



THAI-TANIC

EFFORT

สารบัญ

Table of Content

แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย	4
กลยุทธ์การลงทุน	42
แนวโน้มตลาด	48
แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมและผลประกอบการ	59
SET Index scenario และหุ้นเด่น	66
มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์	74
ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ	89



InnovestX กลยุทธ์การลงทุน 3Q25 – Thai-tanic effort

ช่วงเลวร้ายที่สุดผ่านไปแล้ว สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศต่างๆ ได้ผ่านจุดสูงสุดของความรุนแรงแล้ว โดยมีสัญญาณผ่อนคลายที่สำคัญ ได้แก่ ข้อตกลงการค้าสหรัฐฯ-จีนที่ลดภาษีลงจาก 125% เหลือ 10% คำตัดสินของศาลการค้าสหรัฐฯ ที่ยุติภาษีครอบคลุม (Universal and Reciprocal Tariff) และประเทศไทยเดินหน้าเจรจาภาษีการค้ากับสหรัฐฯ อย่างจริงจัง สัญญาณผ่อนคลายทั่วโลกเริ่มปรากฏ ขณะที่ไทยจะได้ประโยชน์จากต้นทุนการกู้ยืมระดับต่ำ ซึ่งจะเปิดโอกาสให้รัฐบาลไทยระดมทุนเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่เมื่อแรงกดดันจากภายนอกลดลง

เศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวลง เศรษฐกิจโลกจะเติบโตชะลอลงประมาณ 0.8% จากผลกระทบของสงครามการค้า โดยเริ่มมีความเสี่ยงมากขึ้น แม้ดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมทั่วโลกจะดีขึ้นชั่วคราวก่อนสงครามการค้าจะรุนแรง แต่ล่าสุดเริ่มแสดงสัญญาณชะลอตัว โดยเฉพาะในยุโรปที่หดตัว ด้านเงินเฟ้อส่วนใหญ่ลดลงทั่วโลก ยกเว้นบางประเทศเช่น สหรัฐฯ ที่เริ่มแสดงสัญญาณ Stagflation ด้วยเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นสู่ 3.0% ในครึ่งปีหลัง ทำให้นโยบายการเงินจะเป็น Policy Divergence มากขึ้น โดย Fed อาจต้องทำนโยบายการเงินตึงตัวต่อเนื่อง ขณะที่ธนาคารกลางอื่นๆ จะผ่อนคลาย ส่วนจีนเผชิญภาวะเงินฝืด แม้ว่าจะมีมาตรการกระตุ้นจากธนาคารกลางจีน

ประเทศไทยกำลังอยู่บนทางแยกสำคัญ ในกรณีฐาน (โอกาส 60%) GDP ไทยจะขยายตัว 1.4% โดยการส่งออกหดตัว -3.0% และมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิคในครึ่งหลังปี ส่วนกรณีดี (โอกาส 40%) หากการเจรจากับสหรัฐฯ ประสบความสำเร็จและสถานการณ์โลกดีขึ้น GDP ไทยอาจขยายตัวได้ 1.7% โดยการส่งออกจะหดตัวเพียง -0.5% ดังนั้นเส้นตายวันที่ 9 กรกฎาคมจึงเป็นวันสำคัญที่จะชี้ชะตาทิศทางเศรษฐกิจไทย

ต้องใช้นโยบายเชิงรุก เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อของไทยอยู่ที่ -0.57% และมีความเสี่ยงต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอยเพิ่มขึ้น การลดอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกครั้งจึงไม่เพียงพอ สำหรับงบประมาณปี 2569 แม้จะมีแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ 157,000 ล้านบาท แต่อาจไม่เพียงพอต่อการรับมือวิกฤต โดยเฉพาะการลงทุนภาครัฐที่ลดลง 7.3% ในสถานการณ์ปัจจุบันที่ต้นทุนการกู้ยืมของไทยยังต่ำ (พันธบัตร 10 ปีที่ 1.86% เทียบสหรัฐฯ 4.00%) รัฐบาลควรพิจารณาการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะสั้น และสร้างรากฐานการเติบโตระยะยาว

ภายนอกคลี่คลาย ภายในอ่อนแอ ความตึงเครียดทางการค้าคลี่คลายลง โดยการเจรจการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศต่างๆ เป็นปัจจัยสนับสนุนจากภายนอก แต่ความท้าทายภายในประเทศยังคงอยู่จากความไม่แน่นอนทางการเมือง ความขัดแย้งชายแดน และแนวโน้มเศรษฐกิจที่ไม่ชัดเจน ปัจจัยภายนอกทำให้ตลาดปรับตัวลดลงถึงระดับต่ำสุด แต่แรงกดดันภายในประเทศจะขัดขวางไม่ให้เกิดตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญจนกว่าจะเห็นความชัดเจน

การครอบงำของดอลลาร์คุกคามตลาดเกิดใหม่ ความแตกต่างของนโยบายที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนผลักดันให้อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ให้มีช่วงต่างสูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 1994 โดยทำที่ระดับช่วงของ Fed แตกต่างกันอย่างมากกับทำที่ผ่อนคลายของ ECB และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางในภูมิภาคเอเชีย ปัจจัยเหล่านี้รวมกันอาจส่งผลทำให้เกิดความเสี่ยงดอลลาร์แข็งค่าและขัดขวางไม่ให้เกิดเงินไหลเข้าตลาดเกิดใหม่ แต่อาจจะส่งผลเชิงบวกต่อประเทศที่มีสัดส่วนจากการส่งออก

Downside จำกัด แต่การปรับตัวขึ้นแรงเป็นไปได้ยาก SET Index ปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว โดยมี downside risk จากปัจจัยภายนอกค่อนข้างจำกัด เนื่องจากอยู่ในภาวะ oversold และสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าลดลง แต่การปรับตัวขึ้นแรงเป็นไปได้ยาก เนื่องจากจำเป็นต้องมีปัจจัยกระตุ้น 3 อย่างรวมกัน: การผ่อนคลายนโยบายการเงินเชิงรุกมากกว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบัน การลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ และสภาพคล่องที่ปรับตัวดีขึ้น เพื่อเบรคกรอบ sideways ขึ้นมา

เลือกหุ้นรายตัวที่มีปัจจัยพื้นฐานดี เราเลือกหุ้นเด่นที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง valuation สมเหตุสมผล และได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน หุ้นเด่นสำหรับ 3Q25 ของเรา คือ BCH CPF DIF MTC และ SCC

แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทย ใน 3Q25: Downside Risk จำกัด

บทสรุปผู้บริหาร: Downside Risk จากสงครามการค้า 2.0 มีจำกัด

- **ภาพรวมสงครามการค้าและความเสี่ยงที่ลดลง:** สงครามการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกากับประเทศต่างๆ ได้ผ่านจุดสูงสุดของความรุนแรงแล้ว โดยมีสัญญาณผ่อนคลายที่สำคัญ ได้แก่ ข้อตกลงการค้าสหรัฐ-จีนในเดือนพฤษภาคมที่ลดภาษีจาก 125% เหลือ 10% (จีน) และจาก 145% เหลือ 30% (สหรัฐ) รวมถึงข้อตกลงการค้ากับอังกฤษที่ยกเลิกภาษีเหล็กและอะลูมิเนียม และที่สำคัญคือคำตัดสินของศาลการค้าสหรัฐ ที่ยุติภาษีครอบคลุม (Universal and Reciprocal Tariff) แม้จะมีคำสั่ง "Stay" ชั่วคราว แต่บ่งชี้ว่าปัจจัยเชิงสถาบันสามารถกดดันมาตรการที่รุนแรงได้
- **ผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและการปรับประมาณการ:** เศรษฐกิจโลกจะเติบโตชะลอลงประมาณ 0.8% จากผลกระทบของสงครามการค้า โดยเริ่มมีความเสี่ยงมากขึ้น แม้ดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมทั่วโลกจะดีขึ้นชั่วคราวก่อนสงครามการค้าจะรุนแรง แต่ล่าสุดเริ่มแสดงสัญญาณชะลอตัว โดยเฉพาะในยุโรปที่หดตัว ด้านเงินเฟ้อส่วนใหญ่ลดลงทั่วโลก ยกเว้นบางประเทศเช่น สหรัฐฯ ที่เริ่มแสดงสัญญาณ Stagflation ด้วยเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นสู่ 3.0% ในครึ่งปีหลัง และญี่ปุ่นที่มีความเสี่ยงเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ทำให้นโยบายการเงินจะเป็น Policy Divergence มากขึ้น โดย Fed และ BoJ อาจต้องทำนโยบายการเงินตึงตัวต่อเนื่อง ขณะที่ธนาคารกลางอื่นๆ จะผ่อนคลาย ส่วนจีนเผชิญภาวะเงินฝืดและวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ต่อเนื่อง แม้จะมีมาตรการกระตุ้นจากธนาคารกลางจีน แต่ยังไม่เพียงพอต่อการฟื้นตัว
- **การเจรจาไทย-สหรัฐฯ และความเสี่ยงที่เหลืออยู่:** รัฐบาลไทยได้เริ่มการเจรจากับสหรัฐฯ อย่างเป็นทางการแล้ว โดยนำเสนอข้อเสนอ 5 ประการ ครอบคลุมความร่วมมือธุรกิจอาหารแปรรูป การเพิ่มนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ การเปิดตลาด การบังคับใช้กฎหมายถิ่นกำเนิดสินค้า และการส่งเสริมการลงทุนไทยในสหรัฐฯ โอกาสความสำเร็จของการเจรจามีแนวโน้มดีขึ้นเนื่องจากข้อเสนอสอดคล้องกับนโยบายทริมป์ แต่การกันเส้นตาย 9 กรกฎาคมเป็นความท้าทาย หากการเจรจาไม่สำเร็จ ไทยอาจต้องเผชิญภาษีสูงที่จะกระทบการส่งออกอย่างรุนแรง
- **ผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยและความเสี่ยงหลัก:** INVX ปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยเป็น 2 สถานการณ์ ในกรณีฐาน (โอกาส 60%) GDP ไทยจะขยายตัว 1.4% โดยการส่งออกหดตัว -3.0% และมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิคในครึ่งหลังปี ส่วนกรณีดี (โอกาส 40%) หากการเจรจากับสหรัฐฯ ประสบความสำเร็จและสถานการณ์โลกดีขึ้น GDP ไทยอาจขยายตัวได้ 1.7% โดยการส่งออกจะหดตัวเพียง -0.5% แทนที่จะเป็น -3.0% ประเทศไทยเผชิญความเสี่ยงสำคัญ 6 ด้าน ได้แก่ สงครามการค้าและภาษีสหรัฐฯ การท่องเที่ยวชะลอตัว ภาคเกษตรอ่อนแอ การเมืองขาดเสถียรภาพ หนี้ครัวเรือนสูง และการลงทุนเอกชนชะลอตัว
- **นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง และข้อเสนอแนะ:** ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดว่าจะลดดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปี 2025 เนื่องจากเงินเฟ้อต่ำกว่าเป้าหมายที่ -0.57% และความเสี่ยงเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น สำหรับงบประมาณปี 2569 แม้จะมีแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ 157,000 ล้านบาท แต่อาจไม่เพียงพอต่อการรับมือวิกฤต โดยเฉพาะการลงทุนภาครัฐที่ลดลง 7.3% ขัดกับหลักเศรษฐศาสตร์มหภาค ในสถานการณ์ปัจจุบันที่ต้นทุนการกู้ยืมของไทยยังต่ำ (พันธบัตร 10 ปีที่ 1.86% เทียบสหรัฐฯ 4.00%) รัฐบาลควรพิจารณาการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะสั้นและสร้างรากฐานการเติบโตระยะยาว

ผลของสงครามการค้า ต่อเศรษฐกิจโลกการเงินโลก

ไทม์ไลน์สงครามการค้า 2.0 สหรัฐอเมริกากับทั่วโลก

- สัญญาณสงครามการค้าในภาพใหญ่เริ่มผ่อนคลายลง ทำให้เราลดทอนความเสี่ยงด้านลบของสงครามการค้า

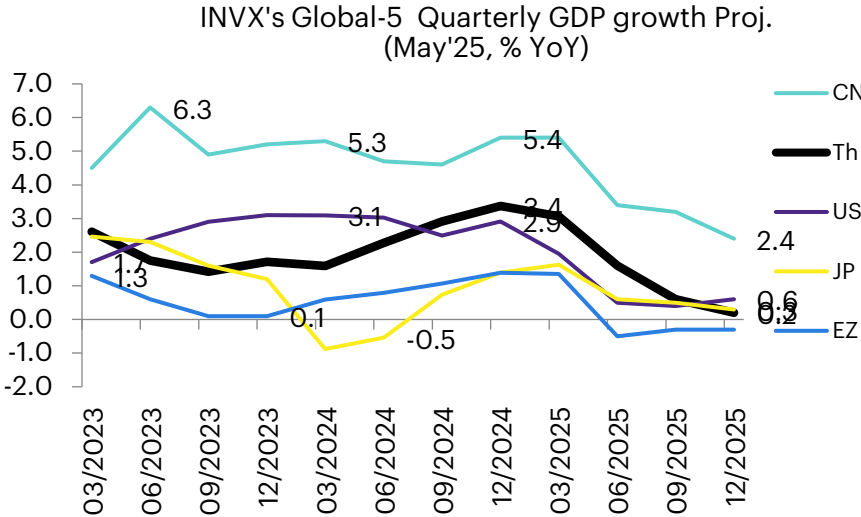
- 4 ก.พ. : เริ่มใช้**ภาษีเฟนทานิลกับจีน 10% / จีนตอบโต้ด้วยการเก็บภาษี 15%** กับถ่านหินและก๊าซธรรมชาติเหลวจากสหรัฐฯ, 10% กับน้ำมันและเครื่องจักรกลการเกษตร และเริ่มสอบสวนบริษัทสหรัฐฯ
- 4 มี.ค. : เพิ่ม**ภาษีเฟนทานิลกับจีนอีก 10%** (รวมเป็น 20%) และ**ภาษี 25% สำหรับสินค้าส่วนใหญ่จากแคนาดาและเม็กซิโกที่อยู่นอกข้อตกลง USMCA** (62% แคนาดาและ 50% เม็กซิโก โดนเก็บภาษี)
- 10 มี.ค. : **จีนตอบโต้ด้วยการเก็บภาษี 10-15%** กับเนื้อสัตว์และสินค้าเกษตรของสหรัฐฯ, ระบุการนำเข้าไม้แปรรูปจากสหรัฐฯ, เพิกถอนใบอนุญาตนำเข้าถั่วเหลืองของบริษัทสหรัฐฯ 3 แห่ง
- 12 มี.ค. : **เริ่มใช้ภาษี 25%** กับสินค้าเหล็กและอะลูมิเนียมทั่วโลก (รวมถึงจีน)
- 13 มี.ค. : แคนาดาตอบโต้ด้วยการเก็บภาษี 25% กับสินค้าสหรัฐฯ มูลค่า 20.6 พันล้านดอลลาร์แคนาดา
- 26 มี.ค. : ทรัมป์ประกาศภาษี **25% กับรถยนต์ทั่วโลก** (รวมถึงจีน) มีผล 3 เม.ย.
- 2 เม.ย. : ทรัมป์**ประกาศภาษีทั่วไป 10%** กับสินค้านำเข้าทุกประเภท และ**ภาษี "ตอบโต้" 11-50%** ภาษีทั่วไป 10% มีผลวันที่ 5 เม.ย. ภาษี "ตอบโต้" ถูกเลื่อนออกไป 90 วัน (ถึง 8 ก.ค.)
- 4 เม.ย. : ทรัมป์ขยายภาษีอะลูมิเนียมให้รวมถึงเบียร์กระป๋องและกระป๋องอะลูมิเนียมเปล่า/ จีนประกาศเก็บภาษี 34% กับสินค้าสหรัฐฯ ทั้งหมด มีผลวันที่ 10 เม.ย.
- 9 เม.ย. : **จีนเพิ่มภาษีสินค้าสหรัฐฯ จาก 34% เป็น 84% / ทรัมป์เพิ่มภาษีจีนอีก 41% (ส่วนสุดท้ายของภาษี 145%)**
- 11 เม.ย. : **จีนเพิ่มภาษีสินค้าสหรัฐฯ จาก 84% เป็น 125%** จีนระบุการส่งออกแร่ธาตุและแม่เหล็กที่สำคัญสำหรับอุตสาหกรรมยานยนต์ การป้องกันประเทศ อวกาศ และเซมิคอนดักเตอร์ และวางแผนนำระบบกำกับดูแลใหม่มาใช้เพื่อป้องกันการเข้าถึงของบริษัทยักษ์อเมริกัน
- 15 เม.ย. : **ยุโรปเลื่อนการเก็บภาษี 25%** กับสินค้าสหรัฐฯ มูลค่า 2.1 หมื่นล้านยูโรออกไป 90 วัน
- 3 พ.ค. : **เริ่มใช้ภาษี 25%** กับชิ้นส่วนยานยนต์ทั่วโลก ยกเว้นชิ้นส่วนที่ผลิตในเม็กซิโกหรือแคนาดาตาม USMCA / สหรัฐปิดช่องโหว่การยกเว้นภาษีสำหรับสินค้ามูลค่าต่ำ (**de minimis exemption**) จากจีนและฮ่องกง
- 8 พ.ค. **สหรัฐฯ บรรลุข้อตกลงการค้ากับอังกฤษ** โดย อังกฤษจะได้โควตานำเข้าเนื้อวัว, ลดภาษีส่งออกรถยนต์จาก UK จาก 27.5% เหลือ 10% และตกลงจัดซื้อเครื่องบินโบอิงมูลค่า 1 หมื่นล้านดอลลาร์ นอกจากนี้ สหรัฐฯ จะยกเลิกอัตราภาษีเหล็กและอะลูมิเนียมต่ออังกฤษ อย่างไรก็ตาม มาตรการภาษีศุลกากรโดยสหรัฐฯ ที่มีต่อทั่วโลกที่ 10% จะยังไม่ถูกยกเลิก
- 12 พ.ค. **สหรัฐฯ-จีนบรรลุข้อตกลงลดภาษีเป็นเวลา 90 วัน (ถึง 10 ส.ค.) โดย (1) จีนจะลดภาษีสินค้าสหรัฐฯ จาก 125% เหลือ 10% (2) สหรัฐฯ จะลดภาษีสินค้าจีนจาก 145% เหลือ 30%**
- 23 พ.ค. : ทรัมป์ได้ขยายนโยบายภาษีการค้า โดยขู่เก็บภาษี 25% กับผู้ผลิตสมาร์ทโฟน: หาก Apple และ Samsung ไม่ย้ายฐานการผลิตมายังสหรัฐฯ และขู่เพิ่มภาษีสหภาพยุโรปเป็น 50%: หากการเจรจาไม่คืบหน้า แต่ ณ 25 พ.ค. ทรัมป์เลื่อนการเก็บภาษีศุลกากร 50% จาก EU ออกไปเป็นวันที่ 9 กรกฎาคม 2025
- 28 พ.ค.: ศาลการค้าระหว่างประเทศสหรัฐฯ สัญญาภาษี Reciprocal and Universal 10% ต่อแคนาดา จีน และเม็กซิโก โดยระบุว่าประธานาธิบดีไม่มีอำนาจใช้ภาษีเป็นเครื่องมือต่อรอง แต่ศาลอุทธรณ์ออกคำสั่ง "Stay" เมื่อวันที่ 30 พ.ค. ให้รัฐบาลทรัมป์สามารถคงการจัดเก็บภาษีไว้ได้ระหว่างกระบวนการอุทธรณ์ที่อาจใช้เวลา 1.5-3 ปี
- 5 มิ.ย. ทรัมป์ขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมของสหรัฐฯ จาก 25% เป็น 50%

การประมาณการเศรษฐกิจโลกและไทยจากสมมติฐานกลาง: IMF vs INVX

- นโยบายภาษีนำเข้าใหม่ (Reciprocal Tariff) ของรัฐบาลทรัมป์ได้กำหนดภาษีเพิ่มเติมขั้นต่ำ 10% สำหรับการนำเข้าจากประเทศทั่วโลก (ยกเว้นแคนาดาและเม็กซิโกสำหรับสินค้าที่เป็นไปตามข้อตกลง USMCA) และภาษีรายประเทศในอัตราต่างกัน ทำให้ประเทศที่มีดุลการค้าเกินดุลสูงกับสหรัฐฯ โดยเฉพาะในเอเชีย ต้องเผชิญกับอัตราภาษีที่สูง ซึ่งตามการประเมินของ Bloomberg ภาษีเฉลี่ยที่สหรัฐฯเก็บกับทั่วโลกจะอยู่ที่ 28% อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าจะมีการเจรจา ทำให้ภาษีเฉลี่ยที่รัฐบาลทรัมป์เรียกเก็บกับทั่วโลกจะอยู่ที่ 15% ส่งผลให้มีการปรับลดการคาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจปี 2025
- ด้วยภาพดังกล่าว ทำให้เรามองว่าเศรษฐกิจทั่วโลกจะเติบโตชะลอลงประมาณ 0.8% (p.p.) ซึ่งใกล้เคียงกับที่ IMF เคยทำประมาณการ Scenario Analysis ไว้ก่อนหน้านี้ ขณะที่ผลต่อเศรษฐกิจต่าง ๆ เป็นไปตามตาราง อย่างไรก็ตาม เรา มองว่า มีความเป็นไปได้ที่การเจรจากับประเทศขนาดใหญ่ เช่น ยุโรปอาจประสบความสำเร็จในระดับหนึ่ง เนื่องจากมีแต้มต่อ อันได้แก่ การที่สหรัฐฯพึ่งพาการส่งออกภาคบริการในยุโรปในระดับสูง ทำให้สหรัฐฯอาจไม่ขึ้นภาษีมากนัก และทำให้เศรษฐกิจอาจชะลอตัวน้อยกว่าคาดได้ ขณะที่ในจีน มาตรการดูแลเศรษฐกิจของรัฐบาลจีนก็จะมีส่วนทำให้เศรษฐกิจจีนอาจไม่ขยายตัวชะลอลงมาก

IMF WEO April 2025 Forecast compared to INVX May 2025 forecast

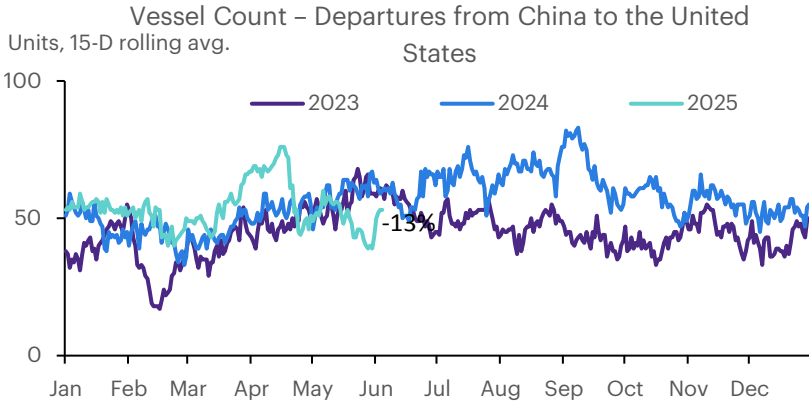
	2024 GDP (%)	GDP 2025F (%)						Export / GDP (%)
		IMF Jan 25	IMF Apr 25	Impac t (p.p.)	INVX Feb 25	INVX May 25	Impac t (p.p.)	
World (IMF)	3.2	3.3	2.8	-0.5	3.3	2.5	-0.8	29%
US	2.8	2.7	1.8	-0.9	1.9	0.9	-1.0	12%
Eurozone	0.8	1.0	0.8	-0.2	0.8	0.1	-0.8	20%
Japan	-0.2	1.1	0.6	-0.5	1.2	0.8	-0.4	18%
China	4.8	4.6	4.0	-0.6	4.5	3.6	-0.9	20%
India	6.5	6.5	6.2	-0.3	6.4	6.1	-0.3	23%
Vietnam	5.5	6.1	5.2	-0.9	6.1	4.9	-1.2	95%
Thailand	2.7	2.9	1.8	-1.1	2.5	1.4	-1.1	70%



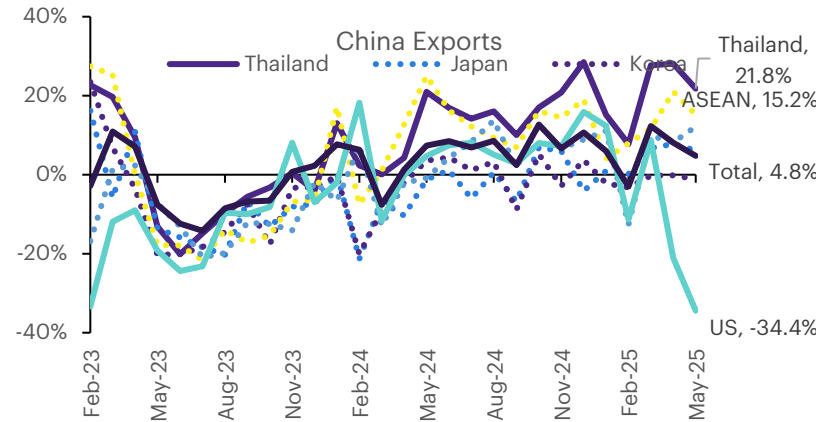
	Actual									Forecast					
	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	03/2025	06/2025	09/2025	12/2025	yr 2023	yr 2024	yr 2025f
US	1.7	2.4	2.9	3.1	3.1	3.0	2.5	2.9	2.0	0.5	0.4	0.6	2.5	2.9	0.9
EZ	1.3	0.6	0.1	0.1	0.6	0.8	1.1	1.4	1.4	-0.5	-0.3	-0.3	0.5	1.0	0.1
CN	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4	3.4	3.2	2.4	5.2	5.0	3.6
JP	2.5	2.3	1.6	1.2	-0.9	-0.5	0.7	1.4	1.6	0.6	0.5	0.3	1.9	0.2	0.8
Thai	2.6	1.8	1.4	1.7	1.6	2.3	2.9	3.4	3.1	1.6	0.6	0.2	1.9	2.5	1.4
Avg. 5	2.5	2.7	2.2	2.3	1.9	2.1	2.4	2.9	2.7	1.1	0.9	0.6	2.4	2.3	1.3

ความเสี่ยงเศรษฐกิจเริ่มเห็นเด่นชัดขึ้นโดยเฉพาะจีนและสหรัฐ

การเดินทางจากจีนไปยังสหรัฐลดลง 13%

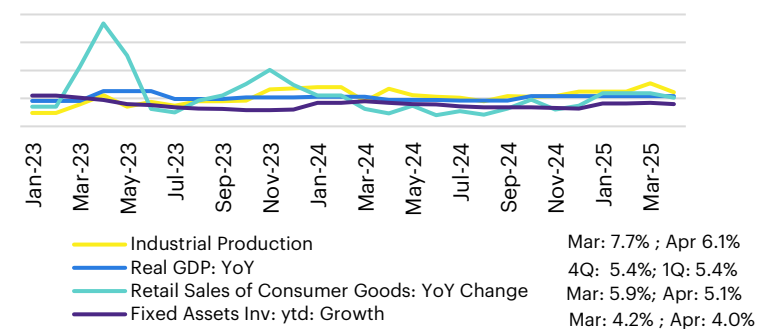


ส่งออกจีนขยายตัวชะลอลง แต่การ Dumping มายังเอเชียและไทยเพิ่มขึ้น

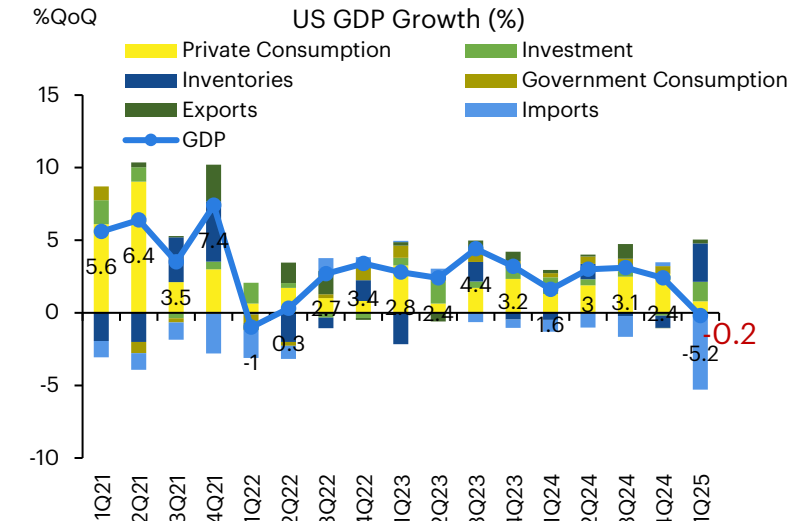


ตัวเลข ศก. จีนขยายตัวชะลอลง

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

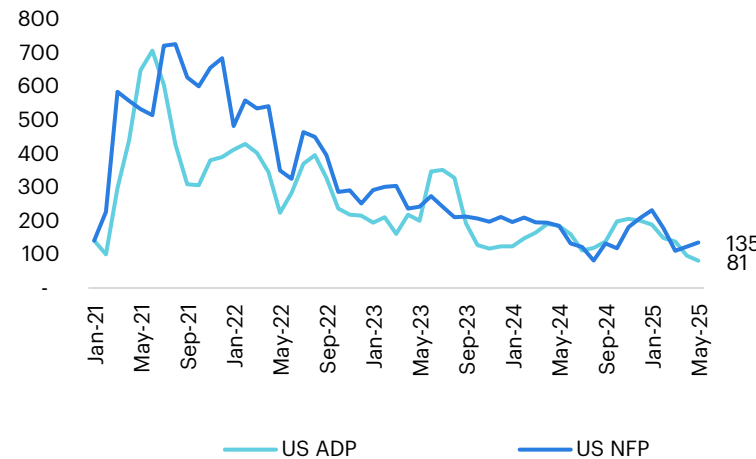


GDP ไตรมาส 1 สหรัฐหดตัวเพราะมีการเร่งนำเข้า



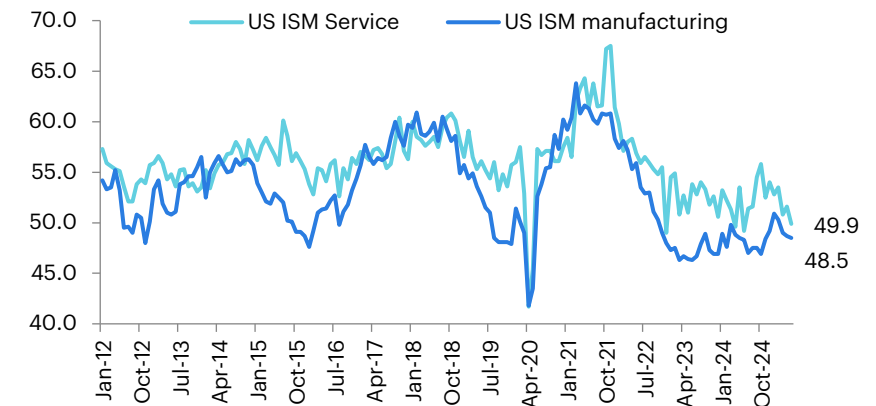
ตัวเลขการจ้างงานสหรัฐส่งสัญญาณชะลอลง

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



ตัวเลข ISM ทั้งภาคการผลิตและบริการปักหัวลง

US ISM Manufacturing and Service PMI (50 = Base)

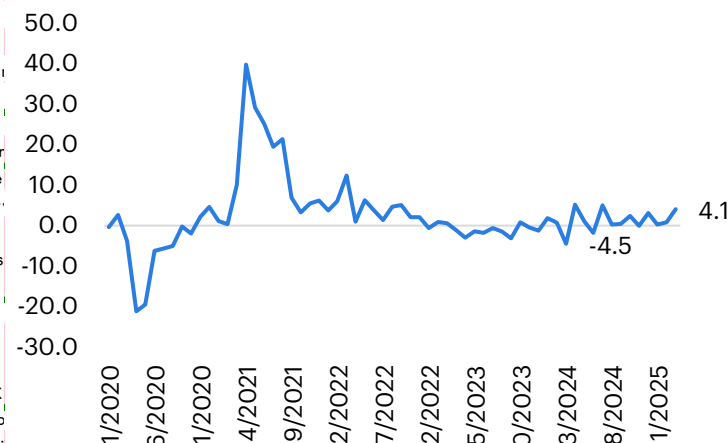


ภาคการผลิตโลกเร่งตัวขึ้นก่อนสงครามการค้าจะรุนแรง

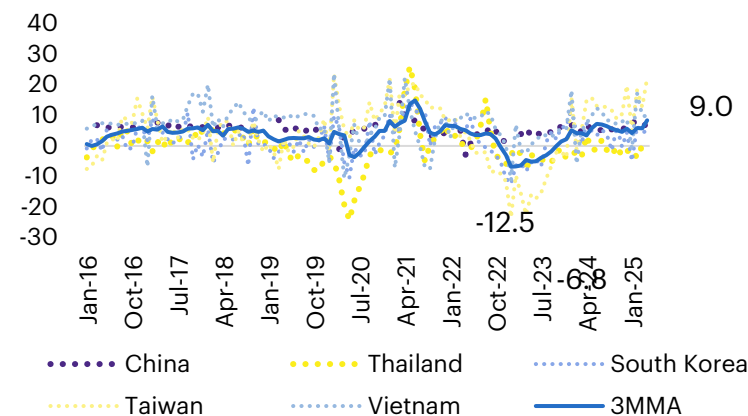
- ภาคการผลิตโลกส่งสัญญาณเร่งตัวขึ้นก่อนสงครามการค้าจะรุนแรง โดยดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมเฉลี่ย 40 ประเทศที่ INVX ติดตามเพิ่มขึ้นเป็น 4.1% ขณะที่ค่าเฉลี่ยของดัชนี 5 ประเทศในเอเชียพุ่งขึ้นถึงระดับ 9.0%
- อย่างไรก็ตาม สัญญาณล่าสุดเริ่มเห็นการชะลอตัวของภาคการผลิตในหลายประเทศ โดยเฉพาะในยุโรปที่หดตัว ขณะที่หลายประเทศในเอเชียเริ่มชะลอลง สอดคล้องกับภาวการณ์ค้าที่เริ่มมีผลต่อเศรษฐกิจมากขึ้น ทำให้ความเสี่ยงเศรษฐกิจที่จะชะลอลงในครึ่งปีหลังมีมากขึ้น

	6/2020	12/2020	6/2021	12/2021	6/2022	12/2022	6/2023	12/2023	6/2024	12/2024	1/2025	2/2025	3/2025	4/2025	
Argentina	-6.2	5.6	19.2	10.3	7.1	-2.7	-2.5	-12.8	-20.2	8.8	7.6	5.6	5.2		Argentina
Belgium	-6.9	-1.2	56.6	25.7	-19.7	-5.4	-2.4	-9.8	-10.6	-9.2	-3.7	-4.4	-0.8		Brazil
Brazil	-8.7	8.3	12.1	-5.0	-0.6	-0.4	0.1	0.9	3.2	1.4	1.3	1.3	3.2	-0.3	Belgium
Chile	-2.7	-3.8	6.2	1.7	-1.6	-1.0	-0.2	-2.8	-1.2	8.8	2.0	-3.6	4.5	3.8	Chile
China	4.8	7.3	8.3	4.3	3.9	1.3	4.4	6.8	5.3	6.2	7.7	7.7	7.7	6.1	China
Denmark	-1.1	-0.1	7.7	11.6	22.3	22.9	11.3	6.1	1.5	3.9	-8.3	-6.7	-3.3	-13.5	Denmark
Finland	-2.8	0.0	4.0	11.9	9.3	-1.6	-5.7	-8.9	-2.6	3.7	-0.9	-5.1	11.8		Finland
France	-7.7	-0.5	9.9	2.2	-3.6	-3.9	2.3	-4.1	-5.3	1.4	-1.2	-2.3	0.1	-1.9	France
Germany	-3.2	5.9	9.9	-0.5	-3.6	-3.9	2.0	-7.3	-8.4	-4.2	-3.4	-6.7	1.5	-5.6	Germany
Greece	-2.6	6.4	9.3	11.7	9.5	-2.7	-2.4	0.0	6.7	5.5	3.0	-3.6			Greece
Hungary	-7.4	7.6	21.7	6.8	1.7	2.0	-3.1	-13.7	-8.3	-5.3	-4.3	-8.7	0.0	-5.0	Hungary
India	-16.6	2.2	13.8	1.0	12.6	4.3	4.0	4.4	4.9	3.7	5.2	2.7	3.9	2.7	India
Indonesia	-7.3	-5.1	22.6	5.4	0.2	3.3	0.9	0.6	0.1	3.2	-2.0	3.8	-2.8		Indonesia
Ireland	17.9	64.1	14.8	-7.6	19.4	-7.8	6.3	36.0	-16.7	11.0	10.0	38.2	50.2		Ireland
Israel	8.5	9.9	9.6	5.2	17.0	18.1	-9.3	-11.0	-3.8	15.7	-1.0	0.3	6.6		Israel
Italy	-11.2	1.6	14.4	8.1	-1.1	-5.8	-0.7	-7.4	-6.6	-1.0	-3.7	-6.4	-0.3		Italy
Japan	-18.4	-2.9	22.9	2.2	-2.8	-2.4	-0.1	-1.1	-8.2	-2.2	2.2	0.1	1.0	0.7	Japan
South Korea	-1.1	2.8	12.2	7.1	1.4	-7.3	-5.0	6.8	3.4	4.4	-5.0	6.5	4.4	4.9	South Korea
Luxembourg	-12.0	1.1	15.8	7.8	-5.7	-1.2	-4.0	-7.5	-3.2	7.4	3.0	-1.9	-2.7		Luxembourg
Malaysia	0.1	1.7	1.1	5.9	12.1	3.0	-2.4	0.0	5.2	4.6	2.1	1.5	3.2		Malaysia
Mexico	-15.7	-2.2	11.9	2.2	3.7	3.0	5.1	0.4	-0.4	-2.8	-2.9	-1.2	1.9		Mexico
Netherlands	-7.5	-0.6	11.7	5.9	2.1	0.7	1.0	-1.3	-3.8	-3.0	0.3	1.8	2.4		Netherlands
Norway	9.0	5.9	4.6	0.7	-2.4	-2.7	-2.6	7.2	13.9	0.2	-6.1	-3.4	-1.7	-0.9	Norway
Pakistan	-11.9	8.7	24.0	5.4	11.9	-3.5	-17.7	3.0	-0.2	-3.4	-1.0	-3.2	1.8		Pakistan
Peru	-12.2	9.9	20.0	2.6	5.5	-4.6	-14.6	-10.9	0.0	11.8	6.2	2.5	3.2		Peru
Philippines	-80.6	-14.8	448.2	19.2	0.0	4.8	1.7	1.6	3.8	0.0	0.9	-2.5	-2.0	4.2	Philippines
Poland	0.5	11.1	18.1	16.3	10.4	1.0	-1.6	-3.5	0.0	0.3	-0.9	-1.8	2.5	1.2	Poland
Portugal	-11.6	-5.7	10.6	1.7	3.0	1.3	-2.7	-9.4	-6.5	1.8	-2.8	-0.2	-3.1	-4.9	Portugal
Singapore	-6.1	17.1	28.4	16.7	3.0	-3.1	-6.8	-1.6	-3.3	5.0	5.1	0.9	6.8	5.9	Singapore
South Africa	-14.3	0.6	11.8	-0.7	-3.7	-4.7	5.8	2.1	-4.7	-1.2	-3.3	-3.2	-0.8		South Africa
Spain	-10.1	2.2	11.1	3.1	6.6	-3.4	-2.2	-4.7	-4.4	4.3	-1.4	-2.3	8.5	-5.7	Spain
Sweden	-3.5	6.9	15.0	5.9	-0.8	-1.9	-7.3	-2.6	-5.0	3.6	-4.7	-3.9	-0.2		Sweden
Switzerland	-4.0	5.4	15.5	10.2	7.0	3.4	0.6	-5.6	0.7	6.9	3.5	3.8	19.2		Switzerland
Taiwan	7.2	10.3	18.1	8.7	0.5	-7.9	-17.2	-3.8	13.1	19.8	4.9	18.2	12.8	22.3	Taiwan
Thailand	-18.0	-2.7	18.6	6.7	-0.2	-8.2	-4.2	-4.7	-1.2	-1.8	-1.1	-3.9	0.0	2.2	Thailand
Turkey	17.7	12.3	23.7	14.4	9.5	-1.2	-10.3	-0.6	-8.6	8.0	1.3	-5.2	-2.7		Turkey
United Kingdom	1.5	10.2	11.8	-1.9	-3.2	-5.7	1.9	-1.5	-7.2	1.0	-0.4	-1.7	1.7	1.4	United Kingdom
United States	-10.5	-3.6	8.9	3.5	3.6	1.7	-0.3	0.9	0.9	0.4	2.0	1.5	1.6	1.4	United States
Vietnam	7.0	9.5	4.9	8.7	9.1	0.2	1.8	5.8	12.4	8.8	-1.0	17.2	9.9		Vietnam
Average	-6.2	4.6	25.1	6.2	3.7	-0.6	-1.8	-1.2	-1.8	3.1	0.2	0.8	4.1		Average

Simple average of Industrial Production in 40 countries (%)



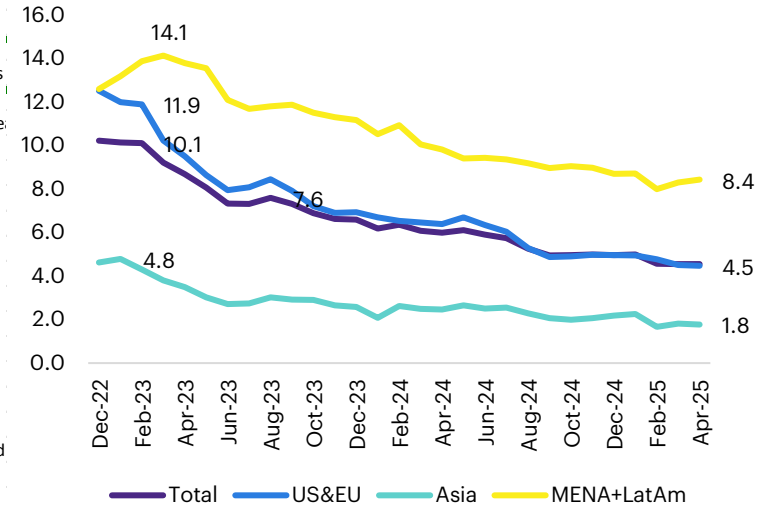
Asian-5 Industrial Production Index (%YoY)



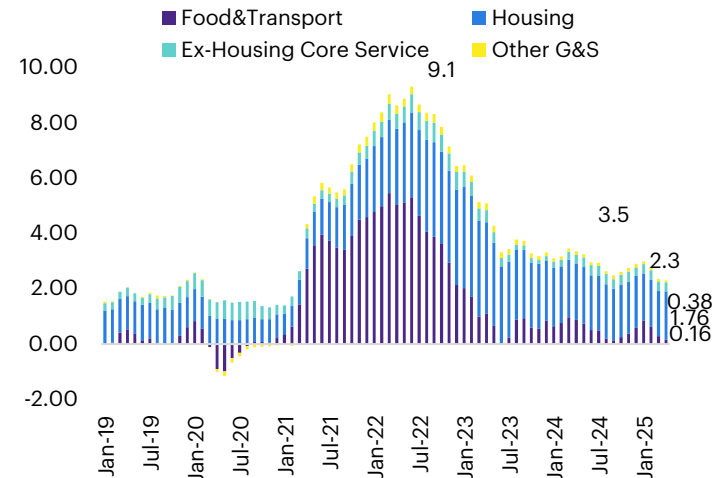
ความเสี่ยงเงินเฟ้อลดลงทั่วโลกยกเว้นในสหรัฐที่อาจเพิ่มขึ้นแรงในอนาคต

Region	12/2022	03/2023	06/2023	09/2023	12/2023	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	01/2025	02/2025	03/2025	04/2025	
China	1.8	0.7	0.0	0.0	-0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	China
Hong Kong	2.0	1.7	1.9	2.0	2.4	2.0	1.5	2.2	1.4	2.0	1.4	1.4	2.0	Hong Kong
India	5.7	5.7	4.9	5.0	5.7	4.9	5.1	5.5	5.2	4.3	3.6	3.3	3.2	India
Indonesia	5.5	5.0	3.5	2.3	2.8	3.0	2.5	1.8	1.6	0.8	-0.1	1.0	1.9	Indonesia
Japan	4.0	3.3	3.3	3.0	2.6	2.7	2.9	2.5	3.7	4.0	3.6	3.6	3.5	Japan
Malaysia	3.8	3.4	2.4	1.9	1.5	1.8	2.0	1.8	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	Malaysia
Philippines	8.1	7.6	5.4	6.1	3.9	3.7	3.7	1.9	2.9	2.9	2.1	1.8	1.4	Philippines
Singapore	6.5	5.5	4.5	4.1	3.7	3.0	2.5	1.9	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9	Singapore
South Korea	5.0	4.2	2.7	3.7	3.2	3.1	2.4	1.6	1.9	2.2	2.0	2.1	2.1	South Korea
Taiwan	2.7	2.4	1.8	2.9	2.7	2.1	2.4	1.8	2.1	2.7	1.6	2.3	2.0	Taiwan
Thailand	5.9	2.8	0.2	0.3	-0.8	-0.5	0.6	0.6	1.2	1.3	1.1	0.8	-0.2	Thailand
Vietnam	4.5	3.4	2.0	3.7	3.6	4.0	4.3	2.6	2.9	3.6	2.9	3.1	3.1	Vietnam
European U	10.4	8.3	6.4	4.9	3.4	2.4	2.5	1.7	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	EU
Finland	9.1	7.9	6.3	5.5	3.6	2.2	1.3	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	Finland
France	5.9	5.7	4.5	4.9	3.7	2.3	2.2	1.1	1.3	1.6	0.8	0.8	0.8	France
Germany	8.1	7.4	6.4	4.5	3.7	2.2	2.2	1.6	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1	Germany
Greece	7.2	4.6	1.8	1.6	3.5	3.2	2.3	2.9	2.6	2.7	2.5	2.4	2.0	Greece
Hungary	24.5	25.2	20.1	12.2	5.5	3.6	3.7	3.0	4.6	5.5	5.6	4.7	4.2	Hungary
Iceland	9.6	9.8	8.9	8.0	7.8	6.8	5.8	5.4	4.7	4.7	4.2	3.8	4.2	Iceland
Ireland	8.2	7.7	6.1	6.4	4.6	2.8	2.3	0.7	1.4	1.9	1.7	2.0	2.2	Ireland
Italy	11.6	7.6	6.4	5.3	0.6	1.2	0.8	0.7	1.3	1.5	1.6	1.9	1.9	Italy
Netherlands	9.6	4.4	5.7	0.2	1.2	3.1	3.2	3.5	4.1	3.3	3.8	3.7	4.1	Netherlands
Norway	5.9	6.5	6.4	3.3	4.8	3.9	2.6	3.0	2.2	2.3	3.6	2.6	2.5	Norway
Poland	16.6	16.1	11.5	8.2	6.2	2.0	2.6	4.9	4.7	4.9	4.9	4.9	4.3	Poland
Portugal	9.6	7.4	3.4	3.6	1.4	2.3	2.8	2.1	3.0	2.5	2.4	1.9	2.1	Portugal
Russian Fed	11.9	3.5	3.3	6.0	7.4	7.7	8.6	8.6	9.5	9.9	10.1	10.3	10.2	Russian Fed
Spain	5.7	3.3	1.9	3.5	3.1	3.2	3.4	1.5	2.8	2.9	3.0	2.3	2.2	Spain
Sweden	12.3	10.6	9.3	6.5	4.4	4.1	2.6	1.6	0.8	0.9	1.3	0.5	0.3	Sweden
Switzerland	2.8	2.9	1.7	1.7	1.7	1.0	1.3	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3	0.0	Switzerland
Turkey	64.3	50.5	38.2	61.5	64.8	68.5	71.6	49.4	44.4	42.1	39.1	38.1	37.9	Turkey
United King	10.5	10.1	7.9	6.7	4.0	3.2	2.0	1.7	2.5	3.0	2.8	2.6	3.5	United King
Egypt	21.3	32.7	35.7	38.0	33.7	33.3	27.5	26.4	24.1	24.0	12.8	13.6	13.9	Egypt
Iran	45.6	54.1	42.7	39.5	40.2	32.2	31.9	31.2	31.4	31.7	35.4	37.1	38.8	Iran
Kuwait	3.2	3.7	3.8	3.7	3.4	3.0	2.8	2.8	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	Kuwait
Saudi Arabi	3.3	2.7	2.7	1.7	1.5	1.6	1.5	1.7	1.9	2.0	2.0	2.3	2.3	Saudi Arabi
South Africa	7.2	7.1	5.4	5.4	5.1	5.3	5.1	3.8	3.0	3.2	3.2	2.7	2.8	S. Africa
Brazil	5.8	4.7	3.2	5.2	4.6	3.9	4.2	4.4	4.8	4.6	5.1	5.5	5.5	Brazil
Canada	6.3	4.3	2.8	3.8	3.4	2.9	2.7	1.6	1.8	1.9	2.6	2.3	1.7	Canada
Chile	12.8	11.1	7.6	5.1	3.9	3.7	4.2	4.1	4.5	4.9	4.7	4.9	4.5	Chile
Mexico	7.8	6.8	5.1	4.5	4.7	4.4	5.0	4.6	4.2	3.6	3.8	3.8	3.9	Mexico
United Stat	6.5	5.0	3.0	3.7	3.4	3.5	3.0	2.4	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	US
Total	10.2	9.2	7.3	7.3	6.6	6.1	5.9	5.0	5.0	5.0	4.6	4.5	4.6	Total
US&EU	12.5	10.2	8.0	7.9	6.9	6.5	6.3	4.9	5.0	4.9	4.8	4.5	4.5	US&EU
Asia	4.6	3.8	2.7	2.9	2.6	2.5	2.5	2.1	2.2	2.3	1.7	1.8	1.8	Asia
MENA+LatA	12.6	14.1	12.1	11.9	11.2	10.1	9.4	9.0	8.7	8.7	8.0	8.3	8.4	MENA+LatA

Simple average of CPI inflation in 41 countries, regional comparison (%)



US CPI by 4 main categories



- เงินเพื่อ 41 ประเทศที่ INVX ติดตามอยู่ส่งสัญญาณชะลอแรงขึ้นในช่วงต้นปี 2025 โดยเฉพาะในเอเชีย ผลจากราคาพลังงานที่ลดลง และบ่งชี้สัญญาณ Global Soft-landing ในขณะนี้ที่กระแส Trade war ของสหรัฐยังเป็นตัวกดดันการเติบโตเศรษฐกิจโลกมากขึ้น ทำให้เงินเฟ้อเงินฝืด และส่งออกเงินฝืดไปทั่วโลกมากขึ้น
- ในทางกลับกัน สหรัฐเสี่ยงที่จะเผชิญกับเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในระยะต่อไป จากต้นทุนการผลิตที่เริ่ม build-up รวมถึงค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับบ้านที่ยังสูง ทำให้นโยบายการเงินสหรัฐในระยะต่อไปจะแตกต่างจากประเทศอื่น ๆ

ผลกระทบจากคำสั่งศาลการค้าสำหรับรัฐฯ และแนวโน้มต่อเศรษฐกิจโลกและไทย

สรุปไทม์ไลน์หลังจากที่ศาลการค้าระหว่างประเทศตัดสินว่าภาษีที่ห้ามใช้กฎหมาย

- เมื่อวันที่ 28 พฤษภาคม 2568 ศาลการค้าระหว่างประเทศของสหรัฐฯ (US CIT) ได้มีคำตัดสินสำคัญที่ยุติมาตรการภาษีแบบครอบคลุม (Universal and Reciprocal Tariff) อย่างไรก็ดีตาม วันที่ 29 พ.ค. ศาลอุทธรณ์ Federal Circuit ออกคำสั่ง “Stay” เปิดทางให้รัฐบาลสามารถ คงการจัดเก็บภาษีเท่าเทียม (Universal) และ ตอบโต้ (Reciprocal) ไว้ได้
- แต่ในภาพใหญ่ เป็นสัญญาณที่ดีขึ้น เพราะบ่งชี้ว่าปัจจัยเชิงสถาบัน สามารถกดดันมาตรการที่กระทบต่อความเป็นอยู่ของประชาชนได้ในระดับหนึ่ง

ไทม์ไลน์หลังจากที่ศาลการค้าระหว่างประเทศตัดสินว่าภาษีที่ห้ามใช้กฎหมาย

	Timeline ที่ต้องติดตาม
28 พ.ค. 2025	คำตัดสินของศาลการค้าระหว่างประเทศของสหรัฐฯ (US CIT) ได้สั่งยุติการขึ้นภาษี Universal, Reciprocal ที่สหรัฐฯ จะเก็บตั้งแต่เดือน ก.พ. โดยภาษีที่ถูกยุตินี้ รวมถึง ภาษีที่เรียกเก็บจากแคนาดา, จีน, เม็กซิโก และ ภาษีฐาน (baseline tariff) 10% ด้วย แต่คำตัดสินนี้ ไม่มีผลกระทบต่อภาษีเฉพาะภาคส่วน เช่น ภาษีสถยนต์, เหล็กกล้า, และอะลูมิเนียม
28 พ.ค. 2025	รัฐบาลสามารถยื่นอุทธรณ์ต่อศาลอุทธรณ์ของสหรัฐฯ (Federal Circuit) แล้ว และสามารถอุทธรณ์ต่อไปยังศาลฎีกาได้อีก (รวมถึงอาจใช้มาตราอื่น ๆ ของรัฐบัญญัติทางการค้าปี 1974)
29 พ.ค. 2025	ศาลอุทธรณ์ (Federal Circuit) ตัดสินคำร้องขอของรัฐบาลให้พักคำสั่ง (Stay) คำตัดสินของศาลชั้นต้น ซึ่งหมายความว่า ภาษี 10% อาจยังคงถูกเรียกเก็บต่อไปในระหว่างกระบวนการอุทธรณ์
1.5-3 ปี หลังจากนี้	ศาลอุทธรณ์ตัดสินคดียุติการขึ้นภาษีศุลกากร ว่าผิดกฎหมายหรือไม่ - หากตัดสินว่าผิด รัฐบาลต้องยุติการขึ้นภาษีตอบโต้และและภาษีรายประเทศโดยถาวร - อย่างไรก็ดีตาม รัฐบาลสามารถที่จะยื่นฟ้องต่อศาลฎีกา (Supreme court) ในประเด็นดังกล่าวได้

มาตรการอื่น ๆ ที่รัฐบาลสามารถใช้อำนาจบังคับใช้

มาตราที่อาจบังคับใช้	รัฐบัญญัติทางการค้าปี 1974 (Trade Act of 1974) ที่รัฐบาลสามารถยกขึ้นมาเพื่อดำเนินมาตรการภาษีต่อได้
มาตรา 122 (Sec. 122)*	รัฐบาลสามารถใช้มาตรานี้เพื่อแทนที่ภาษี 10% เดิม ด้วยภาษีที่คล้ายกัน สูงถึง 15% ได้อย่างรวดเร็ว (แต่ภาษีนี้อาจมีผลเพียง 150 วัน และต้องให้สภาองเกรสต่ออายุ/เริ่มใหม่)
การสืบสวนตาม มาตรา 301 (Sec. 301)*	ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) สามารถเริ่มการสืบสวนคู่ค้าหลักตาม มาตรา 301 ได้อย่างรวดเร็ว เพื่อเตรียมพื้นฐานทางกฎหมายสำหรับการเก็บภาษีหลังจากสืบสวนเสร็จสิ้น
ขยายมาตรา 232 (Sec. 232)*	มาตรานี้ที่ทรัมป์เคยใช้กับเหล็ก อะลูมิเนียม และรถยนต์ สามารถขยายไปครอบคลุมภาคส่วนอื่น ๆ ได้ GS คาดว่าจะมีภาษีเฉพาะภาคส่วนเพิ่มเติมสำหรับ เกษตรกรรม, เซมิคอนดักเตอร์, และอิเล็กทรอนิกส์
มาตรา 338 ของ Trade Act ปี 1930 (Sec. 338)*	ประธานาธิบดีสามารถเก็บภาษีได้สูงสุดถึง 50% กับประเทศที่เลือกปฏิบัติต่อสหรัฐฯ (มาตรานี้ยังไม่เคยถูกใช้)

*หมายเหตุ: สรุปความแตกต่างสำคัญ

- มาตรา 122: เน้นไปที่ปัญหาดุลการชำระเงิน ระยะเวลาจำกัด 150 วัน (หากไม่ได้รับการต่ออายุจากรัฐสภา)
- มาตรา 232: เน้นไปที่ ความมั่นคงของชาติ ต้องมีการสืบสวนโดยกระทรวงพาณิชย์
- มาตรา 301: เน้นไปที่การ ปฏิบัติทางการค้าที่ไม่เป็นธรรมของต่างประเทศ ต้องมีการสืบสวนโดย USTR และมีกระบวนการเจรจา

Source: INVX, GS, Various sources

การคาดการณ์ในสถานการณ์ต่าง ๆ (Scenario analysis)

- เราปรับประมาณการเศรษฐกิจในสถานการณ์ต่าง ๆ โดยปรับลดสถานการณ์ลงเหลือ 2 สถานการณ์ โดยในกรณีฐาน (ความเป็นไปได้ 60%) สหรัฐอาจยังสามารถใช้ Universal and reciprocal tariff แต่จะมีการคุมมิให้อัตราภาษีสูงเกินไปในลักษณะเดียวกับคำสั่งศาล ทำให้อัตราภาษีสหรัฐเฉลี่ย (รวมถึงอัตราที่เก็บกับไทย) อยู่ที่ 15 % อย่างไรก็ตาม เรามองว่า โอกาสที่ภาษีจะปรับขึ้นไปสูงตามที่ประกาศ reciprocal tariff ในวันที่ 2 เม.ย. เป็นไปได้น่าขึ้น

Scenario Analysis ล่าสุด ณ มิ.ย. 2025

สถานการณ์	รายละเอียด	สหรัฐ	ไทย
กรณีที่ดีที่สุด (Best case) (โอกาส 40%)	- สหรัฐต้องยุติมาตรการ Universal and reciprocal tariff แต่อาจใช้มาตรการอื่น ๆ เช่น มาตรา 122 และ/หรือ มาตรการอื่น ๆ ทำให้อัตราเฉลี่ย (Effective rate) ที่ 10%	- GDP +1.5% - Fed ไม่ลดดอกเบี้ย - CPI +3.2%	- GDP +1.7% - สปท. ลดดอกเบี้ยสู่ 1.50% - CPI +0.7% - ส่งออก -0.5%
กรณีฐาน (Base case) (โอกาส 60%)	- สหรัฐอาจยังสามารถใช้ Universal and reciprocal tariff แต่จะมีการคุมมิให้อัตราภาษีสูงเกินไปในลักษณะเดียวกับคำสั่งศาล ทำให้อัตราภาษีสหรัฐเฉลี่ย (รวมถึงอัตราที่เก็บกับไทย) อยู่ที่ 15 %	- GDP +0.9% - Fed ไม่ลดดอกเบี้ย - CPI +3.4%	- GDP +1.4% - สปท. ลดดอกเบี้ยสู่ 1.25% - CPI +0.5% - ส่งออก -3.0%

Source: INNV

- พัฒนาการการเจรจาการค้าระหว่างไทย-สหรัฐฯ ล่าสุด (6 มิ.ย.) รองนายกฯ พิชัย ชุณหะวัณ ประกาศว่าสหรัฐฯ ตอบรับการเจรจาภาษีกับไทยอย่างเป็นทางการแล้ว โดยไทยนำเสนอข้อเสนอ 5 ประการ ได้แก่ ความร่วมมือธุรกิจอาหารแปรรูป การเพิ่มนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ (พลังงาน เครื่องบิน อากาศยาน) การเปิดตลาดลดอุปสรรคการค้า การบังคับใช้กฎหมายขึ้นกีดกันสินค้าเครื่องสำอาง และการส่งเสริมการลงทุนไทยในสหรัฐฯ ซึ่งเรามองว่า โอกาสความสำเร็จของการเจรจาและการลดภาษีเหลือ 10% มีแนวโน้มดีขึ้น เนื่องจากข้อเสนอไทยสอดคล้องกับนโยบายทรมปี แต่การกันเส้นตาย 9 กรกฎาคม เป็นความท้าทาย

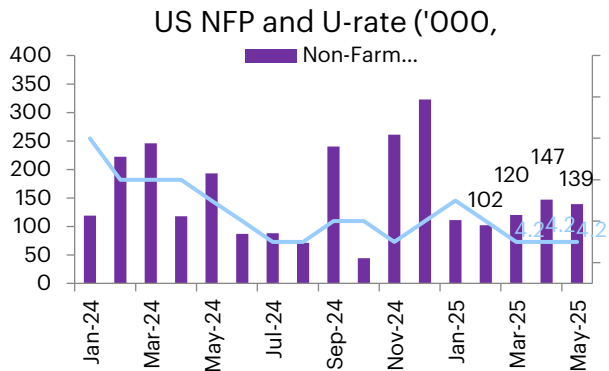
Scenario Analysis เดิม ณ เม.ย. 2025

สถานการณ์	รายละเอียด	สหรัฐ	ไทย
สถานการณ์ก่อนการประกาศ Reciprocal Tariff	- ไม่มี Reciprocal Tariff	- GDP +1.9% - Fed ลดอีก 1 ครั้ง สู่ 4.13% - CPI +2.7%	- GDP +2.5% - สปท. ลดอีก 1 ครั้ง สู่ 2.75% - CPI +0.9% - ส่งออก -1.0%
กรณีที่ดีที่สุด (Best case) (โอกาส 20%)	- สหรัฐเจรจากับทั่วโลก รวมถึงไทยสำเร็จ สามารถลดอัตราภาษีมาสู่ Universal Tariff ที่ 10%	- GDP +1.5% - Fed ไม่ลดดอกเบี้ย - CPI +3.0%	- GDP +1.7% - สปท. ลดดอกเบี้ยสู่ 1.50% - CPI +0.7% - ส่งออก -0.5%
กรณีฐาน (Base case) (โอกาส 40%)	- สหรัฐเจรจากับทั่วโลก รวมถึงไทยได้สำเร็จบางส่วน ทำให้อัตราภาษีสหรัฐเฉลี่ย (รวมถึงอัตราที่เก็บกับไทย) อยู่ที่ 15 %	- GDP +0.9% - Fed ไม่ลดดอกเบี้ย - CPI +3.2%	- GDP +1.4% - สปท. ลดดอกเบี้ยสู่ 1.25% - CPI +0.5% - ส่งออก -3.0%
กรณีเลวร้าย (Worse case) (โอกาส 30%)	- การเจรจากับทุกประเทศไม่สำเร็จ อัตราภาษีเป็นตามที่ประกาศใน Reciprocal Tariff (ภาษีสหรัฐเฉลี่ย 28%)	- GDP +0.4% - Fed อาจต้องขึ้นดอกเบี้ย 1-2 ครั้ง - CPI +4.0%	- GDP -1.1% - สปท. ลดอีก 6 ครั้ง สู่ 0.5% - CPI +0.3% - ส่งออก -5.0%
กรณีฝันร้าย (Nightmare) (โอกาส 10%)	- การเจรจาไม่สำเร็จ ทุกประเทศต่างขึ้นภาษีต่อกันหรือ retaliation คล้าย The great depression ที่ภาษีเฉลี่ยของสหรัฐอยู่ระดับ 50%	- GDP -10% ขึ้นไป - Fed อาจต้องขึ้นดอกเบี้ยแรง - CPI +10.0% ขึ้นไป	- GDP -(10-20)% - สปท. ลดอีก 8 ครั้ง สู่ 0% - ส่งออก -30.0% ขึ้นไป

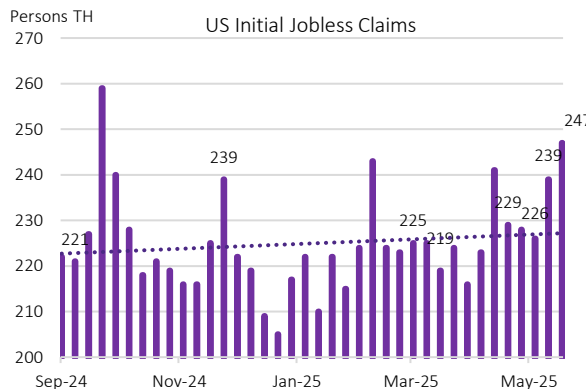
เศรษฐกิจสหรัฐ

เศรษฐกิจสหรัฐเริ่มส่งสัญญาณ Stagflation

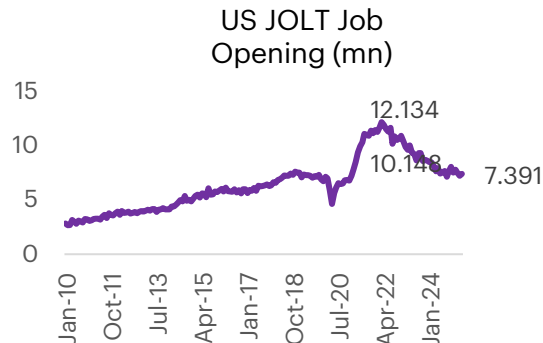
การจ้างงาน NFP เริ่มชะลอตัวแต่คนออกจากกำลังแรงงานมากขึ้น



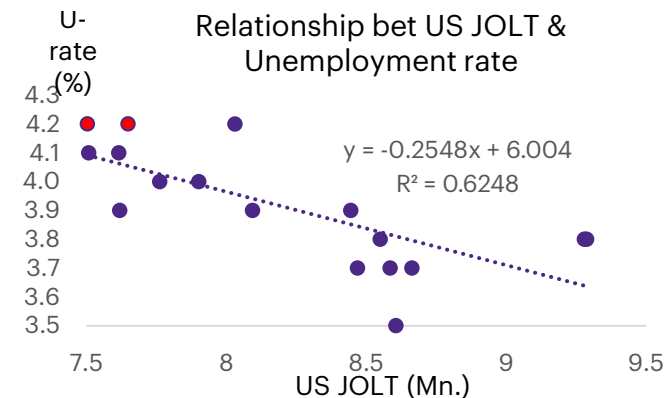
ยอดขอรับสวัสดิการว่างงานเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



ตำแหน่งงานเปิดใหม่ต่ำกว่า 8 ล้านต่อเนื่อง

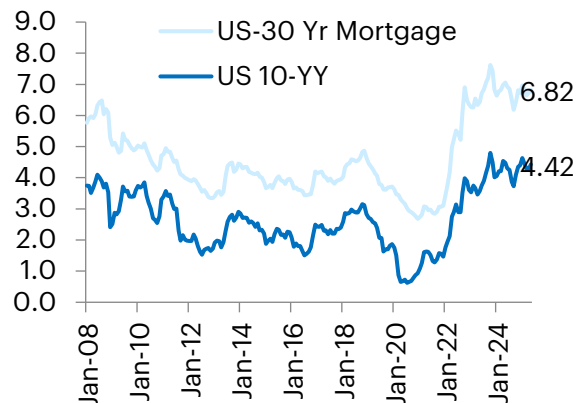


บ่งชี้อัตราว่างงานพุ่งขึ้นระยะต่อไป



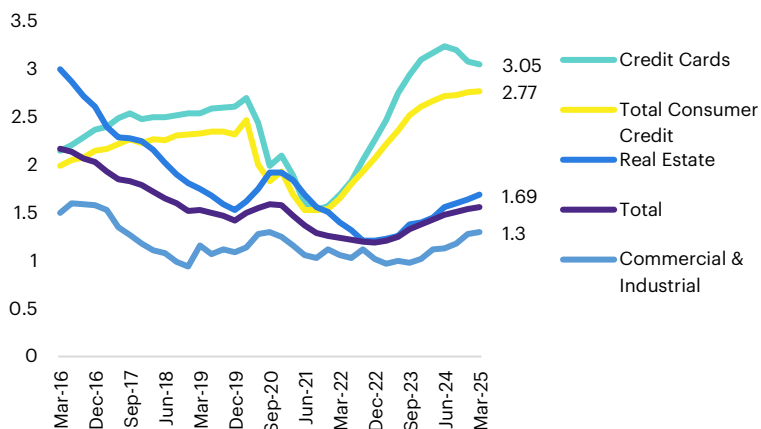
ดอกเบี้ยพันธบัตรอยู่ในระดับสูง ถึง 30-yr mortgage rate สูงขึ้น กระทบค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับบ้าน

US 10YY and 30 Yrs mortgage rate



อัตราผิดนัดชำระหนี้เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะสินเชื่ออุปโภคบริโภค

US Delinquency rate on several types of loan



สัญญาณ Stagflation เริ่มเพิ่มขึ้นทั่วสหรัฐ

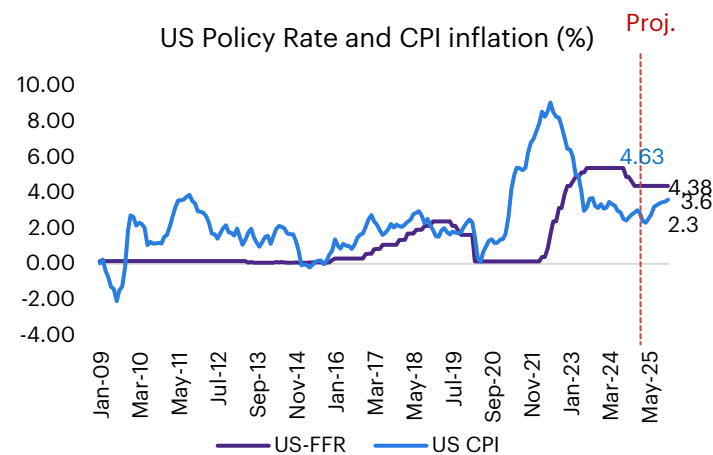
ประเด็นสรุปรายงานเศรษฐกิจสหรัฐของ Fed รายสาขา เดือน มิ.ย. (Beige book)

หมวดหมู่	สถานการณ์ปัจจุบัน
กิจกรรมเศรษฐกิจโดยรวม	ลดลงเล็กน้อย เนื่องจากความไม่แน่นอนทางนโยบายและภาษีนำเข้า (กล่าวถึง 122 ครั้ง)
ระดับราคา	เพิ่มขึ้นในระดับ "ปานกลาง" โดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วขึ้นในอนาคต โดยเริ่มมีการขึ้นราคาใน New York และ San Francisco
การจ้างงาน	อยู่ในระดับ "คงที่" ความต้องการแรงงานลดลงในทุกเขต โดยใน Dallas เริ่มมีการเลิกจ้างในภาคค้าปลีก
ค่าจ้าง	ทรงตัวหรือเพิ่มขึ้นเล็กน้อย
แนวโน้มเศรษฐกิจ	ภาพรวมซึมเซาและไม่แน่นอน โดยใน Kansas City ธุรกิจใช้แนวทางระมัดระวังในการลงทุน ใน Richmond ผู้ผลิตเครื่องจักรปิดสายการผลิตเพื่อส่งออกเนื่องจากภาษี ใน Atlanta นักท่องเที่ยวต่างชาติลดลง และใน St. Louis ยอดขายค้าปลีกลดลง

เราคาดว่าธนาคารกลางสหรัฐจะคงดอกเบี้ยที่ 4.38% (p.p.) ในปี 2025

- เราคงประมาณการดอกเบี้ยของ Fed จาก ลด 25 bps สู่ 4.1% เป็นคงดอกเบี้ยที่ 4.4% จนถึงสิ้นปี
- สมมติฐาน:
 - มาตรการภาษีของทรัมป์จะทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง โดยเศรษฐกิจและตัวแปรอื่นๆ เช่น ISM, NFP, U-rate, Retail sales
 - เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นสู่ 3.0% โดยเร่งขึ้นมากในครึ่งปีหลัง
 - Fed เลือกที่จะ respond ต่อความเสี่ยงเงินเฟ้อ โดยเฉพาะความคาดหวังเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ทำให้ไม่สามารถลดดอกเบี้ยได้

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



FOMC Mar 2025 Econ Projection

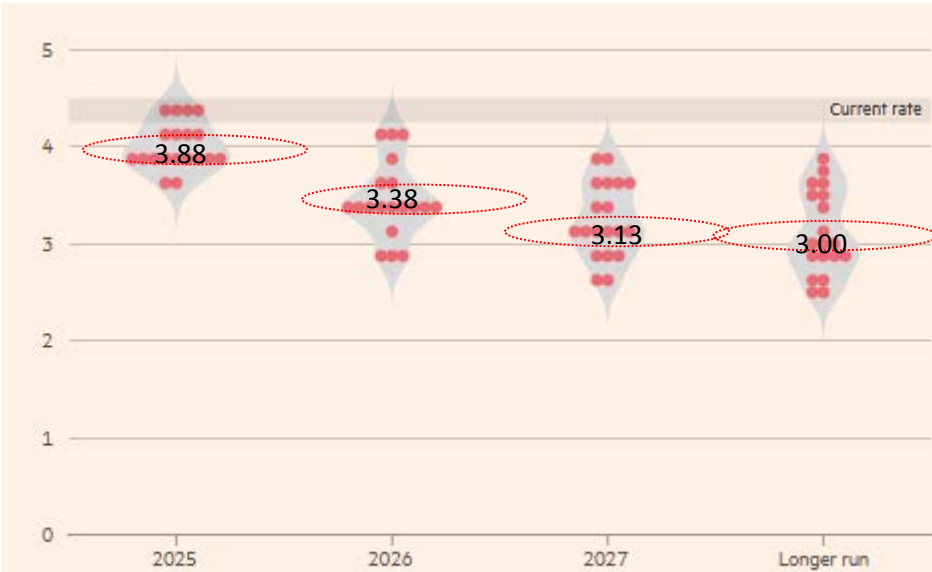
Variable (%)	2025	2026	2027	Longer run
GDP (Dec Proj.)	1.7	1.8	1.8	1.8
	2.1	2.0	1.9	1.8
U-rate (Dec Proj.)	4.4	4.3	4.3	4.2
	4.3	4.3	4.3	4.2
Core PCE (Dec Proj.)	2.8	2.2	2.0	
	2.5	2.2	2.0	
Fed Funds (Dec Proj.)	3.9	3.4	3.1	3.0
	3.9	3.4	3.1	3.0

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

	03/2024	06/2024	09/2024	12/2024	1Q2025	2Q2025	3Q2025	4Q2025
FFR	5.38	5.38	4.88	4.38	4.38	4.38	4.38	4.38
CPI	3.5	3.0	2.4	2.9	2.7	2.5	3.3	3.5
GDP	3.1	3.026	2.495	2.916	1.95195	0.5	0.4	0.6
ISM Manu	49.8	48.3	47.5	49.2	50.0	48.6	48.7	48.1
ISM Service	51.3	49.2	54.5	54.0	52.4	50.7	48.7	49.3
NFP	246.0	87.0	240.0	323.0	111.0	143.0	76.7	77.5
U-rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4
Retail Sales	3.6	2.0	2.0	4.6	4.6	2.7	3.0	3.3

Note: 2025 เป็นการคาดการณ์เบื้องต้น (Preliminary forecast)
Source: CEIC, Bloomberg, INVX

Mar 2025 Dot plot



Source: Federal Reserve
FT graphic: Oliver Roeder

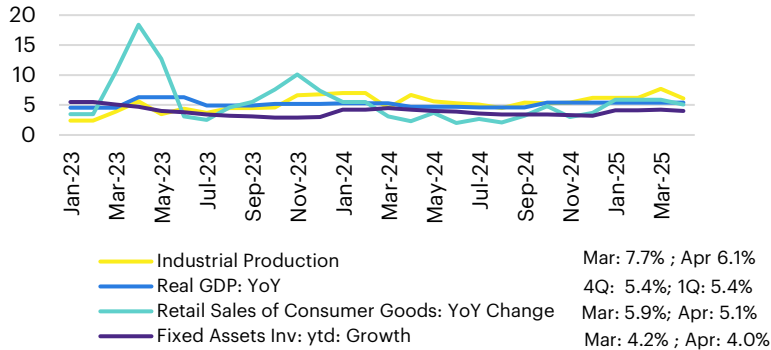
FINANCIAL TIMES

เศรษฐกิจจีน

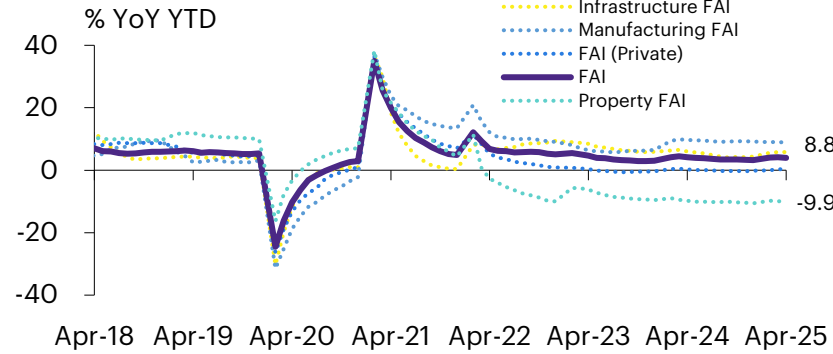
ตัวเลขกิจกรรมเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงใน เดือน เม.ย.

ตัวเลข ศก. จีนขยายตัวชะลอลง

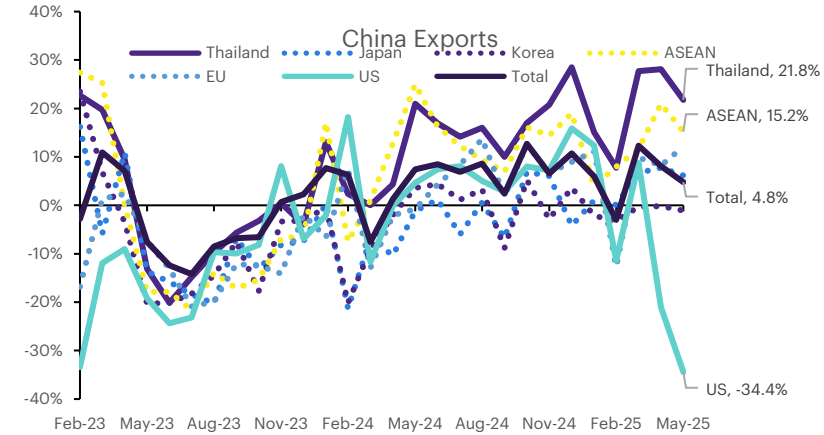
China's GDP Growth, Retail Sale, Fixed Asset Investment and Industrial Production (% YoY)



การลงทุนในภาคสังหาฯ ยังคงหดตัวต่อเนื่อง

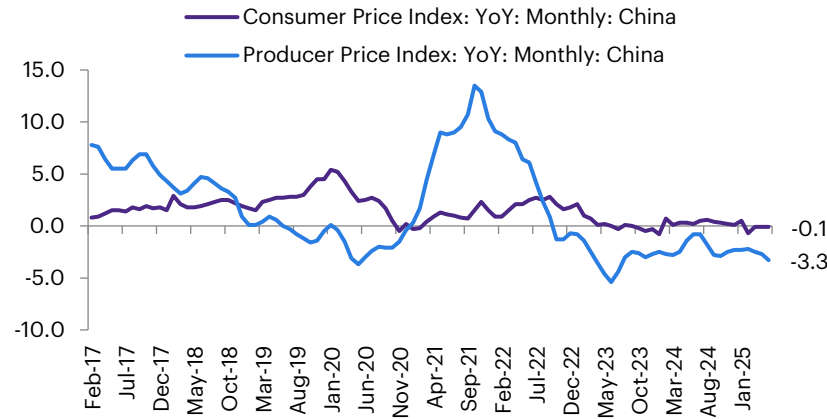


ส่งออกจีนขยายตัวชะลอลงต่อเนื่อง แต่การ Dumping มายังเอเชียและไทย เพิ่มขึ้น



สถานการณ์วิกฤตเงินฝืดยังคงมีอยู่ต่อเนื่อง

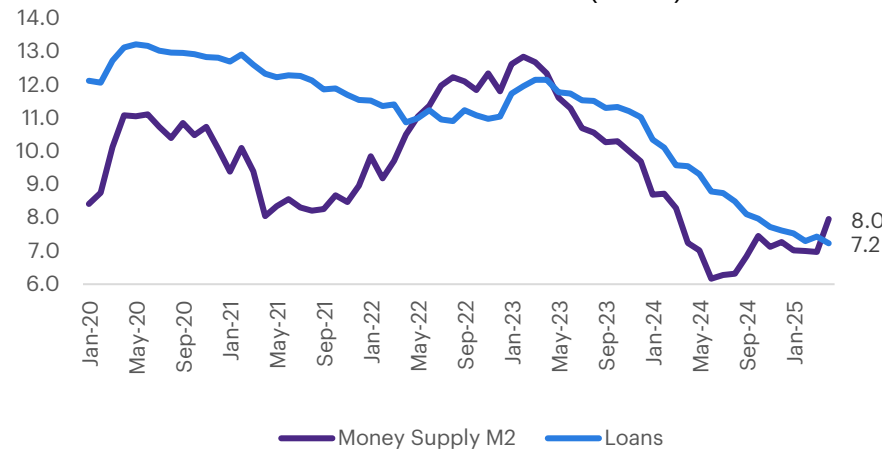
China's Consumer and Producer Price Index (CPI and PPI; % YoY)



Source: Bloomberg, INX Research

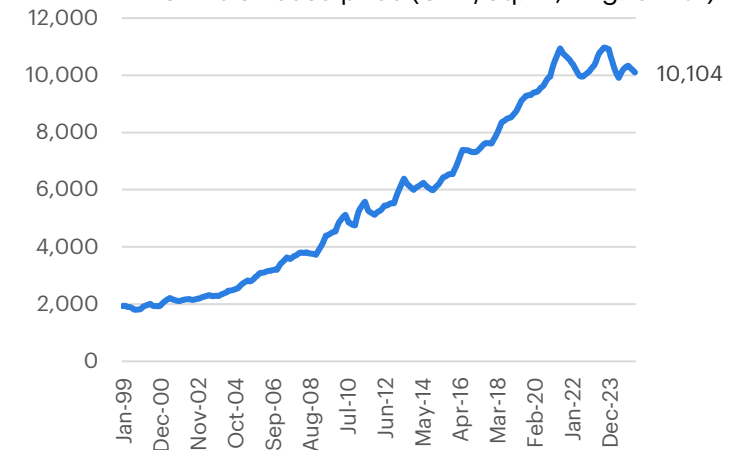
เช่นเดียวกับกับดักราคาส่ง

China M2 and Loan Growth (% YoY)



และวิกฤตสังหาฯ

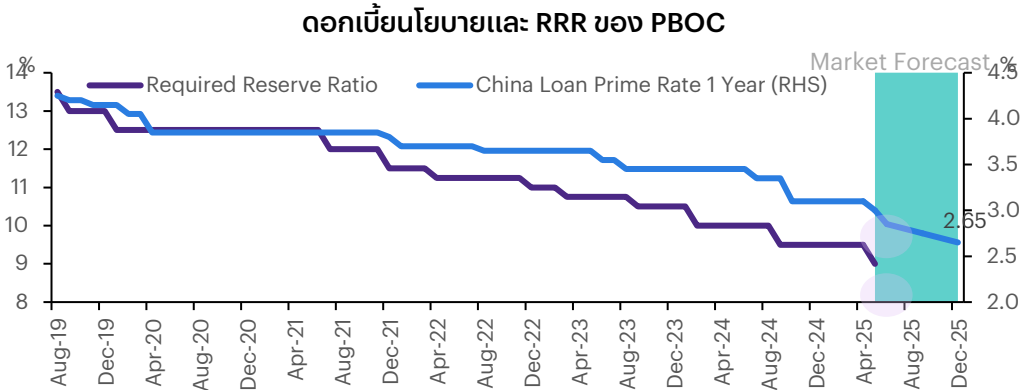
China's house price (CNY/Sq. M; Avg. 6 mth)



เราเชื่อว่าในระยะต่อไป รัฐบาลจีนอาจต้องผลักดันนโยบายการคลังมากขึ้น

สรุปมาตรการของ PBOC และมุมมองของเรา

- ธนาคารกลางจีน ประกาศชุดมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินเชิงรุกเมื่อวันที่ 7 พ.ค. 2025 ประกอบด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 10bps การลดอัตรา RRR อีก 50bps และการขยายโควตาสินเชื่อแบบมีเป้าหมายด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลง อย่างไรก็ตาม การลดดอกเบี้ยเพียง 10bps แทนที่จะเป็น 20bps ตามที่คาดการณ์ สะท้อนว่าทางการจีนยังคงเลือกแนวทาง "ผ่อนคลายแบบค่อยเป็นค่อยไป" มากกว่าการกระตุ้นแบบเร่งตัว
- เรามองว่ามาตรการเหล่านี้เป็นเพียงจุดเริ่มต้นของการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่จะดำเนินต่อไปตลอดปี 2025 โดยมุ่งเน้นเป้าหมายเฉพาะด้านที่รัฐบาลให้ความสำคัญ เช่น การบริโภคภาคบริการ การดูแลผู้สูงอายุ และเทคโนโลยี ซึ่งสอดคล้องกับทิศทางจากการประชุม Politburo เมื่อเดือนเม.ย.
- นอกจากนั้น เราเชื่อว่าด้วยนโยบายการเงินที่มีประสิทธิภาพต่ำ ผลจากภาวะกับดักราคาถดถอยทำให้รัฐบาลจะต้องผลักดันผ่านนโยบายการคลังมากขึ้น โดยในการประชุมสภาประชาชนเมื่อเดือน มี.ค. รัฐบาลตั้งเป้าหมายขาดดุลงบกลาง 4% GDP สูงสุดในรอบสามทศวรรษ และตั้งเป้าออกพันธบัตรพิเศษระยะยาว 1.3 ล้านล้านหยวน จาก 1 ล้านล้านหยวน ในปี 2024



สรุปมาตรการของ PBOC

มาตรการ	รายละเอียด	เป้าหมาย
ลดดอกเบี้ยนโยบาย 10bps	OMO 7 วัน เหลือ 1.4%	คาดว่า LPR จะลดตาม เพื่อหนุนต้นทุนการกู้ยืมต่ำลง
ลดดอกเบี้ย Relending / PSL 25bps	ลดอัตราดอกเบี้ยเครื่องมือปล่อยกู้เฉพาะทาง	กระตุ้นการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์และธนาคารนโยบาย
ลดดอกเบี้ยกองทุนที่อยู่อาศัย 25bps	Housing Provident Fund	สนับสนุนตลาดอสังหาริมทรัพย์
ลด RRR อีก 50bps (เริ่ม 15 พ.ค.)	เติมสภาพคล่อง ~1 ล้านล้านหยวน	สนับสนุนระบบธนาคารและการปล่อยกู้
เริ่มลดฐาน RRR ที่ 5%	สำหรับบริษัทสีส้มและไฟแนนซ์	เปิดทางสู่การลด RRR แบบกว้างขึ้นในอนาคต
Relending ใหม่ 500 พันล้านหยวน	สนับสนุนการบริโภคภาคบริการ และการดูแลผู้สูงอายุ	เน้นกระตุ้นอุปสงค์ภาคบริการ
ขยายโควตา Relending อีก 300 พันล้านหยวน	สำหรับเทคโนโลยี เกษตร และ SME	สนับสนุนเศรษฐกิจฐานรากและนวัตกรรม
สนับสนุนการออกหุ้นกู้เทคโนโลยี	ปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำแก่บริษัทเทคโนโลยี	เสริมสภาพคล่องภาคเอกชนในภาคเทคโนโลยี
อัดฉีดสภาพคล่องผ่าน Central Huijin's	ใช้ซื้อ ETF หุ้นในตลาด	พยุงความเชื่อมั่นและเสถียรภาพของตลาดทุน

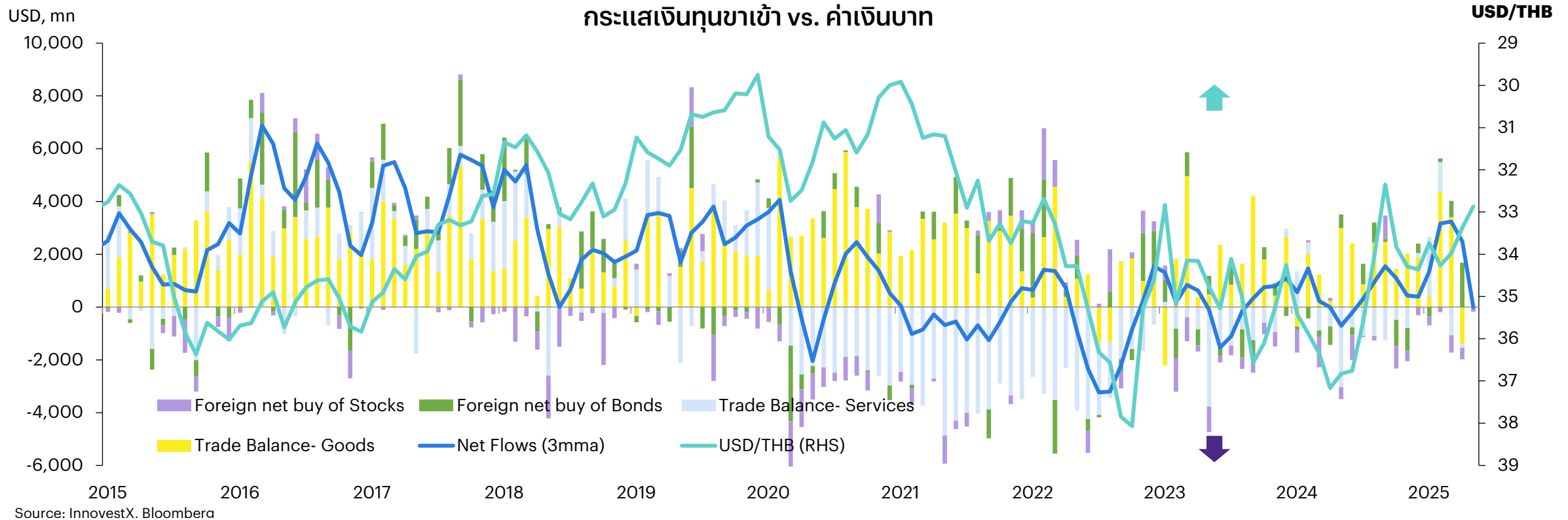
มุมมองของ INVX ต่อทิศทางเศรษฐกิจการเงินโลก

การคาดการณ์นโยบายการเงินโลกของ INVX

- เราเชื่อว่าธนาคารกลางส่วนใหญ่ยกเว้นสหรัฐและญี่ปุ่นจะผ่อนคลายนโยบายการเงินในระยะต่อไป เพื่อช่วยสนับสนุนเศรษฐกิจที่ชะลอลง
- ในขณะที่สหรัฐที่จะเผชิญกับภาวะ Stagflation มากขึ้น ขณะที่เงินเฟ้อญี่ปุ่นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทำให้ ธ. กลางทั้งสองแห่งอาจต้องทำนโยบายการเงินถึงตัวต่อเนื่อง
- ด้วยปัจจัยดังกล่าว ทำให้เงินบาทมีแนวโน้มที่จะอ่อนค่าลงจาก (1) ดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดที่จะเกินดุลลดลง-ขาดดุลมากขึ้น (2) เงินไหลเข้าผ่านตลาดเงินตลาดทุนที่ลดลงตามทิศทางนโยบายการเงินที่แตกต่างกัน (3) ปัจจัยเชิงฤดูกาลจากแนวโน้มค่าเงินบาทที่มีแนวโน้มอ่อนค่าช่วงกลางปี ทำให้เงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงจากประมาณ 33 บาทต่อดอลลาร์สู่ 35.5 บาทในช่วงปลายปี

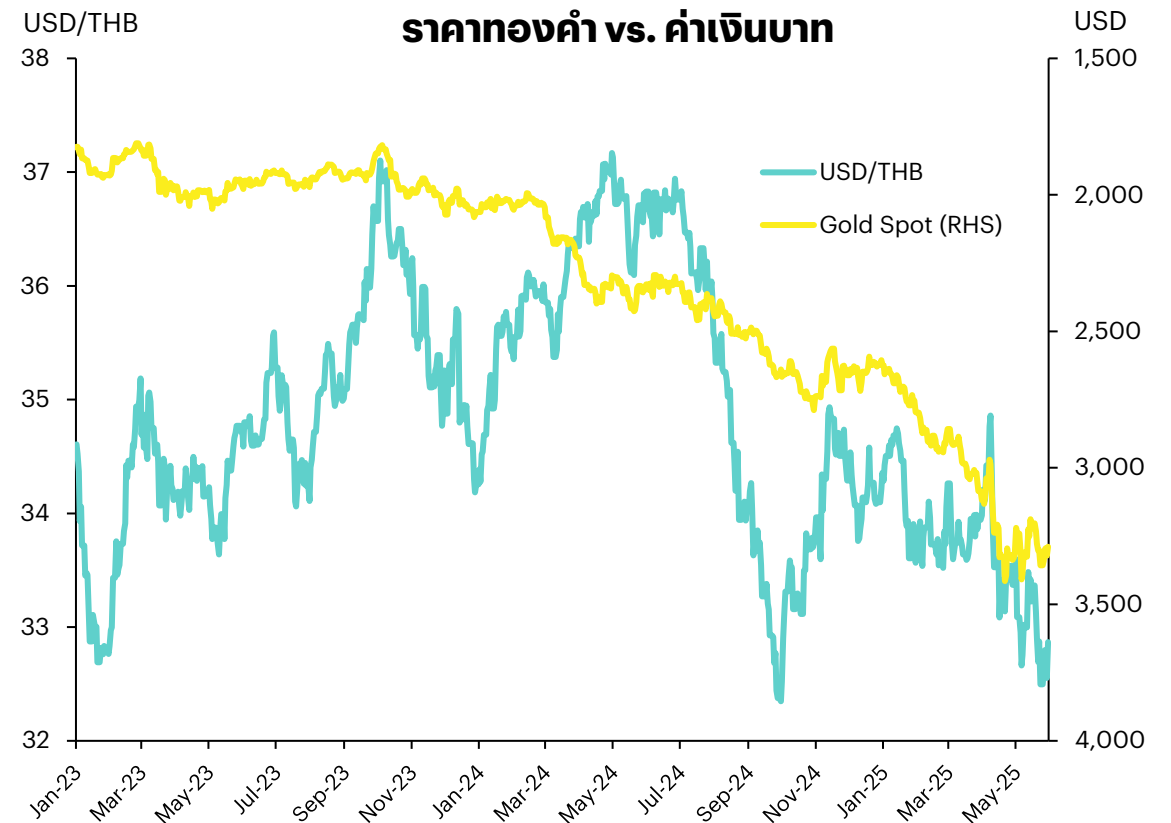
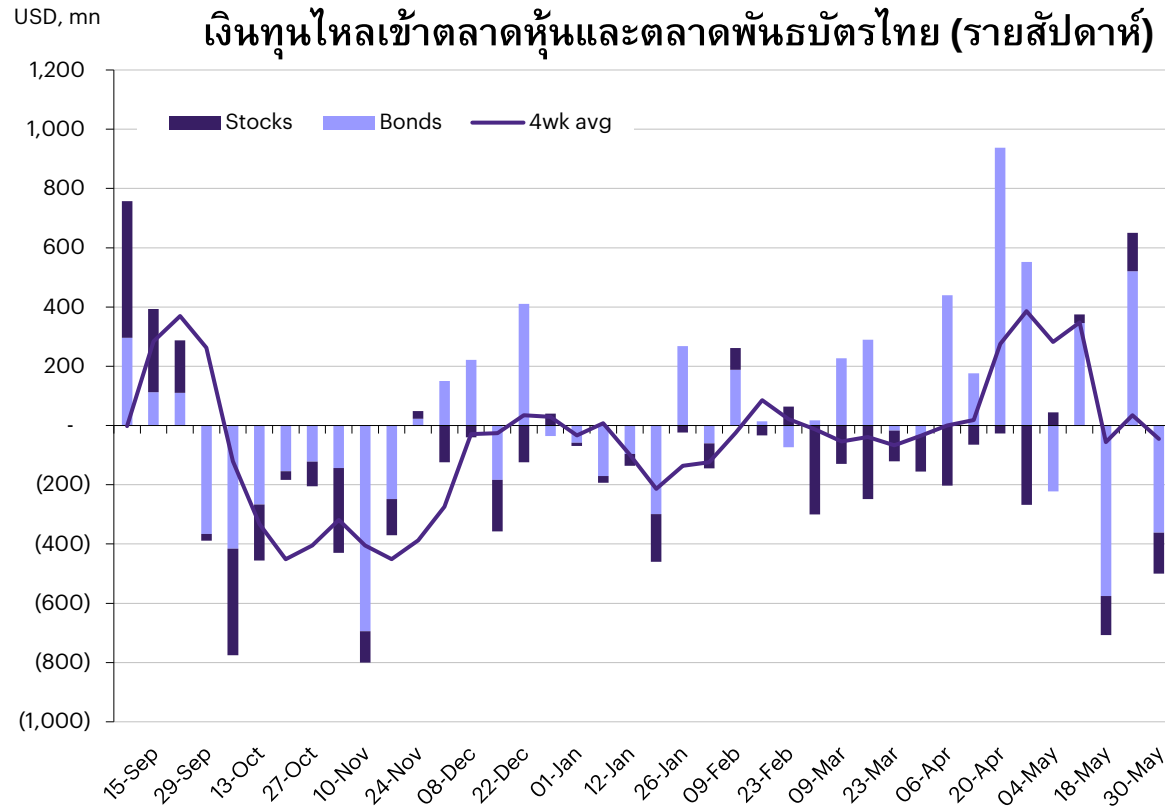
Central bank	Current policy rate	Meeting date in 2025 and Expected Rate						
	9/06/2025	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
BOT	1.75%	25		13		8		17
	Expected Rate	1.50%		1.50%		1.25%		1.25%
Fed	4.25-4.50% (4.38%)	18	30		17	29		10
	Expected Rate	4.38%	4.38%		4.38%	4.38%		4.38%
ECB Deposit rate	2.00%	5	24		11	30		18
	Expected Rate	2.00%	2.00%		1.75%	1.75%		1.50%
BOJ	0.50%	17	31		19	30		19
	Expected Rate	0.50%	0.50%		0.75%	0.75%		0.75%

ดุลการค้าและดุลบัญชีการเงินเริ่มพลิกกลับมาติดลบ คาดว่าจะช่วยหนุนให้เงินบาทอ่อนค่าลงในช่วงครึ่งหลังของปี (3-4 เดือน = 4bn/mth)



ตั้งแต่ช่วงต้นปี 2025 ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นแล้วราว 4.1% โดยประมาณการของเราในไตรมาส 1 อยู่ที่ 33.9 บาทต่อดอลลาร์ ซึ่งใกล้เคียงกับอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดขึ้นจริง อย่างไรก็ตาม ในไตรมาส 2 ประมาณการเดิมของเราคาดว่าจะอยู่ที่ 35.0 บาทต่อดอลลาร์ อ่อนค่ากว่าระดับค่าเงินจริงซึ่งอยู่ที่ราว 33.4 บาทต่อดอลลาร์ สะท้อนผลจากกระแสเงินทุนไหลเข้าตลาดพันธบัตรไทยเพื่อเป็นที่หลบภัย (Safe Haven) และการเร่งตัวของการส่งออกจากความกังวลเกี่ยวกับมาตรการภาษีศุลกากร รวมถึงแรงเก็งกำไรในเงินบาทจากกระแสเงินทุนไหลเข้าเพื่อทำกำไรระยะสั้น ภายใต้ความกังวลว่าสหรัฐฯจะบีบให้ทุกประเทศที่เกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ ทำให้ค่าเงินตัวเองแข็งค่าตามแนวคิด Mar-a-Lago Accord

แรงส่งจากการเข้าซื้อพันธบัตรจากนักลงทุนต่างชาติเริ่มลดลงขณะที่ราคาทองคำเริ่มทรงตัว (เฉพาะต้น พ.ค. 1.6 bn)



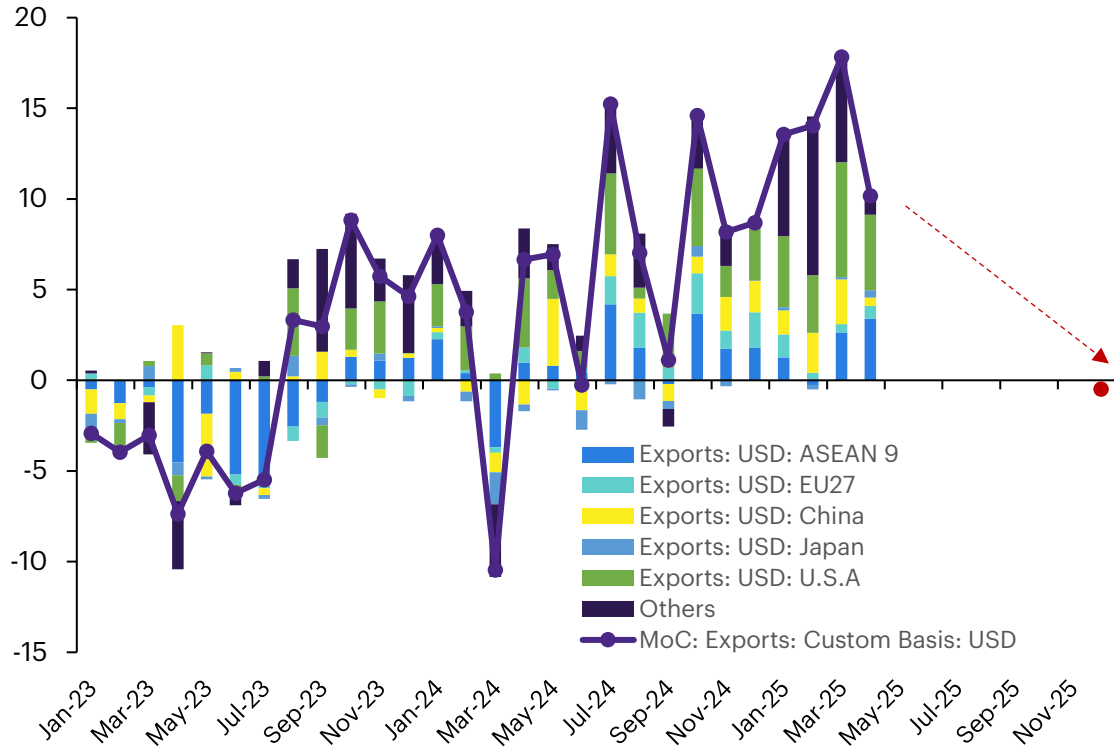
ในเดือน พ.ค. ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นแตะระดับ 32.6 บาทต่อดอลลาร์ แข็งค่าสุดในรอบเกือบ 8 เดือน ส่วนหนึ่งจากการเร่งการส่งออกก่อนผลของมาตรการภาษีศุลกากรจะบังคับใช้ กระแสเงินทุนต่างชาติที่ไหลเข้าตลาดพันธบัตรต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปีและโดยเฉพาะอย่างยิ่งในไตรมาส 2/2025 และได้รับแรงหนุนจากราคาทองคำที่ปรับขึ้นทำสถิติใหม่

อย่างไรก็ตาม แรงสนับสนุนที่ทำให้ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นจากราคาทองคำคาดว่าจะลดลงจากราคาทองคำที่เริ่มทรงตัวและเราเริ่มเห็นสัญญาณเงินทุนต่างชาติไหลออกจากตลาดพันธบัตรไทย แต่ยังคงมีความไม่แน่นอนสูงหากตลาดยังกังวลว่าสหรัฐฯจะดำเนินนโยบายตามแนวคิด "Mar-a-Lago Accord"

เรามองว่า เป็นไปได้มากขึ้นที่ส่งออกไทยในปี 2025 จะหดตัวลดลงจาก -3.0% มาอยู่ที่ -0.5% YoY จากรายได้จากการส่งออกที่ดีกว่าคาด

Percentage points

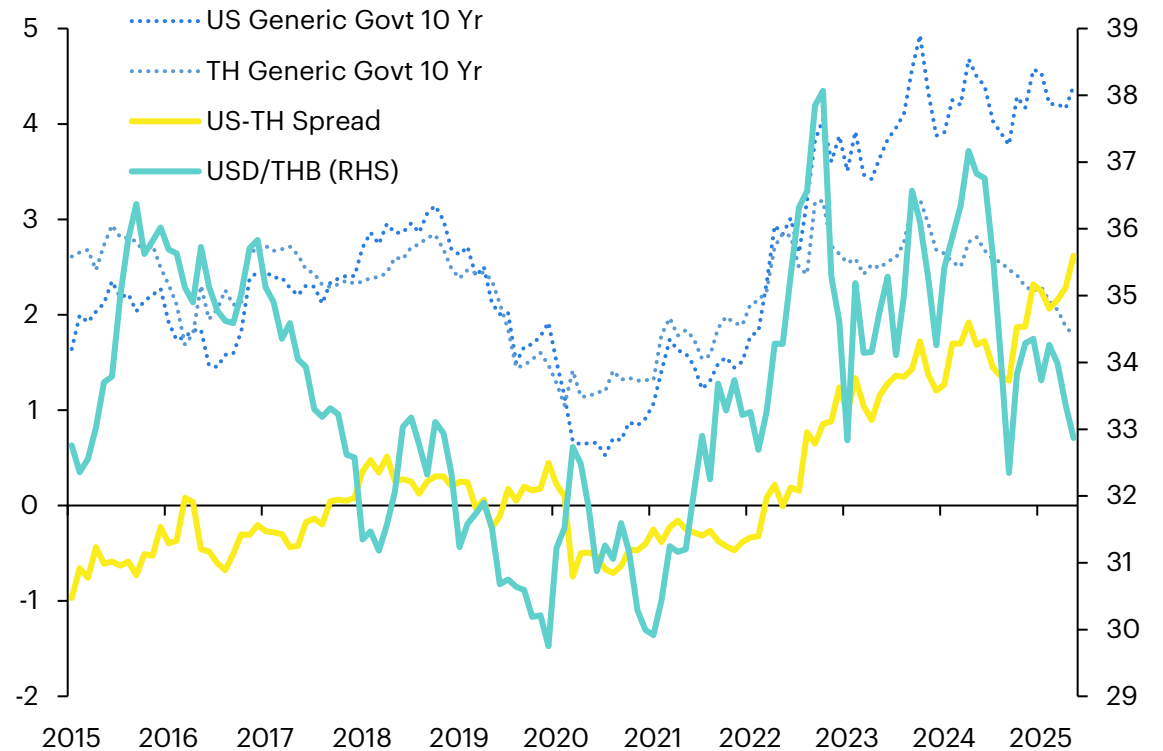
การเติบโตของการส่งออกไทย



%

ส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ vs. ค่าเงินบาท

USD/THB



แม้ว่าเราจะมองว่า เป็นไปได้มากขึ้นที่การส่งออกไทยในปี 2025 จะหดตัวลดลงจาก -3.0% มาอยู่ที่ -0.5% YoY สะท้อนรายได้จากการส่งออกที่ดีกว่าคาดการณ์เดิม แต่เรายังมองว่า ช่วงครึ่งหลังของปีการส่งออกก็มีแนวโน้มจะชะลอลงเนื่องจากผู้ประกอบการจำนวนมากได้เร่งส่งออกไปสหรัฐฯ ล่วงหน้าไปแล้ว นอกจากนี้ค่าเงินบาทยังมีแนวโน้มอ่อนค่าลงจากแรงกดดันด้านต่างประเทศ โดยเฉพาะความเสี่ยงที่ Fed อาจคงอัตราดอกเบี้ยสูงนานกว่าที่ตลาดคาด ขณะที่ รมท. มีแนวโน้มจำเป็นต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีก 2 ครั้ง ซึ่งจะส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยและสหรัฐฯ กว้างขึ้น

ตามค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีค่าเงินบาทมีแนวโน้มจะอ่อนค่าลงในช่วงไตรมาส 2 และ 3

ตารางแสดงแนวโน้มการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทตามฤดูกาล (%MoM, %QoQ)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Q1	Q2	Q3	Q4
10-year average	-0.9%	-0.1%	0.7%	0.5%	0.6%	0.0%	0.9%	-0.4%	0.2%	0.5%	-0.7%	-0.6%	-1.5%	1.4%	0.8%	-0.2%
2025	0.3%	-1.3%	-0.1%	-0.1%									-0.2%			
2024	0.7%	1.8%	0.3%	2.3%	-0.4%	0.2%	-1.3%	-4.1%	-4.3%	0.5%	3.1%	-0.9%	0.2%	2.9%	-5.4%	-2.1%
2023	-4.6%	2.7%	1.1%	-0.7%	-0.1%	2.1%	-1.0%	1.3%	2.5%	1.6%	-2.9%	-1.2%	-7.1%	1.6%	2.1%	1.3%
2022	-1.0%	-1.7%	1.8%	1.6%	1.9%	1.5%	4.2%	-1.6%	3.4%	2.3%	-3.9%	-4.5%	-1.0%	4.1%	6.0%	-0.2%
2021	-0.3%	0.1%	2.6%	1.7%	-0.2%	0.5%	3.9%	1.3%	0.0%	1.0%	-1.0%	1.4%	-1.1%	3.6%	5.1%	1.2%
2020	0.9%	2.8%	2.5%	1.6%	-1.6%	-2.9%	0.9%	-0.7%	0.6%	-0.4%	-2.5%	-1.3%	3.4%	2.1%	-1.9%	-2.3%
2019	-2.8%	-1.4%	1.3%	0.4%	-0.2%	-2.2%	-1.0%	-0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	-3.6%	-0.1%	-2.8%	-1.4%
2018	-2.3%	-1.2%	-0.7%	0.2%	2.1%	1.6%	2.4%	-0.8%	-1.3%	0.6%	0.6%	-0.7%	-4.2%	1.2%	3.2%	-0.4%
2017	-1.0%	-1.2%	-0.4%	-1.2%	0.0%	-1.4%	-0.8%	-1.4%	-0.3%	0.2%	-1.0%	-0.8%	-0.8%	-2.3%	-2.7%	-1.4%
2016	0.4%	-1.5%	-1.1%	-0.4%	1.0%	-0.4%	-0.6%	-0.9%	0.0%	1.0%	0.8%	1.3%	-0.5%	-1.1%	-1.2%	1.6%
2015	-0.5%	-0.5%	0.2%	-0.3%	3.1%	0.6%	1.9%	3.0%	1.7%	-0.9%	0.3%	0.6%	-0.2%	1.9%	6.0%	1.6%

Note: MoM Change

Stronger THB Neutral Weaker THB

เราปรับประมาณการค่าเงินบาทเฉลี่ยปี 2025 เป็น 34.5 บาท/ดอลลาร์ จากเดิมที่คาดว่าจะอยู่ที่ 35.3 บาท/ดอลลาร์ ทั้งนี้เรายังคงคาดว่าค่าเงินบาทจะอ่อนลงในช่วงครึ่งหลังของปี จาก 1.กระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายเข้าไทยที่น่าจะแผ่วลง 2.ภาคการส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัว 3.ภาคการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวต่ำกว่าคาด 4.ตัวเลขเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มแย่ลง เนื่องจากปัจจัยสนับสนุนในปัจจุบันเป็นปัจจัยสนับสนุนให้เศรษฐกิจดีขึ้นในระยะสั้น ซึ่งเป็นผลจากการเร่งส่งออกและอาจไม่ยั่งยืน

เรามองค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าน้อยลงจากประมาณการก่อนหน้านี้

Macro growth projection	Actual 2024	Base case 2025 (Prob: 60%)	Best case 2025 (Prob: 40%)
GDP growth	2.5	1.4	1.7
Private investment	0.0	-1.8	-1.3
Public investment	4.8	2.8	2.8
Private consumption	4.4	0.7	1.0
Public consumption	2.5	1.5	1.5
Export value in US\$ terms (%)	5.8	-3.0	-0.5
Import value in US\$ terms (%)	6.3	-4.0	-2.0
Current account to GDP (%)	2.3	1.0	1.5
Headline inflation (%)	0.4	0.5	0.7
USD/THB	35.3	34.5	34.0
Policy rate (%)	2.25	1.25	1.50
No. of inbound tourists (mn)	35.5	35.0	35.0

Source: NESDC, InnovestX, CEIC

INVX ปรับคาดการณ์ค่าเงินบาทเฉลี่ยทั้งปี 2025 เป็น 34.5 บาท/ดอลลาร์ จากเดิมที่ 35.3 บาท/ดอลลาร์

Timing	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25f	3Q25f	4Q25f
CPI (%)	5.00	3.00	3.70	3.30	3.20	3.20	2.80	2.90	2.70	3.60	3.10	3.30
FFR (%)	4.88	5.13	5.38	5.38	5.38	5.38	4.88	4.38	4.38	4.38	4.38	4.38
2YY (%)	4.06	4.87	5.03	4.23	4.50	4.82	4.15	4.14	4.15	4.00	4.28	4.38
10YY (%)	3.48	3.81	4.59	3.88	4.16	4.44	4.05	4.27	4.45	4.20	4.55	4.70
10YY-2YY (%)	-0.58	-1.06	-0.44	-0.35	-0.34	-0.38	-0.10	0.13	0.30	0.20	0.27	0.32
DXY (Index)	103.4	102.5	103.2	104.6	103.5	105.2	103.6	105.2	106.7	102.5	105.5	107.0
Thai RP-1 (%)	1.75	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	1.75	1.50	1.25
Exports (YoY)	-3.3%	-5.8%	0.3%	6.4%	-0.6%	4.3%	7.5%	10.5%	15.2%	-0.7%	-7.6%	-7.5%
USDTHB	34.1	35.3	36.6	34.3	35.6	36.8	34.8	34.0	33.9	33.5	34.9	35.5

บทสรุป: เราปรับประมาณการค่าเงินบาทเฉลี่ยปี 2025 เป็น 34.5 บาท/ดอลลาร์ จากเดิมที่คาดว่าจะอยู่ที่ 35.3 บาท/ดอลลาร์ เพื่อสะท้อนกระแสเงินทุนไหลเข้าและความเป็นไปได้ที่รายได้จากการส่งออกไม่ได้แย่มากเท่าที่คาดการณ์ก่อนหน้านี้ ทั้งนี้เรายังคงมองว่าค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าลงในช่วงครึ่งหลังของปี

	2024 AVG	2025 AVG
USD/THB	35.3	34.5 (vs. 35.3 prev.)

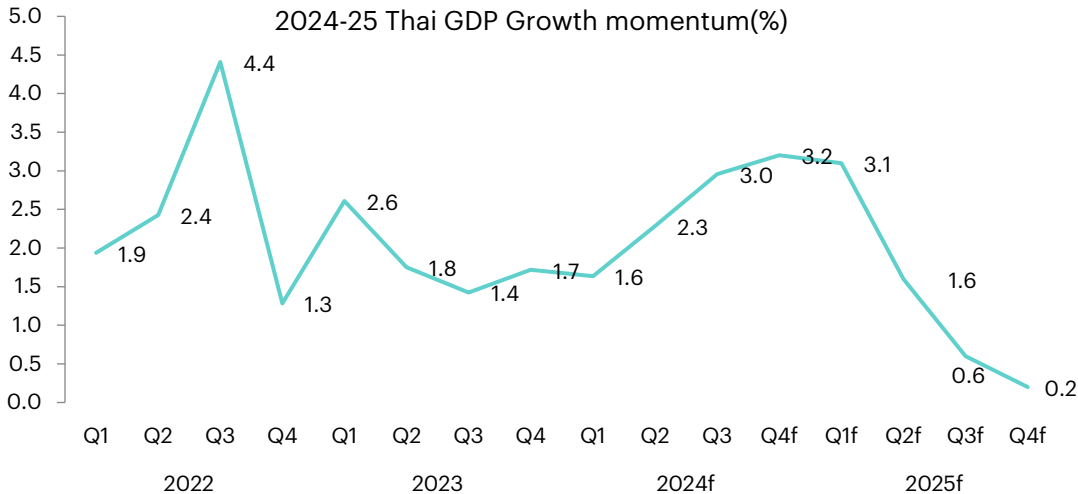
เศรษฐกิจไทย

เราปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยรุนแรงจาก Reciprocal Tariff

เราปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยจาก 2.5% สู่ 1.4% ในปี 2025

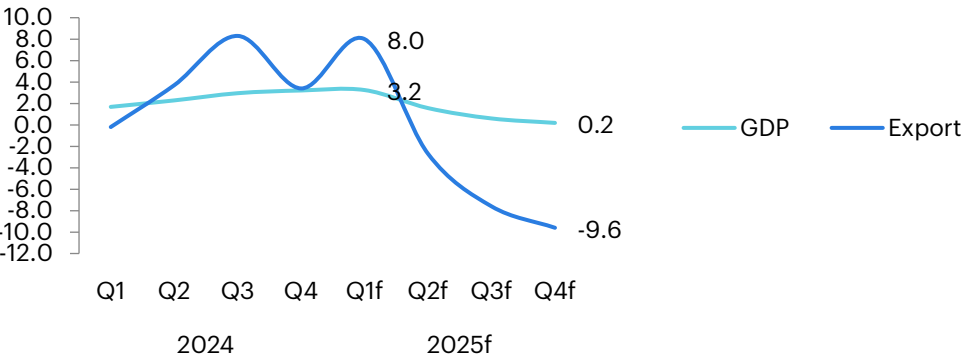
Macro growth projection	Actual 2024	Forecast 2025 (Feb)	Forecast 2025 (May)
GDP growth	2.5	2.5	1.4
Private investment	0.0	-0.2	-1.8
Public investment	4.8	2.9	2.8
Private consumption	4.4	1.9	0.7
Public consumption	2.5	1.3	1.5
Export value in US\$ terms (%)	5.8	-1.0	-3.0
Import value in US\$ terms (%)	6.3	-2.0	-4.0
Current account to GDP (%)	2.3	0.5	1.0
Headline inflation (%)	0.4	0.9	0.6
USD/THB	35.3	35.3	35.3
Policy rate (%)	2.25	1.75	1.25
No. of inbound tourists (mn)	35.5	40.0	35.0

GDP จะหดตัวลดลงแรงในช่วงครึ่งหลังของปี แม้จะยังไม่ต่ำกว่าศูนย์ก็ตาม

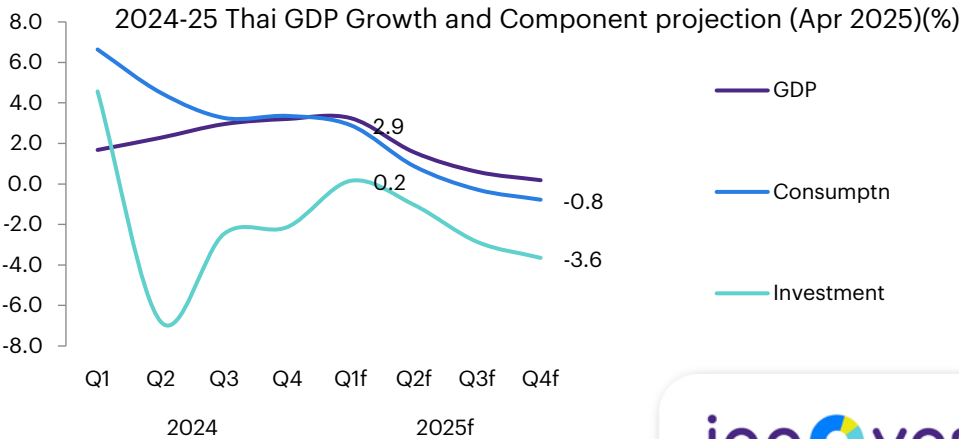


ด้านการส่งออกจะหดตัวแรงกว่า 9.6% ในไตรมาส 4 จากที่ย้ายตัวในระดับเกือบ 10% ในไตรมาสแรกจากการเร่งส่งออกก่อนสงครามการค้า

2024-25 Thai GDP and Export Value growth projection (Apr 2025)(%)



ด้านการบริโภคและลงทุนจะหดตัวแรงในครึ่งหลังของปีด้วยเช่นกัน

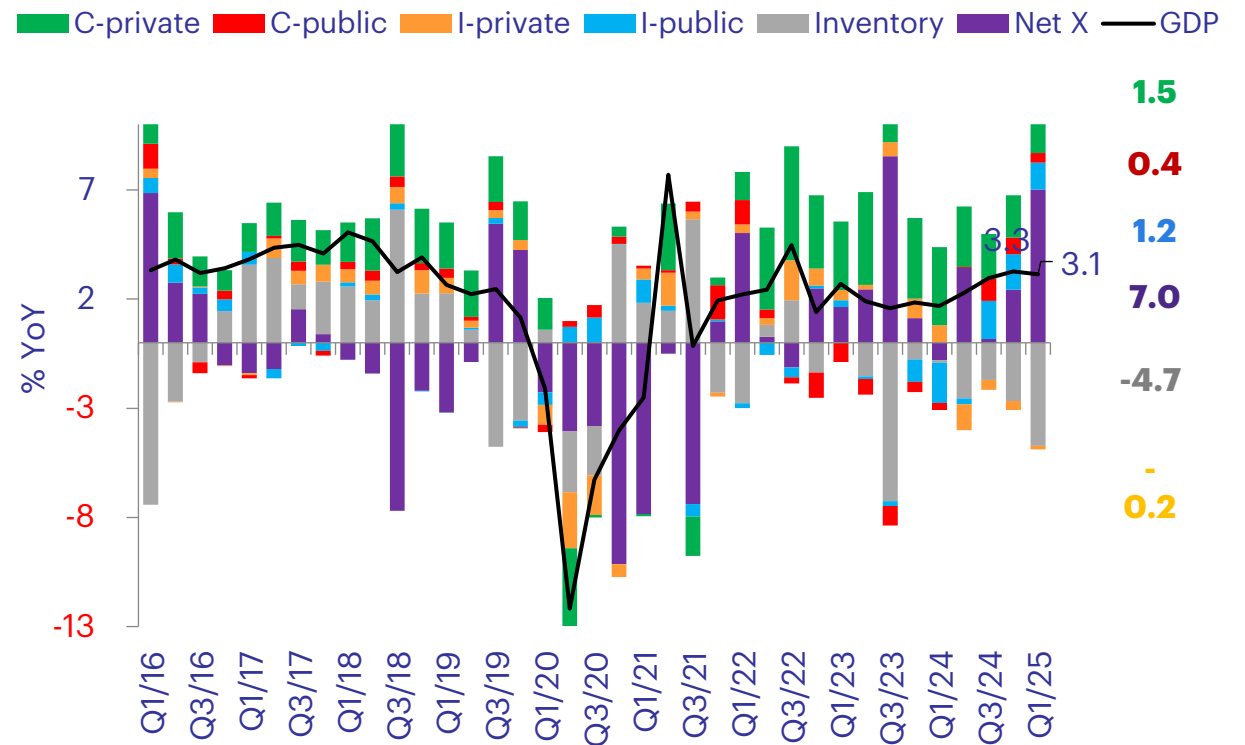


การส่งออกเป็นปัจจัยหนุนหลักของ GDP ไตรมาส 1/2025

- **ด้านฝั่งอุปสงค์** เศรษฐกิจไทยไตรมาส 1/25 ขยายตัวที่ 3.1% YoY เท่ากับการคาดการณ์ของเรา ชะลอลงจาก 3.3% YoY ในไตรมาสก่อนหน้า หรือ 0.7% QoQSA (สูงกว่าตลาดคาดที่ 2.9% YoY และ 0.5% QoQSA) จากแรงหนุน ชั่วคราวจากการเร่งส่งออกไปยังสหรัฐฯ ก่อนการขึ้นภาษีนำเข้า ขณะที่องค์ประกอบอื่น ๆ เช่น การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนยังชะลอตัว
- **การบริโภคภาคเอกชน** ขยายตัว 2.6% ชะลอลงจาก 3.4% ในไตรมาสก่อน โดยชะลอลงทุกหมวดสินค้า การอุปโภคบริโภคสินค้าคงทน สินค้าไม่คงทน และบริการชะลอลง ขณะที่การอุปโภคบริโภคสินค้าคงทนยังหดตัว -1.4% ต่อเนื่องจาก -9.5%
- **การใช้จ่ายภาครัฐ** แม้ยังขยายตัว 3.4% แต่ชะลอลงจาก 5.4% โดยเฉพาะการชะลอของค่าตอบแทนแรงงานและการโอนเพื่อสวัสดิการ
- **การลงทุนภาคเอกชน** หดตัว -0.9% ต่อเนื่องจาก -2.1% ตามความไม่แน่นอนด้านเศรษฐกิจและการส่งออก การลงทุนภาครัฐ ขยายตัว 26.3% ชะลอลงจาก 39.4% แต่ยังสูง โดยนำโดยการเร่งลงทุนของรัฐบาล แม้รัฐวิสาหกิจจะลดลง
- **การส่งออกสินค้าและบริการ** ขยายตัว 12.3% เร่งขึ้นจาก 11.5% ในไตรมาสก่อนหน้า โดยเฉพาะกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์และยางพารา ขณะที่บริการ เช่น การท่องเที่ยว ชะลอเล็กน้อย แต่ยังอยู่ในระดับสูง
- **สินค้าคงคลัง** หดตัวรุนแรง และเป็นผลลบต่อ GDP ถึง -4.7% (percentage point) โดยสินค้าที่ลดลง ได้แก่ ข้าวเปลือก มันสำปะหลัง เครื่องประดับ คอมพิวเตอร์ บ่งชี้ว่าตัวเลขส่งออกที่ดีก่อนหน้านี้ เป็นการส่งออกสินค้าคงคลังเป็นส่วนใหญ่

องค์ประกอบที่ส่งผลต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย

Contribution to Thailand's GDP Growth



Source: NESDC, INVM Research

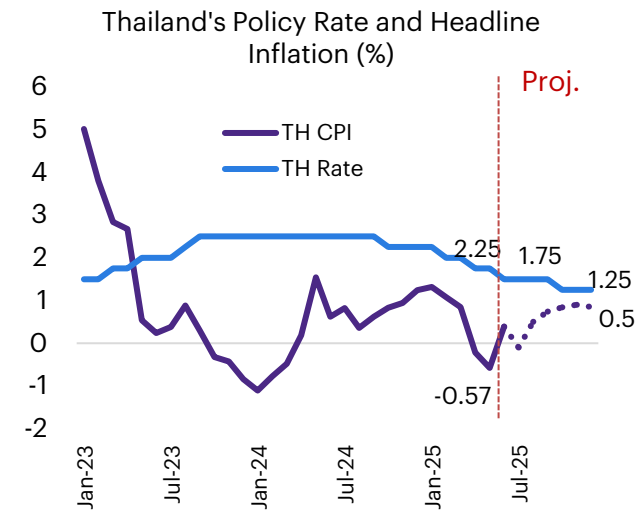
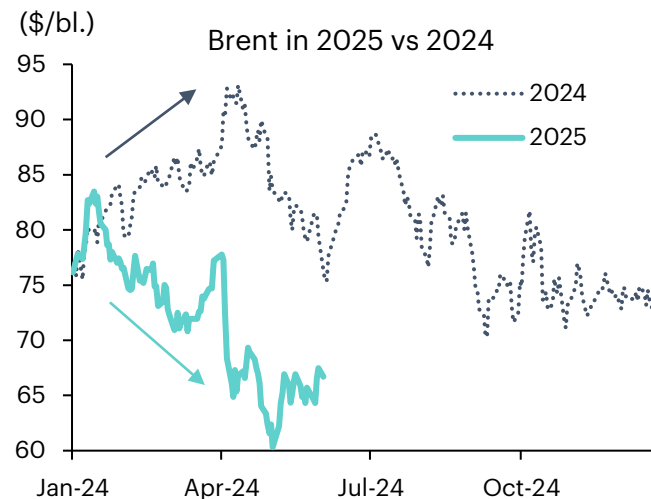
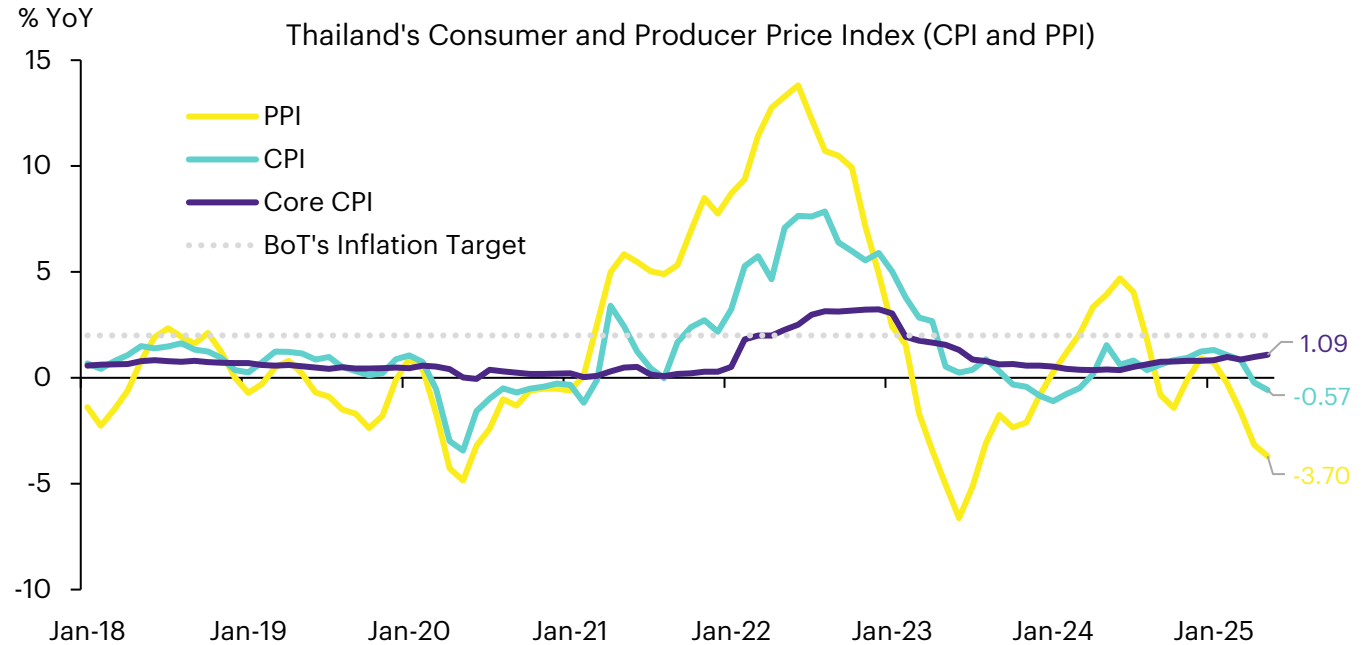
ภาคบริการขนส่ง ที่พักและอาหารชะลอตัวลงตามปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติ

• **ด้านฝั่งอุปทาน ภาคเกษตรกรรม** ขยายตัว 5.7% เร่งขึ้นจาก 1.1% ในไตรมาสก่อนหน้า โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจากปริมาณฝนและสภาพอากาศที่เอื้อต่อการเพาะปลูก **ภาคการผลิต** สิ้นค้าอุตสาหกรรม ขยายตัว 0.6% ปรับตัวดีขึ้นจาก 0.3% ในไตรมาสก่อน โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ภาคต่างประเทศที่ขยายตัวในระดับสูง แม้อุปสงค์ในประเทศจะชะลอลงเล็กน้อย โดยการผลิอุตสาหกรรมวัตถุดิบเร่งตัว (1.3% vs. 0.8% ไตรมาสก่อน) การผลิตอุตสาหกรรมเบาขยายตัวต่อเนื่อง (1.5% vs. 3.7% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การผลิตอุตสาหกรรมทุนและเทคโนโลยีปรับตัวลดลง ต่อเนื่อง (-2.0% vs. -4.5% ไตรมาสก่อน) จากการผลิตยานยนต์ รถยนต์ รถพ่วง อุปกรณ์ไฟฟ้า และอุปกรณ์ขนส่งอื่น ๆ ปรับตัวลดลง **ภาคบริการ** ขยายตัว 4.2% ชะลอตัวลงจาก 4.7% ไตรมาสก่อน โดยได้รับแรงหนุนจากการขยายตัวของหลายสาขา เช่น การขายส่งและขายปลีกที่เติบโต (4.7% vs. 4.1% ไตรมาสก่อน) จากยอดขายยานยนต์และผลผลิตสินค้าเกษตรที่เพิ่มขึ้น ด้านการขนส่งชะลอตัวลง (5.4% vs. 9.0% ไตรมาสก่อน) การให้บริการที่พักและอาหารชะลอตัวลง (7.2% vs. 10.4% ไตรมาสก่อน) ตามการชะลอตัวของภาคท่องเที่ยว

GDP Growth Production side (% YoY)										
	Share	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25
GDP	100.0%	2.7%	1.9%	1.6%	1.8%	1.7%	2.3%	3.0%	3.3%	3.1%
Agriculture	6.3%	6.4%	1.7%	1.2%	-0.7%	-2.8%	-1.9%	-1.0%	1.1%	5.7%
Mining and Quarrying	1.6%	-5.3%	-1.0%	1.2%	0.7%	3.8%	12.5%	11.1%	9.6%	2.5%
Manufacturing	24.4%	-2.7%	-3.0%	-3.4%	-1.8%	-2.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.6%
Electricity	2.7%	-2.9%	7.2%	6.1%	7.5%	12.0%	6.4%	2.5%	3.1%	-4.9%
Construction	2.5%	3.9%	0.2%	0.6%	-8.7%	-17.6%	-5.6%	15.2%	18.3%	16.2%
Wholesale, Retail	18.8%	3.6%	3.8%	3.6%	4.7%	4.3%	3.1%	3.6%	4.1%	4.7%
Transport & Storage	6.7%	12.8%	7.7%	7.4%	7.2%	9.4%	8.1%	9.2%	9.0%	5.4%
Hotel & Food Service	6.2%	36.2%	16.5%	16.1%	11.0%	11.7%	7.7%	8.4%	10.4%	7.2%
ICT	6.1%	3.8%	3.9%	3.4%	3.1%	7.0%	5.8%	3.5%	6.0%	4.9%
Financial	7.5%	0.1%	0.9%	1.3%	3.5%	2.7%	1.8%	1.9%	1.5%	3.1%
Real Estate	3.9%	1.5%	2.1%	1.6%	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	1.7%	1.1%

เงินเฟ้อไทยเดือน พ.ค. หดตัว -0.57%YoY บ่งชี้แรงกดดันลดดอกเบี้ย

- ดัชนีราคาผู้บริโภคของไทยเดือน พ.ค. 2025 อยู่ที่ 100.40 จุด ลดลง -0.57% YoY และเพิ่มขึ้น +0.26% MoM โดยชะลอตัวลงเนื่องจากเดือน เม.ย. ที่ -0.22% YoY และลดน้อยกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ -0.87% โดยปัจจัยกดดันเงินเฟ้อ ได้แก่ ราคาพลังงาน (ค่าไฟฟ้า, แก๊สโซฮอล์, เบนซิน) ที่ลดลงตามราคาน้ำมันโลกและผลจากมาตรการลดค่า Ft / ราคาหมวดอาหารสด (ผักสด, ผลไม้สด, ไข่ไก่) ที่ลดลงตามปริมาณผลผลิตเพิ่มขึ้นและฐานราคาปีก่อนที่สูง / การจัดโปรโมชั่นค้าปลีกอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยหนุนเงินเฟ้อ ได้แก่ ราคาหมู เนื้อสุกร และวัตถุดิบอาหารบางรายการ เช่น มะพร้าว มะขามเปียก กาแฟ น้ำมันพืช ที่มีแนวโน้มปรับขึ้น ด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานขยายตัว 1.09%YoY แรงตัวขึ้นจากที่ย้ายตัว 0.98% เดือนก่อน
- กระทรวงพาณิชย์คาดว่าเงินเฟ้อทั่วไปในเดือน มิ.ย. จะยังทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่อง โดยมี**ปัจจัยกดดันเงินเฟ้อ**: (1) ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกยังต่ำกว่าปีก่อน ส่งผลให้ราคาแก๊สโซฮอล์ลดลงตาม (2) ภาครัฐยังดำเนินมาตรการลดค่า Ft เหลือ 3.98 บ./หน่วย ต่อเนื่องถึง ส.ค. (3) ราคาผักสดมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องจากผลผลิตที่ออกมามากขึ้น (4) การจัดโปรโมชั่นค้าปลีกและการแข่งขันด้านราคาใน modern trade ที่ยังสูงอยู่ **ปัจจัยหนุนเงินเฟ้อ**: (1) ราคาน้ำมันดีเซลในประเทศอยู่ที่ 31.94 บ./ลิตร สูงกว่าช่วงเดียวกันปีก่อน (2) ราคาสินค้าเกษตรและวัตถุดิบอาหารบางกลุ่มยังเป็น upside risk เช่น มะพร้าว มะขามเปียก กาแฟ เกือบป่น น้ำมันพืช และเนื้อสุกร
- เรามองว่า เงินเฟ้อไทยในระยะต่อไปมีแนวโน้มยังคงทรงตัวต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย ธปท. จาก:(1) momentum ราคาพลังงานในตลาดโลก ที่คาดว่าจะอยู่ในระดับต่ำถึงทรงตัว และจะส่งผลให้ราคาน้ำมันขายปลีกในประเทศยังไม่เป็นแรงผลักดันเงินเฟ้อในระยะสั้น (2) อุปสงค์ในประเทศยังเปราะบาง แม้จะมีมาตรการกระตุ้น แต่การฟื้นตัวของกำลังซื้อยังจำกัด (3) ต้นทุนการผลิตที่มีแนวโน้มลดลงจากราคาสินค้าขึ้นกลาง โดยเฉพาะสินค้าจากจีนที่ราคาส่งออกยังอ่อนตัว ส่งผลให้ผู้ผลิตสามารถคุมต้นทุนและกดราคาขายได้มากขึ้น
- ทั้งนี้ เราคงมุมมองว่า เงินเฟ้อทั่วไปในปี 2025 จะยังคงอยู่ในระดับต่ำ และคาดว่าจะเติบโต +0.5% YoY ใกล้เคียงกับกรอบคาดการณ์ใหม่ของกระทรวงพาณิชย์ที่ 0.0-1.0% จากกระทรวงพาณิชย์เคยคาดการณ์ไว้ในเดือนก่อนที่ 0.3 - 1.3%



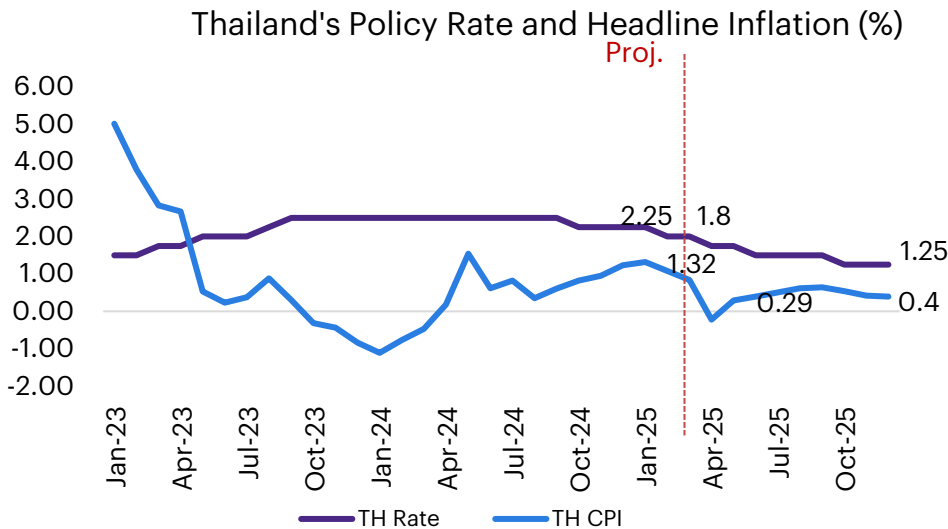
เราคาดว่า กนง. จะลดดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปี 2025

- เราคาดว่า ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 2 ครั้งในปี 2025 โดยในเดือนเม.ย.ที่ผ่านมา ธปท. ได้ลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ 1.75% ตามที่เราคาดการณ์ไว้ และมีแนวโน้มจะลดดอกเบี้ยเพิ่มเติมในเดือนมิ.ย.และตุลาคม เนื่องจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากสงครามการค้าโลก ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างเต็มที่ในช่วงครึ่งหลังของปี 2025นอกจากนี้ การเลื่อนการเดินทางของคณะผู้แทนไทยไปเจรจาการค้าที่สหรัฐฯ อย่างไม่มีกำหนด ถือเป็นสัญญาณเชิงลบ ซึ่งอาจนำไปสู่สถานการณ์ทางเลือกของ ธปท. ที่เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้เพียง 1.3% หรือน้อยกว่านั้น
- เมื่อรวมกับอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย การปล่อยสินเชื่อที่หดตัว คุณภาพสินเชื่อที่แย่ลง และภาวะการเงินที่ยังคงตึงตัว ปัจจัยเหล่านี้ล้วนสนับสนุนให้คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ดำเนินมาตรการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในการประชุมครั้งถัดไปในเดือนมิ.ย. และอีกครั้งในไตรมาสสุดท้ายของปี ทั้งนี้ หากสงครามการมีความรุนแรงมากขึ้น กนง. อาจลดดอกเบี้ยเพิ่มอีก 1 ครั้งในเดือน ส.ค.

Thailand's Policy Rate and Headline Inflation (%)													
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Avg.
CPI'25	1.32	1.08	0.84	-0.22	-0.57	0.39	0.50	0.62	0.64	0.54	0.42	0.39	0.57
RP'25	2.25	2.00	2.00	1.75	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25 (End)

ประมาณการเศรษฐกิจของ ธปท. ใน 2 สถานการณ์ เทียบกับของ INVX

Macro growth projection	Actual	INVX	BOT	BOT
	2024	2025 (Base)	2025 (Ref.)	2025 (Alt.)
GDP growth	2.5	1.4	2.0	1.3
Private investment	0.0	-1.8	-1.0	-4.1
Public investment	4.8	2.8	6.2	6.2
Private consumption	4.4	0.7	3.0	2.5
Public consumption	2.5	1.5	1.2	1.2
Export value in US\$ terms (%)	5.8	-3.0	0.8	-1.3
Import value in US\$ terms (%)	6.3	-4.0	1.0	-0.8
Current account to GDP (%)	2.3	1.0	2.4	2.0
Headline inflation (%)	0.4	0.6	0.5	0.4
USD/THB	35.3	35.3	N/A	N/A
Policy rate (%)	2.25	1.25	N/A	N/A
No. of inbound tourists (mn)	35.5	35.0	37.5	37.0

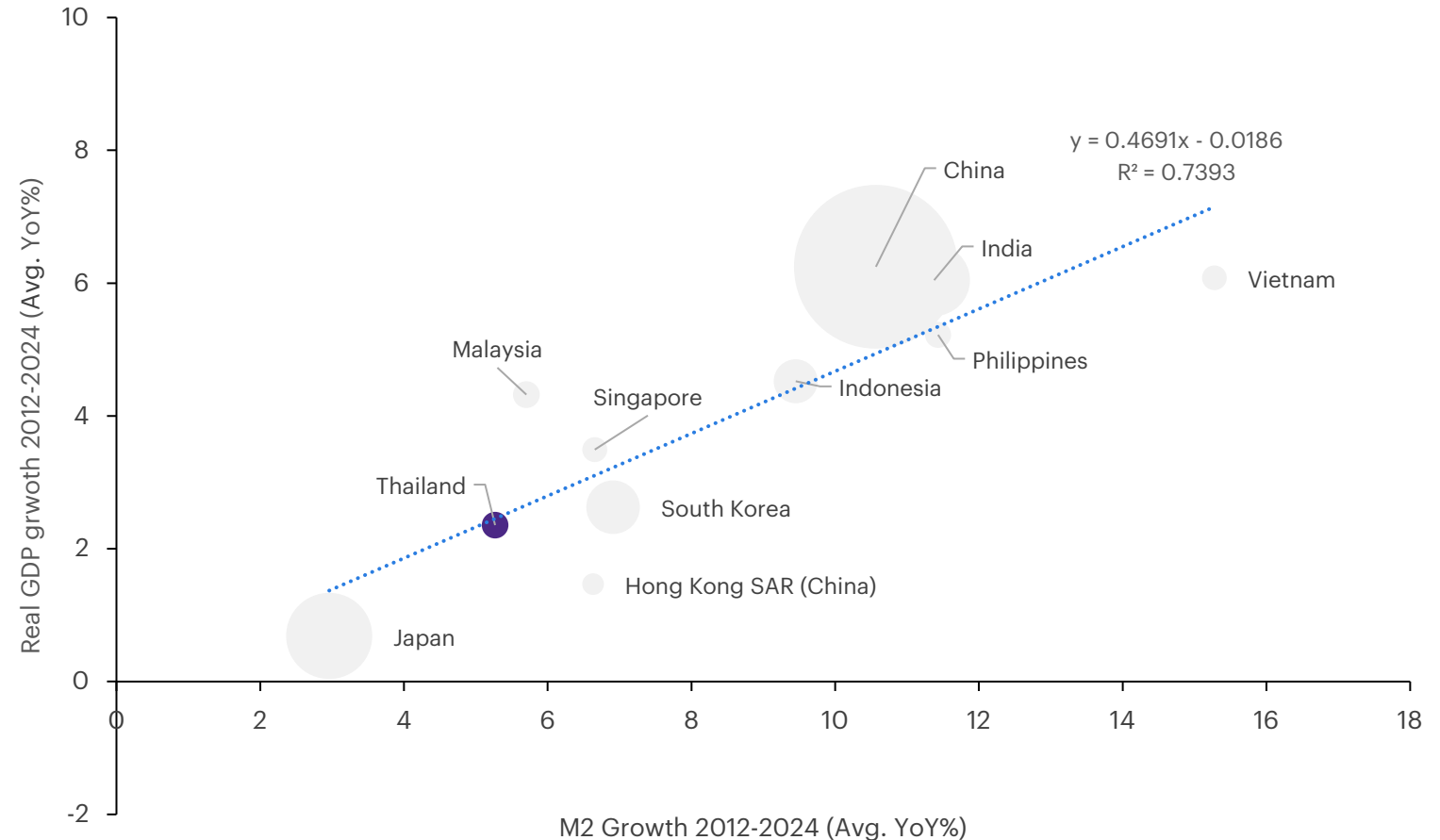


Source: CEIC, BOT, INVX

ปริมาณเงิน M2 ไทยขยายตัวน้อยกว่าประเทศใกล้เคียงกัน

- ในช่วงปี 2012–2024 ประเทศไทยมีอัตราการเติบโตของปริมาณเงิน (M2) เฉลี่ยเพียง 5.3% ต่อปี ซึ่งถือว่าต่ำที่สุดในกลุ่มประเทศเอเชีย (ยกเว้นญี่ปุ่นและฮ่องกง) และต่ำกว่าหลายประเทศในภูมิภาคที่มีโครงสร้างเศรษฐกิจใกล้เคียงกัน เช่น เวียดนาม อินдия และ อินโดนีเซีย ซึ่งมีอัตราการเติบโตของ M2 อยู่ในช่วง 9–15% ต่อปี
- ตลอดช่วงเวลาดังกล่าวการขยายตัวของปริมาณเงินในระดับต่ำอย่างต่อเนื่อง อาจสะท้อนถึง กรอบนโยบายการเงินที่ค่อนข้างเข้มงวด และสภาวะอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำกว่ากรอบเป้าหมายเป็นเวลานาน ซึ่งส่งผลให้ค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าต่อเนื่องเมื่อเทียบกับประเทศคู่ค้าในภูมิภาค ปรากฏการณ์นี้อาจส่งผลเชิงลบต่อขีดความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกของไทย รวมถึงการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวม
- ทั้งนี้ อาจกล่าวได้ว่า การดำเนินนโยบายการเงินที่เน้นเป้าหมายด้านเสถียรภาพของราคาเพียงอย่างเดียว โดยให้ความสำคัญต่อสภาพคล่องและภาวะเศรษฐกิจจริงน้อยกว่าที่ควรจะเป็น อาจเป็นปัจจัยหนึ่งที่ถ่วงการเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยในระยะยาว
- การพัฒนาทางการเงินที่รวมถึงการขยายตัวของปริมาณเงินมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจและลดความไม่เท่าเทียมกันของรายได้ โดยเฉพาะในประเทศกำลังพัฒนา (IMF 2011)

ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของปริมาณเงินและการเติบโตของเศรษฐกิจ



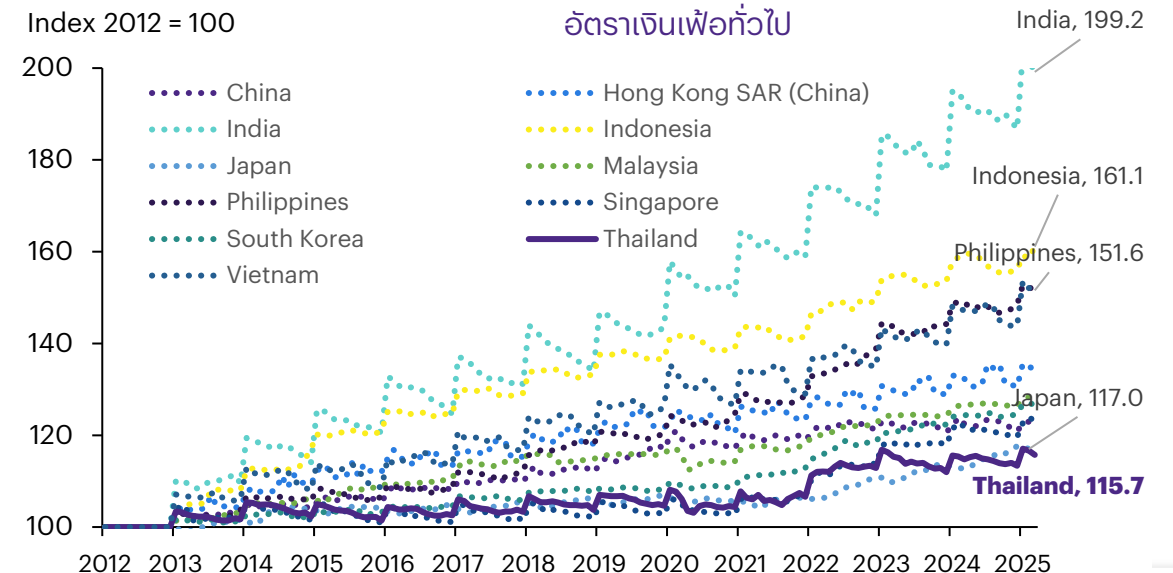
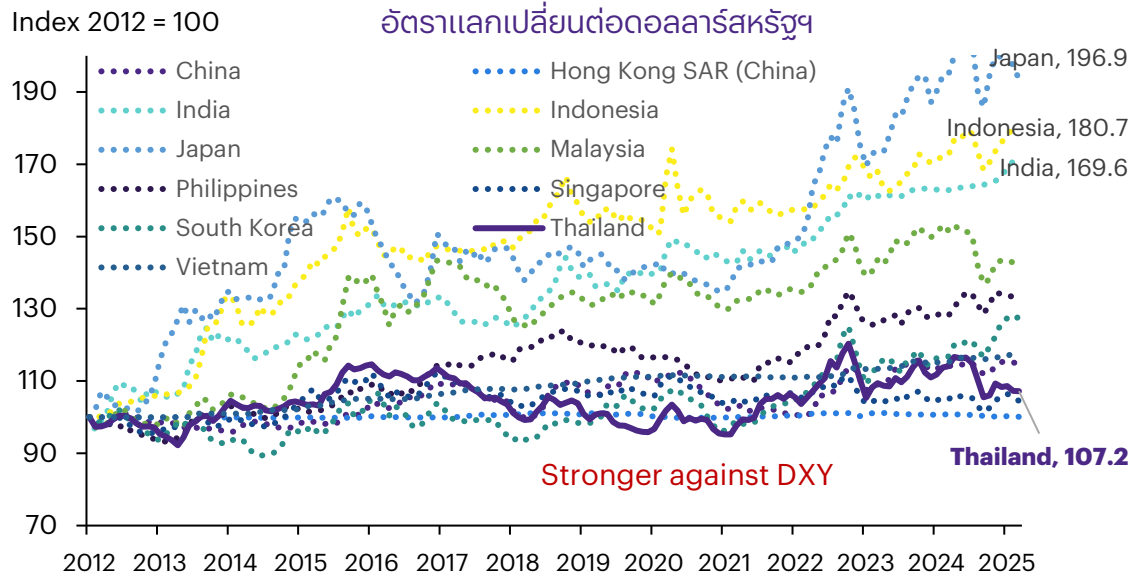
ปริมาณเงินสัมพันธ์กับเงินเฟ้อ ค่าเงิน และเศรษฐกิจอย่างชัดเจน

- จากการศึกษาของ INVX พบว่า การเติบโตของปริมาณเงิน มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ ค่าเงิน และการส่งออกอย่างชัดเจน
- ประเทศที่ปริมาณเงินขยายตัวดี เช่น เวียดนาม (15.3% ต่อปี) มีแนวโน้มที่เศรษฐกิจจะขยายตัวดี (6.1%) เงินเฟ้อสูงปานกลาง (6.1%) ค่าเงินอ่อนค่าอย่างค่อยเป็นค่อยไป (1.4%) และการส่งออกดี (11.9%) ขณะที่ประเทศที่ปริมาณเงินขยายตัวค่อนข้างต่ำเช่น ไทย (5.3%) เศรษฐกิจจะเติบโตค่อนข้างต่ำ (2.4%) เงินเฟ้อต่ำ (1.3%) ค่าเงินค่อนข้างแข็ง (0.7%) และส่งออกโตต่ำ (3.0%)
- ทั้งนี้ การศึกษามีข้อยกเว้นในบางประเทศ เช่น ญี่ปุ่น ที่ปริมาณเงิน เศรษฐกิจ เงินเฟ้อและส่งออกโตต่ำ แต่ค่าเงินอ่อนค่ามาก เนื่องจากญี่ปุ่นคงดอกเบี้ยที่ 0% ยาวนาน แต่เพราะสหรัฐขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่อง ทำให้ค่าเงินอ่อนค่ารุนแรง เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นระยะหลัง และเศรษฐกิจฟื้นตัว

อัตราการขยายตัวของตัวแปรทางเศรษฐกิจเฉลี่ยต่อปีของประเทศในเอเชีย (2012-2024, %)

	China	HK	India	Indo	Japan	Malay	Phil	SG	S Korea	Thailand	Vietnam
M2	10.6	6.6	11.4	9.5	3.0	5.7	11.4	6.7	6.9	5.3	15.3
Real GDP	6.2	1.5	6.0	4.5	0.7	4.3	5.2	3.5	2.6	2.4	6.1
Inflation	1.7	2.5	5.8	3.8	1.1	2.0	3.3	1.8	1.9	1.3	3.7
FX chang	1.3	0.0	5.6	6.3	8.3	3.6	2.8	0.5	2.2	0.7	1.4
Exports	5.9	3.2	5.3	4.4	-0.4	4.4	3.8	2.4	2.6	3.0	11.9

เราจึงเห็นว่า ในการที่จะทำให้ประเทศไทยรอดพ้นจากวิกฤตเศรษฐกิจจากสงครามการค้าที่จะรุนแรงขึ้นนั้น นอกจากภาครัฐจะต้องทำนโยบายการคลังขนาดใหญ่แล้ว ภาคการเงินจึงควรผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้น ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อกลับมาสู่เป้าหมาย เงินบาทเคลื่อนไหวอย่างเหมาะสม และการส่งออกกลับมาเริ่มปรับตัวดีขึ้นได้



มุมมองของ INVX ต่องบประมาณปี 2569

- เรามองว่าการทำงบประมาณครั้งนี้ อาจไม่ตอบโจทย์กับความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกและไทยในอนาคต โดยมีจุดที่น่าสนใจหลายจุดด้วยกัน
- จุดที่หนึ่ง: ดุลการคลังขาดดุลมากขึ้น แต่ภาครัฐ "รัดเข็มขัด" ในช่วงที่ไม่เหมาะสม โดยหากพิจารณารายได้รัฐบาลสุทธิที่คาดการณ์ในงบประมาณที่ 2.92 ล้านล้านบาท จะพบว่าต่ำกว่ารายได้รัฐบาลที่เคยคาดการณ์ไว้ในแผนการคลังระยะปานกลาง (Medium Term Fiscal Framework: MTFF) ที่ 3.04 ล้านล้านบาท ถึงกว่า 1.2 แสนล้านบาท บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจเติบโตต่ำกว่าที่รัฐบาลเคยคาดไว้มาก ทำให้รัฐเก็บภาษีได้น้อยลง
- ในทางกลับกัน รายจ่ายกลับมีมากขึ้นกว่าที่เคยคาดใน MTFF โดยรายจ่ายในปีงบประมาณ 2569 อยู่ที่ 3.78 ล้านล้านบาท สูงกว่าที่เคยคาดไว้ที่ 3.743 ล้านล้านบาท ทำให้ดุลการคลังขาดดุลมากขึ้นที่ 8.6 แสนล้านบาท (คิดเป็นการขาดดุล 4.3% GDP) จากที่เคยคาดใน MTFF ที่ 7.03 แสนล้านบาท (-3.5% GDP)
- แต่น่าสนใจคือ การขาดดุลที่ -4.3% GDP นี้ เป็นการขาดดุลต่ำกว่าปี 2568 ที่ขาดดุล -4.5% GDP บ่งชี้ว่ารัฐบาลทำนโยบายการคลังที่ "รัดเข็มขัด" มากขึ้น ซึ่งในสถานการณ์ปกติถือว่าดี เพราะเป็นการรักษาวินัยการคลัง ซึ่งจะสร้างความเชื่อมั่นให้กับประชาชนและนักลงทุน รวมถึงสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ
- แต่ในปัจจุบันเป็นสถานการณ์ไม่ปกติ เพราะโลกและไทยกำลังเผชิญวิกฤตการณ์ค่าเงินบาทจากรัฐบาลทรัมป์ จากการขึ้นภาษีการค้าที่จะทำให้เศรษฐกิจทั่วโลก รวมถึงไทยตกต่ำลง โดยในกรณีโลก IMF ในเดือน เม.ย. ได้มีการปรับลดประมาณการ GDP โลกปี 2568-69 ลง -0.5% และ -0.3% (p.p.) สู่ 2.8% และ 3.0% ตามลำดับ
- ในขณะที่ไทย หลายฝ่ายรวมถึงธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปรับประมาณการเศรษฐกิจลง โดยมองว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2569 จะแย่กว่าปีนี้ โดยในกรณีฐาน ธปท. มองเศรษฐกิจไทยขยายตัว 2.0% ปีนี้ และ 1.8% ปีหน้า แต่ในกรณีเลวร้าย เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้เพียง 1.3% ปีนี้ และ 1.0% ปีหน้า ซึ่งต่ำกว่าที่ควรจะขยายตัวที่ประมาณ 3.0% อย่างมาก

ตารางรายได้ รายจ่าย ดุลการคลัง และหนี้สาธารณะคงค้าง (ล้านบาท)

	2568	2569 (MTFF)	2569 (งบประมาณ)
รายได้รัฐบาลสุทธิ	2,887,000	3,040,000	2,920,600
งบประมาณรายจ่าย	3,752,700	3,743,000	3,780,600
ดุลการคลัง	-865,700	-703,000	-860,000
ดุลการคลังต่อ GDP (%)	-4.5	-3.5	-4.3
หนี้สาธารณะคงค้าง	11,952,897	13,724,114	12,140,279 (เม.ย.)
หนี้สาธารณะคงค้างต่อ GDP (%)	64.1%	68.8%	64.8%

Source: Budget Bureau, InnovestX

- ด้วยความเสี่ยงเศรษฐกิจจะชะลอตัวต่อไปที่จะกระทบทั้งการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน รวมถึงการส่งออก ทำให้เครื่องยนต์เดียวที่ควรจะเป็นหัวเทียนจุดประกายให้เศรษฐกิจขับเคลื่อนไปได้คือการใช้จ่ายภาครัฐ (โดยเฉพาะการลงทุนภาครัฐที่จะสามารถเห็นว่าการลงทุนภาคเอกชน) กลับกลายเป็นตัวดูดลากเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน (โดยในศัพท์เศรษฐศาสตร์เรียกว่าสถานการณ์ Fiscal drag)

ในภาพใหญ่ รายได้หดหาย รายจ่ายตึงตัว (fiscal drag) รายจ่ายลงทุนหดตัวแรง

- จุดที่สอง: การลงทุนภาครัฐลดลง ชัดกับหลัก เศรษฐศาสตร์มหภาค โดยหากพิจารณาในวงเงิน งบประมาณรายจ่ายปี 2569 ที่ 3.78 ล้านล้านบาท นั้น ถือว่าเพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่ 3.753 ล้านล้านบาท ประมาณ 0.7% ซึ่งถือว่าไม่มากนัก โดยเป็นการ เพิ่มขึ้นในส่วนของการจ่ายชำระคืนต้นเงินกู้ รวมถึงรายจ่ายเพื่อชดใช้เงินคงคลังเป็นหลัก ในขณะที่รายจ่ายประจำลดลง 2.68 ล้านล้านบาท สู่ 2.65 ล้านล้านบาท (ลดลง 1%) แต่รายจ่าย ลงทุนที่เป็นส่วนสำคัญในการผลักดันเศรษฐกิจ นั้น กลับลดลงรุนแรงจาก 9.3 แสนล้านบาท สู่ 8.6 แสนล้านบาท (ลดลงกว่า 7.3%) ภาพนี้บ่งชี้ว่า การใช้จ่ายภาครัฐเป็นตัวจุดรั้งเศรษฐกิจไทยโดย แท้จริง
- ในเชิงเศรษฐศาสตร์มหภาค เป็นที่ทราบกันดีว่า การลงทุนภาครัฐเป็นการกระตุ้นเศรษฐกิจได้ ดีกว่าเงินให้เปล่าหรือเงินโอน เพราะนอกจากจะ ช่วยกระตุ้นอุปสงค์ในระยะสั้นแล้ว ยังสร้าง โครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็นสำหรับการขยายตัว ทางเศรษฐกิจในระยะยาว รวมถึงสามารถ เห็นยวนำการลงทุนภาคเอกชนได้อีกด้วย

- จุดที่สาม: แผนกระตุ้นเศรษฐกิจ 157,000 ล้านบาท (ในงบประมาณปีนี้) ยังไม่เพียงพอ โดยแม้ รัฐบาลจะประกาศแผนกระตุ้นเศรษฐกิจภายใต้งบ เสริมมูลค่า 157,000 ล้านบาท ซึ่งครอบคลุมการ ลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน การพัฒนาอุตสาหกรรม และการส่งเสริมการท่องเที่ยว แต่เมื่อเทียบกับ ขนาดเศรษฐกิจไทยแล้ว เงินจำนวนนี้คิดเป็น เพียง 0.8% ของ GDP เท่านั้น ซึ่งอาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยผลกระทบจากการชะลอตัวของ เศรษฐกิจโลก
- จุดที่สี่: โอกาสการกู้เงินในต้นทุนต่ำและความ จำเป็นของการลงทุนขนาดใหญ่ โดยปัจจุบัน ต้นทุนทางการเงินของไทยในปัจจุบันยังคงต่ำ กว่าสหรัฐอเมริกาอย่างชัดเจน จากข้อมูลอัตรา ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล พบว่าพันธบัตร 10 ปีของไทยอยู่ที่ 1.86% ในขณะที่สหรัฐอยู่ที่ 4.00% และพันธบัตร 2 ปีของไทยอยู่ที่ 1.59% เทียบกับสหรัฐที่ 4.51% สภาพแวดล้อมดอกเบี้ยที่ ต่ำนี้เป็นโอกาสทองที่รัฐบาลไทยสามารถระดมทุน เพื่อการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ได้ใน ต้นทุนที่สมเหตุสมผล ซึ่งแตกต่างจากหลาย ประเทศที่เผชิญกับต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น

โครงสร้างงบประมาณ
ปีงบประมาณ 2568 - 2569

หน่วย : ล้านบาท

โครงสร้างงบประมาณ	ปีงบประมาณ 2568		ปีงบประมาณ 2569	
	จำนวน	เพิ่ม/ลด ร้อยละ	จำนวน	เพิ่ม/ลด ร้อยละ
1. วงเงินงบประมาณรายจ่าย	3,752,700.0	4.2	3,780,600.0	0.7
(สัดส่วนต่อ GDP)	19.5		18.9	
- รายจ่ายประจำ	2,680,436.6	4.5	2,652,301.3	-1.0
(สัดส่วนต่องบประมาณ)	71.4		70.2	
- รายจ่ายเพื่อชดใช้เงินคงคลัง	-	-100.0	123,541.1	100.0
(สัดส่วนต่องบประมาณ)	-		3.3	
- รายจ่ายลงทุน	932,362.1	15.4	864,077.2	-7.3
(สัดส่วนต่องบประมาณ)	24.8		22.9	
- รายจ่ายชำระคืนต้นเงินกู้	150,100.0	26.9	151,200.0	0.7
(สัดส่วนต่องบประมาณ)	4.0		4.0	
2. รายรับ	3,752,700.0	4.2	3,780,600.0	0.7
(สัดส่วนต่อ GDP)	19.5		18.9	
- รายได้	2,887,000.0	3.2	2,920,600.0	1.2
- เงินกู้	865,700.0	7.5	860,000.0	-0.7
3. ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP)	19,284,900.0	3.8	20,017,700.0	3.8

Source: Budget Bureau, InnovestX

หมายเหตุ: ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย 251,430.8 au.= 8.9% ของรายได้ (ที่ 2,920,600.0 ล้านบาท)

กรม. เห็นชอบแผนการขับเคลื่อนเศรษฐกิจภายใต้กรอบวงเงิน 157,000 ล้านบาท

- ที่ประชุมคณะรัฐมนตรี วันที่ 20 พ.ค. 2568 มีมติเห็นชอบแผนการขับเคลื่อนเศรษฐกิจภายใต้กรอบวงเงิน 157,000 ล้านบาท ตามที่กระทรวงการคลังเสนอ โดยใช้งบประมาณรายจ่ายปี 2568 (งบกลาง) เพื่อรักษาการจ้างงานและวางรากฐานการเติบโตในระยะยาว
- รายละเอียดมาตรการ (แบ่งตามกลุ่มเป้าหมาย):
 - โครงสร้างพื้นฐาน (น้ำ-คมนาคม)ด้านน้ำ: ป้องกันอุทกภัย, กักเก็บน้ำช่วงแล้ง, ขยายระบบกระจายน้ำและปรับปรุงระบบประปาด้านคมนาคม: ลดปัญหาคอขวดจราจร, ปรับปรุงความปลอดภัย, แก้ไขจุดตัดรถไฟ, สร้างจุดพักรถบรรทุก, พัฒนาเส้นทางเชื่อมเมืองรอง/แหล่งท่องเที่ยว
 - การท่องเที่ยวปรับปรุงแหล่งท่องเที่ยว สิ่งอำนวยความสะดวก และระบบความปลอดภัย (CCTV) สนับสนุนการท่องเที่ยวในเมืองรอง
 - การส่งออกและผลิตภาพภาคเกษตร: ส่งเสริมเทคโนโลยีการผลิตและการปรับเปลี่ยนพื้นที่เพาะปลูกแรงงาน: สนับสนุนสินเชื่อให้ผู้ส่งออก เพื่อคงการจ้างงานร่วมกับกองทุนประกันสังคมดิจิทัล: พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลเพื่อรองรับ e-Government และการค้าโลก
 - เศรษฐกิจชุมชนสนับสนุนกองทุนหมู่บ้าน/เมือง (SML) และพัฒนาเศรษฐกิจฐานรากตามความต้องการของชุมชน
 - การพัฒนาทุนมนุษย์ลงทุนในด้าน การศึกษา เพื่อยกระดับคุณภาพแรงงานและสร้างรากฐานเศรษฐกิจระยะยาว

	รัฐบาลไทย (May 2025)	ข้อเสนอของ InnovestX (Apr 2025)
ขนาดงบประมาณ	157,000 ล้านบาท (~1% ของ GDP)	3-4 ล้านล้านบาท (22-25% ของ GDP)
ระยะเวลา	ระยะสั้นภายในปีงบประมาณ 2568	5-8 ปี (แผนระยะกลาง-ยาว)
วัตถุประสงค์หลัก	รักษาการจ้างงาน กระตุ้นเศรษฐกิจทันที	สร้าง New Growth Engine และยกระดับขีดความสามารถประเทศ
เป้าหมายการพัฒนา	โครงสร้างพื้นฐานเบื้องต้น: น้ำ, ถนน, ท่อแก๊ว, เศรษฐกิจชุมชน, กลุ่มเปราะบาง	Mega infrastructure: ระบบราง, คมนาคม, ท่าเรือ, สนามบิน, น้ำ, พลังงาน, Smart City
แนวทางการระดมทุน	ใช้งบกลางรายจ่ายปี 2568	งบประมาณรัฐ, การกู้, PPP (เอกชนร่วมลงทุน)
ตัวอย่างโครงการ	พัฒนาแหล่งน้ำ, ถนนเมืองรอง, CCTV เมืองท่องเที่ยว, กองทุนหมู่บ้าน	รถไฟความเร็วสูง, รถไฟรางคู่, ท่าเรือแหลมฉบัง, Smart Grid, อุตะหา, เมืองอัจฉริยะ

ตัวอย่างของโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน

- ในวงวิชาการ ได้มีข้อเสนอ รวมถึงการศึกษาถึงผลของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานต่อเศรษฐกิจไทย โดยงานวิจัยของนักศึกษาหลักสูตรผู้บริหารระดับสูง สถาบันวิทยาการตลาดทุน (วตท.) รุ่นที่ 35 ได้ทำบทวิจัยเรื่อง ‘Mission 2000 : Confidence, Continuity and Connectivity’ และระบุว่า หนึ่งในนโยบายที่จะทำให้เศรษฐกิจไทยเติบโตเพิ่มขึ้น 0.5-1.3% คือการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานวงเงินอย่างน้อย 2.62 ล้านล้านบาท ซึ่งจากการคำนวณ จะทำให้การเติบโตของ GDP ไทยเพิ่มขึ้น 1-1.5% (p.p.) ในช่วงที่ทำการก่อสร้าง และทำให้ศักยภาพเศรษฐกิจไทยเพิ่มขึ้นประมาณ 0.5-1.3% ใน 5 ปี ข้างหน้า

ประเภทการลงทุน	รายละเอียดโครงการ	งบประมาณ (ล้านบาท)	ผลต่อเศรษฐกิจที่คาดหวัง	ศักยภาพเพิ่ม Potential Growth (ประมาณ)	หมายเหตุ
โครงสร้างพื้นฐานน้ำ	ชลประทาน, อ่างเก็บน้ำ, ระบบระบายน้ำ	300,000	เพิ่มประสิทธิภาพการเกษตร, ลดวิกฤตน้ำ	+0.05-0.1 ppts ต่อปี	ช่วยความมั่นคงทางเศรษฐกิจ
ระบบชลประทาน	เขื่อนพลังน้ำ	150,000	เพิ่ม productivity ภาคเกษตร	+0.03-0.05 ppts	รองรับ climate variability
โครงสร้างพื้นฐานขนส่ง	รถไฟความเร็วสูง, ขนส่งทางรถ (เส้นทางขนาดใหญ่)	~600,000	ลดต้นทุน logistics, ขยายตัวภาคอุตสาหกรรม	+0.15-0.2 ppts	ดึงดูดเงินลงทุนภาคเอกชน
โครงสร้างพื้นฐานเชื่อมโยง	ถนน (เส้นทางขนาดเล็ก) ระบบขนส่งทางน้ำ	450,000	กระจายความเจริญ, เพิ่ม TFP ในภูมิภาค	+0.1-0.15 ppts	ลดช่องว่างพื้นที่กับการขยายตัวเศรษฐกิจ
โครงสร้างพื้นฐาน climate-proof	คันป้องกันน้ำทะเลหนุนสูงขึ้น	13,500	ลดความเสียหายจาก climate event	~0.01 ppts	ป้องกัน negative shock
โครงสร้างพื้นฐาน Digital / Data	Cloud, Cyber, Open Data	50,000	เพิ่ม TFP ภาคเอกชน, ข้อมูล	+0.05 ppts	รองรับเศรษฐกิจดิจิทัล
การศึกษา	โรงเรียน, การเรียนทางไกล	50,000	เพิ่ม human capital ที่มีคุณภาพ	+0.05-0.07 ppts	เห็นผลต้องรอระยะยาว 5-10 ปี
ลงทุนภาครัฐ-เอกชน (PPP)	Smart grid, Inter-Regional Transport Network	~1,000,000	ขึ้นกับการออกแบบร่วมลงทุน	+0.1 ppts (indirect)	ภาครัฐไม่แบกรับภาระทั้งหมด
รวม	N/A	2,615,000	N/A	+0.54-1.27 ppts	ใช้เวลาเห็นผล 5 ปีขึ้นไป

Source: CMA 35 Academic Proposal

เราปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยเป็น 2 กรณี

Macro growth projection	Actual 2024	Base case 2025 (Prob: 60%)	Best case 2025 (Prob: 40%)
GDP growth	2.5	1.4	1.7
Private investment	0.0	-1.8	-1.3
Public investment	4.8	2.8	2.8
Private consumption	4.4	0.7	1.0
Public consumption	2.5	1.5	1.5
Export value in US\$ terms (%)	5.8	-3.0	-0.5
Import value in US\$ terms (%)	6.3	-4.0	-2.0
Current account to GDP (%)	2.3	1.0	1.5
Headline inflation (%)	0.4	0.5	0.7
USD/THB	35.3	34.5	34.0
Policy rate (%)	2.25	1.25	1.50
No. of inbound tourists (mn)	35.5	35.0	35.0

Source: NESDC, INVX, CEIC

กลยุทธ์การลงทุน

3Q25

สรุปภาพรวมตลาดใน 2Q25



หุ้นแนะนำใน 2Q25 ของเรา

Outperform SET อยู่ 6%

ตลาดหุ้นไทยยังคงทำผลงานแย่ใน 2Q25TD โดย SET Index ปรับตัวลดลง 2% และ underperform ตลาดภูมิภาคอยู่ 9% และตลาดโลกอยู่ 9% ผลงานที่ย่ำแย่อย่างต่อเนื่องนี้เกิดจากหลายปัจจัยด้วยกัน ได้แก่: 1) ความกังวลเกี่ยวกับนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่จะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการส่งออกและการลงทุนของไทย 2) ความไม่แน่นอนทางการเมืองภายในประเทศท่ามกลางความขัดแย้งชายแดนกับกัมพูชา 3) จำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางมาไทยลดลงอย่างรวดเร็วเนื่องจากความกังวลด้านความปลอดภัย 4) โมเมนตัมเศรษฐกิจภายในประเทศที่อ่อนแอ เนื่องจากขาดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ 5) ราคาพลังงานที่ลดลง และ 6) ผลกระทบจากเหตุแผ่นดินไหว ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลกที่ชะลอตัวลง นักลงทุนยังคงระมัดระวังเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตของประเทศไทยและผลประกอบการที่ฟื้นตัวช้า ซึ่งมีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับปัจจัยภายนอก

นักลงทุนต่างชาติถอนเงิน 610 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ออกจากตลาดหุ้นไทยใน 2Q25TD ต่อเนื่องจากที่มีเงินไหลออกสุทธิ 1.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐใน 1Q25 นอกจากนี้เรายังพบเบ็ดเตล็ดการลงทุนต่างชาติไหลออกจากตลาดอื่นๆ ในอาเซียนด้วยเช่นกัน เช่น อินโดนีเซีย (1.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) เวียดนาม (470 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) มาเลเซีย (247 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) และฟิลิปปินส์ (305 ล้านดอลลาร์สหรัฐ) การเคลื่อนย้ายเงินทุนในภูมิภาคยังคงดำเนินต่อไป แม้จะมีการคาดการณ์ก่อนหน้านี้ว่าเงินดอลลาร์ที่อ่อนค่าลงจะดึงดูดการลงทุนจากต่างประเทศ เนื่องจากนักลงทุนยังคงกังวลเกี่ยวกับอุปสงค์ของจีนที่ฟื้นตัวช้าและการหยุดชะงักทางการค้าที่อาจเกิดขึ้นจากนโยบายภาษีนำเข้าของรัฐบาลทรัมป์

ตลาดหุ้นไทยทำผลงานได้แย่กว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย โดยให้ผลตอบแทนติดลบ 2% ใน 2Q25TD โดยมี 4 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ส่งผลกระทบต่อ SET อย่างมีนัยสำคัญ: กลุ่มท่องเที่ยว (CENTEL, ERW, SHR), กลุ่มขนส่งทางอากาศ (AOT, BA, AAV), กลุ่มพาณิชย์ (CPAXT, CRC, GLOBAL) และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (AMATA, SC, AWC, AMATAN, ROJNA) ซึ่งเป็นผลมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลงและอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอ ในทางกลับกัน กลุ่มอุตสาหกรรม เช่น กลุ่มปิโตรเคมี (PTTGC, IVL) และกลุ่มสื่อสาร (TRUE, ADVANC) ให้ผลตอบแทนดีกว่า SET

แม้ว่าตลาดหุ้นไทยทำผลงานได้แย่กว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในเอเชีย แต่หุ้นแนะนำของ INVX ทำผลงานได้ดีกว่าตลาด โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 3% มีเพียง BCH ที่ให้ผลตอบแทนติดลบ ซึ่งเป็นผลมาจากจำนวนผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยต่างชาติที่ลดลง ในขณะที่ CPALL CPF KTB และ TRUE ให้ผลตอบแทนเป็นบวก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ดีขึ้นและความไม่แน่นอนภายนอกที่สามารถบริหารจัดการได้

Price performance ของสินทรัพย์ลงทุนประเภทต่างๆ ใน 2Q25

EM, ทองคำ outperform; AEJ โดดเด่น; SET, น้ำมัน underperform

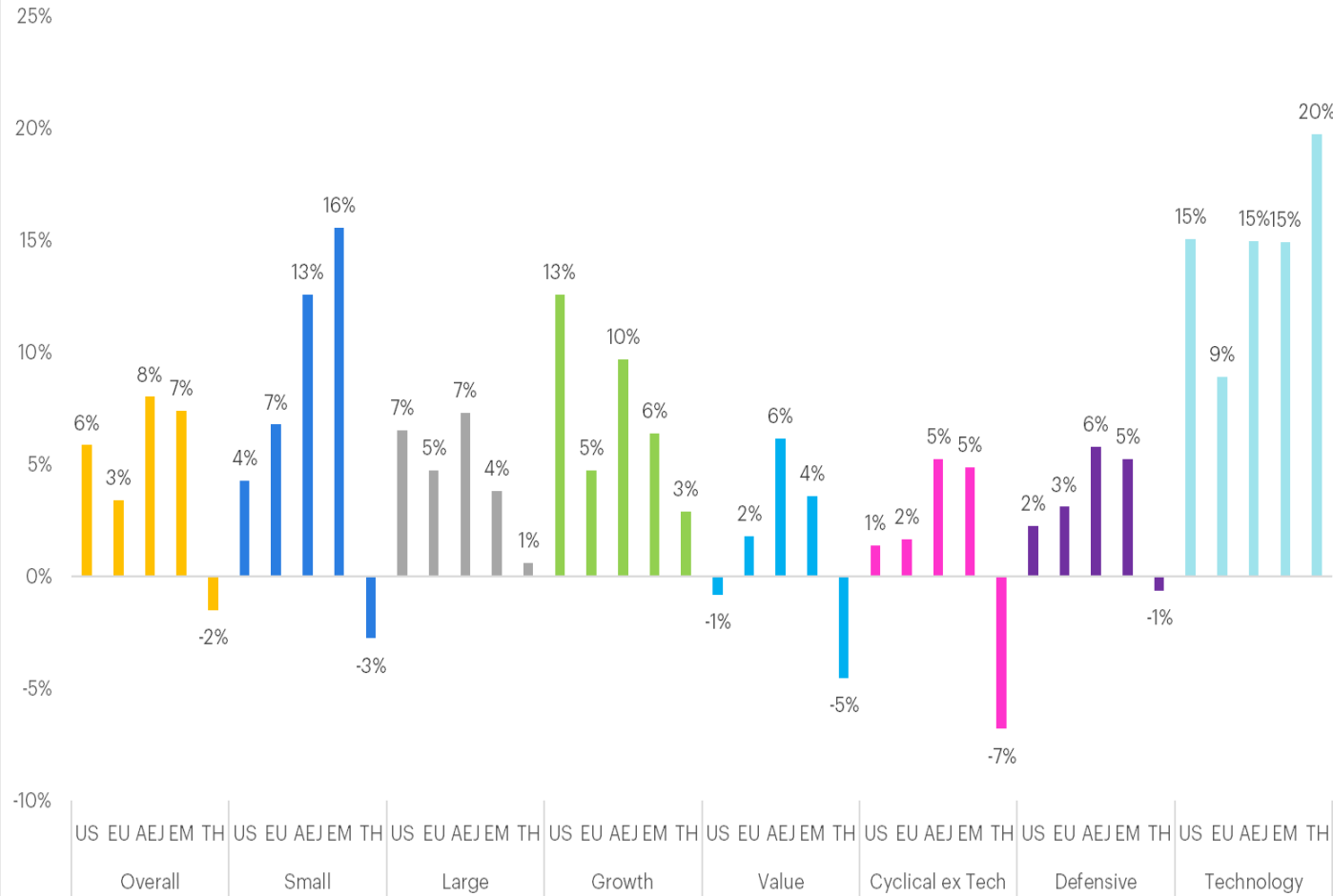
2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	
6.5%	7.1%	13.9%	71.7%	18.4%	27.2%	57.0%	66.7%	6.4%	21.3%	46.9%	19.0%	27.7%	
6.4%	3.7%	12.7%	8.0%	8.3%	3.3%	11.6%	20.6%	5.6%	13.2%	7.6%	14.8%	8.8%	
2.5%	1.4%	11.0%	7.8%	7.0%	3.2%	11.2%	13.6%	4.3%	11.4%	5.2%	7.9%	8.0%	Bitcoin
-4.4%	-1.7%	9.8%	7.5%	2.7%	0.1%	9.4%	10.2%	4.1%	9.4%	4.0%	7.7%	7.4%	DM ex US
-5.1%	-2.6%	9.6%	7.0%	1.6%	-0.4%	8.1%	8.1%	3.9%	7.8%	2.1%	5.2%	6.9%	AEJ
-5.9%	-3.2%	9.2%	6.2%	1.4%	-2.1%	7.6%	7.0%	1.5%	7.8%	-0.4%	4.6%	6.0%	EM
-6.7%	-4.5%	7.1%	5.3%	0.9%	-2.5%	7.4%	4.0%	1.5%	7.4%	-1.1%	2.6%	6.0%	S&P 500
-7.5%	-4.7%	7.0%	4.1%	0.4%	-3.1%	6.4%	3.1%	1.3%	7.0%	-1.6%	2.4%	4.2%	Gold
-8.9%	-4.8%	5.0%	3.6%	-0.1%	-3.4%	6.3%	2.0%	1.2%	5.8%	-2.9%	2.0%	3.7%	Nikkei 225
-9.2%	-5.3%	4.8%	3.5%	-0.9%	-3.6%	6.1%	1.9%	0.0%	5.5%	-3.4%	1.7%	3.0%	EM Currencies
-9.8%	-7.6%	4.8%	3.1%	-2.2%	-3.7%	5.0%	1.8%	-0.1%	4.0%	-3.6%	1.4%	2.9%	STOXX 600
-10.7%	-8.1%	4.3%	1.9%	-2.4%	-3.7%	4.3%	1.5%	-0.2%	3.0%	-4.8%	0.1%	0.9%	Global Treasury
-11.4%	-10.6%	1.2%	1.0%	-2.5%	-4.0%	-3.8%	0.9%	-1.2%	2.2%	-6.0%	-3.9%	0.2%	High Yield Bond
-12.4%	-12.5%	0.6%	-1.0%	-3.8%	-4.1%	-4.6%	-0.9%	-1.9%	-0.6%	-7.6%	-4.6%	-1.9%	MSCI China
-14.6%	-14.6%	-2.3%	-3.6%	-6.1%	-4.2%	-4.7%	-2.0%	-2.0%	-4.2%	-7.8%	-10.7%	-2.9%	IG Bond
-16.4%	-23.1%	-7.7%	-6.5%	-6.6%	-4.4%	-5.9%	-2.7%	-5.6%	-4.8%	-7.8%	-12.1%	-4.8%	SET
-59.1%	-23.4%	-14.9%	-7.1%	-10.8%	-10.9%	-19.2%	-2.9%	-12.6%	-16.9%	-8.1%	-17.3%	-11.1%	Commodities
													Dollar Index
													Brent Oil

Source: Bloomberg, InnovestX Research

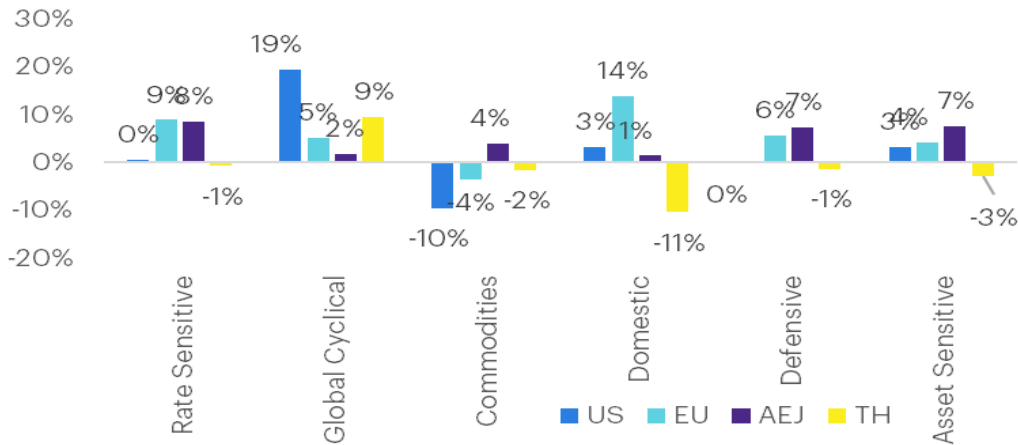
Price performance ใน 2Q25

EM หุ้เทคโนโลยี หุ้เช้งรับ และ small cap ปรับตัว outperform

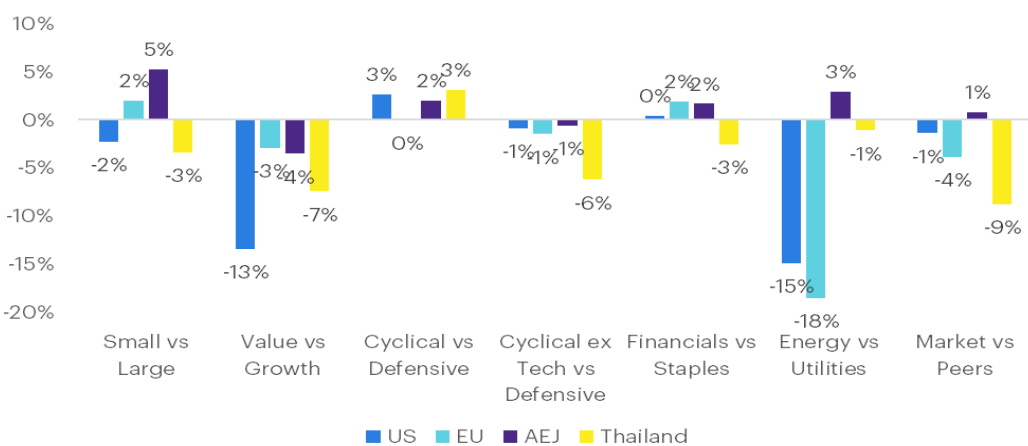
Performance comparison in 2Q25 (as of 6 June 2025)



2Q25 basket returns (as of 6 June 2025)



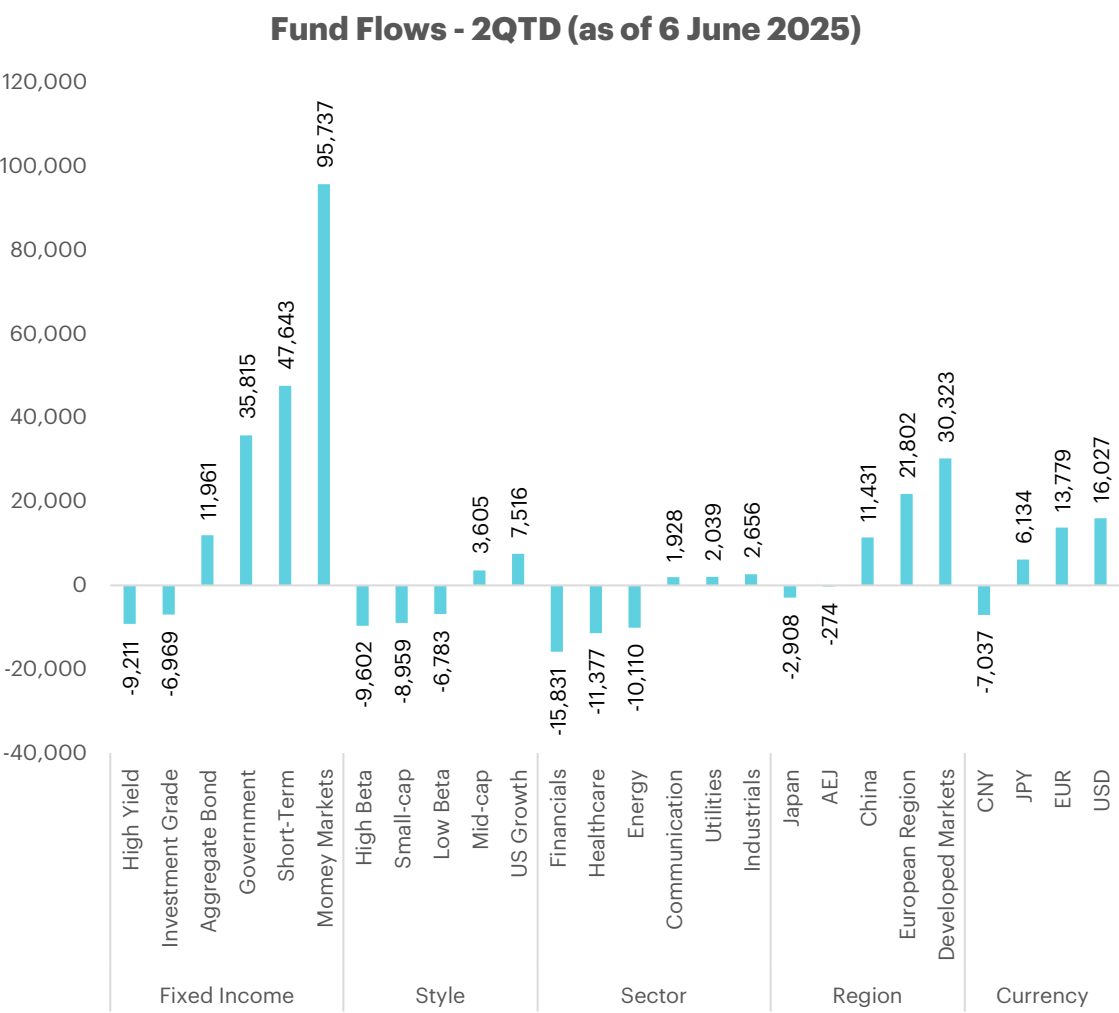
Relative performance in 2Q25 (as of 6 June 2025)



Source: Bloomberg, InnovestX Research

พลวัตของกระแสเงินทุน

กระแสเงินไหลเข้าตลาดเงินยังแข็งแกร่ง; กระแสเงินไหลเข้าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ลดลง



Source: EPFR, Haver Analytics

ใน 2Q25 กองทุนตราสารหนี้ดึงดูดกระแสเงินไหลเข้าสุทธิจากนักลงทุนได้อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่กองทุนตราสารทุนและกองทุนรวมหมวดอุตสาหกรรมมีทั้งกระแสเงินไหลออกและไหลเข้า

เมื่อพิจารณาจากความเคลื่อนไหวของกระแสเงินใน 2Q25 เราพบว่า:

- 1) กองทุนตราสารทุนยังคงมีกระแสเงินไหลเข้าสุทธิจำนวนมาก โดยได้แรงหนุนจากกระแสเงินไหลเข้ากองทุนตราสารทุน EU และจีน แม้ว่าจะมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ตลาดจีนทำผลงานได้ดีขึ้นโดยได้แรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและความตึงเครียดทางการค้าที่ลดลง สำหรับประเทศอื่นๆ ในกลุ่ม G10 กระแสเงินไม่มีทิศทางที่ชัดเจน โดยกระแสเงินไหลเข้าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ลดลง ขณะที่กระแสเงินในตลาดเกิดใหม่มีค่อนข้างน้อยซึ่งเป็นผลมาจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาษีนำเข้า
- 2) ความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นท่ามกลางข้อมูลเศรษฐกิจที่อ่อนแอ และการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางต่างๆ จะลดอัตราดอกเบี้ย พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรระยะสั้นมีกระแสเงินไหลเข้าสุทธิ ขณะที่สินทรัพย์กองทุนตลาดเงินเพิ่มขึ้นมากถึง 95 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนต้องการการคุ้มครองและสภาพคล่องท่ามกลางความเสี่ยงจากภายนอกและการคาดการณ์ว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย
- 3) เมื่อพิจารณาที่กลุ่มอุตสาหกรรม ความต้องการลงทุนแตกต่างกัน เราพบกระแสเงินจำนวนมากไหลออกจากกลุ่มการเงินซึ่งเป็นผลมาจากการคาดการณ์ว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยและเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ในขณะเดียวกันกลุ่มการแพทย์และกลุ่มพลังงานเผชิญกับกระแสเงินไหลออกสืบเนื่องมาจากความกังวลด้านนโยบายและอุปทานสินค้าตลาด

เมื่อพิจารณาจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับภาษีการค้า เราคาดว่านักลงทุนจะยังคงมุ่งเน้นไปที่ตลาดตราสารหนี้ และรอการปรับสัดส่วนเงินลงทุนในหุ้นเมื่อสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าคลี่คลายลง วัฏจักรเศรษฐกิจ ข้อตกลงการค้าของสหรัฐฯ และการลดอัตราดอกเบี้ยจะเป็นปัจจัยกำหนดทิศทางกระแสเงินทุนใน 2Q25

แนวโน้มตลาด 3Q25



สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 3Q25

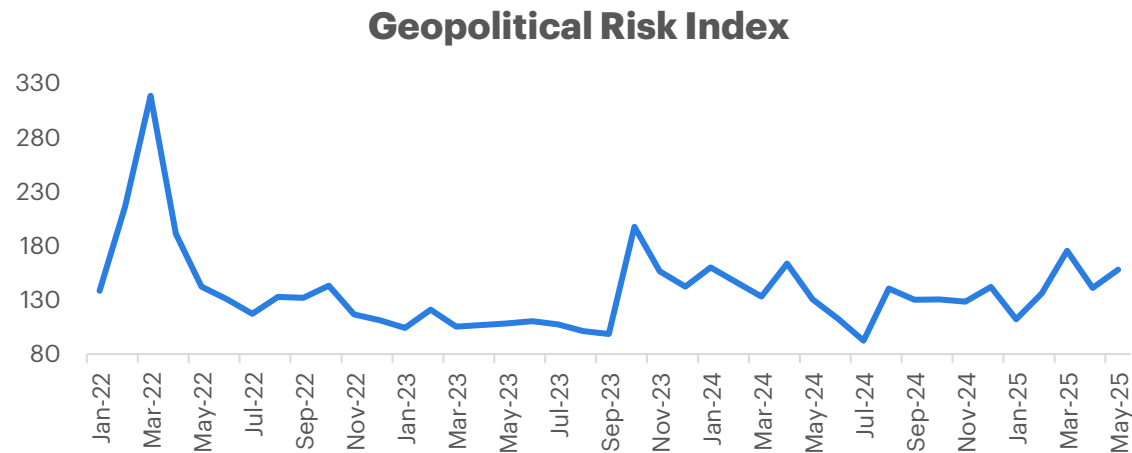
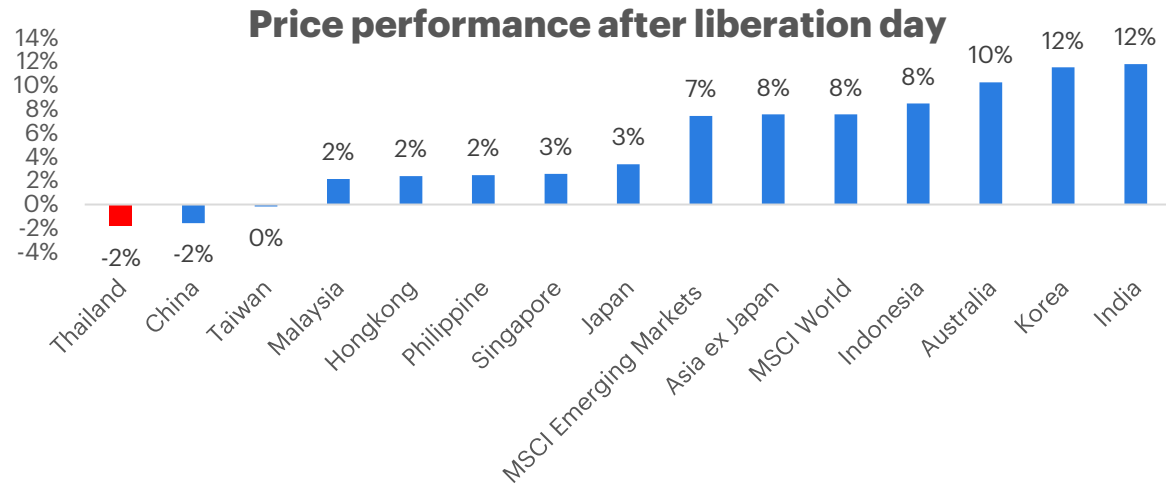
	สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค	IN VX ปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยเป็น 2 สถานการณ์ ในกรณีฐาน (โอกาส 60%) GDP ไทยจะขยายตัว 1.4% โดยการส่งออกหดตัว -3.0% และมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะถดถอยเชิงเทคนิคในครึ่งหลังปี ส่วนกรณีดี (โอกาส 40%) หากการเจรจากับสหรัฐฯ ประสบความสำเร็จและสถานการณ์โลกดีขึ้น GDP ไทยอาจขยายตัวได้ 1.7% โดยการส่งออกจะหดตัวเพียง -0.5% แทนที่จะเป็น -3.0% ประเทศไทยเผชิญความเสี่ยงสำคัญ 6 ด้าน ได้แก่ สงครามการค้าและภาษีสหรัฐฯ การท่องเที่ยวชะลอตัว ภาคเกษตรอ่อนแอ การเมืองขาดเสถียรภาพ หนี้ครัวเรือนสูง และการลงทุนเอกชนชะลอตัว ธนาคารแห่งประเทศไทยคาดว่าจะลดดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปี 2025 เนื่องจากเงินเฟ้อต่ำกว่าเป้าหมายที่ -0.57% และความเสี่ยงเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น สำหรับงบประมาณปี 2569 แม้จะมีแผนกระตุ้นเศรษฐกิจ 157,000 ล้านบาท แต่อาจไม่เพียงพอต่อการรับมือวิกฤต ในสถานการณ์ปัจจุบันที่ต้นทุนการกู้ยืมของไทยยังต่ำ (พันธบัตร 10 ปีที่ 1.86% เทียบสหรัฐฯ 4.00%) รัฐบาลควรพิจารณาการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะสั้นและสร้างรากฐานการเติบโตระยะยาว
bright spot ทางเศรษฐกิจและกลุ่มอุตสาหกรรม	อุตสาหกรรมที่เน้นการนำเข้า พลังงาน พลังงานสะอาด หุ่นเชิงรับ ซอฟต์แวร์, ปัญญาประดิษฐ์ และดาต้าเซ็นเตอร์
ความไม่แน่นอนทางการค้าสูง	สถานการณ์ตึงเครียดหลายๆ ยังไม่คลี่คลาย แม้ว่าจะมีการระงับการเรียกเก็บภาษีตอบโต้เป็นการชั่วคราว การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนอย่างต่อเนื่องเป็นปัจจัยสนับสนุนตลาดในระยะสั้นจากแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นและการปรับเพิ่มคาดการณ์เศรษฐกิจ เราคิดว่านโยบายการค้าจะยังคงเป็นความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่สำคัญในครึ่งหลังของปี 2025 การกระจายความเสี่ยงทางภูมิศาสตร์ยังคงให้ผลตอบแทนที่ดี ปัจจุบันเรามีมุมมองที่สมดุลต่อพันธบัตร สินเชื่อ และหุ้นในระยะเวลา 3 เดือนและ 12 เดือน โดยเน้นป้องกันความเสี่ยงผ่านการถือเงินสดมากขึ้นเพื่อรับมือกับการปรับฐาน
ดอลลาร์มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นใน 2H25	ความแตกต่างด้านนโยบายที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนจะสนับสนุนให้ดอลลาร์แข็งค่าขึ้นในครึ่งหลังของปี 2025 การผสมผสานระหว่างท่าทีระมัดระวังของเฟด การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายของ ECB และการใช้เครื่องมือทางนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้เติบโตของ PBOC ทำให้เกิดทั้งความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีความมั่นคง และยังสร้างโอกาสลงทุนในสินทรัพย์ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงในทุกภูมิภาคและทุกกลุ่มอุตสาหกรรม
การใช้มาตรการกระตุ้นทางการคลังเป็นสิ่งจำเป็น	การกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลังมีความสำคัญเพื่อชดเชยผลกระทบที่ทำให้เศรษฐกิจหดตัวและรักษาเสถียรภาพการเติบโต ประสิทธิภาพของนโยบายแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ทำให้เกิดความเร่งด่วนในการใช้มาตรการกระตุ้นที่มีเป้าหมายชัดเจนและมีประสิทธิภาพ รวมถึงการสนับสนุนจากหลายฝ่าย จากมุมมองการลงทุน การกระตุ้นเศรษฐกิจแบบมีเป้าหมายอาจเป็นประโยชน์ต่อกลุ่มต่างๆ เช่น โครงสร้างพื้นฐาน การบริโภคภายในประเทศ และสาธารณสุขโลก นักลงทุนอาจให้ความสนใจกับบริษัทในตลาดเกิดใหม่คุณภาพดีที่มีงบดุลแข็งแกร่งและได้รับประโยชน์จากมาตรการทางการคลัง
อุปสงค์ภายในประเทศชะลอตัว	ผู้บริโภคมีความอ่อนไหวต่อราคามากขึ้น โดยหันไปเลือกซื้อสินค้าที่ราคาถูกลงและให้ความสำคัญกับการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าจำเป็นมากกว่าสินค้าฟุ่มเฟือย ซึ่งสร้างเงื่อนไขที่ท้าทายให้กับผู้ค้าปลีก และส่งสัญญาณถึงโอกาสที่การบริโภคจะชะลอตัวมากขึ้น
กลยุทธ์การลงทุน (3Q25)	ใช้แนวทางการคัดเลือกหุ้นรายตัวท่ามกลางสภาวะตลาดที่ไม่มีทิศทางชัดเจน มุ่งเน้นไปที่บริษัทที่มีความแข็งแกร่งทางการเงิน มีงบดุลที่แข็งแกร่ง ทำกำไรอย่างสม่ำเสมอ และ valuation ที่สมเหตุสมผล โดยมุ่งเป้าไปที่กลุ่มหุ้นเชิงรับอย่างกลุ่มสาธารณูปโภค กลุ่มการแพทย์ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค หลีกเลี่ยงบริษัทที่มีหนี้สูงหรือพึ่งพาการส่งออกเมื่อพิจารณาจากความไม่แน่นอนด้านการค้า ให้ความสำคัญกับคุณภาพมากกว่าการเติบโตจนกว่าการเมืองในประเทศจะมีความชัดเจนมากขึ้นและโครงการโครงสร้างพื้นฐานเริ่มต้นหน้า
เป้าหมาย SET Index	เรายังคงเป้า SET Index ปี 2025 ไว้ที่ 1,250 จุด โดยมีปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ ค่อนข้างจำกัด จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,100 จุด
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่ม (3Q25)	Overweight Neutral Underweight วัสดุก่อสร้าง อาหารและเครื่องดื่ม การแพทย์ REIT และสื่อสาร ธุรกิจการเกษตร ขนส่งทางอากาศ พาณิชยกรรม พลังงาน ขนส่งทางบก ปีโตรเคมี อสังหาริมทรัพย์ ท่องเที่ยว และสาธารณูปโภค ยานยนต์ และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
คำแนะนำ	เราเลือกหุ้นเด่นที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง valuation สมเหตุสมผล และได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน หุ่นเด่นสำหรับ 3Q25 ของเรา คือ BCH CPF DIF MTC และ SCC

โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาคในปี 2025

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

ธีม 1: ความไม่แน่นอนทางการค้ายังสูง

หลังจากการ rally จากการระงับขึ้นภาษีนำเข้าเริ่มชะลอตัวลง นักลงทุนควรทำอย่างไร? ตลาดยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อหากการระงับขึ้นภาษีนำเข้ายังคงดำเนินต่อไป



การประกาศระงับการเรียกเก็บภาษีตอบโต้ (reciprocal tariffs) ที่ประกาศใช้ในเดือนเมษายนเป็นเวลา 90 วัน รวมถึงข้อตกลงการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับสหราชอาณาจักรที่ประกาศออกมา และการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนอย่างต่อเนื่อง เป็นปัจจัยสนับสนุนตลาดในระยะสั้น ในขณะที่ข่าวล่าสุดเป็นปัจจัยสนับสนุนการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงในสามด้าน ได้แก่: 1) ข่าวดังกล่าวแสดงให้เห็นว่ารัฐบาลสหรัฐฯ มีแนวทางปฏิบัติที่รอบคอบและต้องการที่จะลดระดับความรุนแรงลง ซึ่งน่าจะทำให้ risk premium ลดลง 2) ข่าวดังกล่าวชี้ให้เห็นถึงความเป็นไปได้ที่อัตราภาษีที่มีผลบังคับใช้โดยเฉลี่ยจะต่ำกว่าที่เคยประกาศไว้ในวันปลดแอกสหรัฐฯ (Liberation day) ซึ่งจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจโลกมีโอกาสเติบโตเพิ่มขึ้น และ 3) ข่าวดังกล่าวส่งผลทำให้มีการปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจจากหลายๆ สำนัก

สถานการณ์ตึงเครียดหลักๆ ยังไม่คลี่คลาย แม้ว่าจะมีการระงับการเรียกเก็บภาษีตอบโต้เป็นการชั่วคราว แต่การควบคุมการส่งออกแร่ธาตุหายากของจีนสร้างความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์เหนืออุตสาหกรรมเทคโนโลยีและการป้องกันประเทศของสหรัฐฯ แม้แต่ตลาดเกิดใหม่ที่มุ่งเน้นปัจจัยภายในประเทศก็ยังคงได้รับผลกระทบเชิงลบเมื่อพิจารณาความเสี่ยงด้านการค้าและการบูรณาการห่วงโซ่อุปทาน

เราคิดว่านโยบายการค้าจะยังคงเป็นความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่สำคัญในครึ่งหลังของปี 2025 การกระจายความเสี่ยงทางภูมิศาสตร์ยังคงให้ผลตอบแทนที่ดี ปัจจุบันเรามีมุมมองที่สมดุลต่อพันธบัตร สินเชื่อ และหุ้นในระยะเวลา 3 เดือนและ 12 เดือน โดยเน้นป้องกันความเสี่ยงผ่านการถือเงินสดมากขึ้นเพื่อรับมือกับการปรับฐาน ธีมที่เราชื่นชอบคือ 1) มีปัจจัยสนับสนุนจากนโยบายของจีน 2) คุณภาพของกำไร 3) การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ และ 4) หุ้นเชิงรับ

Source: CEIC, InnovestX Research

นัยยะต่อตลาดหุ้นไทย ดูเหมือนจะมีผลกระทบจำกัด

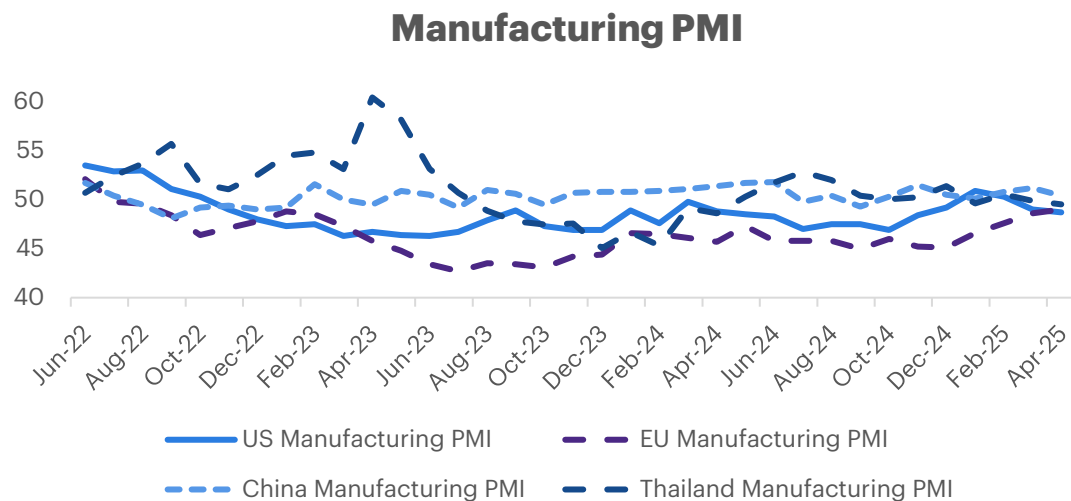
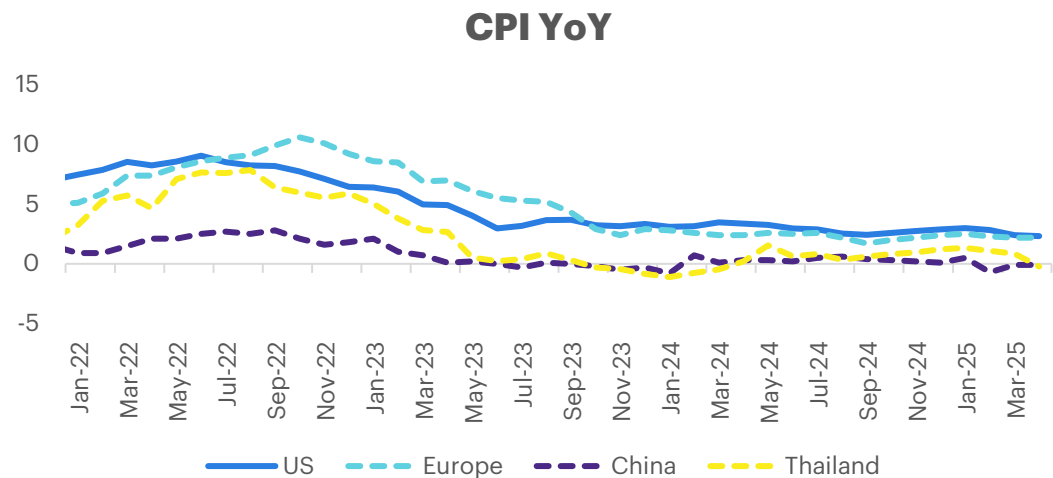
	US	Asia	China	EU	Domestic	ผลกระทบจากสงครามการค้าหากรายได้จากสหรัฐฯ ลดลง 10%
IVL	69%	22%		10%		ไม่มีผลกระทบเนื่องจากเป็นผู้ผลิตในท้องถิ่น
TU	39%	20%		30%	11%	4%
DELTA	30%	34%	13%	23%		3%
HANA	28%	54%		10%		3%
KCE	21%	6%	10%	49%	14%	2%
EPG	12%	85%			24%	<2%
EPG	12%	85%			24%	<2% (ผลกระทบน้อยมากเนื่องจากเป็นผู้ผลิตในท้องถิ่น)
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%	ไม่มีผลกระทบต่อการดำเนินงานท้องถิ่นในสหรัฐฯ
SAT	4%	16%	1%	4%	36%	ลดลงน้อยกว่า 1%
STANLY	4%	16%	1%	4%	36%	ลดลงน้อยกว่า 1%
BH	4%	15%	4%	5%	34%	ผลกระทบเล็กน้อย
PTTGC	3%	81%	7%	16%	56%	0.3%
AOT	3%	43%	19%	20%	10%	ลดลงน้อยกว่า 1%
PTT	3%	38%		3%	54%	0.3%
CENTEL	2%	7%	4%	12%	60%	ผลกระทบเล็กน้อย
BDMS	2%	12%	2%	5%	72%	ผลกระทบเล็กน้อย
AH	2%	23%	6%	17%	26%	ลดลงน้อยกว่า 1%
BCH	0%	7%	1%		85%	ผลกระทบเล็กน้อย
AAV		40%	13%		47%	ผลกระทบเล็กน้อย
CHG		2%			96%	ผลกระทบเล็กน้อย
RJH					100%	ผลกระทบเล็กน้อย
BBL		25% of loans				ผลกระทบน้อยมาก
PTTEP		83%			59%	
LHHOTEL		34%	14%		45%	
GFPT		11%	3%	11%	75%	
BTG		13%		5%	82%	

Source: CEIC, InnovestX Research

เศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญกับความท้าทายอย่างมากจากความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ยืดเยื้อ สหรัฐฯ ได้ดำเนินการเรียกเก็บภาษีนำเข้าและจำกัดการเข้าถึงเทคโนโลยีที่มุ่งเป้าไปที่ภาคยุทธศาสตร์ของจีน เช่น ยานยนต์ไฟฟ้า โซลาร์เซลล์ และแบตเตอรี่ ซึ่งเป็นอุตสาหกรรมที่จีนมีห่วงโซ่อุปทานที่แข็งแกร่ง มาตรการเหล่านี้มีเป้าหมายเพื่อขัดขวางการพัฒนาอุตสาหกรรมที่ขยายตัวอย่างรวดเร็วของจีน ความตึงเครียดทางการค้าและเทคโนโลยียังคงยากที่จะคลี่คลายลงได้อย่างรวดเร็ว ทำให้เกิดความไม่แน่นอนอย่างต่อเนื่องในตลาดโลกและห่วงโซ่อุปทาน เราคาดว่า การเรียกเก็บภาษีจะยังคงดำเนินต่อไป จีนได้เพิ่มการตอบโต้ต่อสหรัฐฯ ในด้านเทคโนโลยี การค้า และการทหาร ความขัดแย้งที่ทวีความรุนแรงขึ้นเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อพันธมิตรของจีนซึ่งรวมถึงประเทศไทยและประเทศอื่น ๆ ในอาเซียน

การวิเคราะห์ของเราพบว่า ความตึงเครียดทางการค้ามีผลกระทบต่อกำไรของบริษัทไทยโดยรวมค่อนข้างน้อย เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่มาจากตลาดในประเทศและตลาดเอเชีย กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่มีสัดส่วนรายได้จากตลาดสหรัฐฯ 20-30% อาจเผชิญกับสถานการณ์ที่กำไรลดลง 2-4% หากรายได้จากสหรัฐฯ ลดลง 10% กลุ่มท่องเที่ยวได้รับผลกระทบทางอ้อมผ่านจำนวนนักท่องเที่ยวและความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน แต่ผลกระทบต่อกำไรยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า 2% ความเสี่ยงที่มีจำกัดเป็นผลมาจากการที่บริษัทไทยพึ่งพาตลาดในภูมิภาคเป็นหลักมากกว่าตลาดสหรัฐฯ

ธีม 2: ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ Stagflation ในสหรัฐฯ ภาณำเข้ากดดันอัตราเงินเฟ้อ



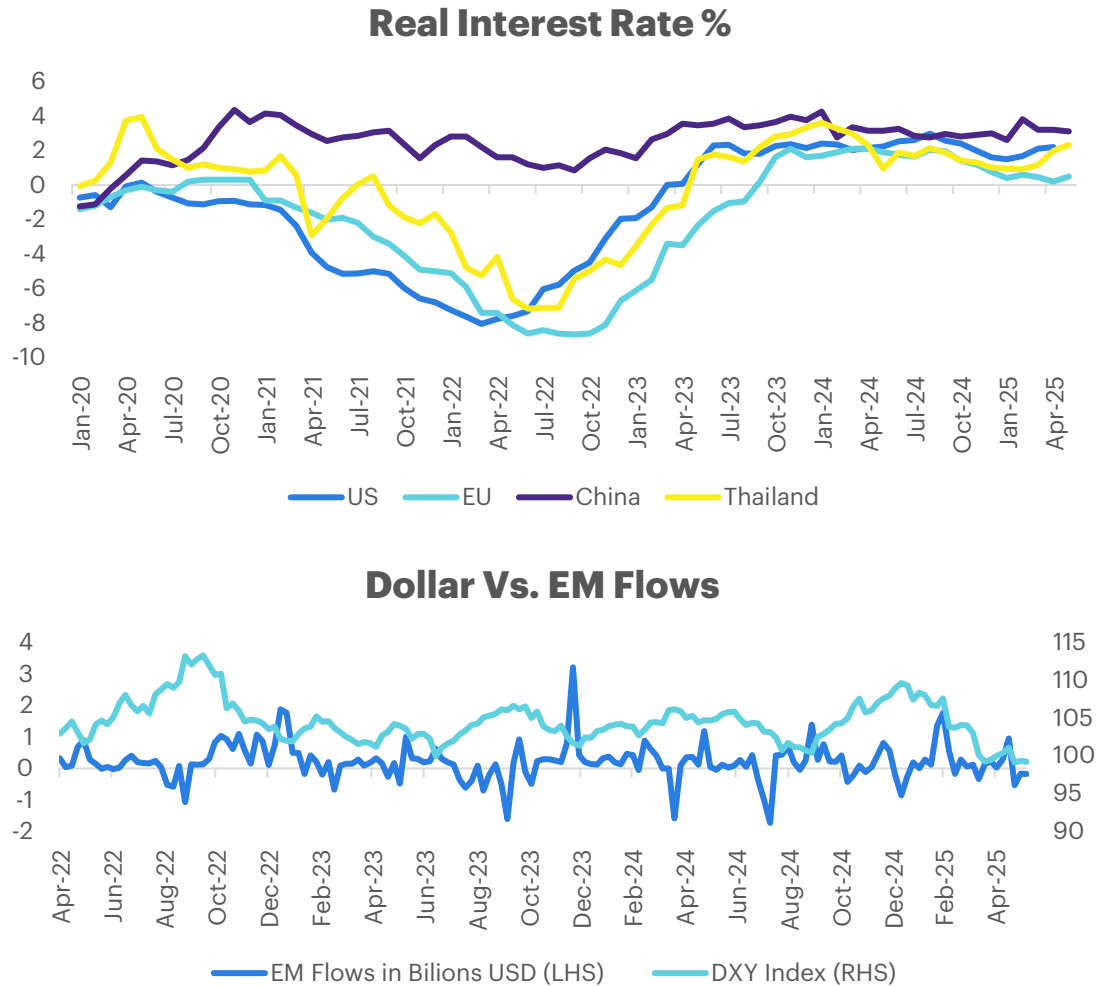
Source: InnovestX Research

การเติบโตทางเศรษฐกิจเริ่มสูญเสียแรงขับเคลื่อน ภาคการผลิตหดตัว และการสร้างงานชะลอตัว ทำให้เกิดความกังวลเรื่องภาวะเศรษฐกิจชะงักงันควบคู่กับเงินเฟ้อ เรามองว่าภาวะ Stagflation (เงินเฟ้อยังสูง ขณะที่เศรษฐกิจชะงักงัน) อาจเกิดขึ้นได้ ซึ่งจะจำกัดความสามารถในการกระตุ้นเศรษฐกิจของเฟดโดยไม่ทำให้แรงกดดันด้านราคารุนแรงขึ้น สถานการณ์นี้จะจำกัดความสามารถของเฟดในการกระตุ้นเศรษฐกิจโดยไม่ทำให้แรงกดดันด้านราคาเพิ่มขึ้น สภาพแวดล้อมแบบนี้ไม่เอื้อต่อการเร่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง และสร้างแรงกดดันต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทต่างๆ ท่ามกลางต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากภาณำเข้า

ในสหรัฐฯ การขึ้นภาณำเข้าจะทำให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น (โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเศรษฐกิจยังคงเติบโตได้ดีและไม่มีปัจจัยที่มาขัดขวางการเติบโต) นอกจากนี้ยังมีความไม่แน่นอนสูง เนื่องจากยังไม่มีมาตรการขึ้นสูงสุดท้ายในหลายๆ เรื่อง ธนาคารกลางสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะไม่ปรับลดดอกเบี้ยลงอีก

การวางตำแหน่งการลงทุนที่มุ่งเน้นการป้องกันความเสี่ยงเป็นสิ่งที่ยอมรับ การจัดสรรเงินลงทุนไปยังสินทรัพย์จริง เช่น ทองคำและสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วไป สามารถป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ ในขณะที่พันธบัตรระยะสั้นและสินเชื่อเอกชนช่วยรักษาเสถียรภาพของผลตอบแทนในช่วงที่มีความผันผวน สำหรับหุ้น เราชอบกลุ่มที่มีอำนาจในการกำหนดราคา เช่น สินค้าอุปโภคบริโภค และการแพทย์ ในขณะที่เดียวกันควรจำกัดการลงทุนในอุตสาหกรรมที่มีความอ่อนไหวต่อเศรษฐกิจและหลีกเลี่ยงหุ้นที่มีมูลค่าสูง

ธีม 3: มีหลายทางที่เฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยในระยะยาว เงินดอลลาร์มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นใน 2H25



Source: CEIC, InnovestX Research

การขึ้นภาษ้นำเข้ามีแนวโน้มที่จะทำให้อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นชั่วคราว ซึ่งส่งสัญญาณให้ระดับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นในครึ่งหลังของปี 2025 ท่ามกลางความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อที่เกิดจากภาษ้นำเข้า ในขณะเดียวกัน ECB ส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเศรษฐกิจของยูโรโซนยังคงชะลอตัว และอัตราเงินเฟ้อกลับมาอยู่ในระดับเป้าหมาย นอกจากนี้ คาดว่า PBOC และธนาคารกลางในเอเชียจะยังคงยึดมั่นในจุดยืนการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นไปเพื่อสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจ

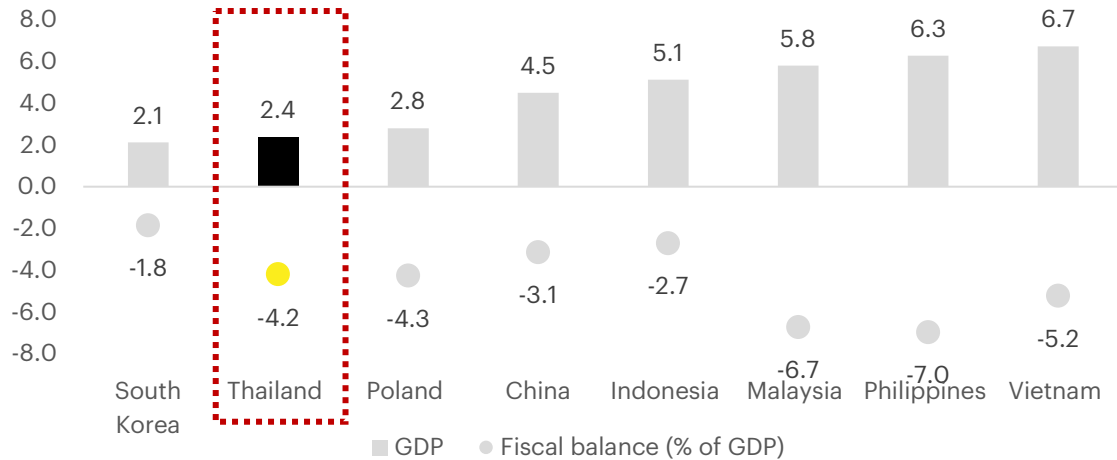
ความแตกต่างด้านนโยบายที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อนจะสนับสนุนให้เงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นในครึ่งหลังของปี 2025 โดยส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศคู่ค้าจะอยู่ในระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 1994 และคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเติบโตสูงกว่าตลาดที่พัฒนาแล้วอย่างมีนัยสำคัญ

การผสมผสานระหว่างท่าทีระดับของเฟด การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายนโยบายของ ECB และการใช้เครื่องมือทางนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจให้เติบโตของ PBOC ทำให้เกิดทั้งความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีความมั่นคง และยังสร้างโอกาสลงทุนในสินทรัพย์ที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงในทุกภูมิภาคและทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ความสำเร็จในสภาวะแวดล้อมเช่นนี้จำเป็นต้องลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ ที่เน้นการดำเนินธุรกิจภายในประเทศเป็นหลัก และการเปลี่ยนกลุ่มเล่นจากหุ้นเติบโตมายังหุ้นคุณค่า

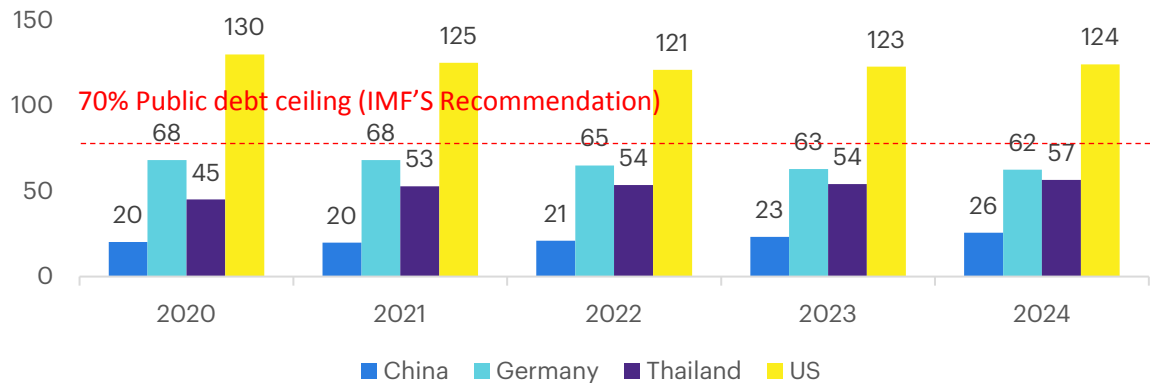
สำหรับตลาดไทย เราชอบกลุ่มอาหารและกลุ่มปิโตรเคมีใน 2H25 เนื่องจากดอลลาร์แข็งค่าขึ้น กลุ่มท่องเที่ยวจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มนี้ ในขณะที่เรายังรอให้นักท่องเที่ยวฟื้นตัวใน 3Q25

ธีม 4: การใช้มาตรการกระตุ้นทางการคลังเป็นสิ่งจำเป็น อย่างไรก็ตาม บางประเทศกำลังเผชิญกับข้อจำกัดและความเสี่ยงด้านเครดิต

Thailand economics growth lower than peers, stimulus is needed.



Government Debt (% of Nominal GDP)



Source: CEIC, InnovestX Research

การเก็บภาษีนำเข้าสามารถทำให้อุปสงค์ในประเทศปรับตัวลดลงได้ด้วยการเพิ่ม ต้นทุนการนำเข้าและกดดันกำไรของธุรกิจ ซึ่งจะทำให้การบริโภคและการลงทุน อ่อนแอลง ในกรณีเช่นนี้ การกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลังจึงมี ความสำคัญเพื่อชดเชยผลกระทบที่ทำให้เศรษฐกิจหดตัวและรักษาเสถียรภาพ การเติบโต

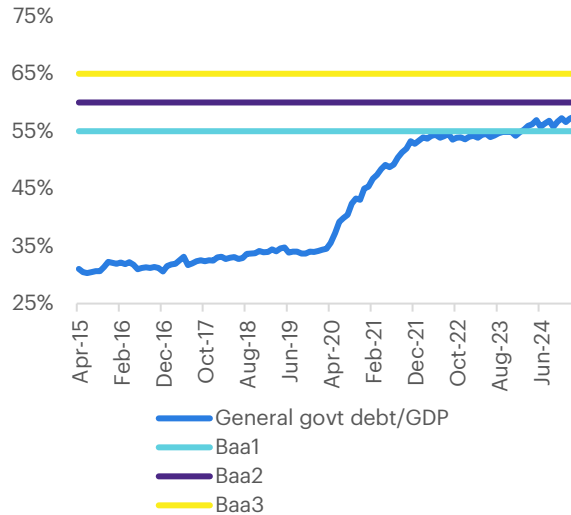
อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจตลาดเกิดใหม่หลายประเทศเผชิญข้อจำกัดเชิง โครงสร้างในการใช้มาตรการสนับสนุนทางการคลังขนาดใหญ่ ระดับหนี้สูง พื้นที่ ทางการคลังที่จำกัด และความกังวลเรื่องเงินเฟ้อ ล้วนเป็นข้อจำกัด ความสามารถในการใช้จ่ายโดยไม่ก่อให้เกิดความไม่สมดุลทางเศรษฐกิจมหภาค

นอกจากนี้ ความเสี่ยงด้านเครดิตที่เพิ่มขึ้นยังทำให้รัฐบาลในตลาดเกิดใหม่ (EM) เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่มีต้นทุนต่ำได้ยากขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นทำให้การระดม ทุนจากต่างประเทศมีต้นทุนแพงขึ้น ส่งผลทำให้ประสิทธิภาพของนโยบาย แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ทำให้เกิดความเร่งด่วนในการใช้มาตรการกระตุ้น ที่มีเป้าหมายชัดเจนและมีประสิทธิภาพ รวมถึงการสนับสนุนจากหลายฝ่าย

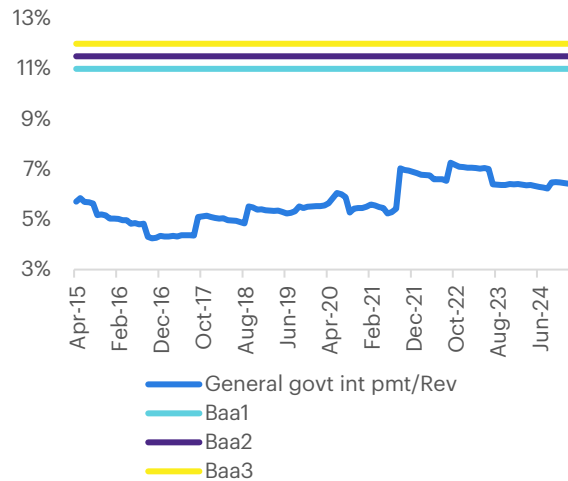
จากมุมมองการลงทุน การกระตุ้นเศรษฐกิจแบบมีเป้าหมายอาจเป็นประโยชน์ต่อ กลุ่มต่างๆ เช่น โครงสร้างพื้นฐาน การบริโภคภายในประเทศ และสาธารณูปโภค นักลงทุนอาจให้ความสนใจกับบริษัทในตลาดเกิดใหม่คุณภาพดีที่มีงบดุล แข็งแกร่งและได้รับประโยชน์จากมาตรการทางการคลัง ขณะเดียวกันควร หลีกเลี่ยงพันธบัตรรัฐบาลที่ให้ผลตอบแทนสูงแต่มีความเสี่ยงด้านเครดิตที่ เพิ่มขึ้น

ประเทศไทยมีความเสี่ยงจากการถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ สงครามการค้าและหนี้สินส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ

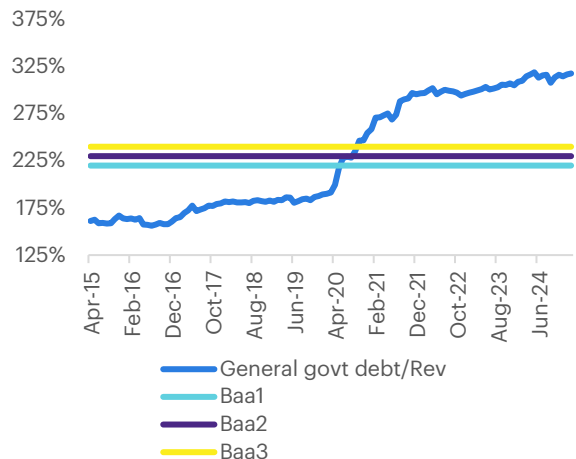
General government debt to GDP



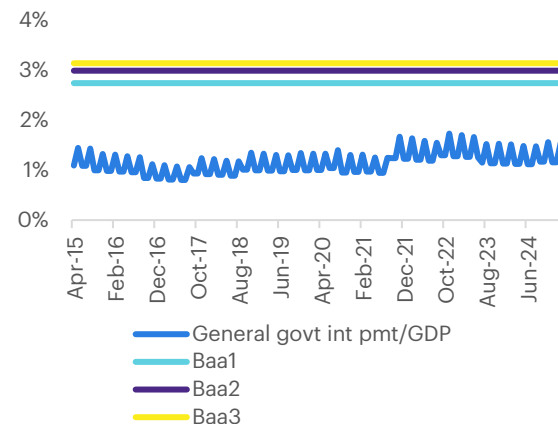
General government interest payment to revenue



General government debt to revenue



General government interest payment to revenue



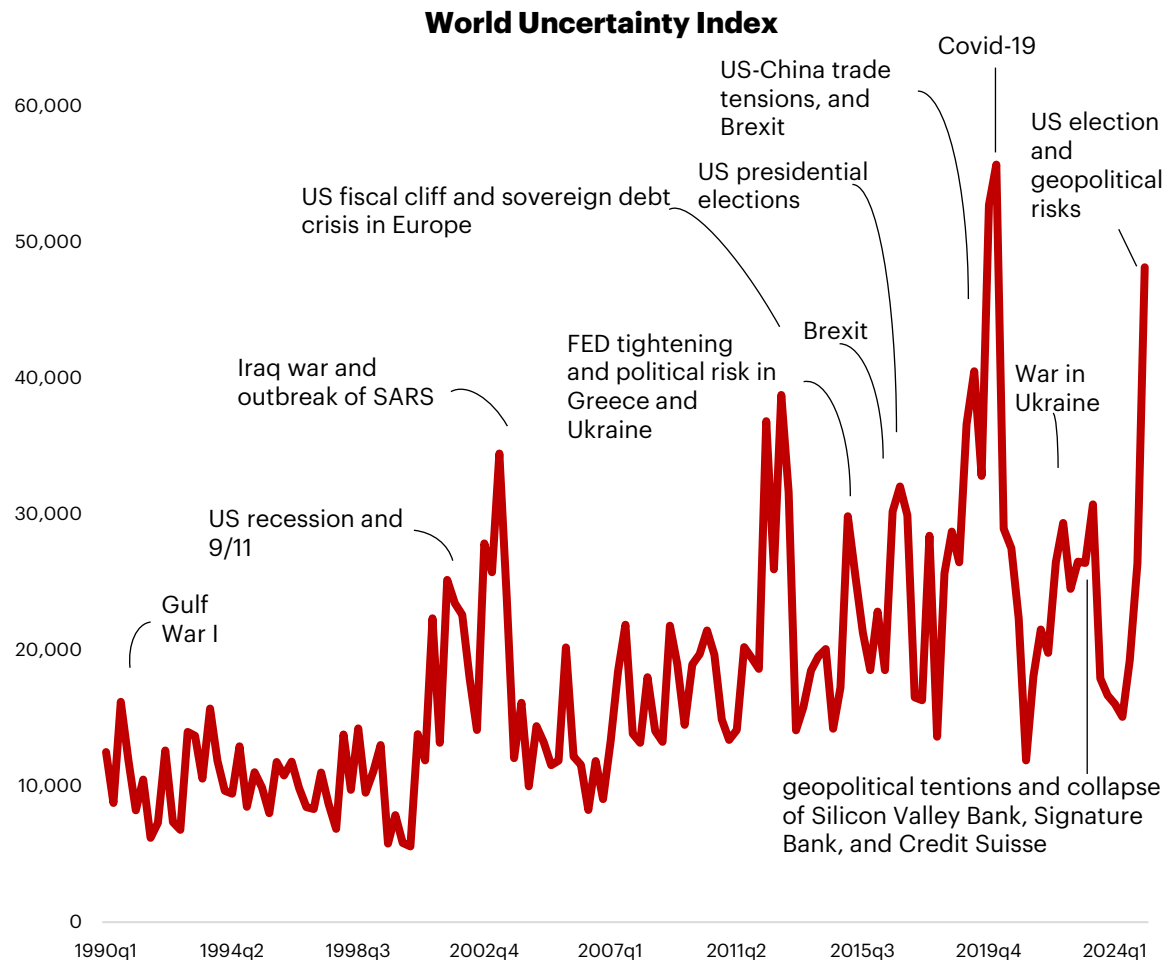
มูดีส์ประกาศคงอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยที่ Baa1 แต่ปรับลดมุมมองอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยลงสู่ “เชิงลบ” (Negative) จากเดิมที่มีเสถียรภาพ (Stable) โดยการเปลี่ยนมุมมองครั้งนี้สะท้อนถึงความเสี่ยงที่ความแข็งแกร่งทางเศรษฐกิจและการคลังของประเทศไทยจะอ่อนแอลง การปรับลดมุมมองอันดับความน่าเชื่อถือครั้งนี้สะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว หนี้สาธารณะที่สูงขึ้น และแรงกดดันจากภายนอก เช่น มาตรการการค้าของสหรัฐฯ และอุปสงค์ทั่วโลกที่อ่อนแอ

การที่มุมมองอันดับความน่าเชื่อถือของไทยอยู่ที่ระดับ “เชิงลบ” ส่งสัญญาณถึงความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในอนาคต หากประเทศไทยไม่สามารถเพิ่มทุนทางการเงินหรือทำให้แนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้นได้ มูดีส์เน้นย้ำถึงความจำเป็นในการปฏิรูปเชิงโครงสร้างเพื่อยกระดับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจที่เป็นไปได้ของไทยให้ถึง 3-4% พร้อมทั้งรักษาวินัยทางการคลังเพื่อให้มั่นใจในความยั่งยืนของหนี้ในระยะยาว

นอกจากนี้ มูดีส์ยังได้ปรับลดมุมมองอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารใหญ่หลายแห่งของไทยเป็นลบ ซึ่งสะท้อนถึงความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับความแข็งแกร่งของอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย ในอนาคต ความน่าเชื่อถือด้านนโยบายที่มากขึ้น การฟื้นตัวของการลงทุน และการปฏิรูปที่ส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจจะมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการรักษาเสถียรภาพของมุมมองและรักษาความเชื่อมั่นของนักลงทุน

สำหรับการลงทุนในหุ้น เราแนะนำให้เลือกลงทุนในหุ้นกลุ่มเชิงรับ เช่น กลุ่มสาธารณูปโภค กลุ่มการแพทย์ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งมีความอ่อนไหวต่อความผันผวนทางเศรษฐกิจน้อยกว่ากลุ่มอื่นๆ บริษัทที่มีงบดุลแข็งแกร่ง, กระแสเงินสดที่มั่นคง, และพึ่งพาการใช้จ่ายภาครัฐหรือหนี้สินภายนอกน้อย มีแนวโน้มที่จะทำผลงานได้ดีกว่าตลาดในช่วงที่ความเสี่ยงด้านเครดิตและความไม่แน่นอนทางการคลังสูงขึ้น

ธีม 5: ความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์และการเมืองภายในประเทศ ทุกอย่างเป็นไปได้ โอกาสที่จะเกิดสถานการณ์ที่ดีที่สุดมีจำกัด



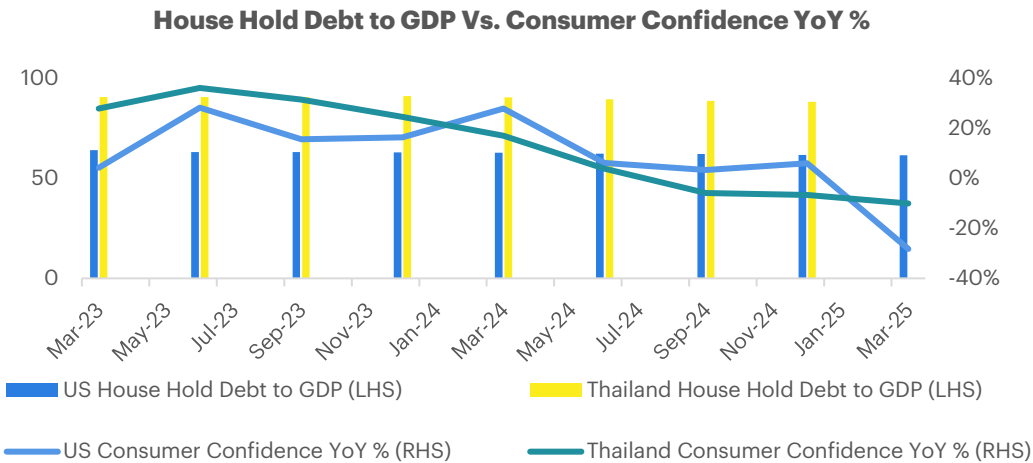
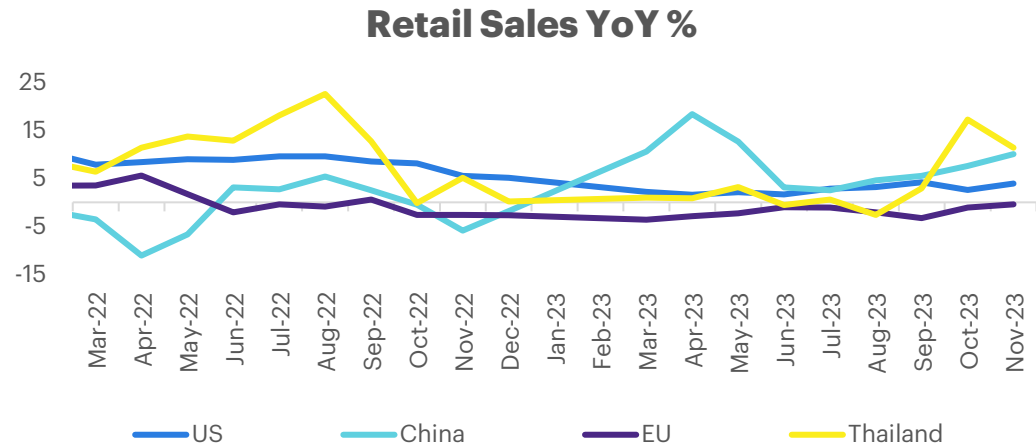
Source: CEIC, InnovestX Research

ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และความไม่มั่นคงภายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นในหลายๆ ประเทศที่สำคัญทั่วโลก สหรัฐฯ และจีนเริ่มการเจรจาการค้ารอบใหม่ในลอนดอน แต่การแข่งขันเชิงกลยุทธ์และความเสี่ยงต่อห่วงโซ่อุปทานยังคงมีอยู่ ยุโรปเผชิญกับความตึงเครียดภายใน: การร่วมมือระหว่างกลุ่มนอร์ดิก-บอลติกเพื่อรับมือกับภัยคุกคามจากรัสเซีย ในขณะที่เนเธอร์แลนด์ตกอยู่ในภาวะวิกฤตหลังจากพรรค PVV ฝ่ายขวาจัดถอนตัวออกจากพรรคร่วมรัฐบาล อังกฤษเพิ่มศักยภาพในการป้องกันประเทศท่ามกลางความกังวลเรื่องงบประมาณ ในสหรัฐฯ ทรัมป์ได้ลงนามในคำสั่งห้ามการเดินทางฉบับใหม่และนโยบายมหาวิทยาลัยที่ไม่สอดคล้องกัน

รัฐบาลผสมของประเทศไทยกำลังเผชิญกับความขัดแย้งภายในท่ามกลางการปรับคณะรัฐมนตรีที่ยังหยุดชะงัก ซึ่งเป็นผลมาจากความขัดแย้งเกี่ยวกับกระทรวงสำคัญที่ทำให้เกิดความไม่แน่นอนทางการเมือง ในเวลาเดียวกัน เหตุปะทะกันเมื่อวันที่ 28 พฤษภาคมใกล้กับปราสาทพระวิหาร ทำให้ทั้งสองฝ่ายตกลงถอนกำลังทหารกลับจุดเดิมเมื่อวันที่ 8 มิถุนายน โดยทั้งสองประเทศยังคงยึดมั่นในแนวทางที่ตกลงกันไว้แม้จะมีความตึงเครียดการปิดพรมแดนของไทยมีความเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อการค้าภาคีมูลค่า 6.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อบริษัทที่ทำธุรกิจด้านโลจิสติกส์และโครงสร้างพื้นฐาน

เราเชื่อว่าผลกระทบจะเกิดจาก sentiment มากกว่าปัจจัยพื้นฐาน โดยบริษัทไทยในกัมพูชาส่วนใหญ่ยังไม่ได้รับผลกระทบในขณะนี้ เราเชื่อว่ากลไกการเจรจาการค้าจะช่วยลดความตึงเครียดและหลีกเลี่ยงไม่ให้ความรุนแรงเกิดขึ้นอีก

ธีม 6: อุปสงค์ภายในประเทศชะลอตัวทุกที่



Source: CEIC, InnovestX Research

การใช้จ่ายของผู้บริโภคในประเทศเศรษฐกิจหลักๆ ชะลอตัวลง โดยมีความท้าทายที่แตกต่างกันแต่เชื่อมโยงกัน อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายภาคครัวเรือน โดยเฉพาะในกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อเครดิต ขณะที่เงินออมในช่วงที่เกิดการระบาดของ COVID-19 หดลงไปเป็นส่วนใหญ่แล้ว ผู้บริโภคมีความอ่อนไหวต่อราคามากขึ้น โดยหันไปเลือกซื้อสินค้าที่ราคาถูกลง และให้ความสำคัญกับการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าจำเป็นมากกว่าสินค้าฟุ่มเฟือย ซึ่งสร้างเงื่อนไขที่ท้าทายให้กับผู้ค้าปลีก และส่งสัญญาณถึงโอกาสที่การบริโภคจะชะลอตัวนานขึ้น

เพื่อรับมือกับสถานการณ์นี้ ผู้กำหนดนโยบายในจีนและยุโรปจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มและผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อสนับสนุนอุปสงค์ ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราว่าการกระตุ้นการบริโภคเป็นเป้าหมายหลักในปัจจุบัน ในทางกลับกัน มาตรการภาษีล่าสุดของสหรัฐฯ ทำให้แรงกดดันด้านต้นทุนปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายของผู้บริโภค ดังนั้นเราจึงคาดว่า การชะลอตัวภายนอกจะส่งผลทำให้การบริโภคภายในประเทศและการใช้จ่ายลงทุนของบริษัทต่างๆ ปรับตัวลดลงมากขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2025

ในประเทศไทย การบริโภคที่ชะลอตัวมีสาเหตุหลักมาจากปัญหาเชิงโครงสร้าง โดยหนี้ครัวเรือนยังสูงถึงประมาณร้อยละ 90 ของ GDP ทำให้ความสามารถในการใช้จ่ายมีจำกัด มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลจนถึงขณะนี้ยังไม่เพียงพอ ดังเห็นได้จากความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดลงอย่างต่อเนื่องและความระมัดระวังมากขึ้นของธนาคารซึ่งรายงานภาวะการติดตัวของสินเชื่อ

แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรม และผลประกอบการ

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q25

ให้ความสำคัญกับการเติบโตภายนอกมากกว่าการเติบโตภายใน

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
เราคาดการณ์ถึงการปรับตัวดีขึ้นจากช่วงโลว์ซีซั่นที่อ่อนแอของภาคการท่องเที่ยวไทยใน 2Q25 หลังจากได้รับผลกระทบจากเหตุแผ่นดินไหว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความต้องการเดินทางในระยะกลางถึงระยะยาวจะขึ้นอยู่กับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกเป็นหลัก ซึ่งส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับภาคนำเข้าของสหรัฐฯ ที่ยังไม่มีความแน่นอน ประเด็นนี้อาจส่งผลกระทบต่อ AOT และ AAV เนื่องจากผลการดำเนินงานขึ้นอยู่กับปริมาณผู้โดยสาร จุดที่ต้องติดตามสำหรับ AOT คือ ความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับความสามารถในชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนของผู้รับสัมปทานหลังจากบริษัทเปิดเผยมาตรการช่วยเหลือผู้รับสัมปทานที่มีปัญหาสภาพคล่อง	โดยปกติแล้วไตรมาส 3 จะเป็นช่วงไฮซีซั่นสำหรับการผลิตรถยนต์ในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ภาวะอุตสาหกรรมยานยนต์ยังคงท้าทายอันเป็นผลมาจากตลาดรถยนต์ภายในประเทศที่อ่อนแอและความกังวลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับการส่งออกรถยนต์ซึ่งเป็นผลมาจากภาคนำเข้าของสหรัฐฯ ที่ยังคงไม่แน่นอน	เราคาดว่าธนาคารจะรายงานกำไรลดลง QoQ และ YoY ใน 2Q25-4Q25 จาก NIM ที่ลดลงและ ECL ที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโตเล็กน้อย YoY ใน 3Q25 โดยได้รับแรงหนุนจากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่องซึ่งจะมากเกินพอชนะ SSS ที่หดตัวลง YoY ในอัตราที่ช้าลงเมื่อเทียบกับ 2Q25 (กำลังซื้อประปราย และไม่มีมาตรการกระตุ้นการบริโภคท่ามกลางฐานการบริโภคระดับต่ำในปีที่ผ่านมา) อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากยอดขายมาร์จินที่สูงที่เพิ่มขึ้น และ SG&A ที่ควบคุมได้จากต้นทุนไฟฟ้าที่ลดลง แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล	สำหรับ 3Q25 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะปรับตัวดีขึ้น YoY จากการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐและการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นและผลของการปรับขึ้นราคาราคาปูนซีเมนต์ นอกจากนี้เรายังคาดว่าต้นทุนถ่านหินที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจซีเมนต์ปรับตัวเพิ่มขึ้น
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทอง	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
เราคาดว่ากำไรจะลดลง YoY ใน 3Q25 หลักๆ เกิดจากค่าใช้จ่ายภาษี GMT ของ DELTA ซึ่งเริ่มบันทึกใน 1Q25 และตลาด EV, ยานยนต์ และ consumer electronics ที่อ่อนแอ โดยตลาด consumer electronics ได้รับผลกระทบจากการบังคับใช้นโยบายภาคนำเข้าของทรัมป์ ทำให้มีคำสั่งซื้อใหม่จากลูกค้าปลายทางจำกัด	น้ำมันและก๊าซ: คาดราคาน้ำมันจะลดลง ซึ่งเป็นผลมาจากอุปทานน้ำมันจาก OPEC ที่เติบโตเร็วกว่าคาด และความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้าทั่วโลกที่ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ การผลิตในสหรัฐฯ อาจได้รับแรงกดดันจากราคาที่ลดลง ในขณะที่อุปสงค์ที่อ่อนแอในจีนยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญ Market GRM น่าจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง แม้ว่าขาดทุนจากสินค้าคงคลังยังคงเป็น downside สาธารณูปโภค: เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นจาก GULF โดยได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตเพิ่มเติม (HKP IWS 2) และการดำเนินงานเชิงพาณิชย์ของ data center ในขณะที่เราคาดว่าค่าไฟฟ้าที่ลดลงตามนโยบายของรัฐบาลจะสร้างความเสี่ยงด้านกฎระเบียบให้กับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP	ใน 2Q25 และ 3Q25 เราคาดว่า credit cost จะลดลงโดยมี NPL ไหลเข้าน้อยลง สินเชื่อเติบโตในระดับปานกลาง และ NIM จะหดตัวลงเล็กน้อยจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น	อาหาร: เราคาดว่ากำไร 3Q25 ของกลุ่มอาหารจะเติบโต YoY หลักๆ ได้แรงหนุนจากราคาสุกรที่ดีขึ้นในประเทศไทยและเวียดนาม และต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง แต่จะลดลง QoQ จากราคาสัตว์บกที่ลดลงจากปัจจัยฤดูกาล การดำเนินงานของผู้ส่งออกมีแนวโน้มอ่อนแอซึ่งเป็นผลมาจากเงินบาทที่แข็งค่า ฐานสูงของปริมาณการส่งออกในปีก่อน (GFPT) และค่าใช้จ่าย transformation และการตลาดระดับสูง (TU) เครื่องดื่ม: โลว์ซีซั่นของยอดขายทั้งในประเทศและต่างประเทศ ดังนั้นยอดขายน่าจะลดลง QoQ ในขณะที่ YoY จะได้รับแรงกดดันจากการบริโภคที่ลดลง ต้นทุนวัตถุดิบหลักๆ ยังอยู่ในระดับต่ำ	โดยปกติแล้วไตรมาส 3 ถือเป็นช่วงไฮซีซั่นของกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากอุตสาหกรรมโดยรวมจะได้รับประโยชน์จากโรคตามฤดูกาลที่เพิ่มขึ้น เช่น ไข้หวัดใหญ่ เราคาดว่ากำไรดำเนินงานและกำไรจะยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับแรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยชาวไทยและต่างชาติ และ EBITDA margin ที่ดี เรามองว่าสิ่งที่ต้องจับตาสำหรับโรงพยาบาลที่ให้บริการประกันสังคม (BCH, CHG และ RJH) คือ การจ่ายเงินค่ารักษาพยาบาลโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูงใน 2H25
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
เราคาดการณ์ถึงการปรับตัวดีขึ้นจากช่วงโลว์ซีซั่นที่อ่อนแอของภาคการท่องเที่ยวไทยใน 2Q25 หลังจากได้รับผลกระทบจากเหตุแผ่นดินไหว อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความต้องการเดินทางในระยะกลางถึงระยะยาวจะขึ้นอยู่กับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกเป็นหลัก ซึ่งส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับภาคนำเข้าของสหรัฐฯ ที่ยังไม่มีความแน่นอน ดังนั้นเราจึงคงประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปี 2568 ไว้ที่ 35 ล้านคน ลดลง 1% YoY โดยใช้สมมติฐานว่านักท่องเที่ยวจากตลาดประเทศอื่นๆ (ที่ไม่ใช่ตลาดจีน) จะมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 29.7 ล้านคน เพิ่มขึ้น 3% YoY ในขณะที่นักท่องเที่ยวจากจีนจะมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 5.3 ล้านคน ลดลง 22% YoY สิ่งที่ต้องจับตา คือ อุปทานใหม่และโอกาสที่การดำเนินงานจะสะดุดลงในระยะแรกจากการเปิดโรงแรมใหม่/การปรับปรุงโรงแรม	เราเชื่อว่าจะมีแรงขายทำกำไรในระยะสั้นหลังการประมูลคลื่นความถี่ในช่วงต้นเดือนก.ค. แต่เราเชื่อว่าในที่สุดแล้วราคาหุ้นจะปรับตัว outperform ตลาด เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ดีและคุณภาพกำไรที่สูง โดย downside สำหรับกลุ่ม ICT จะไม่จำกัด	เรามิมองมองเชิงบวกเล็กน้อยต่อกลุ่มขนส่งทางบกใน 3Q25 เนื่องจากเราคาดว่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับนโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้า 20 บาทตลอดสาย โดยในระยะแรกจะเป็นการให้เงินอุดหนุน ในมุมมองของเรา เราคาดว่า BTS BEM และ BTS-GIF จะได้รับประโยชน์เล็กน้อย	ความกังวลเกี่ยวกับมาตรการจัดเก็บอัตราภาษีนำเข้าแบบถ้วนหน้า (universal tariff) ที่อาจส่งผลกระทบต่อการค้าโลกและการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวอาจทำให้ใหญ่ส่งผลกระทบต่อปิโตรเคมีลดลง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยลบดังกล่าวอาจได้รับการชดเชยบางส่วนจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง โดยเฉพาะเนฟทา ซึ่งเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่ลดลง ความไม่สมดุลระหว่างอุปทานและอุปสงค์ทั่วโลกที่ยังคงดำเนินอยู่ยังคงเป็นตัวแปรสำคัญที่ต้องติดตาม	คาด presales พื้นตัว QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากความต้องการที่อยู่อาศัยแนวราบจากประโยชน์ของ LTV ในขณะที่ที่ค่อนข้างเริ่มฟื้นตัวหลังจากได้รับผลกระทบจากเหตุแผ่นดินไหว กำไรของกลุ่มน่าจะฟื้นตัว QoQ จากการรับรู้รายได้จาก backlog แต่จะลดลงเล็กน้อย YoY ใน

Source: InnovestX Research

สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q25

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	ปัจจัยกระตุ้น	ปัจจัยเสี่ยง
ICT	7	7	7	8	8	นักลงทุนจะกลับมาให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานอีกครั้ง เนื่องจากการประมูลคลื่นความถี่จะเกิดขึ้นในวันที่ 29 มิ.ย. ดังนั้น ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญจะกลับมาอยู่ที่ปัจจัยพื้นฐานซึ่งเรายังคงเห็นพัฒนาการเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง	ศาลปกครองอาจสั่งระงับการประมูลคลื่นความถี่
การแพทย์	7	7	7	7.5	7.5	รายได้ทั้งจากบริการผู้ป่วยชาวไทยและผู้ป่วยต่างชาติมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น การจ่ายเงินสำหรับบริการประกันสังคมดีขึ้น	ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง การดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ การขาดแคลนบุคลากร
อสังหาริมทรัพย์	7	7.5	7	6.5	7	อุปสงค์ในกลุ่มที่อยู่อาศัยแนวราบฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากการผ่อนปรนเกณฑ์ LTV และอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง ในขณะที่อุปสงค์คอนโดเริ่มฟื้นตัว	การระบายสินค้าคงคลังจะกดดันให้อัตราค่าเช่าขึ้นต้นลดลงและอุปสงค์ในเซกเมนต์ระดับล่างชะลอตัวลง
สาธารณูปโภค	7	6.5	6.5	6.5	6.5	ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบยังคงมีอยู่เนื่องจากรัฐบาลมีแผนที่จะลดค่าไฟฟ้าให้ต่ำกว่า 3.70 บาท/kWh ภายในปี 2025 (ม.ค.-เม.ย. 25: 4.15 บาท/kWh, พ.ค.-ส.ค. 25: 3.98 บาท/kWh) เราคาดว่ากำไรของกลุ่มจะเพิ่มขึ้น YoY ใน 3Q25 หลักๆ ได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตใหม่ของ GULF และการเริ่มรับรู้รายได้จาก data center แต่จะถูกกดดันลงบางส่วนโดยมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP ที่ลดลงอันเป็นผลมาจากค่า Ft ที่ลดลงและต้นทุนก๊าซที่สูง	ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ ต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้นซึ่งได้แรงหนุนจากราคา LNG ที่เพิ่มขึ้นของญี่ปุ่น/เกาหลี และค่า Ft ที่ต่ำกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อมาร์จิ้นของธุรกิจ SPP
ท่องเที่ยว	7	7	6.5	6.5	6.5	Pent-up demand หลังแผ่นดินไหว มาตรการภาครัฐเพื่อกระตุ้นนักท่องเที่ยวจากจีนและตลาดประเทศอื่นๆ	นักท่องเที่ยวจากจีนฟื้นตัวช้า เศรษฐกิจโลกชะลอตัว ต้นทุนเริ่มแรกจากการลงทุนใหม่ อุปทานโรงแรมใหม่
อาหาร	8	6	6	7	6.5	ราคาสุกรที่ดีขึ้นในประเทศไทยและเวียดนาม ประกอบกับต้นทุนอาหารสัตว์ระดับต่ำ YoY ท่ามกลางราคาสุกรใน 3Q25 ที่คาดว่าจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล การดำเนินงานของผู้ส่งออกมีแนวโน้มอ่อนแอ โดยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากเงินบาทที่แข็งค่า	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาวัตถุดิบที่อ่อนแอจากอุปทานใหม่และเงินบาทแข็งค่า
พลังงาน	7	7	7	7	6	รัฐบาลแทรกแซงราคาพลังงานในประเทศลดลง เนื่องจากราคาน้ำมันลดลง	ราคาน้ำมันที่ผันผวนจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และการเพิ่มอุปทานของ OPEC ขาดทุนสินค้าคงเหลือ และนโยบายพลังงานใหม่ๆ ของรัฐบาล
เครื่องดื่ม	7	6.5	7	7	6	โลว์ชันของยอดขายทั้งในประเทศและต่างประเทศ ในขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบระดับต่ำจะส่งผลดีต่ออัตรากำไรขั้นต้น	การแข่งขันในตลาดเครื่องดื่มชูกำลังในประเทศรุนแรง โดยเฉพาะกลุ่มราคาขวดละ 10 บาท
เงินทุน	6	6	6	6	6	การเติบโตของสินเชื่อในระดับปานกลาง credit cost ที่ลดลง และ upside ต่อ NIM จากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวอันเป็นผลมาจากสงครามการค้า
ขนส่งทางบก	7	5	5	5	6	ได้ประโยชน์จากนโยบายค่าโดยสาร 20 บาทตลอดสาย	ปริมาณจราจรฟื้นตัวต่ำกว่าคาด
วัสดุก่อสร้าง	5	4	5	5.5	6	คาดว่าความต้องการปูนซีเมนต์จะได้แรงหนุนจากโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล แต่ส่วนหนึ่งจะถูกกดดันลงโดยกลุ่มที่อยู่อาศัยที่อ่อนแอ (หนี้ครัวเรือนสูง) การเพิ่มราคาขายเฉลี่ย (ASP) ปูนซีเมนต์ที่อาจเกิดขึ้นประกอบกับต้นทุนถ่านหินที่ลดลงน่าจะทำให้มาร์จิ้นกว้างขึ้น	กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวเป็นเวลานานท่ามกลางภาวะอัตราดอกเบี้ยสูง หนี้ครัวเรือนสูง และความล่าช้าในการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐ
พาณิชย์	6	8	8	6	5	กำลังซื้อที่เปราะบางและการขาดมาตรการกระตุ้น (เทียบกับที่มีโครงการดิจิทัล วอลเล็ต เฟส 1 ในเดือนก.ย. 2024) จะกดดัน SSS YoY ใน 3Q25 ฐานการบริโภคที่ลดลงของปีก่อนและสภาพอากาศที่เป็นปกติ (เทียบกับที่มีฝนตกหนักขึ้น YoY ใน 2Q25) อาจจะสนับสนุนให้ SSS ใน 3Q25 หดตัวลง YoY ในอัตราที่ช้ากว่า 2Q25	ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในกำลังซื้อ และการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล
ธนาคาร	6	6	5	5	5	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลดี	ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จากสงครามการค้า และ NIM ได้รับแรงกดดันจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก
ปิโตรเคมี	6	5	5	5	5	ต้นทุนวัตถุดิบลดลง และการปรับกำลังการผลิตให้เหมาะสม	การหยุดชะงักทางการค้าที่เกี่ยวข้องกับภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ราคาน้ำมันที่ผันผวน และ sentiment ตลาดเชิงลบต่อสงครามการค้าและผลกระทบต่อค่าเงินดอลลาร์ของเศรษฐกิจโลก
ประกัน	5	5	5	5	5	อัตราค่าโง่จากการรับประกันปรับตัวดีขึ้น	กำไรจากการลงทุนใน downside risk จากตลาดหุ้นที่ผันผวนและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	7	4.5	4	4	4	เราคาดว่ากำไร 3Q25 จะลดลง YoY เพราะได้รับแรงกดดันจากการใช้เกณฑ์ GMT ของ DELTA และค่าใช้จ่ายทางกฎหมายเพิ่มเติม นอกจากนี้ การบังคับใช้นโยบายภาษีนำเข้าของกรมปีจะกดดันความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์โดยรวม	เหตุการณ์ที่ไม่สามารถคาดเดาได้ เช่น นโยบายภาษีนำเข้าของกรมปี สงครามเทคโนโลยีระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ที่ตึงเครียดมากขึ้น และความต้องการผลิตภัณฑ์ EV ที่ลดลง อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรม

Source: InnovestX Research

โมเมนตัมกำไรใน 2Q25 และ 3Q25

กลุ่ม	2Q25		3Q25		เหตุผล
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
พลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)	-	-	+	+	คาดการณ์กำไรปกติลดลง QoQ ใน 2Q25 อันเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่ลดลง แม้ว่า GRM จะเพิ่มขึ้น QoQ ในขณะที่คาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ ใน 3Q25 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันดิบที่ลดลงช้าลงและปริมาณการขายในธุรกิจ E&P ที่สูงขึ้น
พาณิชย์	+	-	+	-	ผลประกอบการของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต YoY เล็กน้อยใน 3Q25 โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะมากเกินพอชดเชย SSS ที่หดตัวลง YoY ในอัตราที่ช้าลงจาก 2Q25 (กำลังซื้อประเภ่งและการขาดมาตรการกระตุ้นการบริโภค ท่ามกลางฐานการบริโภคที่ต่ำกว่าของปีที่แล้ว) อัตรากำไรขั้นต้นที่กว้างขึ้นจากยอดขายสินค้ามีมาร์จิ้นสูงที่มากขึ้น และการควบคุม SG&A จากต้นทุนไฟฟ้าที่ลดลง แต่ลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	-	=	-	=	เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง YoY ใน 2Q25 และ 3Q25 หลักๆ ได้รับแรงกดดันจากการเริ่มต้นที่ภาคีส่วนเพิ่มตามเกณฑ์ GMT (อัตราภาษีที่แท้จริงที่สูงขึ้น) ของ GMT และค่าใช้จ่ายทางกฎหมายเพิ่มเติมที่อาจเกิดขึ้น รวมถึงอุปสงค์ EV และยานยนต์ที่อ่อนแอ
เครื่องดื่ม	+	=	+	-	รายได้ใน 2Q25 ที่เป็นไอซ์ซันจะเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ แต่อัตรากำไรขั้นต้นจะลดลง QoQ จากฐานสูงที่ OSP ในขณะที่ 3Q25 เป็นไอซ์ซัน
การแพทย์	+/-	+/-	+	+	เราคาดว่าผลประกอบการ 2Q25 จะมีทิศทางที่แตกต่างจากใน 2Q25 เราคาดว่ากำไรปกติของ BCH จะเติบโตทั้ง YoY และ QoQ ต่างจากที่ลดลง QoQ ตามฤดูกาล โดยได้แรงหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ากำไรปกติของ BDMS จะเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่องใน 2Q25 โดยได้แรงหนุนจากรายได้และ EBITDA margin ที่สูงขึ้น แต่จะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล เราคาดว่า BH CHG และ RJH จะรายงานผลประกอบการที่อ่อนแอ โดยกำไรปกติจะลดลง YoY และ QoQ ใน 2Q25 เพราะถูกกดดันโดยรายได้ที่มีแนวโน้มอ่อนแอลง สำหรับ 3Q25 เราคาดว่าผลประกอบการของกลุ่มการแพทย์จะมีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้น
ท่องเที่ยว	+/-	+/-	+	+/-	2Q25 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นต่ำที่อ่อนแอเพราะได้รับผลกระทบจากเหตุแผ่นดินไหว ยกเว้น MINT เนื่องจากเราคาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้น YoY ใน 2Q25 จากการดำเนินงานโรงแรมที่แข็งแกร่งขึ้นและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลง และ QoQ เพราะเป็นไอซ์ซันของการท่องเที่ยวในยุโรป เราคาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้นใน 3Q25
สาธารณูปโภค	+	+	+	=	สาธารณูปโภค - คาดว่ากำไรจะแข็งแกร่งขึ้น YoY และ QoQ นำโดย GULF ซึ่งมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจาก HKP unit 2 ตั้งแต่ 1Q25 รายได้เงินปันผลจำนวนมากถึง 1 พันล้านบาทจาก KBANK ใน 2Q25และการเริ่ม COD ของ Data Center ใน 3Q25 เราคาดว่ามาร์จิ้นของ SPP จะยังคงอ่อนแอ เนื่องจากเราคาดว่าค่า Ft จะลดลง YoY
อสังหาริมทรัพย์	-	+	-	+	กำไร 2Q25 จะฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดใน 1Q25 โดยได้รับการสนับสนุนจากการรับรู้รายได้จาก backlog และการเลื่อนโอนจาก 1Q25 เพื่อรอการผ่อนปรนเกณฑ์ LTV ในขณะที่ 3Q25 จะฟื้นตัวต่อเนื่องโดยได้รับการสนับสนุนจาก backlog
ธนาคาร	-	-	-	-	ใน 2Q25 และ 3Q25 เราคาดว่ากำไรจะลดลง QoQ และ YoY หลักๆ เกิดจาก NIM ที่ลดลงจากการลดอัตราดอกเบี้ยและการหดตัวของสินเชื่อ
ปิโตรเคมี	+	+	+	+	คาดส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะกว้างขึ้นจากต้นทุนแบฟฟาทาที่ลดลง การไม่มีรายการด้อยค่าเหมือนในปีก่อนจะช่วยสนับสนุนให้กำไรฟื้นตัว YoY ใน 2Q-3Q25 กำไร 3Q25 น่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ จากการผลิตที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล sentiment ของตลาดยังคงระมัดระวังท่ามกลางความผันผวนของน้ำมัน ความเสี่ยงทางภูมิศาสตร์การเมือง และการหยุดชะงักทางการค้าที่เกี่ยวข้องกับภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ
วัสดุก่อสร้าง	-	+	+	+	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะยังคงอ่อนแอ YoY ใน 2Q25 และ 3Q25 จากการรับรู้ต้นทุนคงที่ของ LSP อย่างเต็มที่ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรขั้นต้นของราคาซีเมนต์จะส่งผลดีต่อผลประกอบการของธุรกิจซีเมนต์โดยรวม QoQ สำหรับ 2Q25 และ 3Q25
ประกัน	-	=	=	=	สำหรับ 2Q25 และ 3Q25 เราคาดว่ากำไรจะค่อนข้างทรงตัว ซึ่งเป็นผลมาจากการทยอยรับรู้กำไรจากสัญญาประกันภัย (CMS) ตามระยะเวลาของสัญญาในระดับทรงตัว
เงินทุน	+	+	+	+	สำหรับ 2Q25 และ 3Q25 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นจาก credit cost ที่ลดลง โดยมี NPL ไหลเข้าน้อยลง การเติบโตของสินเชื่อในระดับปานกลาง และ NIM ที่ลดลง
อาหาร	+	+	+	-	เราคาดว่ากำไร 3Q25 ของกลุ่มอาหารจะเติบโต YoY หลักๆ เกิดจากราคาสุกรที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทยและเวียดนามและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง แต่จะลดลง QoQ จากราคาสัตว์ปีกที่ลดลงจากปัจจัยฤดูกาล
ICT	+	+	+	=	ARPU ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจากและ synergy ด้านต้นทุนจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต YoY อย่างต่อเนื่องใน 2Q25 และ 3Q25 ในขณะที่ QoQ น่าจะเป็นผลมาจากปัจจัยฤดูกาล โดยเฉพาะ 3Q25 ซึ่งเราคาดว่ากำไรจะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ โดยปกติแล้ว 3Q เป็นช่วงโลว์ซีซั่นของรายได้จากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่
ขนส่งทางบก	=	+	+	+	กำไรที่คาดว่าจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY ใน 2Q25 น่าจะเป็นผลมาจากเหตุแผ่นดินไหวที่ส่งผลกระทบต่อปริมาณจราจรเดือนเม.ย. เราคาดว่ากำไรน่าจะเริ่มกลับสู่ระดับปกติใน 3Q25 โดยกำไรของกลุ่มน่าจะเริ่มเติบโต YoY และ QoQ
ยานยนต์	-	-	-	+	เราคาดว่าผลประกอบการจะอ่อนแอใน 2Q25 ในขณะที่คาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ตามฤดูกาลใน 3Q25 แต่เรามีความกังวลเกี่ยวกับการผลิตรถยนต์ที่ซบเซาจากอุปสงค์รถยนต์ในประเทศที่อ่อนแอและความกังวลที่เพิ่มขึ้นต่อการส่งออกรถยนต์อันเป็นผลมาจากมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ซึ่งยังไม่มีความแน่นอน

Source: InnovestX Research

แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2025

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
AOT: ในปี FY2025 (ต.ค. 2024–ก.ย. 2025) เราคาดการณ์จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT ที่ 71.2 ล้านคน ลดลง 2% YoY และคิดเป็น 85% ของระดับก่อนเกิด COVID-19 เพื่อสะท้อนมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอันเป็นผลมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ชะลอตัว ผลกระทบจากเหตุการณ์แผ่นดินไหว และแนวโน้มที่ความต้องการเดินทางจะลดลงจากความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจโลกจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 8% มาอยู่ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท ในปี FY2025 เรามองว่ายังต้องติดตามเรื่องความสม่ำเสมอของการชำระค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต่ำจากผู้รับสัมปทานต่อไปในอนาคต AAV: เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 10% ในปี 2025 โดยอิงกับกำไรโดยสารเฉลี่ยที่ลดลง 2% สืบเนื่องมาจากจำนวนผู้บินที่เพิ่มขึ้นในอุตสาหกรรมสายการบินและกลยุทธ์ของบริษัทที่มุ่งเน้นตลาดในประเทศซึ่งโดยปกติแล้วค่าโดยสารจะต่ำกว่าตลาดต่างประเทศ	เรายังคงมุมมองระมัดระวัง เนื่องจากยังไม่มีสัญญาณว่าอุตสาหกรรมยานยนต์จะฟื้นตัวอย่างชัดเจนและความกังวลที่มากขึ้นต่อการส่งออกรถยนต์อันเป็นผลมาจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ เราเชื่อว่าภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นลบจะยังคงกดดันความต้องการซื้อรถยนต์และส่งผลกระทบต่อเนื่องมาจากการผลิตรถยนต์ของไทย	ในปี 2025 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะลดลง 5% ซึ่งเป็นผลมาจาก NIM ที่ลดลง สินเชื่อที่หดตัวลง credit cost ที่ลดลงเล็กน้อย และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 5% YoY ในปี 2025 โดยได้แรงหนุนจากยอดขายที่ดีขึ้นเล็กน้อยจากการขยายสาขา ซึ่งจะมากเกินพอชดเชย SSS ที่หดตัวลง (-1.5% YoY) เพราะได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อและ sentiment ที่บ่นบางจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอและความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจทั่วโลก สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยในเดือนเม.ย.-พ.ค. จำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลงเล็กน้อย และมาร์จินที่กว้างขึ้นจากการมีสัดส่วนยอดขายสินค้ามาร์จินสูงเพิ่มขึ้นและการควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A (ต้นทุนค่าไฟฟ้าลดลง) ยอดขายและกำไรปี 2025 จากผู้ประกอบการค้าปลีกสินค้าฟุ่มเฟือยมีแนวโน้มต่ำกว่าผู้ประกอบการค้าปลีกสินค้าจำเป็น	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น YoY ในปี 2025 หลักๆ เกิดจากอุปสงค์ปูนซีเมนต์ที่ฟื้นตัวจากการกลับมาเบิกจ่ายทั้งประมาณภาครัฐในปี 2025 ราคาเฉลี่ย (ASP) ปูนซีเมนต์ที่สูงขึ้น และต้นทุนถ่านหินที่ลดลง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่กดดันการฟื้นตัวนี้อาจจะถูกกดดันลงบางส่วนโดยความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยระดับต่ำ เนื่องจากหนี้ครัวเรือนสูง นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรของ SCC จะยังคงอ่อนแอซึ่งเป็นผลมาจากส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ระดับต่ำและการรับรู้ต้นทุนคงที่ของโครงการ LSP เพิ่มขึ้น
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหารและเครื่องดื่ม	การแพทย์
แนวโน้มตลาดชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลกในปี 2025 คาดว่าจะปรับตัวแย่ลง YoY โดยได้รับแรงกดดันจากกำไรของ DELTA ที่ลดลงจากการนำเกณฑ์ GMT มาใช้ (เริ่ม 1Q25) แนวโน้มที่จะมีการบันทึกค่าขาดเชิงราคาดีที่สุดในสหรัฐฯ และความต้องการในกลุ่ม EV/ยานยนต์ที่อ่อนแอลงเนื่องจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายภาษีนำเข้าของทวีป	น้ำมันและก๊าซ: ผลประกอบการของบริษัท E&P อาจได้รับแรงกดดันจากราคาน้ำมันโลกที่อ่อนแอลงและเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น แม้ว่าปริมาณการขายจะสูงขึ้น ในขณะที่คาดว่าโรงกลั่นจะได้รับประโยชน์จาก market GRM ที่ปรับตัวดีขึ้นโดยได้แรงหนุนจากต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง แม้ว่าอาจถูกกดดันลงบางส่วนโดยขาดทุนจากสินค้าคงคลัง บริษัทน้ำมันครบวงจรอยู่ในตำแหน่งที่ดีกว่าในการบริหารจัดการกับความผันผวนของราคาน้ำมัน และสามารถรักษากำไรที่มีเสถียรภาพมากขึ้นผ่านการดำเนินธุรกิจที่หลากหลาย सारणीभूत: เราคาดการณ์ถึงกำไรที่แข็งแกร่ง หลักๆ ได้แรงหนุนจากการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่องของ GULF เราคาดว่ามาร์จินของธุรกิจ SPP จะยังคงอ่อนแอเนื่องจากค่าไฟฟ้ามีแนวโน้มลดลงและต้นทุนก๊าซสูง ปัจจัยสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตน่าจะเป็นแนวโน้มที่จะมีการปรับเพิ่มค่าตอบแทนที่ช่วยให้กับโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงธรรมชาติ (CCGT)	ในปี 2025 เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวดี โดยได้แรงหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตในระดับปานกลางและ credit cost ที่ลดลง พร้อมกับ NIM ที่ลดลงจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น	อาหาร: เราคาดว่ากำไรปี 2025 จะเติบโต 63% YoY โดยกำไรของผู้ประกอบการที่เกี่ยวข้องกับสุกรจะแข็งแกร่งขึ้นด้วยแรงหนุนจากราคาสุกรที่ดีขึ้นในประเทศไทยและเวียดนามจากอุปทานที่ตึงตัวขึ้นและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ต่ำ ในขณะที่กำไรของผู้ส่งออก (ผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์ปีกและสัตว์น้ำ) จะไม่ค่อยน่าตื่นตาตื่นใจซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากฐานสูงของปริมาณการส่งออกในปีที่ผ่านมา (GFPT) และค่าใช้จ่าย transformation และการตลาดที่สูงขึ้น (TU) เครื่องดื่ม: เราประเมินว่ากำไรปกติปี 2025 จะเติบโต โดยได้แรงหนุนจากรายได้จากเครื่องดื่มชูกำลังที่เติบโตเล็กน้อย ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นจะแข็งแกร่งขึ้นจากต้นทุนวัตถุดิบหลักๆ ที่ลดลง การประหยัดต่อขนาด ในขณะที่คาดว่า 3Q25 จะเป็นโลว์ซีซั่น จากนั้นจะฟื้นตัวใน 4Q25	ในปี 2025 เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะอยู่ในระดับทรงตัว (ค่ากลาง) โดยกำไรปกติของแต่ละบริษัทจะมีทิศทางที่แตกต่างกัน BCH จะเติบโตโดดเด่นสุด โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 15% ตามมาด้วย BDMS ที่ 8% ในขณะที่ RJH มีแนวโน้มที่รายงานผลประกอบการแย่ที่สุด โดยเราประเมินว่ากำไรปกติจะลดลง 26% เพราะได้รับแรงกดดันจากโรงพยาบาลใหม่ เราคาดว่า CHG จะรายงานกำไรปกติในระดับทรงตัว และ BH จะรายงานกำไรปกติลดลง 6%
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
แนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอยู่ในสภาพแวดล้อมที่ท้าทายอันเป็นผลมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ชะลอตัว ผลกระทบจากเหตุการณ์แผ่นดินไหวเมื่อวันที 28 มี.ค. และแนวโน้มที่ความต้องการเดินทางจะลดลงจากความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจโลกจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ เราคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ 35 ล้านคนในปี 2025 (-1% YoY) ปัจจัยกระตุ้น คือ มาตรการกระตุ้นของภาครัฐ และสัญญาณที่ชัดเจนว่าความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจผ่อนคลายลง	เรากยมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่ม ICT ในปี 2025 จากปัจจัยหลายประการ เราเชื่อว่าการแข่งขันด้านราคาจะเปลี่ยนไปในทางที่ดีขึ้นและ synergy ด้านต้นทุนจะส่งผลดีต่อกลุ่มฯ อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ เรายังมองว่ากำไรของบริษัทในกลุ่ม ICT ทั้ง TRUE และ ADVANC จะมี upside จากการประมูลใบอนุญาตที่กำลังจะมาถึงใน 2Q25 เนื่องจากเราคาดว่าจะประหยัดต้นทุนได้ และเรายังไม่ได้นำเอาประเด็นนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา	เราคาดว่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับนโยบายค่าโดยสารรถไฟฟ้า 20 บาทตลอดสาย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากรัฐมนตรีว่าการกระทรวงคมนาคมกล่าวว่าเป้าหมายในการดำเนินนโยบายดังกล่าวคือเดือนกันยายน 2025 นโยบายนี้จะอยู่ในรูปของการอุดหนุน ซึ่งน่าจะเป็นบวกเล็กน้อยต่อกลุ่ม	กำไรปกติมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้น YoY โดยได้แรงหนุนจากการปรับปรุงประสิทธิภาพสินทรัพย์ในปีที่ผ่านมา กำไรสุทธิน่าจะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วเนื่องจากไม่มีการบันทึกรายการด้อยค่าจำนวนมากเหมือนในปี 2024 ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ยังคงอ่อนแอ แต่เริ่มฟื้นตัวจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง อย่างไรก็ตาม ความตึงเครียดทางการค้าที่กลับมาใหม่และความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์-อุปทานที่ยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่องอาจทำให้วงจรราคาลงของอุตสาหกรรมปิโตรเคมียืดเยื้อต่อไปอีก การปรับลดกำลังการผลิตทั่วโลกคาดว่าจะดำเนินต่อไป ซึ่งจะช่วยให้ตลาดฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป	เราคาดว่า 2H25 จะดีกว่า 1H25 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและการผ่อนปรนสิทธิ LTV ดังนั้น presales ใน 1H25 น่าจะคิดเป็น 43-44% ของเป้าหมายที่ 1.91 แสนล้านบาท (+18%) กำไรจะเกิดขึ้นในครึ่งปีหลังเป็นส่วนใหญ่ คิดเป็น 65% ใน 2H65 โดยคาดการณ์กำไรทั้งปีที่ 2.3 หมื่นล้านบาท (-6.2%) ขณะที่คาดว่า 4Q25 จะเป็นจุดสูงสุดของปี 2025

Source: InnovestX Research

แนวโน้มผลประกอบการปี 2025

ผลประกอบการจะฟื้นตัวดีขึ้น การเติบโตภายในเป็นสิ่งที่ท้าทาย

	Consensus		InnovestX		3-Yr CAGR (2022-2025)
	2025F	2026F	2025F	2026F	
Agribusiness	-1%	2%	8%	3%	17%
Automotive	11%	10%	11%	7%	-8%
Banking	-1%	4%	-4%	1%	1%
Commerce	12%	11%	13%	12%	14%
Construction Materials	6%	34%	20%	12%	-16%
Electronic Components	14%	16%	16%	12%	-1%
Energy & Utilities	5%	7%	40%	-11%	1%
Finance & Securities	7%	11%	4%	8%	5%
Food & Beverage	23%	1%	51%	3%	nm
Health Care Services	3%	6%	5%	8%	7%
Telecommunication	115%	22%	130%	8%	65%
Insurance	4%	11%	12%	8%	14%
Packaging	-4%	21%	1%	11%	-8%
Petrochemicals & Chemicals	123%	65%	131%	39%	nm
Property Development	-10%	4%	-13%	4%	-8%
Tourism & Leisure	12%	8%	5%	-3%	14%
Transportation & Logistics	-3%	15%	-12%	2%	79%
Total	16%	9%	28%	0%	9%

Note: INVX's GULF NP 2025 Incl. Extra.

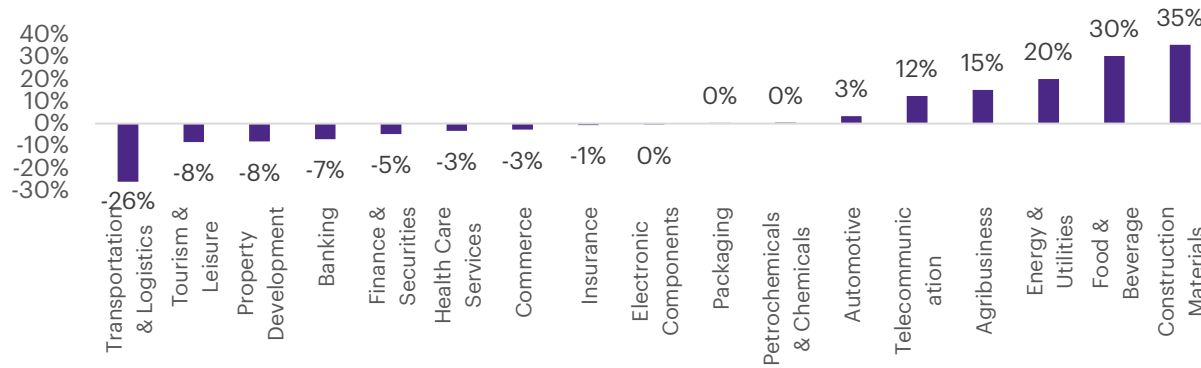
กำไร 1Q25 แข็งแกร่งกว่าที่คาดการณ์ไว้ โดยเติบโต 2.6% YoY และ 115.1% QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายตัวของ EBIT margin ที่เพิ่มขึ้น 10bps YoY และ 371bps QoQ ขณะที่รายได้ที่ลดลง 4% YoY และ 5% QoQ เป็นปัจจัยกดดันที่สำคัญ หากไม่รวมกลุ่มพลังงาน กำไรสุทธิขยายตัว 12% YoY ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยฟื้นตัวจากขาดทุนใน 4Q24 รายได้และ EBIT ปรับตัวดีขึ้น QoQ แต่ยังคงลดลง YoY

แม้ว่าสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าทั่วโลกผ่อนคลายลง แต่ประเทศไทยมีความคืบหน้าในการเจรจาการค้าค่อนข้างช้า ทำให้เราคาดว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนใน 2Q25 จะเผชิญกับแรงกดดัน ประเมินการของเรายังชี้ว่ากำไรจะเติบโต 28% YoY ในปี 2025 (เทียบกับ consensus ที่ 16% YoY) โดยได้แรงหนุนจาก: 1) กำไรพิเศษของ GULF 2) แนวโน้มที่เป็นบวกอย่างมากของวงจรราคาสุกร 3) ความคาดหวังค่อนข้างสูงสำหรับกลุ่มพลังงาน และ 4) กำไรของกลุ่มปิโตรเคมีที่เติบโตจากฐานต่ำ ปัจจุบันการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศเป็นเรื่องท้าทาย เมื่อพิจารณาจากการบริโภคภายในประเทศที่ชะลอตัวใน 2Q25 และไม่มีสัญญาณของการฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

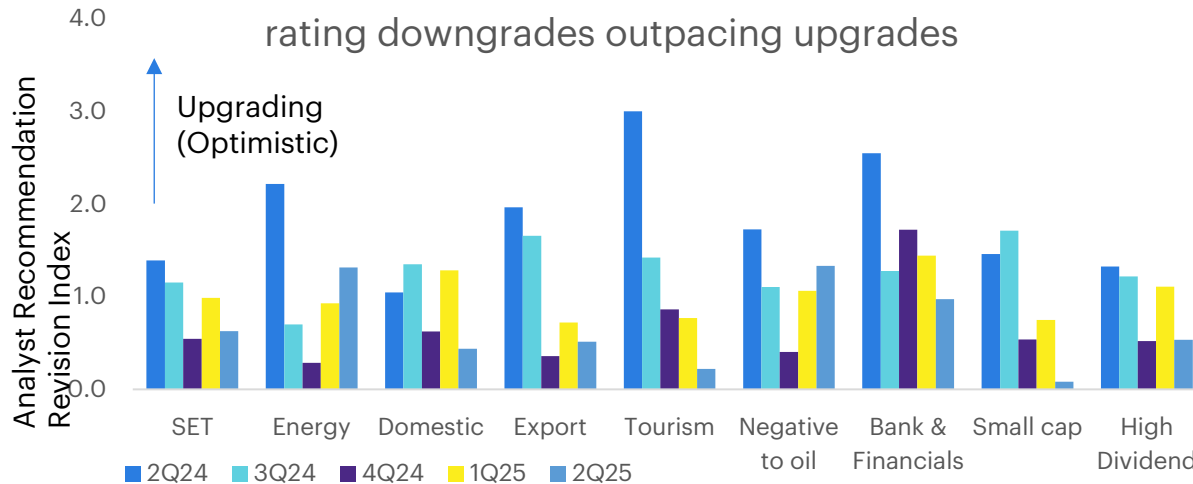
เรามุ่งมองระยะ midterm ต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลกซึ่งเป็นผลมาจากภาชนำเข้าของสหรัฐฯ ดังนั้นกลยุทธ์การลงทุนของเราจึงแนะนำให้มุ่งเน้นไปที่กลุ่มที่สามารถรับมือกับปัจจัยภายนอกและความอ่อนแอของอุปสงค์ภายในประเทศ และมีปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกเฉพาะที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต YoY และ QoQ ใน 2Q25 ได้แก่ กลุ่มสาธารณูปโภค กลุ่มอาหาร กลุ่มสื่อสาร และกลุ่มเงินทุน

วงจรการปรับลดประมาณการ EPS ยังไม่สิ้นสุด ... ยังมีการปรับลดประมาณการอย่างต่อเนื่อง

Rate of change of FY25 growth rate in 2Q25 (vs 1Q25 forecast)



Recommendation sentiment for SET remains weak, with rating downgrades outpacing upgrades



Source: Bloomberg, InnovestX Research

เศรษฐกิจที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลงเริ่มส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทต่างๆ ตั้งแต่ 1Q24 เราพบว่าการปรับลดประมาณการกำไรลงอย่างต่อเนื่องในอัตราที่ชะลอตัวลง และไม่มีสัญญาณการปรับเพิ่มประมาณการกำไร ตัวเลขคาดการณ์ EPS ของ SET ถูกปรับลดลง 4% ใน 2Q25 (เทียบกับ 4% ใน 1Q25)

Rating sentiment (ซึ่งวัดจากคำแนะนำของนักวิเคราะห์) สำหรับ SET โดยรวมยังคงอ่อนแอ โดยมีการปรับลดเรตติ้งมากกว่าการปรับเพิ่มเรตติ้งเนื่องจากผลกระทบการได้รับแรงกดดันจากแรงกดดันทั้งจากภายนอกและภายใน กลุ่มท่องเที่ยว กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยในประเทศ กลุ่มการเงิน และ small-caps ถูกปรับเรตติ้งลง ในขณะที่กลุ่มพลังงานถูกปรับเรตติ้งขึ้น

การคาดการณ์ว่าราคาน้ำมันจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป การกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องของจีน และสถานการณ์เกี่ยวกับภาษีนำเข้าที่ไม่รุนแรงหรือซับซ้อนเท่าที่คาดการณ์ไว้ จะช่วยชดเชยเศรษฐกิจในประเทศที่อ่อนแอ เราคาดการณ์ SET EPS growth ที่ 28% ในปี 2025 ในขณะที่ consensus ปรับลดคาดการณ์ SET EPS growth ปี 2025 ลดลงมาอยู่ที่ 16% (เทียบกับ 19% ในช่วง 2-3 เดือนก่อนหน้านี้) แต่เราคาดว่ากำไรจะมีเสถียรภาพในอีก 2-3 ไตรมาส

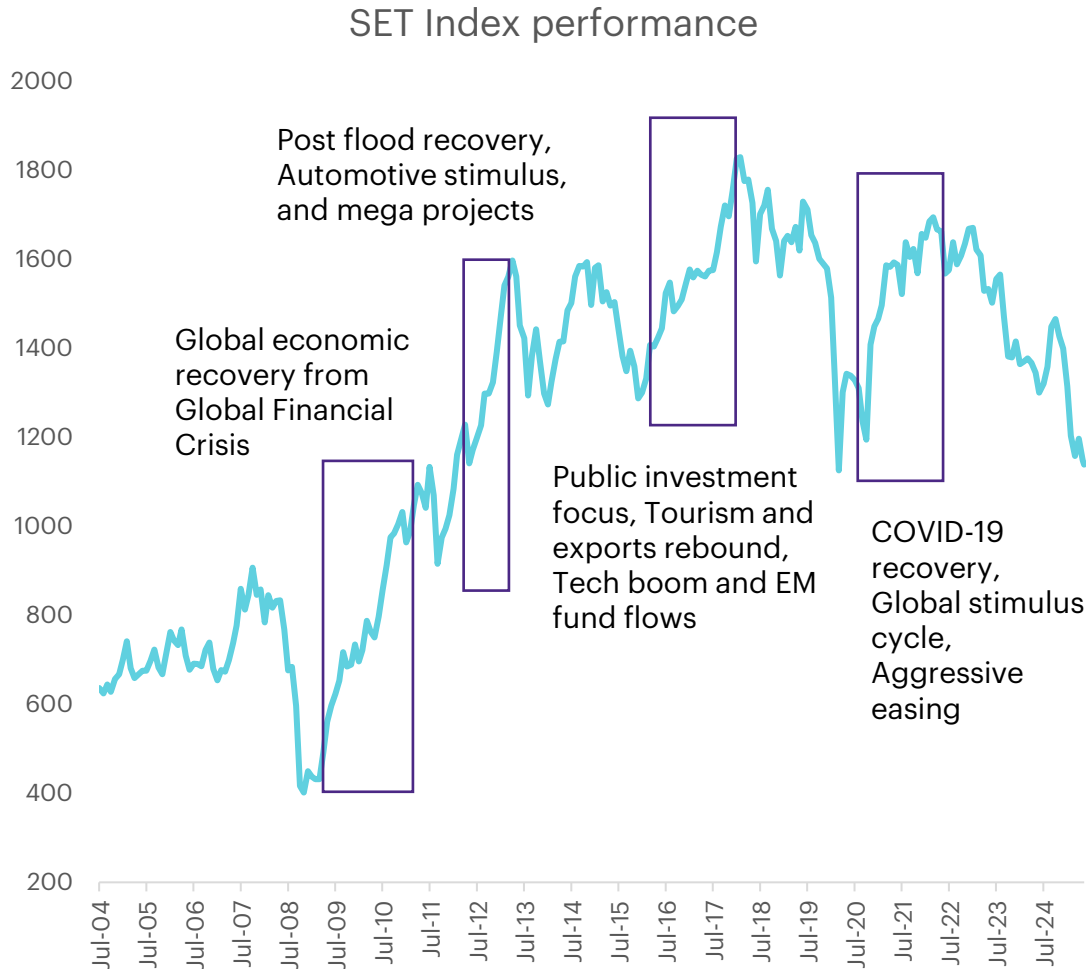
ความกังวลหลักๆ ที่เรามี คือ ความผันผวนของราคาน้ำมัน หากราคาน้ำมันดิบเบรนท์ยังคงต่ำกว่า 60 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เราคาดว่าจะมีการปรับลดประมาณการกำไรในกลุ่มพลังงาน จากการวิเคราะห์ของเรา ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยที่ลดลง 10 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล จะส่งผลทำให้ SET EPS ลดลง 3.5 บาท/หุ้น และในทางกลับกัน หากราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นก็จะส่งผลให้ EPS เพิ่มขึ้นเช่นกัน

SET Index scenario และหุ้นเด่น



ปัจจัยที่จะทำให้ตลาดหุ้นไทยกลายเป็นตลาดกระทิง (bull market) มีอะไรบ้าง?

ความเชื่อมั่นและสภาพคล่องเป็นปัจจัยกระตุ้นตลาดที่ขาดหายไป



ตลาดหุ้นไทยเคยเผชิญกับภาวะตลาดกระทิง (bull market) หลายครั้งในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา โดยเฉพาะในปี 2003-04, 2009-10, 2012 และ 2016-17 โดยแต่ละช่วงเวลาได้รับแรงหนุนจาก GDP ที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย มาตรการกระตุ้นทางการคลัง และสภาวะแวดล้อมภายนอกที่เป็นบวก ตัวอย่างเช่น การ rally ในปี 2009-10 เกิดขึ้นหลังจากวิกฤตการเงินโลก ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำ การส่งออกที่เพิ่มขึ้น และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ในปี 2012 การลงทุนภาครัฐและการฟื้นตัวของความเชื่อมั่นผู้บริโภค หลังจากน้ำท่วมช่วยผลักดันให้ตลาดปรับตัวสูงขึ้น รั้งตัวไปในช่วงเวลาดังกล่าวคือการสนับสนุนนโยบายที่สอดคล้องกันทั้งการคลังและการเงิน ควบคู่ไปกับผลประโยชน์จากการปรับตัวดีขึ้นของบริษัทจดทะเบียนและสภาพคล่องทั่วโลก

ปัจจุบันสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจมหภาคของประเทศไทยยังคงเปราะบาง การเติบโตทางเศรษฐกิจถูกจำกัดโดยหนี้สินครัวเรือนระดับสูง อุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอ และโครงการลงทุนของภาครัฐที่ล่าช้า แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยทำจุดสูงสุดแล้ว และนโยบายการเงินอาจเริ่มหันมาสนับสนุนเศรษฐกิจ แต่ความไม่แน่นอนทางการเมืองและการดำเนินนโยบายการคลังที่ไม่มีประสิทธิภาพส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่น ในส่วนของการท่องเที่ยวที่แม้จะเริ่มฟื้นตัว แต่ยังไม่สามารถยกระดับหรือส่งผลดีต่อภาคส่วนอื่นๆ ได้อย่างทั่วถึง

ดังนั้น หากไม่มีการปฏิรูปการคลังอย่างเข้มข้น การเบิกจ่ายงบประมาณที่เร็วขึ้น การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน การเร่งลดอัตราดอกเบี้ย และ sentiment ที่ดีขึ้น โอกาสที่ตลาดหุ้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่องจึงยังไม่น่าจะเกิดขึ้นในระยะสั้น ความเชื่อมั่นของนักลงทุน สภาพคล่อง และโมเมนตัมการเติบโต คือ ปัจจัยกระตุ้นตลาดที่ขาดหายไป โดย upside ของตลาดขึ้นอยู่กับผลการดำเนินการตามนโยบายที่ได้วางแผนไว้และปัจจัยสนับสนุนจากทั่วโลกเป็นหลัก

ปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้ตลาดหุ้นไทยเข้าสู่ภาวะตลาดกระทิง (bull market)

Category	Thai Market Bull Case Factors	Examples from Past Bull Markets (Thailand)	Global Historical Patterns (Major Markets)
Economic Growth	- Strong GDP rebound (esp. >3-4%) - Export recovery - Tourism resurgence - Manufacturing and agro-industrial growth	2010–12: Post-GFC growth + flood reconstruction 2017: Tourism and exports rebounded	US (2009): After recession, GDP rebound Japan (2003): Export-led recovery
Monetary Policy	- Rate cuts or dovish signals - Ample liquidity - Baht stability or depreciation (good for exports)	2003–04: BoT rate cuts 2020: Aggressive easing during COVID	US (1982, 2009): Fed rate cuts post-crisis EU (2012): ECB QE program
Fiscal Policy	- Infrastructure investment- - Budget deficit to support growth - Higher government spending on social/economic sectors	2012: Mega-project plans under Yingluck 2016–17: Public investment focus	China (2008): 4 trillion yuan stimulus US (2020): CARES Act fiscal boost
Stimulus Measures	- Consumption stimulus (e.g., digital wallet) - Soft loans to SMEs - Real estate/investment incentives	2020–21: "We Travel Together", "Half-Half", "RaoChana" 2023: Election-era cash policies	US (2020): Direct checks + unemployment benefits Japan (1999–2000): Fiscal injection to support demand
External Tailwinds	- Global rate cuts - Commodity price rebound- - Tech cycle upturn - Capital inflows into EMs	2017: Tech boom + EM fund flows 2020–21: Global stimulus cycle	Global (2003, 2009, 2020): Liquidity surge and synchronized recovery sparked EM bull runs
Valuation & Sentiment	- Low P/E and P/B ratios - Strong EPS recovery expectations - Retail participation surge	2009–10: Low valuations post-GFC 2016: EPS upturn & dividend plays	US (1991, 2009): Undervalued entry points with improving outlooks boosted investor sentiment

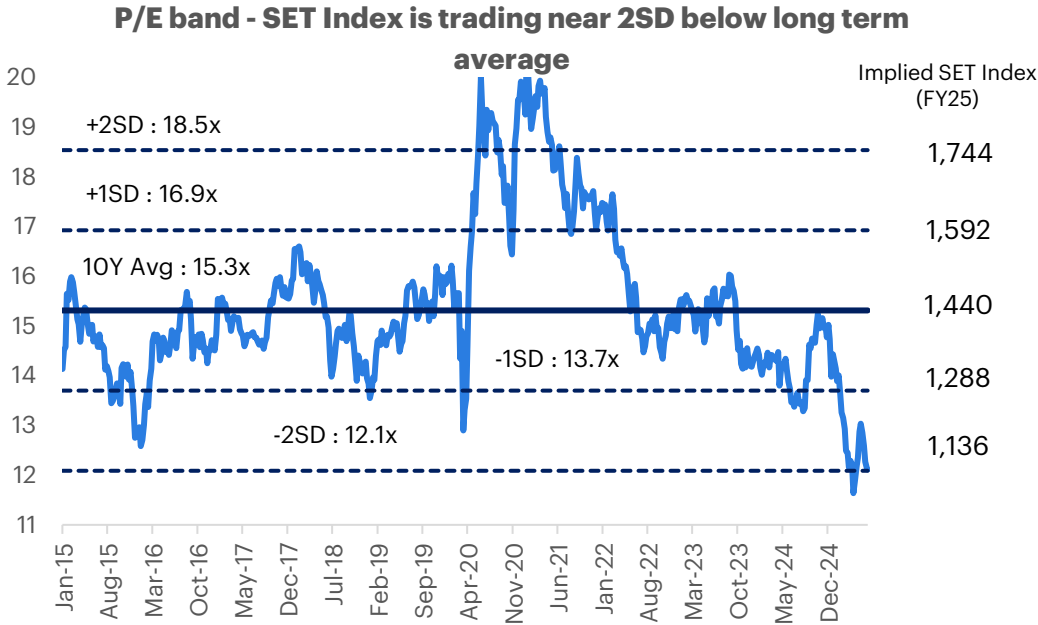
Source: Bloomberg, InnovestX Research

เป้า SET Index อยู่ที่ 1,250 จุด; จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,100 จุด
ยังมีความเสี่ยงในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2025

		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				1,262	1,285

Source: Bloomberg, InnovestX Research

Yield Gap	EPS FY2025				
	-5%	-1%	Base (EPS 94)	+1%	+5%
+1SD (2.9%)	1,494	1,557	1,573	1,588	1,651
Avg (3.6%)	1,343	1,400	1,414	1,428	1,485
-1SD (4.3%)	1,220	1,272	1,284	1,297	1,349
-2SD (4.9%)	1,118	1,165	1,177	1,188	1,235
Forward P/E					
-2SD (12.4x)	1,094	1,140	1,152	1,163	1,209
-1SD (13.9x)	1,234	1,286	1,299	1,312	1,364
Avg (15.4x)	1,374	1,432	1,446	1,461	1,518
+1SD (16.8x)	1,514	1,577	1,593	1,609	1,673



น้ำหนักการลงทุนและ valuation รายการอุตสาหกรรมใน 3Q25

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2024 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
Building Materials	Overweight	2.5%	-34%	-11%	20%	12%	-16%	15.8	14.2	0.5	0.5	3.9	4.4	7.5	7.1
Food & beverage	Overweight	5.6%	-6%	-13%	51%	3%	n.m.	8.7	8.4	1.0	0.9	3.2	3.2	7.8	7.6
Healthcare	Overweight	4.6%	-16%	-20%	5%	8%	7%	18.1	16.9	3.1	2.9	3.8	4.1	11.1	10.3
REITs / PF / IF	Overweight	2.0%	-1%	-7%	118%	-1%	n.m.	8.6	8.7	0.6	0.6	13.3	13.1	8.1	7.9
Telecoms	Overweight	11.3%	32%	-3%	130%	8%	65%	23.3	21.7	6.8	6.3	3.3	3.6	7.5	7.1
Agribusiness	Neutral	0.5%	8%	-12%	8%	3%	17%	5.9	5.8	0.6	0.5	2.0	2.0	4.2	3.8
Air Transportation	Neutral	3.3%	1%	-47%	-9%	-6%	28%	22.7	24.2	3.2	3.0	1.2	1.1	10.2	10.7
Bank	Neutral	13.6%	4%	-2%	-4%	1%	1%	7.7	7.6	0.6	0.6	7.2	7.3	0.0	0.0
Commerce	Neutral	8.2%	-8%	-25%	13%	12%	14%	14.7	13.1	1.1	1.0	3.8	4.3	8.4	7.8
Energy	Neutral	19.9%	-14%	-15%	40%	-11%	1%	8.0	9.0	0.7	0.7	5.6	5.7	3.6	3.6
Hotel	Neutral	1.6%	-13%	-16%	5%	-3%	14%	16.3	16.8	1.4	1.3	2.1	2.0	9.7	9.7
Land Transportation	Neutral	1.1%	-13%	-25%	-9%	-6%	28%	42.0	30.7	1.1	1.1	1.2	1.1	20.2	19.3
Petrochemical	Neutral	1.7%	-22%	-19%	131%	39%	n.m.	13.4	9.7	0.5	0.5	2.8	3.6	5.7	5.0
Residential/IE	Neutral	4.6%	-15%	-29%	-13%	4%	-8%	8.3	8.0	0.6	0.6	6.2	6.6	11.8	10.6
Utilities	Neutral	5.6%	24%	-25%	176%	-54%	13%	10.2	22.0	1.5	1.4	2.5	2.8	10.3	15.0
Electronics	Underweight	9.2%	65%	-38%	16%	12%	-1%	53.2	47.7	9.1	8.1	0.7	0.7	34.0	31.1
Automotive	Undwerweight	0.4%	-29%	-12%	11%	7%	-8%	8.1	7.5	0.6	0.6	6.7	7.1	2.0	3.4

Source: Bloomberg, InnovestX Research

SET Index Scenario สำหรับปี 2025

ความผันผวนรออยู่ข้างหน้า รอให้สถานการณ์คลี่คลาย

1Q25

เป้า SET Index อยู่ที่ 1550 จุด

Global market -1.7%
Bond market +2.6%
Gold +19%
China market +14.8%
SET Index -17.3%

ใน 1Q25 ตลาดโดยรวมปรับตัวลดลง 1.7% ท่ามกลางความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายภาษีของทรัมป์และสัญญาณความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรลดลงและราคาทองคำเพิ่มขึ้น ข้อมูลเศรษฐกิจที่อ่อนแอของสหรัฐฯ และความเสี่ยงด้านภาษีส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของตลาด ตลาดจีนมีโมเมนตัมที่ดีขึ้นจากศักยภาพของ AI ต้นทุนต่ำและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ดอลลาร์ที่อ่อนค่าและความหวังในการหยุดยิงระหว่างยูเครนกับรัสเซียจะช่วยสนับสนุนผลตอบแทนของตลาดเกิดใหม่

2Q25

เป้า SET Index อยู่ที่ 1250 จุด

Global market +7.8%
Bond market +2.5%
Gold +6%
China market +1%
SET Index -1.9%

ใน 2Q25 ตลาดโดยรวมเผชิญความผันผวนสูงจากการประกาศนโยบายภาษีของสหรัฐฯ และความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า ตลาดปรับตัวขึ้นโดยได้แรงหนุนจากข้อมูลการจ้างงานที่แข็งแกร่งและความตึงเครียดทางการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ที่ลดลง ทองคำยังคงได้แรงหนุนจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่สูงขึ้นระหว่างยูเครนและรัสเซีย นอกจากนี้เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้าและการแข่งขันในประเทศที่เพิ่มขึ้นยังสร้างแรงกดดันต่อตลาดจีน ส่วนตลาดไทยที่ทำผลงานได้แย่กว่าตลาดอื่นๆ เป็นผลมาจากความไม่แน่นอนทางการเมืองและอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอ

2H25

- 1) การบังคับใช้ภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อการเติบโตของ GDP และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในครึ่งหลังของปี 2025
- 2) สถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าที่ผ่อนคลายลงอีกจะช่วยหนุนให้ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- 3) การเก็บภาษีนำเข้าในวงกว้างจะทำให้เกิดภาวะเงินเฟ้อและกระตุ้น sentiment 'risk-off' ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ และอาจทำให้นักกลางต้องพิจารณาท่าทีในการลดอัตราดอกเบี้ยอีกครั้ง
- 4) คาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะมีความผันผวนสูง ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาวะการเงินตึงตัวขึ้นผ่านทางอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นและดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้น
- 5) คาดว่าการเติบโตทางเศรษฐกิจและผลประกอบการจะกลับสู่ระดับปกติโดยเฉพาะประเทศในเอเชีย เศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องด้วยแรงหนุนจากรัฐบาล
- 6) คาดว่าวงจรการเติบโตของกลุ่มเทคโนโลยีและเซมิคอนดักเตอร์จะชะลอตัวลงจากการใช้จ่ายด้านไอทีที่ลดลง
- 7) Valuation เผชิญกับความท้าทายที่เพิ่มมากขึ้น
- 8) คาดว่าตลาดโดยรวมจะมีแนวโน้มปรับตัวลดลง จุดโฟกัสน่าจะย้ายมาอยู่ที่การเติบโตตามปัจจัยพื้นฐาน การกระจายความเสี่ยง และธีม domestic play

Source: Bloomberg, SET, InnovestX Research

กลยุทธ์การลงทุนตลาดหุ้นไทย

Thai-tanic effort

3Q25

- **แนวโน้ม** – ตลาดหุ้นไทยไม่มีแนวโน้มที่ชัดเจนใน 3Q25 ความตึงเครียดด้านการค้าที่คลี่คลายลง โดยสหรัฐฯ ตกลงเจรจาการค้าอย่างเป็นทางการทำให้ upside มีจำกัด แต่ความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศและความขัดแย้งในพื้นที่ชายแดนส่งผลกระทบต่อ sentiment เงินดอลลาร์ที่แข็งค่าขึ้นสร้างแรงกดดันต่อตลาดเกิดใหม่ ในขณะที่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจะเป็นแรงหนุน โครงการโครงสร้างพื้นฐานยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ แม้ว่าความเสี่ยงในการดำเนินการยังคงมีอยู่ ตลาดมี downside จากปัจจัยภายนอกค่อนข้างจำกัด เนื่องจากอยู่ในภาวะ oversold แต่แนวโน้มภายในประเทศยังคงไม่ชัดเจน การที่ตลาดจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างต่อเนื่องนั้น ประเทศไทยจำเป็นต้องผ่อนปรนนโยบายการเงินอย่างจริงจัง มีการดำเนินโครงการขนาดใหญ่ และสภาพคล่องในตลาดที่ดีขึ้น เพื่อเบรกกรอบ sideways ในปัจจุบัน
- **กลยุทธ์** – ใช้แนวทางการคัดเลือกหุ้นรายตัวท่ามกลางสภาวะตลาดที่ไม่มีทิศทางชัดเจน มุ่งเน้นไปที่บริษัทที่มีความแข็งแกร่งทางการเงิน มีงบดุลที่แข็งแกร่ง ทำกำไรอย่างสม่ำเสมอ และ valuation ที่สมเหตุสมผล โดยมุ่งเป้าไปที่กลุ่มหุ้นเชิงรับอย่างกลุ่มสาธารณูปโภค กลุ่มการแพทย์ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค หลีกเลี่ยงบริษัทที่มีหนี้สูงหรือพึ่งพาการส่งออกเมื่อพิจารณาจากความไม่แน่นอนด้านการค้าให้ความสำคัญกับคุณภาพมากกว่าการเติบโตจนกว่าการเมืองในประเทศจะมีความชัดเจนมากขึ้นและโครงการโครงสร้างพื้นฐานเริ่มเดินหน้า

Source: InnovestX Research

2025

- **แนวโน้ม** – คาดเศรษฐกิจชะลอตัว และฟื้นตัวไม่ทั่วถึง นโยบายการค้าและเทคโนโลยีของสหรัฐฯ ที่มุ่งเป้าไปที่จีนและการตอบโต้ของจีนจะส่งผลกระทบต่อตลาดในครึ่งหลังของปี 2025 ถึงปี 2026 การผ่อนคลายนโยบายการเงินทั่วโลกยังคงดำเนินต่อไปแต่ในอัตราที่น้อยลงสืบเนื่องมาจากภาษีของทรัมป์ เรามีมุมมองระมัดระวังต่อแนวโน้มการเติบโตท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้าของสหรัฐฯ เศรษฐกิจไทยจะเติบโตในระดับต่ำและเผชิญกับความท้าทายเชิงโครงสร้าง คาดว่าความผันผวนของตลาดจะสูงและให้ผลตอบแทนต่ำ
- **กลยุทธ์** – เรามองว่า Upside ของ SET จะมาจากกำไรที่เติบโตเพิ่มขึ้นจากการบริโภคภายในประเทศและการลงทุนภาคเอกชน เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 28% YoY ในปี 2025 โดยได้รับแรงหนุนจากการลดอัตราดอกเบี้ยและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ความผันผวนของเงินบาทจะทำให้มีกระแสเงินไหลเข้าจำกัด ดังนั้น เราจึงแนะนำให้ลงทุนในตลาดหุ้นไทยต่อไป โดยเลือกลงทุนในกลุ่มที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและมีรายได้หลักมาจากการดำเนินธุรกิจในประเทศมากกว่ากลุ่มที่พึ่งพาตลาดต่างประเทศและมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน กลุ่มหุ้นเชิงรับที่มีความผันผวนต่ำเป็นจุดโฟกัสหลักใน 2H25

หุ้นเด่นของเราใน 3Q25 – BCH, CPF, DIF, MTC, SCC

เลือกหุ้นรายตัวที่มีปัจจัยพื้นฐานดี

จากการวิเคราะห์ของเราพบว่ามีหุ้นที่มีลักษณะสำคัญ 5 อย่างที่เราเชื่อว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดใน 3Q25

- 1) บริษัทที่มีงบดุลแข็งแกร่ง ซึ่งสามารถรับมือต่อความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและความท้าทายที่หลากหลายได้
- 2) กลุ่มหุ้นเชิงรับและมีรายได้จากตลาดภายในประเทศในสัดส่วนสูง ซึ่งสามารถป้องกันความผันผวนจากภายนอกได้ และให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง
- 3) Large-cap ที่มี valuation สมเหตุสมผลและกำไรเติบโต ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและวงจรขาขึ้นของอุตสาหกรรม
- 4) ได้ประโยชน์จากโมเมนตัมเชิงบวกของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- 5) ได้ประโยชน์จากความตึงเครียดทางการค้าทั่วโลกและแรงกดดันจากภาษีนำเข้าที่ลดน้อยลง

เรายังคงใช้แนวทางการคัดเลือกหุ้นเด่นโดยมุ่งเน้นไปที่บริษัทที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพสูง และ valuation ที่สมเหตุสมผล เมื่อพิจารณาจากเกณฑ์เหล่านี้ หุ้นเด่นที่เราเลือกสำหรับ 3Q25 ได้แก่ BCH (valuation สมเหตุสมผล และกำไรกลับมาเติบโต), CPF (ราคาสุกรอยู่ในทิศทางขาขึ้น), DIF (ความผันผวนต่ำและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง), MTC (ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง) และ SCC (ความตึงเครียดทางการค้าลดลงทั่วโลก และได้ประโยชน์จากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน)

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	13.20	20.0	55.4	22.2	19.3	17.9	(0)	15	8	2.5	2.5	2.4	11	12	13	3.0	3.9	4.2	11.9	9.6	8.9
CPF	Outperform	25.75	32.0	28.5	11.1	7.0	6.8	n.m.	59	3	0.7	0.7	0.6	7	10	10	3.9	4.3	4.3	9.2	8.1	7.9
DIF	Outperform	8.00	10.5	42.2	7.3	7.2	7.0	(2)	1	3	0.5	0.5	0.5	7	7	7	11.1	11.0	10.9	7.7	7.3	7.0
MTC	Outperform	40.00	51.0	28.3	14.5	12.5	11.0	20	16	13	2.3	2.0	1.7	17	17	17	0.6	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
SCC	Outperform	162.50	192.0	21.2	106.4	19.3	16.9	(87)	451	14	0.5	0.4	0.4	0	2	3	3.1	3.1	3.7	9.1	8.2	7.7
Average					32.3	13.1	11.9	(17)	109	8	1.3	1.2	1.1	8	10	10	4.3	4.6	4.8	7.6	6.7	6.3

Source: InnovestX Research

มุมมองการลงทุนรายสินทรัพย์ (ASSET ALLOCATION)



มุมมองการลงทุนไตรมาส 3/2025

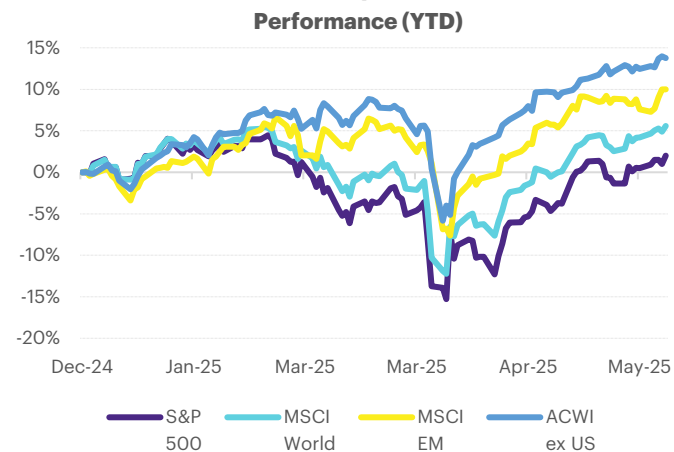
ตราสารทุน

หุ้นโลกได้ปรับตัวขึ้นแตะจุดสูงสุดใหม่ในไตรมาส 2/2025 จากความเสี่ยงด้านสงครามการค้าที่บรรเทาลงจากการที่ประธานาธิบดีทรัมป์ประกาศเลื่อนการเก็บภาษีตอบโต้ออกไป 90 วัน จากก่อนหน้านี้ที่หุ้นปรับลดลงแรงจากการประกาศภาษีตอบโต้สะท้อนโลกเมื่อวันที่ 2 เม.ย. 2025 โดยเป็นที่น่าสังเกตว่าการฟื้นของหุ้นโลกในครั้งนี้มีได้นำโดยหุ้นสหรัฐฯ แต่เป็นหุ้นนอกสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่มหุ้นในตลาดเกิดใหม่ สะท้อนว่านักลงทุนอาจเริ่มปรับน้ำหนักสัดส่วนการลงทุนใหม่โดยค่อยๆ ลดน้ำหนักหุ้นสหรัฐฯ ลงจากปัจจัยความไม่แน่นอนต่างๆ ทั้งจากเรื่องสงครามภาษี ความเสี่ยงด้านนโยบายรัฐ ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงด้านภาวะการคลังของสหรัฐฯ ที่อัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ในปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 100% และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยการผ่านร่างกฎหมายการคลัง "One Big Beautiful Bill" ของสภาผู้แทนราษฎรอาจส่งผลกระทบต่อการขยายการขาดดุลการคลังต่อไปได้อีก กดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ พุ่งสูงขึ้นจนน่ากังวล และดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่า รวมถึงความเสี่ยงจากการเตรียมเก็บภาษีรายได้เงินปันผลและดอกเบี๋ยจากนักลงทุนต่างชาติที่อาจลุกลามไปเป็นสงครามตลาดทุน

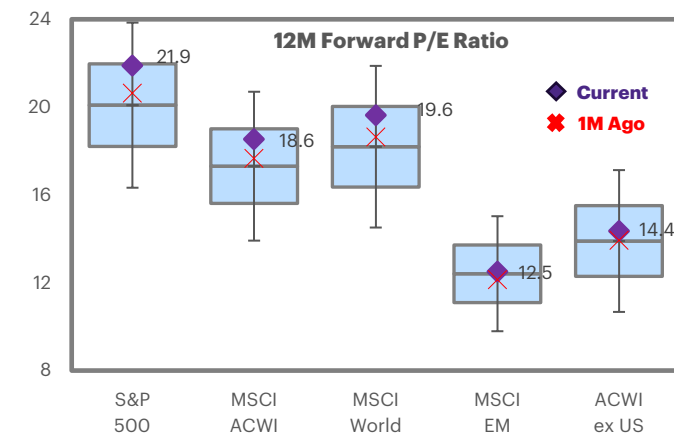
อย่างไรก็ดี เราประเมินว่าหุ้นโลกในช่วงไตรมาส 3/2025 จะมี upside จำกัดและยังคงความผันผวนสูงต่อไปจากประเด็นความไม่แน่นอนในเรื่องการเก็บภาษีตอบโต้และข้อพิพาทระหว่างศาลกับรัฐบาลสหรัฐฯ ทั้งนี้ หุ้นเทคโนโลยีสหรัฐฯ อาจได้รับผลกระทบน้อยกว่ากลุ่มอื่นจากการที่รัฐบาลทรัมป์ได้ยกเว้นภาษีสินค้าเซมิคอนดักเตอร์และผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ เพื่อลดต้นทุนให้กับอุตสาหกรรมดังกล่าว รวมถึงหุ้นธนาคารที่อาจได้รับประโยชน์จากการผ่อนคลายกฎระเบียบสำหรับธนาคารขนาดใหญ่ โดยเฉพาะการลดข้อกำหนดด้านเงินกองทุนสำรอง (capital requirements) ซึ่งจะช่วยให้ธนาคารขนาดใหญ่มีเงินทุนส่วนเกินเพิ่มขึ้น และสามารถนำไปใช้ในกิจกรรมต่าง ๆ เช่น การปล่อยสินเชื่อ การซื้อหุ้นคืน และการควบรวมกิจการ เป็นต้น อย่างไรก็ตามนโยบายดังกล่าวอาจเป็นเพียงชั่วคราวหรือมีการเปลี่ยนแปลงได้ในอนาคต จึงแนะนำให้เน้นลงทุนในกลุ่มหุ้นคุณภาพ (Quality) ที่มีรายได้และกำไรเติบโตอย่างสม่ำเสมอ

โดยแม้เศรษฐกิจโลกจะเติบโตช้าลง แต่จะยังไม่ถึงขั้นเข้าสู่ภาวะถดถอย ซึ่งการผ่อนคลายนโยบายการเงินและนโยบายการคลังในกลุ่มประเทศอื่นๆ นอกสหรัฐฯ เช่น จีน ยุโรป อินเดีย เวียดนาม และไทย เป็นต้น จะช่วยพยุงให้ตลาดหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่มีโอกาสทำผลตอบแทนได้ดีต่อไปในช่วงที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ยังมีโอกาสในการผ่อนคลายนโยบายการเงินหรือลดดอกเบี้ยนโยบายลงได้ช้ากว่า ทั้งนี้ เราประเมินว่าการปรับสมดุลทางเศรษฐกิจโดยเฉพาะในฝั่งเอเชียจะดำเนินต่อไปไม่ว่าสุดท้ายแล้วการเจรจาต่อรองจะทำให้ภาษีตอบโต้ของทรัมป์ในแต่ละประเทศจะจบลงที่อัตราใด เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบในระยะยาว โดยเรายังคงคำแนะนำทยอยลงทุนในหุ้นโลกอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยแม้ว่าค่า FWD P/E ในปัจจุบันจะอยู่ที่ 18.6 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (+0.4SD) แต่หุ้นโลกยังมีมูลค่าที่ถูกกว่าหุ้นสหรัฐฯ ที่มี FWD P/E อยู่ที่ 21.9 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตเช่นกัน (+1SD) และเราแนะนำให้กระจายการลงทุนไปในหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่เพิ่มขึ้น โดยหากอิงค่า FWD P/E ของดัชนี MSCI Emerging Markets ในปัจจุบันที่อยู่เพียง 12.5 เท่า ก็ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีต

หุ้น EM และ Ex Us ทำผลตอบแทนโดดเด่น โดยทำผลตอบแทน Outperform หุ้น US และ DM ตั้งแต่ต้นปี



Valuation ของหุ้น EM และ Ex Us ยังอยู่ในระดับถูก บ่งชี้ถึง Upside ที่ยังเปิดกว้าง แม้ราคาปรับตัวขึ้นมาพอสมควร



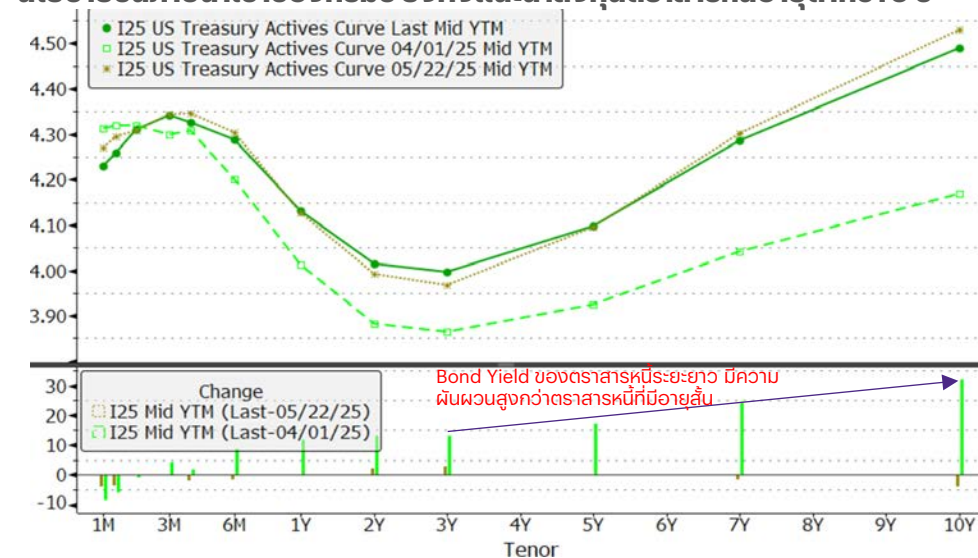
มุมมองการลงทุนไตรมาส 3/2025

ตราสารหนี้

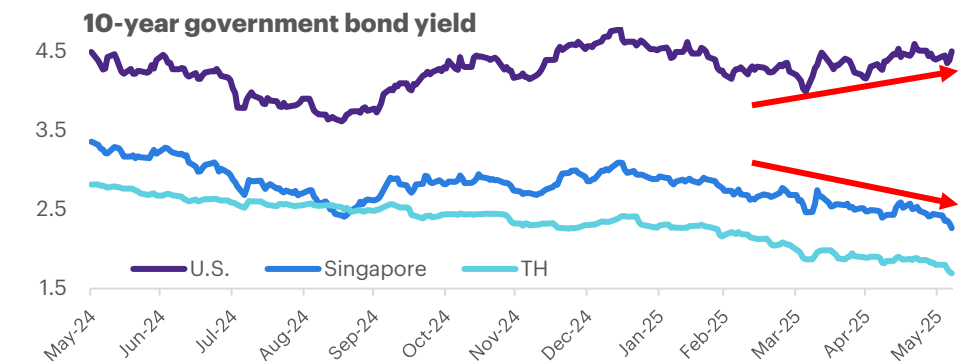
เรายังมีมุมมองเชิงบวกต่อตราสารหนี้โลกในช่วงไตรมาส 3/2025 จากการที่เป็นสินทรัพย์ช่วยลดความผันผวนให้กับพอร์ตการลงทุนในภาวะที่ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ การเมือง และภูมิรัฐศาสตร์มีสูงขึ้น โดยเน้นอายุตราสาร (Duration) ในระดับกลาง 3-5 ปี ที่อัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยงอยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเปรียบเทียบกับตราสารหนี้ระยะยาวที่มีความผันผวนสูงจากความไม่แน่นอนของเงินเฟ้อ และความกังวลด้านการคลังของประเทศต่างๆ โดยเฉพาะ สหรัฐฯ ที่ถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือลง โดยมีเหตุผลจากการขาดดุลงบการคลังที่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ Goldman Sachs คาดการณ์ว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ 10 ปี จะมีความผันผวนอยู่ที่ระดับ 4.5% - 4.55% ณ สิ้นปี 2025 ถึง 2026 ซึ่งการคาดการณ์นี้สะท้อนการเติบโตทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่อ่อนแอลง รวมถึงความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อและการคลังสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ธนาคารกลางส่วนใหญ่ของโลกยังคงใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย จากการที่เศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 ทั้งนี้ธนาคารกลางบางแห่ง เช่น ECB RBI เริ่มส่งสัญญาณเข้าสู่ปลายวัฏจักรการลดดอกเบี้ยลง หลังจากได้ลดดอกเบี้ยไปมากแล้วแล้วในช่วงที่ผ่านมา และระบุถึงความเสี่ยงที่เงินเฟ้อที่อาจเร่งตัวขึ้นเพราะผลกระทบจากมาตรการภาษี ทั้งนี้ยังมองว่าเศรษฐกิจโลกเพียงแค่ชะลอตัวแต่ไม่ถึงขั้นเข้าสู่ภาวะวิกฤติ จึงยังถือว่าการลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพดี และแนะนำกระจายไปในภูมิภาคที่เริ่มส่งสัญญาณว่าสามารถควบคุมเงินเฟ้อได้แล้ว เช่น ยุโรป มากกว่าการลงทุนในสหรัฐฯ เพียงประเทศเดียว

ด้านแนวโน้มตราสารหนี้ไทยเราประเมินว่ายังเป็นบวกเนื่องจากธนาคารกลางต่างๆ ในเอเชียยังคงอยู่ในแนวโน้มลดดอกเบี้ย รวมถึงอัตราเงินเฟ้อในภูมิภาคที่อยู่ในเกณฑ์ต่ำ แม้ว่าการเติบโตทางเศรษฐกิจในเอเชียจะชะลอตัวจากปัญหาการค้าโลก แต่ผลกระทบต่อประเทศไทยยังอยู่ในระดับจำกัดเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค อีกทั้ง ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ส่งสัญญาณชัดเจนว่าจะดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายโดยเฉพาะเมื่ออัตราเงินเฟ้อไทยยังอยู่ในระดับต่ำ โดยมีแนวโน้มที่จะปรับลดดอกเบี้ยนโยบายเพื่อช่วยพยุงเศรษฐกิจไทยที่มีสัญญาณชะลอตัวจากปัจจัยภายนอก ทำให้สภาพแวดล้อมในช่วงไตรมาส 3/2025 จะถือว่าการลงทุนในตราสารหนี้ไทย

Bond Yield มีความผันผวนจากความไม่แน่นอนของเงินเฟ้อที่อาจเร่งตัวขึ้นจากนโยบายขึ้นภาษ้นำเข้าของทรัมป์ ยังคงแนะนำลงทุนตราสารหนี้อายุต่ำกว่า 5 ปี



ธนาคารกลางในเอเชียมีการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ส่งผลให้ Bond Yield ในกลุ่มเอเชียปรับตัวลดลงได้มากกว่า และมีความผันผวนน้อยกว่าสหรัฐฯ



มุมมองการลงทุนไตรมาส 3/2025

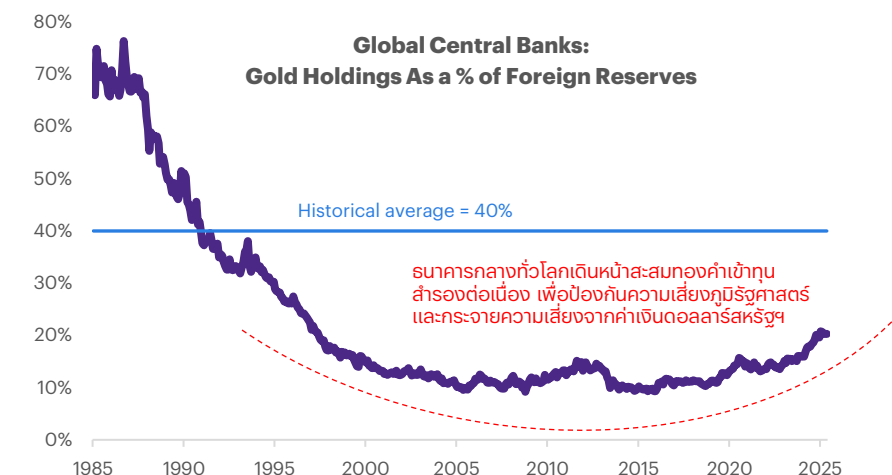
ทองคำ

แม้เราประเมินว่าภาวะความไม่แน่นอนจะยังคงสูงในช่วงไตรมาส 3/2025 แต่การที่ราคาทองคำได้ปรับเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ต้นปี 2025 ทำให้ upside ราคาทองคำอาจมีแนวโน้มจำกัดในช่วงไตรมาสนี้ อย่างไรก็ตาม ราคาทองคำยังมีปัจจัยหนุนสำคัญจากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐที่มีแนวโน้มอ่อนค่าในระยะยาว จากการที่สหรัฐฯ ต้องการลดบทบาทการค้าระหว่างประเทศลงเนื่องจากประธานาธิบดีทรัมป์เห็นว่าสหรัฐฯ ขาดดุลประเทศอื่นเป็นจำนวนมาก ซึ่งจะเป็นการกดดันให้ประเทศอื่นๆ หันไปหาซื้อสินค้าใหม่ๆ มากขึ้น ทำให้การใช้ดอลลาร์สหรัฐในการซื้อขายแลกเปลี่ยนสินค้าจะค่อยๆ ลดลงในระยะยาว อีกทั้งประเด็นการทางการเมืองสหรัฐฯ มีการขาดดุลอย่างต่อเนื่อง และมีหนี้สาธารณะต่อ GDP ในระดับสูงที่ 100% รวมทั้งการผ่านร่างกฎหมายการคลัง "One Big Beautiful Bill" ที่จะส่งผลกระทบต่อขยายการขาดดุลการคลัง นอกจากนี้ การที่ธนาคารกลางหลายแห่งในโลกยังมีการสำรองทองคำในสัดส่วนจำนวนน้อยมาก เมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐฯ และเยอรมนีที่ถือครองทองคำมากกว่า 75% ของทุนสำรอง จะช่วยเพิ่มความต้องการทองคำและหนุนให้ยังเป็นสินทรัพย์ปลอดภัยที่นักลงทุนควรมีติดพอร์ตไว้ในระยะยาวเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนที่สูงขึ้นในปี

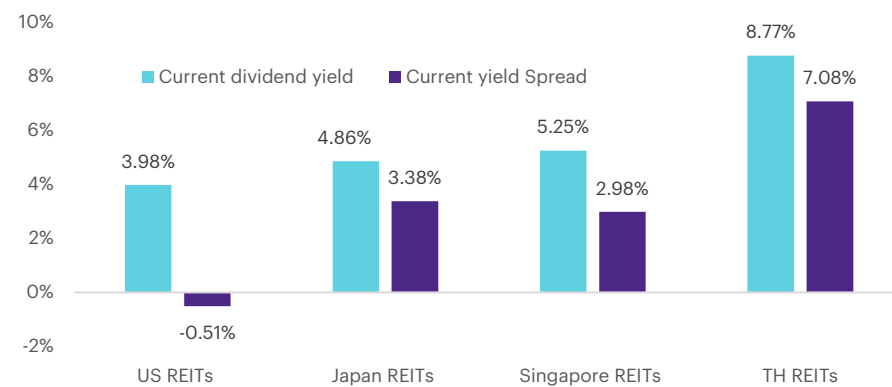
REITs

เราประเมินว่า REITs จะไม่ใช่สินทรัพย์ที่โดดเด่นในไตรมาส 3/2025 จากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอลง และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่อยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม REITs ยังคงมีบทบาทในพอร์ตในฐานะแหล่งกระแสเงินสด โดยเฉพาะกลุ่มที่ให้ Dividend Yield สูง โดยเราแนะนำให้เน้น Global REITs เป็นสัดส่วนหลักภายในกลุ่มสินทรัพย์ REITs เนื่องจากมีคุณภาพของรายได้สูงและมีการกระจายการลงทุนในหลายภูมิภาคทั่วโลก ขณะเดียวกันอาจพิจารณาเก็บสะสม TH REITs ในจังหวะที่เหมาะสม หลังราคาปรับฐานลงมากและ Dividend Yield ที่น่าสนใจ

สัดส่วนทองคำในเงินทุนสำรองของธนาคารกลางทั่วโลกกำลังเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนถึงอุปสงค์ทองคำที่แข็งแกร่งในระยะกลางถึงยาว



TH REITs ให้ Dividend ในระดับที่โดดเด่น และมี Yield spread กว้างที่สุดเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่นๆ



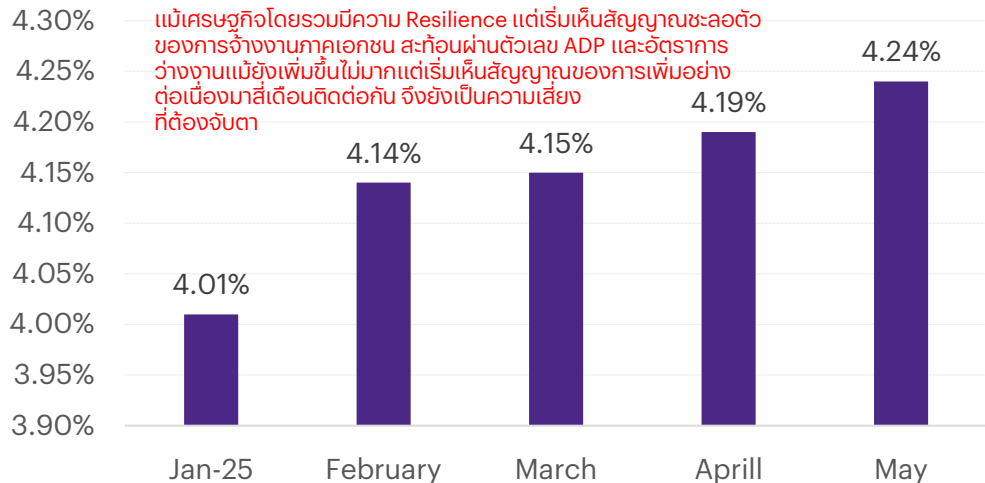
ประเด็นสำคัญในการลงทุนไตรมาส 3/2025





ตลาดหุ้นสหรัฐฯ: จับจังหวะลงทุนเมื่อราคาย่อ เน้นกลุ่มหุ้นคุณภาพ

U.S. Unemployment Rate



Sector	Current FWD P/E (x)	Absolute P/E %ile rank vs. history		P/E vs. S&P 500 %ile rank vs. history	
		10-yr	30-yr	10-yr	30-yr
Info Tech	28.2	82	76	77	53
Cons Dis	26.1	74	91	40	77
Industrials	24.1	87	96	94	96
Cons Stap	22.2	95	89	39	22
S&P 500	21.9	74	85		
Materials	20.8	79	87	39	29
Comm Serv	19.4	39	48	10	3
Utilities	17.6	67	89	61	65
Real Estate	17.2	23	47	10	19
Financials	17.1	73	85	28	28
Health Care	16.3	31	31	7	3
Energy	14.8	39	58	40	21

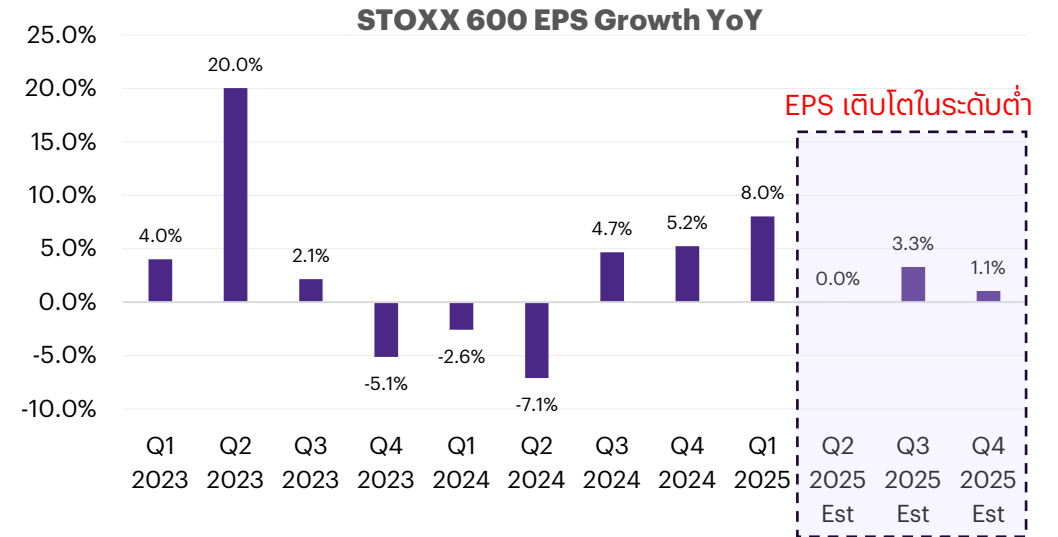
แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยรวมยังคงแสดงความ Resilience แต่ตลาดแรงงานเริ่มส่งสัญญาณเปราะบาง ขณะที่ความไม่แน่นอนจากนโยบายภาษีนำเข้ายังคงกดดันต้นทุนการผลิตและความคาดหวังเงินเฟ้อในระยะถัดไป ในขณะที่เดียวกัน การหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ในระดับสูง และการขาดดุลงบประมาณเรื้อรัง ส่งผลให้ bond yield ระยะยาวยังคงอยู่ในระดับสูงและมีแนวโน้มปรับขึ้นต่อ กดดันต้นทุนทางการเงินของภาคเอกชน

อย่างไรก็ดี ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในไตรมาส 1/2025 ยังคงเติบโตแข็งแกร่งและสูงกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ แม้ดัชนี S&P 500 ปัจจุบันมี Forward P/E ราว 21.9 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่ตึงตัว (+1SD) และสะท้อนการคาดหวังเชิงบวกไว้มากแล้ว จึงส่งผลให้ upside ของตลาดในระยะสั้นเริ่มจำกัด และมีความเสี่ยงจากความผันผวนที่เพิ่มขึ้น เราจึงแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในหุ้นคุณภาพสูง (High Quality) ที่มีงบดุลแข็งแกร่ง กระแสเงินสดสม่ำเสมอ และมีศักยภาพในการรักษาระดับรายได้และกำไรภายใต้ภาวะที่ต้นทุนที่สูงขึ้น และเน้นหุ้นกลุ่ม Defensive เช่น Healthcare และ Utilities อย่างกลุ่มโรงไฟฟ้าหรือพลังงานที่เติบโตไปพร้อมกับแนวโน้มการใช้ AI ซึ่งมี Valuation ที่น่าสนใจ และมีแนวโน้มได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากขึ้นในช่วงที่ตลาดเข้าสู่โหมดระมัดระวังจากระดับ Valuation โดยรวมที่ตึงตัว



ตลาดหุ้นยุโรป: Debt Brake ผลักดัน เน้นกลุ่มหุ้นเติบโตจากในภูมิภาค

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Euro area	Current Prices EUR Billion	Percentage changes, volume (2021 prices)				
GDP at market prices	12,499.4	3.5	0.5	0.8	1.0	1.2
Private consumption	6,394.1	5.0	0.6	1.0	1.2	1.2
Government consumption	2,763.7	1.1	1.4	2.5	1.3	1.1
Gross fixed capital formation	2,707.9	2.0	1.8	-1.8	1.9	2.5
Final domestic demand	11,865.7	3.4	1.0	0.7	1.4	1.5
Stockbuilding	132.3	0.5	-0.8	-0.3	0.1	0.0
Total domestic demand	11,998.0	3.9	0.2	0.4	1.5	1.5
Net exports	501.4	-0.2	0.3	0.5	-0.4	-0.1



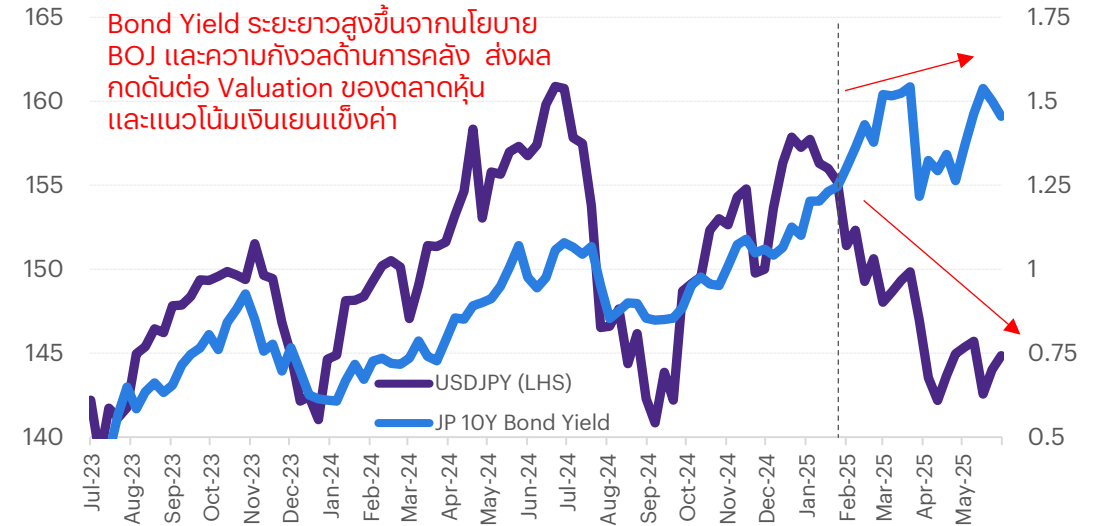
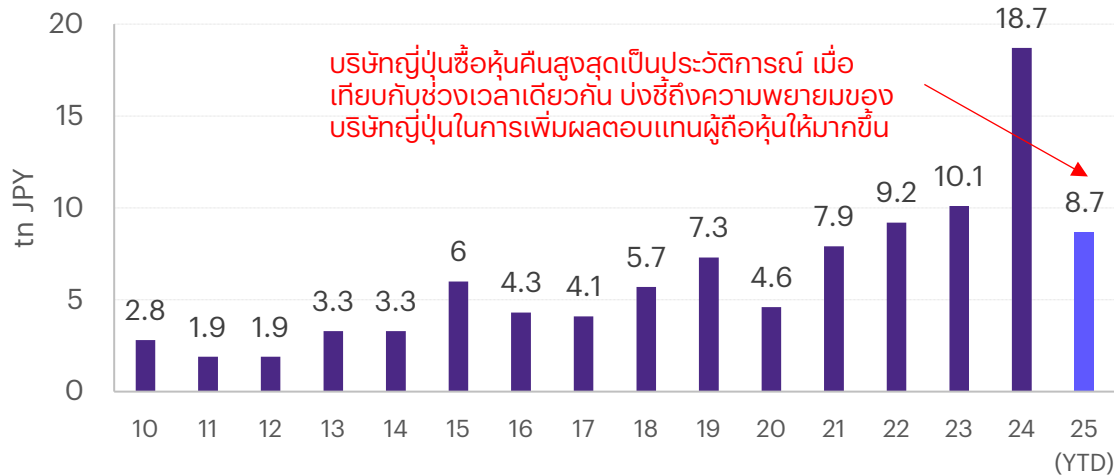
เศรษฐกิจยุโรปมีแนวโน้มฟื้นตัวของการบริโภคภายในภูมิภาคตามเงินเฟ้อที่ลดลงอยู่ในระดับที่ควบคุมได้ และมีความคาดหวังมาจากการปฏิรูปกลไก Debt Brake ที่ส่งผลเกิดการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการคลังให้มีการใช้ในการกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้น ทั้งนี้ เยอรมนีซึ่งเป็นประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่สุดในยุโรป จะมีการเสนอร่างงบประมาณปี 2026 ในช่วง ม.ย. 2025 ซึ่งหากได้รับอนุมัติจากรัฐสภาภายในกลาง ก.ย. 2025 จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจเยอรมนีมากขึ้น และหนุนให้ประเทศอื่นยุโรปมีโอกาสดำเนินนโยบายตาม

อย่างไรก็ดี กระแสเงินทุน (Fund flow) ได้ไหลเข้าตลาดหุ้นยุโรปจากความคาดหวังการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้ Valuation ของ STOXX600 ตึงตัวมากขึ้น แต่ระดับ PE ยังคงใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย ในขณะที่ EPS Growth ในปี 2025 ยังถือว่าอยู่ในระดับต่ำ เราแนะนำกลยุทธ์ซื้อเมื่อย่อตัว และเน้นลงทุนในอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของการบริโภคภายในประเทศ รวมถึงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวและการลงทุนภายในภูมิภาค เช่น Consumer, Bank, Utility จะน่าสนใจกว่ากลุ่มที่มีรายได้จากต่างประเทศโดยเฉพาะ Auto, Chemical ที่มีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าสหรัฐฯ



ตลาดหุ้นญี่ปุ่น: Bond Yield กดดัน; แะ Selective Domestic & Value

Amount of TOPIX's Share Buyback Announcements



ตลาดหุ้นญี่ปุ่นในไตรมาส 3/2025 มีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบจำกัด โดยนักลงทุนยังรอความชัดเจนของปัจจัยนโยบายและแนวโน้มดอกเบี้ย โดยเฉพาะท่าทีของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติม ท่ามกลางอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (JGB) ที่ปรับตัวขึ้นต่อเนื่องแตะระดับสูงสุดในรอบเกือบ 100 ปี ซึ่งส่งผลกระทบต่อ valuation ของตลาด และเพิ่มต้นทุนทางการเงินของภาคเอกชน นอกจากนี้ นักลงทุนยังจับตาความคืบหน้านโยบายการค้าระหว่างญี่ปุ่นกับสหรัฐฯ ซึ่งมีผลกระทบต่อทิศทางค่าเงินเยนและกลุ่มหุ้นส่งออกโดยตรง

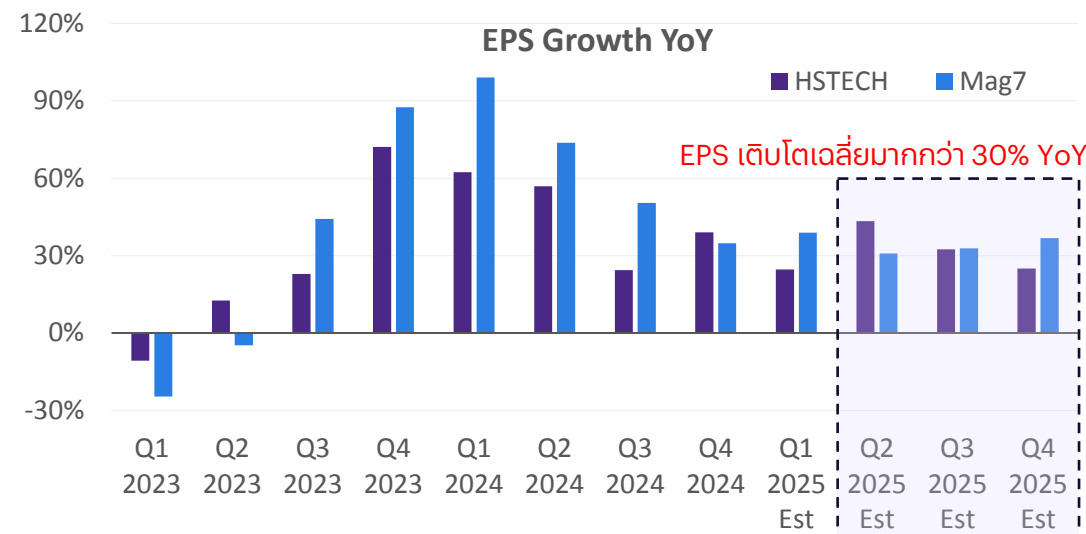
อย่างไรก็ดี ตลาดยังได้รับแรงสนับสนุนจากการฟื้นตัวของภาคธุรกิจ การเติบโตของค่าจ้าง และการบริโภคภายในประเทศ รวมถึงการเดินหน้าปฏิกิริยาป้องกันความเสี่ยง โดยเฉพาะการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน ซึ่งในเดือน พ.ค. 2025 มีมูลค่าสูงถึง 8.7 ล้านล้านเยน สูงกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนการเปลี่ยนผ่านเชิงวัฒนธรรมองค์กรของบริษัทญี่ปุ่นในการบริหารผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อีกทั้งการที่ Warren Buffett ยังคงทยอยสะสมหุ้นญี่ปุ่น 5 แห่ง (Marubeni, Itochu, Sumitomo, Mitsui และ Mitsubishi) ยังเป็นปัจจัยที่ช่วยเสริมความเชื่อมั่นของนักลงทุนในระยะยาว ดังนั้น เราแนะนำให้เน้นการลงทุนแบบ Selective โดยเน้นหุ้น Domestic ที่ได้านิสงส์จากการบริโภคภายในประเทศที่ขยายตัว เช่น ค้าปลีก ธนาคาร เป็นต้น และเน้นหุ้น Value มากกว่า Growth เนื่องจากมีความไวต่อ bond yield และอัตราแลกเปลี่ยนน้อยกว่า



ตลาดหุ้นจีน: เจรจาการค้าคืบหน้า; หุ้นเทคโนโลยีจีนแนวโน้มเติบโตดี

สรุป มาตรการ PBOC ในเดือน พ.ค. 2025

01 ลดดอกเบี้ยนโยบาย ลด 10bps OMO 7 วัน เหลือ 1.4% คาดว่าจะส่งผลให้ LPR	02 ลดดอกเบี้ย Relending/PSL ลด 25bps กระตุ้นการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร	03 ลดดอกเบี้ยกองทุนที่อยู่อาศัย Housing Provident Fund สนับสนุนตลาดอสังหาริมทรัพย์	04 ลด RRR อีก 50 bps คาดว่าจะช่วยเติมสภาพคล่อง 1 ล้านล้านหยวน	05 ปรับลด RRR ของธุรกิจ Leasing ปรับลด RRR เหลือ 0% จาก 5% ชั่วคราว (Exemption) สำหรับสินเชื่อรถยนต์ และเช่าซื้อ
06 สินเชื่อการค้าปลีก บริการและดูแลผู้สูงอายุ	07 ขยายโควตา Relending 3 แสนล้านหยวน	08 สนับสนุนด้านการเงิน ให้กับบริษัทเทคโนโลยี	09 ใช้เครื่องมือเพิ่มสภาพคล่อง ให้กับตลาดทุน	
ขยายสินเชื่อเพื่อการบริโภคและดูแลผู้สูงอายุ 5 แสนล้านหยวน	สำหรับภาคเกษตรและ SME	ปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำแก่บริษัทเทคโนโลยีเพื่อระดมทุนเสริมสภาพคล่องภาคเอกชนในเทคโนโลยี	เพิ่มวงเงิน swap facilities 3 แสนล้าน และ รีไฟแนนซ์สำหรับการซื้อคืนหุ้น 5 แสนล้าน	

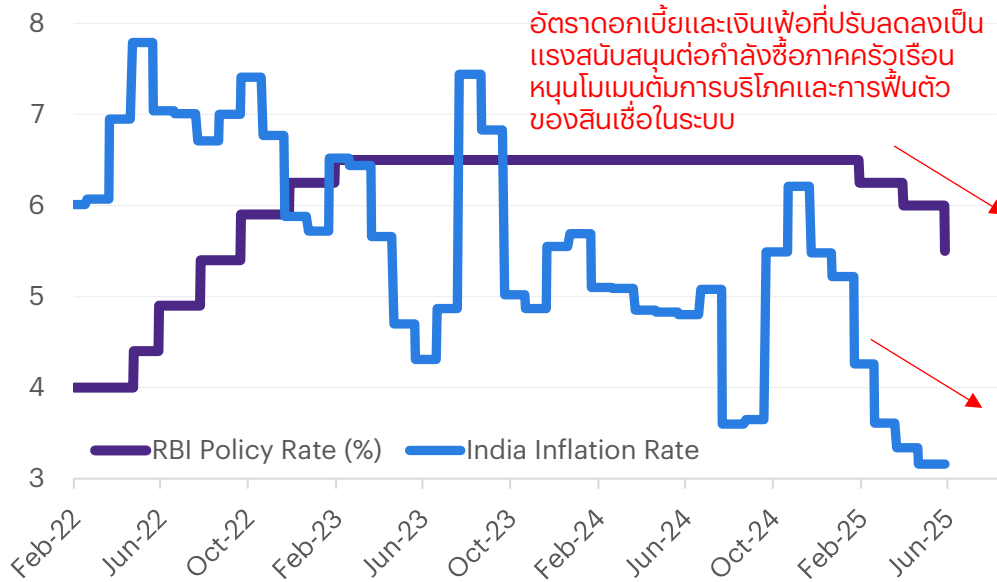


เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อตลาดหุ้นจีน จากการที่รัฐบาลมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ผ่านนโยบายการเงินและการคลัง เช่น การกระตุ้นการบริโภค การปรับลด RRR และอื่นๆ ซึ่งเป็นไปตามการประชุม Politburo ในรอบเดือน เม.ย. 2025 ที่มีการระบุถึงนโยบายการพึ่งพาตนเองและสนับสนุนกลุ่มอุตสาหกรรมเป้าหมาย เช่น เทคโนโลยี และ AI จึงเป็นปัจจัยหนุนทั้งหุ้น A-Share และ H-Share ให้มีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป แม้ความขัดแย้งทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงที่ต้องติดตาม ทั้งนี้ เรามองว่าการบรรลุนโยบายชั่วคราว ณ วันที่ 12 พ.ค. 2025 ที่ลดภาษีนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ ไปจีน และจีนไปสหรัฐฯ เหลือ 10% และ 30% ตามลำดับ เป็นเวลา 90 วัน ประกอบกับสัญญาณการพูดคุยของผู้นำทั้ง 2 ประเทศ ในวันที่ 5 มิ.ย. 2025 มีสัญญาณเชิงบวกที่มากขึ้น เป็นปัจจัยที่ช่วยหนุนบรรยากาศการลงทุนในตลาดหุ้นจีนต่อ

ด้าน AI ของจีนในปัจจุบันถือว่ามีความสามารถในการวิเคราะห์ใกล้เคียงกับของสหรัฐฯ โดยอ้างอิงข้อมูลของ Artificial Analysis ซึ่งเป็นสถาบันวัดผลด้าน AI แสดงถึงความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตของกลุ่มเทคโนโลยีจีนในระดับที่ทัดเทียมกับสหรัฐฯ และหากพิจารณาจากดัชนี HSTECH ซึ่งเป็นหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีจีน มีอัตราการเติบโตของ EPS ใน 3 ไตรมาสที่เหลือของปีนี้อยู่ในระดับ 30% YoY ใกล้เคียงกับกลุ่ม Mag7 ในขณะที่ Valuation ถูกกว่าอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้มีกระแสเงินทุนไหลจากจีนแผ่นดินใหญ่เข้าสู่ตลาดหุ้นฮ่องกงจำนวนราว 8 หมื่นล้านดอลลาร์ (ใกล้เคียงกับปี 2024 ทั้งปี) เป็นปัจจัยเร่งให้กลุ่มดังกล่าวมีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อไปได้ เราจึงยังคงแนะนำเข้าลงทุนในหุ้นเทคโนโลยีจีน



ตลาดหุ้นอินเดีย: แนวเข้าลงทุน เน้นกลุ่ม Domestic cyclical

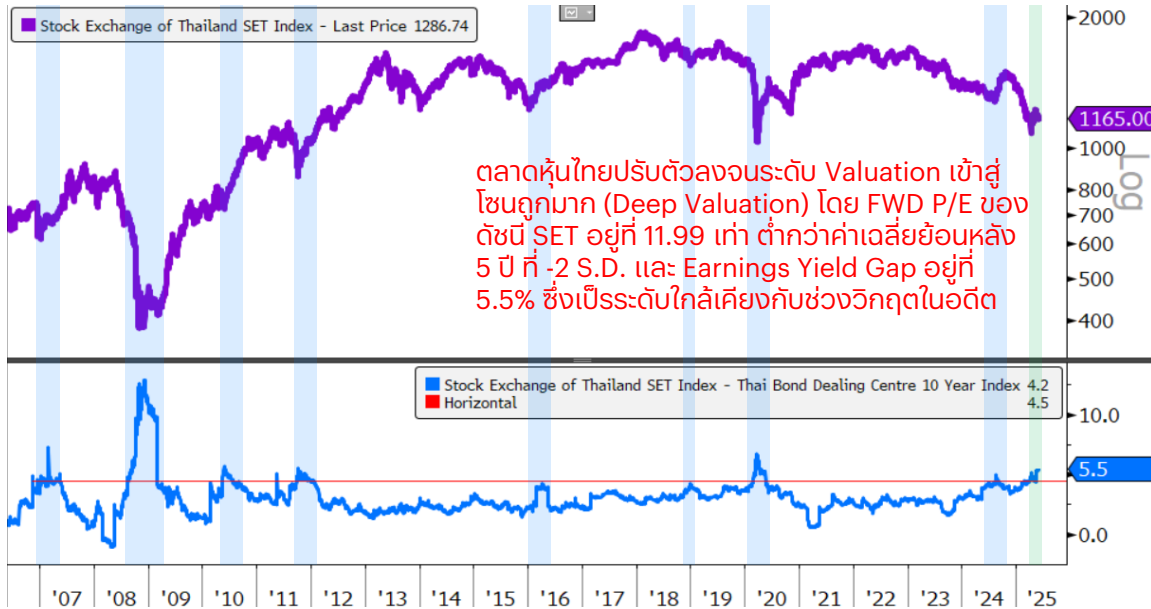


ตลาดหุ้นอินเดียยังคงมีความน่าสนใจในไตรมาส 3/2025 จากปัจจัยสนับสนุนด้านมหภาคที่แข็งแกร่ง แม้เศรษฐกิจโลกยังเผชิญความไม่แน่นอน แต่คาดการณ์เศรษฐกิจอินเดียยังเติบโตสูงถึง 6.5% ในปีนี้ โดยอินเดียมีความคืบหน้าในการเจรจาการค้ากับสหรัฐฯ ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงด้านนโยบายการค้าระหว่างประเทศได้ อีกทั้ง ธนาคารกลางอินเดีย (RBI) ได้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับ 5.5% ในวันที่ 6 มิ.ย. 2025 ซึ่งต่ำสุดในรอบเกือบ 3 ปี ขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ในกรอบเป้าหมาย ทั้งสองปัจจัยนี้ช่วยสนับสนุนกำลังซื้อในประเทศและลดต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจ

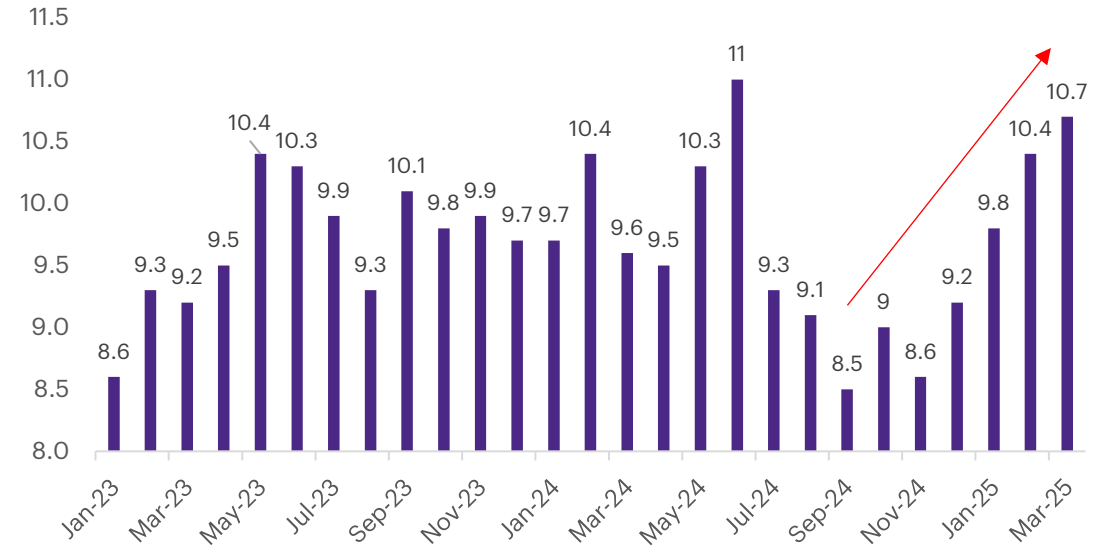
ในด้านประมาณการกำไร แม้ภาพรวมยังคงถูกปรับลดแต่เริ่มส่งสัญญาณชะลอลง โดยบางกลุ่ม เช่น การเงิน ตลาดมีการปรับ EPS ขึ้นเล็กน้อย สะท้อนความเชื่อมั่นว่าแรงกดดันต่อประมาณการกำไรกำลังคลี่คลาย และรอบการปรับลดอาจใกล้สิ้นสุด นอกจากนี้ หุ้นยังได้รับแรงหนุนจากกระแสเงินทุนในประเทศที่ไหลเข้าต่อเนื่อง ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของเงินทุนต่างชาติ อีกทั้ง หุ้นอินเดียยังมีความเชื่อมโยงกับตลาดโลกในระดับต่ำ ทั้งในด้าน beta และการพึ่งพาการค้าโลก ส่งผลให้ Valuation มีโอกาสได้รับ Premium ดังนั้น เราแนะนำการลงทุนหุ้นอินเดีย โดยเน้นกลุ่ม Domestic cyclical เช่น การบริโภค และการเงิน เป็นต้น ซึ่งได้แรงหนุนจากกำลังซื้อฟื้นตัว และต้นทุนทางการเงินลดลง



ตลาดหุ้นไทย: Downside จำกัด; มูลค่าอยู่ในระดับน่าสนใจ



ระดับเงินสดในพอร์ตของกองทุนหุ้นไทย (%)



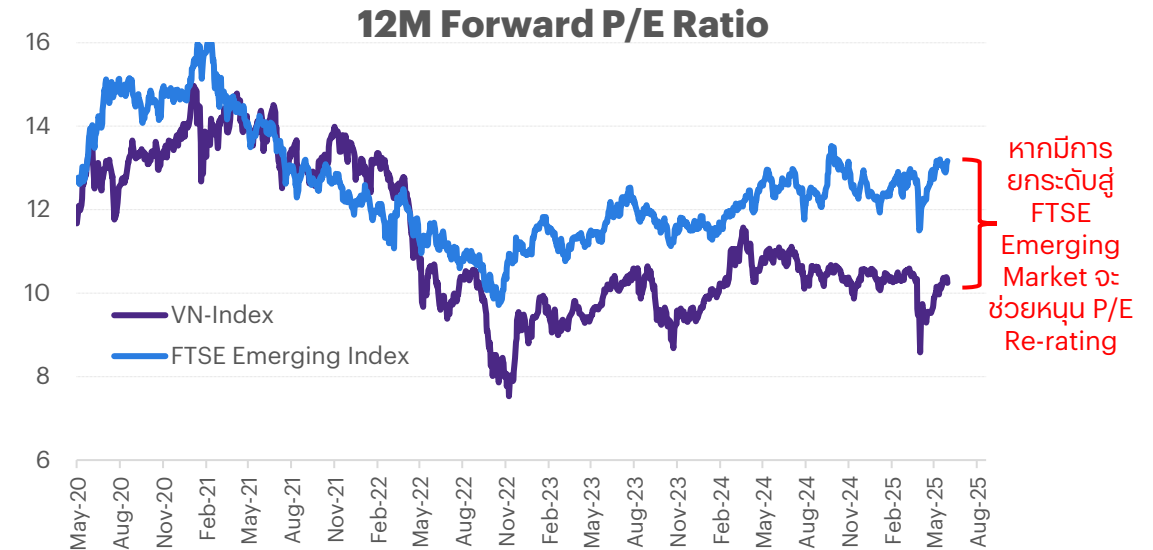
เราประเมินว่าตลาดหุ้นไทยในไตรมาส 3/2025 มี downside จำกัดจาก Valuation ที่อยู่ในระดับน่าสนใจ โดย SET Index ซื้อขายที่ FWD P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีถึง -2 S.D. ขณะเดียวกัน Earnings Yield Gap อยู่ที่ 5.5% ใกล้ระดับช่วงโควิด ซึ่งในอดีตมักเป็นช่วงจุดต่ำสุดของตลาด เหมาะแก่การทยอยสะสม แม้เศรษฐกิจยังเปราะบางจากการบริโภคที่ชะลอตัว หนี้ครัวเรือนสูง และการปล่อยสินเชื่อที่ยังไม่ฟื้นตัว แต่ภาครัฐกำลังพิจารณามาตรการจูงใจเงินทุนต่างชาติ เช่น โครงการ Jump+ ซึ่งคาดว่าจะเริ่มเห็นผลชัดเจนในครึ่งหลังของปี และสร้างความเชื่อมั่นต่อนักลงทุน

ในขณะที่ ธปท. ได้ปรับลดดอกเบี้ยลงมา 0.75% ตั้งแต่ ต.ค. 2024 ทำให้ policy rate อยู่ที่ระดับ 1.75% และ real policy rate เข้าใกล้ศูนย์ ส่งผลดีต่อการขยายตัวของสินเชื่อและการบริโภคในระยะข้างหน้า อีกทั้ง ธปท. ยังมีพื้นที่สำหรับผ่อนคลายเพิ่ม หากเศรษฐกิจยังไม่ฟื้นเต็มที่ อีกปัจจัยหนุนที่น่าจับตามองคือจากข้อมูลล่าสุดพบว่าระดับเงินสดในพอร์ตของกองทุนในประเทศสูงถึง 10.7% สะท้อนภาวะ “รอจังหวะลงทุน” ของผู้จัดการกองทุนในประเทศ ซึ่งอาจกลับเข้าตลาดได้ทันทีหากมีปัจจัยบวก เราจึงแนะนำทยอยสะสมหุ้นไทยแบบ Selective โดยเน้นหุ้นขนาดใหญ่ งบดุลแข็งแกร่ง จ่ายปันผลสูงสม่ำเสมอ และมีคุณลักษณะด้าน ESG ซึ่งช่วยลดความผันผวนของพอร์ตในภาวะเศรษฐกิจที่ยังไม่ฟื้นตัวชัดเจน



ตลาดหุ้นเวียดนาม : แนวทยอยลงทุน ลุ้นอัปเกรดสู่สถานะ EM

Core Criteria	สถานะเวียดนาม (กลางปี 2025)	✓ ผ่าน Core Criteria
DvP (Delivery versus Payment)	ยกเลิก pre-funding ตาม Circular 68 และใช้ระบบ KRX ที่รองรับ DvP แล้ว	✓
Removal of Pre-funding Requirement	ยกเลิกแล้วในเดือนกันยายน 2024 สำหรับนักลงทุนต่างชาติ	✓
FOL (Foreign Ownership Limit) Transparency	แก้กฎหมาย Decree 155 บังคับให้บริษัทจดทะเบียนเปิดเผย FOL อย่างชัดเจน	✓
Account Opening for Foreign Investors	ปรับปรุงขั้นตอนเปิดบัญชีให้รวดเร็วขึ้น โดยใช้ e-KYC และระบบดิจิทัล	✓



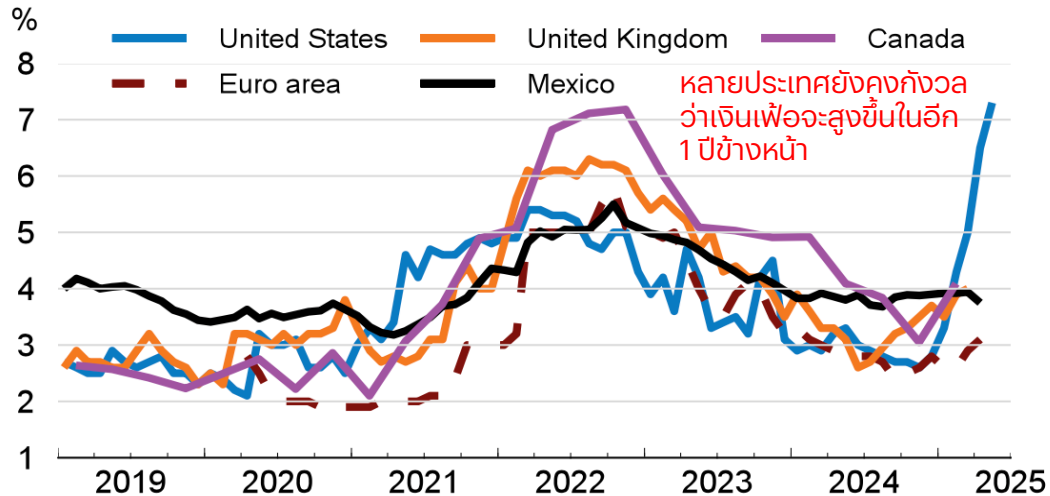
ตลาดหุ้นเวียดนามปรับตัวขึ้นแตะระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี จากความคาดหวังว่าเวียดนามอาจได้รับการอัปเกรดสถานะสู่กลุ่ม EM ในรอบการประเมินเดือน ก.ย. 25 โดยรอบนี้ถือว่ามีโอกาสสูงกว่าครั้งก่อนหน้าอย่างมีนัยสำคัญ จากพัฒนาการเชิงโครงสร้างที่ชัดเจน เช่น การยกเลิกข้อกำหนด pre-funding การเปิดใช้งานระบบซื้อขาย KRX และความพยายามต่อเนื่องในการอำนวยความสะดวกให้แก่นักลงทุนต่างชาติ ซึ่งล้วนเป็นเกณฑ์ที่ FTSE ให้ความสำคัญและเป็นสัญญาณบวกต่อตลาดหุ้นเวียดนาม

นอกจากนี้ ตลาดหุ้นเวียดนามยังมีพัฒนาการสำคัญจากภายใน โดยในเดือนพ.ค. 25 จำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ในประเทศทะลุ 10 ล้านบัญชีเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ สะท้อนกระแสความสนใจของประชาชนที่เข้าสู่ตลาดหุ้นอย่างต่อเนื่อง และมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันแตะเกือบ 20 ล้านล้านดอง (787 ล้าน USD) สะท้อนถึงการเติบโตของฐานนักลงทุนในประเทศที่แข็งแกร่ง เราจึงแนะนำทยอยสะสมการลงทุนในหุ้นเวียดนาม โดยหากเวียดนามได้รับการอัปเกรดสู่ FTSE EM คาดว่าจะมีเม็ดเงินไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นเวียดนามรวมประมาณ 3-8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งคิดเป็นประมาณ 3% ของมูลค่าตลาดรวมในปัจจุบัน อย่างไรก็ดี เวียดนามมีความเสี่ยงจากการผันผวนของค่าเงินดอง (USDVND) จากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้ากับสหรัฐฯ ซึ่งหากเวียดนามสามารถคลี่คลายประเด็นนี้ จะส่งผลให้ค่าเงินดองมีเสถียรภาพมากขึ้นได้



ตราสารหนี้โลก: ช่วยลดความผันผวนพอร์ต เลือกอายุไม่เกิน 5 ปี

B. Household one-year ahead inflation expectations

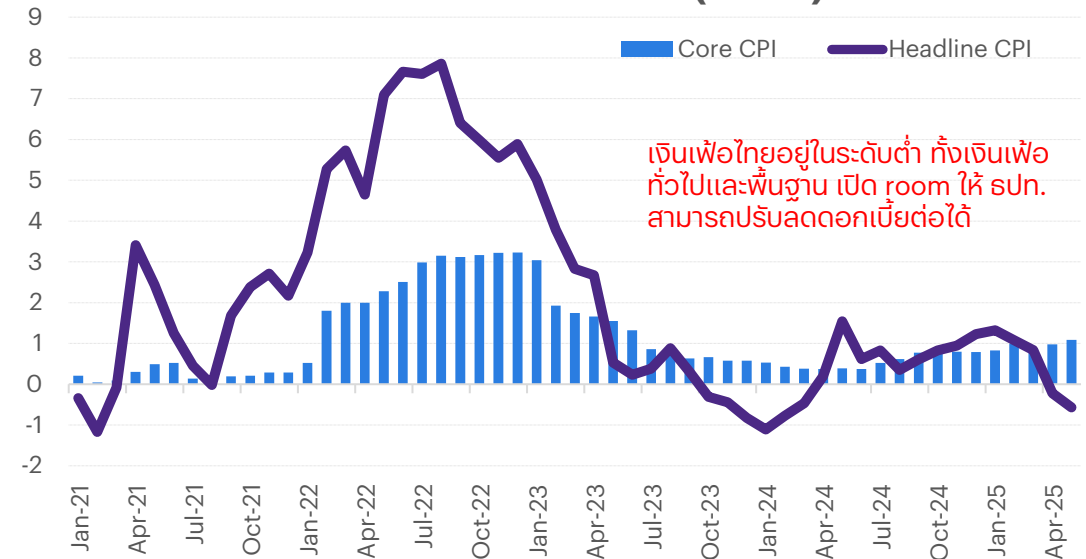


การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกยังคงเป็นปัจจัยหนุนสินทรัพย์ปลอดภัยเช่นตราสารหนี้ ในขณะที่เรามองว่าธนาคารกลางโดยส่วนใหญ่ยังคงอยู่ในวัฏจักรการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเป็นปัจจัยหนุนการลงทุนในตราสารหนี้ แต่ความไม่แน่นอนของนโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ อาจส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อให้เพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed ยังคงทำได้ค่อนข้างยากลำบาก ในขณะที่ ECB เริ่มส่งสัญญาณเข้าสู่ปลายวัฏจักรการปรับลดอัตราดอกเบี้ยในการประชุมเดือน มิ.ย. 2025 ส่งผลให้ Bond yield มีแนวโน้มปรับตัวลดลงได้จำกัดและมีความผันผวนสูง การลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุไม่ยาวจนเกินไป (ต่ำกว่า 5 ปี) จึงมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงที่ดีกว่าตราสารหนี้ระยะยาว



ตราสารหนี้ไทย: รพท. มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยต่อ เป็นประโยชน์ต่อตราสารหนี้

Thailand Inflation (%YoY)

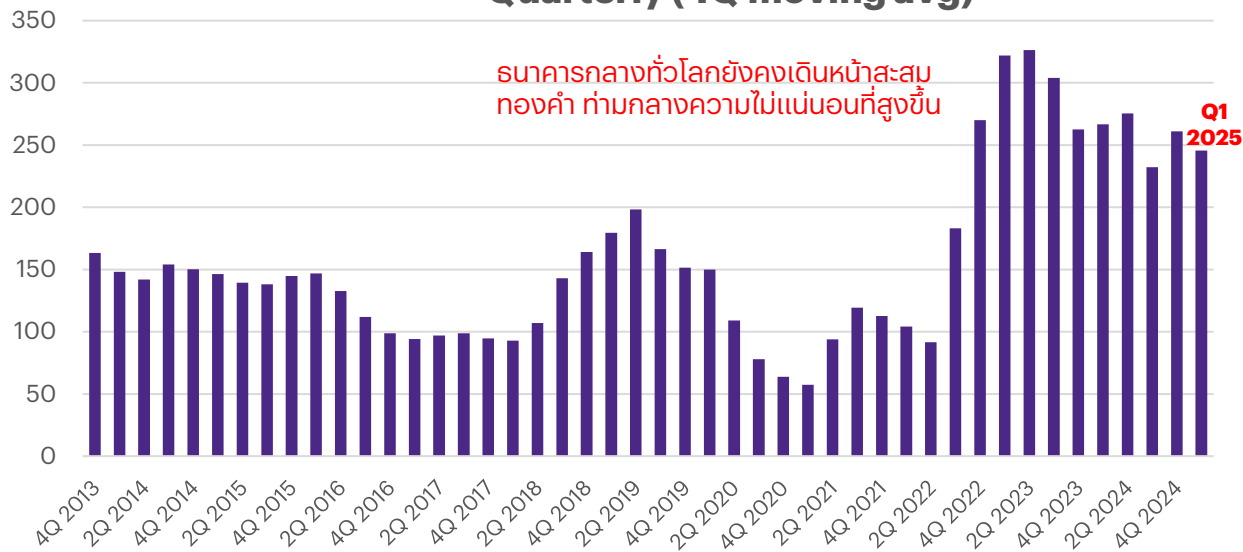


ตราสารหนี้ของไทยยังคงได้รับประโยชน์จากแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารแห่งประเทศไทย โดยอ้างอิงจากการประชุมของ กนง. ที่แสดงถึงความกังวลต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยที่ลดลง และมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ในขณะที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับตัวเลขเงินเฟ้อทั่วไป (Headline inflation) ในเดือน เม.ย. และ พ.ค. 2025 ที่ติดลบ แม้ว่าเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core inflation) ยังคงเป็นบวก แต่ยังคงถือว่าอยู่ในระดับต่ำ การลดอัตราดอกเบี้ยเป็นประโยชน์ต่อการลงทุนในตราสารหนี้ โดยเฉพาะตราสารหนี้ที่มีอายุยาวมีโอกาสได้รับผลบวกจากราคาที่เพิ่มขึ้น (Capital gain) ในขณะที่การลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุสั้นจะช่วยลดความผันผวนให้กับพอร์ตการลงทุนได้

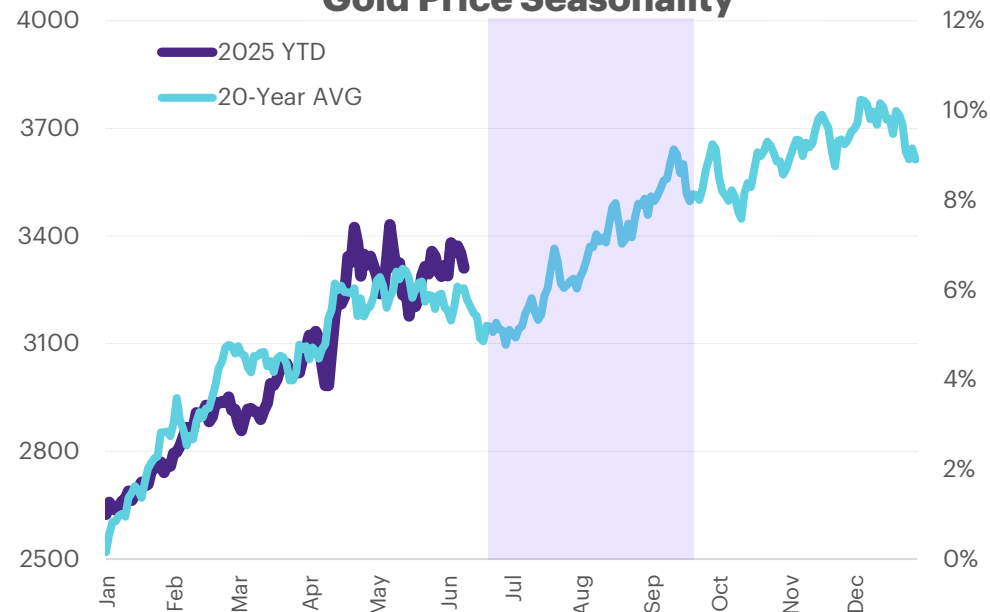


ทองคำ: ถือทองคำเพื่อป้องกันความเสี่ยง และรอจังหวะซื้อเพิ่ม

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



Gold Price Seasonality



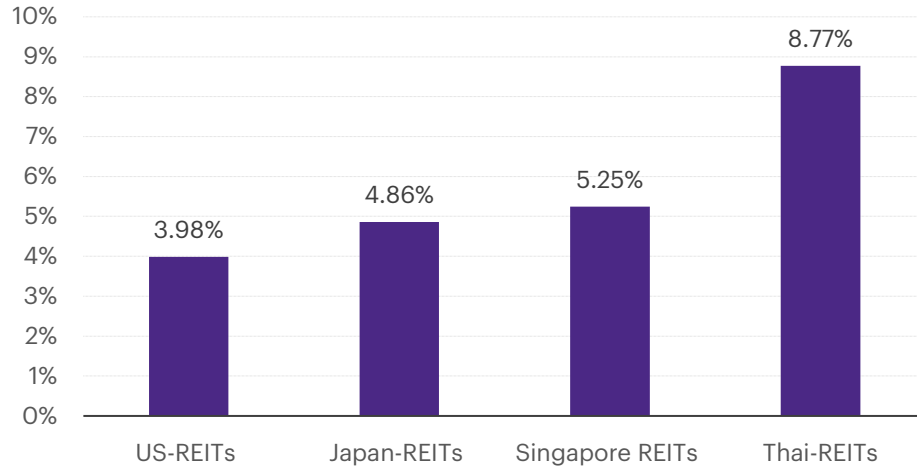
ราคาทองคำปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งตั้งแต่ต้นปี 2025 ท่ามกลางความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก สงครามการค้า และแรงซื้อจากธนาคารกลางทั่วโลกที่ยังเดินหน้าสะสมทองคำเข้าสู่ทุนสำรองต่อเนื่อง โดยเฉพาะกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ที่ต้องการกระจายความเสี่ยงจากเงินสกุลดอลลาร์ ในไตรมาส 3/2025 เราประเมินว่าความไม่แน่นอนจะยังอยู่ในระดับสูง ทั้งจากแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เริ่มชะลอลง และความกังวลเรื่องนโยบายคลัง หลังจากมีการขาดดุลงบประมาณเรื้อรังและการผ่านร่างกฎหมาย One Big Beautiful Bill อาจผลักดันให้แรงตัวขึ้นต่อไป แม้ราคาทองคำจะอยู่ในระดับสูงและสูงกว่าค่าเฉลี่ย 200 วันอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ upside ระยะสั้นอาจจำกัด แต่แรงซื้อระยะกลางถึงยาวยังคงแข็งแกร่ง โดยเฉพาะในกรณีที่เศรษฐกิจชะลอลงกว่าคาดจากผลกระทบของภาษีนำเข้า

ทั้งนี้ ในเชิง seasonality ราคาทองคำมักแกว่งตัวแคบในช่วงต้นไตรมาส 3 ก่อนกลับมาฟื้นตัวในช่วงกลางถึงปลายไตรมาส ซึ่งสอดคล้องกับระดับราคาปัจจุบันที่ปรับขึ้นมามากแล้ว ดังนั้น เราแนะนำให้นักลงทุนถือทองคำในพอร์ตเพื่อป้องกันความเสี่ยง และรอจังหวะซื้อเพิ่มเมื่อย่อตัว

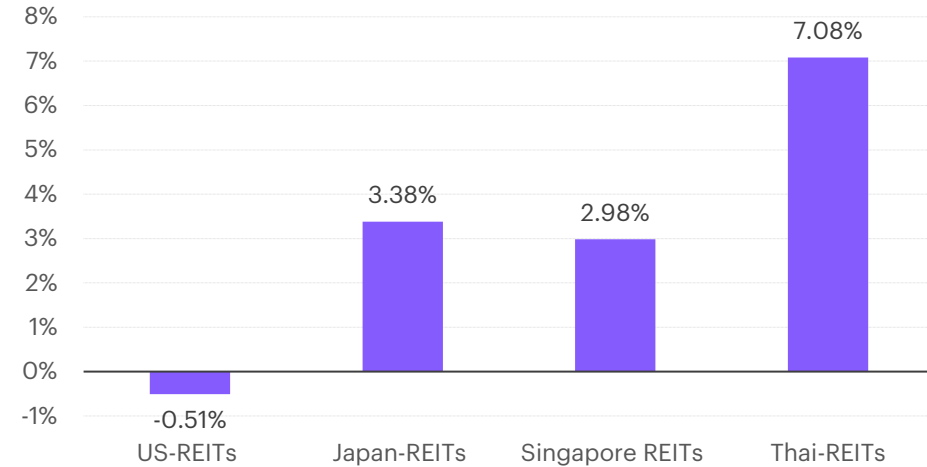


REITs: Global REITs ยังไม่ใช่จังหวะ แต่ TH REITs Yield น่าสนใจ

Current dividend yield



Current yield Spread



REITs ยังคงเป็นสินทรัพย์ที่ควรมีสัดส่วนในพอร์ตลงทุน เพื่อช่วยสร้างกระแสเงินสดผ่านเงินปันผลที่สม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวยังคงเป็นปัจจัยกดดันผลการดำเนินงานและการปรับขึ้นค่าเช่าในหลายประเทศ โดย Global REITs / U.S. REITs แม้จะมี Valuation ที่ค่อนข้างดีด้วย โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Dividend Yield Gap แคบลงมาก) แต่ยังคงมีจุดแข็งในแง่ของคุณภาพของสินทรัพย์ รายได้ที่มีเสถียรภาพ และกำไรที่เติบโตสม่ำเสมอ ขณะที่ราคายังเคลื่อนไหวแข็งแกร่ง

ขณะที่ TH REITs ยังถูกกดดันจากเศรษฐกิจในประเทศที่เปราะบาง และการบริโภคที่ชะลอตัว ส่งผลต่อความสามารถในการขึ้นค่าเช่า อย่างไรก็ตาม ราคาที่ปรับลงแรงในช่วงก่อนหน้านี้ได้สะท้อนปัจจัยลบไปมากแล้ว ทำให้ระดับ Dividend Yield เฉลี่ยแตะ 8-9% และ Yield Gap อยู่ในระดับสูงราว 7% ซึ่งถือว่าน่าสนใจ โดยเฉพาะหาก รมท. มีการปรับลดดอกเบี้ยอีกภายในปีนี้ จะส่งผลบวกต่อ Valuation ของ TH REITs โดยเราแนะนำเลือกลงทุนใน Global REITs เป็นแกนหลักของพอร์ตเพราะมีสินทรัพย์คุณภาพดี กระจายตัวในหลากหลายประเทศ รายได้มั่นคง และมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง ขณะที่หาจังหวะสะสม TH REITs เพื่อเก็งกำไรจากจังหวะฟื้นตัว หลังราคาปรับลงมาก ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง

ผลิตภัณฑ์การลงทุนแนะนำ



Quarterly Funds

DAOL-CHINATECH

Fund Highlights

- ลงทุนในกองทุนหลัก HSBC Hang Seng Tech UCITS ETF เพียงกองทุนเดียว
- กองทุนหลักมีนโยบายการลงทุนแบบ Passive โดยอ้างอิงดัชนี Hang Seng Tech TRI ที่ลงทุนในหุ้นเทคโนโลยีจีนขนาดใหญ่ 30 อันดับแรกจดทะเบียนในตลาดหุ้นฮ่องกง
- ลงทุนในอุตสาหกรรม อย่าง Autonomous, Cloud, Digital, E-Commerce และประกอบไปด้วยหุ้นชั้นนำของจีน อย่าง Xiaomi, Tencent, Alibaba, SMIC, Meituan และอื่น ๆ

Top 5 Holdings

Xiaomi	8.53%
Tencent	8.39%
Alibaba	7.94%
SMIC	7.86%
Meituan	6.98%

Source: HSBC as of 30 Apr 2025; DAOL as of 23 May 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื้อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอกซ์

Quarterly Funds

LHHEALTH-A

Fund Highlights

- ลงทุนในหุ้นกลุ่มการแพทย์ทั่วโลก 40-60 บริษัท โดยกระจายการลงทุนในหลากหลายกลุ่มอุตสาหกรรมย่อย
- มีปรัชญาการลงทุนในธุรกิจที่มีคุณภาพสูง พื้นฐานดี และเป็นบริษัทที่มีกำไรแล้ว
- ทีมผู้จัดการกองทุนและนักวิเคราะห์ที่มีประสบการณ์ในกลุ่มอุตสาหกรรมทางการแพทย์เฉลี่ยกว่า 17 ปี
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีย้อนหลังเฉลี่ยปีละ 6.0% ต่อปี เทียบกับดัชนีชี้วัดที่ 5.5% ต่อปี

Top 10 Holdings

Eli Lilly & Co.	10.30%
Johnson & Johnson	7.35%
Roche Holding AG	6.59%
UnitedHealth Group, Inc.	6.57%
Gilead Sciences, Inc.	5.00%
Cencora, Inc.	4.39%
Intuitive Surgical, Inc.	4.33%
Vertex Pharmaceuticals	4.26%
Novartis AG	3.59%
Novo Nordisk A/S	3.26%

Source: LHFUND and AllianceBernstein as of 30 Apr 2025; Morningstar as of 31 May 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอคซ์

Quarterly Funds

KFCSI300-A

Fund Highlights

- ลงทุนในหุ้นจีนแบบ Passive Management ผ่านกองทุนหลัก ChinaAMC CSI 300 Index ETF
- ดัชนี CSI 300 ประกอบไปด้วยหุ้นจีน A-Shares ที่มีขนาดใหญ่ และสภาพคล่องสูง 300 บริษัท และมีการกระจายการลงทุนอย่างครอบคลุมไปยัง 11 กลุ่มอุตสาหกรรมของเศรษฐกิจจีน ทั้งในกลุ่ม New และ Old Economy
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 1 ปีย้อนหลัง 10.5% เทียบกับดัชนีชี้วัดที่ 10.8%

Top 10 Holdings

Kweichow Moutai	4.15%
Contemporary Amperex Technology	2.92%
Ping An Insurance	2.54%
China Merchants Bank	2.43%
Midea Group	1.64%
China Yangtze Power	1.62%
Industrial Bank	1.51%
BYD	1.43%
Zijin Mining Group	1.32%
East Money Information	1.17%

Source: KSAM as of 30 Apr 2025; Morningstar as of 31 May 2025; ChinaAMC as of 6 Jun 2025 | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่บล.อินโนเวสต์ เอคซ์

Quarterly Funds

PRINCIPAL INDIAEQ-A

Fund Highlights

- ลงทุนในหุ้นอินเดียผ่านกองทุนหลัก Ashoka WhiteOak India Opportunities Fund ซึ่งเน้นลงทุนในหุ้นอินเดียที่มีคุณภาพสูงและมีมูลค่าเหมาะสมราว 75 – 150 บริษัท
- บริหารโดยผู้จัดการกองทุนที่มีประสบการณ์สูง และมีทีมงานนักวิเคราะห์มากถึง 32 ท่าน คอยให้การสนับสนุน
- กองทุนหลักเน้นลงทุนในบริษัทที่มีรายได้หรือกำไรจากภายในประเทศอินเดีย และมักหาโอกาสการลงทุนในหุ้นขนาดกลาง-เล็ก
- กองทุนหลักมีผลการดำเนินงานในช่วง 5 ปีย้อนหลังเฉลี่ยปีละ 22.2% ต่อปี

Top 5 Holdings

ICICI Bank	6.83%
Bharti Airtel	5.61%
HDFC Bank	5.02%
Tata Consultancy Service	3.58%
Bajaj Finserv	3.14%

Source: PRINCIPAL, Ashoka WhiteOak, and Morningstar as of 30 Apr 2025 (Performance data as of 31 May 2025) | หมายเหตุ: กองทุนรวมนี้มีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เชื้อไขผลตอบแทนและความเสี่ยงของกองทุนรวมก่อนตัดสินใจลงทุน ขอรับข้อมูลเพิ่มเติมหรือหนังสือชี้ชวนได้ที่ บล.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. สิริชัย ดวงรัตนฉายา | หัวหน้านักกลยุทธ์การลงทุน |
| 4. สุทธิชัย คุ่มวรชัย | หัวหน้าฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน |
| 5. ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์ | หัวหน้านักวิจัยเศรษฐกิจ |
| 6. พมชัย ภัทราวิชญ์ | นักกลยุทธ์ตลาดหุ้นและตลาดอนุพันธ์ |
| 7. เอกสิทธิ์ อุไรบุญ | ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ |

Disclaimer

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

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

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

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ 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 ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด 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, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTCG, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMP, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTec, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, 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, WIIK, XO, XPG, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

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

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

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

Declared (ประกาศเจตนาแน)

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, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTCT, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NVC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMC, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, 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, X BIO, 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.