

30 มีนาคม 2569

**2Q26: Absorbing all the Bad News**



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

บทสรุปผู้บริหาร: เราประเมินว่าในช่วงไตรมาส 2 ที่จะถึงนี้ จะเป็นช่วงเวลาที่สินทรัพย์รอบโลกสะท้อนปัจจัยข่าวร้ายต่างๆเข้าไปในราคาเกือบทั้งหมด โดยเฉพาะอย่างยิ่งปัจจัยสงครามสหรัฐ-อิหร่านที่กำลังเกิดขึ้น ประเมินความกลัวต่างๆมีโอกาสถึงขีดสุดในไตรมาสนี้ ไม่ว่าจะเป็นความกังวลต่อวิกฤติพลังงาน, ความหวาดกลัวต่อเงินเฟ้อและปัญหาข่าวของราคาแพง, ความเสี่ยงที่การเข้มงวดนโยบายการเงินอาจกลับมาอีกครั้ง, สถานการณ์ Bond shock, การอ่อนค่าของเงินบาท, รวมถึงการปรับลดประมาณการกำไรของบริษัทต่างๆ

จากมุมมองการสะท้อนของข่าวร้ายเข้าไปในราคานี้ เมื่อมาประกอบกับ Valuation ณ ปัจจุบันที่ยังอยู่เหนือระดับค่ากลางที่เหมาะสม ทำให้มีโอกาสที่ตลาดหุ้นไทยอาจแกว่งตัวอิงทางลบในช่วงแรกของไตรมาสนี้ไปก่อน ด้วยเหตุนี้ในเชิงกลยุทธ์ เราแนะนำนักลงทุนให้เริ่มต้นไตรมาสนี้ด้วยท่าทีระมัดระวัง และอยู่ในโหมด Wait & See ไปก่อน เพื่อรอให้ระดับ Reward-to-Risk ของตลาดหุ้นไทยมีความน่าสนใจมากกว่านี้ โดยหากต้องถือครองหุ้นจริง มองไปยังกลุ่มหุ้นหลุมหลบภัย (Bunker stocks) ที่มีความปลอดภัยจากวิกฤติพลังงานไปก่อน เนื่องจากหุ้นเหล่านี้มีสัดส่วนต้นทุนพลังงานต่ำ ผลักภาระต้นทุนได้ มีอำนาจในการตั้งราคาสูง และมีความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อราคาในระดับต่ำ

หากผ่านเข้าสู่ไตรมาส 2 ไปสักระยะหนึ่งแล้ว ปรากฏว่า SET Index ปรับตัวลงรับปัจจัยลบต่างๆไปพอสมควร อาทิเช่น รับข่าวร้ายการปรับลดประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนลง เมื่อถึงตรงนั้นมองเป็นโอกาสในการเข้าลงทุนหุ้นไทยที่น่าสนใจ โดยกลุ่มหุ้นที่เราจะแนะนำให้ลงทุนเข้าสะสม ณ เวลานั้นจะได้แก่กลุ่มหุ้นที่มีการปรับตัวสะท้อนความเสี่ยงทางด้านวิกฤติพลังงานเข้าไปพอสมควรแล้ว ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มหุ้น High beta ที่มีใช้กลุ่มน้ำมันและปิโตรเคมี ที่เสียประโยชน์หลักจากราคาพลังงานที่สูงขึ้นนั่นเอง

**Figure 1. ปรากฏการณ์โด่ดถอนเม็ดเงินออกจากสินทรัพย์ต่างๆทั่วโลก ณ เวลานั้น ซึ่งมีต้นตอมาจากวิกฤติพลังงาน**



Illustrative Chain Reaction Diagram of Economic Events

Source: Trinity Research

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## สำรวจเครื่องชี้ที่สำคัญต่างๆ

เราประเมินว่าช่วงเวลาที่ดีที่สุดของตลาดหุ้นโลกรวมถึงตลาดหุ้นไทยในปีนี้ได้ผ่านพ้นไปแล้วในช่วงไตรมาสที่ 1 โดยระดับดัชนี SET ที่ 1550 จุด ซึ่งเป็นช่วงก่อนการเกิดสงคราม น่าจะเป็นจุดสูงสุดของตลาดหุ้นไทยในปีนี้ได้ไปแล้ว เนื่องจาก ณ ระดับนั้น ดัชนีได้สะท้อนปัจจัยบวกหลายประการไปแล้ว ไม่ว่าจะเป็น

- การไม่มีแรงขายคืนหน่วยลงทุนจากกองทุนลดหย่อนภาษีในช่วงต้นปี
- แรงแหวนจากการเลือกตั้ง (Election rally)
- ความคาดหวังต่อเสถียรภาพรัฐบาลที่แข็งแกร่งจากผลการเลือกตั้ง
- การยกเลิกมาตรการภาษีที่รุมปร่าภายใต้กฎหมาย IEEPA
- การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของรพท.ที่เกิดขึ้นเร็วกว่ากำหนด

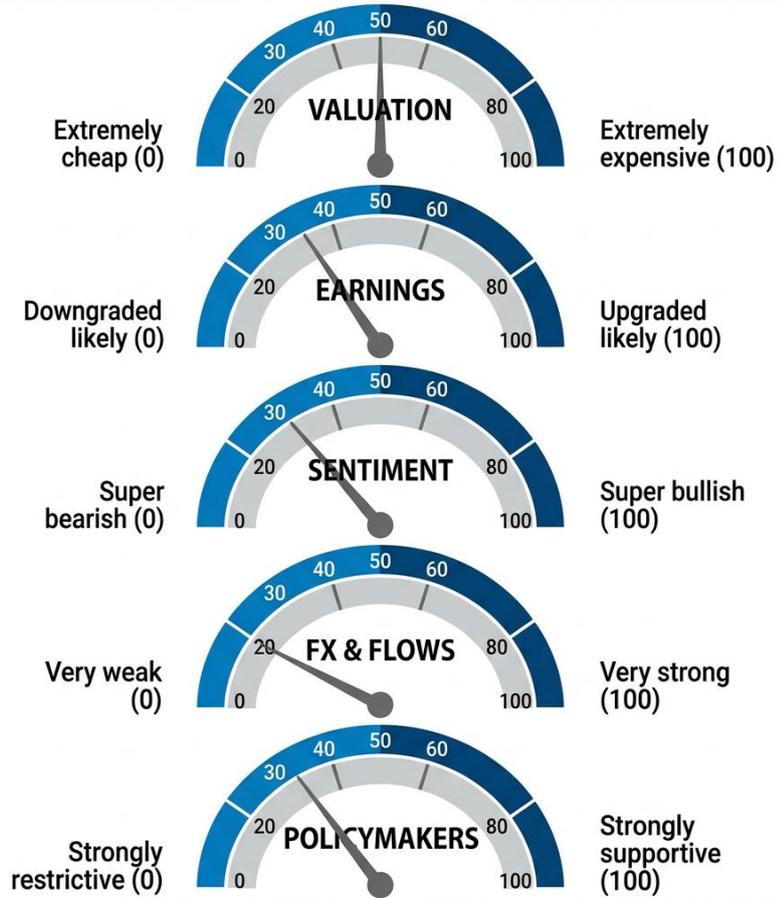
ทั้งนี้ จากการสำรวจมาตรวัดต่างๆ ณ เวลานี้ (Figure 2) ต้องบอกว่าเราจะเริ่มต้นไตรมาส 2 ด้วยระดับ Valuation ของตลาดหุ้นไทยที่อยู่กึ่งกลางเชิงไปทางสูงเล็กน้อย แต่ต้องอย่าลืมว่า Valuation ปัจจุบันนั้น ยังไม่รวมถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นในช่วงถัดไปนั่นก็คือการปรับลดประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียน สำหรับมาตรวัดอื่นๆ ไม่ว่าจะเป็นด้าน Sentiment, ด้านค่าเงินและ Fund flow และด้านแรงสนับสนุนจากผู้กำหนดนโยบายต่างๆ ต้องบอกว่าอยู่ในโทนลบเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งเราจะได้อธิบายต่อไปในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

สำหรับเครื่องชี้ที่สำคัญอื่นๆที่เราหยิบยกมาพิจารณาด้วย ในฝั่งของตลาดน้ำมันนั้น เราพบว่าปัจจุบันตลาดล่วงหน้าได้มีการ Price in ขำร้ายไปมากพอสมควรแล้ว สะท้อนผ่าน Forward curve ของราคาน้ำมันดิบ Brent ปัจจุบันที่อยู่ในภาวะ Deep backwardation อย่างเต็มตัว (Figure 3) และเป็นระดับเดียวกันกับช่วงที่เคยเกิดขึ้นเมื่อครั้งสมัยสงครามรัสเซีย-ยูเครนในปี 2022 ไปเป็นที่เรียบร้อยแล้ว สะท้อนความกังวลต่อบริษัท Supply shortage อย่างมีนัยสำคัญ

ส่วนเครื่องชี้ในตลาดพันธบัตรก็มีแนวโน้มที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือหากเราดูคาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตที่สะท้อนผ่านระดับ Breakeven inflation ในระยะ 1 ปีข้างหน้า จะพบว่าระดับปัจจุบันนั้นขยับขึ้นสูงใกล้เคียงกับสมัยสงครามรัสเซีย-ยูเครนด้วยเช่นกัน (Figure 4) สะท้อนว่าราคาพันธบัตรปัจจุบันโดยเฉพาะพันธบัตรสหรัฐฯได้มีการปรับตัวลงมารับความเกรงกลัวเงินเฟ้อ (Inflation fear) และความกังวลที่ธนาคารกลางต่างๆอาจกลับเข้าสู่โหมดการเข้มงวดนโยบายการเงินไปพอสมควรแล้วเช่นเดียวกัน

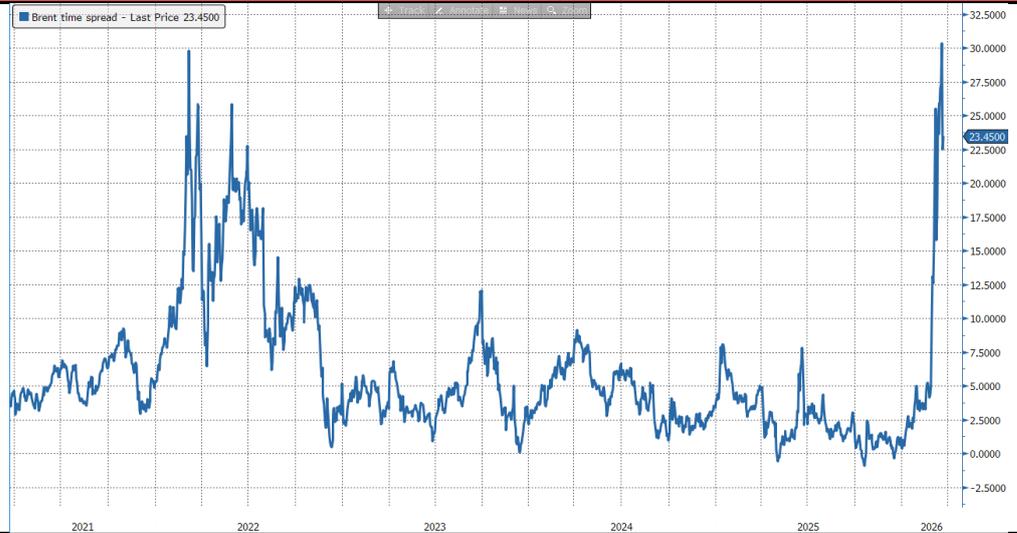
จะมีก็แต่เพียงเครื่องชี้สุดท้ายเท่านั้นที่ทำให้เราอาจยังไม่สามารถสบายใจมากนัก โดยเฉพาะผู้ที่มี Exposure กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ นั่นก็คือระดับ VIX Index หรือมาตรวัดความผันผวนของตลาดหุ้นสหรัฐฯที่ในรอบนี้การปรับขึ้นสูงสุดขึ้นไปได้เพียงแค่ระดับ 30 จุดเท่านั้น (Figure 5) ซึ่งยังถือว่าค่อนข้างห่างไกลกับช่วงวิกฤติอื่นๆในอดีต (Figure 6-7) จึงอาจแปลว่าขำร้ายต่างๆอาจจะยังไม่ได้สะท้อนเข้าไปยังราคาหุ้นสหรัฐฯมากนัก โดยมีปัจจัยหนึ่งที่เรากำลังเฝ้าจับตาดูอย่างใกล้ชิดในช่วงถัดไป นั่นก็คือภาวะตลาด Private credit ของสหรัฐฯที่เริ่มมีความเสี่ยง Default สูงขึ้นเรื่อยๆ จนเริ่มนำมาสู่การไถ่ถอนสภาพคล่องออกจากสินทรัพย์ดังกล่าวอย่างต่อเนื่อง

Figure 2. เรากำลังจะเริ่มต้นไตรมาส 2 ด้วยมาตรวัดสำคัญที่อยู่ในเชิงลบเป็นส่วนใหญ่



Source: Trinity Research

Figure 3. โครงสร้างราคา (Time spread) ของน้ำมันดิบ Brent กำลังอยู่ในภาวะ Backwardation ระดับรุนแรงคล้ายกับช่วงปี 2022



Source: Bloomberg

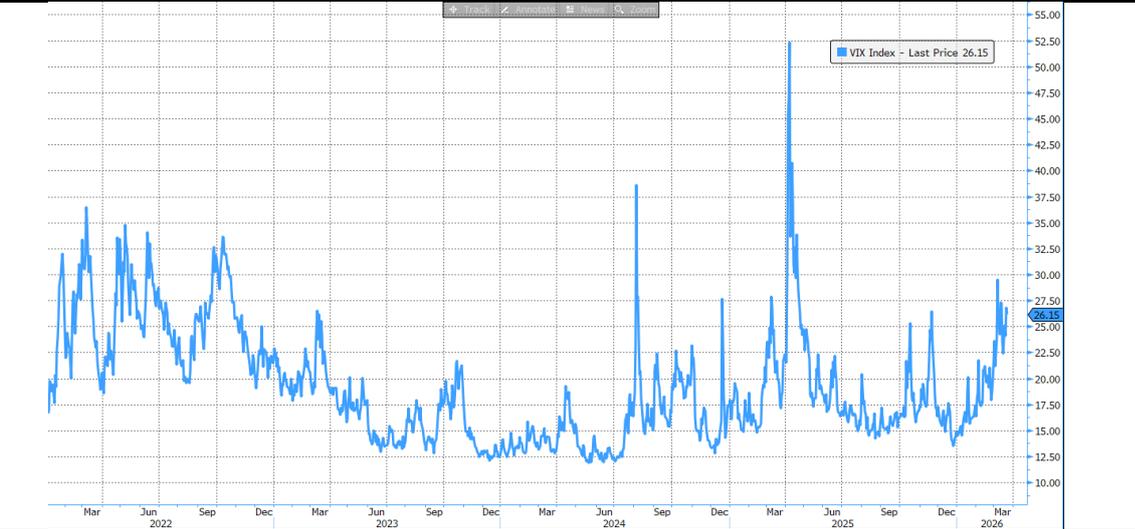
บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สีม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

Figure 4. คาดการณ์เงินเฟ้อในอนาคตของสหรัฐฯ (Inflation expectation) ที่ขึ้นมาอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงปี 2022 แล้ว



Source: Bloomberg

Figure 5. ดัชนี VIX ยังคงอยู่ห่างไกลจากระดับสูงสุดของปี 2025 และระดับในช่วงวิกฤติรัสเซีย-ยูเครนปี 2022



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สีม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนเวนนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

Figure 6. การจัดอันดับระดับดัชนี VIX ที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 1990 เทียบกับการปรับฐานของตลาดหุ้นสหรัฐฯ (ค่าเฉลี่ยการปรับฐานของดัชนี S&P 500 อยู่ที่ 17.2%)

Date	VIX level	Event	S&P500 correction (%)
16 March 2020	82.69	Covid outbreak	33.9
20 November 2008	80.86	Subprime crisis	25.2
8 April 2025	52.33	Liberation day	13.7
8 August 2011	48.00	Peak of European debt crisis	17.3
20 May 2010	45.79	Start of European debt crisis	13.7
8 October 1998	45.74	Peak of Asian financial crisis	19.2
5 August 2002	45.08	Cluster of corporate scandals	27.9
21 September 2001	42.66	September 11 attack	18.5
28 October 2020	40.28	U.S. Election fear	8.7
5 August 2024	38.57	U.S. Recession fear	8.5
30 October 1997	38.20	Start of Asian financial crisis	10.8
7 March 2022	36.45	Russia-Ukraine war	9.1
23 August 1990	36.47	Gulf war	16.8
<b>6 March 2026</b>	<b>29.49</b>	<b>U.S.-Iran war</b>	<b>6.3</b>

Note: Data as of 10 March 2026

Source: Trinity Research

Figure 7. การจัดอันดับระดับดัชนี VIX ที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 1990 เทียบกับการปรับฐานของตลาดหุ้นไทย (ค่าเฉลี่ยการปรับฐานของดัชนี SET อยู่ที่ 18.1%)

Date	VIX level	Event	SET Index correction
16 March 2020	82.69	Covid outbreak	33.5
20 November 2008	80.86	Subprime crisis	16.8
8 April 2025	52.33	Liberation day	9.7
8 August 2011	48.00	Peak of European debt crisis	8.9
20 May 2010	45.79	Start of European debt crisis	9.5
8 October 1998	45.74	Peak of Asian financial crisis	30.4
5 August 2002	45.08	Cluster of corporate scandals	15.6
21 September 2001	42.66	September 11 attack	21.0
28 October 2020	40.28	U.S. Election fear	11.3
5 August 2024	38.57	U.S. Recession fear	4.4
30 October 1997	38.20	Start of Asian financial crisis	34.8
7 March 2022	36.45	Russia-Ukraine war	5.5
23 August 1990	36.47	Gulf war	33.8
<b>6 March 2026</b>	<b>29.49</b>	<b>U.S.-Iran war</b>	<b>9.8</b>

Note: Data as of 10 March 2026

Source: Trinity Research

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 โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## จับตาเหตุการณ์สำคัญในฝั่งสหรัฐฯ

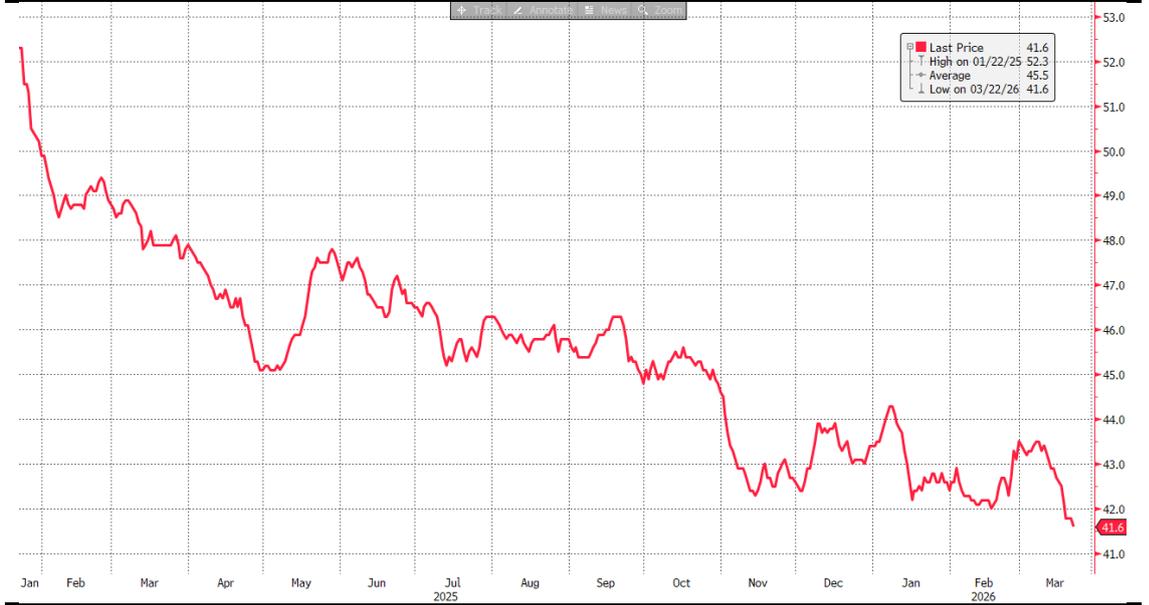
หากความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่านยุติลง ความสนใจของตลาดอาจหันกลับไปสู่ความเสี่ยงจากมาตรการภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่อาจกลับมาเป็นประเด็นสำคัญอีกครั้ง โดยถึงแม้ว่าการใช้อำนาจของประธานาธิบดีทรัมป์ภายใต้กฎหมาย IEEPA จะเคยถูกศาลสูงสหรัฐฯ ตัดสินให้ไม่ชอบด้วยกฎหมายไปก่อนหน้านี้ แต่ทำเนียบขาวยังคงมีช่องทางทางกฎหมายอื่น ๆ อีกหลายช่องทางในการบังคับใช้มาตรการภาษีนำเข้าเพิ่มเติม อาทิเช่น การใช้มาตรา 122, 232, 301 และ 338 เป็นต้น โดยเฉพาะประเด็นการใช้มาตรา 301 กับเฉพาะบางประเทศซึ่งรวมถึงไทย ถือเป็นประเด็นที่น่าติดตาม โดยรายงานของ USTR หรือ สำนักงานผู้แทนการค้าสหรัฐฯ ที่ออกมาเมื่อเดือนมีนาคมนี้ ได้กล่าวหาว่า “มีหลักฐานบ่งชี้ว่าไทยกำลังเผชิญกับภาวะกำลังการผลิตส่วนเกินเชิงโครงสร้าง (structural excess capacity) โดยประเทศไทยยังคงเกินดุลการค้าสินค้าในระดับโลกในหลายอุตสาหกรรม เช่น ยานยนต์และชิ้นส่วนยานยนต์ เครื่องจักร และยางพารา นอกจากนี้ในปี 2025 ที่ผ่านมา ไทยยังเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ ในระดับสูงที่ 5.1 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ เพิ่มขึ้นจาก 4.6 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ ในปีก่อนหน้า”

อย่างไรก็ดี หากมีการเก็บภาษีนำเข้าเพิ่มเติมจริง เราไม่คิดว่าผลกระทบจะรุนแรงเทียบเท่ากับรอบก่อนหน้าที่มีการเรียกเก็บภาษีตอบโต้ (Reciprocal tariffs) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง เมื่อเข้าใกล้ช่วงการเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 4 ซึ่งน่าจะเป็นเวลาที่ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ลดความแข็งแกร่งของมาตรการต่างๆ ลงมาได้ หลังจากที่ล่าสุดคณะมนตรีความมั่นคงของทั้งประธานาธิบดีทรัมป์และพรรครีพับลิกันในปัจจุบันได้ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (Figure 8-9)

หันมาดูในฝั่งของนโยบายการเงิน เราประเมินว่าข้อได้เปรียบสำคัญในช่วงเวลานี้ก็คือว่า นักลงทุนส่วนใหญ่ได้ปรับลดความคาดหวังต่อการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางหลัก โดยเฉพาะธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ลงไปมากแล้วในปีนี้ และในบางกรณี ตลาดยังเริ่มให้น้ำหนักความเป็นไปได้ของการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในระยะข้างหน้าเพิ่มขึ้นด้วยซ้ำ

อย่างไรก็ดี จากทิศทางตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่อ่อนแอลง ซึ่งมีสัญญาณล่วงหน้ามาตั้งแต่ก่อนการเกิดสงคราม (Figure 10-11) ผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจโลกภายใต้ความขัดแย้งที่ยังดำเนินอยู่พื้นที่เชิงนโยบายของ Fed ที่ยังมีเหลืออยู่ค่อนข้างมาก ผลกระทบจากวิกฤตราคาพลังงานต่อเงินเฟ้อสหรัฐฯ ที่จำกัด (เนื่องจากไม่ได้พึ่งพิงแหล่งพลังงานจากตะวันออกกลาง) รวมถึงแรงจูงใจทางการเมืองของประธานาธิบดีทรัมป์ในการผลักดันคณะมนตรีความมั่นคงก่อนการเลือกตั้งกลางเทอม ทำให้เราประเมินว่าโอกาสที่ Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีนี้นั้นยังคงอยู่ในระดับต่ำ และเชื่อลึกๆ ว่า พอเข้าสู่ช่วงครึ่งหลังของปีแล้ว มีโอกาสที่ Fed จะเริ่มให้น้ำหนัก Balance of risk กลับมายังตาซึ่งฝั่งเศรษฐกิจจริงและตลาดแรงงานอีกครั้ง หลังจากที่ความกังวลเงินเฟ้อได้ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว หากถึงตรงนั้นแล้ว Fed เริ่มมีการส่งสัญญาณที่ Dovish ขึ้น มองเป็นปัจจัยบวกที่อาจสร้าง Positive surprise ให้กับตลาดทุนโลก โดยมีช่องทางหลักผ่านการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่อาจกลับมาอีกครั้ง

Figure 8. ผลสำรวจความนิยมในการทำงานของประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ทำจุดต่ำสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง



Source: Bloomberg

Figure 9. ความเป็นไปได้ที่พรรครีพับลิกันจะสามารถครองเสียงข้างมากในวุฒิสภาหลังการเลือกตั้งกลางเทอมครั้งนี้กำลังลดลง



Source: Bloomberg

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

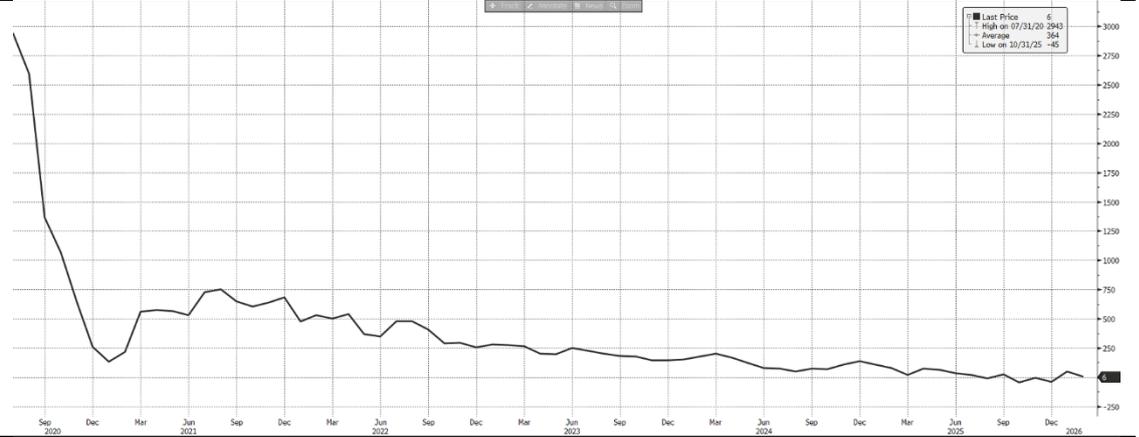
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**Figure 10. สัญญาณเตือนจากอัตราการผลิตมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานของสหรัฐฯที่ปรับตัวทำจุดต่ำสุดใหม่**



Source: Bloomberg

**Figure 11. ค่าเฉลี่ยของการจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ในช่วง 3 เดือนยังคงทรงตัวต่ำ**



Source: Bloomberg

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สีม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## ผลกระทบของวิกฤติพลังงานที่มีต่อประเทศไทย

เศรษฐกิจไทยมีโอกาสเผชิญกับแรงกระแทกในช่วงถัดไปจากกระบวนการ 2nd round effect ที่เกิดขึ้นในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งมีต้นตอมาจากวิกฤติพลังงานโลกที่เกิดขึ้นก่อนหน้านี้ และเริ่มส่งผลกระทบต่อราคาพลังงานในประเทศให้ปรับสูงขึ้นตาม ล่าสุดเราประเมินผลกระทบจากการปรับขึ้นราคาน้ำมันขายปลีกในประเทศอย่างก้าวกระโดด ไว้ดังต่อไปนี้

มองผลกระทบที่คงจะหลีกเลี่ยงไม่ได้ ได้แก่ ต้นทุนของผู้ผลิตสินค้าและผู้ให้บริการต่างๆ ที่คงจะปรับสูงขึ้น ซึ่งหากไม่สามารถส่งผ่านได้รวดเร็วหรือทั้งหมด ก็คงจะกดดันอัตราการทำการกำไรของธุรกิจไม่มากนักเลย ในอีกทางหนึ่งหากมีการส่งผ่านต้นทุนเหล่านี้ไปยังปลายทาง ก็จะทำให้ภาพการยกระดับราคาสินค้าและบริการขึ้นในระบบ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อยอดขายได้เช่นกัน สุทธิแล้วภาพความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจจะปรับลดลงไม่มากนักเลย (Figure 12)

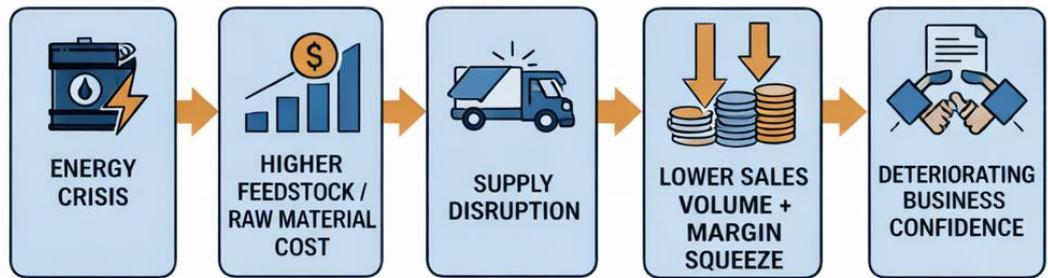
ในขณะที่ภาคประชาชนนั้น ต้องยอมรับว่าน้ำมันเชื้อเพลิงถือเป็น ต้นทุนสำคัญอันหนึ่งในการใช้ชีวิตประจำวัน ดังนั้นการปรับขึ้นราคานี้ จะส่งผลให้ Disposable income สำหรับสินค้าอื่นลดลง เมื่อมารวมกับแนวโน้มราคาสินค้าในตลาดที่เตรียมปรับสูงขึ้น จะทำให้ประชาชนมีแนวโน้มหารัดเข็มขัดและระมัดระวังการใช้จ่ายในส่วนอื่นๆ มากขึ้น สุทธิแล้วภาพความเชื่อมั่นของผู้บริโภคจะปรับลดลงไม่มากนักเลย (Figure 13)

มองการปรับลดประมาณการ GDP ของไทยในช่วงถัดไปมีโอกาสเกิดขึ้นได้แทบทุกเครื่องยนต์ ไม่ว่าจะภาคการผลิตที่ได้รับผลกระทบจากการขาดแคลนวัตถุดิบหรือวัตถุดิบมีราคาสูงขึ้น ภาคบริการที่เผชิญผลกระทบจากต้นทุนค่าไฟฟ้า และดีมานด์ที่ชะลอลง ส่วนในฝั่งอุปสงค์นั้น การบริโภคมีโอกาสชะลอลงจากการระมัดระวังการใช้จ่ายตามภาวะค่าครองชีพที่สูงขึ้น การลงทุนมีโอกาสได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่สูงขึ้น การใช้จ่ายภาครัฐอาจลดลงเนื่องจากส่วนหนึ่งต้องกันไว้ชดเชยและอุดหนุนราคาพลังงานในประเทศ ส่วนการส่งออกสุทธิมีโอกาสได้รับแรงกดดันสูงจากต้นทุนการนำเข้าน้ำมันดิบที่สูงขึ้น

สำหรับผลกระทบต่อเงินเฟ้อ นั้นแน่นอนการขึ้นระดับราคาพลังงานขายปลีกนี้ คงจะผลักดันเงินเฟ้อให้สูงขึ้นในช่วงถัดไป แม้ว่าระดับการปรับขึ้นอาจยังอยู่ในกรอบจำกัด จากระดับ Aggregate demand ในประเทศที่ยังคงอยู่ต่ำ การไหลทะลักของสินค้าจีน และมาตรการอุดหนุนภาครัฐบางส่วน แต่เราเชื่อว่าประเด็นนี้จะเป็นเหตุผลสำคัญที่ยืนยันมุมมองของเราต่อการคงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 1.0% ไปจนถึงสิ้นปีนี้

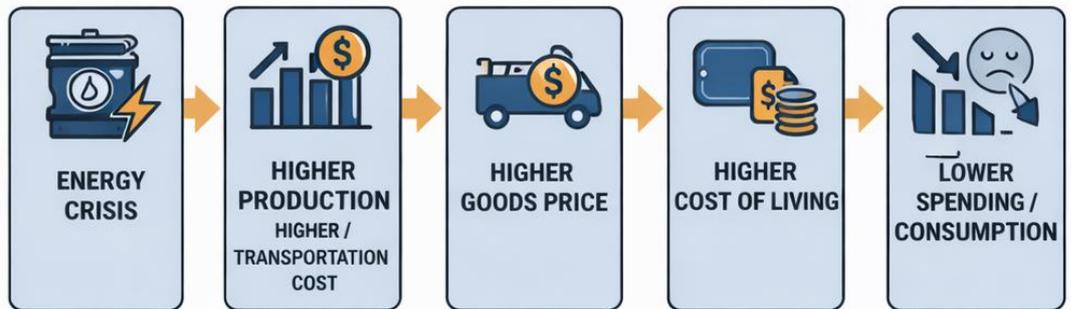
ที่สำคัญแม้ว่าในช่วงถัดไปเมื่อราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกปรับลงแล้ว ไขว่ว่าราคาน้ำมันขายปลีกในประเทศจะมีการปรับลดลงในระดับเดียวกัน เนื่องด้วยภาระกองทุนน้ำมันของประเทศที่ยังคงขาดดุลอย่างหนัก ทำให้เราเชื่อมั่นอย่างสูงว่าราคาน้ำมันขายปลีกจะยังคงอยู่สูงกว่าระดับก่อนสงคราม (Pre-war) อย่างแน่นอน ซึ่งจะทำให้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจริงอยู่ยาวนานกว่า ดังนั้นสิ่งที่นักลงทุนในตลาดหุ้นไทยจำเป็นต้องระมัดระวังในช่วงถัดไปซึ่งอาจยังไม่ได้เห็นการสะท้อนออกมาในตลาดมากนัก นั่นก็คือระลอกของการปรับลดประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียน ที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม Non-oil ทั้งหมด

Figure 12. ผลกระทบในฝั่ง Supply จากการขึ้นราคาขายปลีก Gasoline



Source: Trinity Research

Figure 13. ผลกระทบในฝั่ง Demand จากการขึ้นราคาขายปลีก Gasoline



Source: Trinity Research

**ผลกระทบเชิงลบต่อ ดุลการคลัง ดุลการชำระเงินและ Fund flow**

ประเมินฐานะการคลังและภาระหนี้สาธารณะของประเทศไทยมีโอกาสเสื่อมถอยลงจากปัญหาวิกฤติพลังงานในรอบนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากราคาน้ำมันในตลาดโลกยืนอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน เนื่องด้วยภาครัฐคงจะต้องมีการกู้เงินเพื่อมาสมทบกองทุนน้ำมันที่นับวันมีแต่จะขาดทุนเพิ่มขึ้นจากการอุดหนุนราคาน้ำมันขายปลีกภายในประเทศ ซึ่งปัจจัยนี้จะทำให้ภาระหนี้และการขาดดุลของประเทศสูงขึ้น

เมื่อมารวมกับแนวโน้มดุลการชำระเงิน (Balance of payment) ของไทยที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากวิกฤติพลังงานเช่นกัน เราเชื่อว่าความเสี่ยงเรื่องของการขาดดุลแฝด (Twin deficit) จะเริ่มเป็นที่พูดถึงกันในตลาดมากขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 2 นี้ ซึ่งจะทำให้นโยบายการคลังของไทยไม่สามารถถูกผลักดันออกมาในลักษณะเชิงรุก (Proactive) เพื่อมากระตุ้นการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจได้ แต่จะเป็นเพียงลักษณะประคับประคอง (Protective) เพื่อป้องกัน Downside risk ของเศรษฐกิจไม่ให้ถดถอยมากเกินไปเท่านั้น

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

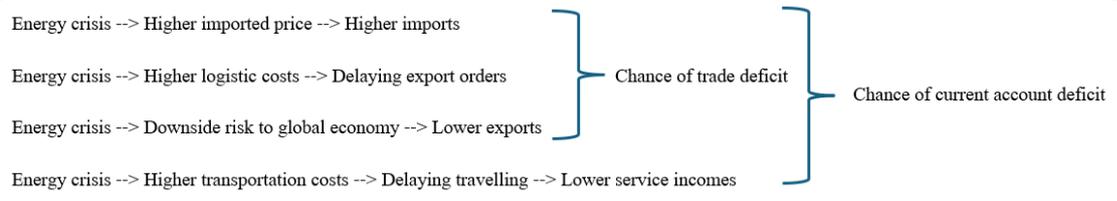
เหตุผลที่เราค่อนข้างเป็นกังวลต่อดุลการชำระเงินของประเทศในช่วงไตรมาสที่ 2 นี้เป็นเพราะว่าทั้งดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลบัญชีเงินทุนมีโอกาสที่จะเดินหน้าเข้าสู่ภาวะขาดดุลได้ โดยในส่วนของดุลบัญชีเดินสะพัดนั้น ประเมินว่าดุลการค้ามีโอกาสที่จะเผชิญผลขาดดุลจากต้นทุนการนำเข้าที่สูงขึ้นซึ่งมีที่มาจากราคาน้ำมันดิบที่ปรับสูงขึ้นอย่างสำคัญ ส่วนในฟากของการส่งออก เริ่มเห็นสัญญาณการชะลอตัวแล้วในเดือนกุมภาพันธ์ ซึ่งเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์สงครามเสียอีก พอเกิดสงครามขึ้น ก็ต้องบอกว่ามีความเสี่ยงสูงขึ้นที่คำสั่งซื้อปลายทางอาจถูกระงับหรือเลื่อนออกไป จากภาวะค่าขนส่งที่พุ่งสูงขึ้น ไม่นับรวมกับภาวะเศรษฐกิจโลกที่มี Downside risk สูงขึ้นด้วยเช่นกัน (Figure 14) ในฝั่งของภาคบริการ แม้จะไม่ได้รับผลกระทบโดยตรง แต่ประเมินว่าค่าใช้จ่ายการเดินทางที่สูงขึ้น โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวที่เดินทางระยะไกล (Long-haul) มีโอกาสทำให้นักท่องเที่ยวกลุ่มนี้ตัดสินใจระงับหรือเลื่อนแผนการเดินทางออกไปก่อนในช่วงนี้ ซึ่งจะทำให้รายรับภาคบริการของไทยชะลอลงในช่วงเวลาที่กำลังเดินหน้าเข้าสู่ Low season ของภาคการท่องเที่ยวอีกด้วย

สำหรับฝั่งของดุลบัญชีเงินทุนนั้น โดยปกติแล้วทุกช่วงไตรมาส 2 ของทุกปี มักจะเป็นช่วงที่นักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนในตลาดหุ้นไทย ขนเงินปันผลโยกย้ายกลับไปยังประเทศต้นทางด้วยอยู่แล้ว (Repatriation)

ด้วยเหตุนี้ เราประเมินว่าในช่วงไตรมาสที่ 2 มีโอกาสที่จะเห็นเงินบาทเดินหน้าปรับตัวอ่อนค่าต่อไปได้ โดยมีความเสี่ยงที่จะทะลุระดับ 33 บาท/ดอลลาร์ในบางช่วงเวลา ซึ่งน่าจะส่งผลกระทบต่อกระแสเงินทุนต่างชาติในช่วงเวลาเดียวกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเราพิจารณาอีกหนึ่งมาตรวัดเข้าไปประกอบด้วย นั่นก็คือ Earning yield gap ที่ประเมินส่วนต่างระหว่าง Earning yield ของตลาดหุ้นไทยกับ Bond yield ของสหรัฐฯ ที่ล่าสุดพบว่าอยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังพอสมควร (Figure 15)

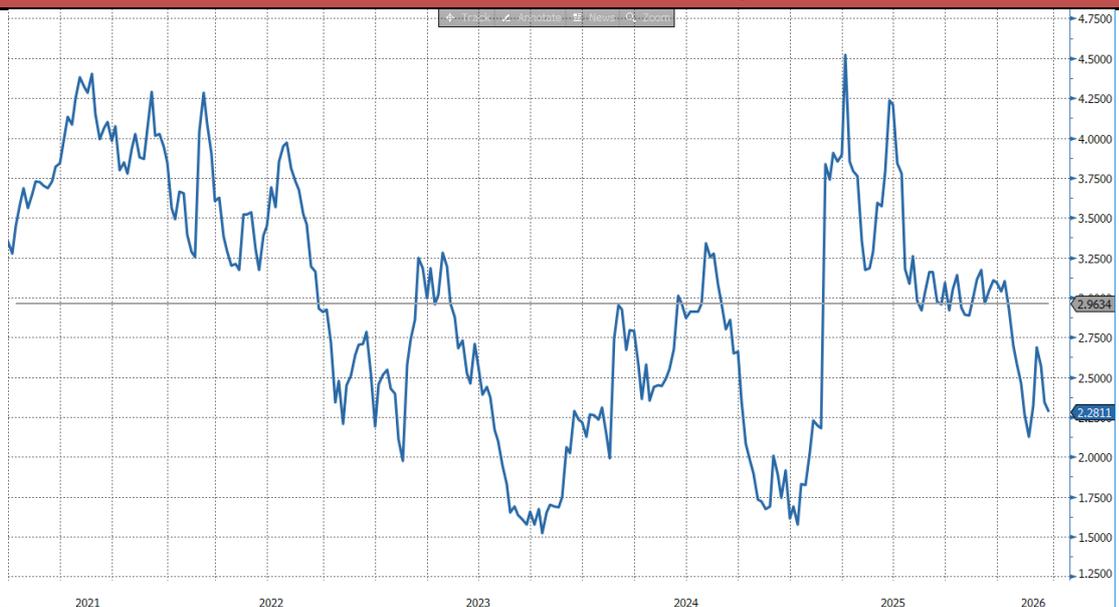
หากไม่มีตัวช่วยทางด้าน Fund flow แล้ว ประเมินว่าโอกาสที่ตลาดหุ้นไทยจะปรับขึ้นได้แรงในช่วงไตรมาสที่ 2 นี้ คงจะเป็นเรื่องที่ยากพอสมควร

**Figure 14. ต้องระวังการอ่อนค่าของเงินบาทที่อาจเกิดขึ้นในช่วงถัดไป จากความเสี่ยงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่สูงขึ้น**



Source: Trinity Research

Figure 15. Earning yield gap ของตลาดหุ้นไทยที่เทียบกับ Bond yield สหรัฐฯปรับลดลดต่ำกว่าค่าเฉลี่ย บ่งชี้ว่า Fund flow อาจยังไม่มีทิศทางไหลเข้ามาอย่างสำคัญในช่วงนี้



Source: Bloomberg

### คาดการณ์กรอบการแกว่งตัวของ SET Index ในไตรมาสที่ 2 นี้

เราประเมินว่าเส้นแบ่งความถูกต้องความแพงของ SET Index ในไตรมาสนี้จะอยู่ที่บริเวณ 1390 - 1400 จุด ขณะที่ในกรณีเลวร้าย (Worst-case scenario) แนวรับด้านล่างจะอยู่ที่บริเวณ 1260 - 1290 จุด ด้านแนวต้าน มองว่าระดับที่ดัชนีมีโอกาสไปได้ไกลสุด ยังคงเป็นแนวต้านระดับเดิมที่เราเคยให้ไว้ในช่วงไตรมาส 1 ที่ผ่านมานั้นก็คือที่ระดับ 1530 จุด

ทั้งนี้ เราเชื่อว่าการแกว่งตัวของ SET Index ในช่วงถัดไป จะขึ้นอยู่กับพัฒนาการของผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนเป็นสำคัญ เนื่องจากในฝั่งของตัวคูณ Valuation ในตลาด (Multiple) นั้นน่าจะเริ่มนิ่งแล้ว หลังเรามีความมั่นใจว่า ธป.ท. จะมีการคงดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 1.0% ไปตลอดจนกระทั่งถึงสิ้นปีนี้ ซึ่งจะทำให้ระดับ Forward PE ที่เหมาะสมในกรณี Conservative, Base และ Best case ของเราอยู่ที่ระดับเดิมเมื่อช่วงต้นปีที่ 13.8x, 14.8x และ 15.9x ตามลำดับ

สิ่งที่ทำให้เราเป็นกังวลในช่วงต้นไตรมาส 2 นี้ก็คือว่า ประสิทธิภาพการกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดยังไม่ได้มีทิศทางปรับตัวลงมากนัก (Figure 16) ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่ายังอยู่ในช่วงของการรอการปิดงบประจำไตรมาสที่ 1 อยู่ ดังนั้น หากเข้าสู่เดือนเมษายน-พฤษภาคมที่มักมีการประชุม Preview และ Review ผลประกอบการของนักวิเคราะห์เมื่อไหร่ ประเมินว่าช่วงนั้นอาจเห็นการออกมาให้แนวโน้มประจำปีของผู้บริหารบริษัทต่างๆมากขึ้น ซึ่งอาจเป็นจุดเริ่มต้นของระลอกการปรับลดประมาณการในตลาดได้

อย่างไรก็ตาม ภาพของ Earnings บริษัทจดทะเบียนของไทย คงจะไม่ได้รับผลกระทบเยอะเทียบเท่ากับเศรษฐกิจ เนื่องจากยังพอมีกกลุ่มอุตสาหกรรมที่ช่วยหักล้างผลกระทบเชิงลบดังกล่าวได้ อย่างเช่น กลุ่มพลังงานต้นน้ำ กลุ่ม Oil & Gas และกลุ่มปิโตรเคมีบางตัวที่ไม่มีปัญหาในการเข้าถึง Feedstock ด้วยเหตุนี้ เราประเมิน Downside risk ของ EPS ตลาดหุ้นไทยจากวิกฤติสงครามครั้งนี้ ในกรณีฐานอยู่เพียงระดับ 3% จากช่วง Pre-war ในขณะที่กรณีเลวร้ายสุด ประเมินอยู่ที่ระดับ 5% จากเหตุผลข้างต้น เราจึงทำการแบ่งฉากทัศน์ (Scenario) ของแนวโน้มผลกำไรบริษัทจดทะเบียน (EPS) ประจำปี 2026 ไว้ 3 กรณีดังต่อไปนี้

- 1) ในกรณีดีที่สุด หรือฉากทัศน์ที่ EPS ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงไปจากคาดการณ์เดิม หรือหมายความว่า การปรับขึ้นของกำไรกลุ่ม Oil & Gas ในบ้านเรา จากการปรับขึ้นของราคาพลังงาน สามารถที่จะชดเชยกลุ่มอื่นๆ ได้ทั้งหมด ในกรณีนี้ ค่าการันตี EPS ของตลาดจะอยู่ที่ระดับเดียวกันกับช่วงต้นปีที่ 96.4 บาท
- 2) กรณีที่ EPS มีการปรับลดลงจากช่วงก่อนสงครามราว 3% ซึ่งมีแนวโน้มเป็นฉากทัศน์ในกรณีฐานของเรา สมมติฐานในกรณีนี้ก็คือน้ำมันดิบในตลาดโลกจะอยู่ในระดับสูงเกิน 100 เหรียญฯ/บาร์เรลเป็นเวลา 1 เดือนโดยประมาณ ซึ่งน่าจะทำให้สุทธิแล้ว ผลกระทบเชิงลบที่มีต่อหุ้นกลุ่ม Non-Oil & Gas เริ่มมีมากกว่าผลกระทบเชิงบวกที่มีต่อกลุ่ม Oil & Gas ในกรณีนี้ ค่าการันตี EPS ของตลาดจะอยู่ที่ระดับ 93.5 บาท
- 3) กรณีที่ EPS มีการปรับลดลงจากช่วงก่อนสงครามราว 5% ซึ่งถือเป็นกรณีเลวร้ายสุดที่เราประเมินไว้ กล่าวคือภาวะสงครามมีความยืดเยื้อจนทำให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกยืนสูงกว่าระดับ 100 เหรียญฯ/บาร์เรล ยาวนานกว่าระยะ 1 เดือนขึ้นไป ซึ่งน่าจะทำให้สุทธิแล้ว ผลกระทบเชิงลบที่มีต่อหุ้นกลุ่ม Non-Oil & Gas มีมากกว่าผลกระทบเชิงบวกที่มีต่อกลุ่ม Oil & Gas อย่างเห็นได้ชัด ในกรณีนี้ ค่าการันตี EPS ของตลาดจะอยู่ที่ระดับ 91.6 บาท

ทั้งนี้ หากพิจารณาจากตารางของเราใน Figure 17 จะพบว่า ในกรณีดีที่สุด เมื่อนำระดับ EPS ค่าการันตีที่ 96.4 บาท มาคูณกับ Forward PE ในกรณี Best case ที่ 15.9x จะได้ระดับ SET Index ที่เหมาะสมในกรณีนี้อยู่ที่ 1530 จุด ซึ่งเป็นระดับสูงสุดเดิมที่เราเคยให้ไว้ในช่วงต้นปีที่ผ่านมา ในทางกลับกัน ในกรณีเลวร้ายสุด หากนำระดับ EPS ค่าการันตีที่ 91.6 บาทมาคูณกับ Forward PE ในกรณี Conservative ที่ 13.8x ก็จะได้ระดับ SET Index ที่เหมาะสมในกรณีนี้อยู่ที่ 1260 จุด ทั้งนี้ หากนำดัชนีทั้ง 2 ระดับดังกล่าวที่ 1530 และ 1260 จุดมาหาค่าเฉลี่ย จะได้ว่าระดับ SET Index กึ่งกลางที่เรามองว่าเป็นเส้นแบ่งของความถูกต้องความแพงในช่วงไตรมาสที่ 2 นี้ จะอยู่ที่ระดับ 1390-1400 จุดโดยประมาณ

จากกรอบแนวคิดวิธี PE Model ของเรา และการใส่สมมติฐานค่าการันตีกำไรของบริษัทจดทะเบียน ทั้งในกรณี Best case และ Worst case ทำให้เรามั่นใจอย่างสูงว่า SET Index ได้ผ่านพ้นจุดสูงสุดของปีนี้ไปแล้วที่ระดับ 1550 จุด ขณะเดียวกัน โมเดลของเราก็บ่งชี้ว่า SET Index น่าจะไม่ลงไปจุดต่ำสุดที่เป็นจุดตั้งต้นของปีนี้ที่ระดับ 1230 จุดเช่นกัน

Figure 16. หากดูจากคาดการณ์กำไร EPS ในตลาดหุ้นไทย ณ ปัจจุบัน จะพบว่ายังไม่มีการ Price in ความเสี่ยงการปรับลดประมาณการกำไรเท่าใดนัก



Source: Bloomberg

Figure 17. ดัชนี SET ณ ปัจจุบันแถวบริเวณ 1450 จุด ยังดูมีความเสี่ยงขาลงมากกว่า จากความเสี่ยงการปรับลดประมาณการกำไรจ.ที่อาจเกิดขึ้นในช่วงถัดไป

Case	Multiple at 1.00% RP (Current)	2026E EPS (Pre-war)	Fair SET (Pre-war)	2026E EPS (3% downside)	Fair SET (3% EPS downside)	2026E EPS (5% downside)	Fair SET (5% EPS downside)
Best	15.9x Fwd PE	96.4 baht	1530	93.5 baht	1490	91.6 baht	1450
Base	14.8x Fwd PE	96.4 baht	1430	93.5 baht	1390	91.6 baht	1360
Conservative	13.8x Fwd PE	96.4 baht	1330	93.5 baht	1290	91.6 baht	1260

Source: Trinity Research

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## เริ่มต้นไตรมาสด้วยกลุ่มหุ้นหลุมหลบภัย

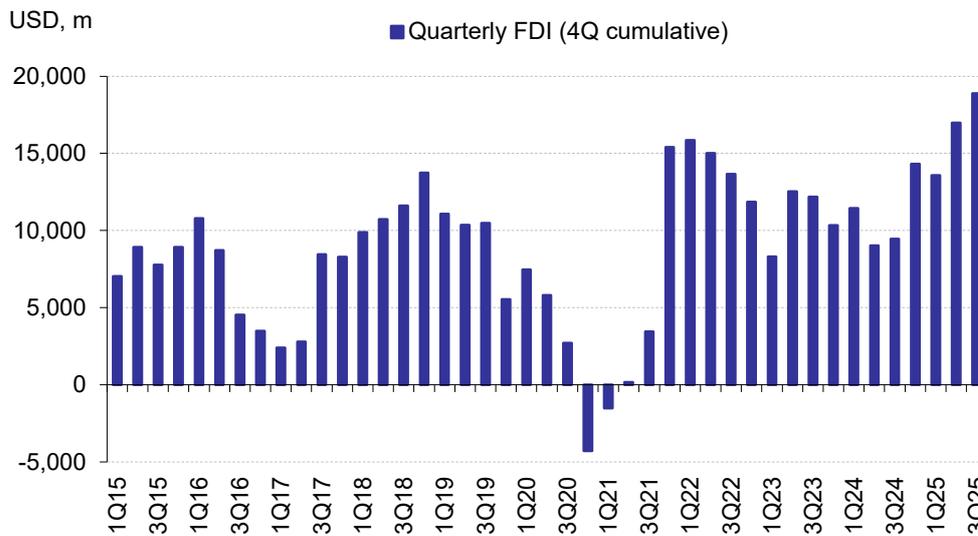
ช่วงแรกของภาวะสงคราม ในภาวะที่ราคาพลังงานและราคาโภคภัณฑ์ส่วนใหญ่ที่เกี่ยวข้องอยู่ในระดับสูง จะเห็นแรงเก็งกำไรเข้ามาในตราสารเหล่านี้รวมถึงบริษัทในกลุ่มโภคภัณฑ์ในช่วงแรก อาจได้ประโยชน์จากราคาขายหรือ Spread ที่ปรับสูงขึ้น โดยเฉพาะบริษัทที่ไม่ได้ประสบปัญหาในการจัดหาวัตถุดิบหรือ Feedstock เข้ามาในกระบวนการผลิตมากนัก ซึ่งจะทำให้ผลประกอบการในช่วงสั้นได้รับผลประโยชน์เต็มที่ อย่างไรก็ตาม เงาม่อว่างการเข้าลงทุนในหุ้นกลุ่มเหล่านี้มีความเสี่ยงตรงที่ว่า หากสุดท้ายภาวะความตึงเครียดของสงครามชะลอลงหรือจบลงเมื่อไหร่ ผลประโยชน์ทางด้านราคานี้จะลดระดับลงทันที จึงมองว่ากลุ่มหุ้นเหล่านี้ อาจไม่เหมาะสมกับนักลงทุนที่ต้องการถือครองการลงทุนในระยะกลาง-ยาวมากนัก

ดังนั้น ในช่วงแรกของการลงทุนประจำไตรมาสที่ 2 นี้ เราแนะนำนักลงทุนที่ต้องการถือครองหุ้นโพกัสไปที่กลุ่มหุ้นหลุมหลบภัย (Bunker stocks) ที่ประเมินว่าจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยวิกฤติพลังงานในระดับต่ำเสียก่อน ซึ่งจากที่เรารวบรวมมาจะได้แก่

- 1) กลุ่มหุ้นผู้ให้บริการโทรคมนาคมที่มีอำนาจในการตั้งราคาสูง เช่น ADVANC, TRUE
- 2) กลุ่มโรงพยาบาลที่ไม่ได้อิงกับผู้ป่วยชาวตะวันออกกลางมากนัก เช่น BDMS, BCH, CHG
- 3) กลุ่มค้าปลีกจำเป็นขนาดใหญ่ที่มีสัดส่วนค่าไฟในระดับต่ำ เช่น BJC, CPAXT
- 4) กลุ่มนิคมอุตสาหกรรมที่เห็นการเร่งตัวของเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ (Figure 18) และอาจได้อานิสงส์ทางอ้อมจากการโยกย้ายฐานการผลิตเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงสงครามในอนาคต เช่น AMATA, WHA
- 5) กลุ่มพลังงานสะอาด ที่ได้ประโยชน์จากนโยบายพลังงานในประเทศ และอุปสงค์การหันมาติดตั้ง Solar rooftop มากขึ้น เช่น GUNKUL

หากผ่านเข้าสู่ไตรมาส 2 ไปสักระยะหนึ่งแล้ว ปรากฏว่า SET Index ปรับตัวลงรับปัจจัยลบต่างๆไปพอสมควร จนทำให้ระดับดัชนี SET ปรับตัวลงต่ำกว่าระดับเส้นแบ่งความถูกความแพงที่ 1390-1400 จุด ยิ่งต่ำกว่าระดับนี้มากเท่าไร มองว่าระดับ Reward-to-Risk ของการลงทุนจะเริ่มเป็นต่อมากขึ้น เมื่อถึงตรงนั้น มองเป็นโอกาสในการทยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นไทย โดยกลุ่มหุ้นเป้าหมาย ณ เวลานั้น มองว่าจะต้องเป็นหุ้นที่เห็นราคาปรับตัวลงสะท้อนปัจจัยลบต่างๆเช่นการปรับลดประมาณการกำไรไปพอสมควรแล้ว ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มหุ้น High beta ที่มีใช้กลุ่มน้ำมันและปิโตรเคมี ที่เสียประโยชน์หลักจากราคาพลังงานที่สูงขึ้นนั่นเอง

Figure 18. การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ในประเทศไทยมีแนวโน้มแข็งแกร่งในช่วงที่ผ่านมา



Sources: BoT, Trinity Research

### อย่าคาดหวังกับเม็ดเงินการปรับพอร์ตจากดัชนี MSCI มากนัก

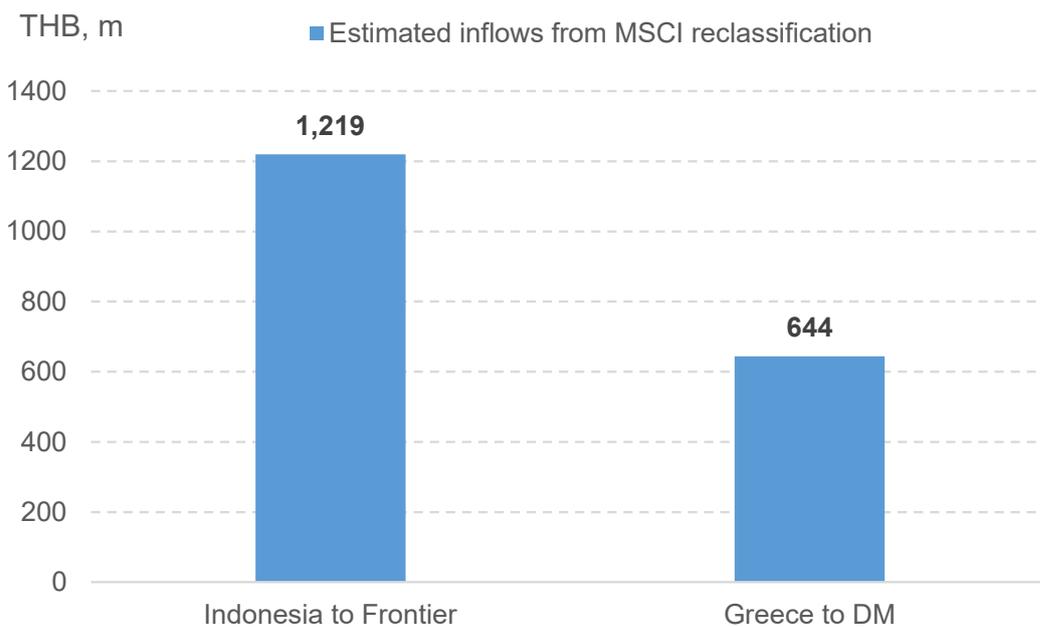
ติดตามการพิจารณาของ MSCI ในช่วงปลายเดือนมีนาคมนี้ว่าสุดท้ายแล้วจะมีการยกระดับตลาดหุ้นกรีซขึ้นจากระดับชั้น Emergin Markets (EM) เป็น Developed Markets (DM) หรือไม่ หากเห็นชอบ กระบวนการปรับตะกร้าดัชนีดังกล่าวจะมีผลอย่างเป็นทางการในรอบการ Review เดือนสิงหาคมที่จะถึงนี้

นอกจากนั้น ประเด็นที่นักลงทุนหลายคนเฝ้าติดตามก่อนหน้านี้อย่างความเป็นไปได้ที่ตลาดหุ้นอินโดนีเซียอาจถูกลดน้ำหนักหรือถูกถอดออกจากดัชนี Emerging Markets (EM) ลงสู่ระดับชั้น Frontier Markets (FM) ก็ถือเป็นอีกประเด็นหนึ่งที่น่าติดตามในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้าด้วยเช่นกัน

จากการคำนวณของเราในกรณีสุดโต่ง (Extreme case) กล่าวคือหากทั้งอินโดนีเซียและกรีซถูกให้ออกจากดัชนี MSCI EM ทั้งคู่ จะได้ว่าเม็ดเงิน Passive money ที่มีโอกาสไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นไทยจากปัจจัยดังกล่าวจะอยู่ที่ระดับ 1,220 และ 640 ล้านบาทโดยประมาณ (Figure 19) ซึ่งถือเป็นปริมาณที่ไม่ได้มากมายนัก เนื่องจากปัจจุบันไทยมีสัดส่วนเพียงแค่ระดับ 1% ในตะกร้าดัชนี MSCI EM เท่านั้น (Figure 20) ทั้งนี้ การคำนวณของเราดังกล่าว อ้างอิงอยู่บนเม็ดเงิน Passive funds ปัจจุบันที่ลงทุนอ้างอิงดัชนี MSCI EM อยู่ประมาณ 4 แสนล้านบาท

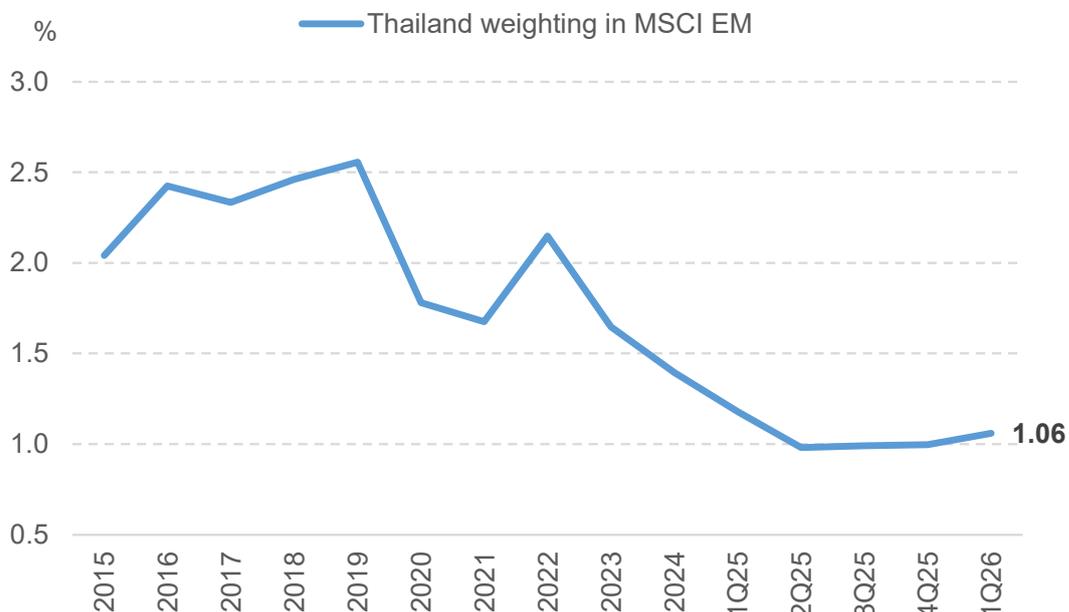
นอกจากนี้ หากพิจารณาในกรณีปกติ นอกเหนือจากกรณีข้างต้น ถ้าดูจาก Performance ของตลาดหุ้นไทยผ่านการปรับตัวของดัชนี MSCI Thailand นับตั้งแต่รอบการพิจารณาเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา ก็พบว่าดัชนีหุ้นไทยยังคงมีการปรับตัว Underperform ดัชนีหลักอย่าง MSCI EM อยู่พอสมควรหนึ่ง (Figure 21) ทำให้โอกาสที่ตลาดหุ้นไทยจะได้รับน้ำหนักเพิ่มในดัชนีนี้ในกรณีปกติแทบเป็นไปได้ยาก ไม่นับรวมกับความเสี่ยงที่อาจจะถูกรับลดน้ำหนักลงเล็กน้อยเสียด้วยซ้ำ โดยสรุป เราไม่ได้น้ำหนักต่อการปรับเปลี่ยนตะกร้าดัชนี MSCI ที่กำลังจะเกิดขึ้นในเดือนพฤษภาคมนี้ว่าจะมีผลกระทบต่อตลาดหุ้นไทยหรือ Fund flow อย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด

Figure 19. ผลกระทบต่อประเทศไทยจากกระแสเงินลงทุนแบบ Passive (อิงจากเม็ดเงินราว 4 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐที่ติดตามดัชนี MSCI EM) ก่อนข้างจำกัด



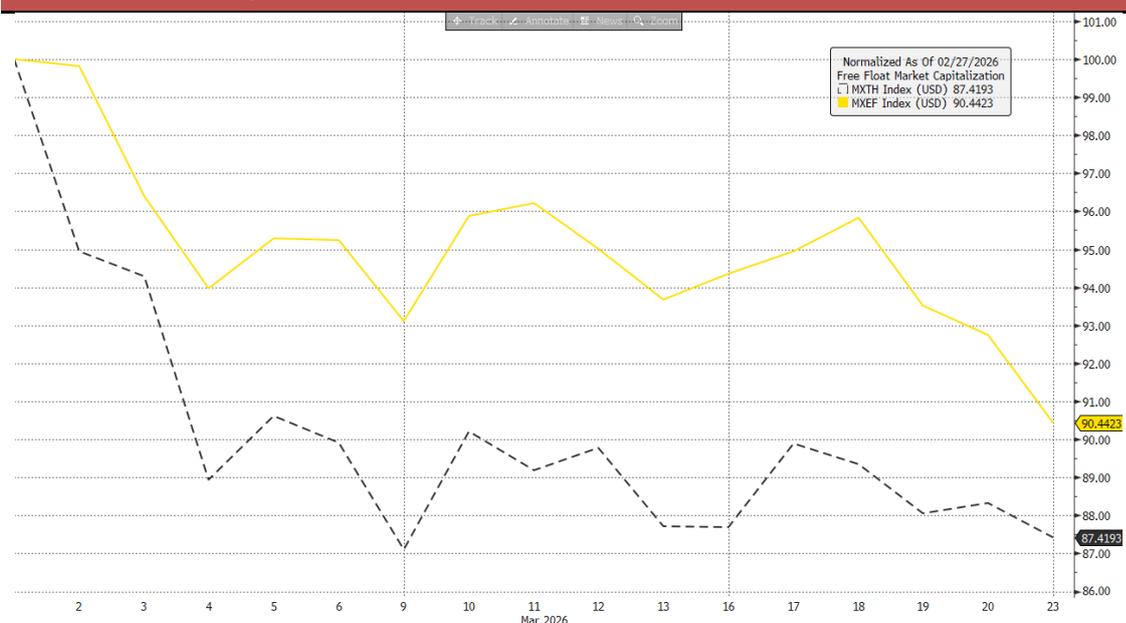
Source: Trinity Research

Figure 20. น้ำหนักของประเทศไทยในดัชนี MSCI Emerging Markets (MSCI EM) ค่อนข้างคงที่ในช่วงหลังที่ 1.0% โดยประมาณ



Source: Trinity Research

Figure 21. ในกรณีปกติ โอกาสที่ตลาดหุ้นไทยจะได้รับการเพิ่มน้ำหนักในดัชนี MSCI ประจำรอบการพิจารณาเดือนพฤษภาคม ยังคงค่อนข้างจำกัด



Source: Bloomberg

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน 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 และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

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

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มิวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยมิได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน