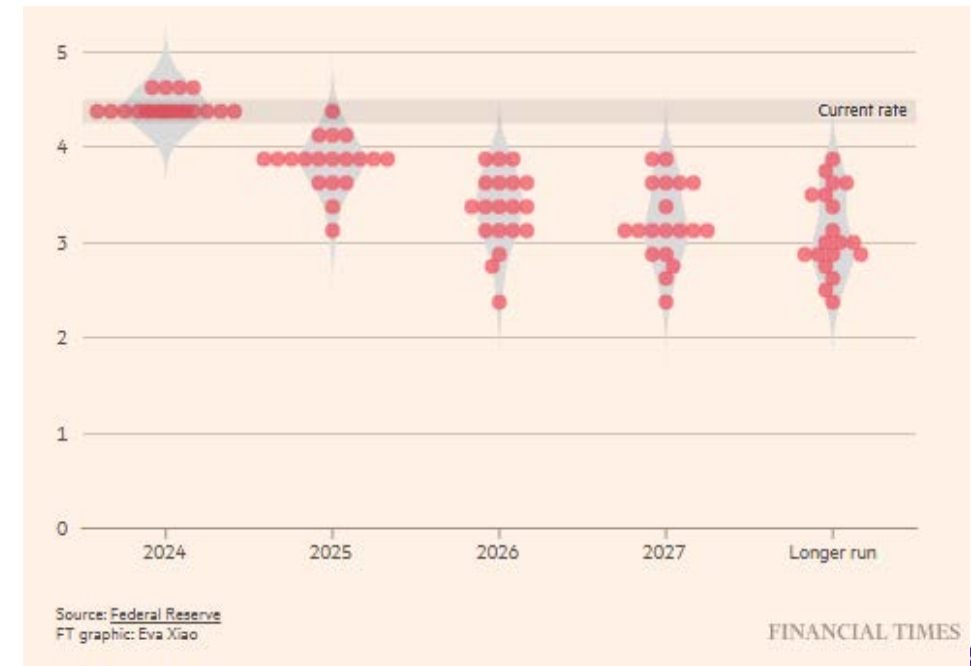
การประมาณการเศรษฐกิจสหรัฐในปี 2024-2025 ของ INVX (มิ.ค. 2025)

	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025
FFR	5.38	5.38	4.88	4.38	4.38	4.13	4.13	4.13
CPI	3.5	3.0	2.4	2.9	2.7	2.5	3.0	2.7
GDP	2.9	3	2.7	2.5	2.2	1.8	1.7	1.9
ISM Manu	50.3	48.5	47.2	49.3	50.0	48.6	48.7	48.8
ISM Service	51.4	48.8	54.9	54.1	52.9	51.7	51.9	52.1
NFP	310.0	118.0	255.0	256.0	140.0	122.5	150.0	150.0
U-rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	4.2	4.2
Retail Sales	3.6	2.0	2.0	3.9	3.4	2.7	3.0	3.3
Core K-Goods shipmen	0.8	2.2	0.7	0.9	0.4	0.7	1.0	1.3

Note: 2025 เป็นการคาดการณ์เบื้องต้น (Preliminary forecast)

Source: CEIC, Bloomberg, INVX

Dec 2024 Dot plot



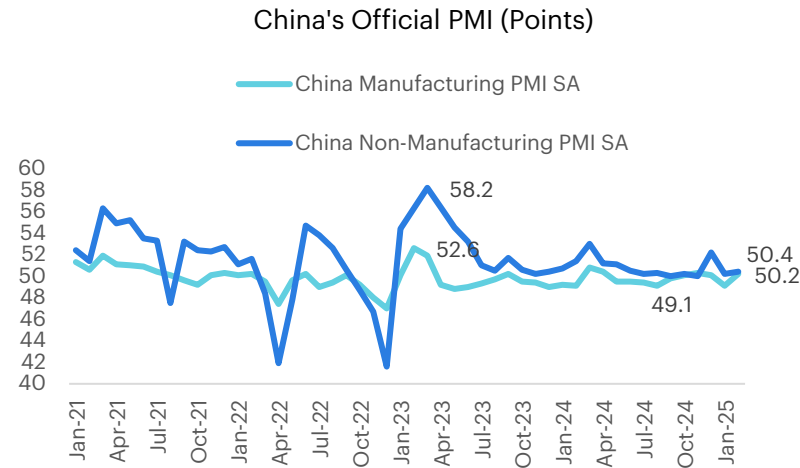
Source: CEIC, Bloomberg, INVX

เศรษฐกิจจีนเริ่มฟื้นขึ้น ส่วนหนึ่ง Policy หนุน แต่ยังเสี่ยงจากเงินฝืด/ สงครามการค้า

ตัวเลขเศรษฐกิจล่าสุดดีขึ้น PMI เริ่มฟื้นตัว ส่วนหนึ่งเป็นเพราะนโยบายสนับสนุน แต่ยังมีความเสี่ยงจาก (1) วิกฤตเงินฝืดและกับดักสภาพคล่อง (2) เศรษฐกิจโลกและสงครามการค้า และ (3) วิกฤตอสังหาฯ

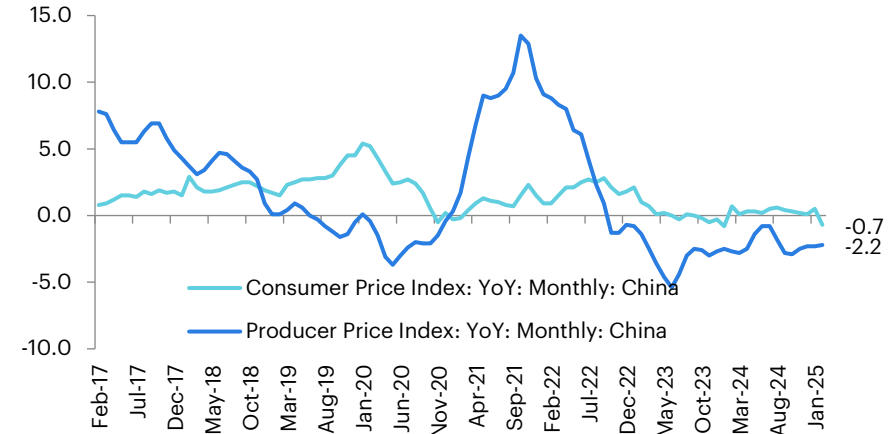


Source: CEIC



Source: CEIC, INVX

China's Consumer and Producer Price Index (CPI and PPI; % YoY)

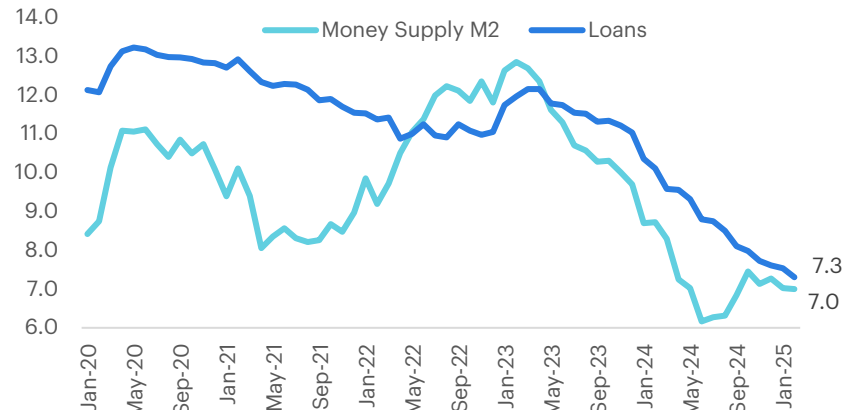


Source: CEIC, INVX



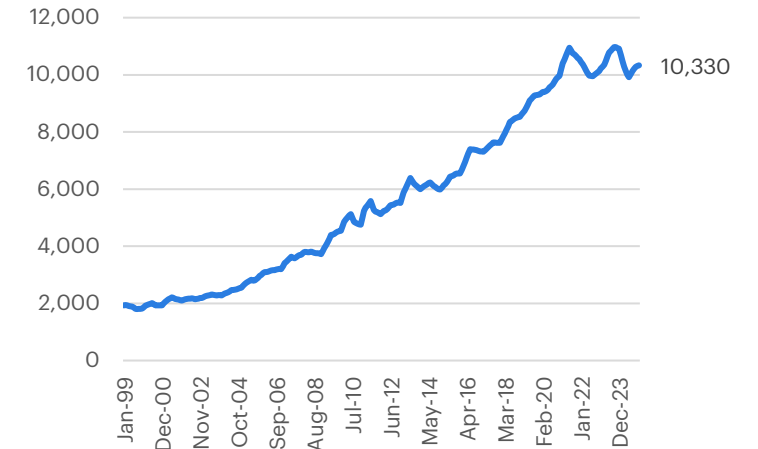
Source: CEIC, INVX

China M2 and Loan Growth (% YoY)



Source: CEIC, INVX

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



Source: CEIC, INVX

อย่างไรก็ตาม แนวนโยบายของรัฐบาลจีนพร้อมสนับสนุนทั้งภาคอุปสงค์และอุปทาน

แนวนโยบายของจีนที่แตกต่างกับสหรัฐอย่างสิ้นเชิง ทำให้แนวโน้มทิศทางเศรษฐกิจจีนดูดีขึ้นขณะที่สหรัฐดูแย่ลง
ประเด็นสำคัญในการแถลงต่อรัฐสภาของทรัมป์และการประชุมสภาประชาชนจีน

สหรัฐ: America is back	จีน: prepare for changes 'unseen in a century'
ยืนยันว่า Tariff จะเป็นแหล่งรายได้ และไม่กังวลกับความผันผวนในตลาดหุ้นแม้ประกาศว่าจะชะลอเก็บภาษีรถยนต์จากแคนาดาและเม็กซิโกหนึ่งเดือนในภายหลัง	เป้าหมาย GDP ขยายตัว 5% ต่อปี แม้เผชิญวิกฤตเงินฝืด สงครามการค้า และวิกฤตอสังหาริมทรัพย์
ยกเลิกกฎหมาย Chips and Science Act มูลค่า 5.2 หมื่นล้านดอลลาร์ อาจส่งผลกระทบต่อโครงการที่ได้รับทุนไปแล้ว	เป้าหมายขาดดุลการคลัง 4% GDP สูงสุดในรอบสามทศวรรษ ตั้งเป้าออกพันธบัตรพิเศษระยะยาว 1.3 ล้านล้านหยวน จาก 1 ล้านล้านหยวนในปี 2024
ยังไม่เก็บภาษีจากรายได้ค่าทิป เสนอดอกเบี้ยจ่ายสำหรับรถยนต์ที่ผลิตในอเมริกาหักภาษีได้ ตั้งเป้างบประมาณสมดุล "ในอนาคตอันใกล้"	ลดเป้าหมายเงินเฟ้อเป็น 2% ครั้งแรกในรอบ 2 ทศวรรษ
กล่าวว่าเซเลนสกีเขียนจดหมายพร้อมลงนามในข้อตกลงแร่ธาตุ แต่ทรัมป์ยังเรียกร้องให้ยุติสงคราม (Peace deal) และลดความช่วยเหลือยูเครน	เน้นการกระตุ้นการบริโภค อุตสาหกรรม AI, EVs, มุ่งพัฒนาเครื่องบินและเรือเชิงพาณิชย์ ตั้งเป้าผลิตธัญพืชเพื่อ Food security และลดการผลิตเหล็ก

Source: Bloomberg, INVX

ประมาณการเศรษฐกิจโลกปี 2025

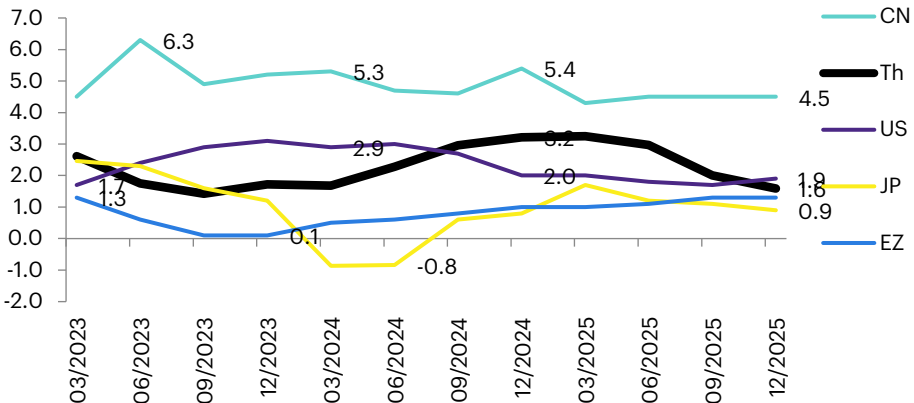
- ทรัมป์ได้ชะลอการเก็บภาษ้นำเข้ากับแคนาดาและเม็กซิโกเป็นเวลา 1 เดือน ในสินค้าที่เจรจาใน USMCA แต่ยังคงอัตราภาษี 10% กับจีน ซึ่งจีนได้ตอบโต้ด้วยการประกาศเก็บภาษ้นำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ในอัตรา 10-15% รวมถึงดำเนินการสอบสวน Google และเพิ่มบริษัทอเมริกันในรายชื่อบริษัทที่ไม่น่าเชื่อถือ สถานการณ์นี้เข้าใกล้สมมติฐานของ IMF ที่คาดว่าสหรัฐฯจะขึ้นภาษีกับจีนและยุโรป และประเทศเหล่านี้จะตอบโต้ในอัตราที่เท่ากัน ส่งผลให้การคาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจในปี 2025 ของสหรัฐ ยุโรป จีน และไทย อยู่ที่ 1.9%, 0.8%, 4.5% และ 2.5% ตามลำดับ

IMF WEO Jan 2025 Forecast compare to INVX Projection

	2024	GDP 2025F			CPI 2025F	
		IMF Oct 24	IMF Jan 25	INVX Feb 25	INVX Jan 25	INVX Feb 25
US	2.8	2.2	2.7	1.9	2.5	2.7
Eurozone	0.8	1.2	1.0	0.8	2.0	2.1
China	4.8	4.5	4.6	4.5	0.8	0.8
Thailand	2.7	2.6	2.9	2.5	0.9	0.9

Source: IMF, INVX

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



Source: IMF, INVX

	Actual									Forecast						
	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024		03/2025	06/2025	09/2025	12/2025	yr 2023	yr 2024	yr 2025f
US	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	3.0	2.7	2.0		2.0	1.8	1.7	1.9	2.5	2.7	1.9
EZ	1.3	0.6	0.1	0.1	0.5	0.6	0.8	1.0		1.0	1.1	1.3	1.3	0.5	0.7	1.2
CN	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6	5.4		4.3	4.5	4.5	4.5	5.2	5.0	4.5
JP	2.5	2.3	1.6	1.2	-0.9	-0.8	0.6	0.8		1.7	1.2	1.1	0.9	1.9	-0.1	1.2
Thai	2.6	1.8	1.4	1.7	1.7	2.3	3.0	3.2		3.2	3.0	2.0	1.6	1.9	2.5	2.5
Avg. 5	2.5	2.7	2.2	2.3	1.9	1.9	2.3	2.5		2.4	2.3	2.1	2.0	2.4	2.2	2.2

Source: IMF, INVX

ผลกระทบของ Trumponomics 2.0 ต่อ ตลาดการเงิน

ผลของทิศทางเศรษฐกิจสหรัฐต่อผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐและอัตราแลกเปลี่ยน

- ผลของนโยบายทรมปีและแนวนโยบายของ Fed ทำให้:
 - (1) ผลตอบแทนระยะสั้นทรงตัว (ล่าสุด ณ 16 มี.ค. 2YY อยู่ที่ 4.02 %; YTD: 4.20%)
 - (2) ผลตอบแทนระยะยาว (10 ปี) มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้น ตามการขาดดุลงบประมาณและความกังวลเงินเฟ้อ แต่หากความเสี่ยงสงครามการค้า-ภูมิรัฐศาสตร์เพิ่มขึ้น ผลตอบแทนก็จะลดลงเนื่องจากเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย โดยล่าสุดอยู่ที่ 4.32% ; YTD: 4.5%)
 - (3) ค่าเงินดอลลาร์มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นบ้าง แต่ไม่น่าจะแข็งอยู่ได้นานนัก จากแนวนโยบายของทรมปีที่ ไม่ชอบให้ดอลลาร์แข็งค่า (อาจเกิด mar-a-Lago accord; ล่าสุดอยู่ที่ DXY อยู่ที่ 103.4; ; YTD: 107.5)
 - (4) เงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงจากปัจจุบันไม่มากนัก จากนโยบายการเงินสหรัฐและไทยที่ลดดอกเบี้ยใกล้เคียงกัน (ล่าสุดอยู่ที่ 33.5 บาทต่อดอลลาร์ ; YTD: 34.0)

Timing	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25f	2Q25f	3Q25f	4Q25f
CPI	5.0%	3.0%	3.7%	3.3%	3.2%	3.2%	2.8%	2.9%	2.5%	2.5%	3.0%	2.7%
FFR	4.88%	5.13%	5.38%	5.38%	5.38%	5.38%	4.88%	4.38%	4.38%	4.13%	4.13%	4.13%
2YY	4.06	4.87	5.03	4.23	4.50	4.82	4.15	4.14	4.20	4.08	4.28	4.38
10YY	3.48	3.81	4.59	3.88	4.16	4.44	4.05	4.27	4.40	4.30	4.55	4.70
2-10	-0.58	-1.06	-0.44	-0.35	-0.34	-0.38	-0.1	0.13	0.17	0.22	0.27	0.32
DXY	103.4	102.5	103.2	104.60	103.5	105.2	103.6	105.2	107.5	108.5	107.5	107
Thai RP-1	1.75	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	2.00	2.00	1.75
USDTHB	34.1	35.3	36.57	34.26	35.6	36.76	34.8	34.0	34.5	35.0	35.6	36.0

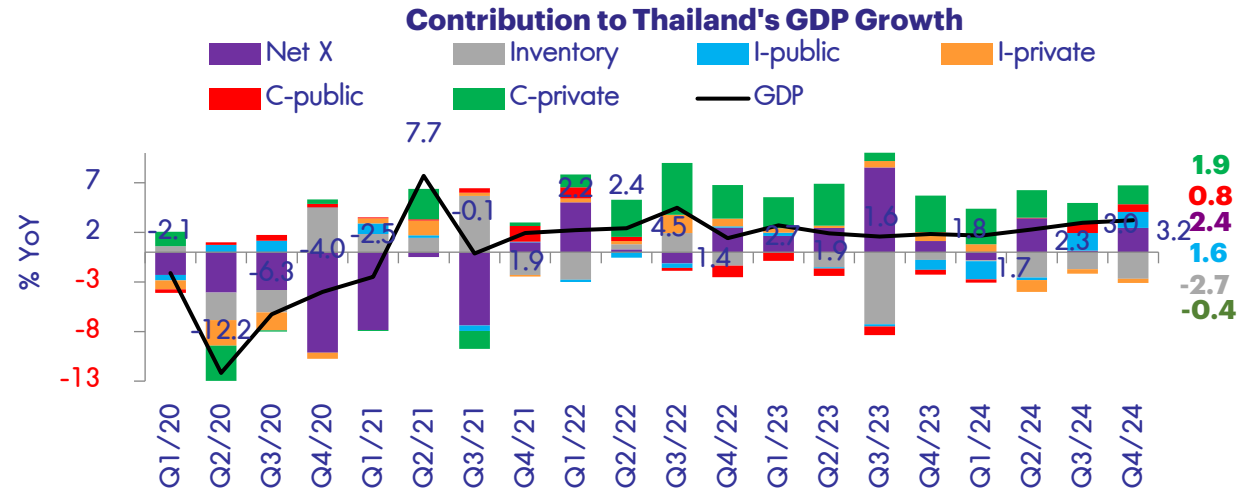
Source: Central banks, CEIC, INVX

2024 AVG: 35.3

2025 AVG: 35.3

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทย 4Q/24 ขยายตัว 3.2% ทำให้ทั้งปีอยู่ที่ 2.5%



GDP Growth Production side									
Growth	Share	Yr2021	Yr2022	Yr2023	Yr2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
GDP	100.0%	1.5	2.6	2.0	2.5	1.7	2.3	3.0	3.2
Agri	6.1%	2.3	2.4	2.0	-1.0	-2.8	-1.9	-1.0	1.2
Manufacturing	25.1%	4.9	0.4	-2.7	-0.5	-2.8	0.4	0.3	0.2
Electric	2.9%	0.3	1.9	4.3	6.1	12.0	6.4	2.5	3.1
Water Supply	0.6%	4.5	4.1	5.0	3.5	5.6	2.7	2.6	3.2
Construction	2.7%	2.2	-2.7	-0.6	1.3	-17.6	-5.6	15.2	18.3
Wholesale, Retail	16.5%	1.6	3.1	3.9	3.8	4.3	3.1	3.6	3.9
Transport	6.4%	-2.7	7.1	8.8	9.0	9.4	8.1	9.2	9.0
Hotel & Rest.	5.9%	-14.2	39.3	19.3	9.5	11.7	7.7	8.4	10.2
ICT	6.6%	6.1	5.1	3.6	5.5	7.0	5.8	3.5	5.7
Financial	7.9%	5.5	1.0	1.4	2.0	2.7	1.8	1.9	1.5
Real Estate	4.2%	1.7	2.1	1.5	1.1	0.8	1.1	0.7	1.8

Source: NESDC, INVX

- GDP ไตรมาส 4/2567 ของไทยขยายตัว 3.2% ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ที่ 3.9% และเรคาดที่ 3.6% และเมื่อเทียบกับไตรมาสที่แล้ว (ปรับฤดูกาล) แล้วขยายตัวเพียง 0.4% ชะลอลงมาจากไตรมาสก่อนที่ 1.2% สะท้อนความเปราะบางของเศรษฐกิจไทย โดยมีรายละเอียดดังนี้: (1) สินค้าคงคลังหดตัวรุนแรง ส่งผลลบต่อ GDP (Contribution to GDP Growth) ถึง -2.7% สะท้อนการระบายสต็อกของภาคธุรกิจและความระมัดระวังในการผลิตสินค้า ท่ามกลางความไม่แน่นอนของอุปสงค์ โดยสินค้าคงคลังภาคอุตสาหกรรมที่ลดลง ได้แก่ น้ำตาล พลาสติกและยางสังเคราะห์ขั้นต้น ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ยานยนต์ เครื่องประดับอัญมณีและสิ่งของอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง และคอมพิวเตอร์และอุปกรณ์ต่อพ่วง (2) การลงทุนภาคเอกชนยังคงหดตัวต่อเนื่องที่ -2.1% โดยหดตัวทั้งภาคการก่อสร้างและภาคเครื่องมือเครื่องจักร ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความเข้มงวดของการปล่อยสินเชื่อสถาบันการเงิน สะท้อนความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจที่เปราะบาง ท่ามกลางภาวะการเงินที่ตึงตัวและความเปราะบางของภาคการผลิตที่ยังไม่ฟื้นตัว วัดจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่อยู่ระดับต่ำ
- ขณะที่ปัจจัยที่ช่วยพยุงเศรษฐกิจได้แก่ (1) การลงทุนภาครัฐขยายตัวสูงถึง 39.4% จากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณ ส่งผลบวกต่อ GDP (Contribution to GDP Growth) 0.8% (2) การส่งออกบริการขยายตัวแข็งแกร่งที่ 22.9% จากการฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยว (3) การส่งออกสินค้าขยายตัว 8.9% ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเร่งส่งออกก่อนสงครามการค้า โดยเฉพาะสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ อย่างไรก็ตาม การนำเข้าก็ฟื้นตัวต่อเนื่องเช่นกัน โดยขยายตัว 9.4% จากการนำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภค วัตถุดิบ (โดยเฉพาะอิเล็กทรอนิกส์และสินค้าทุน) ซึ่งหลายสินค้าเป็นการนำเข้าจากจีนที่มากขึ้น และ (4) การบริโภคภาคเอกชนขยายตัวต่อเนื่องที่ 3.4% จากการบริโภคสินค้าไม่คงทน กึ่งคงทน และบริการ ที่ขยายตัวระดับ 2-6% แต่การบริโภคสินค้าคงทนหดตัวแรงที่ -9.5% ต่อเนื่องจาก -9.9% ในไตรมาสก่อน สะท้อนกำลังซื้อที่อ่อนแอจากภาระหนี้ครัวเรือนสูง รายได้ที่ฝืดเคือง และความตึงตัวทางการเงิน
- ในส่วนภาคการผลิตไตรมาส 4/2567 (1) ภาคเกษตรกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 5 ไตรมาสที่ 1.2% จากที่หดตัว -1.0% ในไตรมาสก่อน ผลจากภาวะ El Nino ที่หายไป โดยผลผลิตพืชสำคัญที่เพิ่มขึ้น ได้แก่ กลุ่มไม้ผล อ้อย และข้าวเปลือก ขณะที่ปาล์มน้ำมันหดตัวมากถึง -24.6% (2) ภาคอุตสาหกรรมขยายตัวที่ 0.2% ชะลอลงจาก 0.3% ในไตรมาสก่อน และมีอัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ยต่ำลงมาอยู่ที่ 57.27% จาก 58.32% ในไตรมาสก่อน โดยการผลิตที่เพิ่มขึ้น ได้แก่ อุตสาหกรรมเบาและวัตถุดิบ เช่น อาหาร เครื่องดื่ม เสื้อผ้า ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม โลหะประดิษฐ์ และเคมีภัณฑ์ ขณะที่การผลิตที่ลดลง ได้แก่ เพอร์นิเจอร์ ยานยนต์ และจักรยานยนต์ ซึ่งสินค้าอุตสาหกรรมทุนและเทคโนโลยีที่หดตัวมีมากกว่าที่ขยายตัว ทำให้สินค้าในหมวดนี้หดตัวสุทธิที่ -5.4% หดตัวรุนแรงขึ้นจาก -2.9% ในไตรมาสก่อน ขณะที่ (3) ภาคบริการขยายตัวต่อเนื่อง โดยสาขาก่อสร้างขยายตัวสูงถึง 18.3% เร่งขึ้นจาก 15.2% ตามการก่อสร้างภาครัฐที่ขยายตัวสูงถึง 40.8% สาขาที่พักแรมและร้านอาหารขยายตัว 10.2% เร่งขึ้นจาก 8.4% จากนักท่องเที่ยวต่างชาติ 9.5 ล้านคน สร้างรายได้ 4.103 แสนล้านบาท

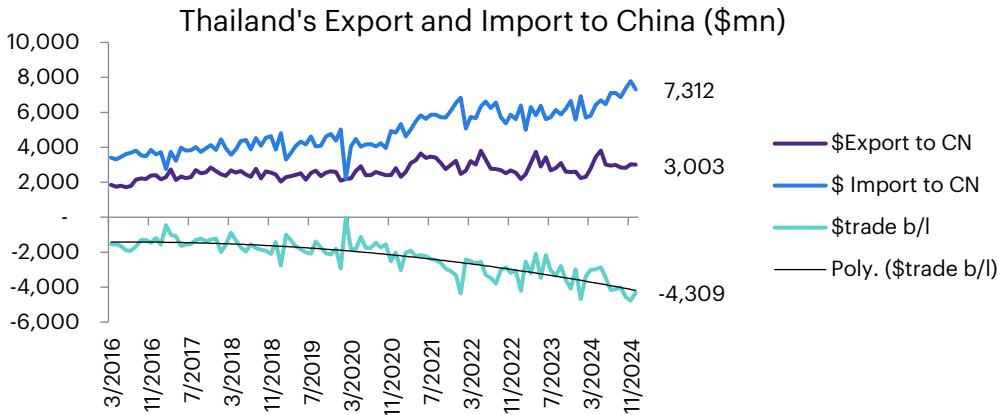
ความเสี่ยงเศรษฐกิจไทยมี Downside risk ค่อนข้างมาก

หากสหรัฐเก็บ Reciprocal Tariffs ที่ 5.6% ศก. ไทยอาจหดตัวกว่า -0.5%

สินค้า	อัตราภาษีที่ไทยเก็บกับสหรัฐ	สินค้า	อัตราภาษีที่สหรัฐเก็บกับไทย
สินค้าเกษตรโดยเฉลี่ย	42%	กุ้งแช่แข็ง	0-12.5%
เคมีภัณฑ์อุตสาหกรรม	0-5%	เสื้อผ้าสำเร็จรูป	16-32%
ยานยนต์	80%	เครื่องใช้ไฟฟ้า	0-35%
ชิ้นส่วนยานยนต์	20-80%	เครื่องประดับ	5-11%
Effective tax rate	8.2%	Effective tax rate	2.4%

Source: MoC, Various sources, CEIC

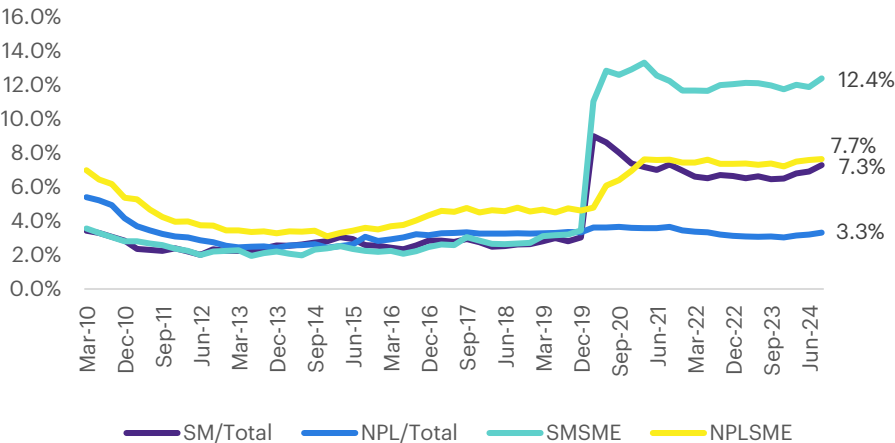
ไทยขาดดุลการค้ากับจีนมากขึ้น โดยเฉพาะสินค้าอุตสาหกรรมที่นำเข้าเพิ่มขึ้น 12.6% แต่ส่งออกเพิ่มเพียง 2.4%



Source: MoC, Various sources, CEIC

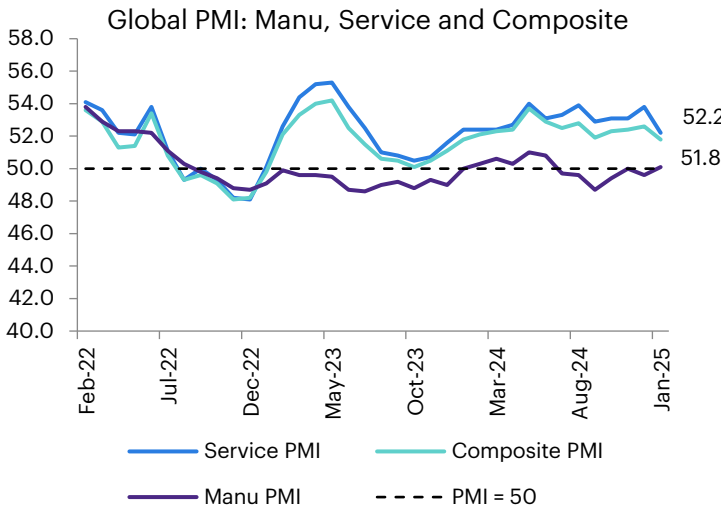
NPL และ SM เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะในกลุ่ม SME

SML and NPL as percentage of total loan

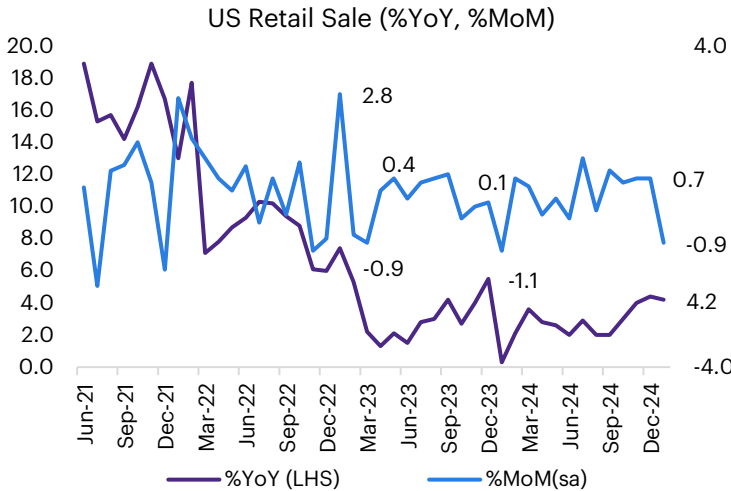


Source: MoC, Various sources, CEIC

สัญญาณเศรษฐกิจโลกและสหรัฐล่าสุดเริ่มชะลอลงชัดเจนขึ้นจาก PMI และยอดค้าปลีก



Source: MoC, Various sources, CEIC

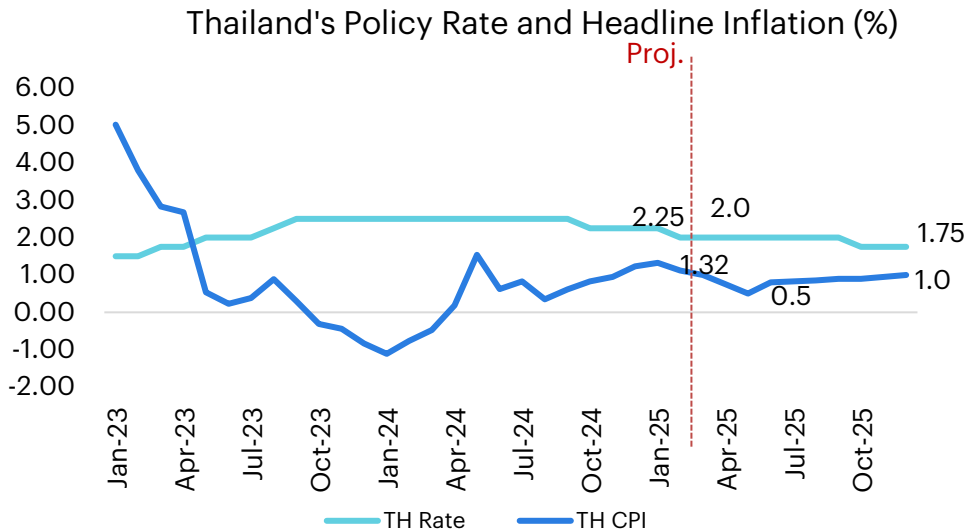


Source: Bloomberg

เรามองว่ารปท. จะลดดอกเบี้ย 2 ครั้งในปี 2025 ท่ามกลางความตึงตัวทางการเงิน

- เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้งในปี 2568 โดยปัจจุบันได้ลดไปแล้ว 1 ครั้งมาอยู่ที่ 2.00% และจะปรับลดลงสู่ระดับ 1.75% ในเดือน ต.ค. ท่ามกลางสัญญาณการชะลอตัวของเศรษฐกิจที่ชัดเจนขึ้น สะท้อนจากการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่อ่อนแอ (คาดขยายตัว 1.9% และ -0.2% ตามลำดับ) ประกอบกับความตึงตัวทางการเงินที่อยู่ในระดับสูง ทั้งจากค่าเงินบาทแข็งค่า สินเชื่อหดตัว และอัตราดอกเบี้ย MLR ที่อยู่ในระดับสูงสุดรอบ 11 ปี นอกจากนี้ ยังมีความเสี่ยงจากสงครามการค้าที่อาจรุนแรงขึ้น ซึ่งจะกระทบต่อการส่งออกให้หดตัว 1%
- อย่างไรก็ตาม การที่ รปท. ลดดอกเบี้ยช้ากว่าที่ควร จะทำให้การกระตุ้นเศรษฐกิจไม่เป็นผลเท่าใดนัก โดยการบริโภคและลงทุนจะไม่ได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Avg.
CPI'25	1.32	1.08	1.00	0.75	0.50	0.80	0.83	0.85	0.90	0.90	0.95	1.00	0.9
RP'25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75 (End)



Reciprocal Tariffs: อัตราภาษีศุลกากรสินค้านำเข้าหลักที่ไทยนำเข้าจากสหรัฐอเมริกา

สินค้า	อัตราภาษีที่ไทยเก็บกับสหรัฐ
เครื่องจักรกลและส่วนประกอบ	0-10%
อุปกรณ์ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์	0-20%
สินค้าเกษตรโดยเฉลี่ย	42%
ข้าวสาลี	27%
ผลิตภัณฑ์นม	30-40%
ข้าวโพดเลี้ยงสัตว์	216%
เคมีภัณฑ์อุตสาหกรรม	0-5%
พลาสติกขั้นต้น	5%
เครื่องบินและส่วนประกอบ	0-1%
ยานยนต์	80%
ชิ้นส่วนยานยนต์	20-80%
ยาและเวชภัณฑ์	0-10%
เครื่องมือแพทย์	0-5%

- ปัจจุบัน ไทยจัดเก็บภาษีนำเข้าสินค้าเกษตรจากสหรัฐในอัตราสูงถึง 42% ขณะที่สินค้าอาหารไม่แปรรูป เช่น ผลิตภัณฑ์นม เนื้อสัตว์ ผักและผลไม้สด เก็บภาษีสูงสุดถึง 216% ขณะที่ยานยนต์ เฉลี่ยภาษีนำเข้า 80% ของราคา CIF ส่วนชิ้นส่วนยานยนต์ มีการเก็บภาษี 20-80% ขึ้นอยู่กับประเภท ส่วนสินค้าอุตสาหกรรมอื่นๆ มีการเก็บอัตราภาษีเฉลี่ย 10-30% บางรายการเก็บสูงถึง 50-60% เพื่อปกป้องอุตสาหกรรมในประเทศ
- ทำให้หากมองในมุมมองของกรมศุลกากร การเก็บภาษีเหล่านี้อาจไม่เป็นธรรมกับสินค้าส่งออกจากสหรัฐ ทำให้ไทยอาจถูกตอบโต้โดยการเก็บในสินค้าส่งออกอื่น ๆ ยกเว้นเพียงแต่เราจะลดอัตราภาษีในสินค้าเหล่านี้ โดยหากกรมศุลกากรเลือกที่จะเก็บภาษีเป็นรายสินค้า โดยเน้นสินค้าที่ขาดดุลการค้ามากนั้น สินค้าไทยที่มีความเสี่ยงที่จะถูกขึ้นภาษีได้แก่ (1) เครื่องคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์และส่วนประกอบ (เกินดุลสหรัฐอันดับ 1 และเป็นสินค้าส่งออกอันดับ 1 ของไทย) (2) ยางและผลิตภัณฑ์ยาง (เกินดุลสหรัฐอันดับ 4 และเป็นสินค้าส่งออกอันดับ 4 ของไทย) (3) ัญมณีและเครื่องประดับ (เกินดุลสหรัฐอันดับ 9 และเป็นสินค้าส่งออกอันดับ 3 ของไทย) (4) เครื่องจักรกลและส่วนประกอบ (เกินดุลสหรัฐอันดับ 10 และเป็นสินค้าส่งออกอันดับ 5 ของไทย)
- ในปัจจุบัน สหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกอันดับ 1 ของไทย ด้วยมูลค่า 5.5 หมื่นล้านดอลลาร์ หรือ 18.3% ของมูลค่าส่งออกทั้งหมด คิดเป็น 10.7% ของ GDP โดยการคำนวณของ Bloomberg ระบุว่าไทยอาจจะโดน Reciprocal Tariff ถึงประมาณ 6% ของสินค้าส่งออกไปสหรัฐ ซึ่งจากการคำนวณเบื้องต้นพบว่า อาจทำให้ GDP ไทยขยายตัวลดลงถึงกว่า 0.5-0.6% จากกรณีฐาน หรือจะทำให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวเพียง 2.0% ในปีนี้ จากกรณีฐานที่คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ 2.5% ในปี 2025

Source: MoC, Various sources

Reciprocal Tariffs: ภาษีศุลกากรสินค้านำเข้าหลักที่สหรัฐเก็บกับสินค้าไทยในปัจจุบัน

สินค้า	อัตราภาษีที่สหรัฐเก็บกับไทย
กุ้งแช่แข็ง	0-12.5%
ปลาทูน่ากระป๋อง	6-35%
อาหารทะเลแปรรูปอื่นๆ	0-15%
ข้าว	0.44-2.1 เซนต์/กก.
ผลไม้กระป๋อง	0.5-20%
น้ำตาล	- ในโควตา 0-6.66 เซนต์/กก. - นอกโควตา 33.87 เซนต์/กก.
เสื้อผ้าสำเร็จรูป	16-32%
ผ้าผืน	0-25%
เครื่องใช้ไฟฟ้า	0-35%
ยางรถยนต์	3-4%
เครื่องประดับ	5-11%
Effective tax rate	2.4%

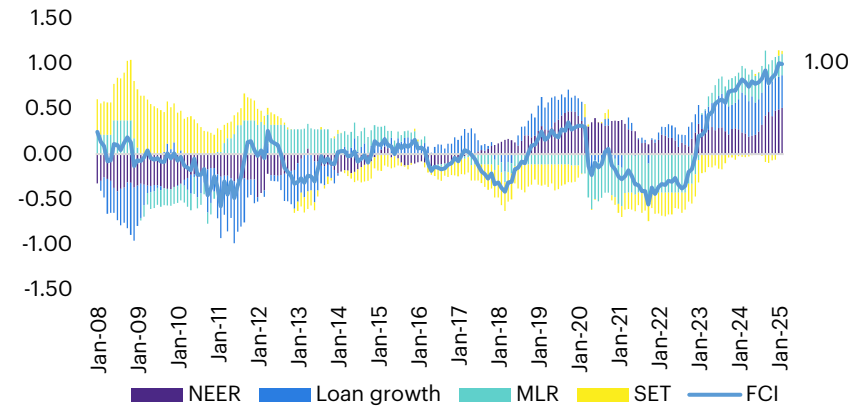
- จากข้อมูล Effective tax rate โดยรวมของสินค้าไทยที่ส่งออกไปสหรัฐอเมริกาอยู่ที่ประมาณ 2.4% ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจาก: (1) สินค้าส่งออกหลายรายการได้รับสิทธิพิเศษทางภาษีศุลกากร (GSP: Generalized System of Preferences) (2) สินค้าบางประเภทได้รับการยกเว้นภาษี และ (3) มีการใช้สิทธิประโยชน์จากความตกลงทางการค้าต่างๆ
- หากสหรัฐต้องการใช้ Reciprocal tariff เพื่อให้เกิดความเท่าเทียมกับอัตราภาษีที่ไทยเก็บ (8.2%) สหรัฐจะต้องเพิ่มอัตราภาษีสินค้าไทยจากปัจจุบันที่ 2.4% อีก 5.8% โดยการปรับขึ้นภาษีอาจทำได้ในลักษณะต่อไปนี้:
 - เพิ่มภาษีแบบเท่ากันทุกสินค้า (Flat rate increase) โดยเพิ่มภาษีทุกรายการสินค้าขึ้น 5.8%
 - ข้อดี: ง่ายต่อการบริหารจัดการ
 - ข้อเสีย: อาจไม่สะท้อนโครงสร้างการปกป้องอุตสาหกรรมที่แท้จริง
 - เพิ่มภาษีแบบเฉพาะเจาะจง (Targeted increase) โดยเพิ่มภาษีเฉพาะสินค้าที่ไทยเก็บภาษีสูง เช่น สิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม เครื่องใช้ไฟฟ้า สินค้าเกษตรแปรรูป
 - ข้อดี: สะท้อนโครงสร้างการปกป้องอุตสาหกรรมได้ดีกว่า
 - ข้อเสีย: ซับซ้อนในการบริหารจัดการ
 - เพิ่มภาษีแบบผสม (Hybrid approach) โดยเพิ่มภาษีพื้นฐานทุกรายการ เช่น 3% เพิ่มภาษีพิเศษสำหรับสินค้าบางหมวด เช่น 8-10%
 - ข้อดี: ยืดหยุ่นและสามารถปรับให้เหมาะสมกับแต่ละอุตสาหกรรม
 - ข้อเสีย: ต้องใช้เวลาในการศึกษาและออกแบบโครงสร้างภาษี

Source: MoC, Various sources

ภาคการเงินตึงตัวรุนแรงขึ้น แม้ ธปท. จะลดดอกเบี้ยนโยบายแล้ว 2 ครั้ง

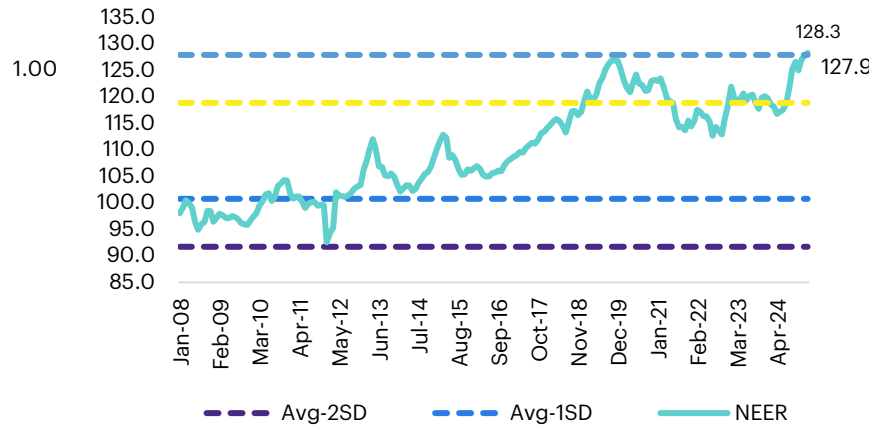
- แม้ธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้งในรอบนี้ โดยในปี 2568 ได้ลดไปแล้ว 1 ครั้งมาอยู่ที่ 2.00% แต่สัญญาณสภาพคล่องตึงตัวยังรุนแรงขึ้น โดยดัชนีค่าเงินบาทขึ้นสู่ระดับเกิน 2 SD สิ้นเชื้อหดตัวต่อเนื่อง ดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์ยังอยู่ระดับสูงเกือบสุดในรอบ 10 ปี และเป็นผลทำให้การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่อ่อนแอ ทั้งนี้ เราคาดว่า ความตึงตัวทางการเงินจะยังเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจไทยในปีนี้

INVX's Financial Condition Index (FCI)



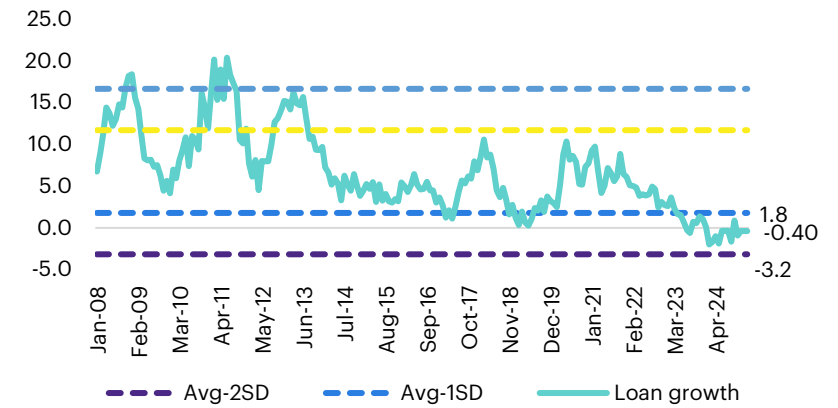
Source: CEIC

Nominal Effective Exchange Rate (NEER)



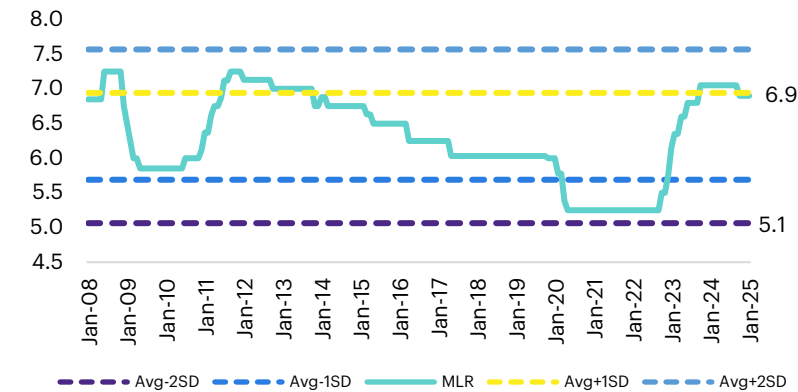
Source: CEIC

Loan Growth (%YoY)



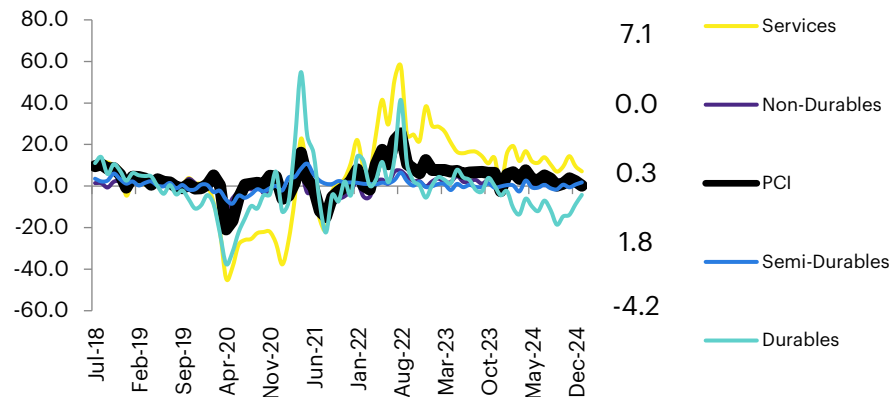
Source: CEIC

MLR (%)



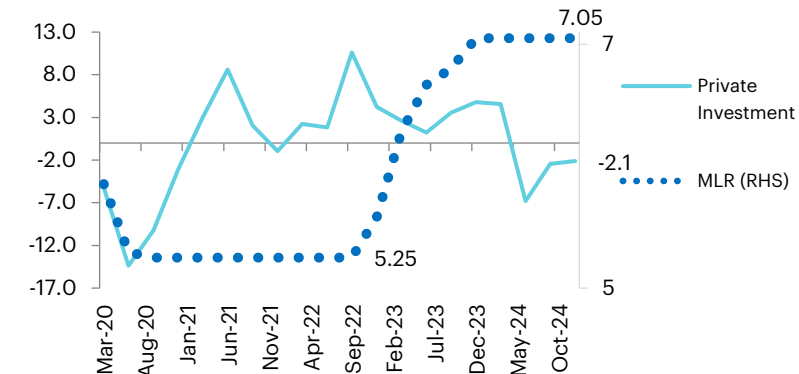
Source: CEIC

Component of Personal Consumption Indicator (%YoY)



Source: CEIC

TH: Private Investment, and MLR (% YoY)



Source: CEIC

เราคงประมาณการเศรษฐกิจไทยที่ 2.5% ในปี 2025

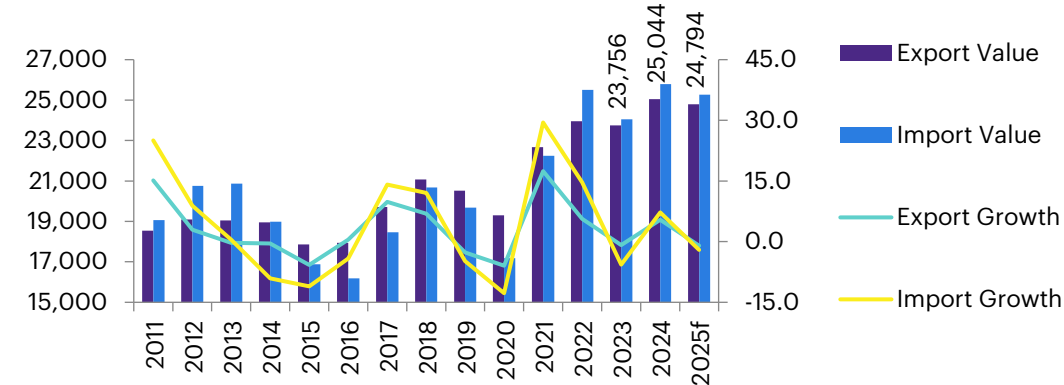
INVX คงประมาณการเศรษฐกิจไทยที่ 2.5% ในปี 2025

Macro growth projection	Actual 2023	Actual 2024	Forecast 2025 (Feb)
GDP growth	2.0	2.5	2.5
Private investment	3.1	-1.6	-0.2
Public investment	-4.2	4.8	2.9
Private consumption	6.9	4.4	1.9
Public consumption	-4.7	2.5	1.3
Export value in US\$ terms (%)	-1.5	5.8	-1.0
Import value in US\$ terms (%)	-3.8	6.3	-2.0
Current account to GDP (%)	1.3	2.3	0.5
Headline inflation (%)	1.3	0.4	0.9
USD/THB	35.0	35.3	35.3
Policy rate (%)	2.50	2.25	1.75
No. of inbound tourists (mn)	28.2	35.5	40.0

Source: NESDC, INVX, MoC, CEIC

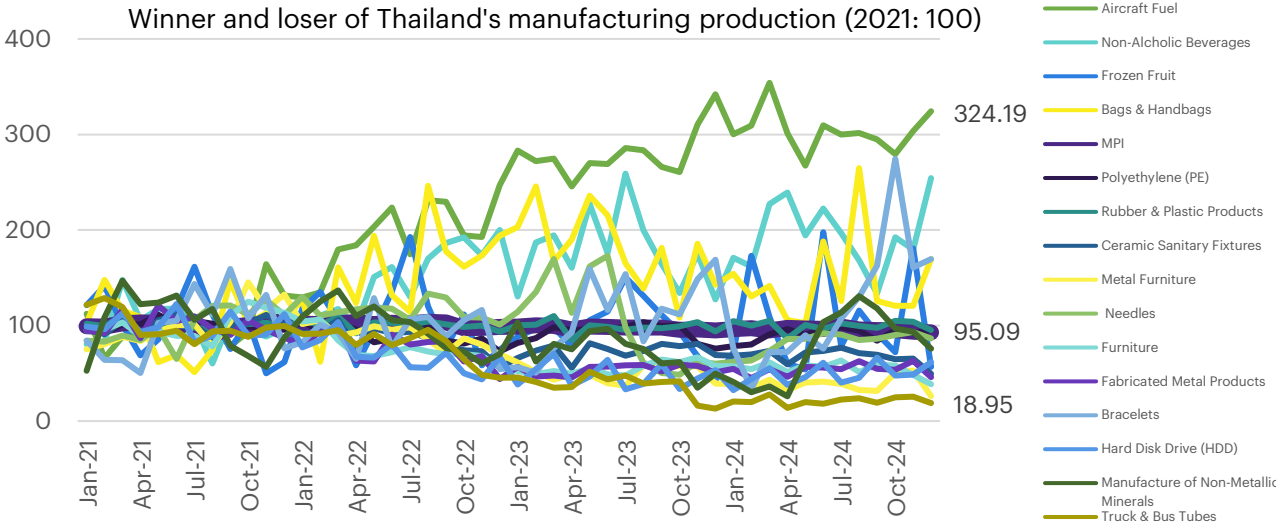
เราคงประมาณการส่งออกลดลงจาก 0% เป็น -1.0% เช่นเดียวกับปี 2019 ที่ส่งออกหดตัวจาก -2.6% จากขยายตัว 6.9% ในปี 2018

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



Source: NESDC, INVX, MoC, CEIC

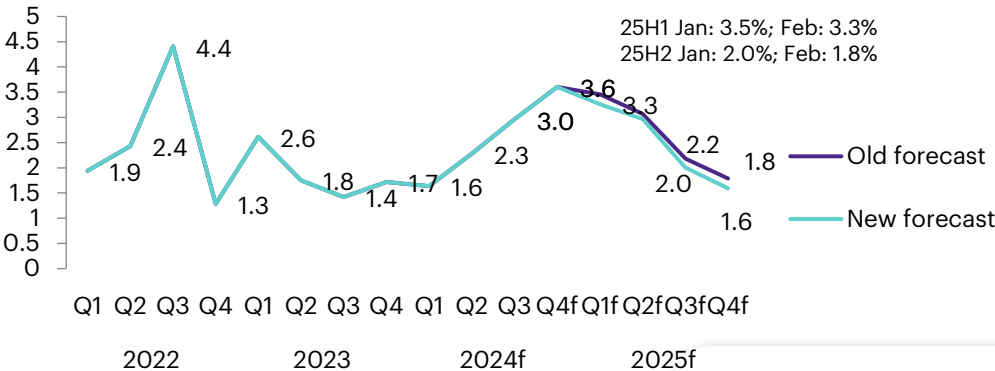
การผลิตภาคอุตสาหกรรมไทยกว่า 2 ใน 3 (รวมทั้งดัชนี MPI รวม) ยังไม่ฟื้นตัวหลังจากวิกฤต Covid (MPI -4.91% ตั้งแต่ปี 2021) ผลจากทั้ง 2 ปัจจัย



Source: NESDC, INVX, MoC, CEIC

สงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น และการลดดอกเบี้ยที่ล่าช้า จะทำให้ Momentum เศรษฐกิจแผ่วลงในช่วงถัดไป โดยจะชะลอลงมากในครึ่งหลังของปี

2025 Thai GDP Growth momentum (%; Jan VS Feb Proj.)



Source: NESDC, INVX, MoC, CEIC

กลยุทธ์การลงทุน

2Q25

สรุปภาพรวมตลาดใน 2Q25



หุ้นแนะนำใน 1Q25 ของเรา

ผลตอบแทนติดลบ แต่ outperform SET อยู่ 5%

ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลงแรงใน 1Q25TD โดยปรับตัวลดลง 16% underperform ตลาดภูมิภาคอยู่ 19% และ underperform ตลาดโลกอยู่ 15% Performance ที่แย่แบบนี้เกิดจากหลายปัจจัยด้วยกัน ได้แก่: 1) ขาดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ 2) ก.ล.ต. ประกาศให้ DELTA เป็นหลักทรัพย์เข้ามาตรการกำกับการซื้อขาย 3) ความกังวลเกี่ยวกับความตึงเครียดทางการค้าและความไม่แน่นอนของนโยบายทรมปี 4) อุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอ 5) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัว และ 6) แรงขายจากการไถ่ถอนกองทุน LTF ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลกที่อ่อนแอลง นักลงทุนมีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจและการฟื้นตัวของผลประกอบการ

มุมมองที่เรามีต่อนโยบายกีดกันการค้าจากภาษีของทรมปีซึ่งออกมาเร็วกว่าคาดเป็นไปได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้ ส่งผลทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจชะลอตัวและการลดอัตราดอกเบี้ยที่ช้ากว่าคาด ดังนั้นคำแนะนำของเราเกี่ยวกับการใช้กลยุทธ์ป้องกันและกระจายความเสี่ยงจึงได้ผลดีใน 1Q25

นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทย 903 ล้านดอลลาร์สหรัฐ QTD ต่อเนื่องจากที่มียอดขายสุทธิ 868 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน 4Q24 นอกจากนี้เรายังพบเบ็ดเงินลงทุนต่างชาติไหลออกจากตลาดอื่นๆ ในอาเซียนด้วยเช่นกัน เช่น อินโดนีเซีย (1.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) เวียดนาม (720 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) มาเลเซีย (1.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) และฟิลิปปินส์ (220 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) โดยหลักๆ เป็นผลมาจากอุปสงค์ในจีนฟื้นตัวช้าและความกังวลเกี่ยวกับนโยบายภาษีของทรมปี

ตลาดหุ้นไทยทำผลงานได้แย่กว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย โดยให้ผลตอบแทนติดลบ 16% ใน 1Q25TD โดยมี 4 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบต่อ SET อย่างมีนัยสำคัญ: กลุ่มชิ้นอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA, CCET, HANA), กลุ่มขนส่ง (AOT, KEX, BEM, AAV), กลุ่มปิโตรเคมี (PTTGC, IVL) และกลุ่มสาธารณูปโภค (GULF, GPSC, BGRIM) ซึ่งเป็นผลมาจากอุปสงค์ภายนอกที่อ่อนแอลง ในขณะเดียวกัน กลุ่มอุตสาหกรรม เช่น กลุ่มธนาคาร (KTB, KKP, TTB) และกลุ่มท่องเที่ยว (MINT, CENTEL) ให้ผลตอบแทนดีกว่า SET

ตลาดหุ้นไทยปรับตัว underperform ตลาดอื่นๆ ในเอเชียได้อย่างชัดเจนใน 1Q25 พลิกจาก outperform ใน 4Q24 โดยเกิดจาก performance ที่อ่อนแอของ DELTA AOT PTT และ GULF ซึ่งรวมกันแล้วส่งผลทำให้ SET ปรับตัวลดลง 124 จุด หรือคิดเป็น 50% ของการปรับตัวลดลงของตลาด หากไม่นับหุ้น 4 ตัวนี้ SET จะปรับตัวลดลง 9% QTD ยังคง underperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย BCH ปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ AOT ปรับตัว underperform SET หลังจาก King Power ขอเลื่อนชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต่ำ CPALL ปรับตัวลดลง 9% ซึ่งเป็นผลมาจากอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอและความกังวลเกี่ยวกับการลงทุนในบริษัท Seven&I holding

Price performance ของสินทรัพย์ลงทุนประเภทต่างๆ ใน 1Q25

จีน และทองคำ outperform; EU โดดเด่น; SET, สหรัฐฯ underperform

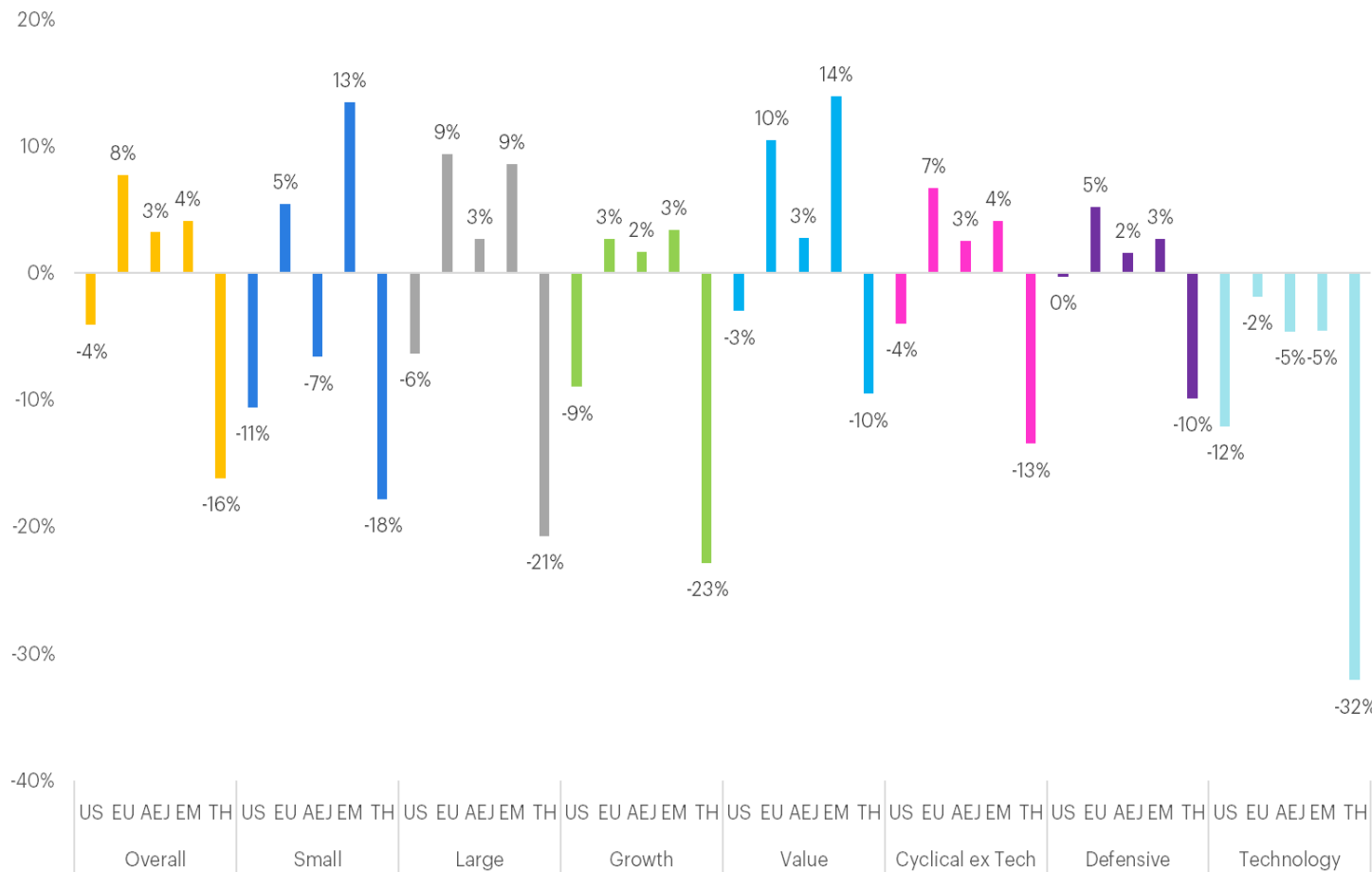
1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	
38.7%	6.5%	7.1%	13.9%	71.7%	18.4%	27.2%	57.0%	66.7%	6.4%	21.3%	46.9%	19.7%	
25.5%	6.4%	3.7%	12.7%	8.0%	8.3%	3.3%	11.6%	20.6%	5.6%	13.2%	7.6%	13.7%	
5.9%	2.5%	1.4%	11.0%	7.8%	7.0%	3.2%	11.2%	13.6%	4.3%	11.4%	5.2%	8.5%	
2.8%	-4.4%	-1.7%	9.8%	7.5%	2.7%	0.1%	9.4%	10.2%	4.1%	9.4%	4.0%	7.7%	MSCI China
2.3%	-5.1%	-2.6%	9.6%	7.0%	1.6%	-0.4%	8.1%	8.1%	3.9%	7.8%	2.1%	6.8%	Gold
0.6%	-5.9%	-3.2%	9.2%	6.2%	1.4%	-2.1%	7.6%	7.0%	1.5%	7.8%	-0.4%	6.2%	IG Bond
-1.2%	-6.7%	-4.5%	7.1%	5.3%	0.9%	-2.5%	7.4%	4.0%	1.5%	7.4%	-1.1%	4.1%	STOXX 600
-3.4%	-7.5%	-4.7%	7.0%	4.1%	0.4%	-3.1%	6.4%	3.1%	1.3%	7.0%	-1.6%	3.2%	DM ex US
-3.7%	-8.9%	-4.8%	5.0%	3.6%	-0.1%	-3.4%	6.3%	2.0%	1.2%	5.8%	-2.9%	2.4%	Commodities
-4.9%	-9.2%	-5.3%	4.8%	3.5%	-0.9%	-3.6%	6.1%	1.9%	0.0%	5.5%	-3.4%	2.1%	EM
-6.0%	-9.8%	-7.6%	4.8%	3.1%	-2.2%	-3.7%	5.0%	1.8%	-0.1%	4.0%	-3.6%	1.7%	AEJ
-6.0%	-10.7%	-8.1%	4.3%	1.9%	-2.4%	-3.7%	4.3%	1.5%	-0.2%	3.0%	-4.8%	-4.1%	Global Treasury
-6.2%	-11.4%	-10.6%	1.2%	1.0%	-2.5%	-4.0%	-3.8%	0.9%	-1.2%	2.2%	-6.0%	-4.4%	High Yield Bond
-6.5%	-12.4%	-12.5%	0.6%	-1.0%	-3.8%	-4.1%	-4.6%	-0.9%	-1.9%	-0.6%	-7.6%	-5.4%	EM Currencies
-7.3%	-14.6%	-14.6%	-2.3%	-3.6%	-6.1%	-4.2%	-4.7%	-2.0%	-2.0%	-4.2%	-7.8%	-7.1%	S&P 500
-8.2%	-16.4%	-23.1%	-7.7%	-6.5%	-6.6%	-4.4%	-5.9%	-2.7%	-5.6%	-4.8%	-7.8%	-10.1%	Dollar Index
-13.8%	-59.1%	-23.4%	-14.9%	-7.1%	-10.8%	-10.9%	-19.2%	-2.9%	-12.6%	-16.9%	-8.1%	-16.2%	Brent Oil
													Nikkei 225
													Bitcoin
													SET

Source: Bloomberg, InnovestX Research

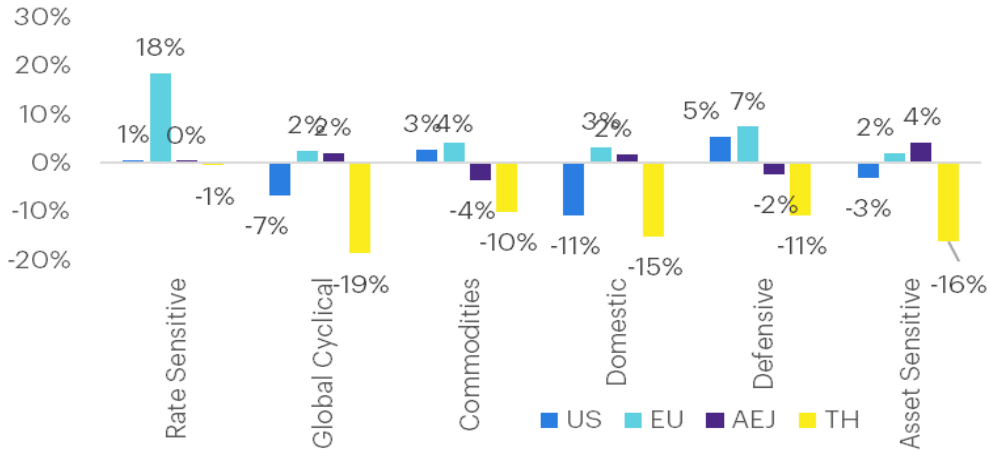
Price performance ใน 1Q25

EM EU หุ้กลุ่ม non-tech หุ้เชิงรับ และหุ้กลุ่ม rate-sensitive ปรับตัว outperform

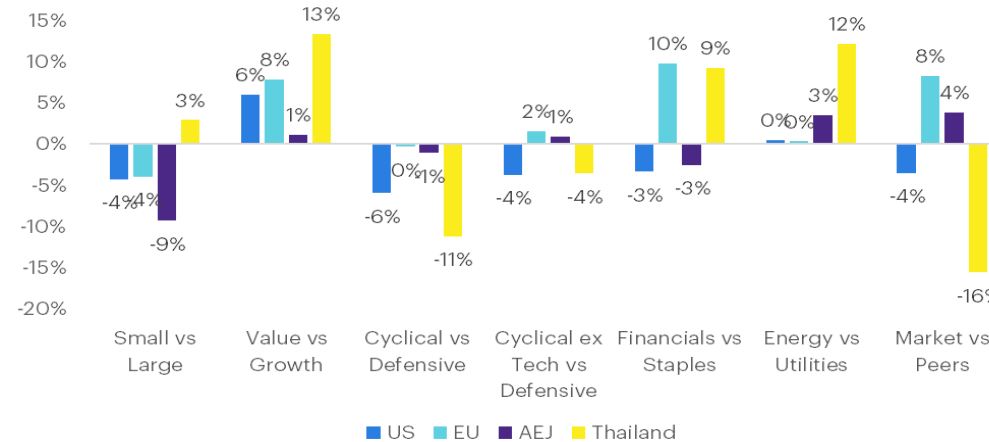
Performance comparison in 1Q25 (as of 14 Mar 2025)



1Q25 basket returns (as of 14 Mar 2025)



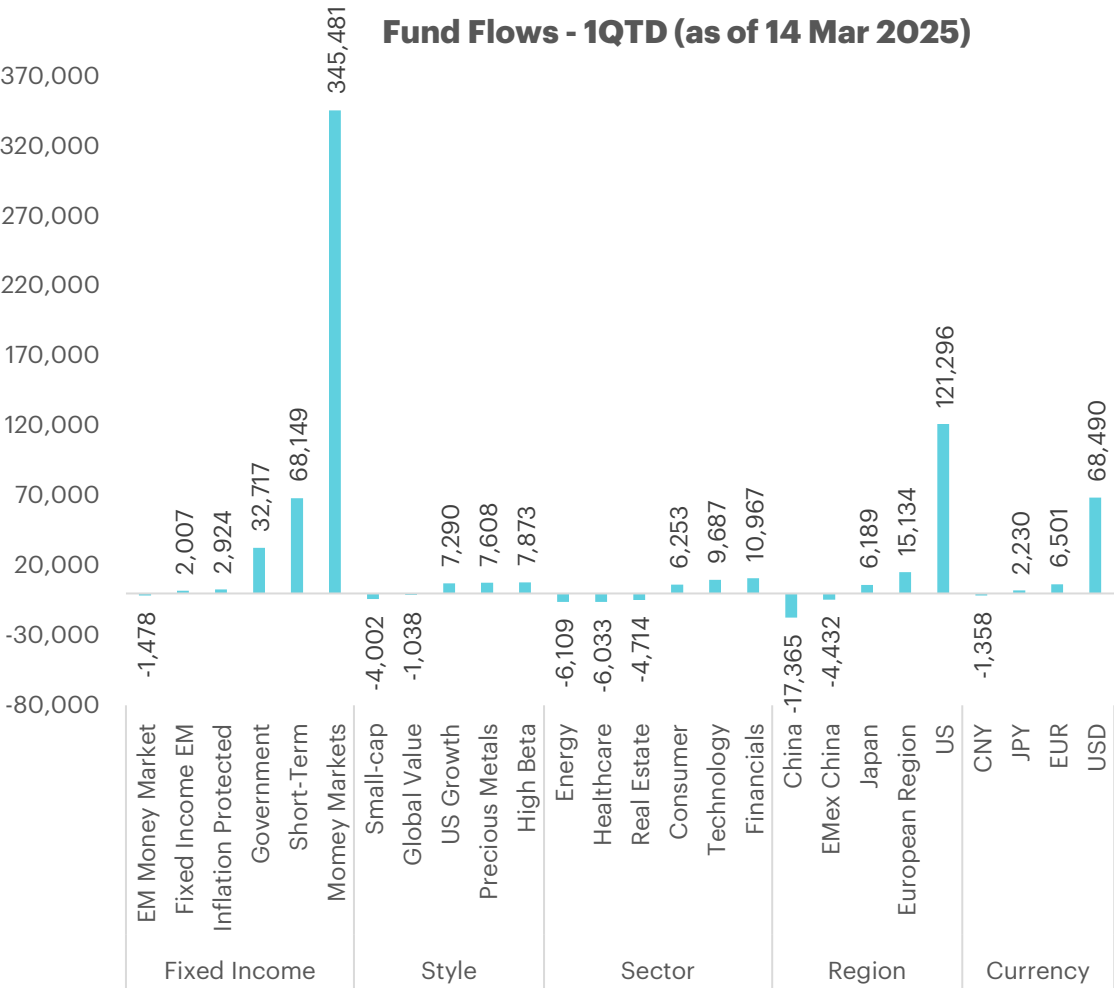
Relative performance in 1Q25 (as of 14 Mar 2025)



Source: Bloomberg, InnovestX Research

พลวัตของกระแสเงินทุน

Buy on dip ในสหรัฐฯ; กระแสเงินในประเทศช่วยหนุนให้ตลาดจีนปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: EPFR, Haver Analytics

ใน 1Q25 กองทุนตราสารหนี้ดึงดูดกระแสเงินไหลเข้าสุทธิจากนักลงทุนได้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่กองทุนตราสารทุนและกองทุนรวมหมวดอุตสาหกรรมมีทั้งกระแสเงินไหลออกและไหลเข้า

เมื่อพิจารณาจากความเคลื่อนไหวของกระแสเงินใน 1Q25 เราพบว่า:

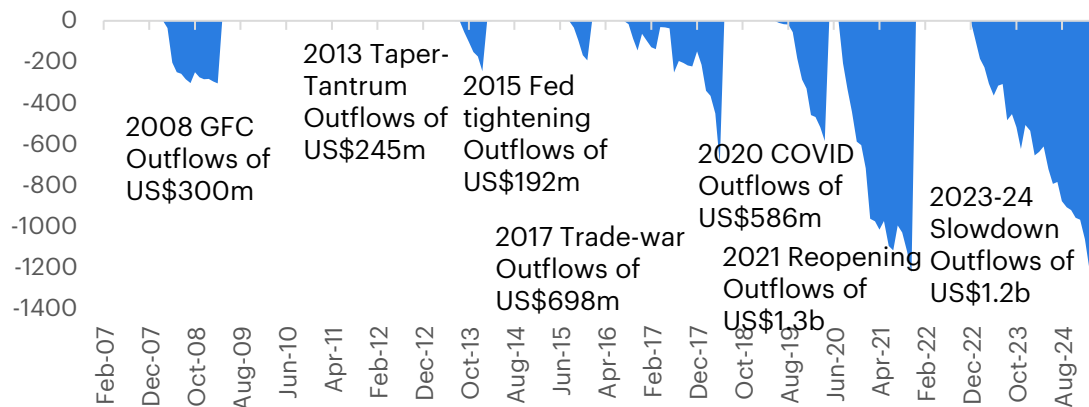
- 1) กองทุนตราสารทุนมีกระแสเงินไหลเข้าสุทธิจำนวนมาก โดยได้แรงหนุนจากกระแสเงินไหลเข้ากองทุนตราสารทุนสหรัฐฯ แม้ว่าจะมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาษีของสหรัฐฯ สำหรับประเทศอื่นๆ ในกลุ่ม G10 มีกระแสเงินไหลที่ดีขึ้น โดย EU มีกระแสเงินไหลเข้าเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากการหยุดยั้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน ในขณะที่กระแสเงินในกลุ่มประเทศ EM ส่วนใหญ่ยังคงไหลออก ซึ่งเป็นผลมาจากความไม่แน่นอนด้านภาษี performance ที่แข็งแกร่งในจีนได้รับแรงหนุนจากกระแสเงินภายในประเทศมากกว่ากระแสเงินจากต่างประเทศ
- 2) ความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นท่ามกลางข้อมูลเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นของภาษีการค้าต่อเศรษฐกิจโลก พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรระยะสั้นมีกระแสเงินไหลเข้าสุทธิ ขณะที่สินทรัพย์กองทุนตลาดเงินเพิ่มขึ้นมากถึง 346 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนต้องการการคุ้มครองและสภาพคล่องท่ามกลางความเสี่ยงจากภายนอก
- 3) เมื่อพิจารณาที่กลุ่มอุตสาหกรรม ความต้องการลงทุนในกลุ่มการเงินเพิ่มสูงขึ้น พบการ buy on dip ในกลุ่มเทคโนโลยี แม้ว่าจะมีความกังวลเกี่ยวกับความต้องการชิปก็ตาม กลุ่มการแพทย์และกลุ่มพลังงานเผชิญกับกระแสเงินทุนไหลออกสืบเนื่องมาจากความกังวลด้านนโยบายและอุปทานสินค้า

เมื่อพิจารณาจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาษีการค้า เราคาดว่านักลงทุนจะยังคงมุ่งเน้นไปที่ตลาดตราสารหนี้ และรอให้สถานการณ์ในตลาดสินทรัพย์เสี่ยงคลี่คลาย นโยบายของทรัมป์ สงครามในยูเครน และการเติบโตของจีนจะเป็นตัวกำหนดทิศทางของกระแสเงินใน 2Q25 ในขณะที่เดียวกัน กระแสเงินในตลาดเกิดใหม่ (EM) ยังไม่ชัดเจนซึ่งเป็นผลมาจากทิศทางค่าเงินดอลลาร์ที่ผันผวน

พลวัตของกระแสเงินทุนในตลาดไทย

ขาดเม็ดเงินใหม่ไหลเข้า; กองทุน ThaiESG จะช่วยชะลอแรงขาย

Major episodes of FII outflows in Thai equities



นักลงทุนไทยมีแนวโน้มที่จะถอนเงินออกจากกองทุนหุ้นซึ่งเป็นผลมาจากการไถ่ถอนกองทุน LTF ที่ช่วยลดหย่อนภาษี และนำเงินไปลงทุนในกองทุนหุ้นต่างประเทศ ควบคู่กับแรงเทขายของนักลงทุนต่างชาติที่กังวลว่าราคาหุ้นในตลาดหุ้นไทยสูงเกินไป การเติบโตของกำไรที่ชะลอตัว ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาษี และแนวโน้มผลประกอบการที่ไม่สดใส หุ้นไทยเผชิญกับแรงขายจากนักลงทุนต่างชาติมากเป็นอันดับสอง รองจากแรงขายที่เกี่ยวข้องกับการลดความเสี่ยงหลังสถานการณ์แพร่ระบาดของ COVID-19 ในปี 2021

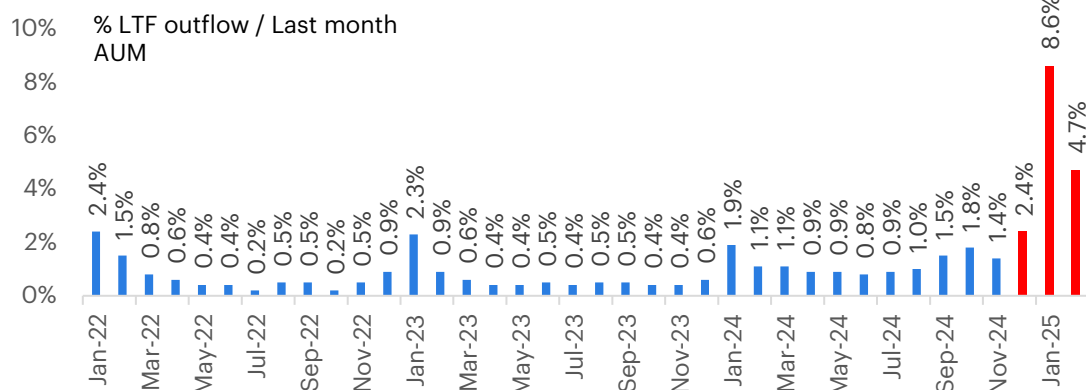
จากข้อมูล NVDR พบว่า กลุ่มการแพทย์ กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มวัสดุก่อสร้าง มีเม็ดเงินไหลออกสุทธิราว 6.2 พันล้านบาท YTD ขณะที่กลุ่มธนาคาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มท่องเที่ยว และกลุ่มโทรคมนาคม มีเม็ดเงินไหลเข้าสุทธิ

ความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นท่ามกลางข้อมูลเศรษฐกิจที่อ่อนแอและความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นของภาษีการค่าต่อเศรษฐกิจโลก พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรระยะสั้นมีกระแสเงินไหลเข้าสุทธิ ขณะที่สินทรัพย์กองทุนตลาดเงินเพิ่มขึ้นมากถึง 346 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนต้องการการคุ้มครองและสภาพคล่องท่ามกลางความเสี่ยงจากภายนอก

สำหรับภายในประเทศ หน่วยลงทุน LTF มูลค่า 1.8 แสนล้านบาทยังขายไม่ได้ ซึ่งลดลงจาก 2.4 แสนล้านบาท ณ สิ้นปี 2567 เราประเมินว่าจะมีผู้ถือหน่วย LTF เข้าร่วมโครงการราว 50% (9 หมื่นล้านบาท) ซึ่งจะช่วยชะลอแรงขายของ LTF ให้กลับสู่ปีปกติในอดีตที่ราว 3 หมื่นล้านบาท/ปี เทียบกับคาดการณ์ของเราที่ 5.2 หมื่นลบ. ในปีนี้

เมื่อพิจารณาจาก valuation หุ้นไทยที่ลดลงในปัจจุบัน การไหลออกของเม็ดเงินต่างชาติน่าจะชะลอตัวลง นอกจากนี้ การจัดตั้งกองทุน ThaiESG ใหม่จะช่วยชะลอแรงขายของกองทุนหุ้นระยะยาวที่ครบกำหนด ดังนั้นความเสี่ยงขายลงจะมีจำกัดใน 2Q25 ในขณะที่การไหลเข้าของเม็ดเงินใหม่จะเป็นปัจจัยกระตุ้นตลาด นำโดยกองทุนภายในประเทศ

LTF redemption is pressuring on domestic equity outflows



Source: EPFR, Haver Analytics

แนวโน้มตลาด 2Q25



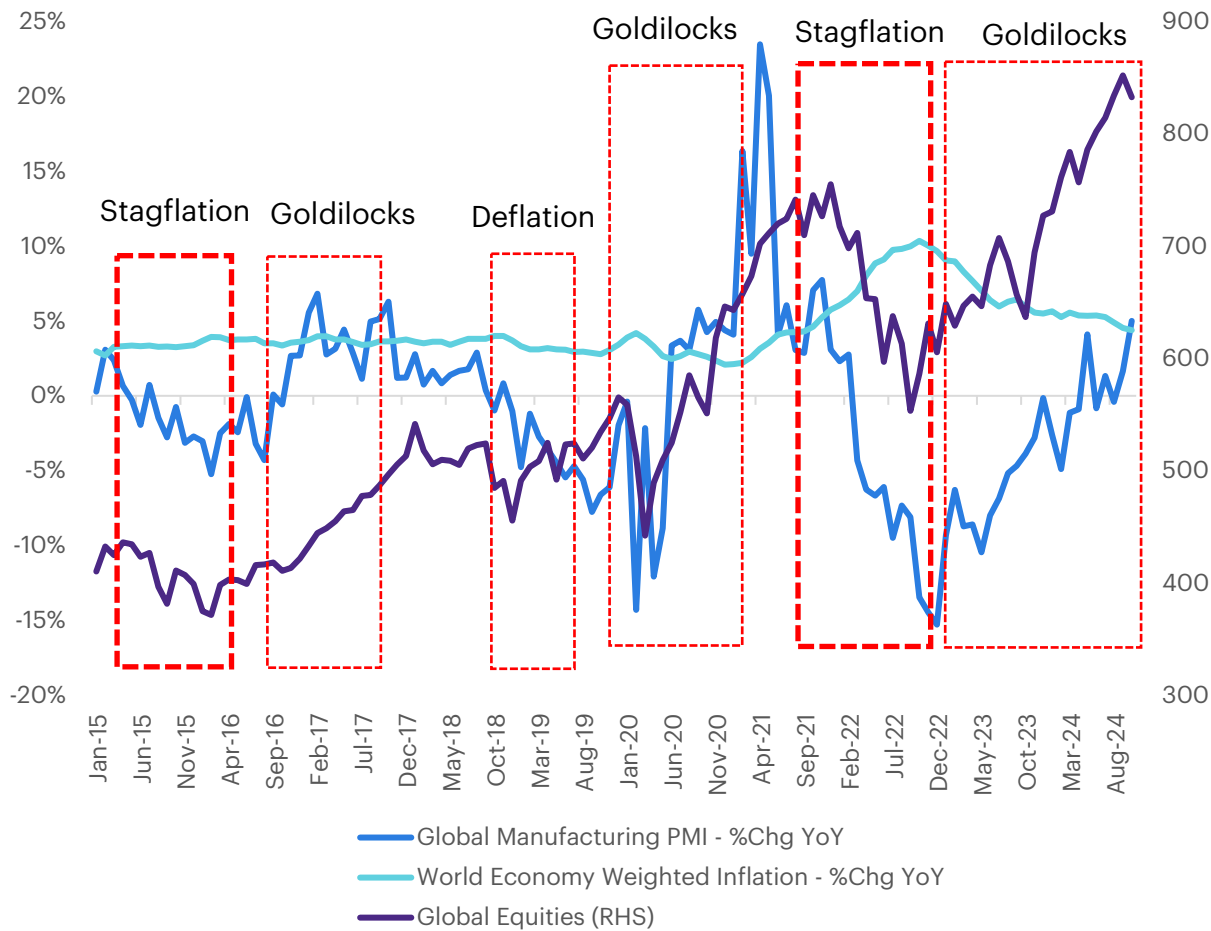
สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 2Q25

	สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค	เศรษฐกิจโลกใน 2Q25 กำลังเข้าสู่ภาวะ "Reversal of Fortune" ที่ชัดเจนขึ้น โดยสหรัฐฯ ซึ่งเคยเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญกับการชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ สาเหตุสำคัญมาจากนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์ โดยเฉพาะมาตรการสงครามการค้าและการขึ้นภาษีนำเข้า ในทางตรงกันข้าม จีนซึ่งเคยเผชิญกับความท้าทายทางเศรษฐกิจอย่างหนักกำลังแสดงสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้น ขับเคลื่อนโดยนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างเข้มข้น สหภาพยุโรปกำลังก้าวข้ามความเสี่ยงจากสงครามไปสู่เงื่อนไขการหยุดยิง พร้อมกับมาตรการกระตุ้นทางการคลังและการสนับสนุนจากธนาคารกลาง ประเทศไทยเผชิญความเสี่ยงบางประการจากปัญหาความเชื่อมั่นและภาษีนำเข้าที่อาจส่งผลกระทบต่อทำให้ GDP ลดลง 0.5-0.6% จากกรณีฐาน ขณะที่ตลาดวอลล์สตรีท จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps ในเดือนต.ค. 2025
bright spot ทางเศรษฐกิจและกลุ่มอุตสาหกรรม	การบริโภคภายในประเทศ กลุ่มหุ้นเชิงรับ สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าจำเป็น รถยนต์ไฟฟ้า ซอฟต์แวร์ ปัญญาประดิษฐ์ (AI) และศูนย์ข้อมูล
ความเสี่ยงเกิดภาวะ stagflation	การเปลี่ยนแปลงของตลาดสองประการที่ลดทอนความโดดเด่นของสหรัฐฯ คือ ความคาดหวังต่อการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ลดลงจากความไม่แน่นอนของภาษีนำเข้า/นโยบาย และแนวโน้มเศรษฐกิจยุโรปและจีนที่ปรับตัวดีขึ้น ความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจและการดำเนินการตามนโยบายการคลังเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ (การลดภาษี การใช้จ่ายด้านกลาโหม ข้อจำกัดด้านการย้ายถิ่นฐาน) อาจทำให้เฟดผ่อนคลายนโยบายการเงินได้ค่อนข้างจำกัด ในขณะที่ตลาดเผชิญกับความเสี่ยงด้านค่าไรท์เกิดจากนโยบาย ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับภาวะ stagflation เราแนะนำให้กระจายการลงทุนในตลาดและสินทรัพย์ต่างๆ โดยชอบลักษณะหุ้นที่ช่วยป้องกันความเสี่ยงมีการเติบโตที่ชัดเจนและคุณภาพสูง
ความไม่แน่นอนทางการค้าสูง	ตลาดหุ้นเกิดใหม่ที่มีปัจจัยพื้นฐานภายในประเทศที่แข็งแกร่ง ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากแรงกดดันทางเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลก (จากอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่สูงขึ้น ดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้น) น้อยกว่าตลาดอื่นๆ และมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากนโยบายในท้องถิ่นนั้นๆ อยู่ในตำแหน่งที่ดีที่จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดอื่นๆ ในเชิงเปรียบเทียบในปี 2025 ความตึงเครียดทางการค้าส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทไทย เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากตลาดในประเทศและตลาดในเอเชีย
ความยืดหยุ่นของตลาดเกิดใหม่ช่วยให้เกิดความสมดุลที่ดีขึ้น	ตลาดหุ้นจีนยังคงแข็งแกร่งแม้ว่าจะมีประเด็นภาษีนำเข้าโดยได้แรงหนุนจากนโยบายภายในประเทศและความแข็งแกร่งของ AI ตลาด onshore มี upside หากเศรษฐกิจจีนเติบโตตามเป้าที่วางไว้ที่ 5% ราคาน้ำมันที่ลดลงส่งผลดีต่อตลาดเกิดใหม่ผ่านอัตราเงินเฟ้อที่ลดลงและบัญชีเดินสะพัดที่ปรับตัวดีขึ้น ทำให้สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้ ประเทศไทยอาจได้รับ sentiment เชิงบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน แม้ว่าประโยชน์โดยตรงจะมีจำกัด ตลาดหุ้นมีแนวโน้มที่จะมีเสถียรภาพใน 2Q25 หลังจากมีการลดค่าเงินและกระแสเงินไหลออกจำนวนมาก
อุปสงค์ในประเทศไม่แน่นอน	การใช้จ่ายของผู้บริโภคชะลอตัวลงทั่วโลกเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยสูง เงินออมลดลง และความอ่อนไหวต่อราคา ผู้บริโภคให้ความสำคัญกับการซื้อสินค้าจำเป็นก่อน เนื่องจากจีนและยุโรปใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ขณะที่ภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับการใช้จ่ายที่ลดลง การชะลอตัวภายนอกจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายในประเทศและรายจ่ายลงทุนของบริษัทต่างๆ ลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 ประเทศไทยประสบปัญหานี้ครัวเรือนสูงถึง 90% ภาคเกษตรกรรมอ่อนแอ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจไม่เพียงพอ แม้การท่องเที่ยวจะฟื้นตัว ความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากธนาคารเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อท่ามกลางหนี้เสียที่เพิ่มขึ้น
กลยุทธ์การลงทุน (2Q25)	ภาวะเศรษฐกิจมหภาคแสดงให้เห็นถึงการเติบโตที่ชะลอตัวลงพร้อมกับอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ตลาดเอเชียได้รับประโยชน์จากการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน แต่หุ้นไทยเผชิญกับความผันผวนจากนโยบายการค้าของทรัมป์ ความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ และจีน และความไม่แน่นอนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังคงอ่อนแอ คาดว่าตลาดจะผันผวนและอยู่ในกรอบแคบ แม้ว่า valuation จะน่าสนใจก็ตาม ความผันผวนของดอลลาร์ทำให้เม็ดเงินต่างชาติไหลเข้าจำกัด ทำให้กระแสเงินภายในประเทศมีความสำคัญ เราชอบบริษัท large-cap ที่มีกิจการในประเทศและฐานะการเงินแข็งแกร่งมากกว่ากลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอกประเทศ
เป้าหมาย SET Index	เราปรับเป้า SET Index ปี 2025 ลดลงมาอยู่ที่ 1350 จุด (จาก 1550 จุด) จากการปรับลด valuation และปรับประมาณการกำไรลดลงสืบเนื่องมาจากแรงกดดันเศรษฐกิจมหภาค
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่ม (2Q25)	Overweight Neutral Underweight ธนาคาร อาหาร การแพทย์ REITs/PF และสื่อสาร ขนส่งทางอากาศ วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรม พลังงาน ขนส่งทางบก ปิโตรเคมี อสังหาริมทรัพย์ ท่องเที่ยว และสาธารณูปโภค ธุรกิจการเกษตร ยานยนต์ และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
คำแนะนำ	เราชอบบริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง valuation สมเหตุสมผล และมีสัดส่วนรายได้ภายในประเทศสูง หุ้นเด่นสำหรับ 2Q25 คือ BCH, CPALL, CPF, KTB และ TRUE

ธีม 1: ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ Stagflation

ต้องกระจายความเสี่ยงและเลือกลงทุน

Global growth is improving, while inflation is falling



เดือนที่ผ่านมาได้มีการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในตลาด 2 ประการ ซึ่งท้าทายหลักคือความเชื่อที่ว่า คนอเมริกันนั้นมีความพิเศษเหนือชนชาติอื่น (exceptionalism) ประการแรก ความคาดหวังต่อการเติบโตของสหรัฐฯ ลดลงทั้งตลาดหุ้น อัตราดอกเบี้ย และตลาดซื้อขายสกุลเงินต่างประเทศ ซึ่งเป็นผลมาจากความผันผวนของภาษีนำเข้าและความไม่แน่นอนทางนโยบายจากฝ่ายบริหารชุดใหม่ ประการที่สอง ความคาดหวังต่อการกระตุ้นเศรษฐกิจในเยอรมนีเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของกลุ่มประเทศที่ใช้สกุลเงินยูโรมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้น ขณะที่เศรษฐกิจจีนก็ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยเช่นกัน เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นพร้อมกันนี้ทำให้เรื่องราวที่ครอบคลุมงานตลาดมานานเกี่ยวกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เติบโตดีกว่าประเทศอื่นๆ ดูน่าสนใจลดน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญ เราเชื่อว่าความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และการดำเนินการตามนโยบายการคลังเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุน performance ของตลาดหุ้น

นอกเหนือจากภาษีนำเข้าแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆ ที่อาจเพิ่มความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อและทำให้เฟดหยุดกระบวนการผ่อนคลายทางการเงินเร็วขึ้น ในขณะเดียวกัน ตลาดต่างๆ ดูเหมือนจะเผชิญกับความเสี่ยงมากขึ้นที่กำไรจะลดลงจากการนำมาตรการภาษีมาใช้และความไม่แน่นอนทางนโยบาย

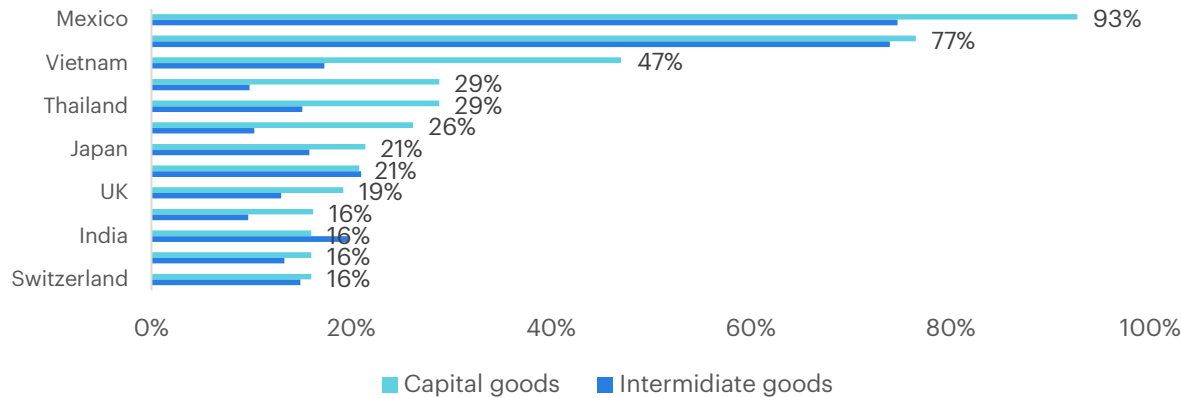
ความกังวลเกี่ยวกับภาวะ Stagflation (เศรษฐกิจเติบโตช้าแต่เงินเฟ้อสูง) เข้าครอบงำตลาดสหรัฐฯ เราแนะนำให้กระจายการลงทุนในตลาดหุ้นต่างๆ และระหว่างหุ้นกับพันธบัตรเนื่องจากหุ้นนอกสหรัฐฯ และพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ช่วยลดความเสี่ยงของหุ้นสหรัฐฯ ในพอร์ตการลงทุนที่สมดุล กลยุทธ์ที่เน้นหุ้นเชิงรับ กำไรเติบโตชัดเจน และคุณภาพสูงน่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีได้ในสภาวะแวดล้อมเช่นนี้

โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาคในปี 2025

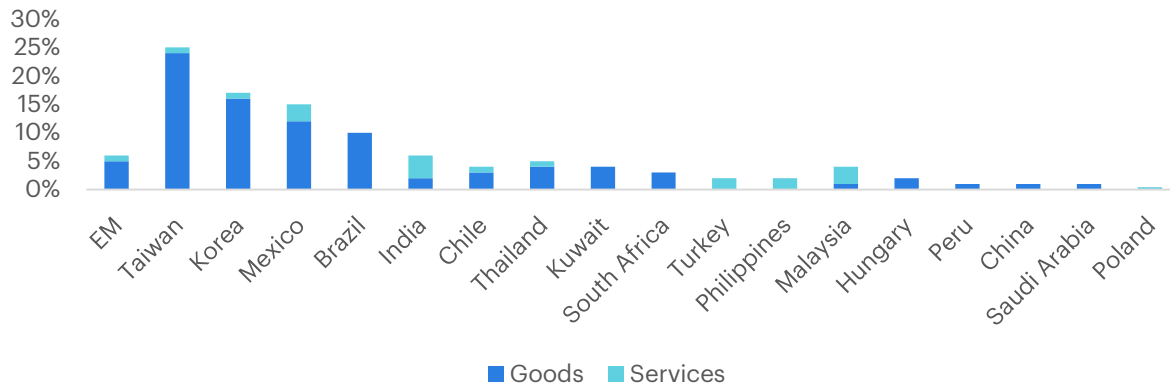
	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
US	Bond over Stocks Style - Low beta, quality, defensive, Dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG	Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		Bond over Stocks Style - Low beta, quality, defensive, Dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG
EU	Stocks over Bond Style - Secular growth, High beta, Mid Caps Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Telecom, Materials Fixed Income - HY		Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS	
China	Stocks, Commodities over Bond Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY	Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		
Thailand	Bond over Stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS			Bond over Stocks Style - Low beta, quality, defensive, Dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG

ธีม 2: ความไม่แน่นอนทางการค้าสูง รับมือกำลังพยายามทำอะไร?

Economies ranked by exposure of exports to the US



Within EM markets, North Asia and LatAm market like Mexico show the highest goods revenue exposure to the US



Source: CEIC, InnovestX Research

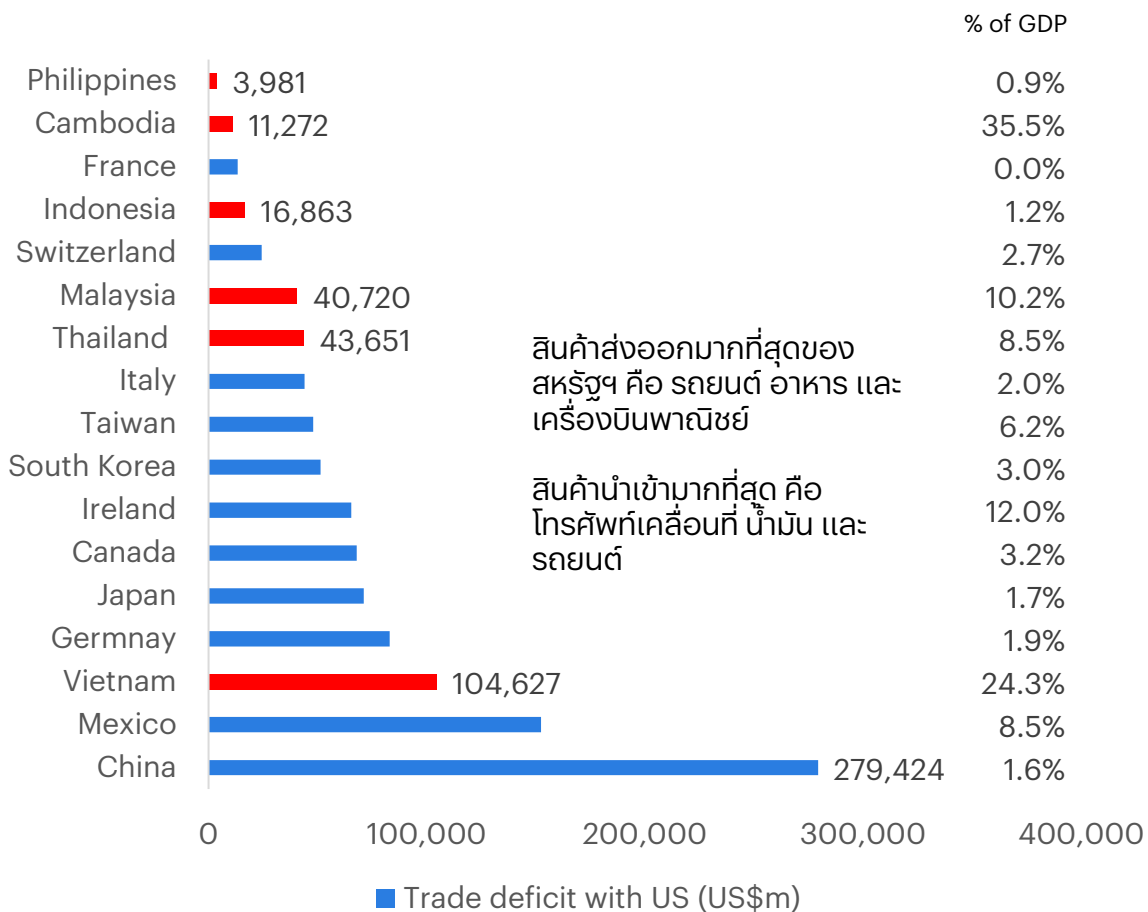
ในช่วงแรกนั้น จุดโฟกัสจะอยู่ที่สินค้านำเข้าจากแคนาดา (เก็บภาษีพลังงาน 10%, เก็บภาษีสินค้าทั่วไป 25%), เม็กซิโก (รถยนต์, เก็บภาษีสินค้าทั่วไป 25%) และจีน (เก็บภาษีสินค้าจีน 20%, กฎ de minimis) ซึ่งเป็นคู่ค้ารายใหญ่ที่สุด 3 รายของสหรัฐฯ ซึ่งรวมกันแล้วคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 40% ของการค้าสินค้าทั้งหมดในปีที่ผ่านมา รวมถึงมาตรการเฉพาะกลุ่ม เช่น เซมิคอนดักเตอร์ และยา สหภาพยุโรป อาจเป็นคู่ค้ารายต่อไปที่ได้รับผลกระทบจากเก็บภาษีนำเข้ารถยนต์และสินค้าอื่นๆ ทั้งหมด เรามองว่ารับมือจะยังคงใช้มาตรการภาษีนำเข้าต่อไปเพื่อกระตุ้นภาคการผลิต เพิ่มรายได้ของรัฐบาลกลาง และสร้างอำนาจต่อรองกับต่างประเทศแทนการคว่ำบาตร เราคาดว่าจะมีการตอบโต้จากประเทศคู่ค้าของสหรัฐฯ

สำหรับหุ้น ตลาดในเอเชียเหนือ (เกาหลีใต้, ไต้หวัน) และตลาดในละตินอเมริกา เช่น เม็กซิโก ดูเหมือนจะมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการเรียกเก็บภาษีนำเข้ามากที่สุดภายในตลาดเกิดใหม่ เนื่องจากมีรายได้จากสินค้าที่ส่งออกไปยังสหรัฐฯ สูงที่สุด

เมื่อรวมทุกอย่างเข้าด้วยกัน เราขอเน้นย้ำมุมมองหลักของเราอีกครั้งว่าตลาดหุ้นเกิดใหม่ที่มีปัจจัยพื้นฐานภายในประเทศที่แข็งแกร่ง ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากแรงกดดันทางเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลก (จากอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่สูงขึ้น ดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้น) น้อยกว่าตลาดอื่นๆ และมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากนโยบายในท้องถิ่นนั้น อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดที่จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดอื่นๆ ในเชิงเปรียบเทียบในปี 2025

ประเทศไทยอยู่ในกลุ่มเฟียร์ระวัง ระมัดระวังภาษีของทรัมป์ในครึ่งหลังของปี 2025

การขาดดุลการค้าของสหรัฐฯ จำแนกตามประเทศ



สินค้าส่งออกมากที่สุดของ
สหรัฐฯ คือ รถยนต์ อาหาร และ
เครื่องบินพาณิชย์

สินค้านำเข้ามากที่สุด คือ
โทรศัพท์เคลื่อนที่ น้ำมัน และ
รถยนต์

Source: Bloomberg, SET, InnovestX Research

เราคาดว่าทรัมป์จะขึ้นภาษ้นำเข้าสินค้าจากจีนอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลทำให้ความเชื่อมั่นต่อการเติบโตของเศรษฐกิจในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ในปี 2025 อ่อนแอลง ความเสี่ยงที่สำคัญที่สุด คือ การขึ้นภาษ้นำเข้าในวงกว้าง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น และกระตุ้นให้เกิดภาวะ risk-off ซึ่งจะทำให้ออลลาร์แข็งค่าขึ้นอย่างมาก ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงที่ปลายหาง (tail risk) ที่ต่ำกว่าความเป็นจริง

แม้ว่าการขึ้นภาษ้นำเข้าสินค้าจากจีนเป็นสิ่งที่คาดการณ์กันไว้เป็นส่วนใหญ่แล้ว แต่ความเสี่ยงที่แท้จริงอยู่ที่การเก็บภาษ้นำเข้าโทรศัพท์เคลื่อนที่ รถยนต์ และประเทศในกลุ่มอาเซียน เอเชียตะวันออกเฉียงใต้มีส่วนการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นในช่วง 8 ปีที่ผ่านมา โดยเวียดนามและไทยเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากสงครามการค้า เวียดนามมีความเสี่ยงมากขึ้นที่จะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) เนื่องจากเวียดนามพึ่งพาการค้าและมีดุลการค้าเกินดุลจากสหรัฐฯ จำนวนมาก สำหรับประเทศไทย เนื่องจากสหรัฐฯ คิดเป็น 18% ของการส่งออกทั้งหมด และมีการเกินดุลการค้า 8.5% ของ GDP ดังนั้นความไม่แน่นอนของภาษ้นำเข้าอาจทำให้การใช้จ่ายลงทุนชะลอตัวลง

แม้ว่าประเทศไทยไม่ได้มีส่วนเกี่ยวข้องโดยตรงกับความขัดแย้งนี้ แต่ประเทศไทยก็ได้รับผลกระทบเชิงลบจากการนำเข้าสินค้าจากจีนที่มีอยู่ล้นตลาด ซึ่งสร้างแรงกดดันขาลงต่ออัตราเงินเฟ้อ ความสามารถในการแข่งขัน และความสามารถในการทำกำไร ประโยชน์จากการถ่ายทอดเทคโนโลยีและการย้ายฐานการลงทุนมีน้อยมาก การส่งออกของไทยไปยังจีนแตกต่างจากการส่งออกไปยังสหรัฐฯ ทำให้ความขัดแย้งดังกล่าวมีผลกระทบโดยตรงต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัด ในขณะที่ประเทศไทยได้รับผลกระทบทางอ้อมจากภาวะเศรษฐกิจของจีนมากกว่า

ผลกระทบต่อตลาดไทย

ดูเหมือนจะมีผลกระทบจำกัด

	US	Asia	China	EU	Domestic	Trade war impact what if revenue from US fell 10%
IVL	69%	22%		10%		No impact as being local producer
TU	39%	20%		30%	11%	4%
DELTA	30%	34%	13%	23%		3%
HANA	28%	54%		10%		3%
KCE	21%	6%	10%	49%	14%	2%
EPG	12%	85%			24%	<2%
EPG	12%	85%			24%	<2% (Minimal impact as being local producer)
ERW	10%	28%	10%	12%	21%	-2%
AWC	9%	15%	10%	15%	29%	-2%
MINT	6%	7%	2%	53%	21%	-2%
FTREIT	6%	61%		20%		0.6%
CPF	5%	43%	6%	14%	32%	No impact on its local operation in the US
SAT	4%	16%	1%	4%	36%	Less than 1% drop
STANLY	4%	16%	1%	4%	36%	Less than 1% drop
BH	4%	15%	4%	5%	34%	Insignificant impact
PTTGC	3%	81%	7%	16%	56%	0.3%
AOT	3%	43%	19%	20%	10%	Less than 1% drop
PTT	3%	38%		3%	54%	0.3%
CENTEL	2%	7%	4%	12%	60%	Insignificant impact
BDMS	2%	12%	2%	5%	72%	Insignificant impact
AH	2%	23%	6%	17%	26%	Less than 1% drop
BCH	0%	7%	1%		85%	Insignificant impact
AAV		40%	13%		47%	Insignificant impact
CHG		2%			96%	Insignificant impact
RJH					100%	Insignificant impact
BBL		25% of loans				Minimal impact
PTTEP		83%			59%	
LHHOTEL		34%	14%		45%	
GFPT		11%	3%	11%	75%	
BTG		13%		5%	82%	

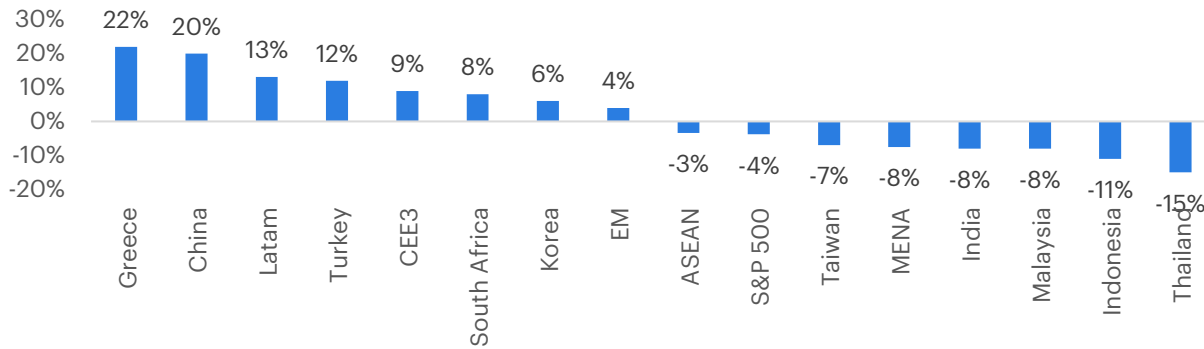
เศรษฐกิจโลกเผชิญกับความท้าทายอย่างมากจากความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ยืดเยื้อ สหรัฐฯ ได้กำหนดภาษีนำเข้าและข้อจำกัดการเข้าถึงเทคโนโลยีที่มุ่งเป้าไปที่กลุ่มอุตสาหกรรมเชิงยุทธศาสตร์ของจีน ได้แก่ ยานยนต์ไฟฟ้า แผงโซลาร์เซลล์ และแบตเตอรี่ ซึ่งเป็นพื้นที่ที่จีนได้สร้างห่วงโซ่อุปทานที่แข็งแกร่ง มาตรการเหล่านี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อขัดขวางการพัฒนาอุตสาหกรรมที่กำลังขยายตัวอย่างรวดเร็วของจีน ความตึงเครียดทางการค้าและเทคโนโลยียังคงยากที่จะคลี่คลายได้อย่างรวดเร็ว ทำให้เกิดความไม่แน่นอนในตลาดและห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ามาตรการเก็บภาษีนำเข้าจะยังคงดำเนินต่อไป จีนได้เพิ่มการตอบโต้สหรัฐฯ ในด้านเทคโนโลยี การค้า และการทหาร ความขัดแย้งที่ทวีความรุนแรงขึ้นนี้มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อประเทศพันธมิตรของจีนที่รวมถึงประเทศไทยและประเทศอื่นๆ ในอาเซียน

การวิเคราะห์ของเราพบว่าความตึงเครียดทางการค้ามีผลกระทบต่อผลการประกอบการโดยรวมของบริษัทไทยน้อยมาก เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากตลาดในประเทศและเอเชีย กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (รายได้ 20-30% มาจากตลาดสหรัฐฯ) อาจเผชิญกับสถานการณ์ที่กำไรลดลง 2-4% หากรายได้จากสหรัฐฯ ลดลง 10% ขณะที่กลุ่มท่องเที่ยวจะได้รับผลกระทบทางอ้อมผ่านปริมาณนักท่องเที่ยวและความผันผวนของค่าเงิน แต่ผลกระทบต่อกำไรยังต่ำกว่า 2% ผลกระทบที่มีจำกัดนี้เกิดจากการที่บริษัทไทยพึ่งพารายได้ส่วนใหญ่จากตลาดในภูมิภาคแทนที่จะเป็นตลาดสหรัฐฯ

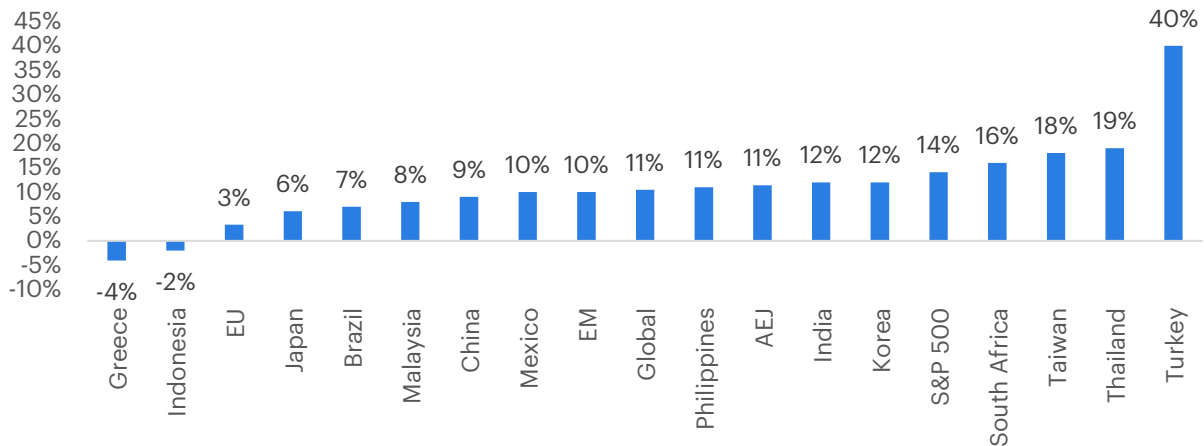
ธีม 3: มองบวกอย่างระมัดระวังต่อจีน

ความยืดหยุ่นของตลาดเกิดใหม่ช่วยให้เกิดความสมดุลที่ดีขึ้น

YTD performance - EM equity resilience has been broad-based (except for ASEAN)



Strong earnings growth among EM markets



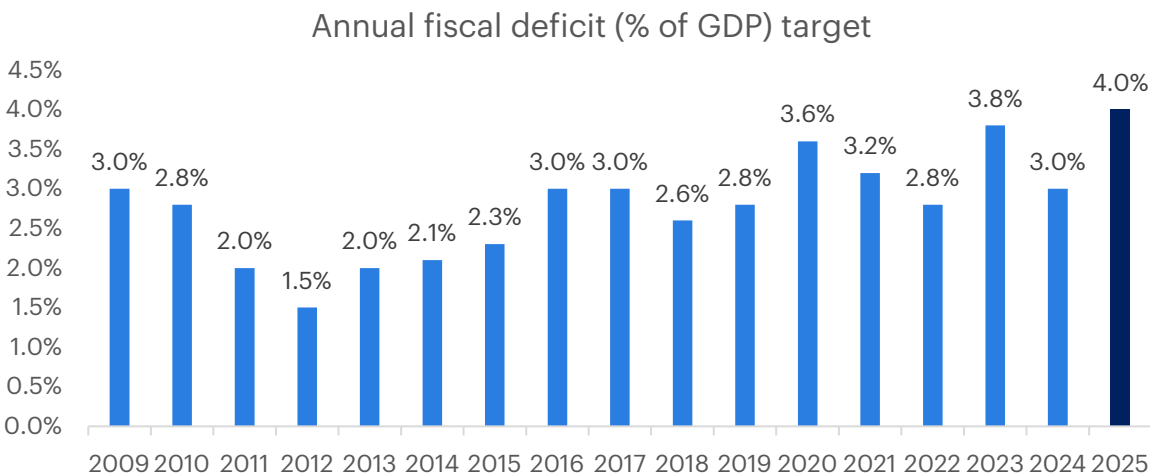
ตลาดหุ้นจีนสามารถต้านทานผลกระทบจากนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ได้ โดยได้รับการสนับสนุนจากนโยบายภายในประเทศและความแข็งแกร่งของกลุ่ม AI แม้ว่าความท้าทายในระยะกลางจะยังคงมีอยู่ (ได้แก่ ปัญหาตลาดอสังหาริมทรัพย์ และแนวโน้มที่การเติบโตของเศรษฐกิจชะลอตัวลง) แต่ยังมีโอกาสสร้าง upside โดยเฉพาะในตลาด onshore ที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด offshore ถ้าสามารถบรรลุเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ 5% ได้

ราคาน้ำมันที่ลดลงจะส่งผลดีต่อตลาดเกิดใหม่หลายแห่งซึ่งเป็นผู้นำเข้าน้ำมันรายใหญ่ ทรมัปมีแนวโน้มที่จะพยายามลดต้นทุนพลังงานผ่านช่องทางการทูต หรือสนับสนุนให้อิเล็กทรอนิกส์การผลิตมากขึ้น ไม่ว่าจะด้วยวิธีใดก็ตาม แรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่ลดลงและบัญชีเดินสะพัดที่แข็งแกร่งขึ้นน่าจะช่วยให้สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มากขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนวัฏจักรเศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่ และเสริมความแข็งแกร่งให้กับผลประกอบการของบริษัทในท้องถิ่นและ performance ของหุ้น

ประเทศไทยอาจได้รับ sentiment เชิงบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน แม้ว่าผลประโยชน์โดยตรงต่อ GDP และผลประกอบการของบริษัทไทยจะมีจำกัด เนื่องจากจีนยังคงมุ่งเน้นตลาดภายในประเทศ ในขณะที่มาตรการภาษีตอบโต้จะสร้างความเสี่ยงต่อหุ้นไทย แต่มีแนวโน้มที่จะเห็นเสถียรภาพใน 2Q25 หลังจากมีการลดค่าเงินลงอย่างมีนัยสำคัญ ข้อจำกัดด้านสภาพคล่องในประเทศ และการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศจำนวนมาก

Source: CEIC, InnovestX Research

สร้างความแข็งแกร่งจากภายใน อุปสงค์ในประเทศและนวัตกรรมเทคโนโลยีเป็นสิ่งสำคัญ



	GFC	EU debt	COVID	Property support	Post COVID recovery	Recent
Size (% of GDP)	CNY4t (12.5%)	CNY1.1t	CNY8.4t (8.4%)	CNY250-300b	CNY1.5t	CNY2.1t
Key components	Infrastructure Agriculture Innovation	Tax cuts Infrastructur e	Tax relief Govt spending	16-point plan CNY200bn liquidity to banks	Govt bond Special bond	Trade-in Recapitalize Innovation
Targeted sectors	Railway, Highways, Airports, Property, Healthcare	Subways, sewage, high speed rail, Clean energy	Healthcare, Digital infrastructure , 5G network, EV subsidies	Real Estate, Banks	Infrastructure, Technology, Consumer subsidies	Property, Banks, Consumer goods, Technology

Source: CEIC, InnovestX Research

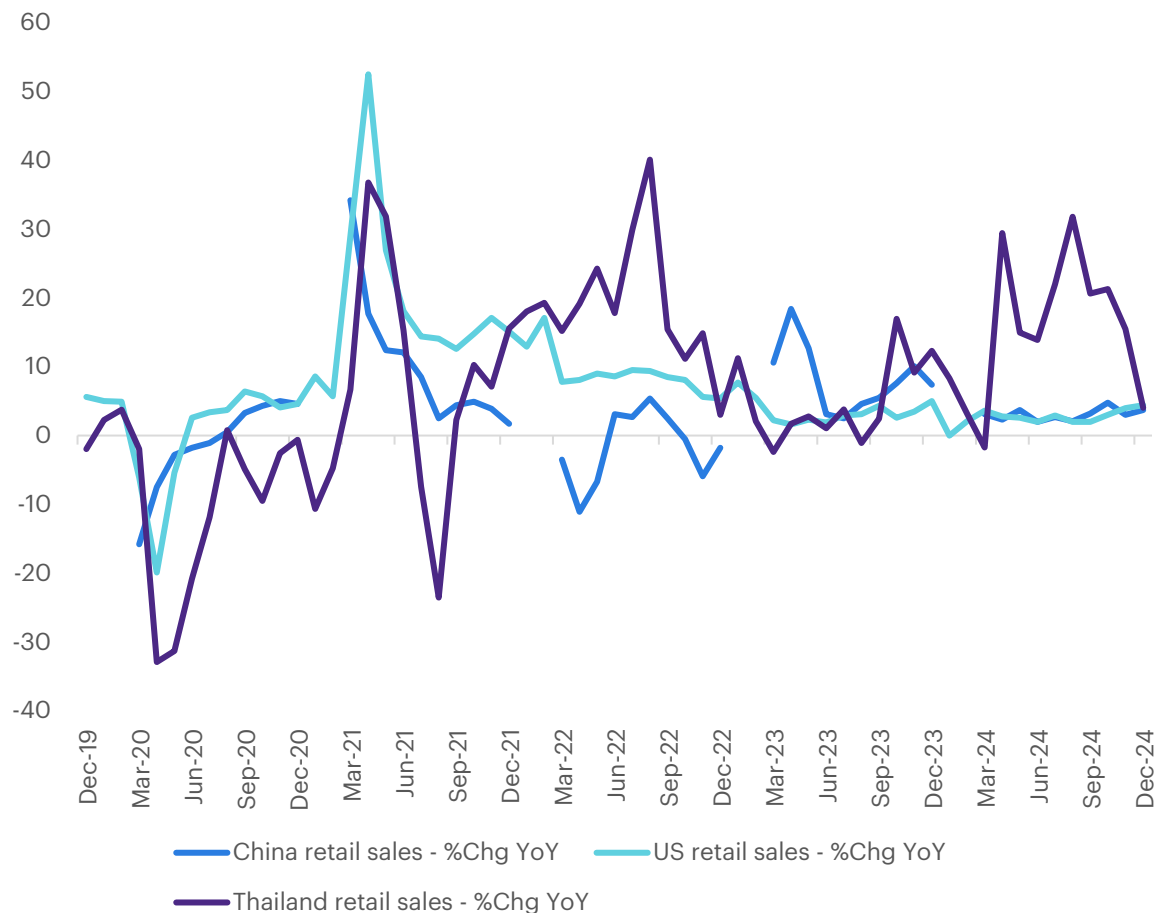
คำแถลงของผู้กำหนดนโยบายจากการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ สอดคล้องกับทิศทางนโยบายที่กว้างขึ้น โดยให้ความสำคัญกับการบริโภค และการผลิตด้วยเทคโนโลยีขั้นสูง กระทรวงการคลังมีแผนจะดำเนินการ จัดสรรงบประมาณเพิ่มเติมในช่วงปลายปีนี้หากเกิดความเสี่ยงต่อการ เติบโตของเศรษฐกิจ ในขณะที่ธนาคารประชาชนแห่งประเทศจีน (PBOC) ระบุว่ายังคงผ่อนปรนนโยบายการเงินต่อไปผ่านการปรับลด RRR และ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยช่วงเวลาขึ้นอยู่กับข้อมูลเศรษฐกิจ ผู้กำหนด นโยบายจะออกแนวปฏิบัติเฉพาะกลุ่มเพื่อแก้ปัญหาค่าความไม่สมดุลระหว่าง อุปทานกับอุปสงค์ในอุตสาหกรรมหลักๆ การขยายกำลังการผลิตที่มี คุณภาพสูง และการปรับสมดุลอุปทานเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการ ของตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปมากขึ้น

รัฐบาลจีนจะจัดตั้งกองทุน National Venture Capital Guidance Fund ซึ่งคาดว่าจะระดมทุนได้ประมาณ 1 ล้านล้านหยวน โดยดึงดูดการลงทุน ภายในประเทศและภาคเอกชน เพื่อสนับสนุนบริษัทที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูงและ ลดต้นทุนทางการเงินของบริษัทต่างๆ

แม้ว่ามาตรการการคลังที่ประกาศออกมา เช่น เงินอุดหนุนการแลกเปลี่ยน สินค้าอุปโภคบริโภค 300,000 ล้านหยวน การเพิ่มทุนให้กับธนาคาร 500,000 ล้านหยวน และการสนับสนุนกลุ่มเทคโนโลยี อาจดูไม่เพียงพอ เมื่อเทียบกับความคาดหวังของตลาด แต่เราเชื่อว่าการผ่อนคลายนโยบาย จะมีการปรับเปลี่ยนแบบไดนามิกตามความรุนแรงของแรงกดดันจากการค้า ภายนอกและความท้าทายทางเศรษฐกิจภายในประเทศ

ธีม 4: อุปสงค์ในประเทศไม่แน่นอน การชะลอตัวภายนอกนำไปสู่ความอ่อนแอภายใน

Retail sales growth is decelerating



Source: CEIC, InnovestX Research

การใช้จ่ายของผู้บริโภคในประเทศเศรษฐกิจหลักๆ ชะลอตัวลง โดยมีความท้าทายที่แตกต่างกันแต่เชื่อมโยงกัน อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นทำให้มีการจำกัดการใช้จ่ายภาคครัวเรือน โดยเฉพาะในกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อเครดิต ขณะที่เงินออมในช่วงที่เกิดการระบาดของ COVID-19 หมดลงไปเป็นส่วนใหญ่แล้ว ผู้บริโภคมีความอ่อนไหวต่อราคามากขึ้น โดยหันไปเลือกซื้อสินค้าที่ราคาถูกลง และให้ความสำคัญกับการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าจำเป็นมากกว่าสินค้าฟุ่มเฟือย ซึ่งสร้างเงื่อนไขที่ท้าทายให้กับผู้ค้าปลีก และบ่งชี้ว่าช่วงเวลาที่การเติบโตของการบริโภคชะลอตัวอาจยืดเยื้อออกไป ตามการประเมินของเรา จีนและยุโรป กำลังทำทุกวิถีทางเพื่อกระตุ้นการบริโภคผ่านมาตรการกระตุ้นทางการคลัง ขณะเดียวกัน นโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ทำให้การใช้จ่ายลดลงสืบเนื่องมาจากความกังวลเรื่องต้นทุน ดังนั้นเราจึงคาดว่า การชะลอตัวภายนอกจะส่งผลกระทบทำให้การใช้จ่ายภายในประเทศและรายจ่ายฝ่ายทุนของบริษัทต่างๆ ปรับลดลงใน 2H25

ความอ่อนแอของการบริโภคของประเทศไทยมีสาเหตุหลักมาจากปัญหาเชิงโครงสร้าง โดยหนี้ครัวเรือนสูงถึงประมาณร้อยละ 90 ของ GDP ภาคเกษตรที่สำคัญได้รับผลกระทบจากภาวะแล้งและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ลดลง ส่งผลทำให้รายได้และกำลังซื้อในพื้นที่ชนบทลดลง แม้ว่าการท่องเที่ยวระหว่างประเทศจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่ก็ไม่ได้ส่งผลทำให้การบริโภคภายในประเทศเติบโตในวงกว้าง ความพยายามกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลยังไม่เพียงพอ เนื่องจากดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลงอย่างต่อเนื่อง และธนาคารต่างๆ รายงานว่ามีความระมัดระวังมากขึ้นในการปล่อยสินเชื่อท่ามกลางหนี้เสียที่เพิ่มขึ้น

การสนับสนุนจากนโยบายการคลังเป็นสิ่งจำเป็น ปัจจัยกระตุ้นการฟื้นตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศ

	จีน	เยอรมนี	ไทย
วงเงินรวม	2.1 ล้านล้านหยวน (290 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)	47 พันล้านยูโร (51 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)	5 แสนล้านบาท (14 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) สำหรับโครงการดิจิทัลวอลเล็ตอย่างเดียว
จุดโฟกัสหลักๆ	การใช้จ่ายของผู้บริโภค การพัฒนาด้านเทคโนโลยีขั้นสูง เสถียรภาพของระบบธนาคาร	การลงทุนทางธุรกิจ การเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน ความสามารถในการแข่งขัน	การกระตุ้นผู้บริโภคโดยตรง การฟื้นฟูการท่องเที่ยว การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน
การสนับสนุนผู้บริโภค	• เงินอุดหนุน 3 แสนล้านหยวนสำหรับโครงการแลกซื้ออุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เครื่องใช้ไฟฟ้า และรถยนต์	• การอุดหนุนราคาพลังงานสำหรับภาคครัวเรือน • การช่วยเหลือผู้บริโภคโดยตรงที่มีจำกัด	• โอนเงินสดโครงการดิจิทัลวอลเล็ตให้กับคนไทย 50 ล้านคน คนละ 10,000 บาท • โครงการอุดหนุนการท่องเที่ยว
การสนับสนุนภาคอุตสาหกรรม/ภาคธุรกิจ	• เพิ่มทุนให้กับธนาคาร 5 แสนล้านหยวน • פקัดช่วยเหลือผู้ประกอบการส่งออก • ลดหย่อนภาษีสำหรับการลงทุนในการผลิตขั้นสูง • อุดหนุนอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ 2 แสนล้านหยวน	• ปฏิรูปภาษีนิติบุคคล • อนุญาตให้ธุรกิจสามารถหักค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ได้เร็วขึ้น • เครดิตภาษี R&D เพิ่มขึ้นเป็น 40% สำหรับ SMEs • อุดหนุนค่าไฟฟ้าภาคอุตสาหกรรม 15 พันล้านยูโร	• ปลดปล่อย soft loans วงเงิน 5 หมื่นล้านบาท ให้กับ SMEs • โครงการปรับโครงสร้างหนี้ • การันตีราคาสินค้าเกษตร • ลดอัตราภาษี SME (จาก 20% เป็น 15%)
การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน	• โรงงานผลิตที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง • การฟื้นฟูเมือง • การอนุรักษ์น้ำ • การเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสีเขียว	• การปรับปรุงระบบรถไฟวงเงิน 12 พันล้านยูโร • การขยายโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล • การปรับปรุงอาคารสาธารณะ • การพัฒนาพื้นที่อุตสาหกรรม	• ระเบียบเศรษฐกิจภาคตะวันออก (แผน 1.7 ล้านล้านบาท) • รถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน • การขยายระบบขนส่งสาธารณะในกรุงเทพมหานคร • ระบบการจัดการน้ำ
เทคโนโลยี/นวัตกรรม	• กองทุน National Venture Capital Fund มูลค่า 1 ล้านล้านหยวน • การสนับสนุนอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ • โครงสร้างพื้นฐานด้าน AI • เทคโนโลยีสีเขียว	• การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานไฮโดรเจน (4 พันล้านยูโร) • Carbon Contracts for Difference • โครงสร้างพื้นฐานด้านดิจิทัล • การสนับสนุนการวิจัยและพัฒนา (R&D)	• การขยายโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลในพื้นที่ห่างไกล • การพัฒนาเมืองอัจฉริยะในพื้นที่ EEC • โครงการพลังงานสะอาด
กำหนดระยะเวลาดำเนินการ	การให้เงินอุดหนุนผู้บริโภคทันทีในปี 2024-2025 เพิ่มทุนให้กับธนาคารในระยะเวลา 6-9 เดือน	การดำเนินการตามแผนในปี 2024 ถึง 2027 โดยเน้นการปฏิรูปโครงสร้าง	เลื่อนโครงการดิจิทัลวอลเล็ตไปเป็น 3Q25 โครงการโครงสร้างพื้นฐานใน 5-10 ปี
Economic Constraints	วิกฤตตลาดอสังหาฯ หนี้รัฐบาลท้องถิ่น การว่างงานของเยาวชน แรงกดดันทางการค้าภายนอก	ข้อจำกัดของการเบรคหนี้ตามรัฐธรรมนูญ ต้นทุนการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน ประชากรสูงอายุ	หนี้ครัวเรือนสูง (90% ของ GDP) ความกังวลเรื่องงบประมาณขาดดุล ความสามารถในการดำเนินการ ความไม่มั่นคงทางการเมือง
ผลกระทบทางเศรษฐกิจที่คาดว่าจะเกิดขึ้น	การบริโภคขยายตัว 0.3-0.5% ของ GDP สนับสนุนเป้าหมายเศรษฐกิจเติบโต 5%	การเพิ่มการเติบโตของ GDP 0.2-0.3% การเพิ่มความสามารถในการแข่งขันทางอุตสาหกรรม	คาดว่าดิจิทัลวอลเล็ตจะช่วยให้ GDP เติบโตเพิ่มขึ้นได้ประมาณ 0.5-1.0% การสนับสนุนการฟื้นฟูการท่องเที่ยว
การใช้วิธีที่แตกต่างจากวิธีทั่วไป	เน้นอุตสาหกรรมเชิงยุทธศาสตร์และการบริโภคควบคู่กัน การสนับสนุนระบบธนาคารเพื่ออำนวยความสะดวกในการปล่อยสินเชื่อ	เน้นการปฏิรูปโครงสร้างและแรงจูงใจในการลงทุนมากกว่าการใช้จ่ายโดยตรง การเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานเป็นหัวใจสำคัญของกลยุทธ์การเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน	การโอนเงินตรงเป็นเครื่องมือหลัก การฟื้นฟูเศรษฐกิจที่เน้นการท่องเที่ยวสะท้อนโครงสร้างเศรษฐกิจ

แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรม และผลประกอบการ

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q25

Growth visibility คือปัจจัยสำคัญ

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
โดยปกติแล้วไตรมาสที่สองถือเป็นช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับภาคการท่องเที่ยวไทย อย่างไรก็ตาม เรามีความกังวลเกี่ยวกับโอกาสที่ 2Q25 จะเป็นช่วงโลว์ซีซั่นที่อ่อนแอซึ่งเป็นผลมาจากการที่นักท่องเที่ยวจากจีนเดินทางเข้ามาน้อยลงจาก ความกังวลด้านความปลอดภัย ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อ AOT และ AAV เนื่องจากการดำเนินงานของสองบริษัทนี้ ขึ้นอยู่กับปริมาณผู้โดยสาร ประเด็นที่ต้องติดตามสำหรับ AOT คือความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับความสามารถในการชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนของผู้รับสัมปทาน หลังจากบริษัทได้เปิดเผยมาตรการช่วยเหลือผู้รับสัมปทานที่มีปัญหาสภาพคล่องในเดือนก.พ.	เราคาดว่ากำไรจะลดลงอย่างต่อเนื่องใน 1H25 จากการผลิตรถยนต์ในประเทศที่ชะลอตัวลง ปัจจัยกระตุ้นคือ ภาพเศรษฐกิจที่ดีขึ้นซึ่งจะช่วยหนุนความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศและเพิ่มคุณภาพสินเชื่อของผู้ซื้อรถยนต์ซึ่งจะทำให้สามารถเข้าถึงสินเชื่อได้มากขึ้น และการส่งออกรถยนต์ที่ปรับตัวดีขึ้น เรามองว่านี่จะเป็นสัญญาณที่ชัดเจนว่าอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยและผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัว	ใน 1H25 เราคาดว่า credit cost จะลดลงโดยมี NPL ไหลเข้าน้อยลง NIM จะหดตัวลงอันเป็นผลมาจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ย สินเชื่อทรงตัว และรายได้ค่าธรรมเนียมฟื้นตัวเล็กน้อย	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY ใน 2Q25 โดยได้แรงหนุนจาก SSS ที่เติบโตเป็นบวก (นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นท่ามกลางค่าเงินบาทที่เปราะบาง) การขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง และมาร์จิ้นที่กว้างขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้น แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม เช่น ดิจิทัลวอลเล็ต เฟส 3 และ “เราเที่ยวด้วยกัน” (ถ้าได้รับอนุมัติ) จะเพิ่ม upside ให้กับกำไร โดยเฉพาะร้านค้าปลีกสินค้าจำเป็น	สำหรับ 2Q25 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะปรับตัวดีขึ้น YoY จากการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐและการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้น ปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม คือ การปรับเพิ่มราคาขายเฉลี่ย (ASP) ปูนซีเมนต์ในเดือนมี.ค. 2025 ซึ่งจะส่งผลดีต่อผู้ผลิตปูนซีเมนต์ และต้นทุนถ่านหินที่ลดลงจะช่วยหนุนให้ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจปูนซีเมนต์ปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า SCC จะมีต้นทุนคงที่ 850 ล้านบาท/เดือนจากโครงการ LSP
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
เราคาดว่ากำไรจะลดลง YoY ใน 2Q25 หลักๆ เกิดจากค่าใช้จ่ายภาษี GMT ของ DELTA ซึ่งเริ่มบันทึกใน 1Q25 และตลาด EV, ยานยนต์ และ consumer electronics ที่อ่อนแอ โดยตลาด consumer electronics ได้รับผลกระทบจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายภาษีนำเข้าของทรัมป์ ทำให้มีคำสั่งซื้อใหม่จากลูกค้าปลายทางจำกัด	น้ำมันและก๊าซ: ราคาน้ำมันอาจอ่อนตัวลงจากความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้าทั่วโลกและอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่ม OPEC Plus ซึ่งมีแผนผ่อนคลายมาตรการลดการผลิตในเดือนเม.ย. 2025 การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ จะเร่งตัวขึ้นจากนโยบายของรัฐบาล การเติบโตที่ชะลอตัวของอุปสงค์ในจีนยังคงเป็นความเสี่ยงหลักที่สำคัญ ค่าการกลั่นตลาดจะปรับตัวดีขึ้นจากต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง ในขณะที่ความเสี่ยงหลักคือ ขาดทุนจากสินค้าคงเหลือ สาธารณูปโภค: เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นจาก GULF โดยได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตเพิ่มเติม (HKP เฟส 2) ในขณะที่เราคาดว่าค่าไฟฟ้าจะลดลงตามนโยบายของรัฐบาล ทำให้มีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ	ใน 1H25 เราคาดว่า credit cost จะลดลงโดยมี NPL ไหลเข้าน้อยลง สินเชื่อเติบโตในระดับปานกลาง และ NIM จะหดตัวลงเล็กน้อยจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น	อาหาร: เราคาดว่ากำไร 2Q25 ของกลุ่มอาหารจะเติบโต YoY หลักๆ ได้แรงหนุนจากราคาสุครที่ดีขึ้นในประเทศไทยและเวียดนาม และเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล การดำเนินงานของผู้ส่งออกมีแนวโน้มอ่อนแอซึ่งเป็นผลมาจากเงินบาทที่แข็งค่า ค่าจ้างขั้นต่ำในประเทศที่สูงขึ้น ฐานสูงของปริมาณการส่งออกในปีก่อน (GFPT) และค่าใช้จ่าย transformation และการตลาดที่สูงขึ้น (TU) เครื่องดื่ม: ตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศจะเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มเครื่องดื่มชูกำลังขวดละ 10 บาท โดยคาดว่ามูลค่าตลาดโดยรวมจะเติบโตจากปัจจัยฤดูกาล	โดยปกติแล้วไตรมาสที่สองถือเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของกลุ่มการแพทย์ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำรดำเนินงานและผลประกอบการจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากบริการผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติ EBITDA margin ที่แข็งแกร่ง และการจ่ายค่ารักษาพยาบาลสำหรับบริการ SC ที่ดีขึ้น
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
โดยปกติแล้วไตรมาสที่สองถือเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของภาคการท่องเที่ยวไทย ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับนักท่องเที่ยวที่เข้ามาน้อยลง หลักๆ จากจีนสืบเนื่องมาจากความกังวลด้านความปลอดภัย เราเชื่อว่าการดำเนินงานของผู้ประกอบการโรงแรมจะมีความยืดหยุ่นในการรับมือกับผลกระทบนี้ มากกว่าผู้ประกอบการท่าอากาศยานและสายการบิน ทั้งนี้ เนื่องจากการดำเนินงานโรงแรมได้รับแรงหนุนส่วนใหญ่จากปัจจัยด้านราคา (ARR) มากกว่าปริมาณ (อัตราการเข้าพัก) สิ่งที่ต้องติดตาม ได้แก่ อุปทานใหม่ และโอกาสที่การดำเนินงานจะสะดุดลงในระยะแรกจากการเปิดโรงแรมใหม่	เราคาดว่าเราจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับการประมูลคลื่นความถี่ ซึ่งจะนำไปสู่การประยุต์ต้นทุน นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นใน 2Q25 ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าน่าจะมีการปรับประมาณการกำไรของกลุ่ม ICT เพิ่มขึ้นหลังการประมูล เนื่องจากเราเชื่อว่าจะประยุต์ต้นทุนได้	เราคาดว่านักลงทุนจะยังคงให้ความสนใจกับวิธีที่รัฐบาลจะดำเนินนโยบายค่าโดยสาร 20 บาท ตลอดสาย เราเชื่อว่ารัฐบาลจะให้เงินอุดหนุนก่อนเพื่อให้ทันตามเป้าหมายของรัฐบาลในเดือนกันยายน 2025 ประเด็นสำคัญ คือ รัฐบาลจะให้เงินอุดหนุน 100% หรือไม่	ความกังวลว่ามาตรการภาษีนำเข้าที่สหรัฐฯ นำมาใช้กับแคนาดา เม็กซิโก และจีนจะทำให้เศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัว อย่างไรก็ตาม สิ่งนี้จะถูกชดเชยด้วยต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง โดยเฉพาะแพฟกา ซึ่งเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่ลดลง ความไม่สมดุลของอุปสงค์กับอุปทานทั่วโลกยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม	presales ของกลุ่มอสังหาฯ โดยรวมใน 1Q25 น่าจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกิจกรรมการตลาด ในขณะที่เราประเมินว่าดอกเบี้ยที่ลดลง 25bps จะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์ฟื้นตัวได้เพียงเล็กน้อย และคาดว่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 2Q25 ซึ่งคาดว่า presales จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย เพราะอัตราการปฏิเสธสินเชื่อยังสูง

Source: InnovestX Research

สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q25

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	ปัจจัยกระตุ้น	ปัจจัยเสี่ยง
ICT	6	7	7	7	8	เราคาดว่าจะเห็นความชัดเจนเกี่ยวกับการประหยัลดต้นทุนจากการประมวลผลที่ลดลง เนื่องจาก กสทช. น่าจะจัดประมูลคลื่นความถี่ภายใน 2Q25	การแข่งขันการประมูลที่สูงกว่าคาด ซึ่งจะส่งผลทำให้มีการปรับประมาณการกำไรลดลง
การแพทย์	7	7	7	7	7.5	รายได้ทั้งจากบริการผู้ป่วยชาวไทยและบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น อัตราการจ่ายเงินที่ดีขึ้นสำหรับบริการ SC	ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกลุ่มผู้ป่วยที่มีรายได้ปานกลาง การดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ การขาดแคลนบุคลากร
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	5	7	7	7	7	ความต้องการเชื้อเพลิงยานยนต์ในประเทศที่เพิ่มขึ้น การแทรกแซงของรัฐบาลที่ลดลงเนื่องจากราคาน้ำมันลดลง	การเติบโตของอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงและราคาน้ำมันที่ผันผวนเนื่องจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ขาดทุนสินค้าคงเหลือ และนโยบายพลังงานใหม่ๆ ของรัฐบาล
เครื่องดื่ม	7.5	7	6.5	7	7	คาดมูลค่าตลาดเครื่องดื่มชูกำลังภายในประเทศเพิ่มขึ้นจากปัจจัยฤดูกาล ในขณะที่การแข่งขันสูง	อัตรากำไรขั้นต้นมี upside จำกัด และการแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มชูกำลัง
อาหาร	6	8	6	6	7	ราคาสุกรที่ดีขึ้นในประเทศไทยและเวียดนาม ประกอบกับต้นทุนอาหารสัตว์ระดับต่ำ YoY การดำเนินงานของผู้ส่งออกมีแนวโน้มอ่อนแอ โดยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากเงินบาทที่แข็งค่า	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอจากอุปทานใหม่และเงินบาทแข็งค่า
สาธารณูปโภค	6.5	7	6.5	6.5	6.5	ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบยังคงมีอยู่เนื่องจากรัฐบาลมีแผนที่จะลดค่าไฟฟ้าให้ต่ำกว่า 3.70 บาท/kWh ภายในปี 2025 เราคาดว่าค่าใช้ของกลุ่มฯ จะเพิ่มขึ้น YoY ใน 2Q25 หลักๆ ได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตใหม่ของ GULF แต่จะถูกกดดันลงบางส่วนโดยมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP ที่ลดลงอันเป็นผลจากค่า Ft ที่ลดลงและต้นทุนก๊าซที่สูง	ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ ต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นซึ่งได้แรงหนุนจากราคา LNG ที่เพิ่มขึ้นของญี่ปุ่น/เกาหลี และค่า Ft ที่ต่ำกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP
อสังหาริมทรัพย์	6.5	7	7.5	7	6.5	อัตราดอกเบี้ยที่ลดลง 25bps จะช่วยสนับสนุนให้ความต้องการที่อยู่อาศัยฟื้นตัวได้เล็กน้อย แต่ผู้ประกอบการยังคงจัดกิจกรรมการตลาดอย่างต่อเนื่อง	การแข่งขันและการระบายสินค้าคงเหลืออาจสร้างแรงกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้น
ท่องเที่ยว	7	7	7	6.5	6.5	นโยบายรัฐบาลในการกระตุ้นภาคการท่องเที่ยวไทยในช่วงโลว์ซีซั่น	นักท่องเที่ยวจากจีนฟื้นตัวช้า เศรษฐกิจโลกชะลอตัว ต้นทุนเริ่มแรกจากการลงทุนใหม่ อุปทานโรงแรมใหม่
พาณิชย์	8	6	8	8	6	นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นท่ามกลางกำลังซื้อที่เปราะบาง มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม เช่น ดิจิทัลวอลเล็ต เฟส 3 และ “เราเที่ยวด้วยกัน” (ถ้าได้รับอนุมัติ) จะเพิ่ม upside ให้กับกำไร โดยเฉพาะร้านค้าปลีกสินค้าจำเป็น	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อ และการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล
เงินทุน	5	6	6	6	6	การเติบโตของสินเชื่อในระดับปานกลาง credit cost ที่ลดลง และ upside ต่อ NIM จากความเป็นไปได้สูงขึ้นที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึง
วัสดุก่อสร้าง	5	5	4	5	5.5	คาดว่าความต้องการปูนซีเมนต์จะได้แรงหนุนจากโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล แต่ส่วนหนึ่งจะถูกกดดันลงโดยกลุ่มที่อยู่อาศัยที่อ่อนแอ (หนี้ครัวเรือนสูง) การเพิ่มราคาขายเฉลี่ย (ASP) ปูนซีเมนต์ที่อาจเกิดขึ้นประกอบกับต้นทุนถ่านหินที่ลดลงน่าจะทำให้มาร์จิ้นกว้างขึ้น	กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอเป็นเวลานานท่ามกลางภาวะอัตราดอกเบี้ยสูง หนี้ครัวเรือนสูง และความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ
ธนาคาร	5	6	6	5	5	credit cost ลดลง	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวไม่ทั่วถึงและความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงขาลงต่อ NIM จากความเป็นไปได้สูงขึ้นที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย
ขนส่งทางบก	7	7	5	5	5	โครงการ entertainment complex และการซื้อสัมปทานรถไฟฟ้าคืนมีความชัดเจนมากขึ้น	ปริมาณจราจรฟื้นตัวต่ำกว่าคาด
ปิโตรเคมี	5	6	5	5	5	ต้นทุนวัตถุดิบลดลง มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน การเติมสินค้าคงคลัง และการปรับกำลังการผลิตให้เหมาะสม	การกลับมาของสงครามการค้า ราคาน้ำมันที่ผันผวน sentiment ตลาดเชิงลบต่อสงครามการค้า และผลกระทบจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก
ประกัน	5	5	5	5	5	อัตรากำไรจากการรับประกันปรับตัวดีขึ้น กำไรจากการลงทุนเพิ่มขึ้น (ทั้งที่เกิดขึ้นจริงและยังไม่ได้เกิดขึ้นจริง) จากตลาดหุ้นที่ปรับตัวดีขึ้น	ความเสี่ยงขาลงต่อการเติบโตของเบี้ยประกันรับอันเป็นผลมาจากกำลังซื้อที่ลดลง ตลาดทุนผันผวน และ bond yield ที่ลดลง
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	6.5	7	4.5	4	4	เราคาดว่ากำไร 2Q25 จะลดลง YoY เพราะได้รับแรงกดดันจากการใช้เกณฑ์ GMT ของ DELTA และค่าใช้จ่ายทางกฎหมายเพิ่มเติม นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายภาษีนำเข้าของทรัมป์จะกดดันความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์โดยรวม	เหตุการณ์ที่ไม่สามารถคาดเดาได้ เช่น สงครามเทคโนโลยีระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ที่ตึงเครียดมากขึ้น และความต้องการผลิตภัณฑ์ EV ที่ลดลง อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรม
ยานยนต์	4	4	4	4	4	มาตรการของรัฐบาลจะช่วยหนุนให้ความต้องการของผู้บริโภคและความสามารถที่จะซื้อ (หรือความน่าเชื่อถือของผู้กู้) ปรับตัวดีขึ้น	ปัจจัยลบทางเศรษฐกิจ เช่น หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงท่ามกลางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้า และอัตราส่วนสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) และสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ (SML) ที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มยานยนต์

Source: InnovestX Research

โมเมนตัมกำไรใน 1Q25 และ 2Q25

กลุ่ม	1Q25		2Q25		เหตุผล
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	-	-	-	+	พลังงาน – คาดกำไรปกติลดลง QoQ ใน 1Q25 จากค่าการกลั่นที่ลดลง หลังจากช่วงไฮซีซั่นใน 4Q24 ในขณะที่คาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ ใน 2Q25 จากค่าการกลั่นที่ฟื้นตัวเล็กน้อยเพราะราคาน้ำมันดิบลดลง ค่าไรของธุรกิจ E&P จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากปริมาณการขายที่สูงขึ้น
พาณิชย์	+	-	+	-	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY ใน 2Q25 โดยได้แรงหนุนจาก SSS ที่เติบโตเป็นบวก (นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นท่ามกลางกำลังซื้อที่เปราะบาง) การขยายสาขาอย่างต่อเนื่องและมาร์จิ้นที่กว้างขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้น แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม เช่น ดิจิทัลวอลเล็ต เฟส 3 และ “เราเที่ยวด้วยกัน” (ถ้าได้รับอนุมัติ) จะเพิ่ม upside ให้กับกำไร โดยเฉพาะร้านค้าปลีกสินค้าจำเป็น
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	-	-	-	=	เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง YoY ใน 1Q25 และ 2Q25 หลักๆ ได้รับแรงกดดันจากการนำเกณฑ์ GMT มาใช้สำหรับ DELTA (อัตราภาษีที่แท้จริงสูงขึ้น) และค่าใช้จ่ายทางกฎหมายเพิ่มเติม รวมถึงความต้องการ EV และยานยนต์ที่อ่อนแอ
เครื่องยนต์	=	+	+	+	1Q25 จะได้รับการสนับสนุนจากปริมาณการขายในต่างประเทศ ในขณะที่ 2Q25 จะเป็นไฮซีซั่นในประเทศไทย โดยคาดว่าการแข่งขันในตลาดเครื่องยนต์ซูปลังจะสูงขึ้น
การแพทย์	+	+	+	-	กำไร 2Q25 จะอ่อนตัวลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล ในขณะที่กำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY ได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นทั้งจากบริการผู้ป่วยชาวไทยและชาวต่างชาติ (BDMS, BH) และอัตราการรักษาค่ารักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูงที่ดีขึ้นสำหรับบริการ SC (BCH, CHG) ในขณะที่คาดว่า RJH จะรายงานกำไรลดลง YoY จากผลขาดทุนเริ่มแรกที่โรงพยาบาลใหม่
ท่องเที่ยว	+	+	+	-	โดยปกติแล้วไตรมาสที่สองถือเป็นช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับภาคการท่องเที่ยวไทย ปัจจัยที่อาจส่งผลทำให้ 2Q25 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นที่อ่อนแอกว่าปกติ ได้แก่ นักท่องเที่ยวจากจีนเข้ามาน้อยลง และการดำเนินงานที่สะดุดลงในระยะแรกจากการเปิดโรงแรมใหม่
สาธารณูปโภค	+	+	+	=	สาธารณูปโภค – คาดกำไรแข็งแกร่งขึ้น YoY และ QoQ โดยได้แรงหนุนจาก GULF ซึ่งมีกำลังการผลิตจากโครงการ HKP หน่วยที่ 2 เพิ่มเข้ามาตั้งแต่ 1Q25 เป็นต้นมา เราคาดว่ามาร์จิ้นของธุรกิจ SPP จะยังคงอยู่ในระดับต่ำเนื่องจากต้นทุนก๊าซมีแนวโน้มสูงขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดว่าค่า Ft จะลดลง YoY ด้วย
อสังหาริมทรัพย์	=	-	=	=	กำไร 1Q25 น่าจะลดลง QoQ จากฐานสูงซึ่งมีกำไรพิเศษที่ LH รวมอยู่ด้วย ในขณะที่กำไร 2Q25 จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY และ QoQ โดยจะได้รับประโยชน์น้อยลงจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงใน 1Q25
ธนาคาร	=	+	=	=	ใน 1Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ ตามฤดูกาล (opex ลดลงตามฤดูกาล) และทรงตัว YoY (NIM ที่หดตัวลงจากการลดอัตราดอกเบี้ยจะถูกชดเชยโดย credit cost ที่ลดลง) โดยสินเชื่อจะอยู่ในระดับทรงตัว ใน 2Q25 เราคาดว่า NIM ที่หดตัวลงจะถูกชดเชยโดย credit cost ที่ลดลง
ปิโตรเคมี	+	+	+	+	คาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เทียบกับต้นทุนแบบฟากจะเพิ่มขึ้นเพราะต้นทุนแบบฟากถูกลง ผลกระทบของการบันทึกการขายด้อยค่าของสินทรัพย์ใน 4Q24 เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่จะทำให้กำไรฟื้นตัว QoQ ใน 1Q25 เราคาดว่ากำไร 2Q25 จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ เนื่องจากความต้องการในภาคอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น ขณะที่คาดว่า sentiment ตลาดจะเป็นลบอย่างต่อเนื่องเพราะราคาน้ำมันผันผวนสืบเนื่องมาจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์และแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ไม่แน่นอน
วัสดุก่อสร้าง	-	+	-	+	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มจะยังคงอ่อนแอ YoY ใน 1H25 จากการรับรู้ต้นทุนคงที่ของโครงการ LSP อย่างเต็มที่ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรที่ปรับเพิ่มราคาปูนซีเมนต์จะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจปูนซีเมนต์โดยรวม
ประกัน	-	-	=	=	ใน 1Q25 จะมีการนำมาตรฐานการบัญชีใหม่มาใช้เป็นครั้งแรก ได้แก่ TFRS 17 และ TFRS 9 ซึ่งคาดว่าจะส่งผลดีต่อ TLI ใน 1Q25 เราคาดว่ากำไรจะลดลงหรือจะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ และ YoY ซึ่งเป็นผลมาจากกำไรจากเงินลงทุนที่ลดลง สำหรับ 2Q25 เราคาดว่ากำไรจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว ใน 1H25 ผลตอบแทนจากการลงทุนคาดว่าจะลดลงซึ่งเป็นผลมาจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง
เงินทุน	+	+	+	+	สำหรับ 1Q25 และ 2Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นจาก credit cost ที่ลดลงโดยมี NPL ไหลเข้าน้อยลง การฟื้นตัวของสินเชื่อ และ NIM ที่ลดลงเล็กน้อย
อาหาร	+	=	+	+	เราคาดว่ากำไร 2Q25 ของกลุ่มจะเติบโต YoY หลักๆ เกิดจากราคาสุกรที่ดีขึ้นในประเทศไทยและเวียดนาม ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง และเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
ICT	+	+	+	+	ARPU ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและ cost synergy จะช่วยสนับสนุนให้กำไร 1Q25 เติบโต YoY อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ QoQ น่าจะเกิดจากปัจจัยฤดูกาล สำหรับ 2Q25 การเติบโต YoY และ QoQ จะได้แรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวจากนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามามากขึ้นนอกเหนือจากการเติบโตของการดำเนินงานตามปกติ
ขนส่งทางบก	-	+	-	+	การปรับตัวลดลง YoY เกิดจากผลขาดทุนของสายสีชมพูและสายสีเหลืองใน 1Q25 ในขณะที่การปรับตัวดีขึ้น QoQ เกิดจากปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้น สำหรับ 2Q25 การเติบโต YoY จะยังคงได้รับแรงกดดันจากสายสีชมพูและสายสีเหลือง ในขณะที่ QoQ จะได้แรงหนุนหลักจากรายได้เงินปันผล (TTW และ CKP) ที่ BEM
ยานยนต์	-	+	-	-	เราคาดว่ากำไรจะมีแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อเนื่องใน 1H25 จากการผลิตรถยนต์ในประเทศไทยที่ชะลอตัวลง

Source: InnovestX Research

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2025

ขนส่งทางอากาศ สำหรับ AOT เราคาดว่าถ้าไรจะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยอิงกับประมาณการจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 84 ล้านคนในปี FY2025 (+14% YoY) หรือ 100% ของระดับก่อนเกิด COVID-19 อย่างไรก็ตาม ประเด็นที่ต้องติดตามสำหรับ AOT คือความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับความสามารถในการชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนของผู้รับสัมปทาน หลังจากบริษัทได้เปิดเผยมาตรการช่วยเหลือผู้รับสัมปทานที่มีปัญหาสภาพคล่องในเดือนก.พ. สำหรับ AAV หลังจากปรับตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2024 เราคาดว่าถ้าไรมีแนวโน้มที่จะกลับคืนสู่ระดับปกติ โดยอิงกับมุมมองว่าจะมีการปรับค่าโดยสารสู่ระดับปกติสอดคล้องกับจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นในอุตสาหกรรมสายการบินและกลยุทธ์ของบริษัทที่มุ่งเน้นตลาดในประเทศซึ่งโดยปกติแล้วค่าโดยสารจะต่ำกว่าตลาดต่างประเทศ	ยานยนต์ เรามีมุมมองระดับสูงต่อกลุ่มยานยนต์เนื่องจากยังไม่มีสัญญาณว่าอุตสาหกรรมยานยนต์จะฟื้นตัวอย่างชัดเจน อุปสงค์อ่อนแอทั้งตลาดในประเทศ (ถูกกดดันโดยหนี้ครัวเรือนระดับสูงและนโยบายปล่อยสินเชื่อรถยนต์ที่เข้มงวดมากขึ้น) และการส่งออกรถยนต์ (เศรษฐกิจโลกชะลอตัว และความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์) ปัจจัยกระตุ้นคือ ภาพเศรษฐกิจที่ดีขึ้นซึ่งจะช่วยหนุนความต้องการรถยนต์ในประเทศและเพิ่มคุณภาพสินเชื่อของผู้ซื้อรถยนต์ซึ่งจะทำให้สามารถเข้าถึงสินเชื่อได้มากขึ้น เรามองว่านี่จะเป็นสัญญาณที่ชัดเจนว่าอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยและผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัว	ธนาคาร ในปี 2025 เราคาดว่าถ้าไรของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว โดยการเติบโตของสินเชื่อจะชะลอตัว NIM แคบลง credit cost ลดลง non-NII เติบโตเล็กน้อย และ opex ลดลง	พาณิชย์ กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 13% YoY ในปี 2025 โดยได้แรงหนุนจาก SSS growth ที่เป็นบวก (+1.1% YoY) (นักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น และการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐมากขึ้นในเดือนม.ค.-เม.ย. จากฐานต่ำของปีก่อน ซึ่งเป็นผลมาจากการผ่านงบประมาณล่าช้า) การขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง และมาร์จิ้นที่กว้างขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จิ้นสูงเพิ่มขึ้น มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม (ถ้าได้รับอนุมัติ) จะเพิ่ม upside ให้กับกำไร	วัสดุก่อสร้าง เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น YoY ในปี 2025 หลักๆ เกิดจากอุปสงค์ปูนซีเมนต์ที่ฟื้นตัวจากการกลับมาเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐในปี 2025 ราคาเฉลี่ย (ASP) ปูนซีเมนต์ที่สูงขึ้น และต้นทุนถ่านหินที่ลดลง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยการที่ตึงตัวนี้อาจจะถูกกดดันลงบางส่วนโดยความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยระดับล่างเนื่องจากหนี้ครัวเรือนสูง นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรของ SCC จะยังคงอ่อนแอซึ่งเป็นผลมาจากส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ระดับต่ำและการรับรู้ต้นทุนคงที่ของโครงการ LSP เพิ่มขึ้น
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ แนวโน้มอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในปี 2025 คาดว่าจะปรับตัวอย่าง YoY โดยได้รับแรงกดดันจากกำไรของ DELTA ที่ลดลงจากการนำเกณฑ์ GMT มาใช้ (เริ่ม 1Q25) และความต้องการในกลุ่ม EV/ยานยนต์ที่อ่อนแอสืบเนื่องมาจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายภาษีนำเข้าของทรัมป์	พลังงาน น้ำมันและก๊าซ: เราคาดว่าราคาน้ำมันโลกจะลดลง YoY จากอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากประเทศนอกกลุ่ม OPEC หลักๆ คือ สหรัฐฯ อุปสงค์ที่เติบโตช้าลงในจีนและแผนของกลุ่ม OPEC+ ที่จะยกเลิกการผลิตเพื่อถ่วงส่วนแบ่งการตลาดกลับคืนมา อาจเพิ่มแรงกดดันต่อราคาน้ำมัน ความเสี่ยงขาขึ้น คือ ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อ ในขณะที่ความเสี่ยงขาลง คือ อุปสงค์ที่เติบदन้อยลงจากแรงกดดันเศรษฐกิจที่มีมากขึ้น (สงครามการค้า) และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่ล่าช้า สาธารณูปโภค: เราคาดการณ์ถึงกำไรที่แข็งแกร่ง หลักๆ ได้แรงหนุนจากการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่องของ GULF เราคาดว่ามาร์จิ้นของธุรกิจ SPP จะยังคงอ่อนแอเนื่องจากค่าไฟฟ้ามีแนวโน้มลดลงและต้นทุนก๊าซสูง ปัจจัยสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตน่าจะเป็นการเปิดประมูลรับซื้อไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนรอบที่ 2 และการประมูลโครงการในแผน PDP2024	เงินทุน ในปี 2025 เราคาดว่าถ้าไรจะฟื้นตัวได้ดี โดยได้แรงหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตเร็วตัวขึ้นจากการผ่อนคลายนโยบายปล่อยสินเชื่อ credit cost ที่ลดลงและต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย	อาหารและเครื่องดื่ม อาหาร: เราคาดว่ากำไรปี 2025 จะเติบโต 26% YoY โดยกำไรของผู้ประกอบการที่เกี่ยวข้องกับสุรจะแข็งแกร่งขึ้นด้วยแรงหนุนจากราคาสุรที่ดีขึ้นในประเทศไทยและเวียดนามจากอุปทานที่ตึงตัวขึ้นและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ต่ำ ในขณะที่กำไรของผู้ส่งออก (ผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์บกและสัตว์น้ำ) จะไม่ค่อยน่าตื่นเต้นนักซึ่งเป็นผลมาจากค่าจ้างขั้นต่ำในประเทศที่สูงขึ้นและฐานสูงของปริมาณการส่งออกในปีที่ผ่านมา (GFPT) และค่าใช้จ่าย transformation และการตลาดที่สูงขึ้น (TU) เครื่องดื่ม: เราประเมินว่ากำไรปี 2025 จะสะท้อนถึงการเติบโตที่ชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับปี 2024 เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย เพราะต้นทุนวัตถุดิบหลักโดยเฉลี่ยเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย ในขณะที่อัตราการใช้วัตถุดิบหลักในประเทศน่าจะเติบโต 4-5% โดยมีการแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มเครื่องดื่มชูกำลังราคาขวดละ 10 บาท	การแพทย์ เรามีมุมมองเชิงบวกว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตได้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการรายได้และมาร์จิ้นที่แข็งแกร่ง สำหรับการรักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (AdjRW>2) ในปี 2025 สำนักงานประกันสังคมได้ประกาศในจดหมายอย่างเป็นทางการว่าจะการันตีอัตราการจ่ายที่ 12,000 บาท/AdjRW มีผลบังคับใช้เป็นเวลา 6 เดือน เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2025 (1H25) หลังจากนั้นจะมีการพิจารณาทบทวนอีกครั้ง และสำนักงานประกันสังคมระบุว่าจะจัดสรรงบประมาณเพิ่มเติมเพื่อคงอัตราการจ่ายไว้ที่ 12,000 บาท/AdjRW ตลอดทั้งปี 2025 ซึ่งเรามองว่าเป็นการแสดงถึงเจตนาแน่วแน่ที่จะการันตีการจ่ายเงิน และเรามองว่าจะช่วยให้คุณภาพกำไรของโรงพยาบาลที่ให้บริการ SC ปรับตัวดีขึ้น
โรงแรม ในปี 2025 อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง (นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาในประเทศไทย +14% YoY สู่ 40 ล้านคน) เราใช้สมมติฐานว่านักท่องเที่ยวจากชาติอื่นๆ (ไม่รวมจีน) จะอยู่ที่ 32 ล้านคน เพิ่มขึ้น 11% YoY และจะคิดเป็น 110% ของระดับก่อน COVID-19 และเราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ 8 ล้านคน เพิ่มขึ้น 20% YoY และจะคิดเป็น 73% ของระดับก่อน COVID-19 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้มีการปรับเพิ่ม ARR ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนกำไรของผู้ประกอบการโรงแรม สิ่งที่ต้องติดตาม คือ อุปทานใหม่ และโอกาสที่การดำเนินงานจะสะดุดลงในระยะแรกจากการเปิดโรงแรมใหม่	ICT เราคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่ม ICT ในปี 2025 จากปัจจัยหลายประการ เราเชื่อว่าการแข่งขันด้านราคาจะเปลี่ยนไปในทางที่ดีขึ้นและ synergy ด้านต้นทุนจะส่งผลดีต่อกลุ่มฯ อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ เรายังมองว่ากำไรของบริษัทในกลุ่ม ICT ทั้ง TRUE และ ADVANC จะมี upside จากการประมูลใบอนุญาตที่ล่าช้าจะมาถึงใน 2Q25 เนื่องจากเราคาดว่าประหยัต้นทุนได้ และเรายังไม่ได้นำเข้าประเด็นนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา	ขนส่งทางบก เราคาดว่าเราจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับนโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้า 20 บาทตลอดสายจากรัฐบาล เนื่องจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงคมนาคมกล่าวว่าเป้าหมายในการดำเนินนโยบายดังกล่าวคือเดือนกันยายน 2025 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่านโยบายนี้จะมาในรูปแบบของการอุดหนุนโดยตรงก่อน เนื่องจากการซื้อสัมปทานคืนจะใช้เวลาในการดำเนินการ	ปิโตรเคมี การกลับมาของสงครามการค้าอาจทำให้วงจรขายของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่เกิดเป็นเวลานานขึ้นนอกเหนือจากความไม่สมดุลของอุปสงค์และอุปทาน มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมของจีนและอุปทานที่เพิ่มขึ้นน่าจะจะเป็นความเสี่ยงขาขึ้น ในขณะที่อัตราการใช้วัตถุดิบทางเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงสืบเนื่องมาจากความตึงเครียดทางการค้าเป็นความเสี่ยงขาลงที่สำคัญ การปรับลดกำลังการผลิตในตลาดโลกคาดว่าจะดำเนินต่อไป	อสังหาริมทรัพย์ presales ในปี 2025 น่าจะฟื้นตัวเล็กน้อยจากฐานต่ำในปี 2024 อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวได้เล็กน้อย อย่างไรก็ตาม อัตราการปฏิเสธสินเชื่อคาดว่าจะยังอยู่ในระดับสูง กำไรของกลุ่มโดยรวมจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 5% YoY ซึ่งยังไม่ได้รวมกำไรพิเศษที่อาจเกิดขึ้นจาก SIRI และ LH เข้ามา

Source: InnovestX Research

แนวโน้มกำไรปี 2025

การเติบโตภายนอกเป็นเรื่องท้าทาย

	Consensus		InnovestX		3-Yr CAGR (2022-2025)
	2025F	2026F	2025F	2026F	
Agribusiness	-8%	4%	-7%	5%	12%
Automotive	13%	6%	8%	7%	-8%
Banking	3%	5%	3%	5%	5%
Commerce	14%	12%	16%	14%	15%
Construction Materials	-7%	31%	-15%	12%	-16%
Electronic Components	-6%	-12%	16%	11%	-1%
Energy & Utilities	12%	4%	20%	5%	1%
Finance & Securities	10%	13%	9%	12%	8%
Food & Beverage	9%	6%	21%	9%	nm
Health Care Services	6%	6%	8%	6%	8%
Telecommunication	103%	22%	118%	10%	63%
Insurance	1%	6%	13%	8%	14%
Packaging	2%	29%	1%	11%	-8%
Petrochemicals & Chemicals	131%	52%	131%	39%	nm
Property Development	-5%	7%	-5%	7%	-3%
Tourism & Leisure	12%	14%	13%	9%	21%
Transportation & Logistics	22%	19%	14%	25%	107%
Total	19%	9%	24%	8%	10%

Source: Bloomberg, InnovestX Research

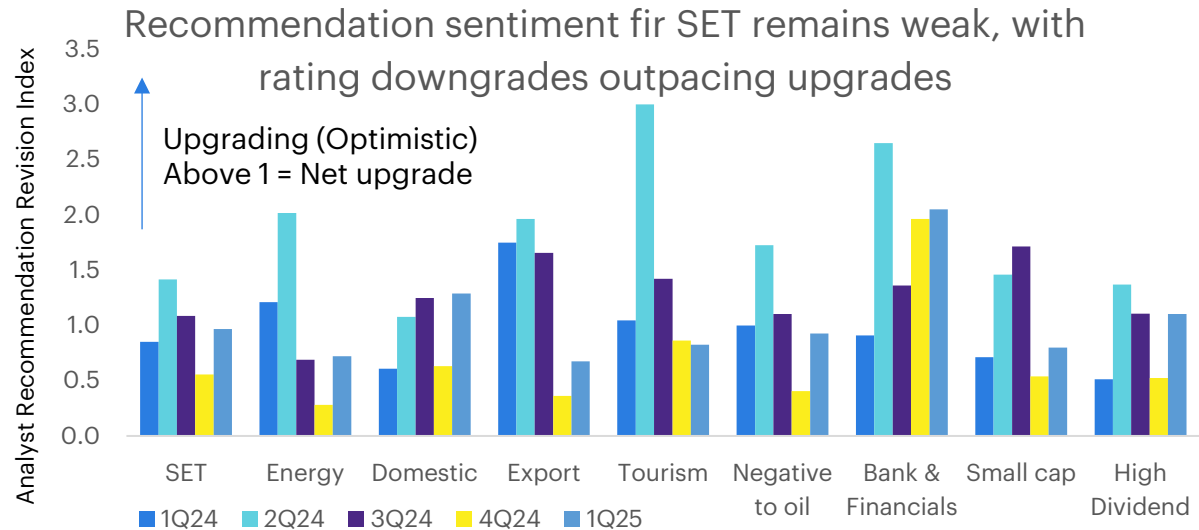
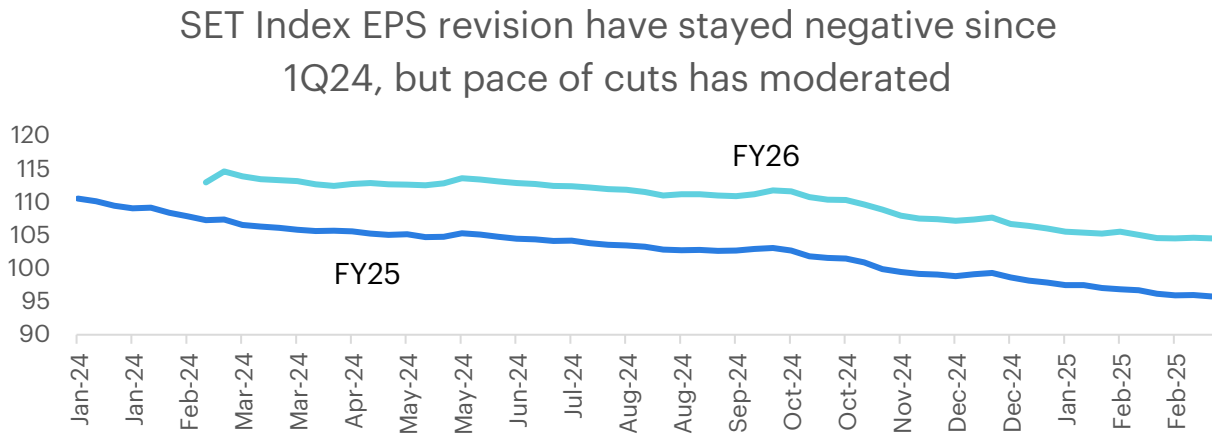
กำไรสุทธิ 4Q24 อ่อนแอกว่าคาด โดยลดลง 36% QoQ และ 24% YoY เพราะถูกดุดรังโดยรายได้ที่ลดลง 2% YoY และ EBIT margin ที่หดตัวลง 90 bps YoY หากไม่รวมกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี พบว่ากำไรสุทธิลดลง 5% YoY บริษัทในตลาด mai มีผลประกอบการที่อ่อนแอ โดยมีผลขาดทุนสุทธิเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ 2Q23 รายได้และ EBIT ลดลงทั้ง QoQ และ YoY

ในปี 2025 เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจะรายงานกำไรที่ปรับตัวดีขึ้น YoY การเติบโตดังกล่าวจะได้รับการสนับสนุนจากฐานต่ำ การฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยว อุปสงค์ภายในประเทศที่ดีขึ้น และการลงทุนใหม่ ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยอุปสงค์ภายนอกที่อ่อนแอลงได้

ประมาณการของเราบ่งชี้ว่ากำไรจะเติบโต 24% YoY ในปี 2025 (เทียบกับ consensus คาดที่ 19% YoY) โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศและความคาดหวังสูงต่อการเติบโตของกำไรในกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีจากฐานที่ต่ำ อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองระมัดระวังต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลกและความเสี่ยงขาดจากภาคนำเข้าของทรัมป์

อัตราการเติบโตของกำไรที่เราคาดการณ์สูงกว่า consensus เนื่องจาก: 1) แนวโน้มราคาสุกรที่แข็งแกร่ง 2) มุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับการฟื้นตัวของรายได้กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และ 3) การคาดการณ์ถึงราคาน้ำมันที่สูงขึ้น (เทียบกับ consensus ที่ 70 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล)

วงจรการปรับลดประมาณการ EPS ยังไม่สิ้นสุด แต่อัตราการปรับลดชะลอตัวลง



Source: Bloomberg, InnovestX Research

เศรษฐกิจที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลงเริ่มส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทต่างๆ ตั้งแต่ 1Q24 เราพบว่าการปรับลดประมาณการกำไรลงอย่างต่อเนื่อง แต่อัตราการปรับลดประมาณการ EPS เริ่มชะลอตัวลง โดย 4Q24 เป็นจุดต่ำสุดด้วยความเชื่อมั่นด้านผลประกอบการระดับต่ำและการรายงานผลประกอบการ 3Q24 ที่อ่อนแอ ตัวเลขคาดการณ์ EPS ของ SET ถูกปรับลดลง 2% ใน 1Q25 (เทียบกับ 5% ใน 4Q24 และ 7% ใน 9M24)

Rating sentiment (ซึ่งวัดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์) สำหรับ SET โดยรวมยังคงอ่อนแอ โดยมีการปรับลดเรตติ้งมากกว่าการปรับเพิ่มเรตติ้ง แม้ว่าอัตราการปรับลดเรตติ้งจะชะลอตัวลงแล้วก็ตาม กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มท่องเที่ยว และหุ้นขนาดเล็กกำลังเผชิญกับการถูกปรับลดเรตติ้ง ขณะที่กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในประเทศและการเงินได้รับการปรับเพิ่มเรตติ้งเช่นเดียวกับหุ้นที่จ่ายปันผลสูง

เมื่อพิจารณาจากการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจในประเทศจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปและความไม่แน่นอนทั่วโลกที่ยังคงมีอยู่ เราคาดว่า EPS ของ SET จะเติบโต 24% YoY ในปี 2025 ตัวเลข EPS growth ปี 2025 ที่ consensus คาดการณ์ถูกปรับลดลงมาอยู่ที่ 19% ในปัจจุบัน (เทียบกับ 20% เมื่อ 2-3 เดือนที่ผ่านมา) แต่เราคาดว่ากำไรจะอยู่ในระดับทรงตัวในอีก 2-3 ไตรมาสข้างหน้า

ความกังวลหลักๆ ของเรา คือ การลดลงอย่างต่อเนื่องของราคาน้ำมัน หากราคาน้ำมันดิบเบรนท์ยังต่ำกว่า 70 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เราคาดว่าจะมีการปรับลดประมาณการกำไรของกลุ่มพลังงานลง จากการวิเคราะห์ของเรา ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยที่ลดลงจาก 80 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล มาอยู่ที่ 70 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล จะส่งผลให้ EPS ของ SET ลดลง 3.5 บาท/หุ้น

SET Index scenario และหุ้นเด่น



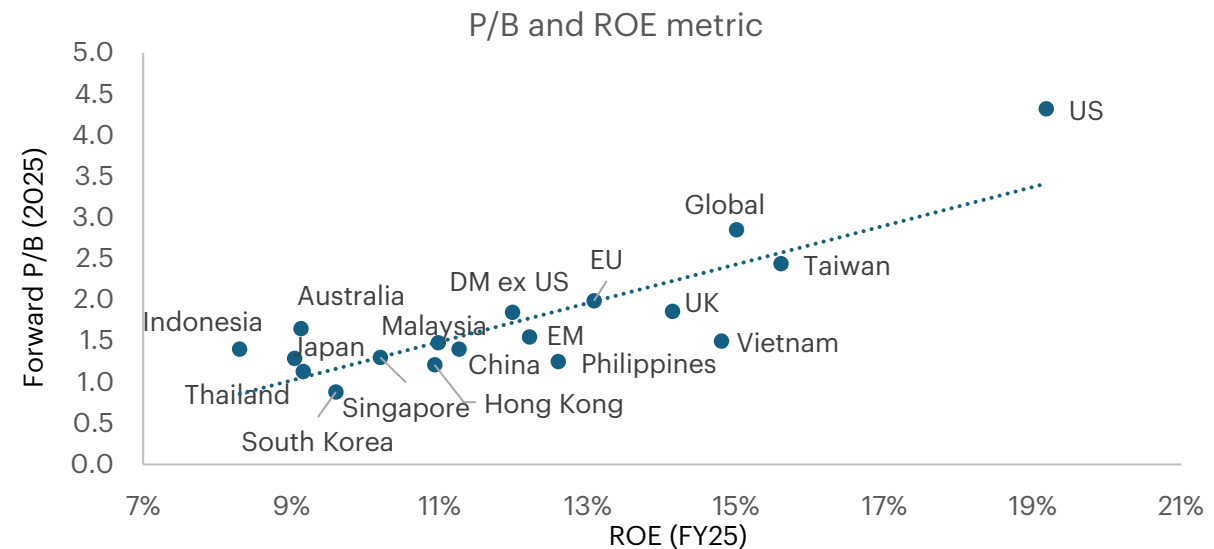
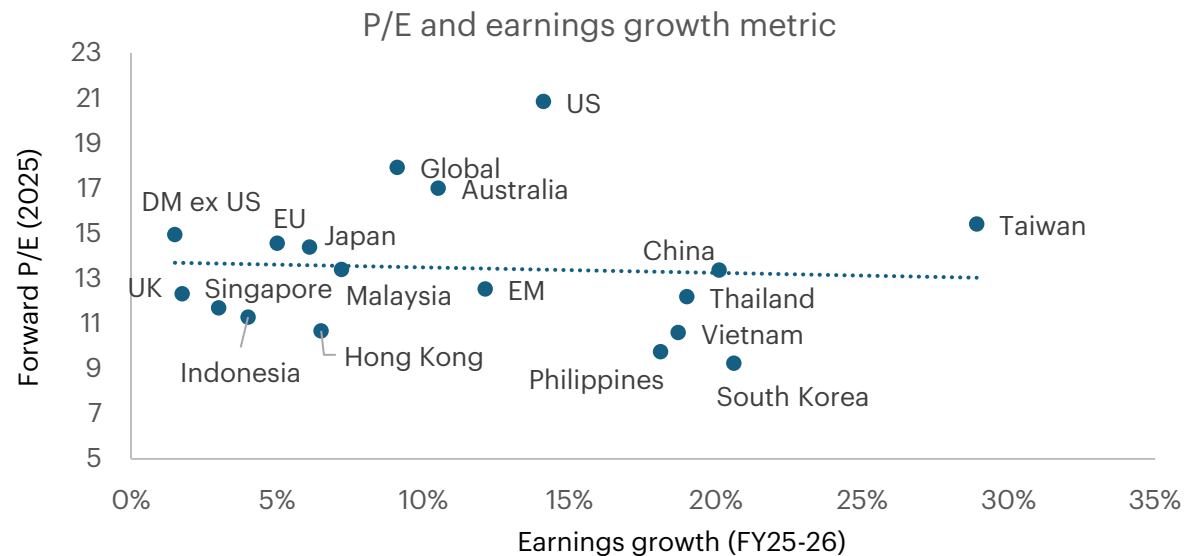
น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายการอุตสาหกรรมใน 2Q25

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2023 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 23-26	P/E		P/B		Dividend yield		Ev/Ebitda (x)	
					25F	26F		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
Healthcare	Overweight	5%	-16%	-9%	8%	6%	8%	20.4	19.3	3.6	3.4	3.3	3.6	12.5	11.8
Food & beverage	Overweight	6%	-6%	-10%	21%	9%	n.m.	10.4	9.5	1.0	0.9	2.9	2.9	8.2	7.8
REITs / PF / IF	Overweight	2%	-1%	-3%	102%	0%	n.m.	8.5	8.5	0.6	0.6	13.3	13.0	8.1	7.8
Bank	Overweight	13%	4%	2%	3%	5%	5%	7.4	7.0	0.6	0.6	7.2	7.6	0.0	0.0
Telecoms	Overweight	12%	32%	-10%	118%	10%	63%	22.2	20.3	6.2	5.8	3.5	3.9	7.0	6.5
Land Transportation	Neutral	1%	-13%	-15%	15%	17%	49%	45.2	32.7	1.5	1.4	1.2	1.4	22.6	21.0
Commerce	Neutral	9%	-8%	-13%	16%	14%	15%	17.0	14.9	1.2	1.2	3.3	3.8	9.1	8.4
Energy	Neutral	18%	-14%	-14%	20%	5%	1%	9.0	8.6	0.7	0.7	5.7	6.0	3.7	3.5
Tourism	Neutral	2%	-13%	-1%	13%	9%	21%	17.8	16.4	1.6	1.5	1.9	2.1	11.2	10.6
Utilities	Neutral	5%	23%	-22%	17%	11%	13%	23.7	21.4	2.0	1.9	2.3	2.5	15.8	14.9
Building Materials	Neutral	3%	-34%	-5%	-15%	12%	-16%	17.5	15.6	0.6	0.6	3.7	3.8	7.7	7.3
Petrochemical	Neutral	2%	-22%	-15%	131%	39%	n.m.	13.7	9.9	0.5	0.5	2.8	3.5	5.7	5.1
Residential/IE	Neutral	5%	-15%	-16%	-5%	7%	-3%	9.4	8.7	0.7	0.7	5.6	6.0	12.0	10.9
Air Transportation	Neutral	4%	1%	-33%	15%	17%	49%	22.9	19.5	3.9	3.5	1.2	1.4	11.1	10.1
Agribusiness	Underweight	1%	8%	-8%	-7%	5%	12%	5.6	5.4	0.5	0.5	2.5	2.6	3.9	3.5
Electronics	Underweight	7%	65%	-52%	16%	11%	-1%	39.4	35.4	6.8	6.0	0.9	1.0	25.4	23.0
Automotive	Underweight	0%	-29%	-10%	8%	7%	-8%	8.2	7.6	0.6	0.6	6.3	6.8	2.0	3.4

Source: Bloomberg, InnovestX Research

Peer valuation comparison: ถูก หรือ แพง?

ตลาดไทยไม่แพง และมีพรีเมียมเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ



Source: Bloomberg, InnovestX Research

หลังจากตลาดหุ้นไทยปรับตัว underperform ในปีนี้ valuation ก็ปรับตัวลดลงมาถึงระดับที่น่าสนใจ SET เทรดที่ P/B เพียง 0.9-1.0 เท่า ซึ่งเป็นจุดต่ำสุดนับตั้งแต่วิกฤตการเงินโลกปี 2008-2009 และปัจจุบันอยู่ที่ 1.1 เท่า นอกจากนี้ SET ยังเทรดที่ P/E ต่ำกว่าตลาดอื่นๆ ในภูมิภาคถึง 6% ซึ่งเป็น gap ที่กว้างที่สุดนับตั้งแต่ปี 2015 เราเชื่อว่า valuation ปัจจุบันน่าสนใจเป็นพิเศษเมื่อพิจารณาแนวโน้มการเติบโตของกำไร ซึ่งบ่งชี้ว่า SET อาจจะถูกประเมินมูลค่าต่ำเกินไปหากกำไรเติบโตได้จริงตามที่คาดการณ์ไว้ อย่างไรก็ตาม อัตราส่วน P/B ที่ต่ำของ SET สอดคล้องกับระดับ ROE ของตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค

แม้ว่า valuation จะดูน่าสนใจมากขึ้น แต่แรงกดดันเศรษฐกิจมหภาคที่ยังคงมีอยู่ประกอบกับการขาดปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ และความเชื่อมั่นในประเทศที่อ่อนแอ บ่งชี้ว่า valuation ของ SET อาจจะยังคงเคลื่อนไหวอยู่ภายในกรอบปัจจุบัน การเปลี่ยนแปลงนี้บ่งชี้ว่าผลตอบแทนตลาดในปี 2025 มีแนวโน้มที่จะถูกขับเคลื่อนโดยผลประกอบการเป็นหลักมากกว่าการปรับเพิ่ม valuation ซึ่งจะช่วยให้ตลาดเป็นตลาดของนักลงทุนที่เลือกหุ้นโดยดูจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัทมากกว่าการเคลื่อนไหวของดัชนีโดยรวม

Valuation ของตลาดไทยดูน่าสนใจมากขึ้นหลังจากย่อตัวลง

มีโอกาสที่ valuation จะปรับลดลงอีกหรือไม่?

	Current valuation	Standard Deviation Above Mean (Since 2010)	Median Multiple Before COVID	Re-rating (De-rating)
Energy	7.1	-1.8	10.4	-32%
Utilities	24.3	1.7	13.0	87%
Banking	0.6	-1.2	1.2	-49%
ICT*	8.1	-0.4	9.2	-12%
Commerce	16.3	-2.2	25.2	-35%
Transportation	20.8	-3.2	28.3	-27%
Electronics	24.2	0.7	12.3	97%
F&B	11.1	-2.0	17.1	-35%
Property	9.9	-2.1	13.1	-24%
Healthcare	19.8	-1.5	31.7	-38%
Con Mat	12.2	-0.5	12.9	-6%
Tourism	17.5	-1.4	26.4	-34%
Petrochemical	11.1	0.0	10.6	5%
Automotive	7.9	-0.8	10.2	-23%
SET	12.0	-1.1	14.0	-15%

*All sectors use P/E multiples for comparison except ICT and banking that use EV/EBITDA and P/B respectively

Source: Bloomberg, InnovestX Research

Valuation ของหุ้นไทยปรับตัวลดลงมาตั้งแต่เกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยลดลง 15% เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิด COVID-19 การปรับตัวลดลงนี้เกิดจากหนี้ครัวเรือนที่เพิ่มขึ้นซึ่งส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ในประเทศ เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้า สภาพคล่องในประเทศที่ลดลง เรื่องราวการเติบโตที่ช่วยดึงดูดความสนใจของนักลงทุนต่างชาติมีจำกัด และการขาดโมเดลธุรกิจใหม่ๆ

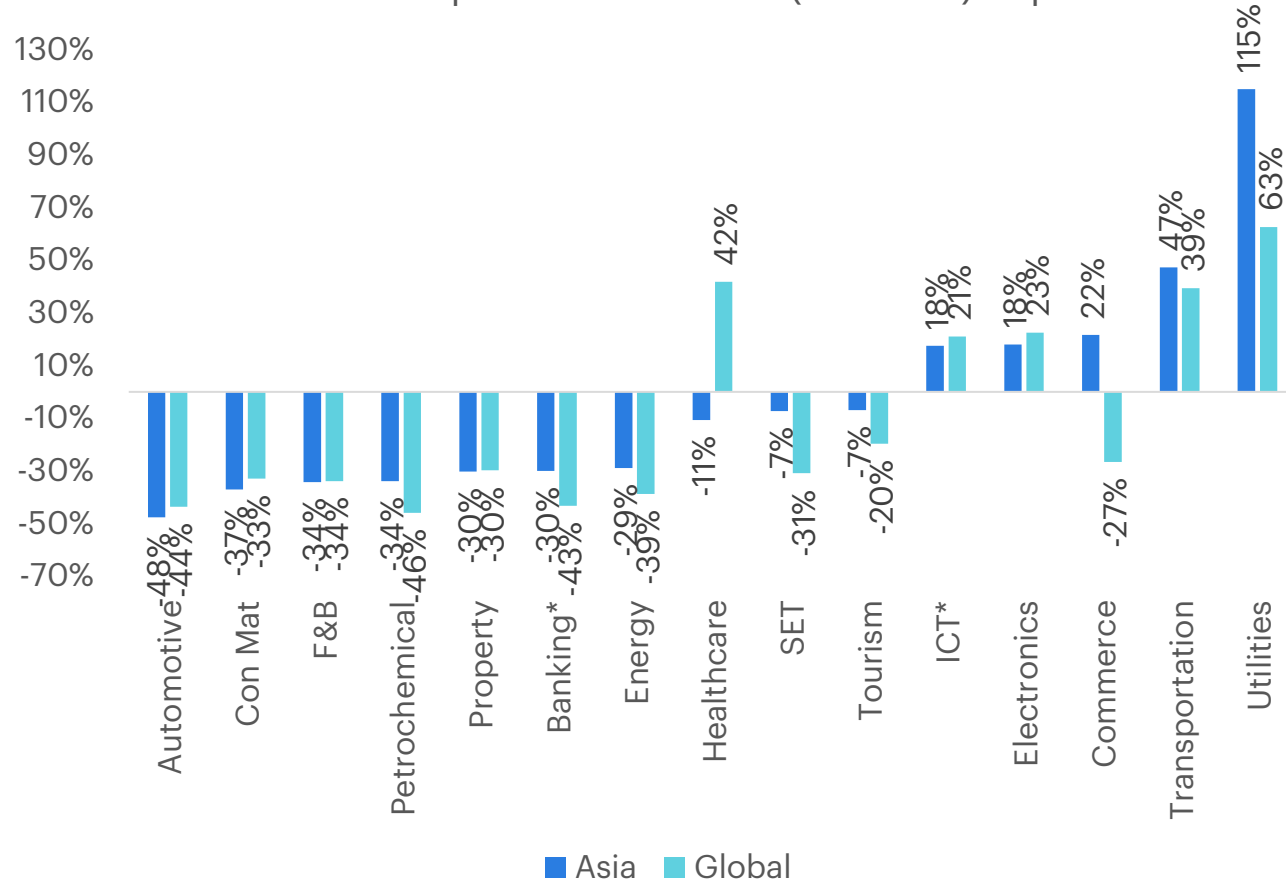
ปัจจุบัน SET ซื้อขายที่อัตราส่วน forward P/E ที่ 12 เท่า ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือนม.ค. 2014 ทั้งนี้เมื่อเทียบกับมาตรฐานในอดีต อัตราส่วน forward P/E ในปัจจุบันดูไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 14.4 เท่าในช่วง 15 ปีที่ผ่านมา Valuation สำหรับ SET50 ซึ่งเน้นไปที่หุ้นขนาดใหญ่ปรับลดลงจากระดับสูงที่ 16 เท่าใน 4Q24 โดยอัตราส่วน forward P/E ในตอนนี้อยู่ที่ 12.6 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 12.4 เท่า

เรามองว่าตลาดไทยไม่ควรซื้อขายที่ระดับพรีเมียมเมื่อเทียบกับ Valuation ย้อนหลังในระยะยาว หลักๆ เป็นเพราะทั้ง GDP และกำไรของบริษัทต่างๆ มีแนวโน้มเติบโตจำกัด อย่างไรก็ตาม หุ้นไทยมี valuation ที่น่าสนใจมากขึ้นหลังจากปรับลดลงมาอย่างมาก อุตสาหกรรมทุกกลุ่ม ยกเว้นกลุ่มสาธารณูปโภค กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และกลุ่มปิโตรเคมี ซื้อขายต่ำกว่าระดับก่อนเกิด COVID-19 ตั้งแต่ 12% ถึง 49% ซึ่งบ่งชี้ว่าแรงขายจะลดลงใน 2Q25

จากความกลัวที่จะพลาดโอกาสสู่ความกลัวที่จะสูญเสียทุกสิ่ง

กลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ซื้อขายต่ำกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดภูมิภาค

Valuation comparison - Premium (Discount) to peers



*All sectors use P/E multiples for comparison except ICT and banking that use EV/EBITDA and P/B respectively

Source: Bloomberg, InnovestX Research

การปรับฐานในปัจจุบันไม่ได้จำกัดเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมหรือหุ้นที่ซื้อขายในระดับสูงเท่านั้น แต่ดูเหมือนว่าจะเกิดขึ้นทั่วทั้งตลาด โดยทุกกลุ่มอุตสาหกรรมต่างก็เห็น valuation ปรับลดลงตั้งแต่ตลาดเริ่มปรับฐานในเดือนก.ย. 2024

เราพบว่า valuation ของอุตสาหกรรมไทยหลายกลุ่มเปลี่ยนแปลงอย่างชัดเจนหลังการระบาดของ COVID-19 โดยได้แรงหนุนจากหลายๆ อิมด้วยกัน อิมหนึ่งคือการฟื้นตัวของกิจกรรมภาคบริการหลังเกิด COVID-19 โดยมีความคาดหวังสูงต่อมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลและการไหลเข้าของเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ความหวังดังกล่าวส่งผลกระทบต่อเพียงเล็กน้อยต่อตลาดประกอบการมีเม็ดเงินในประเทศไหลออกจำนวนมากสืบเนื่องมาจากการสูญเสียความเชื่อมั่น

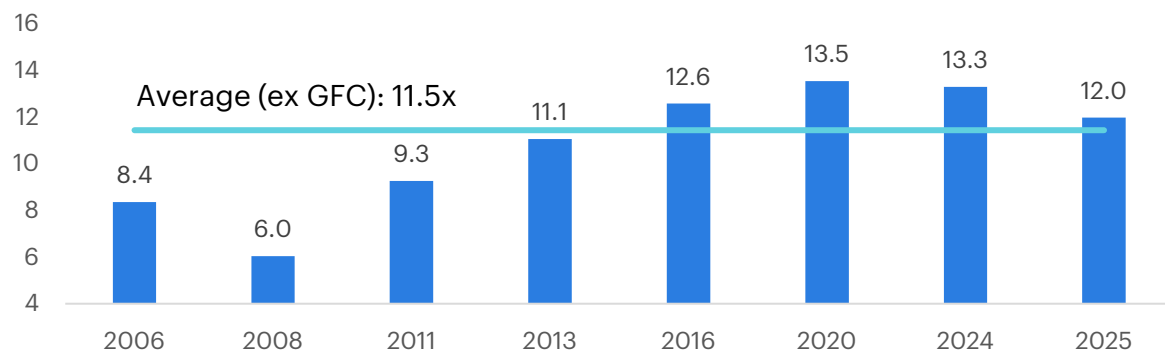
เมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน กลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ซื้อขายต่ำกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดภูมิภาคและทั่วโลกอย่างมาก ในขณะที่กลุ่มสาธารณูปโภค (GULF), กลุ่มขนส่ง (AOT), กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA), และกลุ่ม ICT (ADVANC) ซื้อขายสูงกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดภูมิภาคและทั่วโลก

จากการคำนวณคร่าวๆ พบว่า: 1) SET (ไม่รวม GULF, DELTA, AOT และ ADVANC) ซื้อขายที่ PE 10.5 เท่า 2) SET อาจปรับตัวลดลงไปถึง 1,090 จุด ในกรณีที่กลุ่มสาธารณูปโภค กลุ่มขนส่ง กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และกลุ่ม ICT ซื้อขายในระดับเดียวกับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดภูมิภาคและทั่วโลก

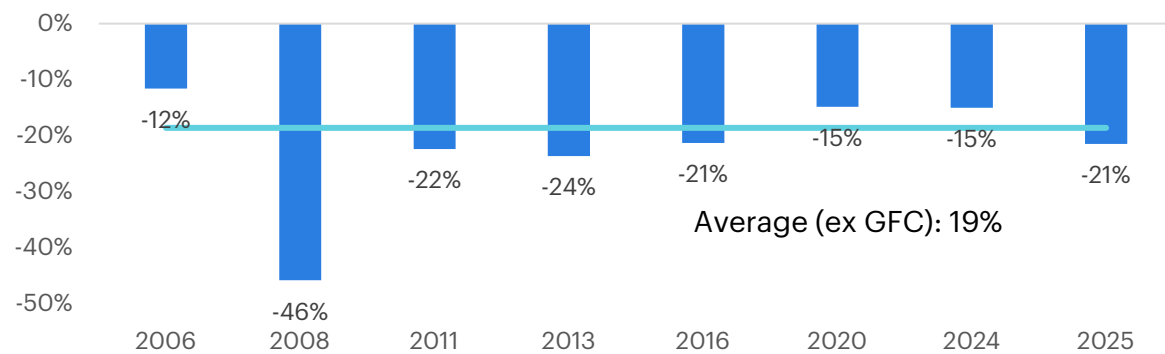
Valuation ถูกหาคตลาดปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดแล้วในตอนนี้

หากประวัติศาสตร์ซ้ำรอย valuation อาจปรับลดลงอีกเพียงเล็กน้อย

Trough multiples during past corrections (SET Index Forward 12m P/E)



Multiple contractions during past corrections (SET Index Forward 12m P/E)



เมื่อพิจารณารูปแบบการปรับฐานของตลาดหุ้นไทยในอดีต มีข้อสังเกตที่สำคัญหลายประการ ได้แก่: 1) การปรับฐานในปัจจุบันทำให้หุ้นไทยปรับตัวลดลงมาซื้อขายที่อัตราส่วน forward P/E ที่ 12 เท่า 2) ตัวเลขดังกล่าวสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน forward P/E ต่ำสุดที่พบได้ในช่วงที่มีการปรับฐานก่อนหน้านี้ตั้งแต่ปี 2006 อยู่ 4% 3) การปรับฐานในอดีตมักเห็นอัตราส่วน forward P/E ปรับลดลงเฉลี่ย 19% และ 4) สำหรับการปรับฐานในปัจจุบันพบว่าอัตราส่วน forward P/E ปรับลดลงมาแล้ว 21% สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต

ภาพเช่นนี้บ่งชี้ว่าหากรูปแบบในอดีตยังคงเป็นจริง valuation อาจจะปรับตัวลดลงอีกเพียงเล็กน้อย SET อาจอยู่ใกล้จุดต่ำสุดเมื่อมองในแง่ valuation เนื่องจาก: 1) อัตราส่วน forward P/E ในปัจจุบันสูงกว่าระดับต่ำสุดในอดีตเพียงเล็กน้อย (4%) 2) ระดับการปรับตัวลดลงของอัตราส่วน forward P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตแล้ว 3) Cycle การปรับฐานก่อนหน้านี้ชี้ให้เห็นว่าการกลับตัวสู่ค่าเฉลี่ยมักเกิดขึ้นหลังจาก valuation ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

แม้เราคาดว่า valuation จะปรับลดลงเมื่อเทียบกับระดับในอดีต แต่เรากำลังมองหาจุดเปลี่ยนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศและการท่องเที่ยวที่เร็วกว่าคาด แรงขายที่ลดลง การปรับประมาณการกำไรจากความไม่แน่นอนทางการค้า และการตอบสนองนโยบายจากรัฐบาลไทยและธนาคารกลางต่างๆ

Source: Bloomberg, InnovestX Research

Valuation เปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวเป็น baseline ใหม่

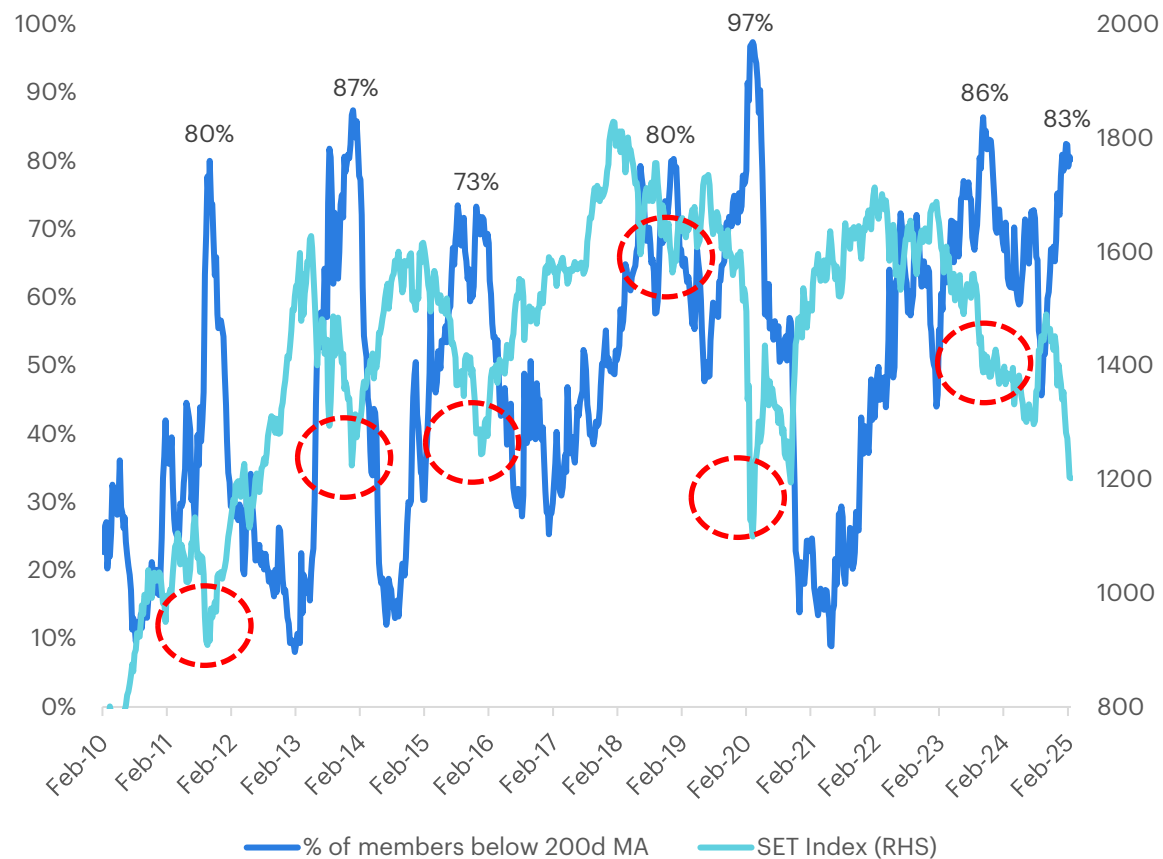
	Current valuation	Methodology	10-Year average	Current STDV	New baseline valuation based on fundamentals
Electronics	29x	P/E	31x (16-70x)	-0.5SD	Below long-term average
Utilities	22.5x	P/E	39x (15-100x)	-1SD	-1SD to long-term average
Commerce	17x	P/E	32x (20-44x)	-2SD	Implied to target price = 22x P/E
Property	9.4x	P/E	10.6x	-0.5SD	If we see earnings growth valuation should be at long-term average
Energy	1.1x	PBV	1.9x (0.8-2.9x)	-1.2SD	1.3x
Healthcare	20x (18x to 23x)	P/E	37x (34x to 39x)	-1.5SD to -2SD	1.0SD to -1.5SD
ICT	8.4x	EV/EBITDA	8.7 (7.9-9.5x)	-0.5SD	At least average due to better industry structure
Tourism	20x (16x to 23x)	P/E	31x (26x to 34x)	-1SD to -2SD	-0.5SD
Beverage	26x	P/E	34x	-0.5SD (CBG) -1.5SD (OSP)	-1SD or -1.5SD for 2025
Food	8.5x	P/E	13.5x (7-20x)	-1SD to -2SD	Implied to target price = 12x P/E
Bank	0.8x	PBV	1x (0.6-1.4x)	-2SD	0.8x-0.9x PBV (Below long-term average)
Finance	1.5x PBV 10x PE	PBV, P/E	2-4x PBV 11-20x PE	-2SD	1.5-2x PBV 12-15x PE
Chemical	0.5x	PBV	1.2x (0.6-1.9x)	-2.2SD	0.9x
Insurance	1.1x	PBV	1-1.5x	-1SD	1.1x-1.2x
Con Mat	16.6x	P/E	16.6 (9.7-25x)	At mean	-1SD to +1SD
Automotive	7.7x (5.2x to 11.4x)	P/E	9.5x (8.5x to 10.1x)	-1.5SD to average	-0.5SD to -1SD

Source: Bloomberg, InnovestX Research

Market breadth สัญญาณตลาดทำจุดต่ำสุดแล้วหรือไม่?

หุ้นมากกว่า 80% มีราคาต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 200 วันค่อนข้างมาก

Breath signals market could be oversold



Source: Bloomberg, InnovestX Research

การปรับฐานล่าสุดในตลาดหุ้นไทย โดยเฉพาะในดัชนีหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก มีลักษณะค่อนข้างกระจายตัว ทำให้ตัวบ่งชี้ความกว้างของตลาด (market-breadth) ส่วนใหญ่ต่ำกว่าระดับเปอร์เซ็นต์ที่ 10 ซึ่งบ่งชี้ว่าตลาดอาจถูกขายมากเกินไปเมื่อมองแง่การเคลื่อนไหวของราคา นอกจากนี้ หุ้นมากกว่า 80% ของ SET มีราคาต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 200 วัน และ 60% มีราคาต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 200 วันมากกว่า 10%

ในช่วงที่มีการปรับฐานก่อนหน้านี้ตั้งแต่ปี 2010 หุ้น 80% ปรับตัวลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 200 วันอยู่ 10% หรือมากกว่านั้น ก่อนตลาดเจอจุดต่ำสุด ปัจจุบันมีหุ้นมากกว่า 30% ใน SET ที่ซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 200 วัน มากกว่า 25% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2023 ในอดีตที่ผ่านมา ตัวบ่งชี้ตัวบ่งชี้มักจะส่งสัญญาณว่าตลาดปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดแล้วที่ระดับ 40% ขึ้นไป

แม้ว่าสัญญาณการเบี่ยงเบนของราคาและค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 200 วัน (200-DMA) จะบ่งชี้ว่าตลาดอาจถูกขายมากเกินไป แต่มีหุ้นเพียง 8% ใน SET ที่ซื้อขายที่ RSI ต่ำกว่า 20 และ 10% ซื้อขายที่ระดับราคาต่ำสุดในรอบ 52 สัปดาห์ เทียบกับค่าเฉลี่ยของการปรับฐานก่อนหน้านี้ที่ 34% และ 32% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม สัญญาณ RSI และราคาต่ำสุดในรอบ 52 สัปดาห์ได้ปรับตัวผ่านเกณฑ์ดังกล่าวไปแล้วในเดือนก.พ 2025 ซึ่งบ่งชี้ว่าตลาดหุ้นไทยกำลังหาจุดต่ำสุด และเราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวระยะสั้นใน 2Q25 หลังจากปรับฐานลงมาลึกใน 1Q25

การทดสอบสัญญาณทางเทคนิคย้อนหลังสำหรับ SET Index

ค่าเฉลี่ยเคลื่อนมีประโยชน์มากกว่า Stochastic

Strategy	%Total	Avg Duration	Sharpe Ratio	Sortino Ratio	% Max Return	% Min Return	Wins in %	% Max DD
Average	-3.2	47.8	-0.4	-0.4	13.6	-13.3	35.9	21.4
Triangular MA	17.7	14.5	0.3	0.3	18.0	-10.1	28.1	15.2
Fear & Greed	17.6	11.8	0.4	0.4	17.8	-9.4	36.4	17.7
Weighted MA	16.1	9.6	0.2	0.2	16.3	-6.9	28.0	12.5
Variable MA	15.2	8.5	0.4	0.4	15.5	-8.5	20.3	12.7
DMI	14.6	12.3	0.2	0.2	14.8	-6.5	23.7	14.0
Exponential MA	11.6	10.0	0.2	0.2	11.8	-12.8	22.9	15.6
Ichimoku (GOC)	6.0	22.5	0.0	0.0	6.2	-20.8	18.2	20.8
Accum/Distrib Osc	4.3	2.9	0.0	0.0	27.1	-3.2	42.4	18.1
William's %R	2.8	20.4	-0.1	-0.1	34.2	0.0	76.0	23.6
Simple MA	1.8	9.0	-0.1	-0.1	1.9	-20.1	18.3	20.6
Stochastics (TAS)	0.8	19.0	-0.2	-0.2	30.9	-0.8	66.7	23.2
Cmdty Channel Idx	-7.1	18.9	-0.5	-0.5	20.6	-7.4	70.4	23.2
MACD	-7.6	13.3	-0.5	-0.5	8.6	-14.1	33.3	20.9
Parabolic (PTPS)	-8.2	11.9	-0.5	-0.5	6.9	-22.3	27.3	27.3
KBand	-8.6	16.5	-0.6	-0.6	15.9	-8.9	71.0	21.3
Rate of Change	-10.1	3.1	-0.7	-0.7	12.9	-10.4	39.3	20.6
Bollinger Bands	-14.1	45.3	-0.9	-0.9	14.9	-14.4	63.6	25.5
Trading Envelopes (TE)	-14.1	45.3	-0.9	-0.9	14.9	-14.4	63.6	25.5
MA Oscillator	-14.7	10.1	-0.8	-0.8	7.4	-17.5	35.8	23.2
Rex Oscillator	-20.2	4.0	-1.2	-1.2	4.3	-20.4	40.4	23.7
MA Envelopes	-24.1	140.7	-0.6	-0.6	5.9	-24.3	0.0	28.5
Buy & Hold	-25.7	488.0	-1.5	-1.5	2.9	-25.9	0.0	28.0
RSI	-27.5	162.7	-1.5	-1.5	3.9	-27.8	0.0	30.5

Source: Bloomberg, InnovestX Research

ตลาดหุ้นไทยตอนนี้อยู่ในภาวะตลาดหมี

เงื่อนไขที่จะทำให้ภาวะตลาดหมีสิ้นสุดลงค่อนข้างท้าทาย

		Oct-11	Jan-14	Jan-16	Oct-20	Sep-24	Mar-25
Market Breadth	% from peak	-25%	-25%	-24%	-17%	-24%	-21%
	Length (Days)	64	227	328	144	289	148
	% of member 52 week low	39.8	30.7	15.7	3.6	18.5	10.5
	% of member above MA 200d	20.4	13.3	26.5	43.6	26.5	21.4
	Volatility 30 days	35.1	20.1	17.7	13.7	13.1	20.9
Valuation and Growth	RSI	23.5	19.3	26.7	29.3	42.3	36.0
	P/E	9.6	13.3	13.9	21.9	13.9	12.3
	P/B	1.6	1.9	1.6	1.3	1.2	1.2
	Earnings growth (Next Year)	3%	-2%	7%	52%	16%	8%
	GDP growth	6%	4%	5%	-15%	2%	4%
Factors - 3 months before market bottom	TH Policy rate	3.0%	2.5%	1.5%	0.5%	2.5%	2.25%
	SET Earnings revision - 3M change	2.9%	-4.9%	-0.8%	-7.4%	-4.2%	-1.7%
	Brent - 3M change	-12.2%	-2.3%	-35.9%	-13.5%	-3.5%	-5.2%
	Baht - 3M change	2.2%	5.4%	2.1%	0.0%	-3.4%	-1.3%
	US CPI - 3M change	0.3%	0.3%	0.7%	0.4%	-0.5%	0.1%
	TH CPI - 3M change	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%	0.1%
	US 10 Year Yield - 3M change (bps)	-18	10	3	12	-19	-15
	TH 10 Year Yield - 3M change (bps)	-129	35	6	35	-51	-8
	US 2-10 Spread - 3M change (bps)	-112	28	10	30	22	15
	China PMI	51.2	51.0	49.7	51.5	49.4	50.2
Factors - 3 months after market bottom	SET - Net foreign flows	-20,279	-86,786	-54,753	-69,332	-192,401	-67,782
	Rebound - 3M from bottom	21%	14%	11%	23%	12%	
	TH Policy rate	-0.25%	-0.25%	0%	0%	-0.25%	
	SET Earnings revision - 3M change	-7.7%	10.9%	4.6%	-3.6%	-5.1%	
	Brent - 3M change	7.6%	-0.7%	18.0%	48.2%	-10.5%	
	Baht - 3M change	-1.2%	-1.6%	-2.8%	-3.6%	0.3%	
	US CPI - 3M change	-0.6%	0.3%	0.9%	0.4%	-0.8%	
	TH CPI - 3M change	-0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	
	US 10 Year Yield - 3M change (bps)	-15	-20	-39	17	52	
	TH 10 Year Yield - 3M change (bps)	-31	-9	-110	-14	-12	
	US 2-10 Spread - 3M change (bps)	7	-26	-18	21	27	
	China PMI	50.3	50.3	50.2	51.9	50.1	
	SET - Net foreign flows	30,759	-20,383	25,620	24,262	-9,298	

Source: Bloomberg, InnovestX Research

แม้ว่าผลงานในอดีตจะไม่สามารถทำนายผลตอบแทนในอนาคตได้ แต่สภาพแวดล้อมที่เอื้อต่อการเปลี่ยนกลุ่มลงทุน (rotation) มักจะให้ผลตอบแทนในระดับปานกลางและการเติบโตที่ชะลอตัว ตลาดหุ้นไทยกลายเป็นตัวเลือกในการ rotation เนื่องจากทำไมมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง แม้ว่าจะให้ผลตอบแทนอ่อนแอที่สุดในภูมิภาคใน 1Q25

เมื่อพิจารณาการปรับฐาน 20% ในปัจจุบันเทียบกับเหตุการณ์ที่คล้ายกันตั้งแต่ปี 2010 เราสังเกตเห็นรูปแบบที่คล้ายคลึงกันใน market breadth ราคาน้ำมันที่ลดลง valuation ที่ลดลง และแรงกดดันต่อผลตอบแทนที่มีจำกัดที่จุดต่ำสุดของตลาด ในอดีตที่ผ่านมา มีตัวบ่งชี้หลักสี่อย่างเกิดขึ้นก่อนที่ตลาดจะฟื้นตัว ได้แก่: 1) ไม่มีการขึ้นอัตราดอกเบี้ย 2) เศรษฐกิจจีนขยายตัว 3) เงินบาทแข็งค่าขึ้น และ 4) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรลดลงโดยไม่คำนึงถึงอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นและการไหลเข้าของเม็ดเงินจากต่างประเทศมักจะสนับสนุนให้ตลาดฟื้นตัว

ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มที่จะอยู่ในภาวะตลาดหมีต่อไปอีกระยะหนึ่ง เนื่องจากปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ มีจำกัดและไม่มีกระแสข่าวเชิงบวกในระยะสั้น เราคาดว่าจะเห็นตลาดหุ้นไทยปรับตัวชั่วคราวใน 2Q25 ไม่ใช่การพลิกกลับแนวโน้มตามปัจจัยพื้นฐาน การปรับปรุงโครงสร้างของตลาดหุ้นไทยเผชิญกับความท้าทายอย่างมีนัยสำคัญในปี 2025 ท่ามกลางความไม่แน่นอนของภาคการค้าทั่วโลก

รอบข่าวดีใน 2Q25

ไม่ว่าดีหรือแย่สำหรับตลาด

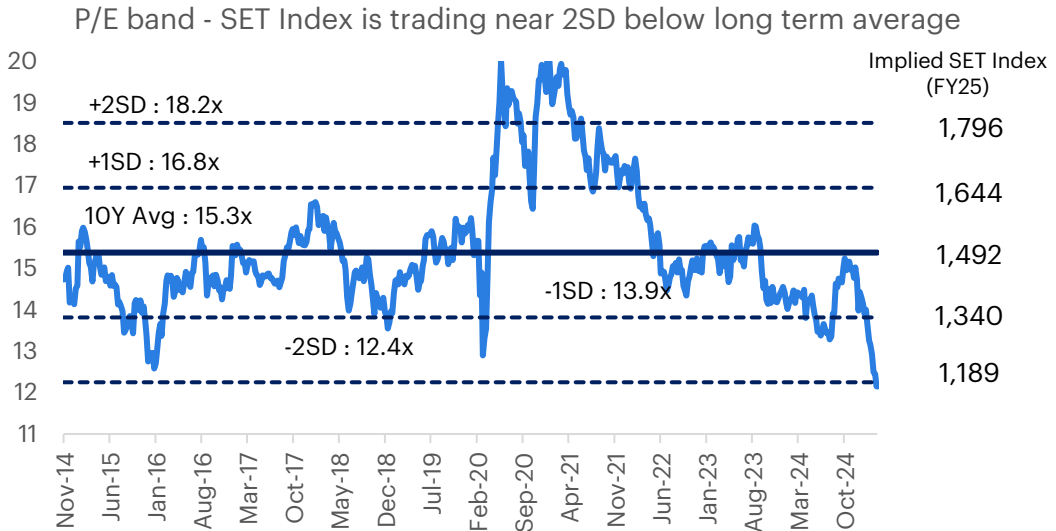
	What to expect	มุมมองของเรา
ทิศทางตลาด	ถ้าตลาดรีบาวด์ จะมีกลุ่มอุตสาหกรรมใดบ้างที่ช่วยขับเคลื่อนตลาด?	เราคิดว่ากลุ่มหลักๆ ที่สามารถขับเคลื่อนตลาดได้จะเป็นกลุ่ม large-cap ที่มีคุณภาพสูงและมี valuation ที่สมเหตุสมผล ซึ่งได้แก่ ธนาคาร พาณิชย สื่อสาร อาหารและเครื่องดื่ม (F&B)
ธนาคาร	หลังจากจ่ายเงินปันผลแล้ว คาดว่าหุ้นธนาคารจะปรับตัว outperform ตลาดได้ เนื่องจาก valuationต่ำ นี่คือน beta หรือ alpha?	กลุ่มธนาคารจะเป็น beta play เพราะ NIM (ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ) ที่ลดลงจากการลดอัตราดอกเบี้ยจะถูกชดเชยด้วย credit (การตั้งสำรองหนี้สูญ) ที่ลดลง ในขณะที่สินเชื่อยังอยู่ในระดับทรงตัว
Consumer finance	ถ้า สปท.สร้างเซอร์ไพรส์ด้วยการลดดอกเบี้ย จะส่งผลดีต่อกลุ่ม consumer finance หรือไม่?	การลดอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น แต่การที่หุ้นจะให้ผลตอบแทนที่ดีหรือไม่ขึ้นขึ้นอยู่กับคุณภาพของสินทรัพย์เป็นหลัก
นิคมอุตสาหกรรม	กลุ่มนิคมอุตสาหกรรมยังมีโมเมนตัมติดอยู่หรือไม่?	เมื่อพิจารณาพัฒนาการของสงครามการค้าในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 แนวโน้มยังคงเป็นไปในทางบวก แต่ทั้งยอดขายและยอดโอนที่ดินส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2025
สื่อสาร	การประมูลคลื่นความถี่ของกลุ่มสื่อสารจะยังคงดำเนินตามรูปแบบเดิมหรือไม่?	ปัจจุบันมีผู้เล่นหลักเพียง 2 รายเท่านั้น เทียบกับ 3 รายในอดีต ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการแข่งขันในรอบนี้น่าจะน้อยกว่ารอบก่อน เราองไม่เห็นเหตุผลที่ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งสองรายจะต้องแข่งขันกันอย่างเข้มข้น นอกจากนี้ คลื่นความถี่ที่ประมูลนั้นไม่ใช่เทคโนโลยีใหม่ แต่เป็นเทคโนโลยีสำหรับบริการ 4G/5G ที่มีอยู่แล้ว ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องแย่งคลื่นความถี่เพื่อเป็นผู้นำตลาดในเทคโนโลยีใหม่
ปิโตรเคมี	การปรับตัวเพิ่มขึ้นของกลุ่มปิโตรเคมีสะท้อนถึงการรีบาวด์หรือว่าถึงจุดต่ำสุด?	เป็นการรีบาวด์ เนื่องจากปัญหาหลักยังไม่เปลี่ยนแปลง คือ อุปสงค์ยังคงเติบโตช้ากว่าอุปทานอย่างมาก ล่าสุด SCGC คาดว่าการฟื้นตัวจะเกิดขึ้นหลังปี 2027
สาธารณูปโภค	การปรับตัวเพิ่มขึ้นของกลุ่มสาธารณูปโภคสะท้อนถึงการรีบาวด์หรือว่าถึงจุดต่ำสุด?	สำหรับกลุ่มโรงไฟฟ้า SPP เป็นแค่การรีบาวด์จากข่าวที่ว่า กกพ.จะไม่ลดค่าไฟฟ้าสำหรับงวดเดือนพ.ค.-ส.ค. อย่างไรก็ตาม เรื่องนี้ยังไม่ได้ข้อสรุป และรัฐบาลยังคงพยายามหาทางลดต้นทุนค่าไฟฟ้าลง คาดว่า sentiment เชิงลบจะยังคงมีอยู่ต่อจนกว่าจะมีความชัดเจน
Entertainment complex	ข่าวเกี่ยวกับ entertainment complex ถือเป็นเรื่องสัญญาณเทรด์หุ้น BTS และ VGI หรือไม่?	สามารถใช้เป็นจุดซื้อขายเก็งกำไรสำหรับหุ้น BTS และ VGI เนื่องจากทั้งสองบริษัทต่างก็แสดงความสนใจเข้าร่วมการประมูลใบอนุญาตอย่างชัดเจน

Source: Bloomberg, InnovestX Research

ปรับเป้า SET Index สำหรับปี 2025 ลดลงมาอยู่ที่ 1,350 จุด (จาก 1,550 จุด) ยังผันผวนเพราะมีแรงกดดันจากเศรษฐกิจมหภาค; valuation ถูกปรับลดลง

		Target PB		Market Cap	
	Book value (2025)	SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
Energy	3,272,925	0.9	1.0	2,857,252	3,272,925
Utilities	39,265	2.4	2.3	94,236	90,309
Bank	3,078,001	0.8	0.7	2,394,269	2,277,721
Trans	560,940	2.2	2.1	1,234,068	1,177,974
ICT	529,047	3.4	3.1	1,798,761	1,640,047
Food	624,892	2.0	2.1	1,230,715	1,312,274
Commerce	804,575	1.9	2.0	1,528,692	1,609,150
Petro	477,646	0.8	0.7	375,069	334,352
Healthcare	245,077	3.5	3.7	859,926	906,784
Electronics	172,795	3.0	3.1	518,385	535,664
Property	816,419	1.0	1.1	819,161	898,061
Tourism	168,187	2.2	2.4	375,512	403,649
Media	87,712	1.6	1.4	140,339	122,797
Con Mat	560,859	1.3	1.4	752,060	785,203
Finance	368,009	2.3	2.2	833,394	809,619
Others	1,178,976	0.9	0.9	1,061,078	1,061,078
Implied target				1,348	1,377

Yield Gap	EPS FY2025				
	-5%	-1%	Base (EPS 97)	+1%	+5%
+1SD (2.9%)	1,542	1,607	1,623	1,639	1,704
Avg (3.6%)	1,386	1,445	1,459	1,474	1,532
-1SD (4.3%)	1,259	1,312	1,325	1,339	1,392
-2SD (4.9%)	1,153	1,202	1,214	1,226	1,275
Forward P/E					
-2SD (12.4x)	1,129	1,176	1,188	1,200	1,248
-1SD (13.9x)	1,273	1,327	1,340	1,354	1,407
Avg (15.4x)	1,418	1,477	1,492	1,507	1,567
+1SD (16.8x)	1,562	1,628	1,644	1,661	1,726



SET Index Scenario สำหรับปี 2025

ริบาวด์ระยะสั้น; แนวโน้มยังไม่ชัดเจน

2H25

1Q25

เป้า SET Index อยู่ที่ 1550 จุด

Global market -0.6%
Bond market +2.3%
Gold +14.2%
China market +20.4%
SET Index -15%

ใน 1Q25TD ตลาดโดยรวมปรับตัวลดลง 0.6% ท่ามกลางความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายภาษีของทรัมป์และสัญญาณความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรลดลงและราคาทองคำเพิ่มขึ้น ข้อมูลเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงของสหรัฐฯ และความเสี่ยงด้านภาษีส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาด ตลาดจีนมีโมเมนตัมที่ดีขึ้นจากศักยภาพของ AI ต้นทุนต่ำและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ดอลลาร์ที่อ่อนค่าและความหวังในการหยุดยิงระหว่างยูเครนกับรัสเซียจะช่วยสนับสนุนผลตอบแทนของตลาดเกิดใหม่

2Q25

เป้า SET Index อยู่ที่ 1300-1350 จุด

- 1) เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อตลาดสหรัฐฯ โดยได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตที่แข็งแกร่ง อัตราเงินเฟ้อที่ลดลง และการคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยที่ไม่ทำให้เกิดภาวะถดถอย นโยบายต่างๆ มีแนวโน้มที่จะส่งผลดีต่อผลประโยชน์ของบริษัท การเก็บภาษีที่เร็วกว่าคาดจะสร้างแรงกดดันต่อผลตอบแทน
- 2) คาดว่าเศรษฐกิจจีนจะแสดงสัญญาณการฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไปอย่างชัดเจน โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการผ่อนคลายทางการเงินและการคลังที่ดำเนินอยู่
- 3) คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ ด้วยอัตราเงินเฟ้อระดับต่ำและนโยบายการเงินผ่อนคลายในช่วงครึ่งแรกของปี 2025 โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศและการลงทุนจากต่างประเทศใหม่ๆ
- 4) คาดว่า Valuation gap ระหว่างตลาดเกิดใหม่ในเอเชียกับตลาดที่พัฒนาแล้วจะแคบลง
- 5) คาดว่า risk premium ทางภูมิรัฐศาสตร์จะลดลง
- 6) ผลกระทบจากฐานต่ำตั้งแต่ 1H24 จะช่วยสนับสนุนให้ทั้ง GDP และผลประโยชน์การเติบโตอย่างต่อเนื่องใน 1H25
- 7) ในขณะที่คาดว่าตลาดโดยรวมจะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ความผันผวนก็มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจากการจัดเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ และสงครามเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่รุนแรงขึ้น

- 1) การบังคับใช้ภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ในครึ่งแรกของปี 2025 จะส่งผลกระทบต่อภาคการเติบโตของ GDP และผลประโยชน์การประกอบกิจการของบริษัทต่างๆ ในครึ่งหลังของปี 2025
- 2) การเก็บภาษีศุลกากรในวงกว้างจะทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อและกระตุ้น sentiment 'risk-off' ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาคการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ และอาจทำให้อัตราดอกเบี้ยต้องพิจารณาทำที่ในการลดอัตราดอกเบี้ยอีกครั้ง
- 3) คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะมีความผันผวนสูง ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นผ่านทางอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้น
- 4) การเติบโตทางเศรษฐกิจและกำไรคาดว่าจะเริ่มกลับสู่ภาวะปกติโดยเฉพาะประเทศในเอเชีย เศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องด้วยแรงหนุนจากรัฐบาล
- 5) คาดว่าวงจรการเติบโตของกลุ่มเทคโนโลยีและเซมิคอนดักเตอร์จะชะลอตัวลง และอาจเข้าสู่วงจรขาลงเริ่มตั้งแต่ 2H25
- 6) Valuation เติบโตกับความท้าทายที่เพิ่มมากขึ้น
- 7) คาดว่าตลาดโดยรวมจะมีแนวโน้มปรับตัวลดลง จุดโฟกัสน่าจะย้ายมาอยู่ที่การเติบโตตามปัจจัยพื้นฐาน การกระจายความเสี่ยง และธีม domestic play

กลยุทธ์การลงทุนตลาดหุ้นไทย

แนวโน้มยังคงเปราะบาง; valuation ลดลงสู่ระดับที่น่าสนใจ

2Q25

- **แนวโน้ม** – ภาวะเศรษฐกิจมหภาคใน 2Q25 มีแนวโน้มที่จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงพร้อมกับอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง การเติบโตของภูมิภาคเอเชียได้รับแรงหนุนจากฐานที่ต่ำและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนหลังจากออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม หุ้นเอเชียและไทยอาจเผชิญกับความผันผวนจาก: 1) ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายการค้าและภาษีของทรัมป์ 2) ความตึงเครียดทางเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่อาจกระตุ้นให้จีนตอบโต้ และ 3) ความคาดหวังต่อมาตรการกระตุ้นการบริโภคในประเทศ อุปสงค์ภายในประเทศยังคงอ่อนแอท่ามกลางความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดลงและการดำเนินมาตรการกระตุ้นที่ล่าช้า
- **กลยุทธ์** – คาดตลาดผันผวนใน 2Q25 อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลช่วยสนับสนุนตลาด โดยการเติบโตของตลาดเกิดใหม่ (EM) แซงหน้าการเติบโตของตลาดพัฒนาแล้ว (DM) แม้ว่าจะมีความไม่แน่นอนทางการค้า ความผันผวนของค่าเงินดอลลาร์จะทำให้มีเม็ดเงินไหลเข้าตลาด EM และประเทศไทยค่อนข้างจำกัด ซึ่งจะส่งผลทำให้กระแสเงินภายในประเทศเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนตลาด เราชอบบริษัทขนาดใหญ่ที่ดำเนินธุรกิจในประเทศเป็นหลักพร้อมกับแรงสนับสนุนด้านนโยบายและมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง มากกว่ากลุ่มที่ขึ้นอยู่กับวัฏจักรเศรษฐกิจและเชื่อมโยงกับภายนอก เนื่องจากสามารถลดผลกระทบจากความผันผวนภายนอกและภาษีศุลกากรของทรัมป์ได้ กลุ่มที่มีความเชื่อมโยงกับปัจจัยภายนอกประเทศและมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนทั่วโลกและภาษีของทรัมป์ ทั้งนี้แม้ valuation น่าสนใจ แต่เราคาดว่าตลาดจะเคลื่อนไหวในกรอบแคบใน 2Q25 เนื่องจากการออกจากภาวะตลาดหมีในปัจจุบันเป็นเรื่องยากหากไม่มีปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกใหม่ๆ

Source: InnovestX Research

2025

- **แนวโน้ม** – คาดเศรษฐกิจชะลอตัวลง และฟื้นตัวไม่ทั่วถึง นโยบายการค้าและเทคโนโลยีของสหรัฐฯ ที่มุ่งเป้าไปที่จีนและการตอบโต้ของจีนจะส่งผลกระทบต่อตลาดในครึ่งหลังของปี 2025 ถึงปี 2026 การผ่อนคลายนโยบายการเงินทั่วโลกยังคงดำเนินต่อไปแต่ในอัตราที่น้อยลงสืบเนื่องมาจากภาษีของทรัมป์ เรามีมุมมองระมัดระวังต่อแนวโน้มการเติบโตท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าของสหรัฐฯ เศรษฐกิจไทยจะเติบโตในระดับต่ำและเผชิญกับความท้าทายเชิงโครงสร้าง คาดว่าความผันผวนของตลาดจะสูงและให้ผลตอบแทนต่ำ
- **กลยุทธ์** – เรามองว่า Upside ของ SET จะมาจากกำไรที่เติบโตเพิ่มขึ้นจากการบริโภคภายในประเทศและการลงทุนภาคเอกชน เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 24% YoY ในปี 2025 โดยได้รับแรงหนุนจากการลดอัตราดอกเบี้ยและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ความผันผวนของเงินบาทจะทำให้มีกระแสเงินไหลเข้าจำกัด ดังนั้น เราจึงแนะนำให้ลงทุนในตลาดหุ้นไทยต่อไป โดยเลือกลงทุนในกลุ่มที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและมีรายได้หลักมาจากการดำเนินธุรกิจในประเทศมากกว่ากลุ่มที่พึ่งพาตลาดต่างประเทศและมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน กลุ่มหุ้นเชิงรับที่มีความผันผวนต่ำเป็นจุดโฟกัสหลักใน 2H25

หุ้นเด่นใน 2Q25 ของเรา – BCH, CPALL, CPF, KTB, TRUE

เน้นลงทุนในหุ้นคุณภาพสูงที่มี valuation สมเหตุสมผลและกำไรเติบโต

จากการวิเคราะห์ของเราพบว่ามีหุ้นที่มีลักษณะสำคัญ 5 อย่างที่เราเชื่อว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดใน 2Q25

- 1) บริษัทที่มีงบดุลแข็งแกร่ง ซึ่งสามารถรับมือต่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและความท้าทายที่หลากหลายได้
- 2) กลุ่มหุ้นเชิงรับและมีรายได้จากตลาดภายในประเทศในสัดส่วนสูง ซึ่งสามารถป้องกันความผันผวนจากภายนอกได้
- 3) Large-cap ที่มี valuation สมเหตุสมผลและกำไรเติบโต ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากแรงขยายภายในประเทศที่ลดลง
- 4) ได้ประโยชน์จากโมเมนตัมเชิงบวกของการบริโภคภายในประเทศและการลงทุนที่ฟื้นตัว
- 5) ได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลและมีนโยบายสนับสนุนในระยะยาว

แม้ว่าจะมีแรงกดดันจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและความเสี่ยงจากภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ภายใต้การบริหารของทรัมป์ แต่เรายังคงใช้แนวทางการคัดเลือกหุ้นเด่นโดยมุ่งเน้นไปที่บริษัทที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง และ valuation ที่สมเหตุสมผล เมื่อพิจารณาจากเกณฑ์เหล่านี้ หุ้นเด่นที่เราเลือกสำหรับ 2Q25 ได้แก่ BCH (valuation สมเหตุสมผลและกำไรเติบโต), CPALL (ได้ประโยชน์จากการบริโภคที่เพิ่มขึ้นและมีสัดส่วนรายได้ในประเทศสูง), CPF (ราคาสุกรอยู่ในทิศทางขาขึ้น), KTB (โมเมนตัมเชิงบวกต่อเศรษฐกิจ) และ TRUE (ผลประโยชน์การมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น)

Valuation ของหุ้นเด่น

	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
BCH	Outperform	15.50	20.0	32.3	26.0	22.7	21.0	(0)	15	8	3.0	2.9	2.8	11	12	13	2.6	3.3	3.6	14.0	11.4	10.5
CPALL	Outperform	49.25	70.0	45.4	17.8	15.3	13.2	39	16	16	3.5	3.1	2.7	21	22	22	2.7	3.2	3.8	9.1	8.5	7.7
CPF	Outperform	24.20	30.0	28.1	10.5	8.4	7.7	n.m.	24	9	0.6	0.6	0.6	7	8	8	4.1	4.1	4.1	9.0	8.4	8.1
KTB	Outperform	23.30	27.0	22.8	7.4	7.2	7.0	20	3	4	0.7	0.7	0.7	10	10	10	6.6	6.9	7.2	0.0	0.0	0.0
TRUE	Outperform	10.80	16.5	54.6	39.5	26.5	23.6	n.m.	49	12	5.1	4.4	4.0	12	18	18	0.0	1.8	2.0	7.0	6.4	5.9
Average					20.3	16.0	14.5	20	22	10	2.6	2.3	2.2	12	14	14	3.2	3.9	4.1	7.8	6.9	6.5

Source: InnovestX Research

มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์ (ASSET ALLOCATION)



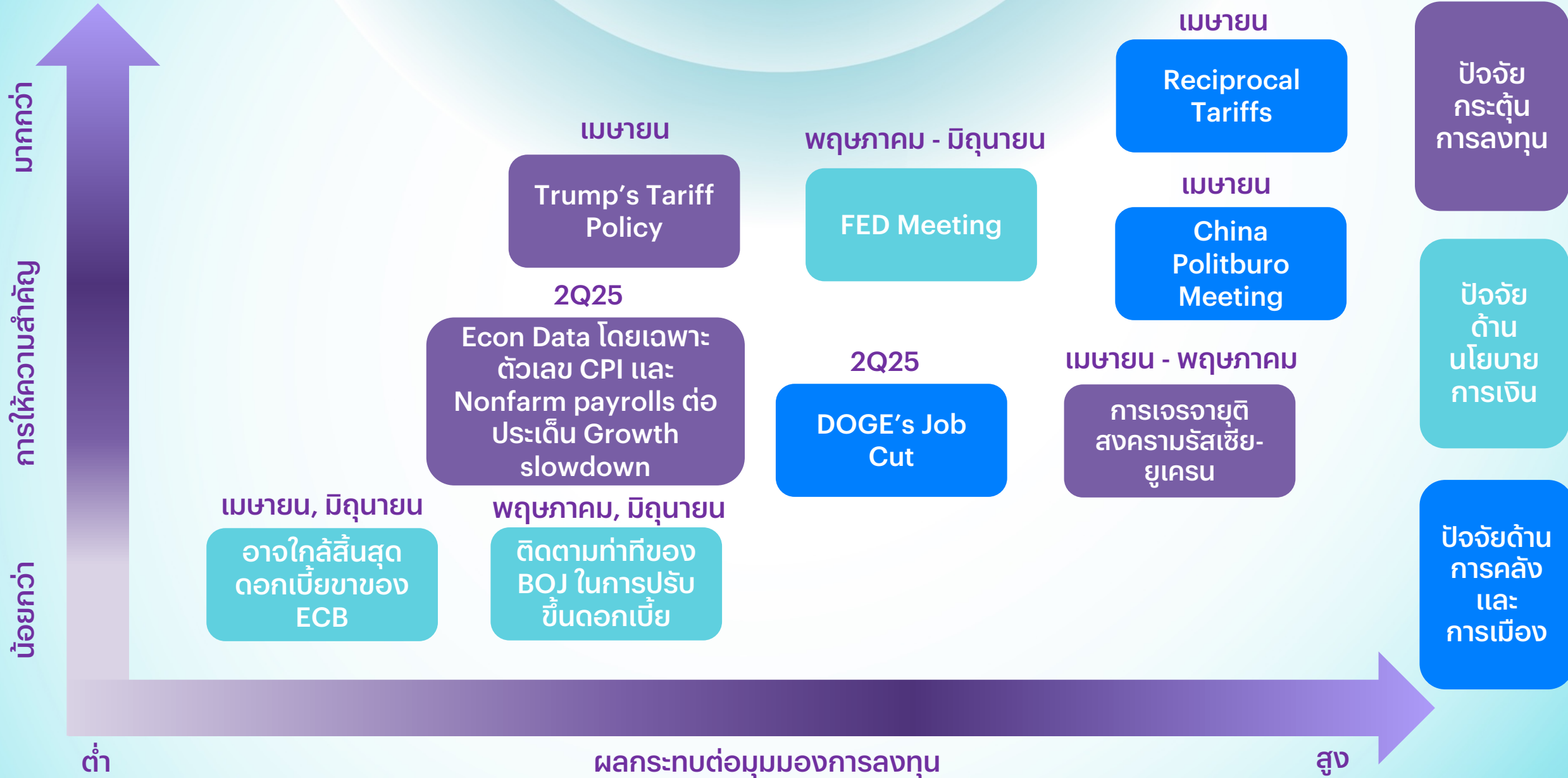
เรามองว่าตลาดหุ้นโลกนำโดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะมีแนวโน้มผันผวนมากขึ้นในไตรมาส 2 ปีนี้ จากประเด็นสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น โดยประธานาธิบดีทรัมป์ได้เริ่มดำเนินมาตรการภาษีแบบตอบโต้ (Reciprocal Tariffs) กับประเทศคู่ค้าต่างๆ อย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลให้การตอบโต้การขึ้นภาษีนำเข้าไปมาระหว่างกันทวีความรุนแรงมากขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยเฉพาะจากท่าทีของผู้ผู้นำในหลายประเทศที่มีได้สยบยอมต่อทรัมป์อย่างที่ไม่เคยมีมาก่อน ทำให้ส่งผลเชิงลบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลก (Global Slowdown) ในที่สุด หรือจนอาจถึงขั้นเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ในบางประเทศ จากที่ก่อนหน้านี้ นักลงทุนคาดหวังการเติบโตต่อเศรษฐกิจโดยเฉพาะสหรัฐฯ ในระดับที่สูง ในลักษณะ US Exceptionalism และคาดว่าจะช่วยนำการเติบโตของเศรษฐกิจโลกได้ แต่ภาพได้เปลี่ยนไปแล้วในปัจจุบัน

จากความไม่แน่นอนดังกล่าว เราประเมินว่าจะเห็นเม็ดเงินไหลเข้าลงทุนในสินทรัพย์ปลอดภัยหรือมีความมั่นคงมากขึ้น อาทิ ทองคำ และตราสารหนี้ ในขณะที่หุ้นที่ถูกจัดว่าเป็นสินทรัพย์เสี่ยงแม้ราคาจะปรับลงมาบ้างในช่วงไตรมาสหนึ่ง แต่เราประเมินว่าจะเคลื่อนไหวผันผวนรุนแรงต่อไป โดยเชื่อว่าหุ้น Defensive เช่น Healthcare จะ outperform หุ้น Growth ต่อไปได้

ดังนั้น แม้ในระยะยาวเราจะเชื่อว่าเทคโนโลยีและศักยภาพของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ ยังแข็งแกร่ง แต่ในระยะสั้นเราประเมินว่าคาดการณ์กำไรมีโอกาสดูถูกปรับลดลงได้ ประกอบกับกำลังซื้อภายในประเทศที่เริ่มหดหายจากการปลดข้าราชการครั้งใหญ่ เราจึงปรับลดมุมมองหุ้นสหรัฐฯ ลงเป็น Neutral โดยยังคง Overweight เฉพาะตลาดหุ้นจีนและเวียดนาม เนื่องจากมีปัจจัยบวกเฉพาะตัวคอยสนับสนุน และแนะนำเน้นลงทุนในสินทรัพย์ปลอดภัย อย่างทองคำและตราสารหนี้ โดยเราปรับคำแนะนำตราสารหนี้ไทยขึ้นจาก Underweight เป็น Neutral

INVX Tactical Asset Allocation Outlook		Q2/25		
		UW	NT	OW
ตราสารทุน				←
	สหรัฐอเมริกา			←
	ยุโรป			
	ญี่ปุ่น			
	จีน			
	อินเดีย			
	ไทย			
ตราสารหนี้			→	
	ตราสารหนี้โลก			
	ตราสารหนี้ไทย	→		
ตราสารทางเลือก				
ทองคำ				
เงินสด/สินทรัพย์เทียบเท่าเงินสด				

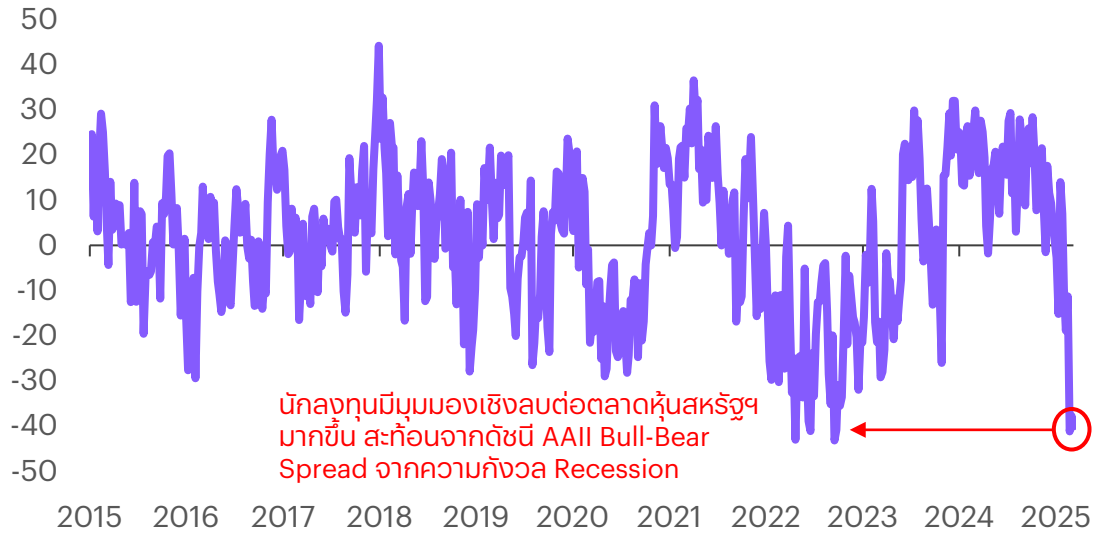
ประเด็นสำคัญในการลงทุนไตรมาส 2/2025



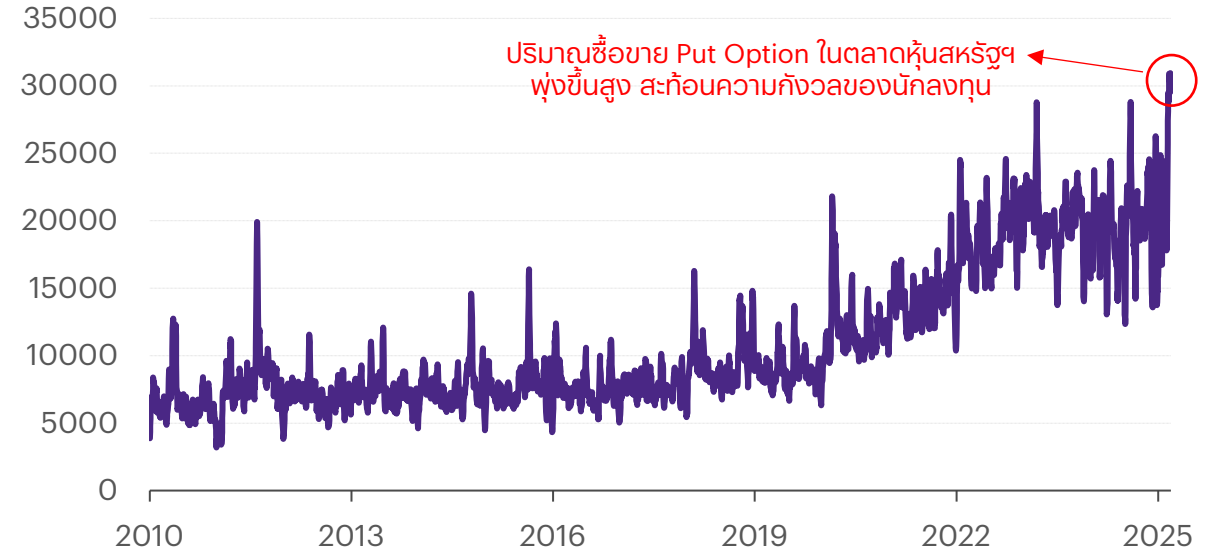


ตลาดหุ้นสหรัฐฯ : ปรับลดจาก Overweight เป็น Neutral

AAll Bull-Bear Spread



US Total Put Option Volumes (5-day moving avg)



- INVX ปรับลดมุมมองการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐฯ จาก “Overweight” เป็น “Neutral” จากภาวะ US Exceptionalism ที่กำลังชะลอตัว โดยความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มลดลง โดยนโยบายการขึ้นภาษ้นำเข้าของทรัมป์เป็นปัจจัยที่สร้างความไม่แน่นอนให้กับตลาดหุ้นและเศรษฐกิจของสหรัฐฯ รวมถึงนโยบายลดขนาดหน่วยงานรัฐของทรัมป์สร้างความเสี่ยงต่อตลาดแรงงาน ซึ่งอาจส่งผลให้นักลงทุนกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ (Growth Slowdown)
- ในไตรมาส 2 เรามองว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีแนวโน้มผันผวนต่อจากความไม่แน่นอนของสงครามการค้าและความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ จึงแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้นกลุ่ม Defensive เนื่องจากมีความทนทานต่อสภาวะการลงทุนที่ผันผวน

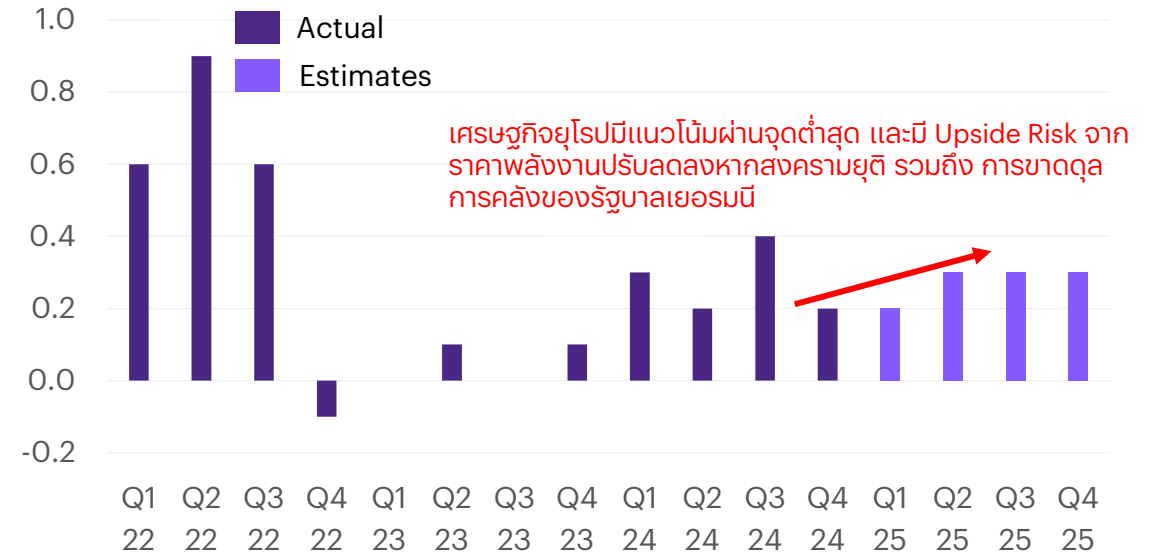


ตลาดหุ้นยุโรป : คงมุมมอง Neutral แม้เยอรมนีอัดฉีดหนัก

เจ้าหน้าที่ระดับสูงของสหรัฐฯ ยูเครน และซาอุดีฯ พบหารือที่เมืองเจดดาห์ วันที่ 11 มี.ค. ยูเครนตกลงรับข้อเสนอยุติยิง 30 วัน เป็นพัฒนาการดีต่อการยุติสงคราม



EU GDP (%QoQ)

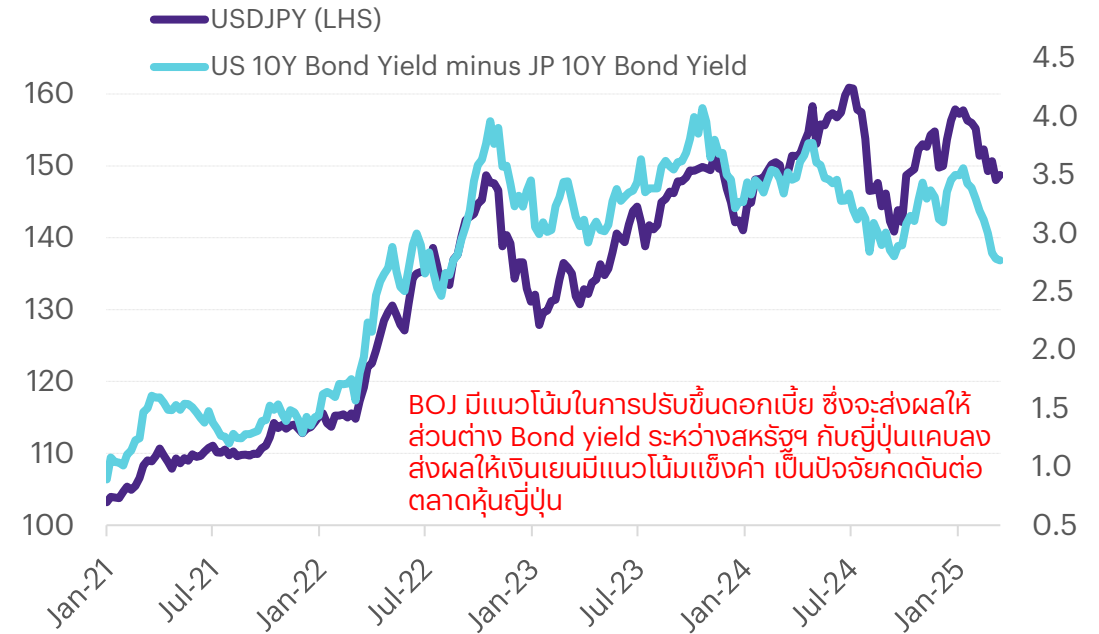
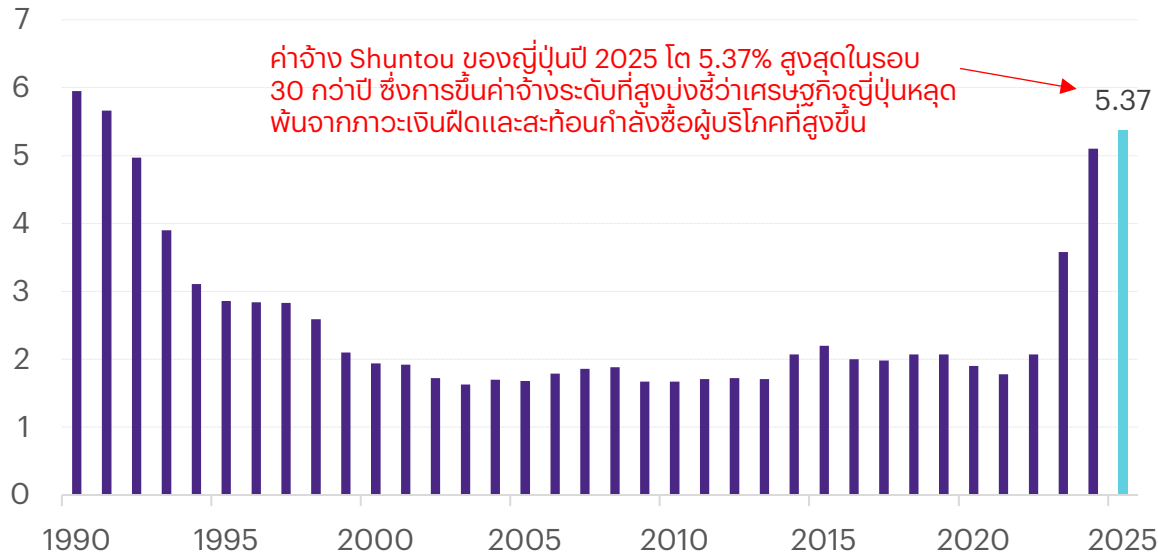


- INVX คงมุมมอง Neutral ต่อตลาดหุ้นยุโรป ล่าสุดเห็นพัฒนาการเชิงบวกต่อเศรษฐกิจยุโรป โดยตลาดหุ้นยุโรปปรับตัวได้ดีในช่วงที่ผ่านมา จากความหวังยุติสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนพลังงาน และเศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากการปฏิรูปกฎระเบียบด้านการกู้ยืม (debt break) ของรัฐบาลเยอรมนี ส่งผลให้สามารถเพิ่มการใช้จ่ายทางการคลังในด้านโครงสร้างพื้นฐานและการฟื้นฟูเศรษฐกิจ นอกจากนี้ Valuation ของตลาดหุ้นยุโรปอยู่ในระดับไม่แพงเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ
- อย่างไรก็ตาม ยุโรปยังมีความเสี่ยงหลักจากประเด็นสงครามการค้ากับสหรัฐฯ หลังทรัมป์เล็งขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ยุโรป สินค้าหรู และสินค้าประเภทอื่นๆ ซึ่งจะกดดันต่อตลาดหุ้นยุโรป เนื่องจากยุโรปมีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศค่อนข้างมาก



ตลาดหุ้นญี่ปุ่น : คงมุมมอง Neutral ลุ้นนโยบายช่วยผลักดันเปิดเงิน

Japan Spring Wage Negotiation (Shuntou) (%Annual Growth)

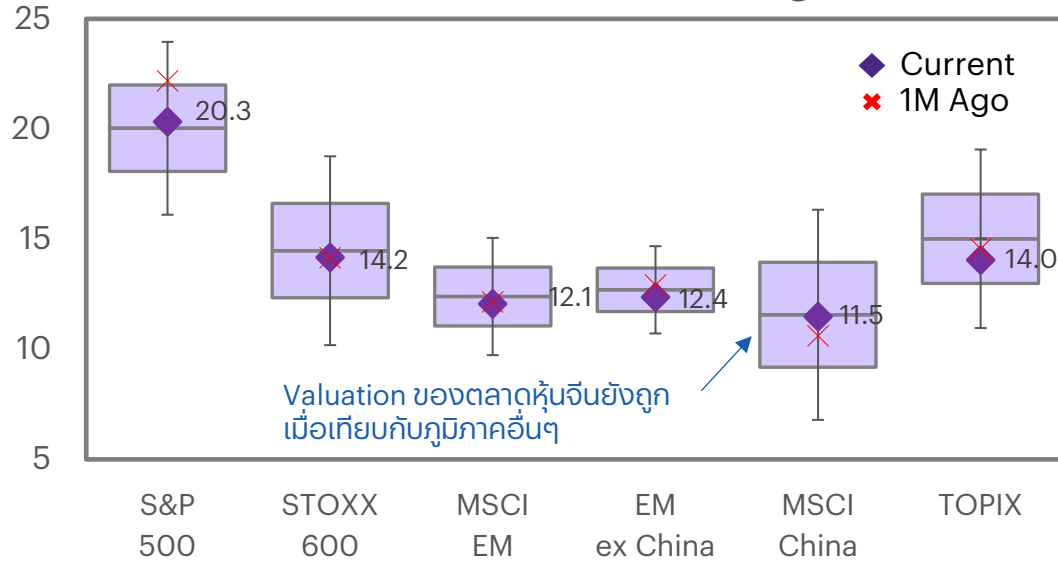


- INVX คงมุมมอง Neutral ต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่น โดยเห็นสัญญาณของการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ และค่าจ้างแรงงานเติบโตดี ซึ่งการเพิ่มค่าจ้างแรงงานถือเป็นกุญแจสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ รวมถึงการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี (AGM) ของญี่ปุ่น ซึ่งจะมีขึ้นในเดือน มิ.ย. ถือเป็นอีกปัจจัยหนุนต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่นในแง่ของพัฒนาการ Corporate Governance และ Shares Buyback รวมถึงการดำเนินนโยบาย new NISA ที่ช่วยผลักดันเปิดเงินในประเทศให้ทุนตลาดหุ้น
- ทั้งนี้ ตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีปัจจัยกดดันจากประเด็นสงครามการค้ากับทางสหรัฐฯ เนื่องจากญี่ปุ่นมีสัดส่วนการส่งออกค่อนข้างสูง และการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ BOJ ในไตรมาส 2 อาจส่งผลให้เงินเยนมีแนวโน้มแข็งค่าและอาจเป็นปัจจัยกดดันต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่น

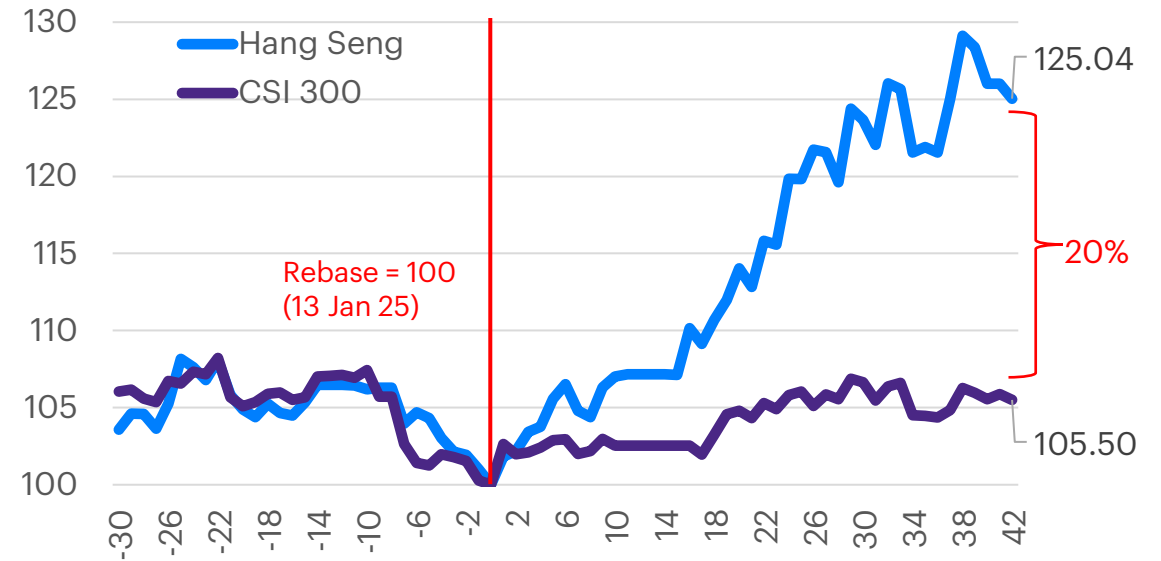


ตลาดหุ้นจีน : คงมุมมอง Overweight; A-shares เริ่มน่าสนใจ

12M Forward P/E Ratio (Region)



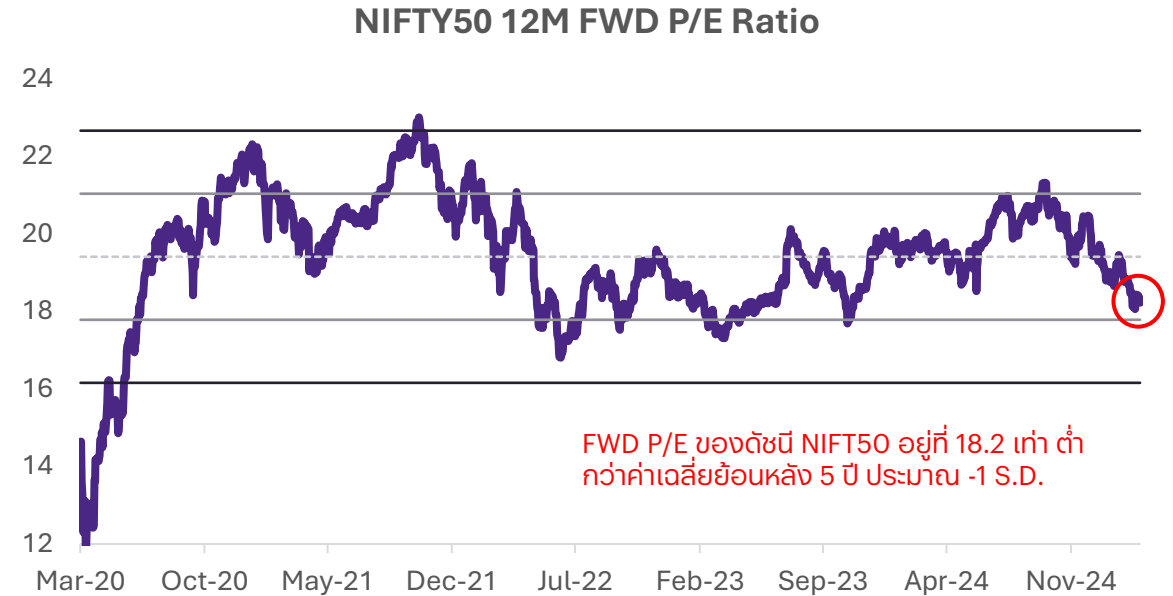
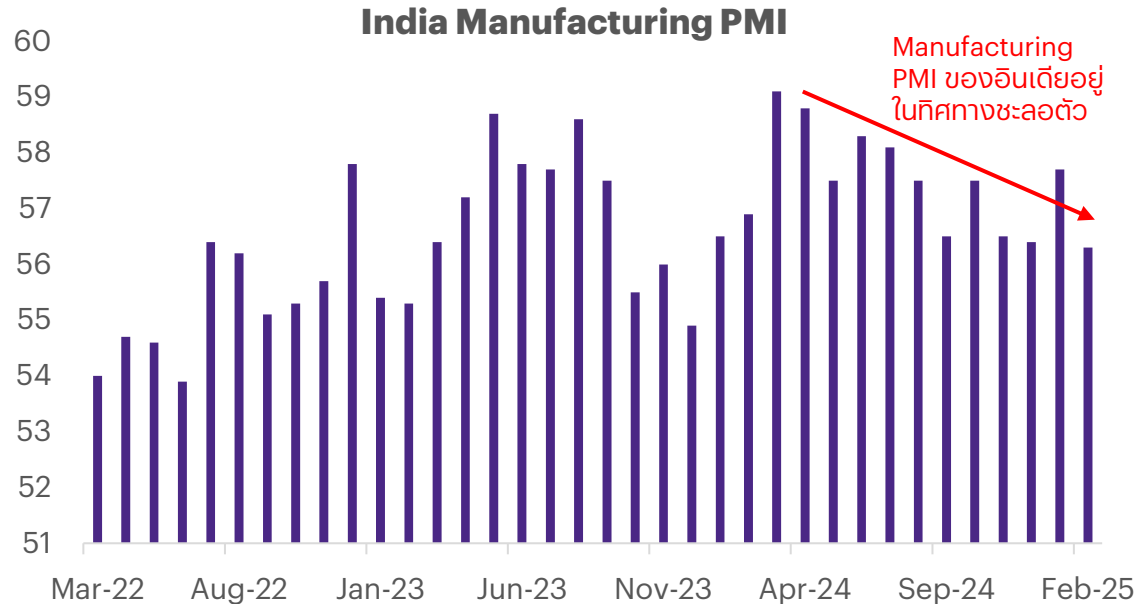
Hang Seng vs CSI 300 (Rebased)



- INVX คงมุมมองการลงทุนในจีนเป็น Overweight โดยโมเมนตัมของตลาดหุ้นจีนยังแข็งแกร่ง จากท่าทีของรัฐบาลจีนที่สนับสนุนการเติบโต โดยเฉพาะการกลับมาจับมือกับภาคเอกชน และพยายามผลักดันให้ภาคเอกชนเป็นปัจจัยหลักต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจจีน ซึ่งมองว่าเป็น Structural change สำหรับการลงทุนในหุ้นจีน เรามองว่าแม้ตลาดหุ้นจีนจะปรับตัวขึ้นมาพอสมควรแล้ว แต่ Valuation ยังมีโอกาส Re-rating ได้อีก จากประเด็นเทคโนโลยี AI และเศรษฐกิจที่อาจมีพัฒนาการเชิงบวก
- ในไตรมาส 2 เรามองว่าตลาดหุ้นจีนยังอยู่ในกรอบแนวโน้มขาขึ้น แม้อาจผันผวนจากปัจจัยกดดันจากสงครามการค้า แต่เชื่อว่าจีนพร้อมรับมือ โดยเราประเมินว่าหุ้นจีน A-Shares ที่ราคาค่อนข้าง Laggard H-Shares มีโอกาสทำผลตอบแทนโดดเด่นจากนี้



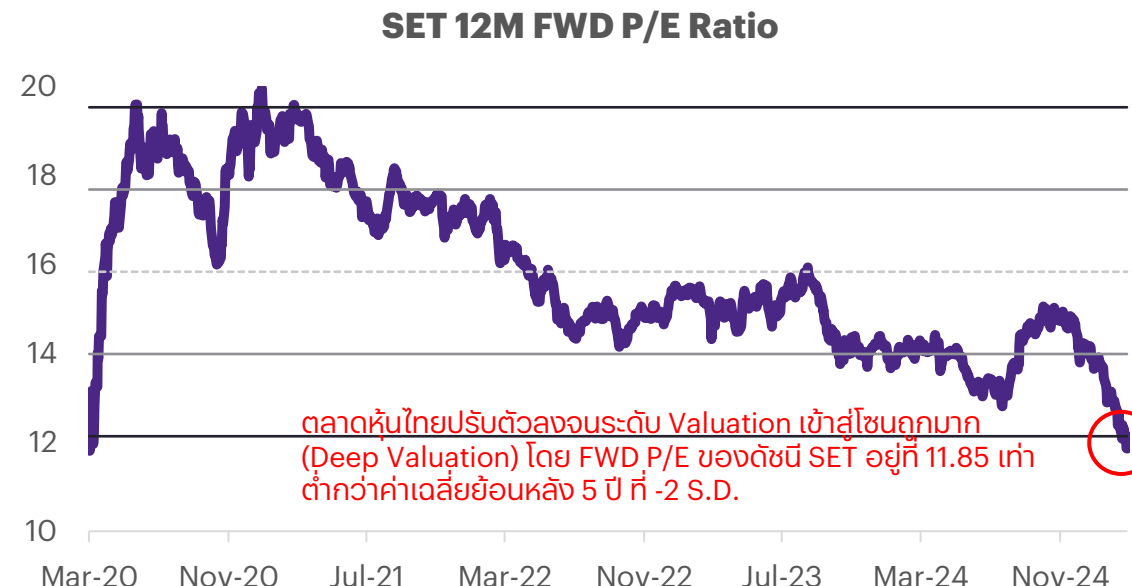
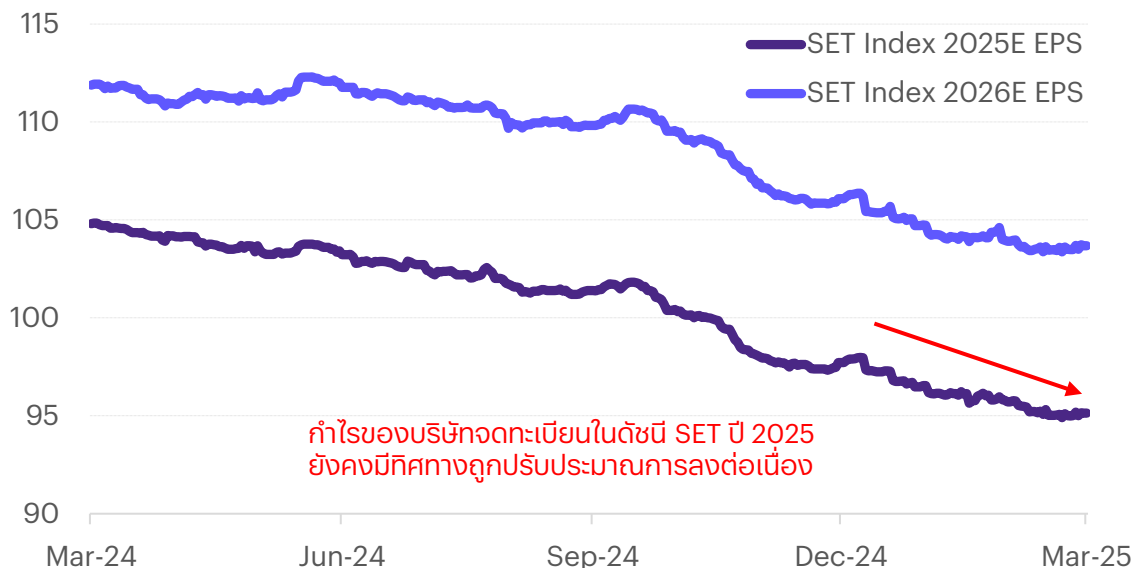
ตลาดหุ้นอินเดีย : คงมุมมอง Neutral เศรษฐกิจยังชะลอตัว



- INVX คงมุมมองตลาดหุ้นอินเดียเป็น Neutral โดยตลาดหุ้นอินเดียเผชิญแรงกดดันจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจและกำไรสุทธิที่ยังคงถูกปรับประมาณการลง รวมถึงมีความเสี่ยงจากประเด็นสงครามการค้าเป็นปัจจัยลบต่อตลาดหุ้นอินเดีย ทั้งนี้ Valuation ของตลาดหุ้นอินเดียเริ่มปรับตัวลงมาอยู่ในระดับสมเหตุสมผลมากขึ้น โดย FWD P/E ของดัชนี NIFTY50 ปรับตัวลงมาอยู่ในระดับถูก จึงอาจเป็นโอกาสในการทยอยสะสมสำหรับการลงทุนระยะยาว
- ทั้งนี้ ในไตรมาส 2 อาจเห็น Fund Flow ไหลออกได้ต่อจากตลาดหุ้นในเอเชียเช่นจีนหรือเวียดนามที่อาจมีความน่าสนใจมากกว่า อย่างไรก็ตาม INVX มีโอกาสปรับมุมมองตลาดหุ้นอินเดียขึ้นได้ในอนาคตหากเห็นสัญญาณของการปรับประมาณการกำไรขึ้น



ตลาดหุ้นไทย : คงมุมมอง Neutral แต่ Downside เริ่มจำกัด

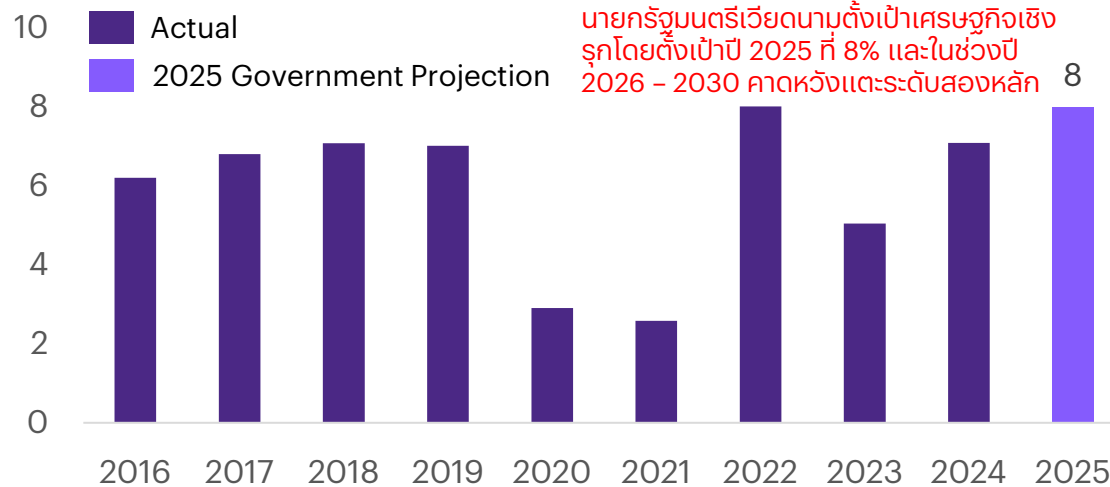


- INVX คงมุมมองการลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็น Neutral โดยตลาดหุ้นไทยยังคงได้รับแรงกดดันจากเศรษฐกิจที่เปราะบางและฟื้นตัวช้า ขณะที่กำไรของบริษัทจดทะเบียนของไทยยังคงถูกปรับประมาณการลงต่อเนื่อง
- อย่างไรก็ตาม Valuation ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในระดับที่ถูกมาก โดย FWD P/E ของดัชนี SET อยู่ที่ระดับ 12 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยมากกว่า -2 S.D. อีกทั้ง คณะรัฐมนตรี (ครม.) มีมติอนุมัติจัดตั้งกองทุน Thai ESG EXTRA ขึ้นมาใหม่ เพื่อรองรับเมล็ดเงิน LTF ที่ครบไถ่ถอน จึงมอง Downside ของตลาดหุ้นไทยต่อจากนี้เริ่มจำกัด แต่ในแง่ของการฟื้นตัวของดัชนีต้องอาศัยความเชื่อมั่นของนักลงทุน เราแนะนำให้ติดตามพัฒนาการเศรษฐกิจไทยและมาตรการจากทางการเพื่อหาจังหวะการฟื้นตัวของดัชนี

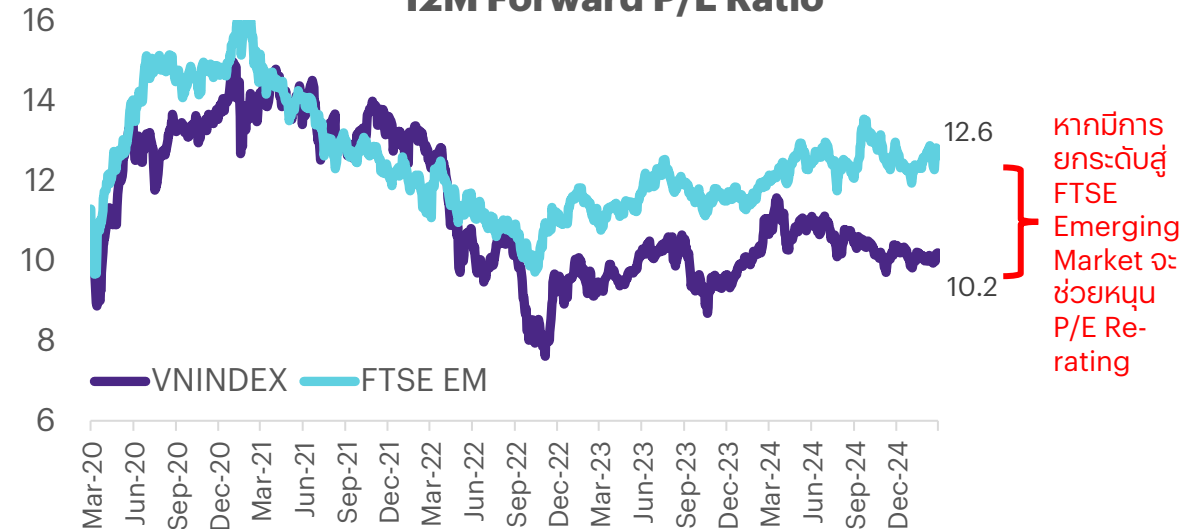


ตลาดหุ้นเวียดนาม : คงมุมมอง Overweight ลุ้น FTSE ยกระดับ

Vietnam GDP Annual Growth (%)



12M Forward P/E Ratio

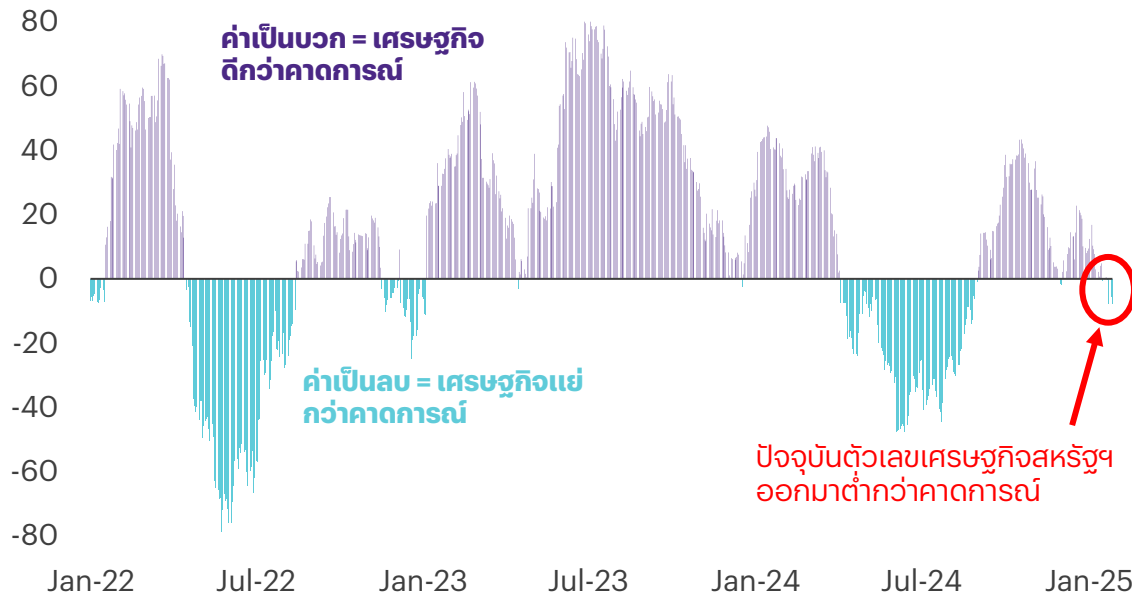


- INVX คงมุมมองการลงทุนในตลาดหุ้นเวียดนามเป็น Overweight โดยในระยะสั้นมีโมเมนตัมแข็งแกร่ง หลังดัชนีราคาสามารถเบรคแนวต้านสำคัญที่ 1,300 จุด โดยได้แรงหนุนจากปัจจัยพื้นฐานดีและรัฐบาลสนับสนุนการเติบโต โดยตั้งเป้า GDP ปี 2025 โต 8% นอกจากนี้ บริษัทขนาดใหญ่ของเวียดนาม อาทิ Vinpearl และ Bách Hóa Xanh (BHX) อยู่ระหว่างเตรียมเข้าจดทะเบียน IPO ในปีนี้ สะท้อนภาพความเชื่อมั่นของภาคเอกชนของเวียดนามต่อภาคตลาดทุน เชื่อจะเป็นปัจจัยหนุน Sentiment เชิงบวกต่อเนื่อง
- ยิ่งไปกว่านั้น ตลาดหุ้นเวียดนามมีโอกาสถูกยกระดับเข้าสู่ FTSE Emerging Market หลังแนวทางพัฒนาตลาดทุนเข้าใกล้เงื่อนไขที่ทาง FTSE กำหนดไว้ ทั้งนี้ ติดตามการประเมินผลจาก FTSE ในปลายเดือน มี.ค. หากออกมาในโทนบวก จะช่วยสร้างความหวังต่อตลาดหุ้นเวียดนามในการถูกยกระดับในช่วงปลายปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ Valuation ของตลาดหุ้นเวียดนามมีโอกาส Re-rating ขึ้น

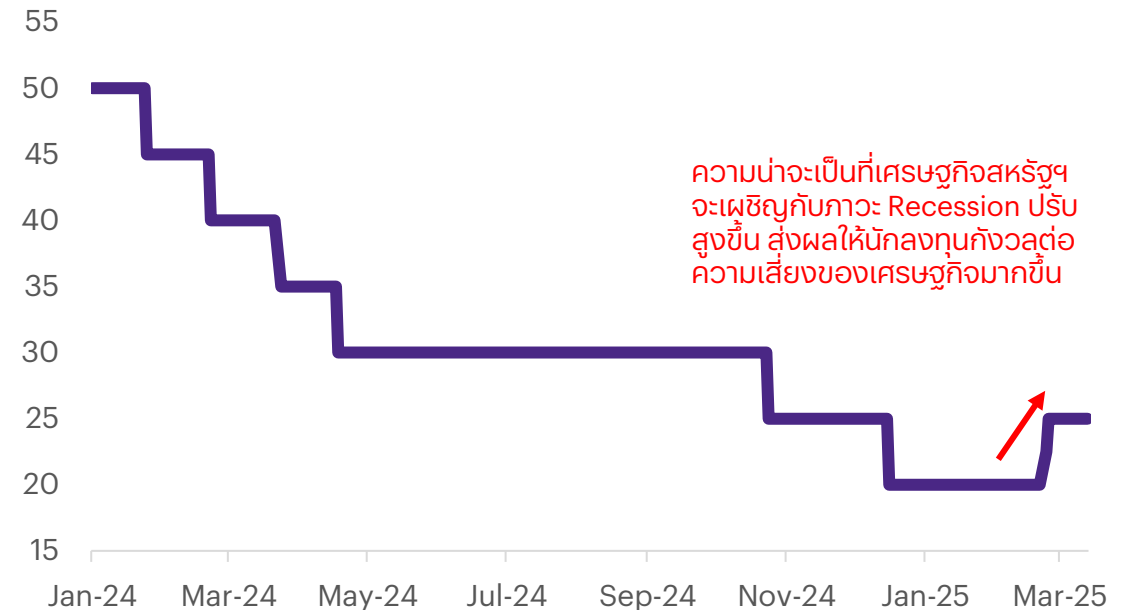


ตราสารหนี้โลก: คงมุมมอง Overweight ช่วยลดความผันผวนพอร์ต

U.S. Citi Economic Surprise



US Recession Probability (%)



- INVX คงมุมมอง Overweight ต่ตราสารหนี้โลก โดยสัญญาณเศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลง ทำให้นักลงทุนเริ่มกังวลมากขึ้นต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ว่าอาจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) นอกจากนี้ ยังมีความเสี่ยงจากประเด็นสงครามการค้าที่อาจทวีความรุนแรงขึ้น ส่งผลให้ตลาดการลงทุนมีความผันผวน มองว่าภายใต้ตลาดที่ผันผวนทำให้นักลงทุนเล็งหาสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างตราสารหนี้เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น อีกทั้ง ความคาดหวังของตลาดต่อการปรับลดดอกเบี้ยของเฟดมีโอกาสเพิ่มสูงขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง

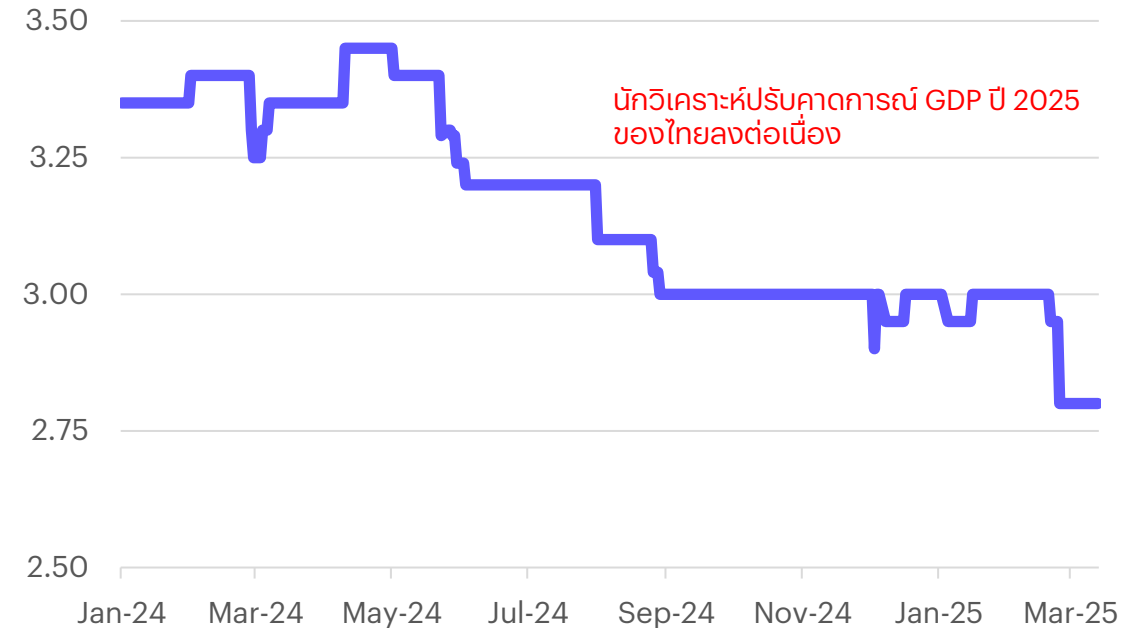


ตราสารหนี้ไทย: ปรับเพิ่มจาก Underweight เป็น Neutral

Thailand 10-Year Government Bond Yield



Thailand 2025 GDP Growth (% forecast)



- INVX ปรับเพิ่มมุมมองการลงทุนในตราสารหนี้ไทยจาก Underweight เป็น Neutral มองว่าเศรษฐกิจไทยยังมีความเปราะบางและการฟื้นตัวค่อนข้างช้า ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย มีโอกาสเคลื่อนไหวในระดับต่ำต่อไปในระยะข้างหน้า แต่การปรับตัวลงของอัตราผลตอบแทนเริ่มมี downside จำกัด จากผลของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล จึงแนะนำให้เริ่มมีตราสารหนี้ไทยในพอร์ต ในฐานะสินทรัพย์สภาพคล่องและสินทรัพย์ป้องกันความเสี่ยง

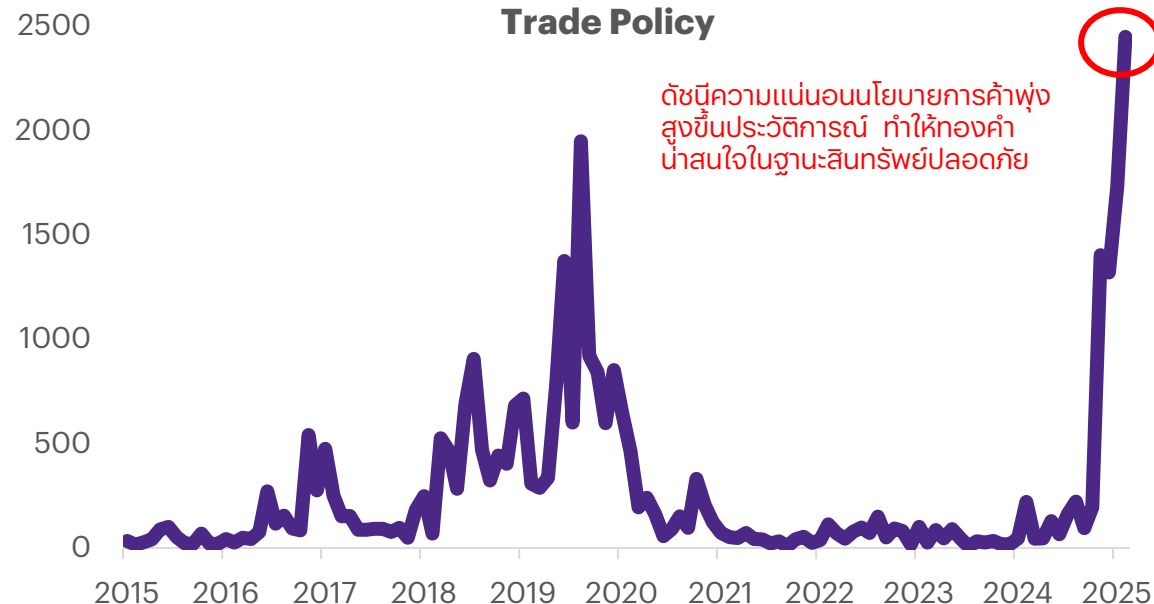


ทองคำ : คงมุมมอง Overweight; Upside risk จาก Trade war

Global Gold Demand from Central Bank Net Purchases Quarterly (4Q moving avg)



US Economic Policy Uncertainty Index: Trade Policy



- INVX คงมุมมองการลงทุนในทองคำเป็น Overweight แม้การเจรจายุติสงครามรัสเซีย-ยูเครนมีแนวโน้มที่ใกล้จบเร็วขึ้น แต่ประเด็นสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น โดยล่าสุดสหรัฐฯ และยุโรปขึ้นภาษีนำเข้าตอบโต้กัน ส่งผลต่อความไม่แน่นอนของการค้าโลกและเศรษฐกิจ ประกอบกับความเสี่ยงทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ส่งสัญญาณชะลอตัว สร้างความกังวลต่อนักลงทุนว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจเข้าสู่ภาวะถดถอย ทำให้เชื่อว่าทองคำจะยังคงทำหน้าที่ได้ดีในฐานะสินทรัพย์ปลอดภัยภายใต้ความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าและเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ธนาคารกลางทั่วโลกยังคงเดินหน้าสะสมทองคำเข้าเงินทุนสำรอง และวัฏจักรดอกเบี้ยยังอยู่ในแนวโน้มขาลง เป็นปัจจัยหนุนต่อราคาทองคำ เราจึงประเมินว่าราคาทองคำยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น และยังมี Upside Risk จากประเด็นสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงเพิ่มขึ้นได้อีก

ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ



Quarterly Top Picks

LHHEALTH-A

Global Health Care Equity

ปัจจัยสนับสนุน

- ภายใต้ประเด็นสงครามการค้าที่มีความไม่แน่นอนจึงคาดว่าหุ้น Defensive อย่างกลุ่ม Healthcare มีโอกาส Outperform หุ้น Growth ได้
- Valuation หุ้นกลุ่ม Healthcare ยังอยู่ในระดับที่ไม่แพง
- หุ้นกลุ่ม Global Healthcare มี Relative Strength ที่แข็งแกร่งกว่าดัชนีหุ้นโลกทำให้ภาพทางเทคนิคค่อนข้างดูดี

จุดเด่นกองทุน

- ลงทุนผ่านกองทุนหลัก **AB International Health Care Portfolio** ซึ่งกระจายลงทุนในหุ้นกลุ่มการแพทย์ทั่วโลกราว 40-60 บริษัท
- ทีมผู้จัดการกองทุนหลักให้ความสำคัญกับพื้นฐานทางเศรษฐกิจ โดยจะเน้นลงทุนในธุรกิจที่มีคุณภาพสูง พื้นฐานดี และมีศักยภาพในการเติบโตในระยะยาว
- ทีมผู้จัดการกองทุนและนักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์ในกลุ่มอุตสาหกรรมการแพทย์เฉลี่ยกว่า 17 ปี
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีย้อนหลังเฉลี่ยปีละ 10.6% ต่อปี เทียบกับดัชนีชี้วัดที่ 9.6% ต่อปี

ปรัชญาการลงทุนของกองทุนหลัก



Focus on Business,
not Science



High-Quality
Businesses



Risk Management

เน้นลงทุนในธุรกิจคุณภาพสูง โดยให้ความสำคัญกับ Business Fundamentals มากกว่าการคาดการณ์ Scientific Success

Top 10 Holdings

Eli Lilly & Co.	10.13%
UnitedHealth Group, Inc.	7.21%
Roche Holding AG	6.38%
Johnson & Johnson	6.17%
Gilead Sciences, Inc.	5.83%
Novo Nordisk A/S	4.81%
Intuitive Surgical, Inc.	4.57%
Cencora, Inc.	3.87%
Merck & Co., Inc.	3.85%
Vertex Pharmaceuticals	3.81%

Source: LHFUND and AllianceBernstein as of 31 Jan 2025; Morningstar as of 28 Feb 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอคซ์

Quarterly Top Picks

PRINCIPAL VNEQ-A

Vietnam Equity

ปัจจัยสนับสนุน

- แนวโน้มทางเทคนิคบ่งชี้ตลาดอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ล่าสุดดัชนีราคาปรับตัวทะลุบริเวณ 1,300 จุด ซึ่งเป็นแนวต้านที่สำคัญ มีโอกาสปรับตัวทดสอบ 1,400 – 1,450 จุด
- ตลาดหุ้นเวียดนามมีโอกาสดำเนินการประเมินในเชิงบวกในช่วงการทบทวนเดือนมีนาคมจาก FTSE และอาจประกาศอัพเกรดในเดือนกันยายนสู่ FTSE Emerging Market
- ในด้านปัจจัยพื้นฐานของตลาดหุ้นเวียดนาม กำไรเติบโตดีและ Valuation อยู่ในระดับถูก รวมถึงเศรษฐกิจแข็งแกร่ง รัฐบาลเวียดนามตั้งเป้า GDP โต 8% ปี 2025

จุดเด่นกองทุน

- ลงทุนตรงในบริษัทเวียดนามขนาดใหญ่-กลางประมาณ 20-30 บริษัท ที่มีธรรมาภิบาลดี ภายใต้กรอบ FMV
- เป็นกองทุนรวมหุ้นเวียดนามกองทุนแรกในไทยที่ถูกจัดตั้งในปี 2017
- มีปรัชญาและกระบวนการลงทุนโดยวิเคราะห์ข้อมูลเชิงลึกด้วยวิธี Top-down และ Bottom-up
- บริหารโดยทีมผู้จัดการกองทุนชาวไทยและเวียดนาม 7 ท่าน ทำให้สามารถเข้าเยี่ยมชมกิจการอย่างสม่ำเสมอ และเข้าถึงแหล่งข้อมูลในเวียดนามได้โดยตรง

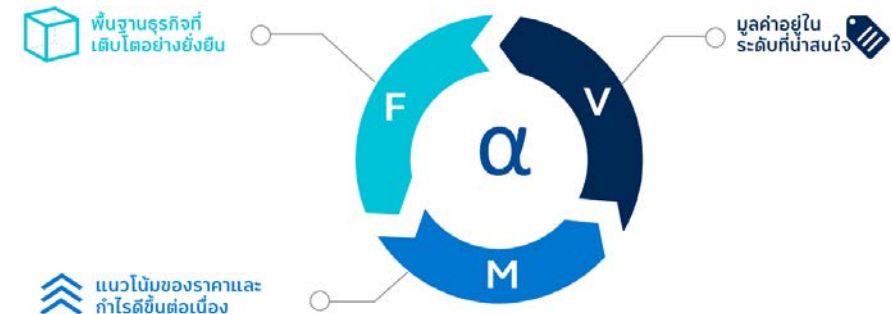
ปรัชญาการลงทุนของกองทุน

การวิเคราะห์แบบ
บนลงล่าง
(Top Down)

+

การวิเคราะห์แบบ
ล่างขึ้นบน
(Bottom-up)

ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ผ่านกรอบ FMV



Top 5 Holdings

FPT Corporation	9.50%
Military Commercial Joint Stock bank	9.19%
Vietnam Technological & Commercial Joint Stock Bank	7.47%
Joint Stock Commercial Bank for Foreign Trade of Vietnam	6.03%
Mobile World Investment Corp.	5.47%

Source: Principal as of 31 Jan 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื้อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน
ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอคซ์

Quarterly Top Picks

ปรัชญาการลงทุนของกองทุนหลัก

K-CHINA-A(A)

China All Shares Equity

ปัจจัยสนับสนุน

- ได้แรงหนุนจากท่าทีของรัฐบาลจีนที่หันกลับมาสนับสนุนภาคเอกชน ซึ่งมองเป็น structural change สำหรับการลงทุนในหุ้นจีน โดยล่าสุดทางการฮ่องกงเตรียมแผนลดข้อจำกัดของการซื้อหุ้นจีน-ฮ่องกง เพื่อให้นักลงทุนสามารถเข้าถึงการลงทุนได้มากขึ้น มองเป็นพัฒนาการเชิงบวก
- ภาพทางเทคนิค ตลาดหุ้นจีนเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบแนวโน้มขาขึ้น และโมเมนตัมแข็งแกร่ง คาดว่าหุ้นจีน A-Shares ที่ราคา laggard จาก H-Shares ค่อนข้างมาก น่าจะเริ่มกลับมาเติบโต เนื่องจากท่าทีของรัฐบาลที่เป็นมิตรกับภาคเอกชนมากขึ้น และการบริโภคจีนที่มีโอกาสฟื้นตัว

จุดเด่นกองทุน

- ลงทุนในหุ้นจีน All Shares ผ่านกองทุนหลัก **JPMorgan Funds - China Fund** ซึ่งมุ่งลงทุนแบบเชิงรุก เน้นการทำ Bottom-up แต่ละบริษัทอย่างเชิงลึก และเลือกลงทุนแบบ High Conviction และ Long-term ในหุ้นที่มีแนวโน้มการเติบโต และมีคุณภาพสูง
- กองทุนหลักมี beta 1.23 เทียบกับดัชนี MSCI China All Shares ในช่วง 1 ปีย้อนหลัง และ 1.21 ในช่วง 3 ปีย้อนหลัง และมักจะสร้างผลตอบแทนได้ดีในช่วงปีที่ตลาดหุ้นจีนเป็นขาขึ้นเช่น ปี 2020 ที่ดัชนี MSCI China All Shares สร้างผลตอบแทนได้ 33.4% กองทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้ถึง 70.9%



เลือกลงทุนในหุ้น
เติบโตที่มี
คุณภาพสูง



ลงทุนแบบ High
Conviction ในหุ้น
ราว 50 - 85 ตัว



ให้ความสำคัญกับ
ปัจจัยพื้นฐานผ่านการ
วิเคราะห์เชิง Bottom-up

Top 10 Holdings

Tencent	9.50%
Alibaba	7.60%
Meituan	6.40%
Pinduoduo	6.10%
Xiaomi	5.70%
Trip.com	4.00%
China Merchants Bank	3.80%
Ping An Insurance	3.70%
NetEase	3.70%
Contemporary Amperex Technology	2.40%

Source: Bloomberg as of 31 Oct 2024; KAsset and J.P. Morgan Asset Management as of 31 Jan 2025; Morningstar as of Dec 2024 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

Quarterly Top Picks

UGIS-N

Global Fixed Income

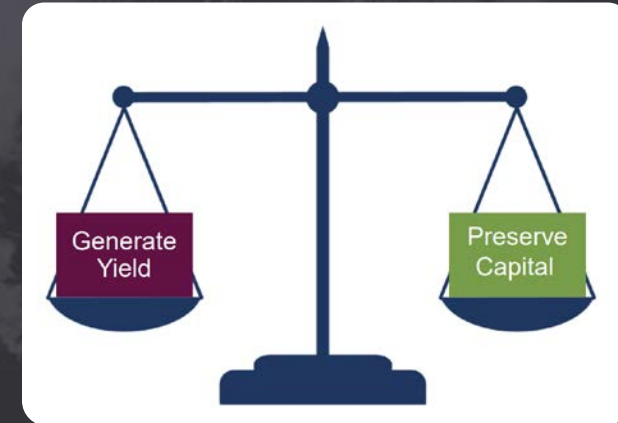
ปัจจัยสนับสนุน

- สัญญาณเศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลง ทำให้นักลงทุนเริ่มกังวลมากขึ้นต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) นอกจากนี้ ยังมีความเสี่ยงจากประเด็นสงครามการค้าที่อาจทวีความรุนแรงขึ้น ส่งผลให้ตลาดการลงทุนมีความผันผวน
- ภายใต้ตลาดที่ผันผวนทำให้นักลงทุนเล็งหาสินทรัพย์ปลอดภัย อย่างตราสารหนี้เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น อีกทั้ง ความคาดหวังของตลาดต่อการปรับลดดอกเบี้ยของเฟดมีโอกาสเพิ่มขึ้นตามตัวเลขเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง

จุดเด่นกองทุน

- ลงทุนในกองทุนหลักกองทุน **PIMCO GIS Income Fund** ที่เน้นลงทุนในตราสารหนี้ทั่วโลกที่มีคุณภาพสูง และสามารถสร้างกระแสเงินสดได้อย่างสม่ำเสมอ
- มุ่งเน้นการลงทุนแบบเชิงรุก โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนที่ยืดหยุ่นและเน้นการสร้างสมดุลให้กับพอร์ตด้วยการกระจายการลงทุนยังสินทรัพย์ที่ High Quality และ High Yield และยังพร้อมปรับเปลี่ยนสัดส่วนสินทรัพย์ในพอร์ตให้เหมาะสมไปกับสภาวะตลาดอย่างสม่ำเสมอ
- PIMCO ถือเป็นหนึ่งในบริษัทจัดการการลงทุนที่ใหญ่ที่สุดในโลก มีความเชี่ยวชาญการลงทุนในตราสารหนี้ และมีทีมผู้จัดการกองทุนที่มีประสบการณ์สูงกว่า 30 ปี

ปรัชญาการลงทุนของกองทุนหลัก



- มุ่งเน้นสร้างพอร์ตการลงทุนที่มีความสมดุล
- กระจายลงทุนในหลายสินทรัพย์ พร้อมปรับเปลี่ยนสัดส่วนได้อย่างยืดหยุ่น
- ปรับเปลี่ยน Duration ได้ระหว่าง 0 – 8 ปี

Portfolio Details

Estimated Gross Yield to Maturity	6.98%
Effective Duration	3.99 yrs
Avg. Credit Quality	AA-

Source: UOBAM, PIMCO, and Morningstar as of 28 Feb 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื้อไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอคซ์

- Follow us



Innovestx

 @innovestx



InnovestX Wealth Product and Strategy

InnovestX Research



- | | |
|-------------------------------|---|
| 1. ปวเรศ ปิยะจิตเมตตา | นักกลยุทธ์การลงทุน |
| 2. พยงค์ พงศาวัรี | ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ สายงาน Wealth Products & Strategy |
| 3. ดร. รัชฎ์ธีรณย์ ธนไพศาลกิจ | ผู้อำนวยการอาวุโส สายงาน Wealth Products & Strategy |

- | | |
|---------------------------|--|
| 1. ธนาบดี รัตนแสง | ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ |
| 2. ณัฏฐ์วริน ไตรภพสกุล | นักวิเคราะห์อาวุโสกลุ่มหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก |
| 3. สิริรัชชัย ดวงรัตนฉายา | หัวหน้านักกลยุทธ์การลงทุน |
| 4. สุธรัชชัย คุ้มวรชัย | หัวหน้าฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน |
| 5. ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์ | หัวหน้านักวิจัยเศรษฐกิจ |
| 6. พมชัย ภักตราวิชญ์ | นักกลยุทธ์ตลาดหุ้นและตลาดอนุพันธ์ |
| 7. เอกสิทธิ์ อุไรบุญ | ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ |

Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือ สมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่ จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณี 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ 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 ในกรณีที่มิข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 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, ITCL, 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, PTGTC, 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, SMPC, 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, TU, 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.
*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอรัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อผิดพลาดประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)
2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, 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, 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, PTGTC, 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, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRCHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLO, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTb, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, 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, 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, DTICI, 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, 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, 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, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, OGC, 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, ROJANA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SANKO, SAMTEL, 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, SPREME, 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, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, 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.