



# GLOBAL INVESTMENT STRATEGY 2023

THE YEAR OF OPPORTUNITIES







# Contents

<u>Global Investment Strategy 2023</u>	<b>05</b>
<u>Investment Themes</u>	<b>07</b>
<u>High Potential</u>	<b>08</b>
<u>High Demand</u>	<b>18</b>
<u>High Stability</u>	<b>32</b>
<u>Others</u>	<b>37</b>





#### Disclaimer

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของ แหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็น ต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อ ประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ที่สื่อกันไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

# Global Investment Strategy 2023: The Year of Opportunities

ปี 2022 นับว่ามีหลากหลายเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อภาพรวมการลงทุน ตั้งแต่ปัญหาความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครนที่ดันราคาน้ำมันให้ปรับตัวสูงขึ้นไปกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เงินเพื่อสหรัฐฯ เติบโตขึ้นสูงสุดในรอบ 40 ปี การเร่งขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางทั่วโลก และปัญหาห่วงโซ่อุปทานจากการล็อกดาวน์ในจีน ล้วนเป็นปัจจัยกดดันที่ส่งผลให้สินทรัพย์ทั้ง หุ้น ตราสารหนี้ รวมถึงทองคำปรับตัวลดลงตั้งแต่ต้นปี

แต่สำหรับปี 2023 ปัจจัยความไม่แน่นอนในปีที่ผ่านมาเริ่มมีทิศทางที่ดีขึ้น โดยมีประเด็นสำคัญที่น่าสนใจ ดังนี้

## 1. เงินเพื่อมีแนวโน้มชะลอตัวลงแต่ธนาคารกลางไม่รีบร้อนลดดอกเบี้ยนโยบาย

เริ่มเห็นสัญญาณการชะลอตัวของเงินเฟ้อในสหรัฐฯ ยุโรปและอังกฤษ หลังผ่านจุดสูงสุดเมื่อปีที่ผ่านมามีแนวโน้มลดลงตามระดับเงินเฟ้อยังคงสูงกว่ากรอบของธนาคารกลางที่ราว 2% ทำให้คาดว่าธนาคารกลางทั่วโลกยังคงจำเป็นต้องตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับสูงไปตลอดช่วงปีหน้าจนกว่าจะเห็นแนวโน้มเงินเฟ้อชะลอตัวลงชัดเจน

## 2. การผ่อนคลายนโยบาย Zero COVID และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีน

ปีที่ผ่านมาเป็นปีที่ท้าทายในการจัดการปัญหาในประเทศจีน โดยเฉพาะความเข้มงวดในการใช้นโยบาย Zero COVID ที่ทำให้หลายพื้นที่เศรษฐกิจสำคัญถูกล็อกดาวน์ ส่งผลต่อการเติบโตของเศรษฐกิจจีนและห่วงโซ่อุปทานโลก อย่างไรก็ตาม คาดว่าในช่วงไตรมาส 2 จีนจะมีแนวทางการผ่อนคลายที่ชัดเจน ซึ่งจะเป็ปัจจัยหนุนให้เศรษฐกิจจีนรวมถึงประเทศในภูมิภาคอาเซียนฟื้นตัวได้ดีขึ้น

## 3. Valuation ของสินทรัพย์กลับมาในระดับที่เหมาะสม

ราคาสินทรัพย์ที่ปรับตัวลงมาตลอดปี 2022 ทำให้ระดับ Valuation ปรับตัวลดลงมาต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี แต่ในทางสถิติราคาหุ้นมักจะสะท้อนภาวะเศรษฐกิจในอนาคต ราว 6 เดือนถึง 1 ปี แสดงให้เห็นว่าตลาดได้รับรู้ความเสี่ยงในปี 2023 ไปพอสมควรแล้ว อย่างไรก็ตามบริษัทจดทะเบียนในบางประเทศและบางกลุ่มอุตสาหกรรมยังมีอัตราการเติบโตของกำไรที่สูงสวนกระแสเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ทำให้เราเชื่อว่าปี 2023 นี้จะเป็นปีแห่งโอกาสในการลงทุน

เราแบ่งกลยุทธ์การลงทุนเป็น 3 วิธีการลงทุนสำหรับปี 2023 ดังนี้

### 1. High Potential

เน้นลงทุนในประเทศที่มีศักยภาพในการเติบโตสวนกระแสการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก โดยตลาดหุ้นที่มีแนวโน้มที่จะ Outperform จะต้องเป็นตลาดหุ้นของประเทศที่เศรษฐกิจยังมีอัตราการเติบโตของ GDP อยู่ในระดับที่สูง มีการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS Growth) ที่แข็งแกร่ง และที่สำคัญคือ มี Valuation ที่อยู่ระดับต่ำเพียงพอที่จะทำให้เกิด Margin of Safety ในการลงทุน

### 2. High Demand

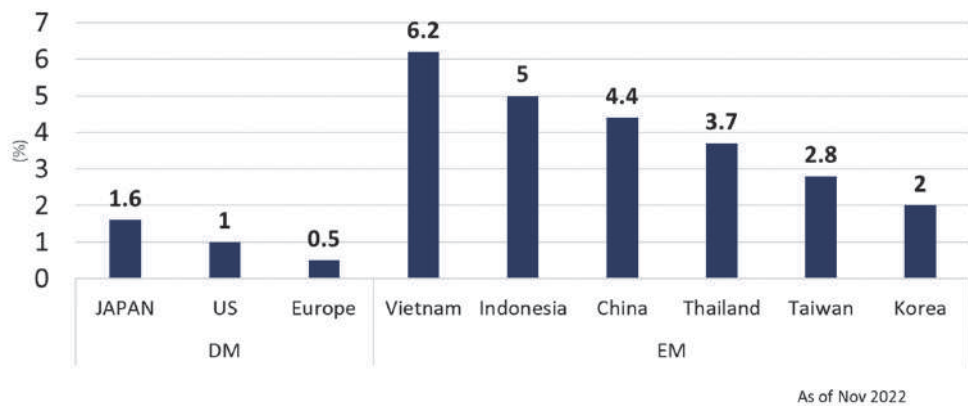
เน้นอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มจะ Outperform ตลาดได้ในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว จะเน้นลงทุนในกลุ่มที่สินค้าและบริการมีความต้องการในการใช้งานอยู่ในระดับสูงและเติบโตตาม Megatrends ของโลก ตลอดจนมีอำนาจในการปรับราคาสินค้าขึ้นตามภาวะเงินเฟ้อ (Pricing Power) ซึ่งจะส่งผลให้รายได้และกำไรของธุรกิจไม่ผันผวนตามภาวะเศรษฐกิจ

### 3. High Stability

เน้นลงทุนในสินทรัพย์ที่สามารถสร้างเสถียรภาพให้กับพอร์ตการลงทุน อย่างพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จากแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยที่ปรับตัวขึ้นมาทรงตัวอยู่ในระดับสูงในปี 2023 และมีแนวโน้มที่จะกลับมาปรับลดลงในปี 2024 รวมถึงทองคำที่มักจะสร้างผลตอบแทนได้ดีในช่วงเศรษฐกิจถดถอยและเงินเฟ้อทรงตัวอยู่ในระดับสูง

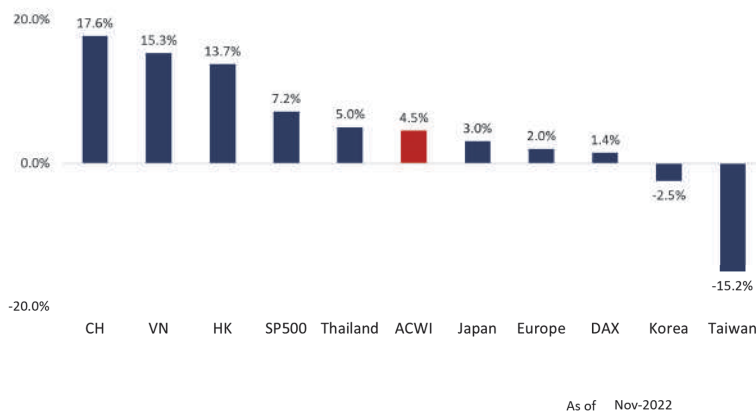
## Economic and market indicator

GDP Forecast 2023



ที่มา : Bloomberg, IMF, TISCO Advisory

EPS growth 2023



ที่มา : Bloomberg, TISCO Advisory

# Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes		
	Underweight	Neutral	Overweight			
US Bonds			●	●	●	เงินเพื่อที่จะลดตัวลงและแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยที่เริ่มทรงตัว รวมถึงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯอายุ 10 ปีที่ปรับตัวลดลง ( โดยนักวิเคราะห์ของทาง Bloomberg ให้เป้าหมายไว้ที่ 3.2% ) ทำให้ผลตอบแทนของตราสารหนี้มีความน่าสนใจในช่วงที่เศรษฐกิจจะลดตัว
<b>Equity Markets</b>						
US			●			การปรับตัวลงของดัชนี S&P500 ทำให้ Valuation มีความน่าสนใจมากขึ้น ขณะที่ความเสี่ยงต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอย upside ของตลาดหุ้น
Europe	●	●	●			เศรษฐกิจมีโอกาสสูงที่จะเกิด Recession ในปี 2023 จากเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูง สงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยืดเยื้อ และปัญหาด้านพลังงานรุมเร้า
Japan			●			เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ในระยะสั้นจากการท่องเที่ยว รายได้เติบโตเล็กน้อยและกำไรใกล้เคียงเดิม แต่ Valuation ยังไม่ได้นำสนใจ
China			●	●	●	เศรษฐกิจเติบโตโดดเด่นและจะเป็นแรงผลักดันสำคัญของเศรษฐกิจโลกในปีนี้ ในขณะที่ EPS Growth สูงกว่า 17% และมีแนวโน้มผ่อนคลายมาตรการ Zero COVID อย่างชัดเจนขึ้นในช่วง 2Q2023
Thailand			●			Valuation ค่อนข้างดี ตัว EPS growth23 = 5.1% และ Fwd PE23 = 15.15 เท่าสูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปี เน้นลงทุนในกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากการบริโภคและการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว
Indonesia			●			EPS เติบโตต่ำจากฐานที่สูงในปีก่อนหน้า ในขณะที่ Valuation อยู่ในระดับใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 10 ปี
Vietnam			●	●	●	เศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตโดดเด่น สวนทางกับประเทศอื่น ขณะที่ Valuation ปรับตัวลดลงมาต่ำสุดในรอบ 10 ปี สวนทางกับ EPS ที่ยังเติบโตได้ถึง 13.2%
Healthcare			●	●	●	อุตสาหกรรมในกลุ่มปัจจัย4 ทำให้ถูกกระทบจากภาวะเศรษฐกิจจำกัด ปัจจัยหนุนระยะยาวมีความชัดเจนทั้งแนวโน้มสังคมสูงอายุ ความต้องการยาประสิทธิภาพสูงและการเติบโตของเทคโนโลยี
Technology			●	●		เลือกลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มี รายได้สม่ำเสมอ อัตรากำไรสูงและมีความผันผวนกับภาวะเศรษฐกิจต่ำ อาทิ Cloud Computing และ Cybersecurity
Utilities / Infrastructure			●	●	●	ด้านนโยบายสนับสนุนจากทั่วโลกด้านการเปลี่ยนผ่านไปยัง clean energy ทำให้ต้องเร่งการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ขณะที่ภาวะเงินเฟ้อที่อยู่ระดับสูงเป็นปัจจัยหนุนการเพิ่มขึ้นรายได้ของอุตสาหกรรม
<b>Alternative Investments</b>						
Gold			●	●	●	อุปสงค์จากธนาคารกลางต่างๆ สูงสุดเป็นประวัติการณ์ ผลตอบแทนเป็นบวกได้ในเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงยังได้ผลประโยชน์จาก Real Yield ที่ลดลง ให้ผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่เงินเฟ้ออยู่ระดับสูงได้
Oil			●			น้ำมันได้รับผลประโยชน์จากการปรับลดกำลังการผลิต ของกลุ่ม OPEC+ และ อุปสงค์ส่วนเกิน แต่ยังมีความเสี่ยงทางด้านราคา เมื่อเกิดภาวะถดถอย

● Previous Recommendation   ● Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน   ● Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน   ● Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน



**HIGH  
POTENTIAL**



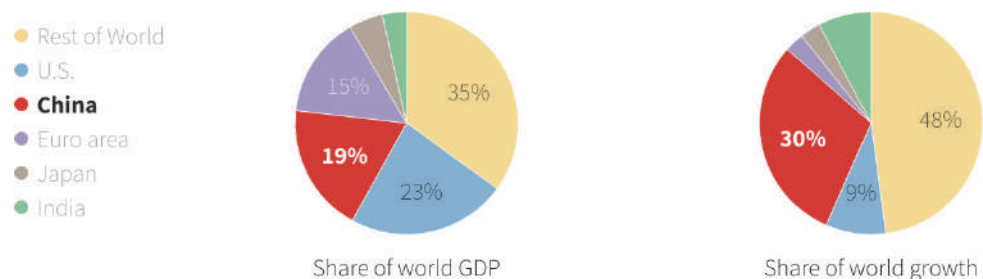


## GDP จีนขยายตัวโดดเด่นขับเคลื่อนเศรษฐกิจโลก

ภาพรวมเศรษฐกิจและการลงทุนในปี 2023 ของจีนมีแนวโน้มจะกลับมาขยายตัวได้อย่างโดดเด่นหลังจากได้รับแรงกดดันจากการใช้มาตรการ Zero COVID เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 อย่างเข้มงวดตลอดช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมา

กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) มีการคาดการณ์ว่าในปี 2023 เศรษฐกิจจีนจะขยายตัวได้ดีเมื่อเทียบกับเศรษฐกิจโลก โดย IMF คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจ (GDP) จีนจะขยายตัวได้ 4.4% ในขณะที่คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวที่ 2.7% ในปี 2023 โดยการขยายตัวทางเศรษฐกิจของจีนจะเป็นกำลังหลักของการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก คิดเป็นสัดส่วนถึง 1 ใน 3 ของการขยายตัวทางเศรษฐกิจของโลก ทั้งนี้เป็นผลจากการเริ่มผ่อนคลายมาตรการ Zero Covid ของจีน (ดังแผนภาพที่ 1)

แผนภาพที่ 1 : จีนเป็นกำลังหลักของการขยายตัวทางเศรษฐกิจโลกในปี 2023



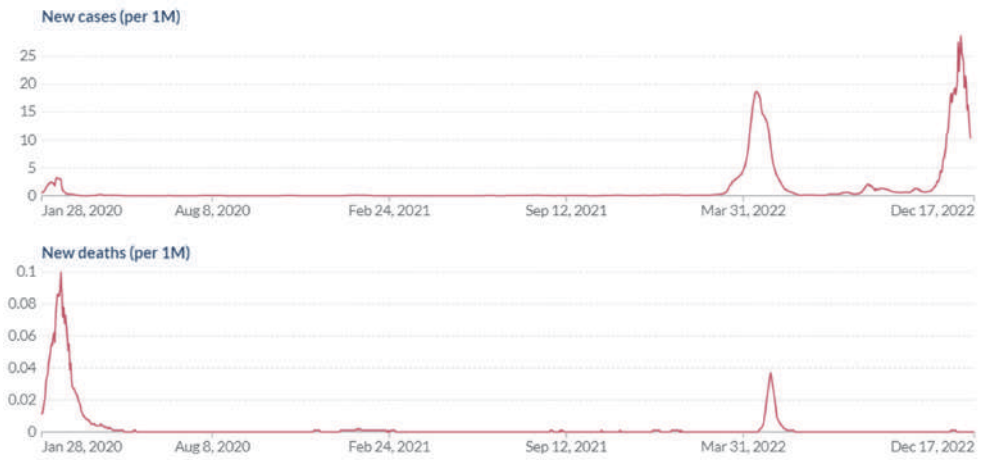
ที่มา : IMF World Economic Outlook 2022

## ผ่อนคลายนโยบาย Zero COVID อย่างต่อเนื่อง

นับตั้งแต่มีการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จีนประกาศใช้มาตรการเพื่อควบคุมการแพร่ระบาดอย่างเข้มงวด โดยใช้นโยบาย Zero COVID ซึ่งเป็นการควบคุมและหยุดยั้งการแพร่ระบาดขั้นสูงสุด ตั้งแต่การตรวจหาเชื้อในกลุ่มประชาชนจำนวนมาก ไปจนถึงการปิดพรมแดนประเทศ และการ Lockdown พื้นที่ต่างๆ ภายในประเทศ ซึ่งมาตรการ Zero COVID นี้สร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจและการลงทุนของจีนอย่างมากในช่วงปีที่ผ่านมา

อย่างไรก็ตาม ในช่วงปลายปี 2022 จีนเริ่มส่งสัญญาณผ่อนคลายความเข้มงวดของมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดของโควิด-19 อย่างต่อเนื่อง เช่น การลดจำนวนวันกักตัวสำหรับผู้เดินทางเข้าประเทศ การเลิกแบนสายการบินที่มีผู้ติดเชื้อเข้าประเทศ ในขณะที่หลายเมืองใหญ่เริ่มมีการอนุญาตให้ประชาชนสามารถเข้าไปใช้สวนสาธารณะ อาคารสำนักงาน ซูเปอร์มาร์เก็ต และสนามบินได้ โดยไม่ต้องแสดงผลตรวจโควิดเป็นลบ การผ่อนคลายมาตรการควบคุมการแพร่ระบาดนี้ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการรวมตัวประท้วงเป็นวงกว้างของประชาชนจีน รวมถึงอาการเจ็บป่วยที่เบาลงในผู้ที่ได้รับเชื้อและจำนวนผู้เสียชีวิตที่ลดลงอย่างชัดเจนหลังจากได้รับเชื้อเมื่อเทียบกับการแพร่ระบาดในช่วงแรก (ดังแผนภาพที่ 2)

**แผนภาพที่ 2 : จำนวนผู้ติดเชื้อโควิด-19 รายใหม่ และจำนวนผู้เสียชีวิตจากการติดเชื้อโควิด-19 รายใหม่ในจีน**



ที่มา: Ourworldindata, Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data

**ตลาดหุ้นอ่อนไหวต่อนโยบาย Zero COVID**

มาตรการที่ควบคุมการแพร่ระบาดของโควิด-19 ที่เข้มงวดจีนส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นจีนอย่างชัดเจนในช่วงปี 1-2 ปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะการประกาศ Lockdown ในเมืองใหญ่ของจีน เช่น ปักกิ่ง เชียงไฮ้ กัดดันตลาดหุ้นจีนอย่างมาก เนื่องจากการถูกจำกัดการทำกิจกรรมต่างๆ ในเมืองเหล่านี้ส่งผลกระทบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจของจีนในภาพรวมค่อนข้างมาก แต่เมื่อทางการจีนเริ่มส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายลงกลับเป็นปัจจัยบวกที่ผลักดันให้ตลาดหุ้นจีนปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยยะสำคัญ

**แผนภาพที่ 3 : มาตรการการควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อโควิดในจีนเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นจีนในปี 2022**



ที่มา: Bloomberg

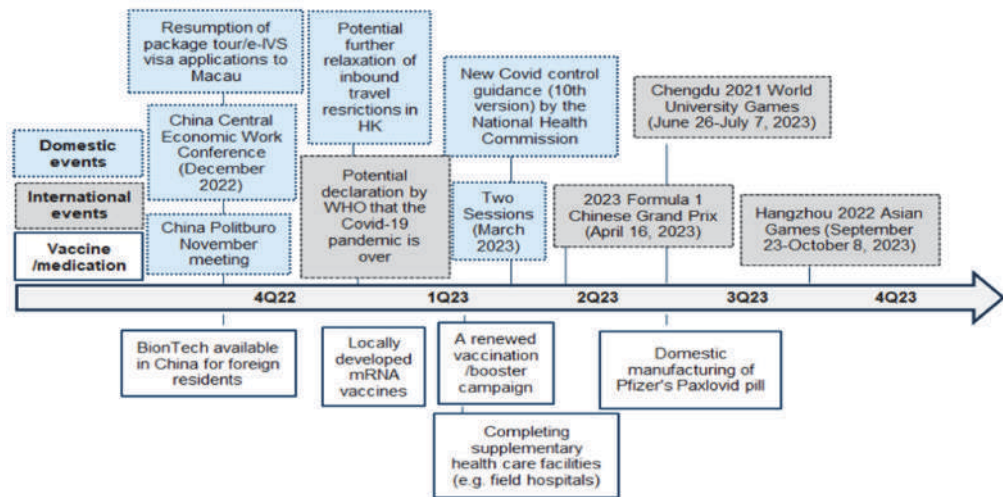


## คาดผ่อนคลาย Zero COVID ไตรมาส 2/2023

ในปี 2023 จีนมีแนวโน้มสูงที่จะผ่อนคลายความเข้มงวดของมาตรการ Zero Covid ต่อเนื่อง และคาดว่าจะเห็นความชัดเจนในช่วงไตรมาส 2 ปี 2023 โดยพิจารณาจากลำดับเหตุการณ์สำคัญที่จะเกิดขึ้นในจีนในช่วงปี 2023 นี้ เหตุการณ์ที่น่าจับตามองคือการประชุม 2 สภา (Two Sessions Meeting) ของจีนที่จะเกิดขึ้นในช่วงเดือนมีนาคม 2023 (ดังแผนภาพที่ 4)

การประชุม 2 สภา (Two Sessions Meeting) นับเป็นการประชุมที่สำคัญมากของจีน เพราะเป็นการประชุมสภาที่ปรึกษาทางการเมืองแห่งชาติ (CPPCC) และการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ (NPC) ที่จัดขึ้นปีละครั้งในช่วงเวลาเดียวกัน โดยจะมีการรายงานและประเมินผลงานของรัฐบาลจีนในปีที่ผ่านมา และกำหนดแผนยุทธศาสตร์ นโยบายในด้านต่างๆ และกำหนดเป้าหมายทางเศรษฐกิจและสังคมของจีนตลอดทั้งปี ดังนั้นมีโอกาสค่อนข้างมากที่จะได้เห็นการเปลี่ยนแปลงนโยบาย Zero COVID ในช่วงไตรมาส 2 ปี 2023 หลังการประชุม 2 สภาเสร็จสิ้น เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจจีนให้กลับมาขยายตัวได้ตามเป้าหมายและยังเป็นการเตรียมความพร้อมสำหรับกิจกรรมอื่น ๆ ที่จะเกิดขึ้นในช่วงปี 2023 ด้วย

แผนภาพที่ 4 : เหตุการณ์สำคัญที่จะเกิดขึ้นในจีนในปี 2023



ที่มา: GoldmanSach

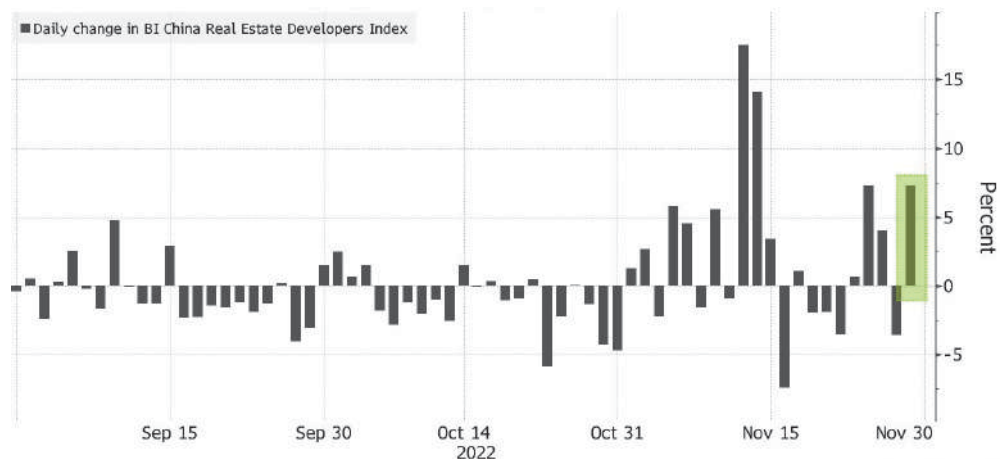
## ภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มฟื้นตัว

สำหรับภาคอสังหาริมทรัพย์ หนึ่งในปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจจีน เป็นอีกปัจจัยกดดันที่สำคัญของตลาดหุ้นจีนในช่วงหลายปีที่ผ่านมา เริ่มส่งสัญญาณการฟื้นตัวเช่นกัน หลังจากได้รับการช่วยเหลือสนับสนุนจากทางการเงินและหน่วยงานต่างๆ ในช่วงปีที่ผ่านมาอย่างต่อเนื่อง เช่น

- การออกมาตรการ 16 ข้อ เพื่อช่วยพลิกฟื้นภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ครอบคลุมตั้งแต่การจัดการวิกฤตสภาพคล่องของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ไปจนถึงการผ่อนคลายหลักเกณฑ์การซื้อขายอสังหาริมทรัพย์สำหรับบุคคลทั่วไป
- การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจและการช่วยเหลือภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม เช่น การสนับสนุนสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ และมาตรการการซื้อพันธบัตรของผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
- ธนาคารพาณิชย์รายใหญ่ 6 แห่งของจีนลงนามในข้อตกลงกระตุ้นตลาดอสังหาริมทรัพย์จีน โดยให้ความสนับสนุนทางการเงิน มูลค่ากว่า 1 ล้านล้านหยวน (4.98 ล้านล้านบาท)
- คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จีนยกเลิกคำสั่งห้ามบริษัทอสังหาริมทรัพย์เสนอขายหุ้นเพื่อระดมทุน ซึ่งนับเป็นการเสริมสภาพคล่องให้ภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนอย่างนัยยะสำคัญ

มาตรการช่วยเหลือสนับสนุนภาคอสังหาริมทรัพย์จีนเหล่านี้ช่วยสร้างความเชื่อมั่นว่ารัฐบาลยังคงให้ความสำคัญและมุ่งมั่นที่จะแก้ปัญหาวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ให้พลิกฟื้นกลับมาได้ในที่สุด โดยข้อมูลจาก Bloomberg Intelligent ชี้ว่า ราคาหุ้นของบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของจีนปรับตัวขึ้นอย่างชัดเจนนับตั้งแต่ช่วงไตรมาส 3 ปี 2022 ที่มีการประกาศมาตรการช่วยเหลือต่างๆ (ดังแผนภาพที่ 5)

**แผนภาพที่ 5 : ดัชนี BI China Real Estate Developers Index (มาตรวัดราคาหุ้นบริษัทอสังหาของจีน) ติดตัวขึ้นรับมาตรการสนับสนุนภาคอสังหาริมทรัพย์จีน**



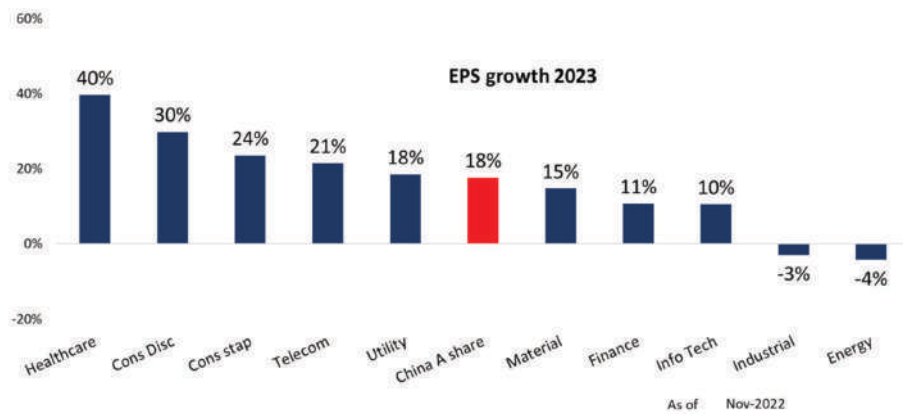
ที่มา: Bloomberg

## EPS เติบโตในอัตราสูง

สำหรับภาคธุรกิจโดยรวมของจีนในปี 2023 พบว่ามีแนวโน้มการเติบโตในอัตราโดดเด่นเช่นกัน โดย Bloomberg Consensus คาดการณ์ว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) ของบริษัทจดทะเบียนจีน ในดัชนี CSI300 มีแนวโน้มจะเติบโตได้กว่า 17.2% เมื่อเทียบกับปี 2022 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่คาดว่าจะเติบโตได้โดดเด่นที่สุด คือ กลุ่ม Healthcare คาดว่าจะเติบโตได้ +40.2% รองลงมาคือ กลุ่ม Consumer Discretionary คาดว่าจะเติบโตได้ +29.6% จากปี 2022 (ดังแผนภาพที่ 6)



แผนภาพที่ 6 : อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจีนในปี 2023



ที่มา: Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

ในแง่ Valuation ของตลาดหุ้นจีน นับว่าอยู่ในระดับที่น่าสนใจมาก โดย ณ สิ้นเดือนตุลาคม 2022 ดัชนี CSI300 มีอัตราราคาต่อกำไรล่วงหน้า (Forward P/E) อยู่ที่ 9.96 เท่า และ ดัชนี HSCEI มี อัตราราคาต่อกำไรล่วงหน้า (Forward P/E) อยู่ที่ 6.24 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับค่าเฉลี่ย 10 ปีของจีน (ดังแผนภาพที่ 7)

แผนภาพที่ 7 : ภาพแสดงระดับ Valuation (Forward P/E) ของดัชนี CSI300 ตั้งแต่ปี 2013 - 2022



ที่มา: Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

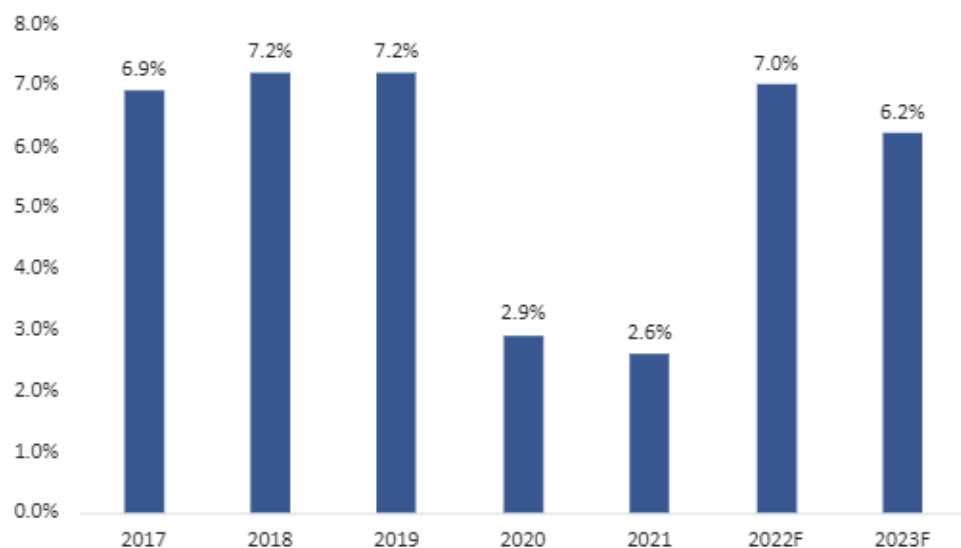
**แนะนำ Overweight หุ้นจีน**

ด้วยอัตราการเติบโตที่โดดเด่นของจีนทั้งในแง่ภาพรวมทางเศรษฐกิจและบริษัทจดทะเบียน ในขณะที่ระดับการซื้อขายของดัชนีหุ้นจีนอยู่ในระดับไม่แพง ทำให้หุ้นจีนมีแนวโน้มฟื้นตัวได้โดดเด่นในปี 2023 โดยมีปัจจัยสำคัญที่จะเป็นแรงผลักดันคือ การผ่อนคลายมาตรการ Zero COVID เราแนะนำ “Overweight” หุ้นจีน โดยแนะนำกลุ่ม Healthcare และ Consumer Discretionary

## GDP เวียดนามเติบโตเด่นสวนกระแสเศรษฐกิจโลกชะลอตัว

IMF คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจเวียดนามในปี 2023 จะเติบโตได้ถึง 6.2% (ตามแผนภาพที่ 8) โดยได้รับแรงหนุนจากการบริโภคภายในประเทศที่ยังเติบโตอย่างต่อเนื่อง การลงทุนทางตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่ได้รับประโยชน์จากนโยบาย China+1 และการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่มีสัดส่วนถึง 10% ของ GDP

แผนภาพที่ 8 : อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของเวียดนาม



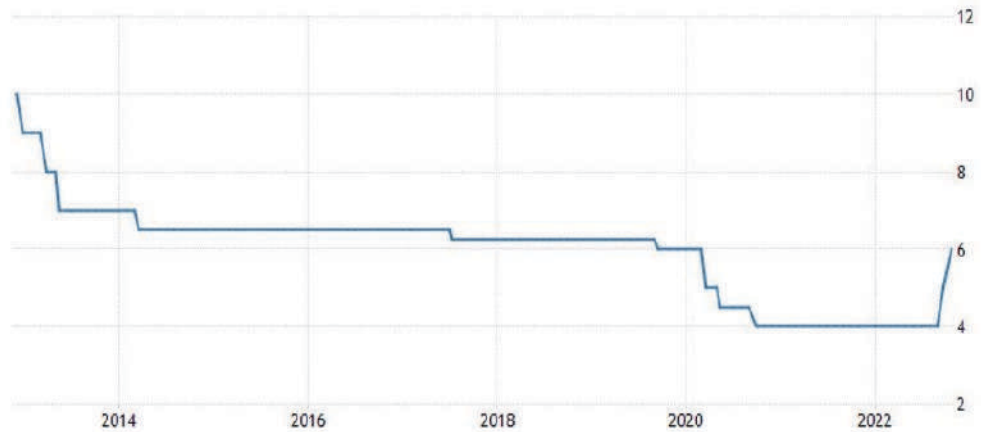
ที่มา : IMF

## ธนาคารกลางดำเนินนโยบายการเงินอย่างมีเสถียรภาพ

ในปี 2022 ที่ผ่านมา ธนาคารกลางเวียดนาม (SBV) ได้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นจาก 4% ขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 6% (ตามแผนภาพที่ 9) ซึ่งเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับช่วง Pre COVID-19 เพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงินดองและควบคุมอัตราเงินเฟ้อให้อยู่ใกล้เคียงกับเป้าหมายของธนาคารกลางที่ 4% เราคาดว่าธนาคารกลางเวียดนามมีโอกาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมในปี 2023 อีกเพียงเล็กน้อยราว 0.5% - 1% และคงอัตราดอกเบี้ยตาม Fed หลังผ่านช่วงไตรมาสที่ 1/2023 ส่งผลให้แรงกดดันต่อค่าเงินดอง ตลอดจนต้นทุนทางการเงินและสภาพคล่องภายในประเทศ มีแนวโน้มที่จะคลี่คลายลง



### แผนภาพที่ 9 : อัตราดอกเบี้ยของเวียดนาม



ที่มา : Trading Economics, State Bank of Vietnam

### Valuation ต่ำสุดในรอบ 10 ปี สวนทางการเติบโตของผลกำไร

ปัจจุบันตลาดหุ้นเวียดนามซื้อ-ขายอยู่ในระดับ Forward PE เพียง 8.56 เท่า ต่ำสุดในรอบ 10 ปี ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวกว่า -2 S.D. และใกล้เคียงกับจุดต่ำสุดในช่วงปี 2012 ที่เวียดนามต้องเผชิญปัญหาอัตราเงินเฟ้อที่สูงทะลุ 20% (ดังแผนภาพที่ 10)

### แผนภาพที่ 10 : ภาพแสดงระดับ Valuation (Forward P/E) ของดัชนี VN Index ตั้งแต่ปี 2012 - 2022

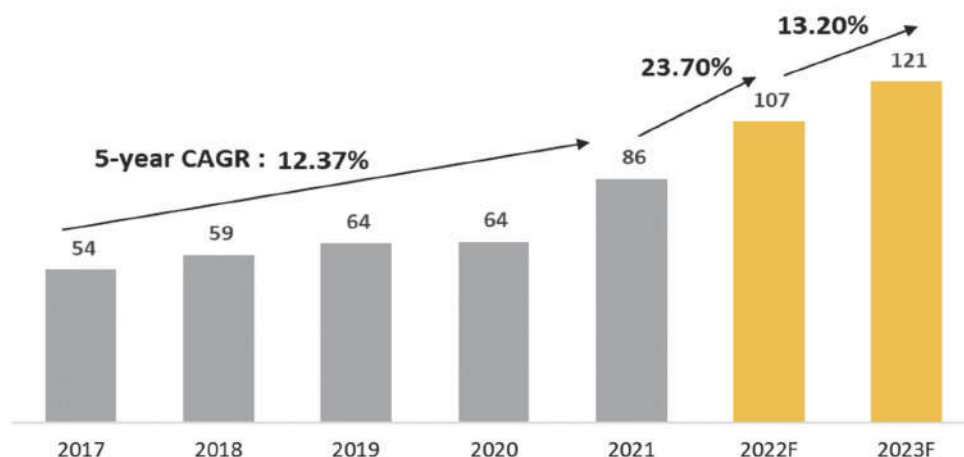


ที่มา : Bloomberg, TISCO Wealth Advisory as of Oct2022

## กำไรต่อหุ้นเติบโตโดดเด่น

Bloomberg consensus คาดการณ์ว่ากำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในเวียดนามปี 2023 ยังเติบโตได้ถึง +13.2% YoY สูงเป็นลำดับต้นๆของอาเซียนและสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในช่วงปี 2017 – 2021 ของตลาดหุ้นเวียดนามเองที่กำไรต่อหุ้นมีการเติบโตแบบเฉลี่ยทบต้นราว 12.4% ต่อปี (ดังแผนภาพที่ 11)

แผนภาพที่ 11 : กำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นเวียดนาม



ที่มา : Bloomberg, TISCO Wealth Advisory as of Oct2022

## ผลตอบแทน 1 เด็ง เป็นไปได้ที่ตลาดหุ้นเวียดนาม

### History repeats itself ?

จากการศึกษาภาวะตลาดหมึในช่วง 20 ปีที่ผ่านมาของตลาดหุ้นเวียดนาม เราพบว่า

- ค่าเฉลี่ยของการปรับฐานของตลาดหุ้นเวียดนามจะอยู่ที่ประมาณ -35%
- ค่า PE ณ จุดต่ำสุดของการปรับฐานแต่ละรอบ โดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ 11.08 เท่า
- ระยะเวลาในการปรับลงของตลาดหุ้นโดยเฉลี่ยอยู่ที่ 9.8 เดือน
- ผลตอบแทนโดยเฉลี่ยจากการเข้าลงทุนหุ้นเวียดนามนับจากจุดต่ำสุดไปยังจุดสูงสุด อยู่ในระดับที่สูงถึง 113%

ปัจจุบันตลาดหุ้นเวียดนามปรับฐานลงมาจากจุดสูงสุดราว -37% แล้ว มากกว่าค่าเฉลี่ยของการปรับฐานในอดีต และกำลังซื้อขายในระดับ Forward PE เพียง 8.56 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่า PE เฉลี่ยบริเวณจุด bottom ของการปรับฐานในอดีตถึง 25% (ดังแผนภาพที่ 12)

## แผนภาพที่ 12 : สถิติย้อนหลังของตลาดหุ้นเวียดนามในภาวะตลาดหมี

No.	From	To	Drawdown (%)	PE at trough	Duration (months)	Return (%) to next Peak
1	Dec. 02	Oct. 03	-30%	N/A	11	108%
2	Mar. 04	Aug. 04	-22%	N/A	4	199%
3	Apr. 06	Jul. 06	-39%	N/A	3	203%
4	Mar. 07	Mar. 09	-80%	9.6	24	120%
5	Oct. 09	Jan. 12	-47%	8.4	27	260%
6	May. 12	Nov. 12	-24%	9.6	6	36%
7	Sep. 14	Dec. 14	-20%	12.6	3	12%
8	Jul. 15	Jan. 16	-19%	13.0	6	34%
9	Apr. 18	Dec. 18	-29%	14.3	9	19%
10	Nov. 19	Mar. 20	-37%	10.1	5	135%
Average			-35%	11.08	9.8	113%!!
11	Apr. 22	???	-37%	8.56	???	???

ที่มา : Bloomberg, TISCO Wealth Advisory as of 15 Nov 2022

เมื่อพิจารณาสถิติดังกล่าว ประกอบกับ Valuation และ การเติบโตของกำไรต่อหุ้น ทำให้เรามองว่าราคาหุ้นเวียดนาม ณ ระดับปัจจุบัน ถือเป็นระดับที่ “Undervalue” และมี “Margin of safety” ที่สูงมากเพียงพอในการเข้าลงทุน

### โอกาสทองในการเข้าลงทุนหุ้น Super stocks ที่กำลังมีปัญหาชั่วคราว

เราแนะนำ “Overweight” หุ้นเวียดนาม โดยให้น้ำหนักไปที่ภาพรวมเศรษฐกิจที่ยังเติบโตได้ในระดับสูงในปี 2023 เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆทั่วโลกและกลุ่มประเทศในภูมิภาคอาเซียน

ในขณะที่ Valuation ของตลาดหุ้นได้ปรับตัวลดลงมาซื้อขายอยู่ในระดับที่ต่ำสุดในรอบ 10 ปี สวนทางกับผลกำไรบริษัทจดทะเบียนที่ยังมีแนวโน้มเติบโตได้อย่างแข็งแกร่ง ทั้งนี้ เรามองว่าเวียดนามจะสามารถแก้ไขปัญหาคาขาดทุนและอสังหาริมทรัพย์ได้เนื่องจากฐานะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในภาพรวมที่ยังแข็งแกร่ง (ดังที่แสดงในแผนภาพที่ 13) ส่งผลให้ในปี 2023 ตลาดหุ้นเวียดนามจะสามารถฟื้นตัวได้สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานและศักยภาพในการเติบโตระยะยาวของประเทศ

## แผนภาพที่ 13 : เปรียบเทียบภาพรวมเศรษฐกิจและตลาดหุ้นของเวียดนามกับประเทศในกลุ่มอาเซียน

	Indonesia	Malaysia	Philippines	Thailand	Vietnam
Government debt to GDP	40.9%	69.6%	59.3%	61.5%	40.2%
Household debt to GDP	16.9%	71.1%	10.0%	90.1%	41.3%
Inflation 2023	3.9%	2.8%	4.3%	2.8%	3.0%
Foreign Direct Investment on GDP (5y average)	1.9%	2.4%	2.7%	1.4%	4.8%
Export annual growth (10y CAGR)	1.3%	2.7%	4.4%	2.0%	13.3%
Forward PE (x)2023	15.2	12.5	11.5	14.5	8.6
Earnings growth 2023	0.3%	11.5%	11.5%	5.4%	13.2%
Listed companies net debt to equity	15.6%	34.5%	52.5%	86.0%	19.4%
Banking sector earnings growth (2016-2021 CAGR)	9.9%	4.5%	9.2%	-1.2%	30.1%

ที่มา : PYN Elite Fund, Trading Economics, TISCO Wealth Advisory





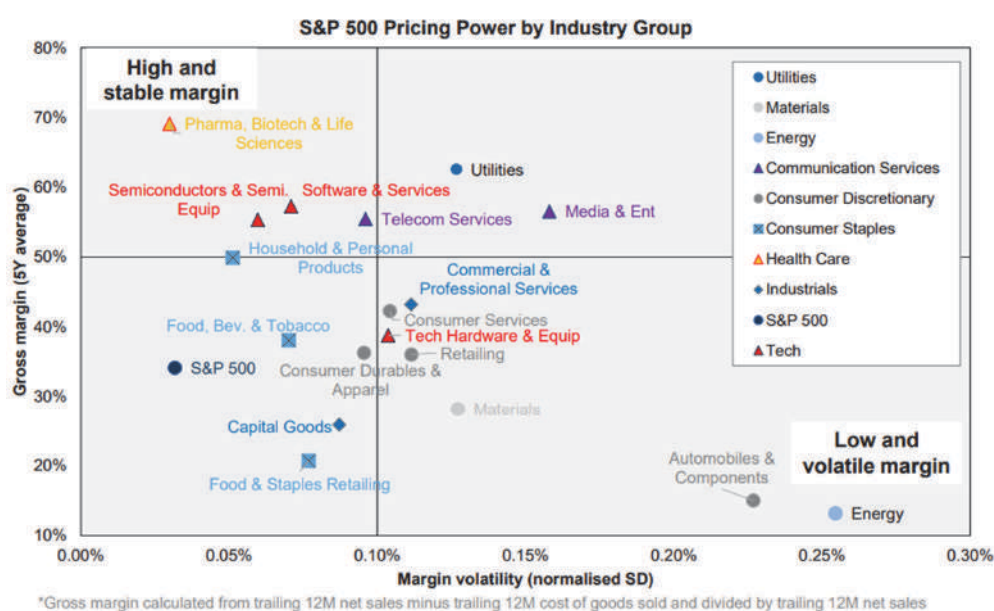
สำหรับปี 2023 หุ่นที่สอดคล้องกับ Megatrend จะมีศักยภาพสูงในการสร้างผลตอบแทนโดดเด่น เนื่องด้วยนโยบายการเงินที่อาจกลับมาผ่อนคลายในระยะข้างหน้า แต่ Valuation ต่ำลงจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดช่วงที่ผ่านมา โดยเน้นเลือกลงทุนธุรกิจพื้นฐานดีที่มีปัจจัยสนับสนุนราคาหุ้น เช่น สินค้าที่มีความต้องการสูง (High Demand) และอัตรากำไรที่สูงและไม่ผันผวนตามเศรษฐกิจ รวมถึงเลือกบริษัทที่อาจมีโอกาสเติบโตสูงจากสินค้าและบริการที่พัฒนาขึ้นใหม่จากนวัตกรรม ที่สามารถตอบสนองต่อความต้องการของผู้บริโภคเป็นวงกว้างในอนาคต

ปีที่ผ่านมามาตรฐานการวัดความขัดแย้ง รัสเซีย-ยูเครน (2022) ทำให้เกิดวิกฤตเงินเฟ้อสูงทั่วโลก ซึ่งในด้านผู้ประกอบการจะส่งผลต่อต้นทุนสินค้าเพิ่มขึ้นฉับพลัน หากธุรกิจยังต้องการอัตรากำไร (Margin) คงเดิมจำเป็นต้องขึ้นราคาสินค้าเพื่อผลกำไรต่อไปยังผู้บริโภค อย่างไรก็ตาม เมื่ออ้างอิงถึงทฤษฎีทางเศรษฐศาสตร์เกี่ยวกับผลกระทบต่อ Demand เมื่อราคาสินค้าสูงขึ้น ประเภทสินค้าที่มีความจำเป็นต่อผู้บริโภค เมื่อราคาสินค้าเพิ่มขึ้นจะทำให้การบริโภคลดลงในสัดส่วนที่น้อยกว่าการเปลี่ยนแปลงของราคา ในท้ายที่สุด ธุรกิจเหล่านี้จะสามารถผลกำไรไปยังผู้ซื้อด้วยการขึ้นราคาสินค้า และยังคงยอดขายและกำไรไว้ได้

## กลุ่มอุตสาหกรรม Information Technology และ Healthcare เป็นกลุ่มที่มี High Demand

โดยในด้านบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาบ่งชี้ว่า ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาซึ่งรวมถึงสถานการณ์เงินเฟ้อสูง กลุ่ม Information Technology และ Healthcare มีอัตรากำไร (Gross Margin) อยู่ในระดับสูง และมีความผันผวนน้อย (ดังแสดงในแผนภาพที่ 14) บ่งชี้ว่าเป็นธุรกิจที่สามารถผลกำไรไปสู่ผู้บริโภคได้เนื่องจากเป็นกลุ่มสินค้าที่มีความต้องการสูง (High Demand) ซึ่งมีโอกาสเติบโตได้ในทุกสภาวะเศรษฐกิจด้วย

แผนภาพที่ 14 : อัตรากำไร (Gross Margin) เฉลี่ย 5 ปี และความผันผวนจากอัตรากำไรเฉลี่ยต่อปี

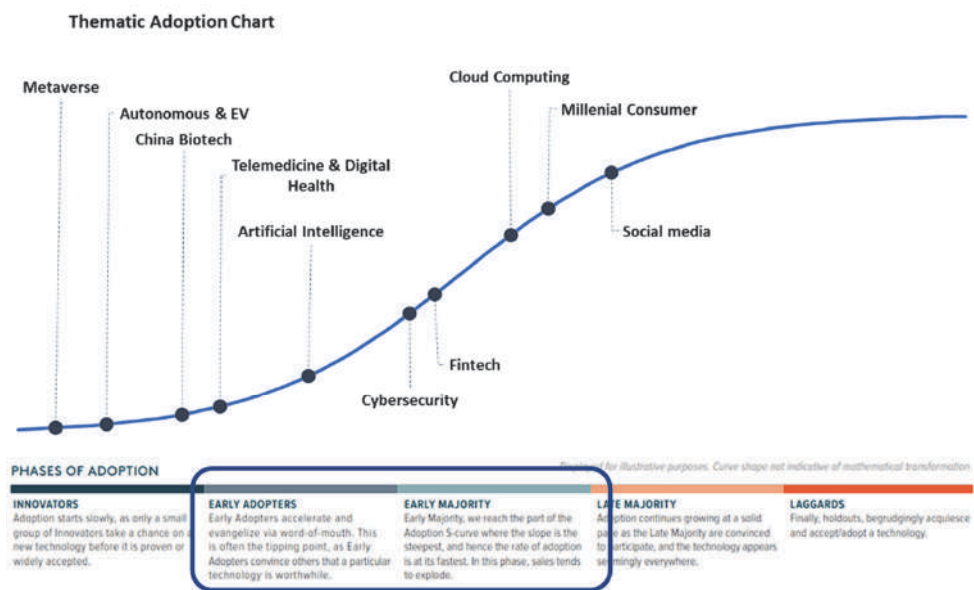


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit ESU

**เลือกลงทุนในบริษัทที่ขายสินค้าในเชิงพาณิชย์ได้จริง และมีโอกาสเติบโตสูง ผ่านแนวคิดการแพร่กระจายนวัตกรรม (Diffusion of Innovation)**

ปัจจัยเพิ่มเติมเพื่อตัดสินใจเลือกลงทุนในอุตสาหกรรมที่สามารถเติบโตได้ทุกสภาวะเศรษฐกิจนั้น คือเลือกบริษัทที่มีสินค้าและบริการที่พัฒนาขึ้นมาด้วยนวัตกรรมใหม่ และเป็นที่ต้องการของตลาดแล้วในปัจจุบัน ซึ่งจากข้อมูลของ Global X (ดังแสดงในแผนภาพที่ 15) ได้ใช้แนวคิด (Diffusion of Innovation) แบ่งกลุ่มธุรกิจเป็นแต่ละรูปแบบการลงทุน (Theme) เป็น 5 ช่วง โดยกลุ่มธุรกิจภายใต้ Theme ที่อยู่ในช่วง Early Adopters ไปจนถึง Early Majority เป็นช่วงที่สินค้าและบริการเริ่มติดตลาด โดยเป็นสินค้าและบริการรูปแบบใหม่และมีความต้องการจากผู้บริโภค ซึ่งมีแนวโน้มที่กลุ่มธุรกิจเหล่านี้จะสามารถสร้างรายได้และกำไรที่เติบโตแบบก้าวกระโดด

**แผนภาพที่ 15 : การแพร่กระจายของนวัตกรรมจำแนกตามประเภทของธุรกิจและจำนวนผู้ใช้สินค้าและบริการ**

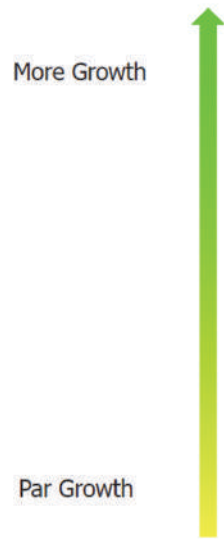


ที่มา: Global X, TISCO Wealth Advisory

หากเลือก Theme การลงทุนที่มีรายได้เติบโตมากกว่าตลาดในอีก 12 เดือนข้างหน้าที่อยู่ภายใต้กลุ่ม Information Technology และ Healthcare รวมถึงอยู่ในช่วงของนวัตกรรมตั้งแต่ Early Adopters ไปจนถึง Early Majority จะมี Theme การลงทุนที่น่าสนใจได้แก่ Cybersecurity, Telemedicine&Digital Health และ Cloud Computing ซึ่ง Global X คาดการณ์ไว้จากข้อมูล ณ วันที่ 31 ต.ค. 2022 ว่าจะมีรายได้เติบโตปีละ 70.8%, 10% และ 8.5% ตามลำดับ ล้วนแล้วแต่เติบโตมากกว่าตลาดทั้งสหรัฐอเมริกาหรือทั่วโลก (S&P500 +5.6% และ MSCI ACWI +4.1%) (ดังแสดงในแผนภาพที่ 16)



แผนภาพที่ 16 : ระดับการเติบโตของรายได้ในอีก 12 เดือนข้างหน้าจำแนกตามรูปแบบการลงทุน



Name	F12M Sales (%)
	10/31/22
Cybersecurity ETF	70.8%
China Innovation ETF	13.4%
China Biotech Innovation ETF	12.7%
Telemedicine & Digital Health ETF	10.0%
Cloud Computing ETF	8.5%
Millennial Consumer ETF	6.9%
S&P 500 Index	5.6%
Metaverse ETF	5.2%
Artificial Intelligence & Technology ETF	4.7%
MSCI ACWI Index	4.1%
Autonomous & Electric Vehicles ETF	3.5%
FinTech ETF	3.4%
Social Media ETF	-1.9%

ที่มา: Global X, TISCO Wealth Advisory

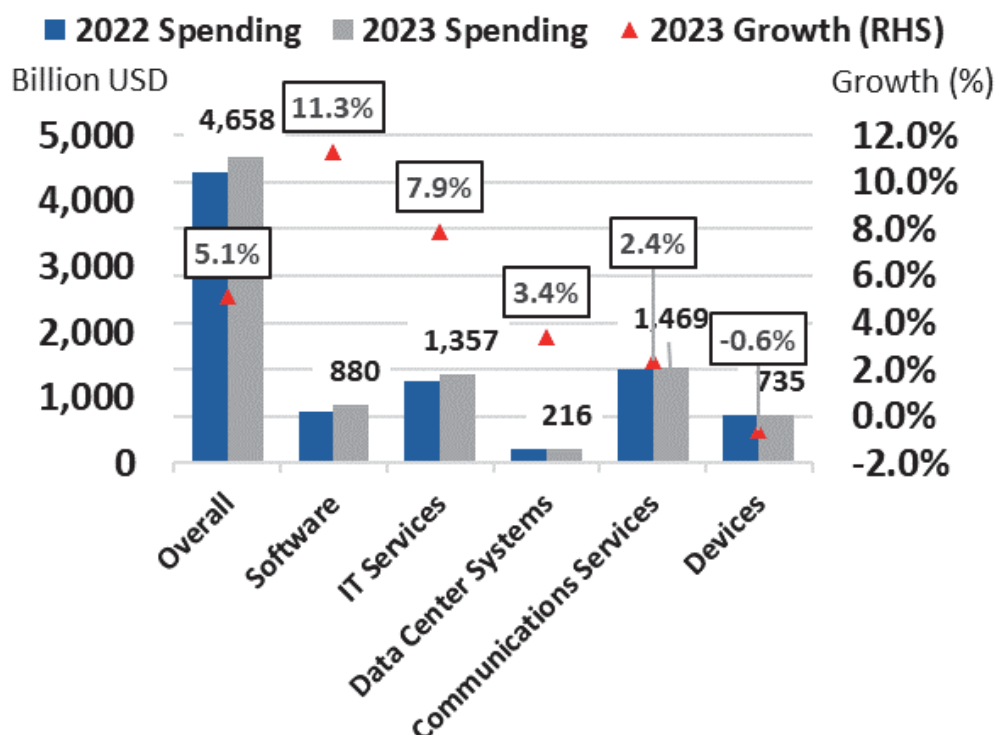
## เราเชื่อว่าหุ้น IT โดยเฉพาะกลุ่ม Software&Service จะสร้างผลตอบแทนได้ดีในปี 2023

เนื่องด้วยการประมาณการแนวโน้มการลงทุนด้าน IT ของปีหน้า รวมถึง Valuation ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต Gartner คาดว่าปี 2023 ทั่วโลกจะมีเม็ดเงินลงทุนด้าน IT เพิ่มขึ้นราว 5.1% YoY หรือแตะ 4.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นำโดยกลุ่ม Software และ IT Services สอดคล้องกับประมาณการรายได้และกำไรบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม IT ของสหรัฐฯ พบว่ากลุ่ม Software&Services มีการเติบโตของรายได้และกำไรมากที่สุดในกลุ่ม IT และเติบโตต่อเนื่อง 3 ปี ติดต่อกันตั้งแต่ปี 2023 - 2025 เฉลี่ยปีละ 9.72% และ 13.4% ตามลำดับ ประกอบกับ Valuation ของกลุ่ม Software&Services ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลังราว 8% - 10%

## CEO ทั่วโลก เน้นลงทุนใน Software & IT Services มากขึ้น ท่ามกลางความกังวลเศรษฐกิจปี 2023

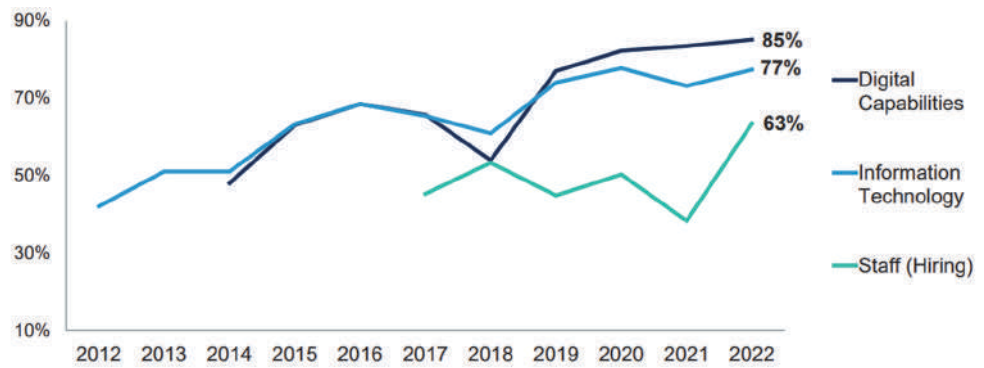
Gartner สัมภาษณ์ความเห็นของตัวแทน CEO ของบริษัทชั้นนำทั่วโลกจำนวน 409 คน บ่งชี้ว่าราว 80% มีความเห็นว่ายังเน้นลงทุนด้านเทคโนโลยีในปีหน้า เพื่อต้องการเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของธุรกิจโดยเฉพาะด้านดิจิทัลและเทคโนโลยี โดย Gartner คาดว่าภาพรวมทั่วโลกปี 2023 จะมีเม็ดเงินลงทุนด้าน IT เพิ่มขึ้นราว 5.1% YoY หรือแตะ 4.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ นำโดยกลุ่ม Software และ IT Services เพิ่มขึ้นมากถึง +11.3% YoY และ +7.9% YoY เป็นอันดับ 1 และ 2 จากปัจจัยข้างต้น ขณะที่กลุ่ม Devices ลงทุนลดลง -0.6% YoY ส่วนหนึ่งมาจากการสินค้าประเภท Gadget ที่อาจมียอดขายลดลงจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปีหน้า ตามแผนภาพที่ 17 และ 18

แผนภาพที่ 17 : การลงทุนระดับองค์กรในด้าน IT ปี 2023



ที่มา: Gartner, TISCO Wealth Advisory

แผนภาพที่ 18 : การเพิ่มขึ้นต่อปีของการลงทุนระดับองค์กร แยกตามประเภท



ที่มา: Gartner, TISCO Wealth Advisory

**บริษัทจดทะเบียน กลุ่ม IT ยังเติบโตในอีก 3 ปีข้างหน้า สวนทางความกังวล Recession**

Bloomberg Consensus ประมาณการรายได้และกำไรของบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม IT ในสหรัฐฯ ภาพรวมมีรายได้และกำไรเติบโตใน 3 ปีข้างหน้า ปีละ 6.48% และ 7.66% ตามลำดับ (ดังแสดงในแผนภาพที่ 19)

โดยหากพิจารณาแนวโน้มของธุรกิจ IT จากแบบสำรวจ CEO ของ Gartner ร่วมกับแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมย่อยของ IT พบว่ามีความสอดคล้องกัน โดยกลุ่ม Software&Services มีการเติบโตของรายได้และกำไรมากที่สุดในกลุ่ม IT และเติบโตต่อเนื่อง 3 ปี ติดต่อกันตั้งแต่ปี 2023 - 2025 เฉลี่ยปีละ 9.72% และ 13.4% ตามลำดับ

แผนภาพที่ 19 : ประมาณการรายได้และกำไรตั้งแต่ปี 2023 - 2025 โดย Bloomberg Consensus

Industry Group (GICS)	Sales			
	CY 23	CY 24	CY 25	Avg
All Securities	3.29%	8.07%	8.08%	6.48%
Software & Services	8.33%	10.74%	10.08%	9.72%
Technology Hardware & Equipment	1.32%	5.43%	5.25%	4.00%
Semiconductors & Semiconductor Equipment	-2.41%	7.80%	9.06%	4.82%
Industry Group (GICS)	EPS			
	CY 23	CY 24	CY 25	Avg
All Securities	1.73%	13.61%	7.64%	7.66%
Software & Services	8.37%	15.43%	16.40%	13.40%
Technology Hardware & Equipment	0.32%	10.10%	7.92%	6.11%
Semiconductors & Semiconductor Equipment	-8.10%	15.16%	-11.19%	-1.38%

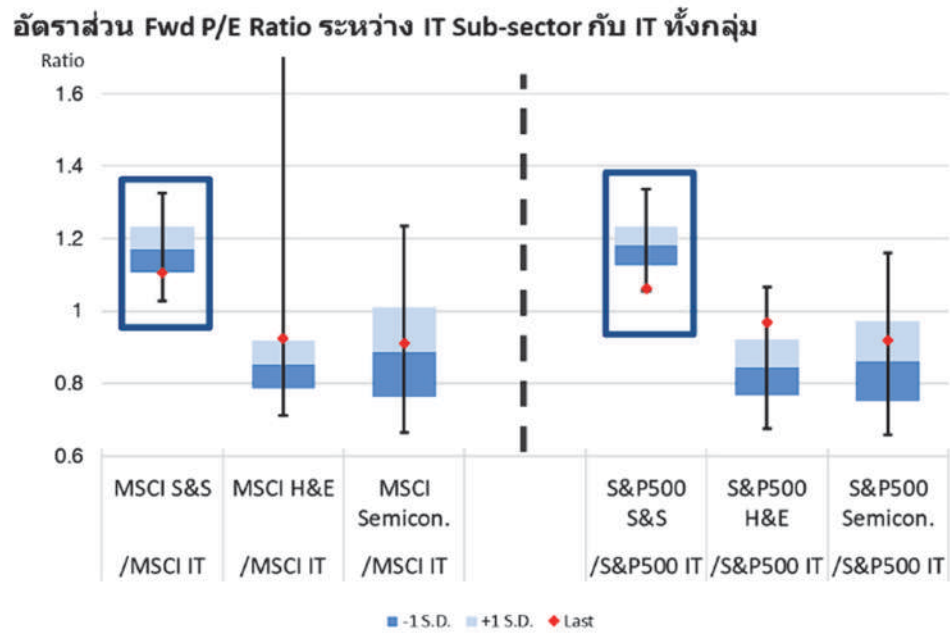
ที่มา: Bloomberg, TISCO Wealth Advisory



**กลุ่ม Software&Service ยังมีปัจจัยสนับสนุนเพิ่มเติม จาก Valuation ปัจจุบันที่ยังต่ำกว่าในอดีต เมื่อเทียบกับกลุ่ม IT โดยรวม**

Valuation ของกลุ่ม Software&Services ที่มีถ่วงน้ำหนักอยู่ใน MSCI Information Technology หรือ S&P500 Information Technology Sector โดยพิจารณาจากสัดส่วน Fwd P/E ระหว่าง Software&Services เมื่อเทียบกับ IT ทั้งกลุ่ม พบว่า Software&Services ภายใน MSCI IT และ S&P500 IT ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลังที่ราว 1.18 เท่า หรือถูกกลงกว่าในอดีตราว 8% - 10% (ดังแสดงใน แผนภาพที่ 20)

**แผนภาพที่ 20 : อัตราส่วน 12M Fwd P/E ระหว่างอุตสาหกรรม Software & Services กับ IT**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

**แนะนำ Overweight หุ้น IT**

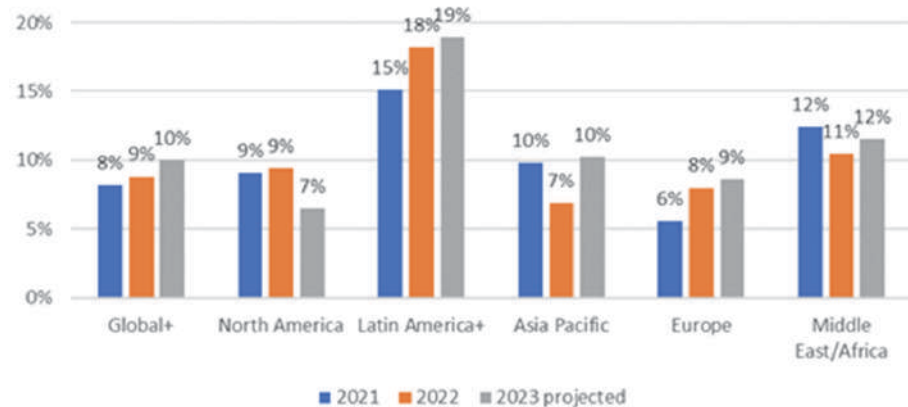
โดยสรุปจึงแนะนำ “Overweight” ในหุ้น IT โดยเน้นกลุ่ม Software&Services เพราะเราเชื่อว่าราคาหุ้นที่อยู่ในธุรกิจ Software&Services น่าจะสร้างผลตอบแทนได้โดดเด่นเมื่อเทียบกับทั้งกลุ่มในปี 2023 จากแนวโน้มการผ่อนคลายนโยบายการเงินในปีหน้า, แนวโน้มการลงทุนระดับองค์กรที่เติบโตเด่น รวมทั้ง Valuation ที่ลดลงมาต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเมื่อเทียบกับทั้งอุตสาหกรรม

## Healthcare เติบโตควบคู่กับแนวโน้มสังคมที่เปลี่ยนไป

ภาพรวมอุตสาหกรรมสุขภาพยังมีแนวโน้มเติบโตต่อในระยะยาว โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตของสังคมผู้สูงอายุและความต้องการการรักษาพยาบาลใหม่ที่ค้นพบมากขึ้น

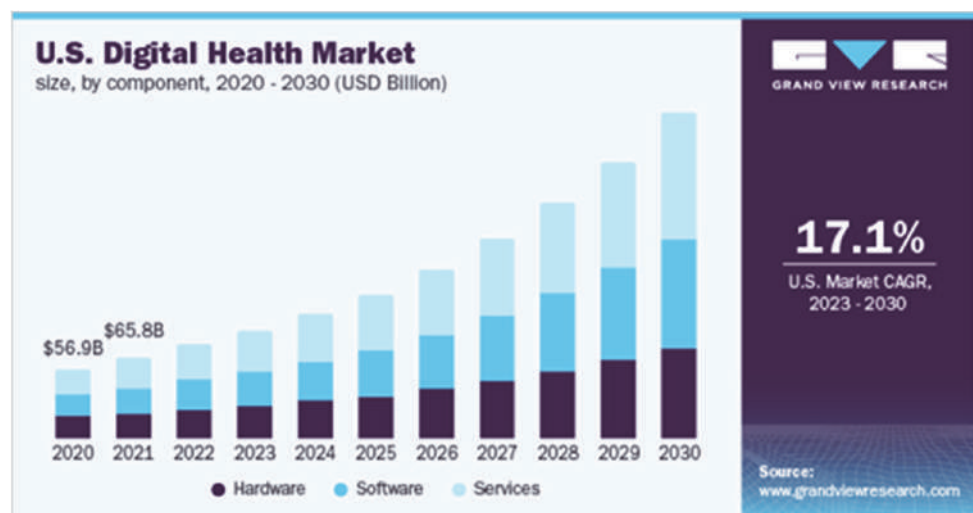
จำนวนประชากรทั่วโลกผ่านระดับ 8 พันล้านคน ไปเมื่อเดือน พ.ย.22 ขณะที่ UN คาดว่าในช่วงปี 2022 – 2050 สัดส่วนประชากรผู้สูงอายุทั่วโลกเร่งตัวขึ้น 2 เท่า โดยเฉพาะในประเทศสหรัฐฯ ยุโรป ออสเตรเลีย และนิวซีแลนด์ ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนความต้องการรักษาที่มีประสิทธิภาพให้มากขึ้น

แผนภาพที่ 21 : การเติบโตของค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพต่อประชากรในปี 2021-2023



ที่มา : WTW, TISCO Wealth Advisory

แผนภาพที่ 22 : คาดการณ์การเติบโตของอุตสาหกรรม digital health ในสหรัฐฯ 2020-2030



ที่มา : Grand View Research, TISCO Wealth Advisory

### ค่าใช้จ่ายสุขภาพที่เพิ่มขึ้นกลายเป็นโอกาสกลุ่ม Digital health

คาดว่าในปี 2023 ค่าบริการทางสุขภาพจะสูงขึ้นเฉลี่ย 10% สวนทางเงินเพื่อที่เริ่มชะลอลดตัวลง ค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพที่ปรับตัวขึ้นต่อเนื่องกลายเป็นโอกาสการเติบโตของอุตสาหกรรม Digital health ที่เข้ามาช่วยลดภาระด้านความขาดแคลนบุคลากรทางการแพทย์ การเข้าถึงด้านสาธารณสุข นอกจากนี้แนวโน้ม digitalize ทั้ง 4G, 5G, IoT, Semiconductor ทำให้คาดว่ากลุ่ม Digital health จะมีการเติบโตอย่างรวดเร็วเฉลี่ย 17% ในช่วง 8 ปีข้างหน้า(2023-2030) โดยส่วนแบ่งการตลาดส่วนใหญ่กว่า 44% ยังอยู่ในทวีปอเมริกาเหนือ

แผนภาพที่ 23 : ยาที่อยู่ในขั้นตอนการรับรองยาจาก FDA สหรัฐฯ ใน Q1/23

ยา / บริษัทพัฒนา	การรักษา
Lecanemab/Eisai, Biogen	โรคอัลไซเมอร์
Tofersen (IONIS-SOD1Rx)/Biogen, Ionis	โรคกล้ามเนื้ออ่อนแรง
Omidubicel/Gamida Cell	การปลูกถ่ายไขกระดูก และการปลูกถ่ายเซลล์ต้นกำเนิดเม็ดโลหิต
Donanemab/Eli Lilly	โรคอัลไซเมอร์
Vyjuvek (beremagene geperpavec)/Krystal Biotech	โรคความผิดปกติทางผิวหนัง (โรคดักแด)
Evusheld (tixagevimab and cilgavimab)/AstraZeneca	COVID19
HPC-cord blood/StemCyte	โรคหลอดเลือดสมองตีบหรืออุดตันเฉียบพลัน

แผนภาพที่ 24 : IRA กระทบต่อยาในรายการ Medicare สูงสุด 20 ชนิด



ที่มา : nature.com, KFF.org, TISCO Wealth Advisory

### Biotech ขาดปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นแต่น่าสนใจระยะยาว

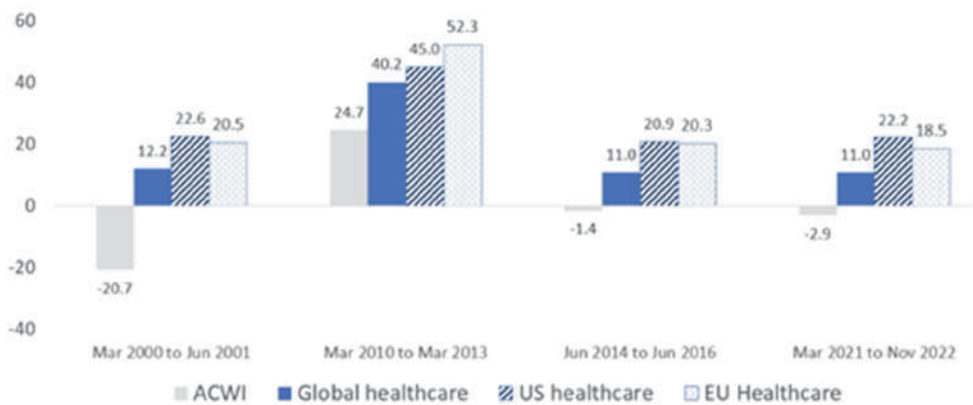
ปี 2022 เป็นปีที่ค่อนข้างเจียมหนงของอุตสาหกรรม Biotech โดยเฉพาะกิจกรรม M&A ปี 2022 ลดลงกว่าครึ่งเมื่อเทียบกับปี 2021 อย่างไรก็ตามเรายังคงเห็นความคืบหน้าในการวิจัยยาใหม่อย่างต่อเนื่อง ขณะที่ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นตอนรับความสำเร็จแม้จะอยู่ในขั้นตอนการทดลองทางคลินิก เช่น กรณีของ Moderna และ Merck

ในปีหน้ายังคงเห็นการพัฒนาอย่างต่อเนื่องทั้งยาในกลุ่มอัลไซเมอร์ มะเร็งผิวหนังชนิดรุนแรง โรคหลอดเลือดในสมองตีบ รวมถึงยาที่เกี่ยวข้องกับการใช้สเต็มเซลล์ ซึ่งเป็นกลุ่มโรคไม่สามารถใช้การพัฒนาแบบดั้งเดิมเพื่อรักษาได้ นอกจากนี้ลิทธิบัตรยาที่กำลังจะหมดอายุในช่วง 10ปีข้างหน้า จะกดดันต่อรายได้บริษัทายักษ์ใหญ่มากกว่าครึ่ง จะเป็นปัจจัยหนุนต่อกิจกรรม M&A ในอุตสาหกรรมซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะยาว

### ตลาดกังวลกับกฎหมาย IRA มากเกินไป

ประเด็นการควบคุมราคายามีต่อเนื่องกว่า 30 ปีที่ผ่านมา การผ่านกฎหมายดังกล่าวทำให้เกิดความชัดเจนในการปฏิรูปราคา โดยผลกระทบ IRA ทำให้ภาครัฐสามารถต่อรองราคาขายจำนวน 20 รายการที่จำหน่ายในสหรัฐฯ เริ่มตั้งแต่ปี 2026 เฉพาะยาที่จำหน่ายนานกว่า 9-13 ปี(ตามชนิดยา) ขณะที่ลิทธิบัตรยาในกลุ่มนี้กำลังจะหมดอายุในช่วงปี 2022-2027 ทำให้ผลกระทบต่อบริษัทาค่อนข้างจำกัดและตลาดรับรู้ประเด็นดังกล่าวไปแล้ว

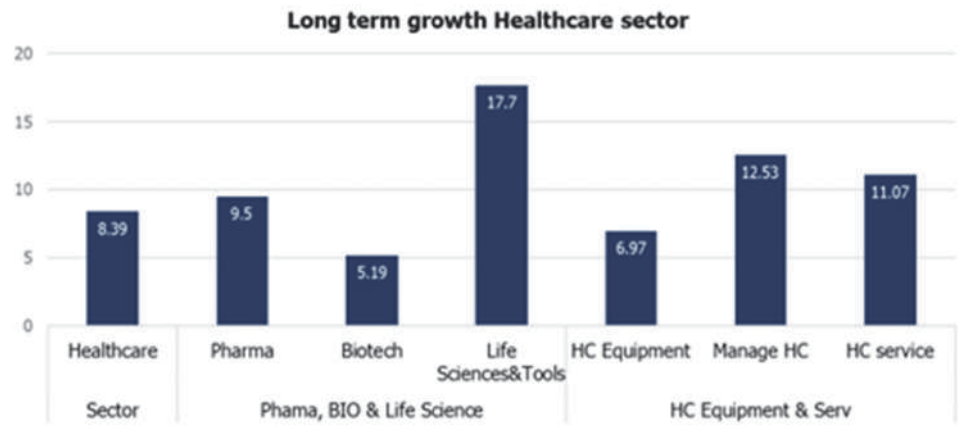
แผนภาพที่ 25 : Healthcare สร้างผลตอบแทนได้ในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว



ที่มา : Bloomberg, TISCO Wealth Advisory



แผนภาพที่ 26 : Healthcare สามารถ outperform ตลาดในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว



ที่มา : Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

**เราแนะนำ “Overweight” หุ้นกลุ่ม Healthcare จากความทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยสนับสนุนระยะยาว**

Healthcare เป็นอุตสาหกรรมที่มีปัจจัยหนุนทั้งระยะสั้นและระยะยาวทั้งจากอัตรากำไรขั้นต้น (gross margin) อยู่ในระดับสูงและมีความผันผวนของกำไรต่ำ ทำให้มีความทนทานต่อของเศรษฐกิจ

ช่วง 10 ปี ที่ผ่านมากลุ่ม Healthcare สามารถให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 12% ต่อปี อันดับสองรองจากกลุ่ม IT ขณะที่ในช่วงที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวจนถึงถดถอย กลุ่ม Healthcare สามารถทำผลงานได้ outperform เมื่อเทียบกับตลาดโดยรวม

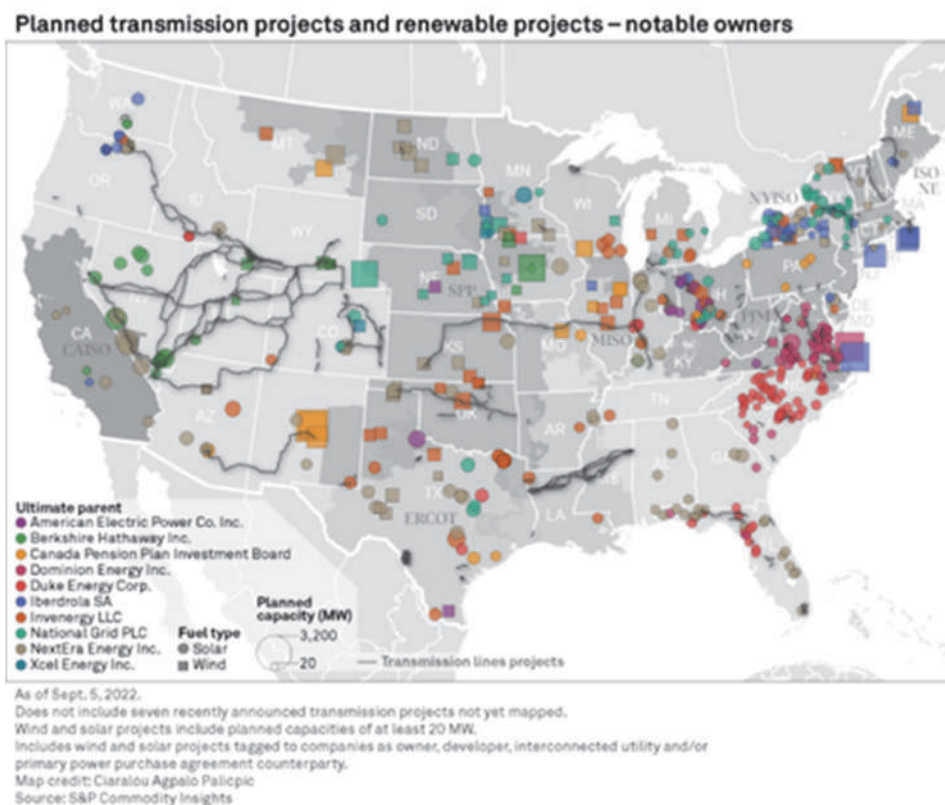
ขณะที่ปัจจัยหนุนระยะยาวยังคงเห็นความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ ขณะที่ยังมีความต้องการยาที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น อีกทั้งความกังวลด้านการปฏิรูปราคายามีความชัดเจนมากขึ้น

# Infrastructure and Utilities

## ความต้องการด้านโครงสร้างพื้นฐานทั่วโลกเร่งตัวขึ้น

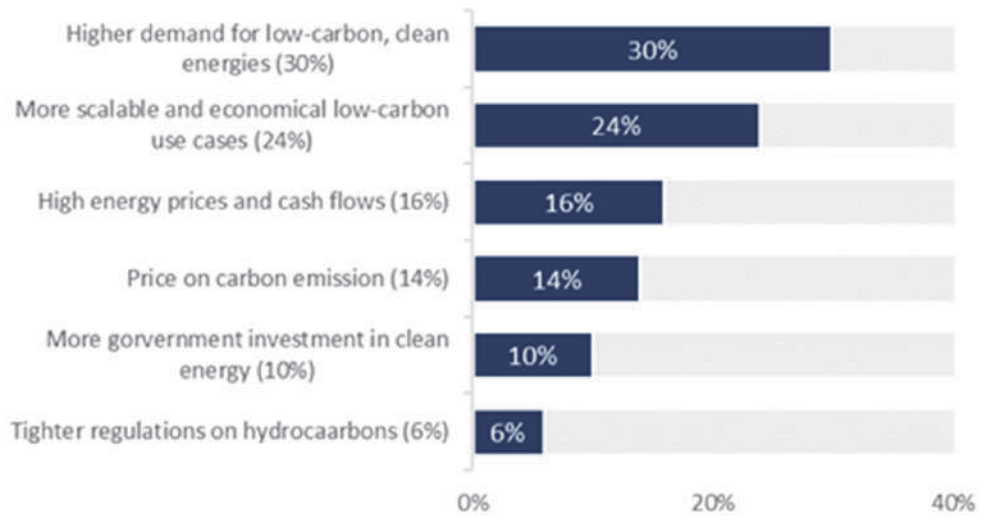
กลุ่ม Infrastructure ได้รับความสนใจมากขึ้นตั้งแต่หลังการประชุม COP26 ที่เน้นเรื่องการเปลี่ยนผ่านไปยังพลังงานสีเขียวซึ่งต้องมีการพัฒนาและกระจายโครงสร้างพื้นฐานให้ครอบคลุมทุกพื้นที่ S&P Global คาดว่าในช่วงปี 2023-2026 สหรัฐฯ จะต้องมีการลงทุนด้านสายส่งพลังงานเพิ่มอีกราว 1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นระยะทางกว่า 2.1 หมื่นไมล์ เพื่อรองรับการกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานลมและแสงอาทิตย์ 3.2 แสนเมกะวัตต์

### แผนภาพที่ 27 : แผนการสร้าง Infrastructure ในสหรัฐฯ เร่งตัวขึ้น



ที่มา : spglobal, TISCO Wealth Advisory

แผนภาพที่ 28 : กลุ่ม O&G เริ่มกระจายการลงทุนไปใน clean energy



ที่มา : Deloitte , TISCO Wealth Advisory

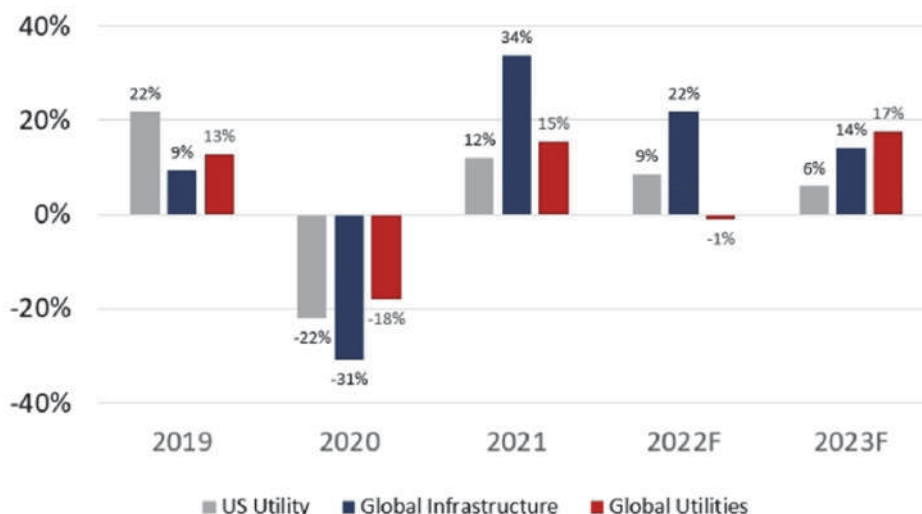
ขณะที่ในช่วงที่ผ่านมาหลายบริษัทขยายการลงทุนในโครงการที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาดรวมถึงโครงสร้างพื้นฐานโดยเฉพาะอุตสาหกรรมพลังงานดั้งเดิม (Oil & Gas) ราคาพลังงานที่ปรับตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมาทำให้อุตสาหกรรมเหล่านี้มีกระแสเงินสดมากขึ้นเพื่อที่จะนำไปใช้ในการลงทุนเพิ่มในพลังงานสะอาด โดย Deloitte ประเมินว่ามีการเพิ่มการลงทุนเติบโตมากขึ้นเฉลี่ยปีละ 12% ตั้งแต่ปี 2020 และคาดว่าจะขึ้นไปถึง 5% (จากราว 2%) ของเงินลงทุนโดยรวม โดยปัจจัยเร่งหลักมาจากความต้องการด้านพลังงานสะอาดที่สามารถนำมาใช้งานได้จริงเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 29 : ความเสี่ยงของดอกเบี้ยขาขึ้นในอุตสาหกรรมจำกัด

	Gross Debt (€ Billion)	Fixed Debt (%)	Average Cost (%)	Leverage (X)	Debt Maturing Before 2025 (%)
Enel	73.9	59%	3.4%	3.6x	50%
National Grid	55.3	71%	3.2%	6.4x	12%
Iberdrola	45.7	75%	4.2%	3.3x	38%
Engie	37.8	93%	2.6%	2.8x	33%
E.ON	26.1	88%	2.6%	4.5x	30%
EDP	20.5	69%	4.3%	4.3x	49%
Fortum	12.9	38%	2.3%	2.6x	78%
Snam	10.3	75%	1.1%	5.7x	39%
SSE	10.2	92%	3.8%	3.7x	21%
Orsted	8.6	95%	3.3%	2.0x	3%
Italgas	6.4	89%	0.9%	5.8x	30%
Centrica	4.1		5.1%		15%
Enagas	3.2	80%	1.7%	4.5x	83%

ที่มา : Bloomberg BI

### แผนภาพที่ 30 : Infrastructure ยังได้ 2 หลักในปีหน้า



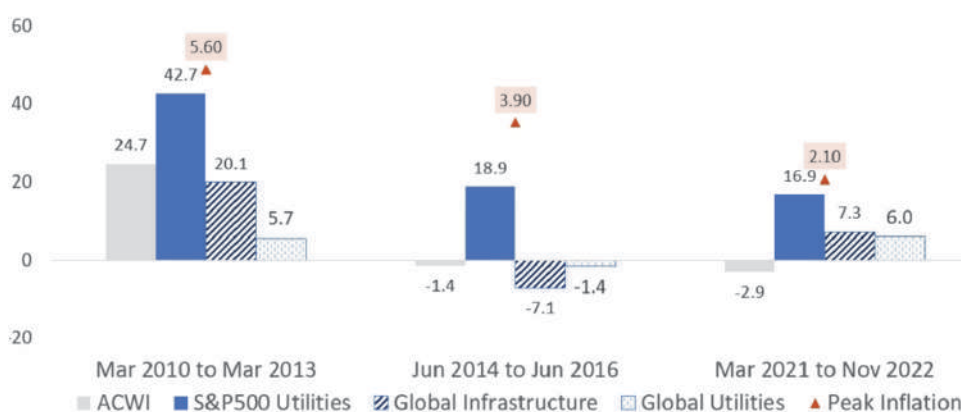
ที่มา : Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

### Utilities และ Infrastructure สร้างผลตอบแทนเหนือตลาดในช่วงเงินเฟ้อสูง และความเสี่ยงจากดอกเบี้ยขาขึ้นจำกัด

ในช่วงที่ผ่านมาบริษัทในกลุ่ม Infrastructure ของยุโรปมีการทยอยปรับต้นทุนทางการเงินให้คงที่และยืดระยะเวลาหนี้ออกไปเพื่อลดความเสี่ยงในช่วงภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น โดยเฉพาะบริษัทยักษ์ใหญ่ เช่น National grid, Engie, Snam, Orsted ขณะที่

ขณะที่อุตสาหกรรมมีความยืดหยุ่นต่อภาวะเศรษฐกิจในช่วงที่เงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงเนื่องจาก 1.อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยอยู่ในระดับสูง 2.การปรับราคาขึ้นอยู่กับระดับเงินเฟ้อและเป็นสัญญาณระยะยาว ซึ่งทั้ง 2 ปัจจัยยังเป็นปัจจัยสนับสนุนการเติบโตในปีหน้าด้วย

### แผนภาพที่ 31 : ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดในช่วงเงินเฟ้อสูง



ที่มา : Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

### เราแนะนำ “Overweight” กลุ่ม Utilities และ Infrastructure

ผลตอบแทนกลุ่ม Utilities และ Infrastructure ตั้งแต่ต้นปีสามารถเอาชนะตลาดหุ้นโดยรวมได้ ด้วยลักษณะของกลุ่มที่มีรายได้สม่ำเสมอและได้ประโยชน์ในช่วงที่ดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง ขณะที่ผลตอบแทนในอดีตสามารถทำได้ดีกว่าตลาดโดยรวมได้ในช่วงที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวซึ่งเป็นภาวะที่ใกล้เคียงกับปี 2023



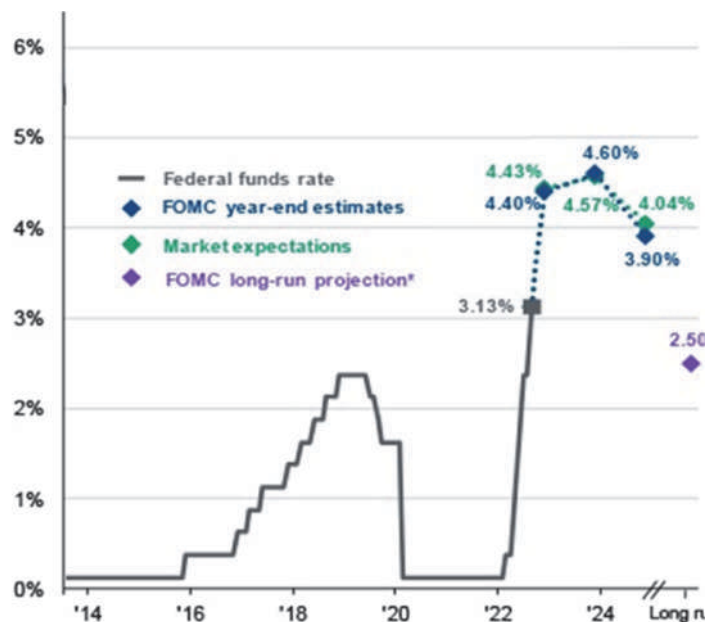
# HIGH STABILITY



## เงินเฟ้อที่ปรับตัวลดลงส่งผลให้ Fed ชะลอการขึ้นอัตราดอกเบี้ย

ตั้งแต่ต้นปี 2022 ที่ผ่านมาราคาตราสารหนี้ปรับตัวลดลงมาจากความเข้มงวดของนโยบายการเงินและการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางในหลายประเทศเพื่อเร่งแก้ปัญหาเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูง โดยในช่วงปลายปี 2022 เงินเฟ้อของสหรัฐฯ เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลดลงสู่ระดับ 7.1% ในเดือน พ.ย. และคาดว่าจะลดลงเหลือ 4.3% ในปี 2023 ทำให้เรามีมุมมองว่าในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะชะลอตัวลงและทำจุดสูงสุดที่ 5.00% - 5.25% ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2023 ไปและจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่สูงกว่าระดับ 4.00% จนถึงสิ้นปี 2023 ดังแสดงในแผนภาพที่ 32

แผนภาพที่ 32 : กราฟแสดงคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐฯ



ที่มา: J.P. Morgan Asset Management

**ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯอายุ 10 ปี ผ่านจุดสูงสุด และให้ผลตอบแทนที่ดีในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว**

เมื่อพิจารณาจาก Fed fund rate projection แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี 2022 ที่ประมาณ 4.30% ได้สะท้อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ในปี 2023 ไปเป็นที่เรียบร้อยแล้ว

นอกจากนี้จากสถิติในช่วงก่อนและหลังการหยุดขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ดังในแผนภาพที่ 33 แสดงให้เห็นว่าตราสารหนี้สหรัฐฯสามารถให้ผลตอบแทนที่ดีในภาวะระยะยาว นอกจากนี้การลงทุนในตราสารหนี้สหรัฐฯยังช่วยลดความผันผวนของพอร์ตการลงทุนได้ในกรณีที่เกิด soft-landing และ hard-landing

**แผนภาพที่ 33 : US 10Y Bond Price Return During Fed Pause**

Last rate hike		Months before/after rate hike			
		-6M	-3M	+3M	+6M
Aug-84	10Y bond	10.5%	0.0%	9.7%	14.9%
Apr-89 (hard-landing)	10Y bond	3.7%	2.5%	10.2%	8.5%
Feb-95	10Y bond	3.3%	-2.5%	5.4%	10.5%
May-00 (hard-landing)	10Y bond	3.2%	-1.0%	5.6%	5.4%
Jun-06 (hard-landing)	10Y bond	6.8%	2.9%	3.4%	5.1%
Dec-18	10Y bond	-1.2%	-2.6%	1.2%	5.6%
<hr/>					
Avg. soft-landing	10Y bond	4.2%	-1.7%	5.5%	10.3%
Avg. hard-landing	10Y bond	4.6%	1.5%	6.4%	6.3%

ที่มา : TISCO ESU

เราแนะนำ “Overweight” ตราสารหนี้คุณภาพดี เนื่องจากตัวเลขเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงทำให้มีโอกาสที่ Fed จะเริ่มลดความเข้มงวดของนโยบายการเงิน และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ที่สะท้อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ในปี 2023 ไปแล้ว ทั้งนี้ในกรณีที่เกิด hard-landing เรามองว่าตราสารหนี้สหรัฐฯ เป็นสินทรัพย์ที่สามารถช่วยลดความผันผวนของพอร์ตการลงทุนได้

## เงินเพื่อที่ลดลงส่งผลบวกต่อราคาทองคำ

จากรายงานตัวเลขเงินเฟ้อ (CPI) ของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ทำให้นักลงทุนมองว่า Fed อาจจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยที่ช้าลงในระยะข้างหน้า ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (Real Yield) ลดลงจากระดับสูงสุดที่ราว 1.7% มาเหลือเพียง 1.3% (ดังแสดงในแผนภาพที่ 34) และส่งผลให้ราคาทองคำในช่วงที่ผ่านมาปรับเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 34 : อัตราผลตอบแทนที่แท้จริงเมื่อเทียบกับราคาทองคำ



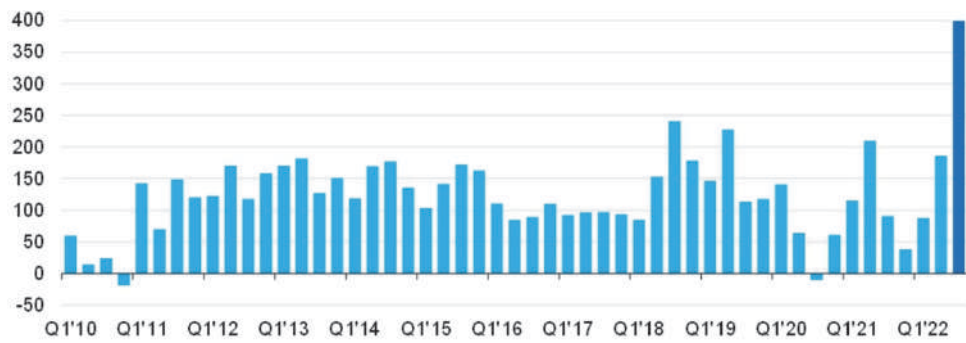
ที่มา : TISCO ESU

## ธนาคารกลางหลายประเทศเพิ่มการถือครองทองคำมากที่สุดเป็นประวัติการณ์

ปัจจุบันธนาคารกลางในหลายประเทศเพิ่มการถือครองทองคำมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ โดยสภาพทองคำโลก รายงานอุปสงค์ทองคำเพิ่มขึ้นถึง 400 ตันในไตรมาส 3 ปี 2022 (ดังแสดงในแผนภาพที่ 35) จากการเข้าซื้อของธนาคารกลางในหลายประเทศโดยเฉพาะกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมองว่าเศรษฐกิจของตนเริ่มชะลอตัวลง ประกอบกับชาติมหาอำนาจอย่างสหรัฐฯมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ Recession ในปีหน้า



แผนภาพที่ 35 : ภาพแสดงความต้องการทองคำ ของธนาคารกลางทั่วโลก



ที่มา : TISCO ESU

**ทองคำสามารถสร้างผลตอบแทนได้ท่ามกลางเงินเฟ้อที่สูง**

เราแนะนำ “Overweight” ทองคำ เนื่องจากการกระจายความเสี่ยงที่สามารถสร้างผลตอบแทน และ ลดความผันผวนของพอร์ตในช่วงที่ตลาดมีเงินเฟ้อที่สูงต่อเนื่องและยาวนานได้ นอกจากนี้จากสถิติย้อนหลัง 30 ปี พบว่าปีที่อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ของสหรัฐฯ เกินกว่า 2% มีจำนวนทั้งสิ้น 18 ปี ซึ่งมีถึง 13 ปีที่ทองคำให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้ หรือคิดเป็นราว 72% ของจำนวนปีทั้งหมด โดยผลตอบแทนที่ทำได้เฉลี่ย 10.12%

# OTHERS





## เศรษฐกิจญี่ปุ่นปี 2023 ชะลอตัวลงเล็กน้อย แต่อัตราเงินเฟ้อญี่ปุ่นที่ชะลอลงในปี 2023 ช่วยลดความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ

IMF คาดการณ์การเติบโตของ GDP ญี่ปุ่น มีการชะลอตัวลงเล็กน้อยเหลือ 1.6% ในปี 2023 จากการเติบโต 1.7% ในปี 2022 ในระยะสั้นญี่ปุ่นได้รับประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศอีกครั้ง โดยได้รับประโยชน์จากนักท่องเที่ยวทั้งในประเทศและต่างประเทศ ทั้งนี้ยังมีมาตรการสนับสนุนการท่องเที่ยวในประเทศ ซึ่งนักวิเคราะห์ประเมินว่าทำให้มีเม็ดเงินกว่า 2 ล้านล้านเยน หรือประมาณ 0.4% ของ GDP มากกระตุ้นเศรษฐกิจในครั้งนี้

เงินเฟ้อที่ค่อนข้างต่ำของญี่ปุ่นจะช่วยให้ผลกระทบจากการถดถอยทางเศรษฐกิจของประเทศอื่น ๆ ที่จะเข้ามากระทบลดลงได้ โดยมีการคาดการณ์เงินเฟ้อ Core CPI จะพุ่งขึ้นสูงสุดภายในสิ้นปีนี้ ที่ประมาณ 3.5% และค่อยๆ ชะลอตัวลง ในปีหน้า และจะคงอยู่ที่ประมาณ 2% ดังที่แสดงในแผนภาพที่ 36

แผนภาพที่ 36 : ดัชนีราคาผู้บริโภคและอัตราว่างงาน ของประเทศญี่ปุ่น

INDICATOR	2022F	Q1 2023F	Q2 2023F	Q3 2023F	Q4 2023F	2023F
CPI (YoY%)	2.4	2.6	2.3	1.7	1.2	1.8
UNEMPLOYMENT %	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5

ที่มา: Bloomberg , TISCO Wealth Advisory

## นโยบายการเงินญี่ปุ่นยังคงทำที่ผ่อนคลายน้อย แม้จะมีการเปลี่ยนแปลงผู้ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่นช่วงไตรมาส 2 ปี 2023

ปัจจุบันญี่ปุ่นมีการแทรกแซงค่าเงินไม่ให้ปรับขึ้นไปกว่าระดับ 150 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นการยืดเวลาจนกว่าที่ธนาคารกลางสหรัฐ จะทำที่ผ่อนคลายนโยบายในการขึ้นอัตราดอกเบี้ย ซึ่งทำให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย ระหว่าง 2 ประเทศนั้นลดลง แต่ก็ยังไม่ชัดเจนว่าความพยายามแทรกแซงจะยั่งยืนหรือไม่

ผู้ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น คุณคุโรดะ จะหมดวาระในเดือน เมษา 2023 คาดว่า ความเป็นไปได้มากที่สุดคือธนาคารกลางญี่ปุ่นดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายน้อย จนกว่าการเติบโตของค่าจ้างและเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ เมื่อถึงช่วงเวลานั้นจะมีการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินที่ต่างจากเดิม ถึงแม้จะมีการเปลี่ยนผู้ว่าธนาคารกลางคนใหม่ แต่จากข้อมูลตัวเลขทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นที่ผ่านมา ทำให้เราเชื่อว่าธนาคารกลางญี่ปุ่นยังคงนโยบายการเงินผ่อนคลายน้อยเช่นเดิม

## Valuation ของตลาดหุ้นญี่ปุ่นต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตัวเองในอดีตเล็กน้อย แต่กำไรยังหดตัว

ข้อมูลจาก Bloomberg คาดว่าในปี 2023 อัตราการเติบโตของรายได้ จะเติบโตประมาณ 2.20% แต่อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS Growth) จะลดลงประมาณ -0.5% เมื่อเทียบกับปี 2022 ดังที่แสดงในแผนภาพ 37

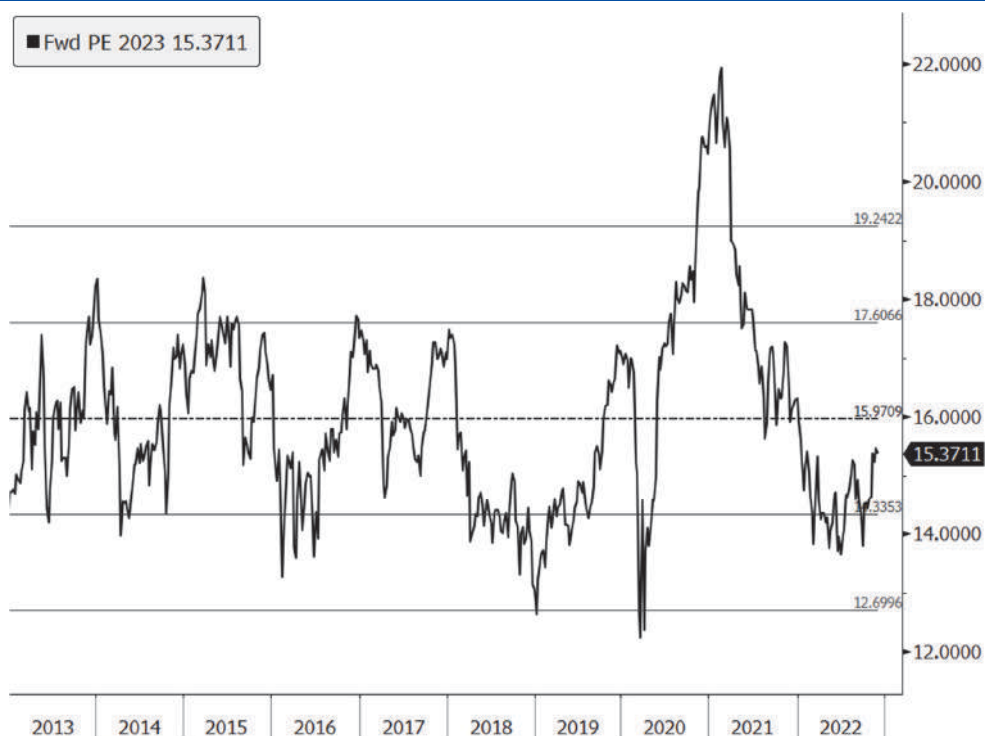
แผนภาพที่ 37 : ตารางแสดงรายได้และกำไรของดัชนี Nikkei 225

Indicator	2020	2021	2022F	2023F
Sale	19,047.24	20,947.73	24,354.83	24,891.22
(Growth %)	-6.17%	9.98%	16.26%	2.20%
Earning	874.41	1,758.66	1,826.52	1,817.46
(Growth %)	-22.68%	101.13%	3.86%	-0.50%

ที่มา: Bloomberg , TISCO Wealth Advisory

ตลาดหุ้นของญี่ปุ่นปัจจุบัน มีอัตราราคาต่อกำไรล่วงหน้า (Forward P/E) อยู่ที่ 15.37 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 16 เท่า ดังแสดงในแผนภาพที่ 38 โดยตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีปัจจัยหนุนจากเงินเยนที่อ่อนค่าลง เงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ต่ำ และญี่ปุ่นยังใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ทำให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นได้รับผลกระทบจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ Fed ในระดับต่ำ

แผนภาพที่ 38 : ภาพแสดงระดับ Valuation (Forward P/E) ของดัชนี Nikkei 225 ตั้งแต่ปี 2013 - 2022



ที่มา: Bloomberg , TISCO Wealth Advisory

**เรามีมุมมองเป็น “Neutral” ในตลาดหุ้นญี่ปุ่น**

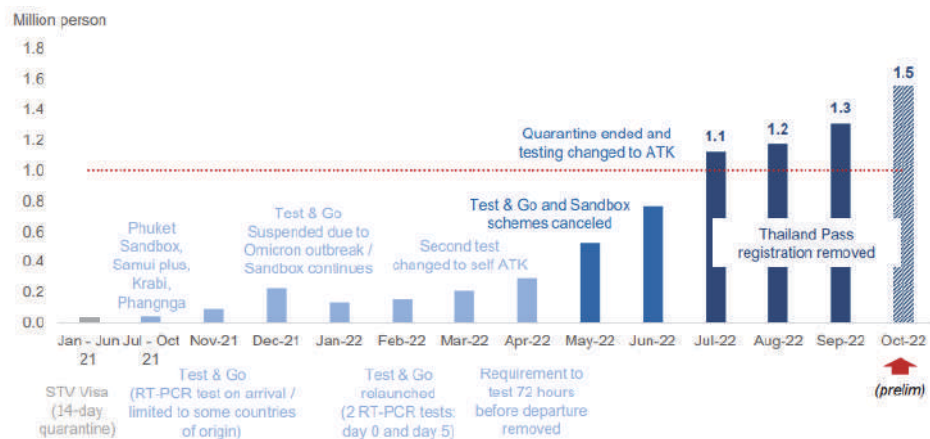
จากการคาดการณ์ทั้งรายได้และกำไรในปีหน้า จะเห็นได้ว่าตลาดหุ้นญี่ปุ่นรายได้เติบโตเพียงเล็กน้อย และกำไรค่อนข้างทรงตัว ทำให้ความน่าสนใจในตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ Valuation ของตลาด ณ ปัจจุบันที่อยู่ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของตลาด 10 ปี อาจจะยังไม่ได้นำสนใจมากนักและยังมีความเสี่ยงที่อาจจะถูกปรับลดประมาณการกำไรลง (Revised down) สะท้อนถึงความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงในปีหน้า



## GDP เติบโตดี รับอานิสงส์จากภาคการท่องเที่ยวและการใช้จ่ายใช้สอยภายในประเทศ

IMF คาดการณ์ว่า GDP ของไทยจะเติบโตขึ้น +2.8% ในปี 2022 และ +3.7% ในปี 2023 โดยได้รับแรงหนุนจากการท่องเที่ยว และการใช้จ่ายใช้สอยในประเทศ นอกจากนี้ในด้านการท่องเที่ยวของไทยภายหลังที่มีการยกเลิก Thailand Pass ทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวทะลุเกิน 1 ล้านคนต่อเดือน ตั้งแต่ ช่วง ก.ค. (ดังแสดงในแผนภาพที่ 39) และ มีการคาดการณ์ว่าตัวเลขนักท่องเที่ยวจะอยู่ที่ราว 10 ล้านคนในปี 2022 และ 23 ล้านคน ในปี 2023 โดยได้รับอานิสงส์จากช่วง High Season ของการท่องเที่ยวไทย (ไตรมาส 4 ปี 2022 และ ไตรมาส 1 ปี 2023)

แผนภาพที่ 39 : จำนวนนักท่องเที่ยวในไทยตามการผ่อนคลายของภาครัฐ



ที่มา: Bloomberg, TISCO ESU , TISCO Wealth Advisory

เราคาดหวังว่านักท่องเที่ยวจีนจะกลับมาราว 3-4 ล้านคนในปี 2023 โดยคาดการณ์ว่าจีนจะเปิดประเทศในไตรมาสที่ 2 ซึ่งจะช่วยหนุนรายได้ภาคการท่องเที่ยวให้เพิ่มขึ้น เนื่องจากปี 2019 มีนักท่องเที่ยวจีนราว 11 ล้านคน ซึ่งมีค่าใช้จ่ายเฉลี่ยต่อคนสูงถึง 47,700 บาท นับเป็นสัดส่วนรายได้ราว 60% ของรายได้จากนักท่องเที่ยวทั้งหมด ทั้งนี้ อัตราการเข้าพักโรงแรมเริ่มกลับมาฟื้นตัว โดยในเดือน ต.ค. 2022 อยู่ที่ระดับ 49% สะท้อนถึงแนวโน้มที่ดีขึ้น เปรียบเทียบกับช่วงก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในปี 2019 ที่ระดับ 78%

นอกจากนี้ภาคการท่องเที่ยวของไทยยังได้รับแรงหนุนจากการใช้จ่ายใช้สอยภายในประเทศ ด้วยการบริโภคของชาวต่างชาติปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และการบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 3 ที่เติบโตถึง +9.0% YoY (vs. +7.1% YoY ในไตรมาสที่ 2) โดยเรามองว่าจะได้รับแรงหนุนจากการออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ วงเงินราว 2.5 หมื่นล้านบาท เช่น โครงการเราเที่ยวด้วยกัน ซือบัตรมีคืน เป็นต้น

### อัตราเงินเฟ้อยังคงอยู่ระดับสูง

อย่างไรก็ดีอัตราเงินเฟ้อของไทยยังคงอยู่ระดับสูง โดยในช่วง 10 เดือนแรกของปีนี้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเฉลี่ยที่ +6.2% YoY และ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยที่ +2.4% YoY แต่จะชะลอลงกลับเข้าสู่กรอบเงินเฟ้อเป้าหมายของ BOT ที่ 1-3% YoY ในปี 2023 นอกจากนี้เราคาดการณ์ว่า BOT จะยังคงดำเนินนโยบายการขึ้นอัตราดอกเบี้ยดังเดิม ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2022 อยู่ที่ระดับ 1.25% และมีโอกาสจะปรับขึ้นอีก 0.75% ส่งผลให้ Terminal rate อยู่ที่ระดับ 2.0% ในปี 2023

### สถิติบ่งชี้ว่าตลาดหุ้นไทยจะขึ้นในช่วงก่อนและหลังการเลือกตั้ง

เราคาดว่าจะมีการจัดเลือกตั้งทั่วไปในเดือน พ.ค. ปี 2023 ทั้งนี้ในช่วงเลือกตั้ง พรรคการเมืองส่วนใหญ่มีการใช้จ่ายเพื่อการหาเสียงและนำเสนอนโยบายต่างๆ เพื่อเรียกความเชื่อมั่น ทำให้ตลาดหุ้นมักตอบรับเชิงบวกในระยะสั้น นอกจากนี้จากสถิติบ่งชี้ว่าตลาดหุ้นไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงก่อนและหลังการเลือกตั้งอีกด้วย โดยในช่วงก่อนการเลือกตั้งมีโอกาสราว 80% ที่ตลาดหุ้นไทยจะปรับขึ้น และให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 3-6% ในช่วงก่อนการเลือกตั้ง 3-6 เดือน และในช่วงหลังการเลือกตั้ง มีโอกาสถึง 90% ที่ตลาดหุ้นไทยจะปรับขึ้น และให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 1-3% ในช่วง 2 อาทิตย์แรกหลังการเลือกตั้ง (ดังแสดงในแผนภาพที่ 40)

แผนภาพที่ 40 : ผลตอบแทนเฉลี่ยของดัชนี SET ในช่วงก่อนและหลังการเลือกตั้ง

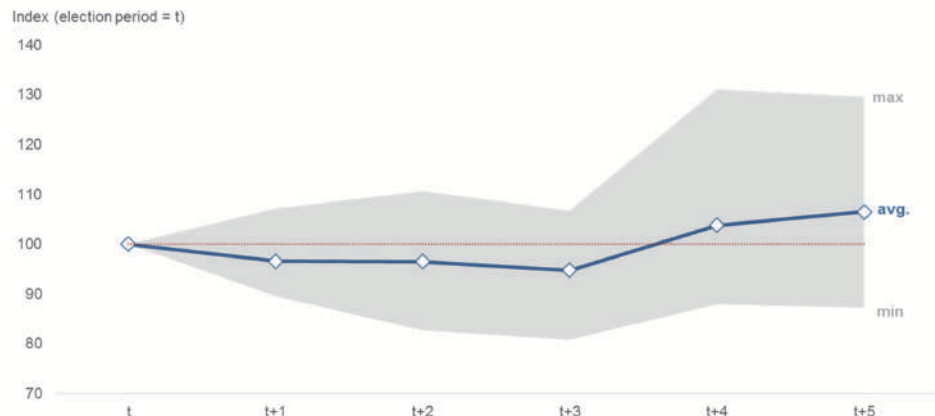


ที่มา: SET, TISCO Research

### การลงทุนภาครัฐอาจชะลอหลังการเลือกตั้ง

อย่างไรก็ตาม ข้อมูลในอดีตบ่งชี้ว่า การลงทุนภาครัฐอาจลดลงหลังการเลือกตั้งเสร็จสิ้นราว 2-3 ไตรมาส (ดังแสดงในแผนภาพที่ 41) เนื่องจากจะต้องรอการจัดตั้งรัฐบาล และกำหนดนโยบายการลงทุนต่างๆ ทำให้การลงทุนอาจมีการชะลอออกไปเพื่อรอดูความชัดเจนของรัฐบาลชุดใหม่

### แผนภาพที่ 41 : การลงทุนของภาครัฐหลังการเลือกตั้งเสรีจลิน (ปี 2001-2019)



ที่มา : TISCO ESU

### EPS เติบโตเล็กน้อย และ Valuation (Forward P/E) อยู่ระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปี

ข้อมูลจาก Bloomberg คาดว่าในปี 2022 และ 2023 อัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS Growth) จะเพิ่มขึ้น 8.72% YoY และ 5.00% YoY ตามลำดับ ส่งผลให้ Set Index ชื้อ-ขาย อยู่ที่ระดับ Forward P/E 2023 ที่ 15.15 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ย P/E 10 ปี เล็กน้อยที่ 14.32 เท่า ดังแสดงในแผนภาพที่ 42

### แผนภาพที่ 42 : ภาพแสดงระดับ Valuation (Forward P/E) ของดัชนี SET Index ตั้งแต่ปี 2013 - 2022



ที่มา: Bloomberg , TISCO Wealth Advisory

### เราแนะนำ “Neutral” ไทย

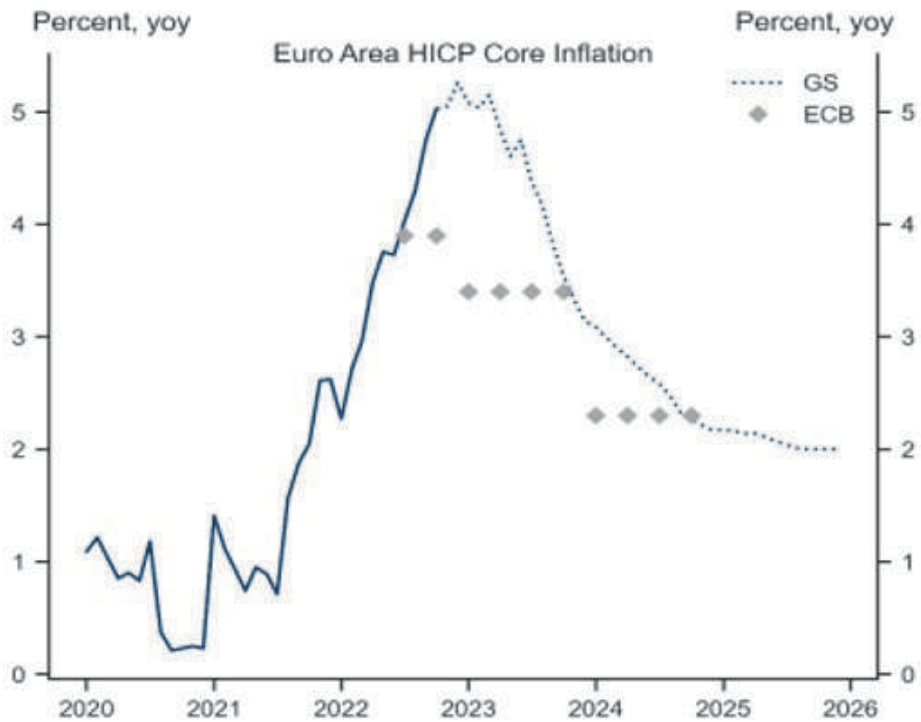
เนื่องจาก EPS เติบโตขึ้นเพียงเล็กน้อย และมีแนวโน้มจะถูก Revised down สะท้อนความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกถดถอย ส่งผลให้นักวิเคราะห์ทยอยปรับลดเป้าหมาย SET Index 2022 และ 2023 รวมถึง Valuation (Forward P/E) ยังอยู่ระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปี แต่ระยะสั้นเศรษฐกิจไทยยังคงเติบโต โดยได้รับอานิสงส์จากมาตรการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวจากการเปิดประเทศ และการจับจ่ายใช้สอยในประเทศ

## วิกฤตราคาพลังงานยังเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะทำให้เกิด Recession

เศรษฐกิจยุโรปปีหน้าเสี่ยงที่จะเกิด Recession สูง มีโอกาสที่ GDP ปี 2023 หดตัว จากเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน ความเสี่ยงด้านพลังงานมีสูง คาดปีหน้าจะจัดหาพลังงานได้ยากขึ้น สงครามรัสเซีย-ยูเครน ยังกดดันเศรษฐกิจต่อ นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น ดอกเบี้ยนโยบายเร่งตัวขึ้น และน่าจะเริ่มลดขนาดงบดุล (QT) กลางปีหน้า

เงินเฟ้อทางฝั่งยุโรปอยู่ในระดับสูงมาเป็นเวลาหลายเดือนแล้ว โดยล่าสุด อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) เดือน พ.ย. ยังคงอยู่ที่ระดับ 5% YoY และน่าจะยังคงสูงกว่าเป้าหมายของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ตั้งไว้ที่ 2% เป็นเวลานาน (ดังแสดงในแผนภาพที่ 43) ขณะที่ ณ สิ้นปี 2023 Goldman Sachs คาดว่า เงินเฟ้อพื้นฐานจะอยู่ที่ 3.1% YoY จากความไม่แน่นอนทางด้านพลังงาน ท่ามกลางสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยืดเยื้อ

**แผนภาพที่ 43 : เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core Inflation) มีแนวโน้มสูงกว่าเป้าหมายเป็นเวลานาน**



ที่มา: Goldman Sachs Global Investment Research, Bloomberg

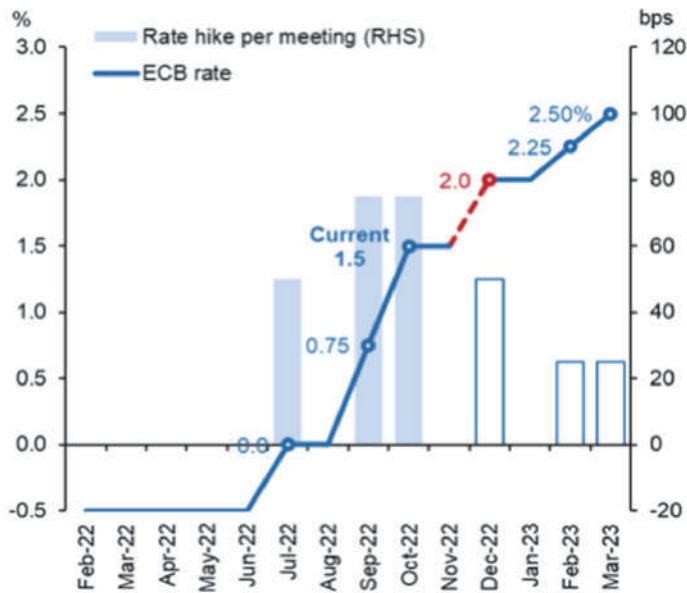


อีกทั้งคาดว่า เศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2023 มีโอกาสหดตัว ซึ่ง Bloomberg Consensus และ Goldman Sachs คาดการณ์ GDP ไว่ที่ -0.1% YoY ขณะที่ IMF คาดว่าจะอยู่ที่ 0.5% YoY โดยมองว่า GDP ปีหน้าของอิตาลี และเยอรมันจะติดลบ อยู่ที่ -0.2% YoY และ -0.3% YoY ตามลำดับ รวมถึงตลาดประเมินการเกิด Recession ของยูโรโซนในอีก 12 เดือนข้างหน้าสูงถึง 80%

**ECB ยังเดินหน้าดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดเพื่อชะลอเงินเฟ้อจากประเด็นวิกฤตพลังงาน ซึ่งอาจกดดันตลาดหุ้นต่อเนื่อง**

ECB ยังคงดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวด ปัจจุบัน อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ECB Deposit Rate) อยู่ที่ 2% และคาดว่า จะมีการปรับดอกเบี้ยสูงสุด (Terminal rate) อยู่ที่ 2.5% ในไตรมาส 1 ปี 2023 (ดังแสดงในแผนภาพที่ 44) ขณะที่มีนักวิเคราะห์บางส่วนแห่งอย่าง Goldman Sachs คาดว่า Terminal rate จะอยู่ที่ประมาณ 3% ในเดือน พ.ค.2023

**แผนภาพที่ 44 : อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (ECB Deposit Rate) มีโอกาสทำจุดสูงสุด (Terminal Rate) ที่ 2.5% ในไตรมาส 1 ปี 2023**

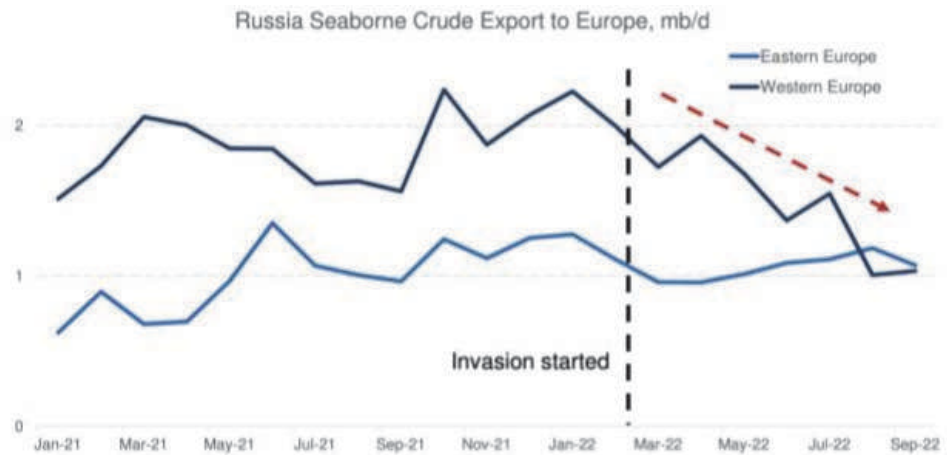


ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รวมถึงมีแนวโน้มจะเริ่มลดขนาดงบดุล (QT) ช่วงกลางปี 2023 ซึ่งปัจจุบันงบดุลของ ECB มีขนาดราว 9 ล้านล้านยูโร ซึ่งตลาดคาดว่า จะเริ่มลดเฉพาะการเข้าซื้อพันธบัตรผ่านมาตรการปกติ (APP) ที่เข้าซื้อไปตั้งแต่เดือน มี.ค.2015 ก่อน (มีวัตถุประสงค์แก้ปัญหาเงินเฟ้อขยายตัวต่ำในขณะนั้น) ปัจจุบันมียอดสุทธิคงค้าง 2.9 ล้านล้านยูโร โดยมองว่า ECB จะลดการเข้าซื้อพันธบัตรผ่านมาตรการ APP ที่ราว 1.5 แสนล้านยูโรในปี 2023 และอีก 3 แสนล้านยูโรในปี 2024

ขณะเดียวกัน ยุโรปมีความเสี่ยงที่จะขาดแคลนพลังงานสูง จากกลุ่มประเทศยุโรปตะวันตกลดการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียอยู่ที่ราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน (as of Sep 2022) และมีแนวโน้มจะลดลงอีก (ดังแสดงในแผนภาพที่ 45) โดยมองว่า ปี 2023 การจัดหาพลังงานจะยากขึ้น โดยเฉพาะหากจีนเปิดประเทศในช่วงไตรมาส 2 ปี 2023 เนื่องจากอาจต้องแย่งอุปทานก๊าซ LNG กับจีน

**แผนภาพที่ 45 : กลุ่มประเทศยุโรปตะวันตกลดการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียอยู่ที่ราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน**



ที่มา: Vessels tracking by Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

**เราแนะนำ “Underweight หุ้นยุโรป” แม้ Valuation ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย แต่ความเสี่ยงการลงทุนในประเทศยุโรปยังมีมาก**

หากดูในแง่ของ Valuation ของตลาดหุ้นยุโรป แม้จะมีอัตราส่วนราคาต่อกำไรล่วงหน้า (Forward P/E) ของดัชนี Stoxx600 Index (as of Nov 2022) อยู่ที่ราว 12.31 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ที่ประมาณ 15.09 เท่า (ดังแสดงในแผนภาพที่ 46) แต่ความเสี่ยงก็ยังมีมาก ประกอบกับแนวโน้มการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS Growth) ของตลาดหุ้นยุโรปปี 2023 คาดว่า จะอยู่ที่เพียงราว 2.06% (ดังแสดงในแผนภาพที่ 47) และมีโอกาสถูก Revise down ได้ หากเศรษฐกิจแย่ลง เราจึงแนะนำ “Underweight” เนื่องจากยุโรปมีโอกาสสูงที่จะเข้าสู่ Recession ในปี 2023 จากการขาดแคลนพลังงาน เงินเฟ้อที่สูง กดดันอุปสงค์ในประเทศ รวมถึงนโยบายการเงินที่เข้มงวด

**แผนภาพที่ 46 : ภาพแสดงระดับ Valuation (Forward P/E) ของดัชนี Stoxx600 Index ตั้งแต่ปี 2012 - 2022**



ที่มา: Bloomberg, TISCO Wealth Advisory (as of Nov, 2022)

แผนภาพที่ 47 : แนวโน้มการเติบโตของกำไรต่อหุ้น (EPS Growth) ของตลาดหุ้นยุโรปปี 2023

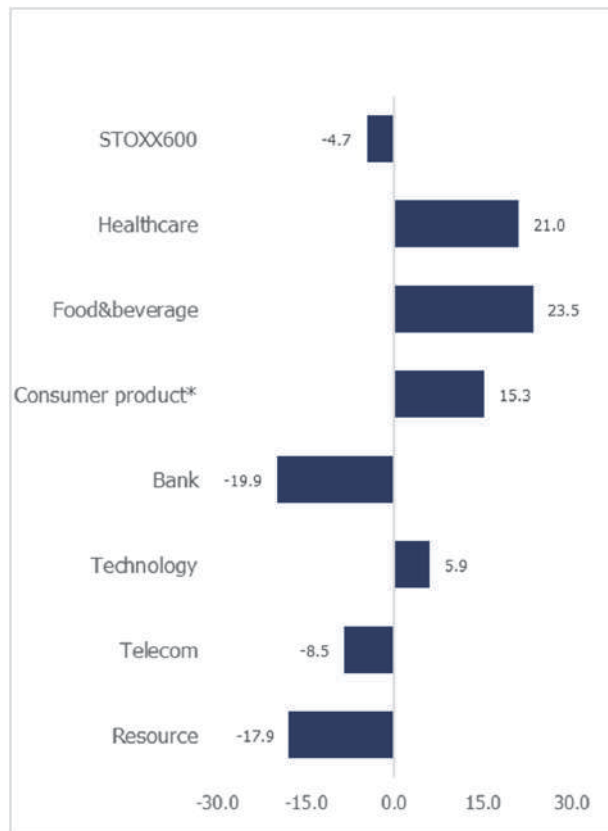
	2022Y Est.	2023Y Est.
Earnings	35.6413	36.3763
Growth (YoY) (%)	26.3	2.06

ที่มา: Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

**หากวิกฤตพลังงานหมดไป ตลาดหุ้นยุโรปถึงกลับมาสนใจอีกครั้ง**

ข้อมูลเพิ่มเติม จากความสัมพันธ์ของยุโรปและสหรัฐฯ ย้อนหลัง 50 ปี (as of Nov 2022) ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน (Correlation: 0.84) โดยในอดีตช่วงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัว (Slowdown) จนถึงถดถอย (Recession) อัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นยุโรป (ดัชนี Stoxx600) โดยภาพรวมติดลบ เฉลี่ยอยู่ที่ราว -4.7% แม้ว่าภาพรวมของตลาดหุ้นในยุโรปจะไม่ดี แต่ก็จะมีบาง Sectors ในดัชนี Stoxx600 ที่อัตราผลตอบแทนเป็นบวก เช่น กลุ่ม Healthcare, Food & Beverage, Consumer Product และ Technology (ดังแสดงในแผนภาพที่ 48) โดยหากความเสี่ยงของยุโรปทั้งหลายหมดไป ไม่ว่าจะเป็นปัญหาสงครามรัสเซีย-ยูเครน การขาดแคลนพลังงาน และเงินเฟ้อที่พุ่งขึ้น เราอาจจะกลับมาแนะนำหุ้นยุโรป โดยเฉพาะใน Sectors ดังกล่าวที่ยังสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเป็นบวกได้ แม้ในสภาวะเศรษฐกิจ Slowdown จนถึง Recession

แผนภาพที่ 48 : Return (%) ของ Stoxx600 Index และ Sectors เฉลี่ยในช่วงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ Slowdown จนถึง Recession



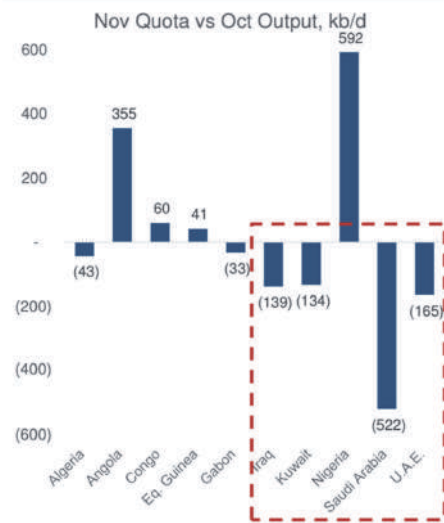
ที่มา: Bloomberg, TISCO Wealth Advisory

### การลดกำลังการผลิตของ OPEC+ ส่งผลต่อราคาน้ำมัน

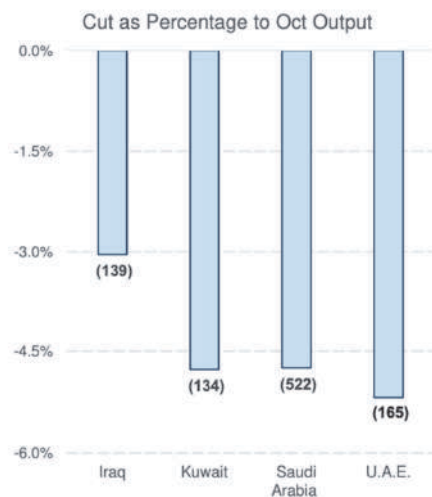
น้ำมันดิบ WTI มีความเสี่ยงด้านราคาที่จำกัดจากอุปทานที่คาดว่าจะลดลงจากการปรับลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ โดยในเดือน พ.ย. ที่ผ่านมา มีแนวโน้มผลิตได้ต่ำกว่าโควตาที่ประมาณ -2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ประกอบกับการเพิ่มมาตรการคว่ำบาตรการนำเข้าน้ำมันดิบจากรัสเซียของกลุ่มประเทศยุโรป และ เมื่อรวมกำลังการผลิตน้ำมันทั่วโลกแล้ว จะส่งผลให้อุปทานน้ำมันโลกลดลงราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ดังแสดงในแผนภาพที่ 49)

**แผนภาพที่ 49 : ภาพแสดงการลดกำลังการผลิตแต่ละประเทศในกลุ่ม OPEC+**

Major cuts are expected to come from Iraq, Kuwait, Saudi Arabia, and UAE



The estimated combined OPEC output cut is 1 mb/d



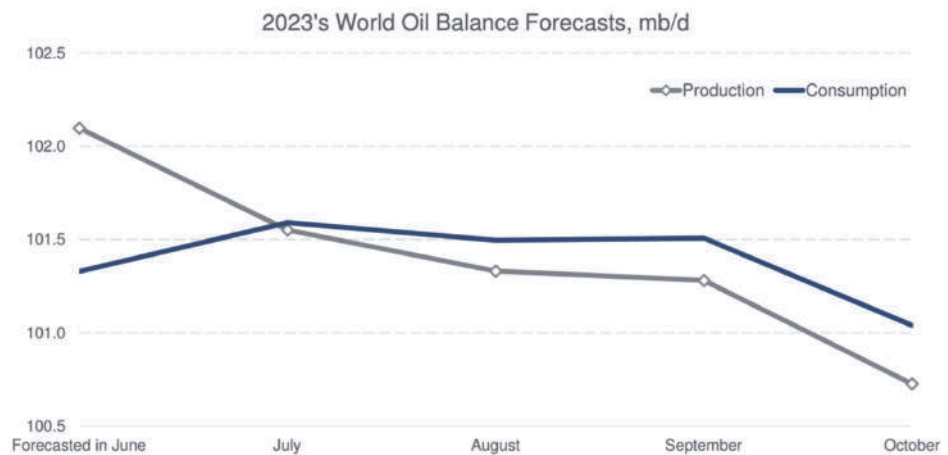
ที่มา : TISCO ESU

### อุปสงค์ส่วนเกินอาจจะส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้น

อุปทานน้ำมันโลกสำหรับปี 2023 ถูกปรับลดมากกว่าอุปสงค์ โดย EIA ได้ปรับลดตัวเลขคาดการณ์อุปทานน้ำมันปีหน้าอยู่ที่ 100.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในส่วนของอุปสงค์ ความต้องการในการบริโภคแม้จะถูกปรับลดลงมาแต่ก็ยังอยู่ที่ 101 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งยังคงสูงกว่าอุปทานที่ผลิตออกมาอยู่ดี ซึ่งจะเกิดเป็นอุปสงค์ส่วนเกินต่อวันที่ 0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ดังแสดงในแผนภาพที่ 50)



แผนภาพที่ 50 : กราฟแสดงการคาดการณ์การผลิตและการบริโภคของน้ำมันโลกในปี 2023



ที่มา : TISCO ESU

**น้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ อยู่ในระดับต่ำมีส่วนช่วยราคาน้ำมันดิบที่ผ่านมา**

ความช่วยเหลือพิเศษจากการระบายน้ำมันดิบจากคลังสำรองน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (US Strategic Petroleum Reserve: SPR) ทำได้อย่างจำกัดมากขึ้น เนื่องจากระดับน้ำมันสำรองในคลัง (SPR) เริ่มอยู่ในระดับที่ต่ำ ซึ่งมีส่วนช่วยทำให้ราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ผ่านมารับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง

**เราแนะนำ “Neutral” น้ำมัน**

อย่างไรก็ตามยังมีความเสี่ยงของราคาน้ำมัน คือเมื่อเกิดเศรษฐกิจถดถอยขึ้นมา จากสถิติย้อนหลัง 5 ครั้งในช่วงที่เกิดเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ ราคาน้ำมันจะปรับตัวลดลงโดยเฉลี่ย 30-40% ซึ่งถือว่าเป็น Downside ที่สูงมากพอสมควร

# Our Team

TISCO WEALTH ADVISORY

---



**นัฐกฤติ เหล่าทวีทรัพย์**

Head of Wealth Advisory  
nattakrit@tisco.co.th



**นัฐพร ธรรมรงค์วัช**

Senior Wealth Manager  
Nutthaporn@tisco.co.th



**ศิวกกร ทองหล่อ**

Senior Wealth Manager  
Siwakorn@tisco.co.th



**ยศรวี จงแสงทอง**

Senior Wealth Manager  
yodrawee@tisco.co.th



**วิศรุต จารูนันทพงษ์**

Wealth Manager  
wisarut@tisco.co.th



**ภาคภูมิ พีรยวัฒนา**

Wealth Manager  
parkpoom@tisco.co.th



**จตุรพร ระวิงทอง**

Assistant Wealth Manager  
jaturapor@tisco.co.th



**วิภาดา ศุภกุลวณิชย์**

Assistant Wealth Manager  
wipada@tisco.co.th



**กิตติรัช เหล่าจรรยา**

Wealth Associate  
kittituch@tisco.co.th



**วาริธิ วศินวัฒนพงศ์**

Wealth Associate  
warathi@tisco.co.th

---