

# ARCH LUMPINI

Weekly | 03.10.2022

LH BANK  
ADVISORY

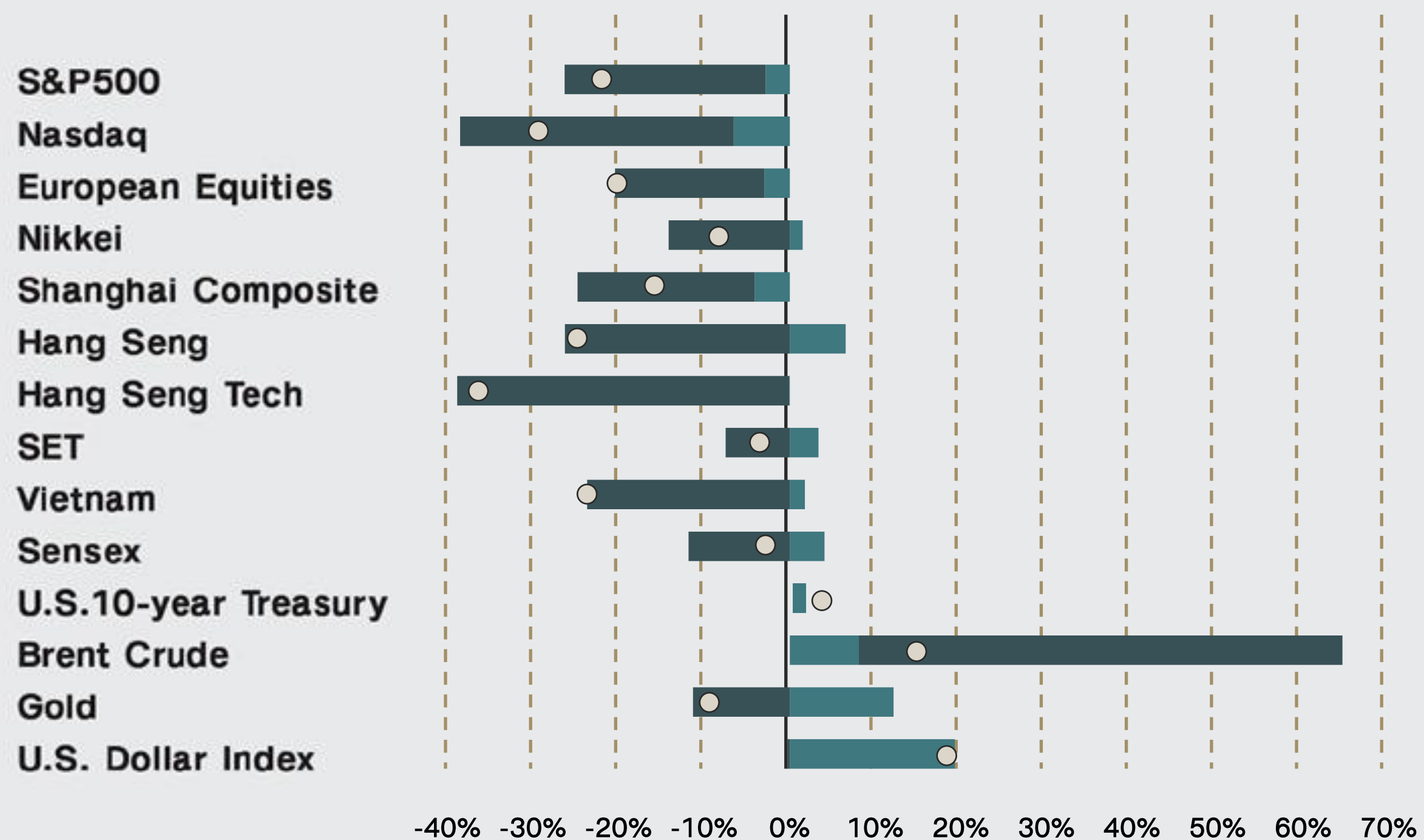


**แบงด์ชาติไทย  
แลกหมัดสกัดเงินเฟ้อ**



# ASSETS IN REVIEW

Selected asset Performance, 2022 year-to-date and range



Total return

- 2022 range
- year-to-date

Source: Bloomberg, LH Bank Advisory as of 28 Sep 2022



# ASSET ALLOCATION



# มุมมองการลงทุนประจำสัปดาห์

มาคู่ตลาดตราสารหนี้ที่ถูกเทขายจากผลการขึ้นดอกเบี้ยจากเฟด ไม่เว้นแม้แต่ตราสารหนี้ไทย ซึ่งกำลังเข้าสู่วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น หลังอปท.ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยติดต่อกันเป็นครั้งที่ 2 สู่ระดับ 1% เพื่อควบคุมเงินเฟ้อ ในขณะที่ตลาดตราสารหนี้ไทยเผชิญกับ Fund Flow ไหลออก เป็นการซ้ำเติมให้ต้นทุนการเงินของไทยพุ่งสูงขึ้น กดดันอัตราดอกเบี้ยโตเศรษฐกิจ ทั้งนี้ LH Bank Advisory มองว่าแม้ผลตอบแทนในตราสารหนี้จะปรับตัวขึ้นมาและเริ่มจูงใจ แต่ด้วยดอกเบี้ยอยู่ในรอบขาขึ้น ส่งผลให้มีโอกาสที่ผลตอบแทนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้มากกว่านี้ ดังนั้นแนะนำรอคอยจังหวะการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวและถือครองตราสารหนี้ในระยะสั้น

สำหรับทางตลาดหุ้นสหรัฐฯที่ปรับตัวลงมาตลอดทั้งปี จนปัจจุบันปรับตัวลงมากกว่า 28.9% และถือว่าเข้าสู่ช่วงของตลาดหุ้น Bear Market ตามนิยามเป็นที่เรียบร้อย แต่เป็นตลาดหุ้น Bear Market ที่แพงที่สุดในประวัติศาสตร์ โดยดูจากระดับ Forward P/E ที่ 16.6% และในปีหน้านักลงทุนยังต้องระมัดระวังการคาดการณ์การปรับลด EPS Growth ที่จะเกิดขึ้น ดังนั้น LH Bank Advisory แนะนำให้รักษาพอร์ตการลงทุนในลักษณะ Defensive



# HOT ISSUE TO WATCH IN THIS WEEK

## ตลาดตราหนี้ไทย ภายใต้นโยบายการเงินรัดกุมสุดโต่ง

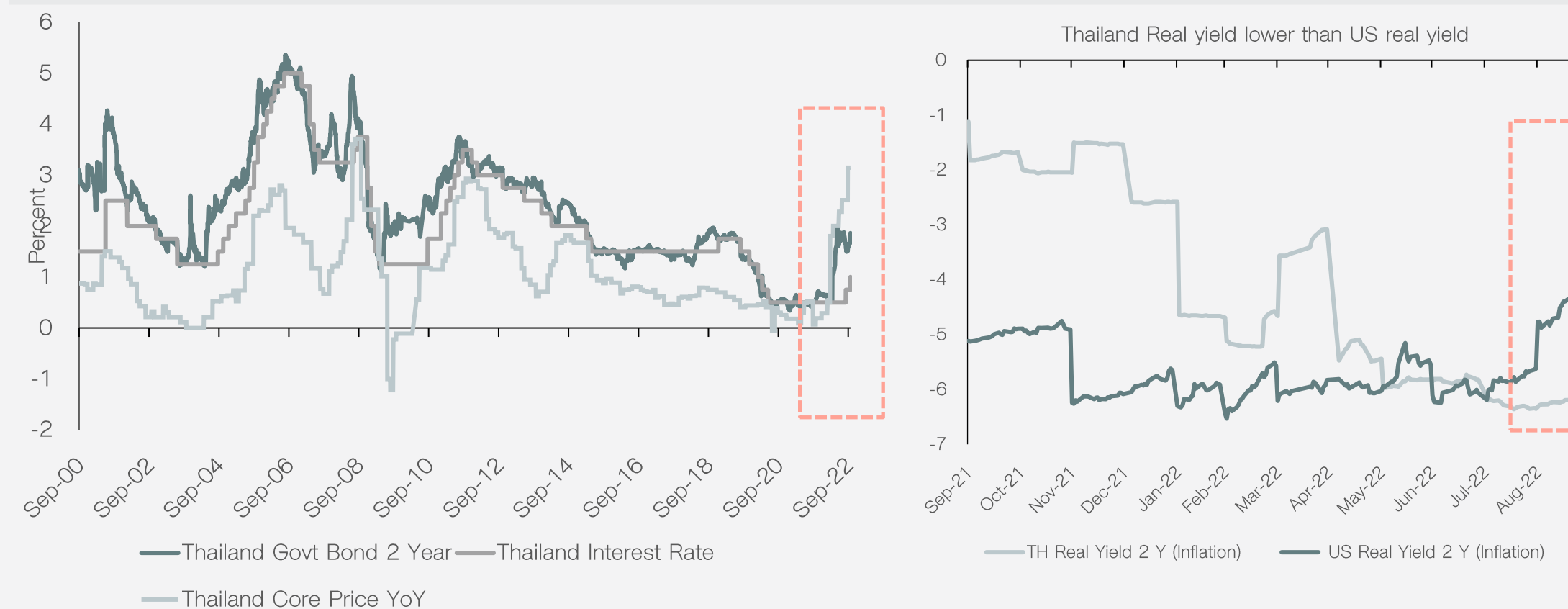
ความสุดโต่งของนโยบายการเงินจากฝักฝั่งธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ที่เร่งขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย พร้อมทั้งยุติมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE) ส่งผลให้เกิดแรงเทขายในตลาดตราสารหนี้ทั่วโลก รวมทั้งตลาดตราสารหนี้ไทย แต่ด้วยในสถานการณ์ประเทศไทยที่มีระดับอัตราเงินเฟ้อ (ไม่รวมอาหารสดและพลังงาน) อยู่มากกว่าเงินเฟ้อเป้าหมาย เป็นเหตุให้ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปรับขึ้นดอกเบี้ยเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ

ทาง LH Bank Advisory คาดการณ์ส่งผลกระทบต่อตลาดตราสารหนี้ไทย ตามสถานการณ์ดังนี้

1. อัตราปรับขึ้นดอกเบี้ยในระดัับ 0.25% ติดต่อกัน 2 ครั้ง ของธปท. ทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 1% ส่งผลให้เกิดแรงขายในพันธบัตรและตราสารหนี้ไทย ขณะที่ผลตอบแทนที่แท้จริงของไทย หลังอัตราเงินเฟ้อปรับสูงขึ้นพบว่า ผลตอบแทนที่แท้จริงของไทยลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุด 22-28 กันยายน ขายสุทธิสูงถึง 12,540 ล้านบาท (แบ่งเป็น ระยะสั้น 3% และระยะยาว 97%) ทำให้จากต้นปีตลาดตราสารหนี้ไทยกลายเป็นขายสุทธิ 19,250 ล้านบาท ล้วนส่วนการถือครองของต่างชาติลดลงสู่ 6.5% จาก 7% ของมูลค่า Outstanding ทั้งหมด
2. ต้นทุนการเงินปรับสูงขึ้นกระทบต่อกระแสเงินทุนของบริษัท เนื่องจากผลตอบแทนตราสารหนี้สำหรับที่ผู้ออกใหม่ เพื่อระดมทุน หรือ เพื่อ Refinance นั้นต้องปรับอัตราผลตอบแทนให้สูงขึ้น หลังจากอัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้น รวมถึงต้องให้อัตราผลตอบแทนในระดับที่จูงใจต่อผู้ลงทุน ทำให้กระแสเงินสดบริษัทลดลง และรายจ่ายดอกเบี้ยสูงขึ้นกระทบต่อกำไรของบริษัทโดยตรง ทาง LH Bank Advisory มองว่า ตลาดหุ้นไทยจะมีการปรับประมาณการกำไรลดลงในปี 2022

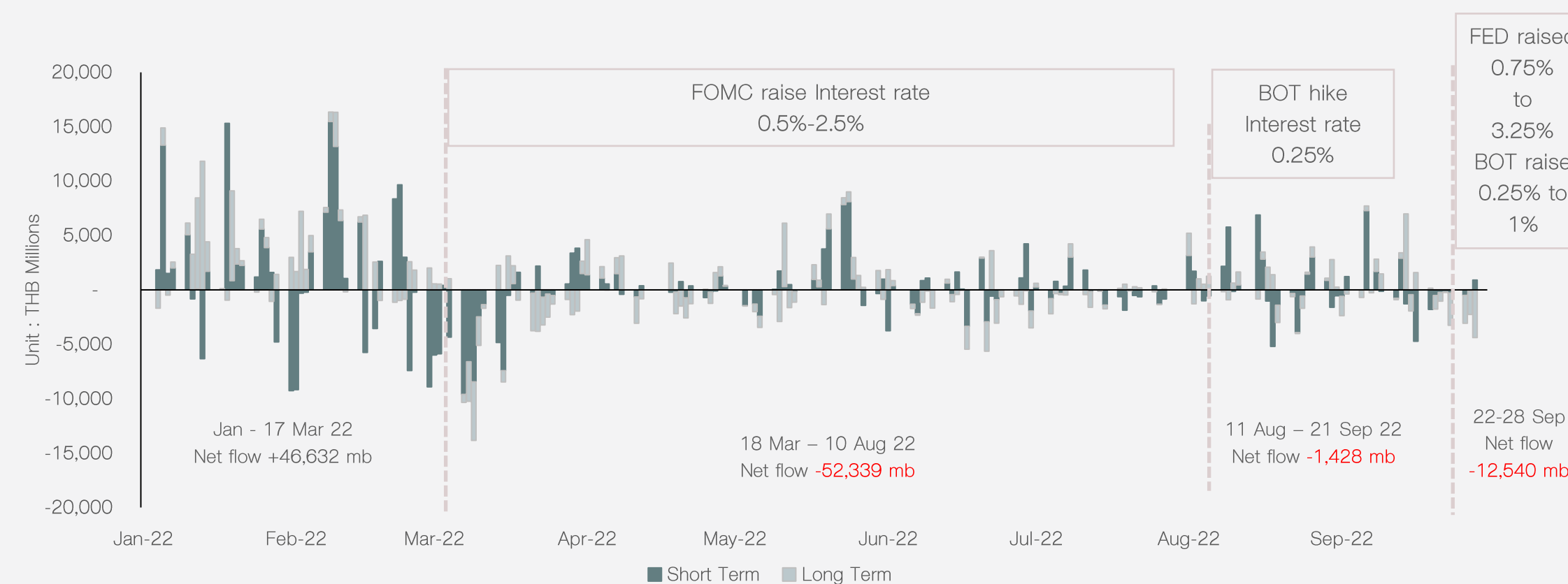
สำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุนในตราสารหนี้ ทาง LH Bank Advisory แนะนำหลีกเลี่ยงตราสารหนี้ระยะยาว และถือครองตราสารหนี้ในระยะสั้น เพื่อเลี่ยงผลขาดทุนจากราคาตราสารหนี้ที่ผันผวน

Figure 1 : Bank of Thailand raise interest rate to 100 bps. among with yield hike



Source: Bloomberg, LH Bank Advisory

Figure 2 : Movement Net flow of foreigner



Source: Thai BMA, LH Bank Advisory

# HOT ISSUE TO WATCH IN THIS WEEK

## Expensive Bear Market

ตลาดหุ้นปรับตัวลงมาตลอดทั้งปี จนปัจจุบันปรับตัวลงมากกว่า 28.9% และต้องถือว่าตลาดหุ้นเข้าสู่ช่วงของตลาดหุ้น Bear Market ตามนิยามเป็นที่เรียบร้อยแล้ว แต่รู้หรือไม่ว่าตลาดหุ้น Bear Market ที่เราเผชิญอยู่ในครั้งนี้ เป็นตลาดหุ้น Bear Market ที่แพงที่สุดในประวัติศาสตร์

หากเราสังเกตระดับ Forward P/E ปัจจุบันที่ประมาณ 16.6 เท่า จะเห็นว่าเป็นระดับ Forward P/E สูงที่สุดในช่วงตลาด Bear market ตลอด 20 ปีที่ผ่านมา นั่นคงสะท้อนได้ถึงความแพงของราคาหุ้นแม้ว่าจะมีการปรับตัวลดลงมากกว่า 30% แล้ว มากไปกว่านั้นตลอด 20 ปีที่ผ่านมาการปรับตัวของ Bear Market จะเข้าใกล้จุดต่ำสุดเมื่อระดับของ Forward P/E ปรับตัวลงมาใกล้เคียงระดับ -1SD และหากต้องเผชิญกับการเกิด Recession จะพบว่าตลาดหุ้นสามารถปรับตัวลงได้จนถึงระดับ -2SD สิ่งนี้สะท้อนภาพการลงทุนที่สำคัญในช่วงข้างหน้า สอดคล้องกับมุมมองของ LH Bank Advisory ที่มองว่าการปรับตัวลงที่ผ่านมาเป็นเพียงแค่ช่วงเริ่มต้นของการปรับตัวลงของตลาดหุ้นในปัจจุบัน นอกจากนี้ในปีหน้านักลงทุนยังต้องระมัดระวังการคาดการณ์การปรับลด EPS Growth ที่จะเกิดขึ้นในช่วงเวลาถัดจากนี้ ซึ่งแน่นอนว่าทำให้การปรับฐานอย่างต่อเนื่องนั้นจะเกิดขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

เมื่อความกังวลทวีความรุนแรงมากขึ้น ค่าเงินดอลลาร์ที่ถือว่าเป็น Safe Haven ชั้นดีในภาวะการณ์เช่นนี้ ประกอบกับเงินทุนไหลเข้าจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างสหรัฐฯ และประเทศต่าง ๆ ทำให้คาดการณ์ได้ว่าค่าเงินดอลลาร์ยังมีแนวโน้มทิศทางค่าได้อย่างต่อเนื่องไปจนถึงสิ้นปี 2022 นี้ และแน่นอนว่าการแข็งค่าของดอลลาร์ เช่นเป็นแรงกดดันสำคัญต่อตลาดหุ้นในกลุ่ม EM ช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2022 อย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ในสถานการณ์ที่แรงกดดันกระจายตัวไปในทั่วทุกมุมของตลาดหุ้นเช่นนี้ LH Bank Advisory แนะนำให้รักษาพอร์ตการลงทุนในลักษณะ Defensive เตรียมเงินสดไว้ให้เพียงพอเพื่อรับมือกับความผันผวนที่รออยู่ในปีหน้า ในส่วนของตลาดตราสารหนี้ แม้ว่าผลตอบแทนจะปรับตัวขึ้นมาและเริ่มจูงใจ แต่วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นยังไม่จบส่งผลให้ยังมีโอกาสที่ผลตอบแทนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้มากกว่านี้ ดังนั้นแนะนำรอคอยจังหวะเข้าลงทุน

Figure 3 : Average 20 Years Forward P/E Ratio



Source: Bloomberg, LH Bank Advisory

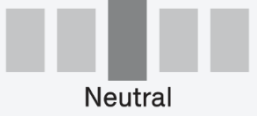
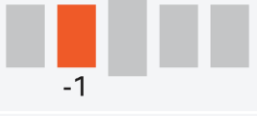
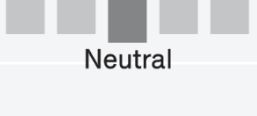
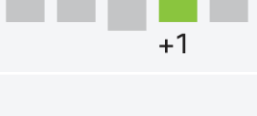
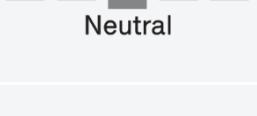
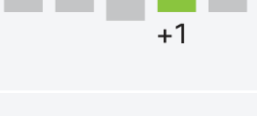



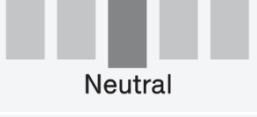
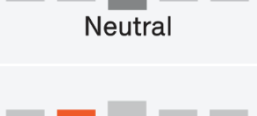
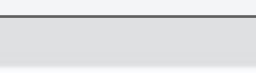
Figure 4 : Market still has a long way to go down



Source: Bloomberg, LH Bank Advisory



# MARKET RECOMMENDATION

Asset Class	Selection	View	Comment
Foreign Equity	U.S.	 Neutral	ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังเป็นตลาด Risk off หลังจากตัวเลขที่รายงานสนับสนุนให้เฟดยังคงดำเนินนโยบายการเงินรัดกุมสุดโต่งต่อเนื่องในการประชุมครั้งถัดไป ทั้งดัชนีราคาสินค้าเพื่อบริโภคพื้นฐาน (Core PCE) ในเดือนสิงหาคม คาดว่าปรับขึ้นต่อ ขณะเดียวกันภาคแรงงานยังแข็งแกร่งจากจำนวนผู้ยื่นขอสวัสดิการว่างงานสหรัฐฯ ลดลงต่ำสุดตั้งแต่เดือนเมษายน ทั้งนี้ทาง LH Bank Advisory กังวลต่อนโยบายการเงินที่เข้มงวดสุดโต่ง ประกอบกับท่าทีของเหล่าบริษัทขนาดใหญ่ที่กังวลต่อเศรษฐกิจ จนออกมาแสดงความกังวลด้วยการรัดเข็มขัดและลดการขยายการลงทุน ซึ่งเป็นสัญญาณที่ธุรกิจขาดความมั่นใจต่อเศรษฐกิจ
	Europe	 -1	ความเสี่ยงของตลาดยุโรปปรับสูงขึ้น หลังธนาคารอังกฤษยอมรับว่า เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยจึงดำเนินการมาตรการเข้าซื้อพันธบัตร 10 ปี แบบไม่จำกัดวงเงิน ขณะที่ปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องแต่ไม่สามารถควบคุมเงินเฟ้อได้ ในขณะเดียวกันภูมิภาคยุโรปยังคงเผชิญภาวะความขาดแคลนพลังงานในช่วงฤดูหนาว ซึ่งเป็นการเติมเชื้อให้เงินเฟ้อปรับสูงขึ้น ทาง LH Bank Advisory แนะนำหลีกเลี่ยงลงทุน
	Japan	 Neutral	การประกาศนโยบายแทรกแซงค่าเงินเพื่อรักษาเสถียรภาพของค่าเงิน ทั้งนี้ด้วยทุนสำรองต่างประเทศของญี่ปุ่นที่แข็งแกร่ง เป็นอันดับ 2 ของโลก กำลังเสี่ยงเผชิญภาวะขาดดุลแฝด ขาดดุลการค้าและขาดดุลบัญชีเดินสะพัดพร้อมกัน เนื่องจากญี่ปุ่นยังคงเร่งกระตุ้นการบริโภคในประเทศ ทาง LH Bank Advisory มีมุมมองเป็นกลางพร้อมถือครองหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของภาคบริโภคในประเทศ
	China	 +1	เศรษฐกิจจีนยังต้องใช้เวลานานกว่าจะฟื้นตัวจากวิกฤตภาคอสังหาริมทรัพย์ ขณะที่ดัชนีราคาในประเทศสามารถควบคุมอยู่ในระดับต่ำถือเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ธนาคารกลางจีน (PBOC) ดำเนินนโยบายการเงินผ่อนคลายและอัดฉีดปริมาณเงินเข้าสู่ระบบ เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ทั้งนี้ภาพในระยะยาวเศรษฐกิจจีนโอกาสฟื้นตัว ท่ามกลางเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ทาง LH Bank Advisory แนะนำเข้าสะสม เน้นกลุ่ม Mega trend และกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากการบริโภคในประเทศ
	India	 Neutral	เศรษฐกิจอินเดียยังมีความแข็งแกร่งแม้ต้องรับมือระดับเงินเฟ้อสูง แต่ด้วยยังเป็นประเทศที่ผลิตสินค้าเกษตรทำให้ยังไม่ได้เผชิญความขาดแคลนด้านอาหาร ทั้งนี้จุดแข็งของอินเดียอยู่ที่จำนวนประชากรวัยแรงงานยังคงขยายตัวต่อเนื่อง และการบริโภคในประเทศแข็งแกร่ง ทำให้ทาง LH Bank Advisory มีมุมมองเชิงบวกต่อตลาดหุ้นอินเดีย แต่ด้วยมูลค่าของตลาดหุ้นอินเดีย (PE Forward) ที่อยู่ระดับ 19% จึงยังมีความเสี่ยงที่ตลาดหุ้นอินเดียปรับฐาน
	Vietnam	 +1	ตลาดหุ้นเวียดนามเป็นหนึ่งในประเทศที่ได้รับกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัว เนื่องจากรายได้มีการพึ่งพาการส่งออกและการเป็นฮับการผลิตของรถยนต์และอิเล็กทรอนิกส์ ขณะเดียวกันความกังวลต่อปริมาณความเสียหายจากไต้ฝุ่นพายุโนรูที่เข้าถล่ม ทำให้ตลาดหุ้นเวียดนามปรับฐานลงสู่ระดับ PE Forward 10.5 เท่า ทาง LH Bank Advisory แนะนำทยอยเข้าสะสม เนื่องจากยังเป็นประเทศที่มีอัตราการเติบโตเศรษฐกิจแข็งแกร่ง ขณะที่ในระยะยาวยังมีปัจจัยดึงดูดเงินทุนไหลเข้า จากโครงสร้างพื้นฐานการขนส่งที่รัฐบาลเร่งพัฒนา และโครงสร้างประชากรในวัยแรงงานยังคงขยายตัว
Thai Equity	Thailand	 Neutral	ทั้งนี้มีความคลี่คลายต่อประเด็นการเมือง พร้อมกับการคาดการณ์กำไรกลุ่มท่องเที่ยว, กลุ่มการเงินฟื้นตัว ขณะที่ราคาพลังงานสนับสนุนกลุ่มพลังงาน ส่งผลสืบเนื่องไปที่ราคาหุ้นใหญ่ดัชนีตลาดหุ้นไทยให้ฟื้นตัวในระยะสั้น อย่างไรก็ตามด้วยภาพรวมที่กดดันเศรษฐกิจเพิ่งเริ่มฟื้นตัวอาจจะกลายเป็นชะงัก เนื่องจากเศรษฐกิจไทยกำลังเผชิญกับปัญหาเงินเฟ้อทำให้อัตราดอกเบี้ยไทยเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น
Fixed Income	Domestic Bond	 -1	ธนาคารกลางประเทศไทย (ธปท.) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยติดต่อกันเป็นครั้งที่ 2 ทำให้อัตราดอกเบี้ยไทยสู่ระดับ 1% เพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มปรับขึ้นต่อ ดังนั้น ธปท.มีโอกาสปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องสร้างความผันผวนในตลาดตราสารหนี้ ดังนั้น LH Bank Advisory แนะนำขายตราสารหนี้ระยะยาว และเข้าถือครองตราสารหนี้ระยะสั้น
	Foreign Bond	 -1	คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Dot Plot) แต่ละระดับ 4.4% ในช่วงสิ้นปีนี้ และแตะ 4.6% ในสิ้นปี 2566 ซึ่งตัวเลขดังกล่าวมากกว่าที่ตลาดเคยคาดไว้ในเดือนมิถุนายน ถึง 1% พร้อมทั้งยุติมาตรการอัดฉีดสภาพคล่อง (QE) ของสหรัฐฯ ส่งผลต่ออุปสงค์ในตราสารหนี้และพันธบัตรสหรัฐฯหายไป ทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรของสหรัฐฯและประเทศอื่นๆ รวมทั้งตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทเอกชนปรับตัวสูงขึ้นไปด้วย ทาง LH Bank Advisory แนะนำหลีกเลี่ยงลงทุนในตลาดตราสารหนี้
Alternative Asset	Property/REIT	 +1	ตลาดสินทรัพย์ให้เช่าเกิดการปรับฐานหลังแนวโน้มที่เฟดเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยเหนือระดับ 4% ภายในสิ้นปีนี้นักค้ำค้ำทุนกู้ยืมให้สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยระดับราคากลุ่มสินทรัพย์ให้เช่าอยู่ที่สามารถจ่ายปันผลได้ในอัตราที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อระยะยาว ทำให้ทาง LH Bank Advisory แนะนำกระจายพอร์ตลงทุน ด้วยกลุ่มสินทรัพย์ให้เช่าเพื่อสร้างผลตอบแทนสม่ำเสมอ และลดความผันผวนของผลตอบแทนการลงทุน
	Gold	 Neutral	ด้วยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ (Risk Free Rate) ที่ปรับตัวสูงขึ้นเป็นปัจจัยให้เกิดการโยกย้ายเงินลงทุนออกจากสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยง เข้าสู่สินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เป็นเหตุให้ราคาทองคำยังไม่มียield กลับฟื้นตัว ดังนั้น ทาง LH Bank Advisory ยังเฝ้าติดตามการกลับเข้าไปสะสมในทองคำ ในช่วงที่ราคาเริ่มปรับฐาน เพื่อรับมือกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย
	Oil	 Neutral	ราคาน้ำมันมีแนวโน้มแกว่งตัวขึ้นในกรอบแคบ หลังคาดว่าเฮอริเคนเข้าถล่มชายฝั่งอ่าวเม็กซิโก ทำให้ปิดแท่นขุดเจาะน้ำมันนอกอ่าว ขณะเดียวกันเหตุการณ์ท่อส่งก๊าซนอร์คสตรึมยังคงปิดปรับปรุง ขณะที่ปริมาณความต้องการบริโภคปรับสูงขึ้นตามฤดูกาล อย่างไรก็ตามด้วยทิศทางอุปสงค์บริโภคน้ำมันข้างหน้าปรับลดลงจากการเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่กำลังมาถึง
	THBUSD	 -1	สกุลเงินบาท ในสัปดาห์นี้มีโอกาสปรับแข็งขึ้นเล็กน้อยจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของกนง. แต่ไม่เพียงพอที่จะเป็นสัญญาณการกลับตัว เนื่องจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ยังคงปรับขึ้นในอัตราสูงผิดปกติ ทำให้ดัชนีดอลลาร์ยังอยู่ในระดับสูง ส่งผลต่อสกุลเงินในตราสาร รับผลกระทบความห่างของส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรทำให้เงินตราต่างประเทศไหลออกไปสู่เงินสกุลดอลลาร์ต่อเนื่อง

# MARKET EVENT AND VALUATION

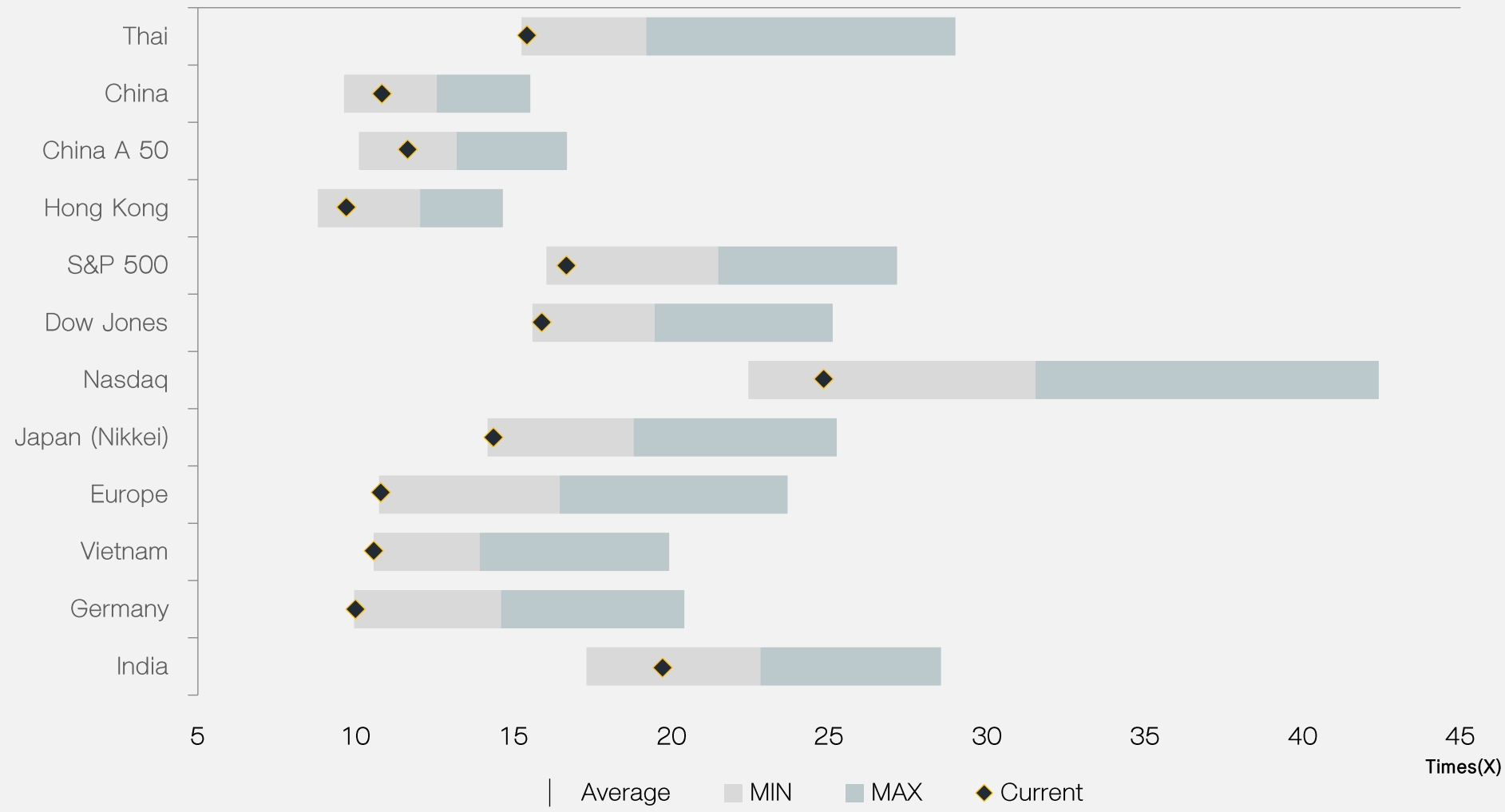
Date	Countries	Major Events	Expected	Prior
03-Oct-22	Japan	Tankan Large Manufacturers Index Q3	10	9
	EU	S&P Global Manufacturing PMI Final (Sep)		49.6
	US	S&P Global Manufacturing PMI Final (Sep)		51.5
		ISM Manufacturing PMI (Sep)		52.8
04-Oct-22	US	JOLTs Job Openings (Aug)		11.239M
05-Oct-22	Germany	Balance of Trade (Aug)		€4.9B
	US	ADP Employment Change (Sep)		132K
		Balance of Trade (Aug)		\$-70.7B
		ISM Non-Manufacturing PMI (Sep)	56.5	56.9
06-Oct-22	EU	Retail Sales YoY (Aug)		-0.9%
07-Oct-22	US	Unemployment Rate (Sep)		3.7%
		Non-Farm Payrolls (Sep)	300K	315K



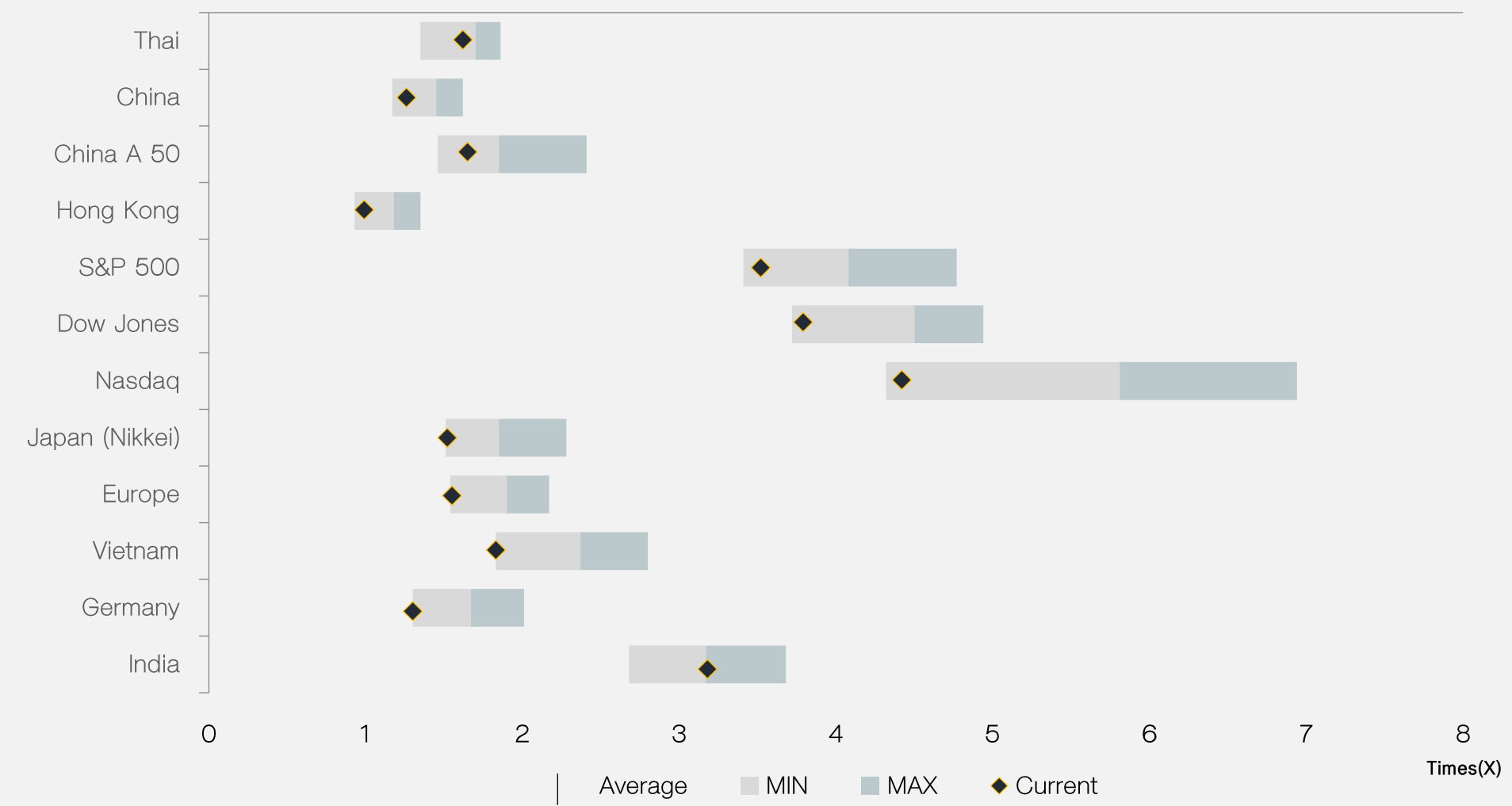


# MARKET EVENT AND VALUATION

2Y Forward Price-to-Earnings Ratio



2Y Forward Price-to-Book Value Ratio

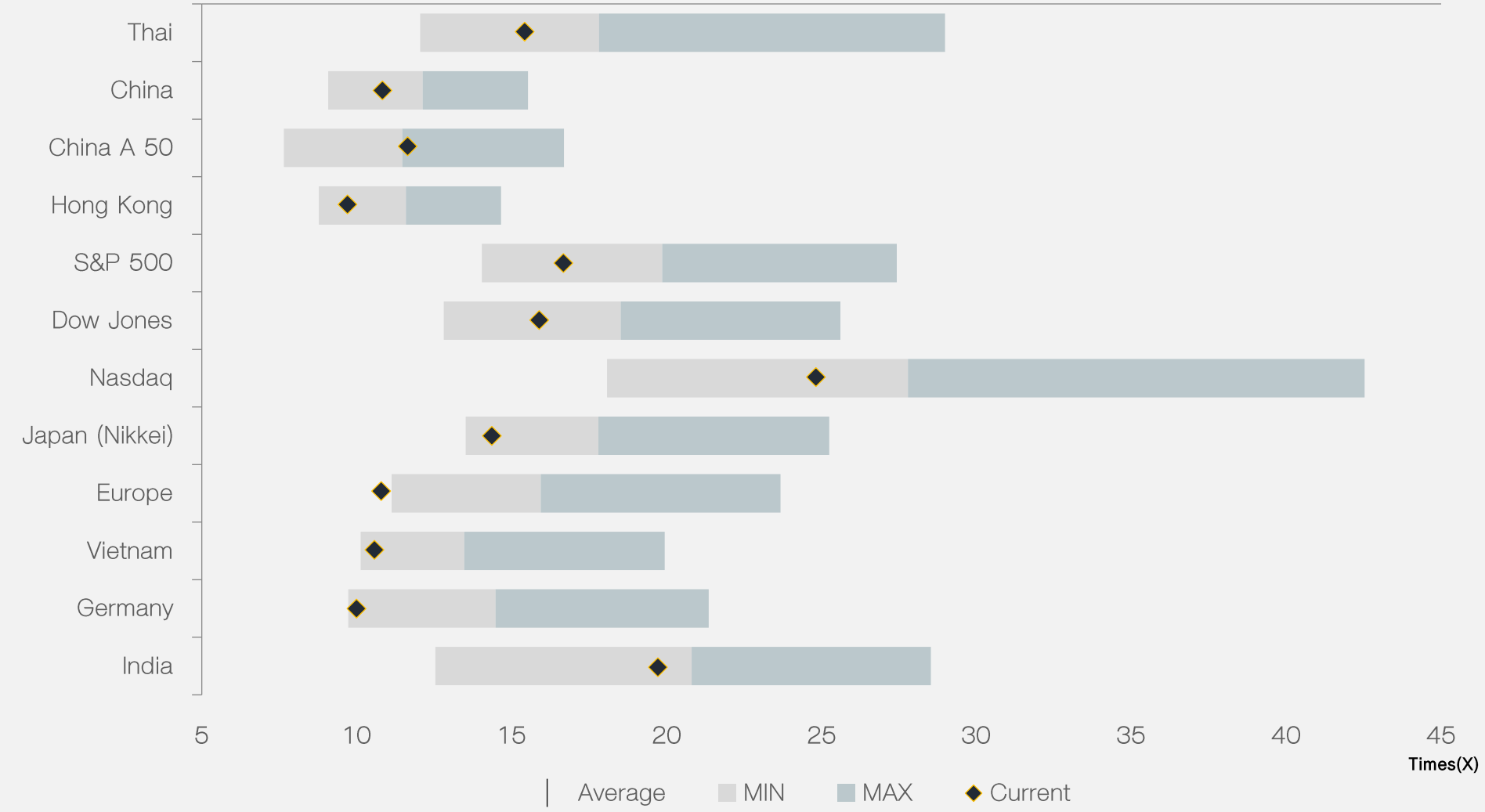


Source: Bloomberg, LH Bank Advisory As of 28 Sep 2022

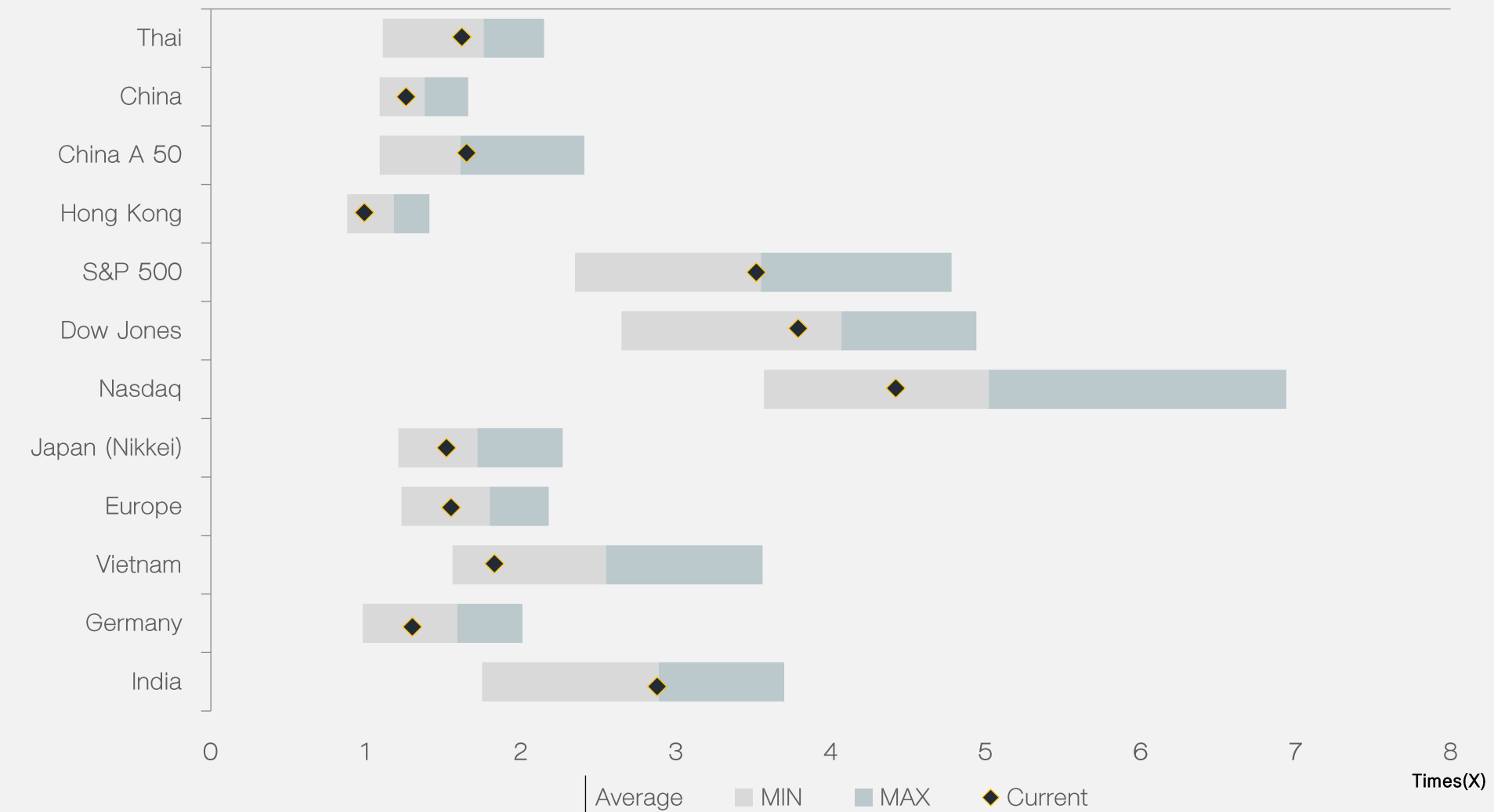


# MARKET EVENT AND VALUATION

5Y Forward Price-to-Earnings ratio



5Y Forward Price-to-Book Value ratio



Source: Bloomberg, LH Bank Advisory As of 28 Sep 2022







**THANK  
YOU**

┌  
**LH BANK**  
ADVISORY  
└

