

30 กันยายน 2568

4Q25: An Uphill Battle (from Here)



นุตชาติ เมฆมาสิน, CFA, FRM
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 31379
e-mail : nuttachart@trinitythai.com

เข้าสู่ช่วงไตรมาสที่ 4 เรามีความกังวลต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยเฉพาะตลาดแรงงานมากขึ้น ที่สำคัญ ดูเหมือนว่าตลาดยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงปัจจัยนี้เข้าไปในราคามากนัก ซึ่งส่วนหนึ่งอาจเป็นเพราะหุ้นที่เกี่ยวข้องกับกลุ่ม AI ที่ได้านิสงค์ทางอ้อมจากการจ้างงานที่ลดลง ยังเป็นตัวประคับประคองดัชนีได้อยู่ โดยมีปัจจัยหนุนจากภาพของอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มกลับเข้าสู่ขาลงอีกครั้ง หลังจากที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เพิ่งลดดอกเบี้ยไปเมื่อการประชุมเดือนกันยายนที่ผ่านมา พร้อมกับการปรับลดค่ากลาง Dot plots ปีนี้ลง 1 ขั้น (Figure 1)

อย่างไรก็ตาม ปัจจัยเสี่ยงหนึ่งที่ไม่สามารถมองข้ามได้ก็คือโอกาสที่เงินเฟ้อจะกลับมาปรับตัวเร่งขึ้นอีกครั้ง ซึ่งเป็นสิ่งที่นาย Jerome Powell ประธาน Fed กล่าวย้ำเตือนก่อนหน้านี้ ว่าอาจจะเริ่มเห็นในระยะถัดไปจากกระบวนการส่งผ่านของต้นทุนการผลิตไปยังราคาสินค้าที่ผู้บริโภคในสหรัฐฯ ต้องจ่ายมากขึ้น ซึ่งเมื่อมารวมกับการที่นักลงทุนยังคง Underprice ความเสี่ยงเงินเฟ้ออย่างมาก ณ เวลานี้ (Figure 2) ทำให้เราประเมินว่าหากเกิดขึ้นจริง จะทำให้โอกาสในการลดดอกเบี้ยของ Fed นี้ถูกลดทอนจนเกิดความผิดหวังขึ้นในตลาดได้

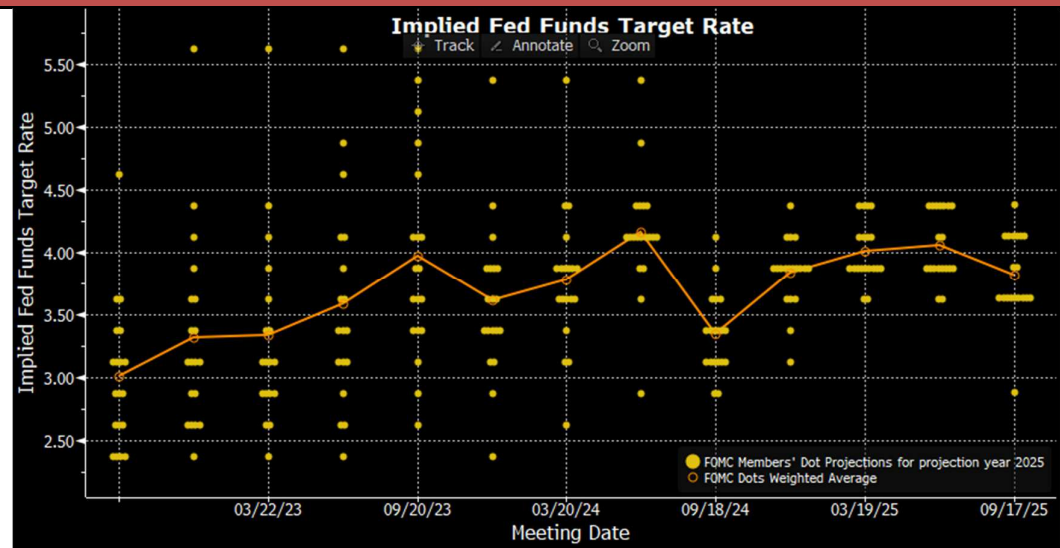
หรือต่อให้สุดท้ายแล้ว Fed จะมีการลดดอกเบี้ยตามที่หลายฝ่ายคาดไว้จริง สิ่งที่เราค้นพบในอดีตก็คือว่า การลดดอกเบี้ยของ Fed ในช่วงกลางวงจร (Mid-cycle) อาจจะได้ผลเพียงแค่ช่วงเวลานั้นๆ หากแต่ท้ายที่สุดแล้ว ผลกระทบเชิงบวกที่เกิดขึ้นจากการลดดอกเบี้ยก็ไม่สามารถต้านทานผลกระทบเชิงลบที่เกิดจากภาวะเศรษฐกิจและโมเมนตัมของ Earnings ที่อ่อนแอลงได้ ประเมินหากในช่วงถัดไป ผลประกอบการของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีในสหรัฐฯ เริ่มตามราคาหุ้นไม่ทันตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีโอกาสที่จะเข้าสู่โหมดของการพักฐานที่รุนแรงได้

ในไตรมาสนี้ ตรรกะที่เรายังคงชื่นชอบและแนะนำให้ถือครองเป็นหลักยังคงได้แก่ พันธบัตรและทองคำ ตามภาวะเศรษฐกิจโลกที่เปิด Downside risk มากขึ้น และเทรนด์ดอกเบี้ยโลกที่น่าจะยังเป็นขาลงอยู่ ส่วนในฝั่งของตลาดหุ้นนั้น ประเมินตลาดหุ้นไทยจะมีความเสี่ยงขาลงที่น้อยกว่าตลาดหุ้นโลก โดยเฉพาะตลาดหุ้นสหรัฐฯ ทั้งนี้ เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงหรือ Underweight หุ้นที่เชื่อมโยงกับภาวะเศรษฐกิจโลก เช่น กลุ่มวัฏจักรโลก สินค้าโภคภัณฑ์ และกลุ่มที่พึ่งพาการส่งออก เช่น อิเล็กทรอนิกส์ ในทางกลับกัน ประเมินกลุ่มหุ้นที่คาดว่าจะปรับตัวดีกว่าตลาดและแนะนำ Overweight จะได้แก่ กลุ่ม Bond-like เช่น กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (IFF) และทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) กลุ่มหุ้น Defensive เช่น โรงพยาบาลและกลุ่มสาธารณูปโภค รวมถึงกลุ่มวัฏจักรภายในประเทศ เช่น ค้าปลีก ไฟแนนซ์ อสังหาริมทรัพย์ และ โรงแรม เพื่อรองรับกับนโยบายกระตุ้นการบริโภคและการท่องเที่ยวในช่วงถัดไป

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีบีดี จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันว่าคุณถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีบีดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนหรือให้คำแนะนำ การซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 1. ค่ากลาง Dot plots ของ Fed ประจำปี 2025 ปรับลดลงในรอบล่าสุด



Source: Bloomberg

Figure 2. นักลงทุนยังคง Underprice ความเสี่ยงเงินเฟ้อในสหรัฐฯ สะท้อนผ่านระดับ Breakeven ที่ยังคงทรงตัวนึ่งทุกรุ่นอายุ



Source: Bloomberg

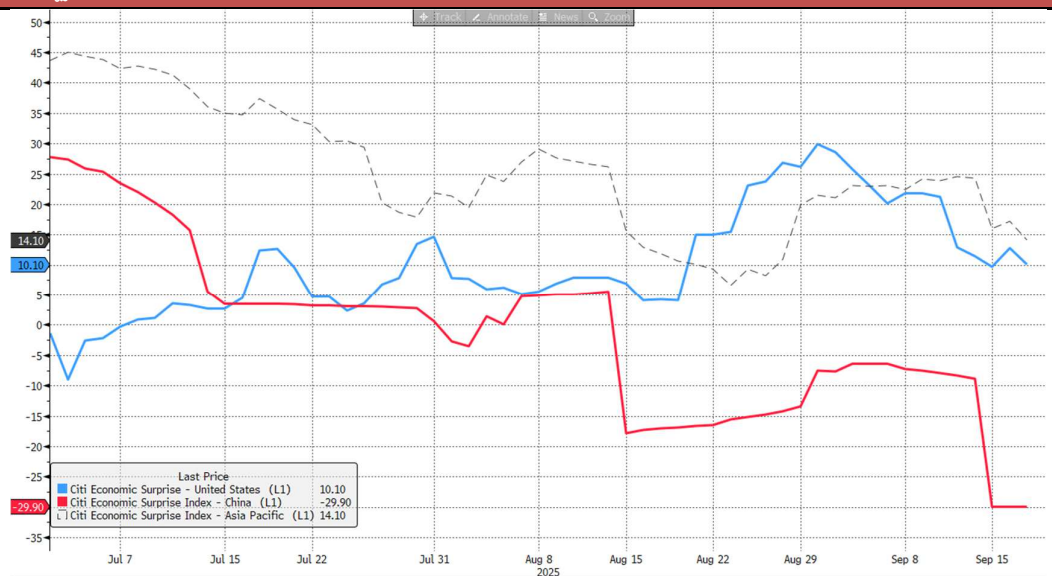
บริษัทหลักทรัพย์ กรีนดี จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ กรีนดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ระวักลุ่มโภคภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจโลก เช่น น้ำมัน

จากเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจของประเทศชั้นนำต่างๆ ที่เริ่มออกมาผิดหวังมากขึ้น (Figure 3) ประกอบกับการ Underprice ความเสี่ยงต่อภาวะเศรษฐกิจ สะท้อนผ่าน Recession probability ที่อยู่ในระดับต่ำ ทำให้เราประเมินว่า ณ ขณะนี้ ราคาสินค้าโภคภัณฑ์เช่นน้ำมันดิบที่ซื้อขายกันอยู่ในตลาดนั้น ก็น่าจะยัง Underprice ความเสี่ยงด้านอุปสงค์ที่อาจขาดหายไปในช่วงถัดไปด้วยเช่นกัน ในขณะที่ช่วงที่ผ่านมา ต้องบอกว่านักลงทุนได้ให้ความคาดหวังต่อบรรยากาศความเสี่ยง Supply ที่อาจหายไปจากปัจจัย Geopolitical risk พอสมควรแล้ว สะท้อนผ่านตัวแปรเช่น โอกาสในการหยุดยิงระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่อยู่ต่ำมากตอนนี้ (Figure 4) ในทางกลับกัน เราเริ่มเห็นการกลับมาเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันของกลุ่ม OPEC+ ตั้งแต่ช่วงปลายปีก่อน (Figure 5) และยังมี การทยอยประกาศเพิ่มกำลังการผลิตต่อเนื่องเข้าสู่ช่วงต้นไตรมาสที่ 4 นี้ ด้วยเหตุนี้ ในช่วง 3 เดือนสุดท้ายของปีนี้ เราจึงแนะนำนักลงทุนให้ใช้ความระมัดระวังต่อการลงทุนในสินทรัพย์โภคภัณฑ์ที่อิงกับเศรษฐกิจโลกเป็นสำคัญ

Figure 3. เศรษฐกิจจีน (เส้นสีแดง) และเอเชียแปซิฟิก (เส้นประ) กำลังสูญเสียโมเมนตัม ขณะที่ สหรัฐฯ (เส้นสีน้ำเงิน) มีโอกาสเผชิญกับความเสี่ยงขาลงเพิ่มเติม



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

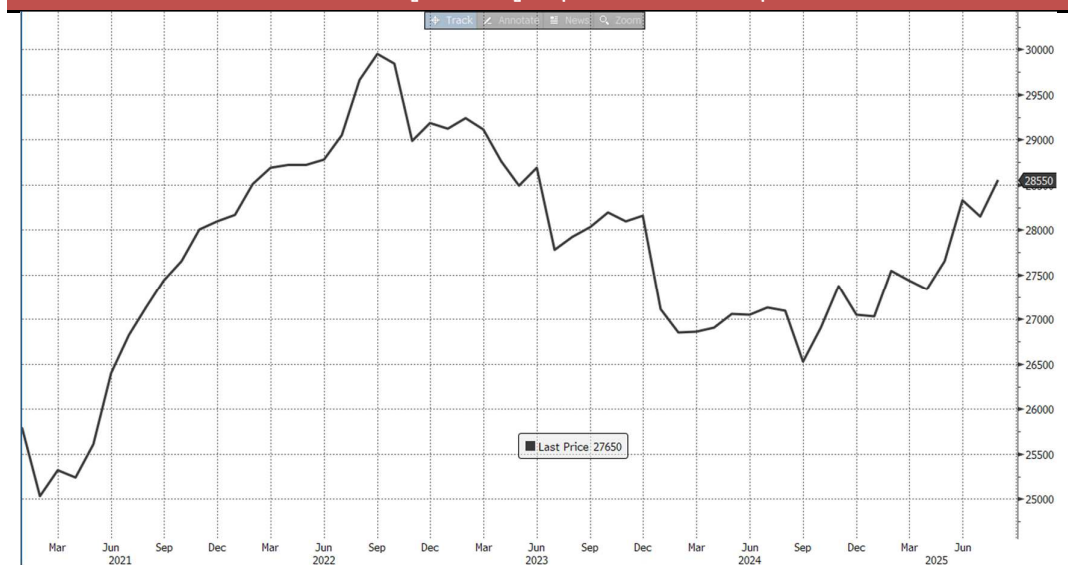
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 4. นักลงทุนไม่เชื่อว่าปัญหา Geopolitical risk จะจบลงเร็ววัน สะท้อนผ่านความน่าจะเป็นของการหยุดยิงระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่อยู่ในระดับต่ำ



Source: Bloomberg

Figure 5. การผลิตน้ำมันของโอเปกอยู่ในระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2023



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

การลดดอกเบี้ยของ Fed จะเป็นการเปิดประตูไปสู่การลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางอื่นๆ

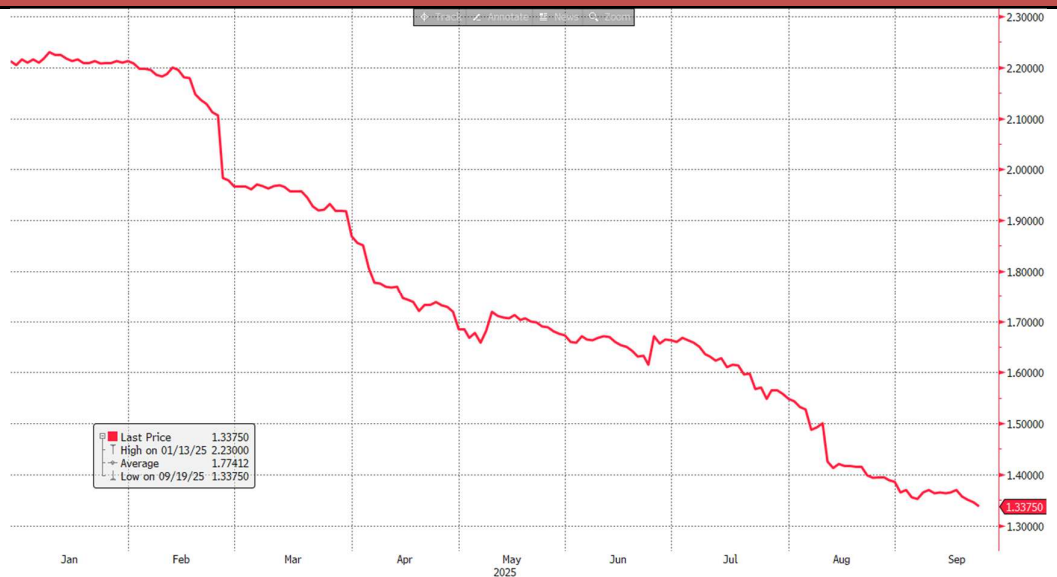
เรามักมองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed ในช่วงถัดไป จะเปิดทางให้ธนาคารกลางอื่นๆ ทั่วโลกสามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมได้ คาดการณ์ต่อเนื่องว่าจะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. อีก 0.25% ภายในช่วงที่เหลือของปีนี้ (ยังเหลือการประชุมอีก 2 ครั้ง) ซึ่งขณะนี้ตลาดได้สะท้อนความเป็นไปได้ไปเพียงแค่ 60% เท่านั้น (Figure 6) ดังนั้นหากในช่วงถัดไปความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อการคาดการณ์นี้เพิ่มสูงขึ้น เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยมีแนวโน้มปรับลดลงได้ต่อไป

ทั้งนี้ การลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางอื่นๆ ทั่วโลกที่มี Fed หากเป็นประเทศที่ไม่ได้มีความเสี่ยงทางของเศรษฐกิจเหมือนกับสหรัฐฯ เรา มองว่าการลดดอกเบี้ยนั้นจะเป็นประโยชน์ต่อภาพของตลาดทุนได้ ยกตัวอย่างเช่นประเทศไทยในช่วงถัดไป เศรษฐกิจน่าจะถูกระงับประคองได้จากมาตรการต่างๆ ที่รัฐบาลชุดใหม่ทยอยออกมา เช่น โครงการคนละครึ่ง โครงการ Easy E-receipt รวมถึงมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ เป็นต้น

เหล่านี้คือเหตุผลสำคัญที่ทำให้เรายังคงขึ้นชอบพันธบัตรไทย แม้ในช่วงที่ผ่านมาจะเริ่มเห็นการทยอยขายทำกำไรในตราสารนี้ออกมาบ้าง แต่จากการตรวจสอบของเราพบว่าทุกครั้งที่มีการประมูลพันธบัตรรุ่นใหม่ ดีมานด์ตอบรับยังคงอยู่ในเกณฑ์ดี (Figure 7) ประเมินว่าในช่วงถัดไป อัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield) ระยะสั้นมีโอกาสถูกกดดันอีกรอบจากความน่าจะเป็นของการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายภายในประเทศ ส่วนในฝั่งของพันธบัตรระยะยาวนั้น ประเมินว่าการปรับตัวขึ้นของ Yield ก็จะถูกจำกัดด้วยแนวโน้มการกู้เงินและ Supply พันธบัตรที่จะออกมาได้ไม่มาก ในสภาวะที่ไทยยังคงเผชิญกับข้อจำกัดทางด้านนโยบายการคลัง หลังจากที่เราได้ระดับหนี้สาธารณะต่อจีดีพีของเรานั้นเดินทางเข้าใกล้ระดับเพดานที่ 70% เข้าไปทุกขณะ (Figure 8)

มองในช่วงถัดไป หากนักลงทุนเดินหน้า Price in โอกาสในการปรับลดดอกเบี้ยของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 60% จะส่งผลบวกต่อเนื่องไปยังกลุ่มหุ้น Rate-sensitive อาทิเช่น ไฟแนนซ์และอสังหาริมทรัพย์ได้ไม่ยาก รวมไปถึงกลุ่มที่มีคุณลักษณะคล้ายพันธบัตรเช่น กอง REIT และ IFF ที่จะได้ประโยชน์จากภาพของ Dividend yield gap ที่ทรงตัวสูงเหนือค่าเฉลี่ยต่อไป (Figure 9) ในทางกลับกัน กลุ่มที่อาจต้องใช้เวลาระมัดระวังไปยังกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ซึ่งอาจเผชิญกับแรงกดดันของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (NIM) ที่อาจปรับลดลงอีกครั้งได้

Figure 6. อัตรา Swap ในตลาดบ่งชี้ว่า ณ ขณะนี้ นักลงทุนสะท้อนความเป็นไปได้ของการลดดอกเบี้ยลงอีก 0.25% ในช่วงที่เหลือของปีนี้ไปเพียงแค่ 60% เท่านั้น



Source: Bloomberg

Figure 7. อัตราส่วน Bid-to-Cover (BCR) ของพันธบัตรไทยได้ขึ้นทุกครั้ง เมื่อเวลาที่ Bond yield ในตลาดได้สูงขึ้น สะท้อนว่ามีผู้สนใจซื้อและรออยู่ในตลาดพอสมควร

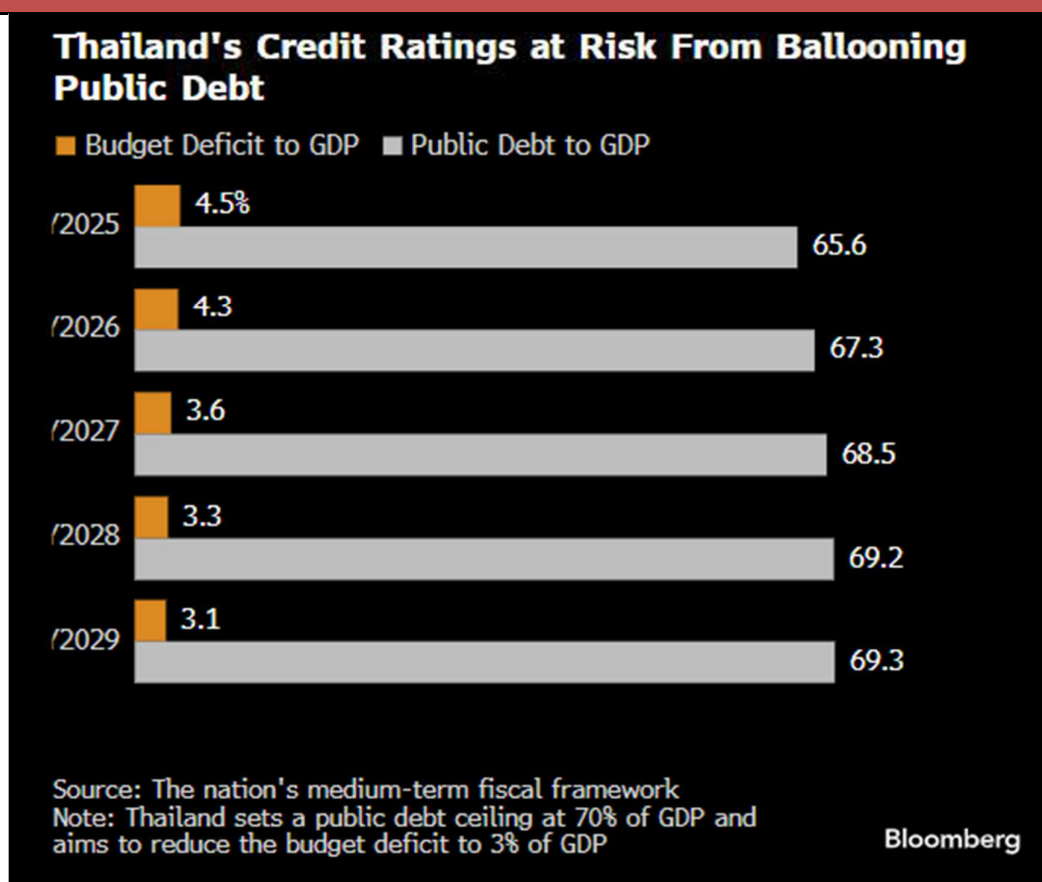
ThaiBMA Symbol	Issue Name	Term	Auction Amount (THBMin.)	Issue Date	Maturity Date	Auction Date	Grand Total Amount (THBMin.)	Auction Result Yield(%)			BCR
								High	Low	Avg.	
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	20,000.00	01-Nov-24	17-Jun-45	17-Sep-25	20,000.00	2.079000	2.051000	2.063600	3.220000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	7,128.00	01-Nov-24	17-Jun-45	20-Aug-25	7,128.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	20,000.00	01-Nov-24	17-Jun-45	06-Aug-25	20,000.00	2.020000	2.005000	2.012700	1.500000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	18,000.00	01-Nov-24	17-Jun-45	18-Jun-25	18,000.00	2.318000	2.300000	2.310900	2.810000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	15,000.00	01-Nov-24	17-Jun-45	19-May-25	15,000.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	20,000.00	01-Nov-24	17-Jun-45	23-Apr-25	20,000.00	2.449000	2.425000	2.438800	1.550000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	18,000.00	01-Nov-24	17-Jun-45	12-Mar-25	18,000.00	2.609000	2.595000	2.604200	1.850000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	2,200.00	01-Nov-24	17-Jun-45	19-Feb-25	2,200.00	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
LB456A	Government Bond FY. B.E. 2568 No. 4	20.64Y	18,000.00	01-Nov-24	17-Jun-45	15-Jan-25	18,000.00	2.825000	2.795000	2.814100	1.460000

Source: ThaiBMA

บริษัทหลักทรัพย์ กรีนดี จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

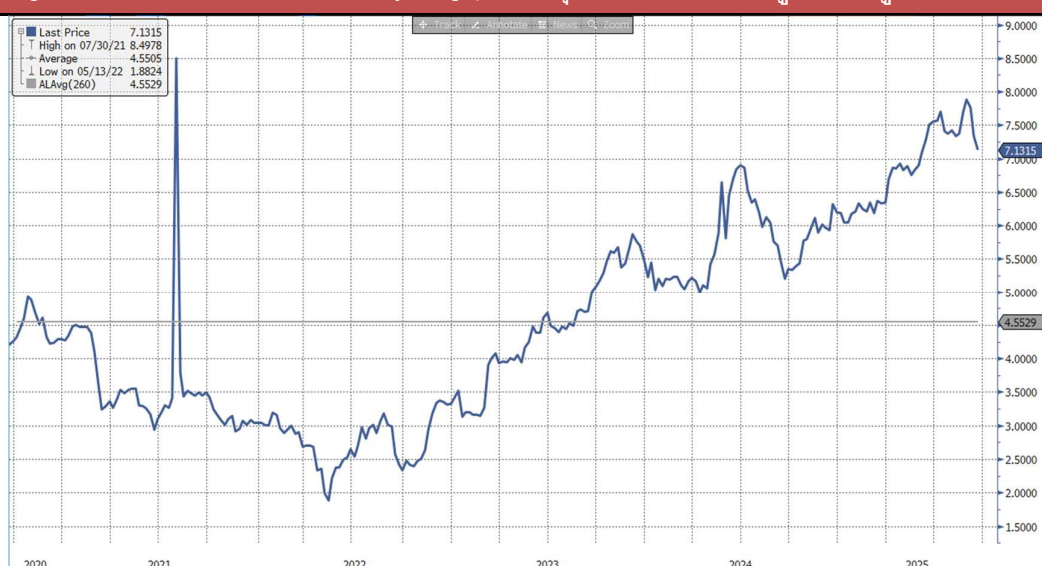
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ กรีนดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 8. คาดการณ์หนี้สาธารณะต่อจีดีพีของไทยขยับเข้าใกล้เพดานวินัยการคลังที่ 70% เข้าไปทุก
ขณะ



Source: Bloomberg

Figure 9. ประเมินมาตรวัด Dividend yield gap ของกลุ่ม REIT ไทย จะยังอยู่ในระดับสูงต่อไป



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใด ๆ ที่ปรากฏในรายงาน

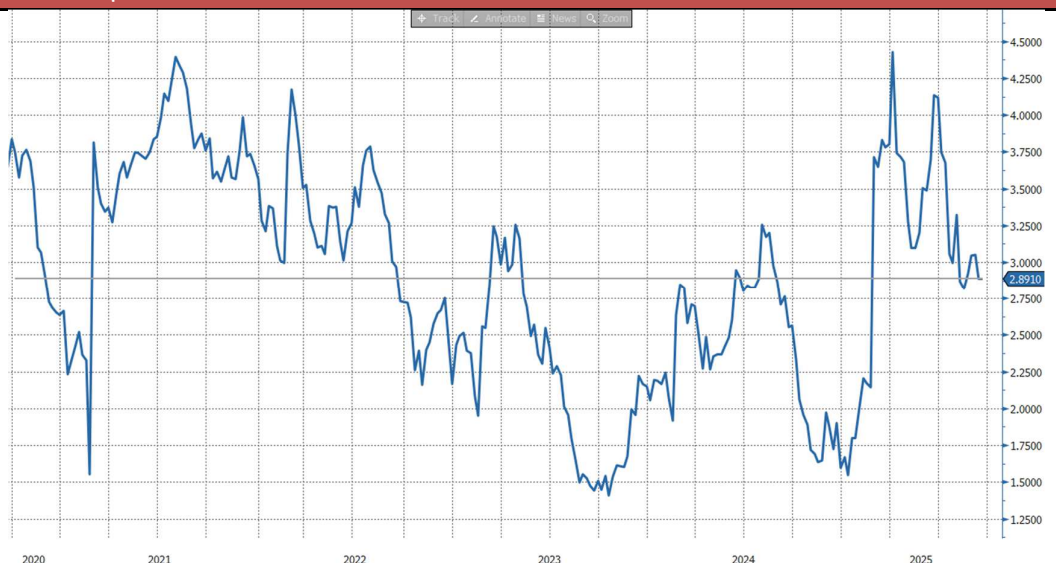
ประเมินกลุ่มนักลงทุนสถาบันในประเทศจะเป็นผู้สนับสนุนตลาดหุ้นไทยต่อไป

หากนับตั้งแต่ต้นปี 2025 ที่ผ่านมา จะพบว่านักลงทุนต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทยไปแล้วกว่า 9.2 หมื่นล้านบาท ในขณะที่นักลงทุนสถาบันภายในประเทศขายสุทธิออกไปเพียง 5 พันล้านบาท เท่านั้น ประเมินว่าในช่วงไตรมาสที่ 4 นี้ แรงซื้อของนักลงทุนต่างชาติคงจะยังไม่ได้กลับมาเท่าใดนัก เนื่องจากความน่าสนใจของหุ้นไทยผ่านมาตรวัด Earning yield gap ที่เทียบกับพันธบัตรสหรัฐฯ ได้ปรับตัวลงมาเข้าสู่ค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังเป็นที่เรียบร้อยแล้ว (Figure 10)

ขณะเดียวกัน คาดว่าจะเป็นทางฝั่งนักลงทุนสถาบันภายในประเทศ ที่จะยังเป็นผู้คอยช่วยประคับประคองตลาดหุ้นไทยในช่วงที่เหลือของปีนี้ เนื่องจากความน่าสนใจของหุ้นไทยเมื่อเทียบกับพันธบัตรไทย ณ ปัจจุบันยังคงอยู่ในระดับสูง เมื่อดูจากมาตรวัด Earning yield gap ที่ลบกับ Bond yield ของไทยล่าสุด ที่ยังคงอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังพอสมควร (Figure 11)

ประเมินว่าในช่วงโค้งสุดท้ายของปีที่จะมีเม็ดเงินไหลเข้าลงทุนกองทุนลดหย่อนภาษีต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น ThaiESG หรือ RMF นั้น มีความเป็นไปได้สูงว่าปีนี้ เม็ดเงินจะมีการเลือกเดินทางเข้าสู่กองทุนในประเทศมากขึ้น จากความน่าสนใจของตลาดหุ้นไทยโดยเปรียบเทียบ ไม่เหมือนกับช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมาที่เม็ดเงินส่วนใหญ่เลือกโยกย้ายเข้าสู่ฝั่งตราสารหนี้ในประเทศมากกว่า หากเป็นไปตามที่คาดจริง ประเมินจะเป็นปัจจัยกระตุ้น SET Index ในแง่ของสภาพคล่องที่รออยู่ในช่วงปลายปีนี้ได้

Figure 10. Earning yield gap ของ SET Index เมื่อเทียบกับ Bond yield 10 ปีของสหรัฐฯ กลับเข้าสู่ระดับสมดุลเป็นที่เรียบร้อยแล้ว



Source: Bloomberg

Figure 11. Earning yield gap ของ SET Index เมื่อเทียบกับ Bond yield 10 ปีของไทย ยังคงอยู่ในระดับสูงน่าสนใจ



Source: Bloomberg

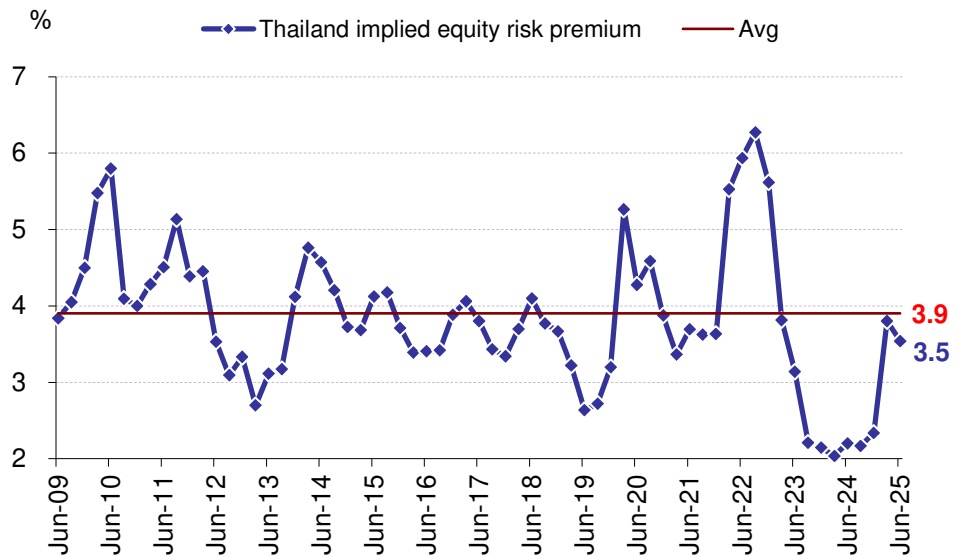
SET ... ไม่แพง แต่ไม่ถูกแล้ว

เรามองว่าจุดเริ่มต้นของดัชนี SET ในช่วงไตรมาส 4 นั้น ไม่ได้มีแต้มต่อทางด้าน Valuation เหมือนกับช่วงต้นไตรมาส 3 ตามที่รายงานของเราเคยประเมินไว้เมื่อช่วงปลายไตรมาส 2 ที่ผ่านมา (https://www.trinitythai.com/Upload/Research/Invest_1751261468_78397.pdf) โดยหากดูจากมาตรวัด Valuation ที่สำคัญ 2 มาตรวัด ทั้ง Implied Equity Risk Premium (Implied ERP) และ PE Band ล่าสุด (Figure 12&13) จะพบว่าบนมาตรวัดทั้งสอง ความน่าสนใจของตลาดหุ้นไทยได้เคลื่อนย้ายเข้าสู่จุดสมดุลมากขึ้นแล้วนั่นเอง

ประเมินระดับเป้าหมาย SET Index ในไตรมาสที่ 4 ที่ระดับ 1300-1320 จุด ซึ่งเป็นระดับที่คำนวณได้จากกรณีฐานวิธี PE Model ของเรา (Figure 14)อิงสมมติฐานดอกเบี้ยนโยบายของไทยสิ้นปีนี้ที่ระดับ 1.25% ซึ่งนั่นหมายถึงการลดดอกเบี้ยอีก 0.25% ที่รออยู่ และอิงกับคาดการณ์ EPS ของ SET Index ปี 2025 ที่ระดับ 90 บาท ในทางกลับกันประเมินแนวรับสำคัญของดัชนี SET ในช่วงที่เหลือของปีนี้ที่ระดับ 1200 จุด ซึ่งเป็นระดับที่คำนวณได้จากกรณีอนุรักษ์นิยม บนสมมติฐานตัวแปรต่างๆเดียวกัน ด้วยเหตุนี้ หากนำทั้งระดับดัชนีเป้าหมายและแนวรับข้างต้นมาเทียบเคียงกับดัชนี SET ปัจจุบันที่ 1290 จุด จะพบว่า Risk/Reward ณ ขณะนี้ไม่ได้อยู่ในระดับที่น่าสนใจสำหรับการเข้าลงทุนใหม่หรือเพิ่มน้ำหนักแล้ว โดยเราแนะนำเพียงการถือครองหุ้นในสัดส่วนเดิมนั่น

สำหรับนักลงทุนที่สามารถลงทุนระยะกลางได้ เรามองว่าสามารถถือครองหุ้นไทยข้ามผ่านช่วงเวลาไตรมาสที่ 4 นี้ไปยังปีหน้าได้ เนื่องจากหากใช้วิธี PE Model เดียวกัน แต่อิงการคำนวณกับสมมติฐานปีหน้าซึ่งเราคาดการณ์ว่าดอกเบี้ยนโยบายของไทยจะอยู่ที่ระดับ 1.0% และคาดการณ์ EPS จะอยู่ที่ราว 96 บาท จะได้ว่าระดับ SET Index ที่เหมาะสมในกรณีฐานจะอยู่ที่ 1420 จุด และระดับดัชนีที่เหมาะสมในกรณีอนุรักษ์นิยมจะถูกยกขึ้นมาที่ระดับ 1320 จุด ดังนั้นจุด Take profit ที่น่าสนใจสำหรับรอบการปรับขึ้นถัดไป ซึ่งอาจเกิดขึ้นในปีหน้า จึงมองที่ระดับ 1420 จุดนี้

Figure 12. Implied equity risk premium ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในโซนค่าเฉลี่ยแล้ว



Source: Trinity Research

Figure 13. forward PE ของ SET เคลื่อนไหวเข้าใกล้ค่าเฉลี่ยแล้วเช่นกัน



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันถึงความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 14. กลุ่มอุตสาหกรรมที่น่าสนใจสำหรับตลาดหุ้นไทยประจำไตรมาส 4 ได้แก่ ค่าปลีก อสังหาฯ โรงพยาบาล ไฟแนนซ์ REIT&IFF และท่องเที่ยว

Case	Multiple at 1.25% RP (Current)	2025E EPS	Fair SET (Current)	Multiple at 1.00% RP (Potential)	2026E EPS	Fair SET (Potential)
Base	14.4x Fwd PE	90 baht	1300	14.8x Fwd PE	96 baht	1420
Conservative	13.4x Fwd PE	90 baht	1200	13.8x Fwd PE	96 baht	1320

Source: Trinity Research

ประเมินกลุ่มอุตสาหกรรมที่น่าสนใจ

เราใช้เกณฑ์การคัดเลือก Sector ที่น่าสนใจประจำไตรมาส 4 อยู่ 2 เกณฑ์หลัก ได้แก่ 1) ระดับ Valuation ที่อยู่ในโซนถูก และ 2) Sentiment เชิงบวกที่รออยู่ในช่วง 3 เดือนข้างหน้า (Figure 15) ในส่วนของปัจจัย Valuation นั้น เราใช้มาตรวัด PE band 3 ปีย้อนหลัง เทียบกับ Forward PE ณ ปัจจุบัน ซึ่งปรากฏว่าสิ่งที่เราค้นพบคือ Sector ในกลุ่ม Domestic play ส่วนใหญ่ ต่างมีจุดตั้งต้นทางด้าน Valuation ในช่วงต้นไตรมาส 4 ที่น่าสนใจแทบทั้งสิ้น ผิดกับทางด้านกลุ่มหุ้น Global cyclical และ Commodity ที่ส่วนใหญ่มิมี Valuation ปัจจุบันเลยค่าเฉลี่ยขึ้นมาหมดแล้ว

สำหรับปัจจัยทางด้าน Sentiment นั้น อิงจากภาพที่เราประเมินในบทวิเคราะห์นี้ จะพบว่าเราค่อนข้างเป็นห่วงต่อภาพเศรษฐกิจโลกในระยะถัดไป ผิดกับภาพเศรษฐกิจไทยที่ยังพอมีความคาดหวังทั้งตัวช่วยจากฝั่งนโยบายการคลัง เช่น โครงการคนละครึ่ง Easy E-receipt เราเที่ยวด้วยกัน ที่น่าจะรออยู่ในช่วงปลายไตรมาส 4 ต่อเนื่องถึงต้นไตรมาส 1 ปีหน้า ด้วยเหตุนี้ คาดว่า Sentiment สำหรับหุ้นกลุ่มที่อิงกับเศรษฐกิจภายในประเทศจะมีแต้มต่อมากกว่าเช่นเดียวกัน

โดยสรุปแล้ว กลุ่มหุ้นไทยที่เรามองว่านักลงทุนสามารถเลือก Overweight ได้ในภาวะที่ Upside ของดัชนี SET ยังมีไม่มากนักจะได้แก่ ค่าปลีก อสังหาฯ โรงพยาบาล ไฟแนนซ์ REIT&IFF สาธารณูปโภค และท่องเที่ยว โดยมีหุ้นที่น่าสนใจประจำไตรมาส 4 ได้แก่ CPAXT, HMPRO, COM7, CPN, BDMS, KTC, MTC, 3BBIF, DIF, BGRIM, GPSC, ERW, CENTEL ส่วนกลุ่มที่เราแนะนำ Underweight จะได้แก่ อิเล็กทรอนิกส์ พลังงาน ปิโตรเคมี บรรจุก๊าซ และธนาคาร โดยจะเห็นได้ว่ากลุ่มธนาคารเป็นเพียงกลุ่ม Domestic play กลุ่มเดียวที่เราแนะนำ Underweight เนื่องจาก Valuation ปัจจุบันอยู่ในระดับสูงแล้ว ประกอบกับแนวโน้มดอกเบี้ยขาลงที่น่าจะเกิดขึ้นต่อไป และการเข้าสู่ช่วงอ่อนตัวของผลประกอบการตามปัจจัยฤดูกาลในช่วงไตรมาสที่ 4

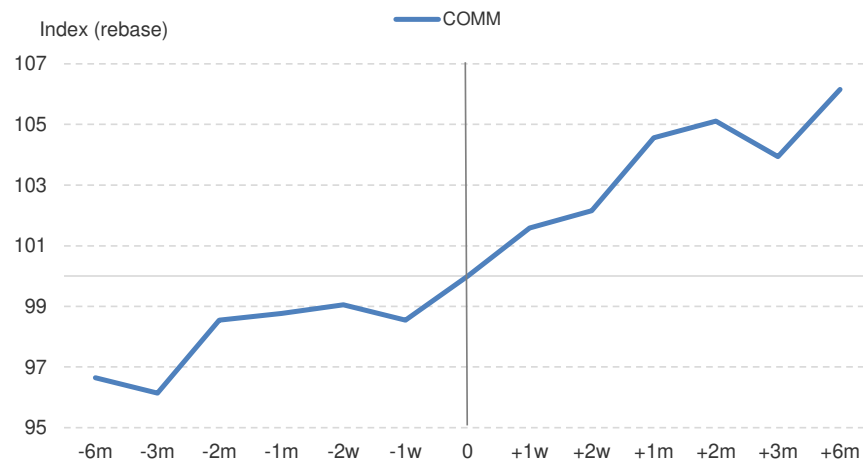
สิ่งที่น่าสนใจก็คือว่ากลุ่มหุ้น Domestic ที่เราเลือกมาเหล่านี้นั้นกลุ่มค่าปลึกนั้น มักเป็นกลุ่มหุ้นที่เริ่มปรับตัว Sideways up ตั้งแต่ช่วง 3-6 เดือนก่อนหน้าที่มีการเลือกตั้งทั่วไปในประเทศจะเกิดขึ้น ซึ่งข้อมูลตั้งแต่ปี 2005 เป็นต้นมา (Figure 16) ผิดกับภาพของดัชนี SET ที่มักปรับตัว Rally รับ Sentiment เรื่องการเลือกตั้งเพียงแค่ช่วงเวลาสั้นๆ 2 สัปดาห์ก่อนหน้าไปจนถึง 1 สัปดาห์หลังการเลือกตั้งแล้วเท่านั้น (Figure 17) ที่น่าสนใจไปกว่านั้น กลุ่ม Global cyclical เช่นปิโตรเคมี มักจะได้ Sentiment บวกใดๆจากความคาดหวังการจัดการเลือกตั้งภายในประเทศ และยังมีการปรับตัวลงสวนทางในช่วงเวลาเดียวกันด้วยซ้ำ (Figure 18)

Figure 15. กลุ่มอุตสาหกรรมที่น่าสนใจสำหรับตลาดหุ้นไทยประจำไตรมาส 4 ได้แก่ ค่าปลึก อสังหาฯ โรงพยาบาล ไฟแนนซ์ REIT&IFF และท่องเที่ยว

	Valuation (vs. 3y avg.)	Sentiment	Overall		Valuation (vs. 3y avg.)	Sentiment	Overall
Energy & Utilities	-	0	0	Finance & Securities	+	+	+
Electronics	-	-	-	Cons materials	-	-	-
Banking	-	-	-	REIT & IFF	0	+	+
ICT	+	0	0	Petrochemical	-	-	-
Commerce	+	+	+	Insurance	+	0	0
Transportation	+	0	0	Tourism	+	+	+
F & B	+	0	0	Packaging	-	-	-
Property	+	+	+	Media	+	0	0
Health Care	+	+	+	Cons services	+	0	0

Source: Trinity Research

Figure 16. กลุ่มค่าปลึกมักทยอยปรับตัวขึ้นตั้งแต่ช่วง 3-6 เดือนก่อนหน้าการเลือกตั้งในประเทศจะเกิดขึ้น

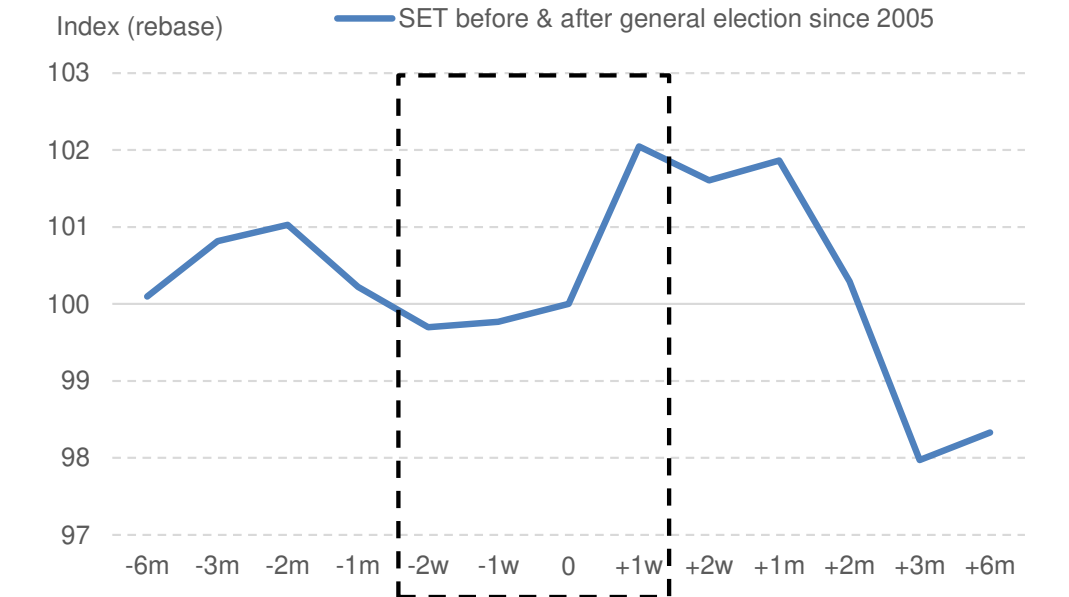


Source: Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ กรีนดี จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

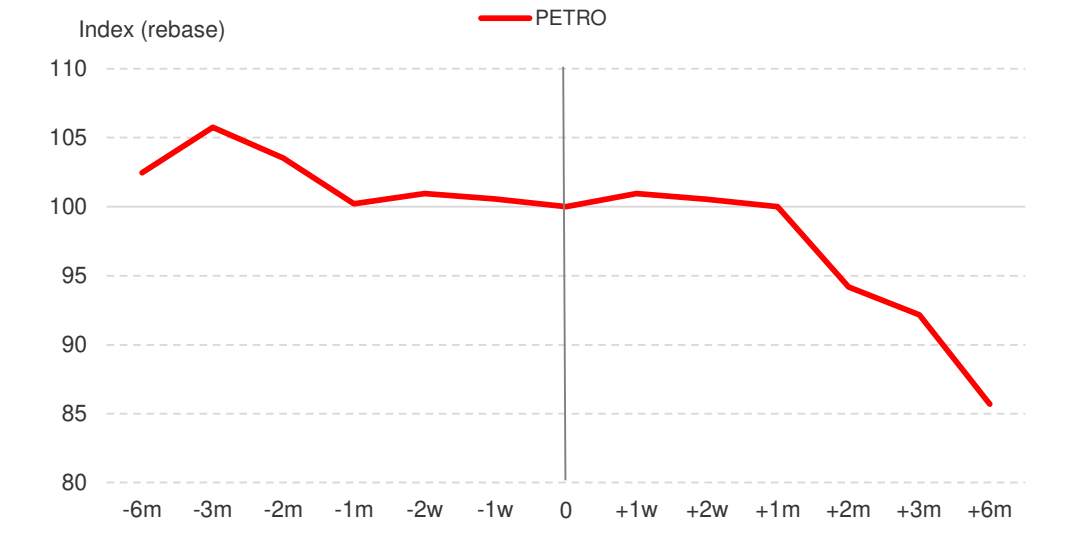
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ กรีนดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิได้ถูกระงับหรือเพิกถอนการตัดสินของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 17. ปรากฏการณ์ Election rally ที่มีต่อ SET มักเกิดขึ้นเพียงแค่ช่วงเวลานั้นๆ 2 สัปดาห์ก่อนหน้าไปจนถึง 1 สัปดาห์หลังการเลือกตั้งเท่านั้น



Source: Trinity Research

Figure 18. กลุ่ม Global cyclical เช่น ปิโตรเคมี มักไม่ได้ประโยชน์ใดๆจากความคาดหวังการเลือกตั้งในประเทศ



Source: Trinity Research

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด