

# WEALTH STRATEGY

Thanachart Portfolio Strategy  
Quarter 2<sup>nd</sup> 2025



# CONTENTS



## บทสรุปการลงทุน



04

นโยบายของทรัมป์จะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ อ่อนแอลงในระยะสั้น และอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยได้ รวมถึงจะสร้างแรงกดดันเงินเฟ้อ และอาจสร้างปัญหาทาง supply chain ขึ้น

## การจัดพอร์ตที่เราแนะนำ



06

แนะนำจัดพอร์ตแบบ “Moderate Risk” โดยให้นักลงทุนไทย ที่ 25% (เดิม 20%), หุ้นต่างประเทศ 15% (เดิม 20%), กองค่า 5%, Asset Fund 10%, ตราสารหนี้ 45%

## กองทุนแนะนำไตรมาสนี้



09

- 1) UGIS-N ซึ่งลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพทั่วโลก และเน้นปรับกลยุทธ์ตามจังหวะตลาด
- 2) ES-INDAE ที่ลงทุนในหุ้นอินเดีย
- 3) SCBSHARES(A) ที่คัดเฉพาะหุ้นจีน A-Shares ที่มีศักยภาพการเติบโตสูง

## สรุปมุมมองปัจจัยต่างๆของโลก

14

ภาค Fed จะลดดอกเบี้ย 3-5 ครั้งในปี นี้ ซึ่งมากกว่าที่ตลาดคาดว่าจะ 2-3 ครั้ง และน่าจะเริ่มครั้งแรกใน 2Q25F โดยมองว่า Fed จะให้นักบาทกับเสถียรภาพของเศรษฐกิจ-การจ้างงาน มากกว่าการคุมเงินเฟ้อจาก Tariff

## เศรษฐกิจโลก



15

แม้ภาพเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังเติบโตได้ต่อเนื่องในช่วง 1Q25 แต่ผลกระทบจากนโยบายการค้า จะกดดันให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง และอาจเข้าสู่ “ภาวะถดถอย” ได้

## เศรษฐกิจไทย



22

เศรษฐกิจไทยอ่อนแอลงในช่วง 1Q25 และกำลังจะถูกซ้ำเติม จากผลกระทบสงครามการค้า ที่รุนแรงกว่าคาด... ทำให้เราปรับเป้าเติบโตของ GDP ลงครึ่งหนึ่งมาที่ 1.5%

## ตลาดหุ้นไทย



27

แม้จะมีการค้าจะกระทบ GDP และกระทบกำไร SET แต่ด้วยหุ้นคุณภาพดี กระแสเงินสดดี หลายตัว มี Valuation “ไม่แพง” ทำให้แนะนำเพิ่มน้ำหนักลงทุนหุ้นไทยเป็น 25%

## แผนลงทุนโดยทีมธนาชาติ



33

ZEAL Sustain, Quality และ Target สร้างผลตอบแทนตั้งแต่เริ่มต้นในปี 2020 จนถึง 1Q25 ที่ 28.6%, 17.8% และ 18.3% ซึ่งดีกว่า SET TRI ที่ขาดทุน -14.1%



นโยบายของรัฐบาลจะทำให้เศรษฐกิจโลก รวมถึงเศรษฐกิจสหรัฐฯ อ่อนแอลง และอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยได้ รวมถึงจะสร้างแรงกดดันเงินเฟ้อ และอาจสร้างปัญหาทาง supply chain ขึ้นรอบใหม่ เพื่อแลกกับโอกาสที่สหรัฐฯ จะมี ความเข้มแข็งที่สูงขึ้นเชิงสัมพัทธ์ ในระยะยาว

ในทางกลับกัน เศรษฐกิจจีนได้รับแรงหนุนจากมาตรการภาครัฐ ที่เข้ามาช่วยประคับประคองไว้... นอกเหนือไปจากมุมมองของเรา ในรายงานฉบับนี้เราได้รวบรวม มุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ระดับแนวหน้าของจีน ซึ่งอาจบอกไปถึงเครื่องมือกระตุ้นเศรษฐกิจที่จีนจะใช้ในระยะข้างหน้าด้วย

เราแนะนำพอร์ตลงทุนแบบ “Moderate Risk Portfolio” โดยให้น้ำหนักตราสารหนี้ 45% หุ้นไทย 25% หุ้นต่างประเทศ 15% REIT 10% และทองคำ 5% ของพอร์ต... สำหรับหุ้นไทย แนะนำลงทุนผ่าน ZEAL โดย Valuation ตลาดหุ้นไทย ปัจจุบันสะท้อนความเสี่ยง Tariff ไปมากแล้ว โดยมีเป้าหมาย SET สิ้นปีนี้ที่ 1,220 จุด

เริ่มลงทุนกับ ZEAL ติดต่อ  
02-779-9000

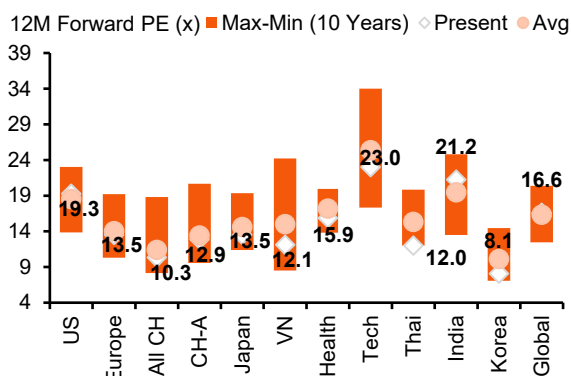


## WORLD ECONOMIC OUTLOOK

นโยบายของทรัมป์จะทำให้เศรษฐกิจโลก รวมถึงเศรษฐกิจสหรัฐฯ อ่อนแอลง และอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยได้ รวมถึงจะสร้างแรงกดดันเงินเฟ้อ และอาจสร้างปัญหาทาง supply chain ขึ้นรอบใหม่ เพื่อแลกกับโอกาสที่สหรัฐฯ จะมีความเข้มแข็งที่สูงขึ้นเชิงสัมพัทธ์ในระยะยาว

## ASSET CLASS OUTLOOK

แนะนำจัดพอร์ตแบบ “Moderate Risk” แต่ให้น้ำหนักหุ้นไทย เพิ่มขึ้นเป็น 25% (เดิม 20%), ลดหุ้นต่างประเทศเหลือ 15% (เดิม 20%) โดยเน้นหุ้นอินเดีย และหุ้นจีน A-Shares, ขณะที่ กองค้ำ ที่ 5%, Asset Fund ที่ 10% และตราสารหนี้ 45% โดยเน้นกองทุนตราสารหนี้ที่มี duration ยาว อย่าง K-FIXED-A, UGIS-N ตามลำดับ



## PORTFOLIO RECOMMENDATION

| Moderate Risk               | Weight | Return (%) |       |        |
|-----------------------------|--------|------------|-------|--------|
| Survey date: 18 Apr 25      | (%)    | 3M         | 1Y    | 3Y     |
|                             |        |            |       | (p.a.) |
| Fixed income                | 45     |            |       |        |
| K-CASH                      |        | 0.43       | 1.87  | 1.36   |
| K-FIXED-A                   |        | 1.92       | 4.84  | 2.65   |
| UGIS-N                      |        | 0.65       | 2.78  | 0.58   |
| Thai Equity                 | 25     |            |       |        |
| SCBSET50                    |        | -14.87     | -9.94 | -7.15  |
| Global Equity & Alternative | 20     |            |       |        |
| ES-INDAE                    |        | -5.72      | -2.55 | 2.38   |
| SCBASHARES(A)               |        | -2.03      | 3.03  | -13.98 |
| K-GOLD-A(A)                 |        | 20.83      | 31.67 | 14.24  |
| Asset Fund                  | 10     |            |       |        |
| K-PROPI-A(D)                |        | -1.67      | 1.98  | -3.84  |
| TOTAL                       | 100    |            |       |        |



## เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยอ่อนแอในช่วง 1Q25 ที่ผ่านมา และกำลังจะถูกซ้ำเติม จากผลกระทบสงครามการค้า ที่รุนแรงกว่าคาด... ทำให้เราปรับเป้าเติบโตของ GDP ลงครึ่งหนึ่ง เหลือเติบโตเพียง 1.5/1.4% ในปี 2025-26F

## ตลาดหุ้นไทย

แม้ภาวการณ์ค้าจะกระทบเศรษฐกิจและกระทบกำไร SET แต่มองว่าราคาหุ้นที่มีกระแสเงินสดแข็งแกร่ง และได้รับพบบรรเทาจาก Tariff จำกัด ปรับลดลงมามากแล้ว ทำให้การ “เลือกซื้อ” น่าจะสร้างผลตอบแทนที่ดี แนะนำเพิ่มน้ำหนักลงทุนหุ้นไทยเป็น 25% ของพอร์ต



## กองทุนรวม น่าสนใจ

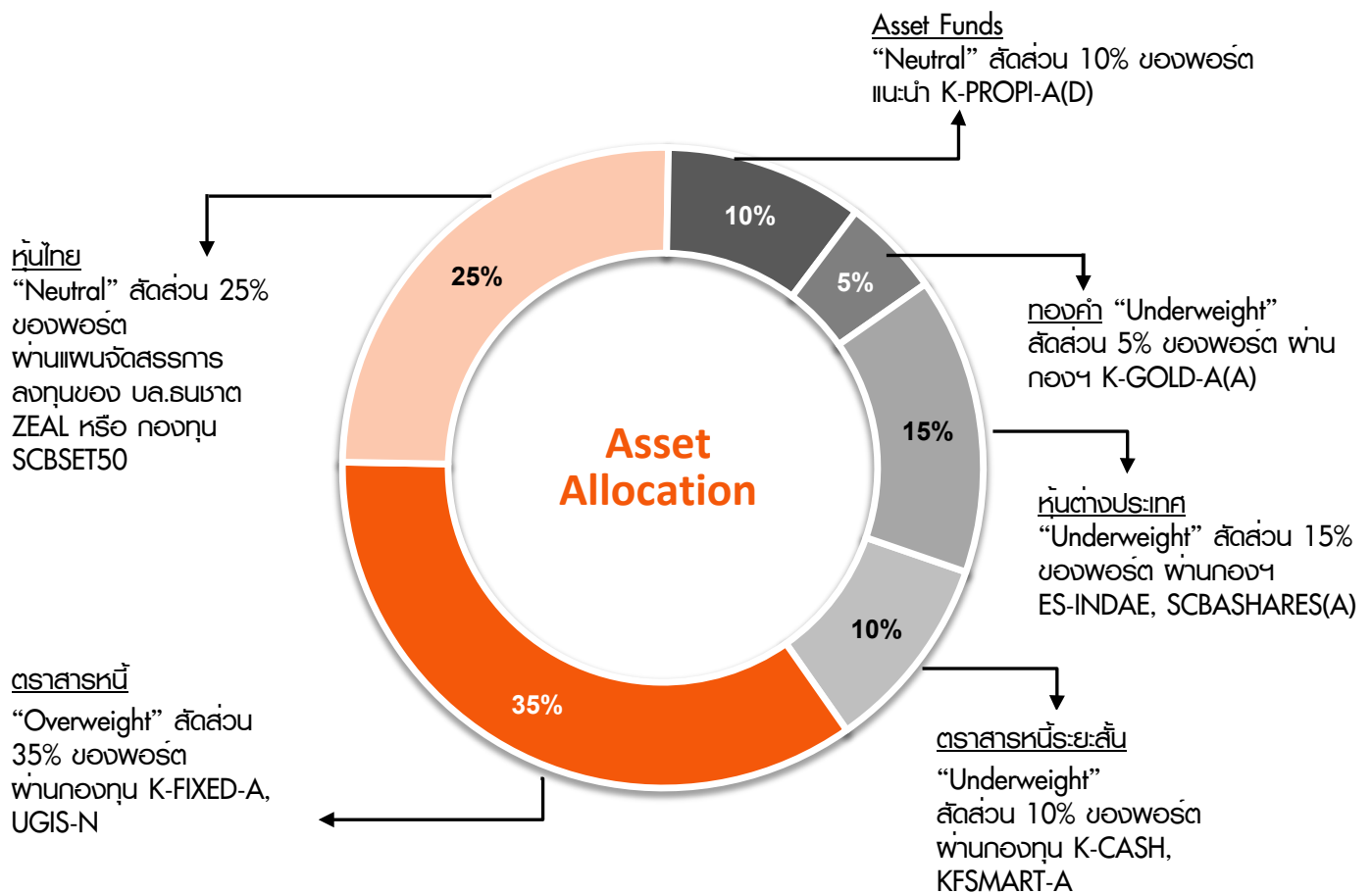
กองทุน Top Pick มีดังนี้:-

- 1) UGIS-N ซึ่งลงทุนในตราสารหนี้คุณภาพทั่วโลก และเน้นปรับกลยุทธ์ตามจังหวะตลาด
- 2) ES-INDAE ที่ลงทุนในหุ้นอินเดียคุณภาพดี
- 3) SCBASHARES(A) ที่ลงทุนในหุ้นจีน A-Shares โดยคัดเฉพาะบริษัทที่มีศักยภาพการเติบโตสูง

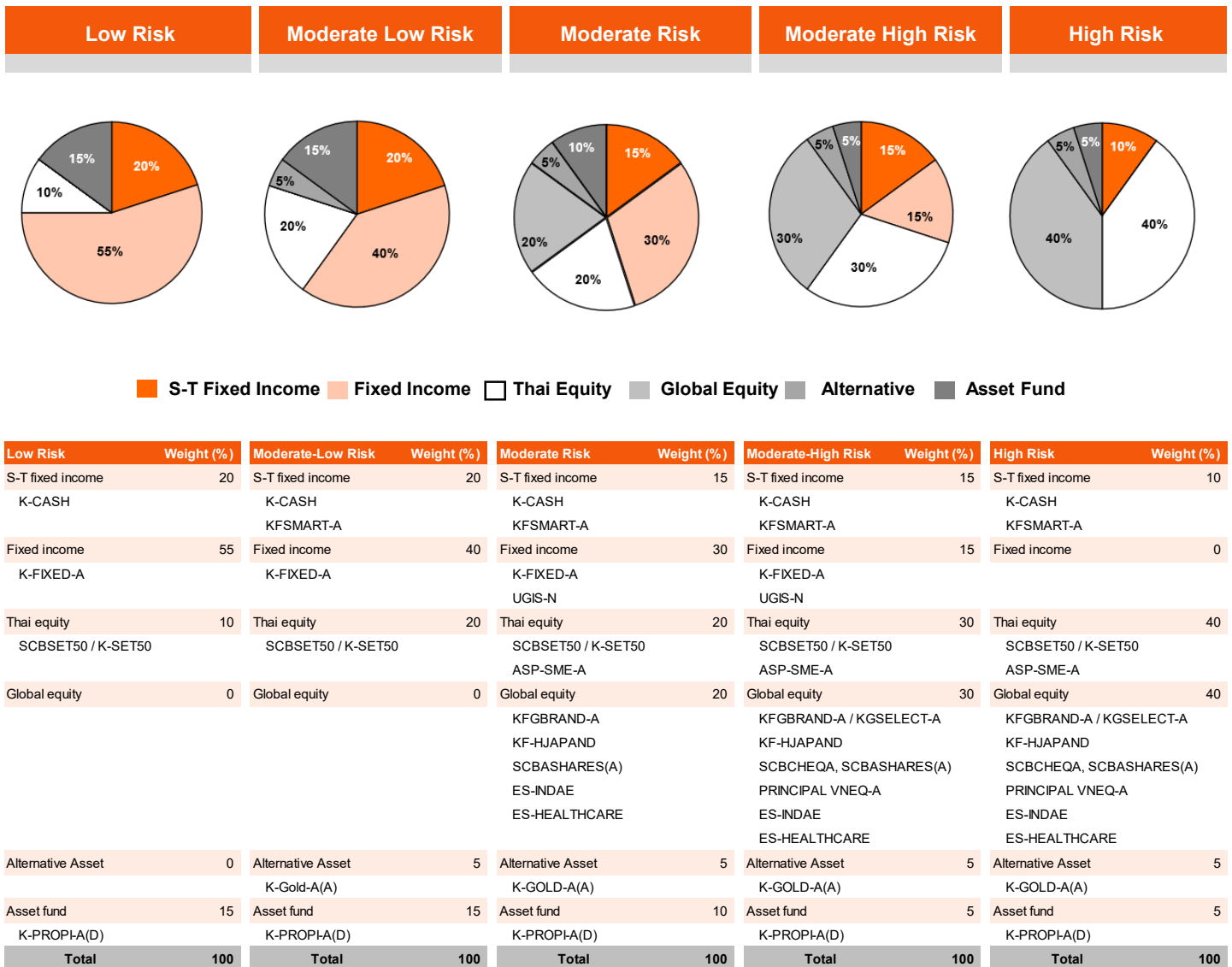




## Moderate Risk Portfolio



## หรือเลือกเองจาก 5 ระดับความเสี่ยง (Strategic Asset Allocation)



### Allocation Update

15 JAN 24: ADD UGIS-N, KT-GREEN-A, ASP-SME-A, K-EUROPE-A(D): ... REMOVE: ES-GSBOND-A, LHPROPIA(D)

19 APR 24: ADD: KF-SMART-A, ASP-USSMALL, SCBKEQTG, ES-GDIV-ACC ... REMOVE: T-CASH, K-EUROPE-A(D), K-GHEALTH

17 JUL 24: ADD: KT-WTAI-A, TCloud... REMOVE: ASP-USSMALL, SCBCTECH-A

17 OCT 24: ADD: KFGBRAND-A, KGSELECT-A, ASP-USSMALL ... REMOVE: TCloud, ES-STARTECH, SCBKEQTG

22 JAN 25: ADD: ES-HEALTHCARE, KF-HJAPAND... REMOVE: KT-WTAI-A, ES-GDIV-ACC

22 APR 25: ADD: ES-INDAE, SCBSHARES(A)... Remove: ASP-USSMALL, KT-GREEN-A

## Individual Fund Recommendations

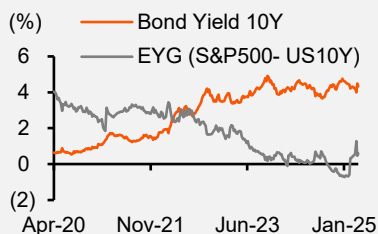
| Fund                               | Recommendation | Open Position | Close Position (%) | Return to Date (%) | Change From Previous Week (%) | Realized Return (%) |
|------------------------------------|----------------|---------------|--------------------|--------------------|-------------------------------|---------------------|
| <b>Fixed Income</b>                |                |               |                    |                    |                               |                     |
| ES-CASH                            | Buy            | 01/01/2019    | -                  | 7.4                | 0.0                           | -                   |
| K-FIXED-A                          | Buy            | 11/22/2023    | -                  | 5.8                | (0.2)                         | -                   |
| K-CASH                             | Buy            | 07/17/2024    | -                  | 1.4                | 0.0                           | -                   |
| KTPlus                             | (Closed)       | 04/20/2021    | 02/15/2023         | -                  | -                             | 0.8                 |
| KFSMART                            | (Closed)       | 11/03/2022    | 11/22/2023         | -                  | -                             | 1.7                 |
| <b>Global Equity + Alternative</b> |                |               |                    |                    |                               |                     |
| PRINCIPAL VNEQ-A (1st)             | Hold           | 05/05/2022    | -                  | (15.6)             | 4.5                           | -                   |
| KT-GREEN-A (1st)                   | Hold           | 08/02/2023    | -                  | (50.3)             | 0.3                           | -                   |
| KT-GREEN-A (2nd)                   | Hold           | 11/29/2023    | -                  | (30.8)             | 0.3                           | -                   |
| UGIS-N                             | Buy            | 01/19/2024    | -                  | 2.1                | (0.4)                         | -                   |
| KFGBRAND-A                         | Buy            | 08/14/2024    | -                  | (1.2)              | 1.4                           | -                   |
| K-GSELECT                          | Hold           | 09/18/2024    | -                  | (9.0)              | 5.1                           | -                   |
| Principal VNEQ-A (5th)             | Hold           | 10/22/2024    | -                  | (9.1)              | 4.5                           | -                   |
| KF-HJAPAND                         | Buy            | 11/13/2024    | -                  | (4.2)              | 7.5                           | -                   |
| ES-HEALTHCARE                      | Buy            | 11/27/2024    | -                  | (15.9)             | 1.8                           | -                   |
| KT-GREEN-A (3rd)                   | Hold           | 01/17/2025    | -                  | (11.4)             | 0.3                           | -                   |
| KT-WTAI-A                          | Hold           | 01/19/2025    | -                  | (18.8)             | 6.7                           | -                   |
| ES-INDAE                           | Buy            | 02/13/2025    | -                  | (5.1)              | (1.9)                         | -                   |
| SCBCHEQA (2nd)                     | Buy            | 03/05/2025    | -                  | (9.9)              | 1.8                           | -                   |
| SCBASHARES(A)                      | Buy            | 19/03/2025    | -                  | (10.9)             | 1.3                           | -                   |
| KT-MINING (1st)                    | (Closed)       | 06/01/2023    | 06/14/2023         | -                  | -                             | 8.1                 |
| PRINCIPAL VNEQ-A (3rd)             | (Closed)       | 11/02/2022    | 06/28/2023         | -                  | -                             | 17.1                |
| KT-ENERGY                          | (Closed)       | 06/07/2023    | 08/09/2023         | -                  | -                             | 10.3                |
| KT-US-A                            | (Closed)       | 06/14/2023    | 11/29/2023         | -                  | -                             | 4.4                 |
| ES-GSBOND (2nd)                    | (Closed)       | 09/27/2023    | 01/19/2024         | -                  | -                             | 2.7                 |
| K-GHEALTH                          | (Closed)       | 09/21/2023    | 02/21/2024         | -                  | -                             | 7.8                 |
| PRINCIPAL VNEQ-A (4th)             | (Closed)       | 10/26/2023    | 02/21/2024         | -                  | -                             | 17.1                |
| K-EUROPE-A(D)                      | (Closed)       | 08/09/2023    | 02/28/2024         | -                  | -                             | 9.7                 |
| PRINCIPAL VNEQ-A (2nd)             | (Closed)       | 05/25/2022    | 04/13/2024         | -                  | -                             | 6.7                 |
| ES-GSBOND (1st)                    | (Closed)       | 11/23/2022    | 04/13/2024         | -                  | -                             | 0.1                 |
| KT-MINING (2nd)                    | (Closed)       | 08/16/2023    | 03/27/2024         | -                  | -                             | 4.8                 |
| KT-MINING (3rd)                    | (Closed)       | 02/28/2024    | 03/27/2024         | -                  | -                             | 8.7                 |
| SCBCTECH-A                         | (Closed)       | 05/25/2022    | 05/08/2024         | -                  | -                             | (25.1)              |
| ASP-USSMALL                        | (Closed)       | 02/21/2024    | 07/24/2024         | -                  | -                             | 3.1                 |
| SCBKEQTG                           | (Closed)       | 03/13/2024    | 07/31/2024         | -                  | -                             | (2.2)               |
| TCLOUD                             | (Closed)       | 05/08/2024    | 07/31/2024         | -                  | -                             | (0.4)               |
| K-EUX                              | (Closed)       | 06/19/2024    | 07/31/2024         | -                  | -                             | (1.9)               |
| KT-JAPANSMA                        | (Closed)       | 08/06/2024    | 08/21/2024         | -                  | -                             | 12.4                |
| KT-MINING (4th)                    | (Closed)       | 06/12/2024    | 09/18/2024         | -                  | -                             | (11.2)              |
| TCHCON (1st)                       | (Closed)       | 06/22/2022    | 09/30/2024         | -                  | -                             | (14.1)              |
| TCHCON (2nd)                       | (Closed)       | 12/14/2022    | 09/30/2024         | -                  | -                             | (4.4)               |
| UCI (2nd)                          | (Closed)       | 05/15/2024    | 09/30/2024         | -                  | -                             | (3.7)               |
| ES-GDIV-ACC                        | (Closed)       | 01/24/2024    | 10/30/2024         | -                  | -                             | 7.8                 |
| KT-ENERGY                          | (Closed)       | 10/30/2024    | 11/13/2024         | -                  | -                             | 5.6                 |
| KT-WTAI-A                          | (Closed)       | 06/12/2024    | 12/11/2024         | -                  | -                             | 6.5                 |
| SCBCHEQA                           | (Closed)       | 03/29/2023    | 02/25/2025         | -                  | -                             | (19.2)              |
| ASP-USSmall                        | (Closed)       | 10/22/2024    | 19/05/2025         | -                  | -                             | (12.9)              |
| <b>Asset Fund</b>                  |                |               |                    |                    |                               |                     |
| K-PROPIA(D) (1st)                  | Buy            | 05/11/2023    | -                  | (5.8)              | (0.8)                         | -                   |
| K-PROPIA(D) (3rd)                  | Buy            | 02/28/2024    | -                  | (2.3)              | (0.8)                         | -                   |
| K-PROPIA(D) (2nd)                  | (Closed)       | 10/26/2023    | 01/19/2024         | -                  | -                             | 13.9                |

Source: Bloomberg, TNS (Survey date: 15 Apr)

# ลงทุนอะไรดีในไตรมาสนี้

## ตราสารหนี้โลก

### UGIS-N

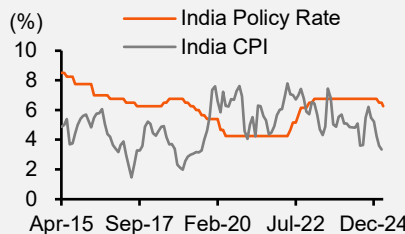


- นำลงทุน เนื่องจาก 1) ตราสารหนี้สหรัฐฯคุณภาพสูง ให้ผลตอบแทนสูงในรอบ 10 ปี ดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับ Earning Yield ของหุ้น 2) ภาพเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัว จะช่วยให้ Fed ลดดอกเบี้ยเร็วขึ้น และทำให้นักลงทุนหันเข้าหาสินทรัพย์ปลอดภัย 3) มองการขยายตราสารหนี้สหรัฐฯรอบนี้ เป็นเพียง “ชั่วคราว” เพราะไม่มีตลาดตราสารหนี้ที่ ใหญ่-สภาพคล่องสูง-โปร่งใส เท่าสหรัฐฯ, ประเทศอื่นยังไม่มีระบบการเงิน-การคลัง ที่ทดแทนสหรัฐฯได้, หากเศรษฐกิจเสี่ยงชะลอแรง Fed และรัฐบาลสามารถปรับเปลี่ยนทำได้

- แนะนำชื่อ UGIS-N ที่ลงทุนใน PIMCO GIS Income ที่มีผลงานระยะยาวที่ดีสม่ำเสมอ และผู้จัดการกองทุนคอยปรับพอร์ตตามจังหวะตลาด เพื่อรักษาโอกาส พร้อมกับลดความเสี่ยงในช่วงที่ตลาดผันผวน

## หุ้นอินเดีย

### ES-INDAE

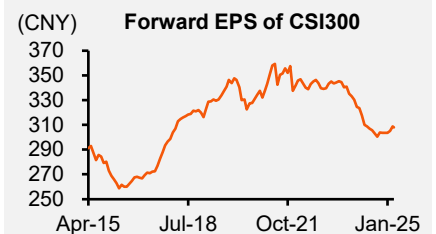


- มองเป็นโอกาสที่น่าสนใจ ท่ามกลางมรสุมแห่งสงครามการค้า เนื่องจาก 1) เศรษฐกิจพึ่งพาการส่งออกจำกัด ขั้วเคลื่อนการเติบโตด้วยปัจจัยภายใน อาทิ สังคมเมืองที่ขยายตัว-การปฏิรูปกฎเกณฑ์-แปรรูปรัฐวิสาหกิจ-การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน 2) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับทุกฝ่าย-เป็น “ตัวเลือกกลาง” ที่ทุกฝ่ายอยากคบ 3) นโยบายการเงินมีการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ในรอบ 5 ปี หลังเปลี่ยนตัวผู้นำการธนาคารกลาง และเงินเฟ้อลงต่ำกว่าเป้าหมายที่ 4% เปิดทางให้อินเดียสามารถผ่อนคลายสภาพคล่องในระบบได้อีกมาก

- แนะนำชื่อ ES-INDAE ที่ลงทุนใน Goldman Sachs India Equity Portfolio ซึ่ง 1) บริหารโดย Hiren Dasani ที่เข้าใจเรื่องราวภายในอินเดียเป็นอย่างดี และดูแลกองทุนหลักมาตั้งแต่ช่วงจัดตั้ง 2) ค้นหาโอกาสที่น่าสนใจในหุ้นทุกขนาด

## หุ้นจีนแผ่นดินใหญ่

### SCBASHARES(A)



- เป็นโอกาสที่ไม่ควรมองข้าม เนื่องจาก 1) จีนมีการเตรียมพร้อมเรื่องสงครามการค้า โดย พึ่งพาการส่งออกไปสหรัฐฯ <3% ของ GDP, รัฐบาลส่งสัญญาณใช้มาตรการเชิงรุกแบบจริงจังที่สุดในรอบหลายสิบปี 2) จีนได้ปรับฐานการบริโภคภายในที่มีขนาดใหญ่-มีแนวโน้มโตต่อเนื่อง และความสามารถด้านนวัตกรรมที่พัฒนาแบบก้าวกระโดด 3) A-Shares พลาก์ไรบอริชาก็เริ่มมีเสถียรภาพครั้งแรกในรอบ 2 ปี, หุ้นมักมี upside ในยามขาขึ้น สูงกว่าฮ่องกง, เป็นศูนย์รวมของบริษัทเทคโนโลยีสูง ซึ่งได้รับการสนับสนุนโดยตรงจากรัฐ (ดู Wealth Strategy 12-26 มี.ค.)

- แนะนำชื่อ SCBASHARES(A) ที่ลงทุนใน Schroders China A ที่ 1) เน้นบริษัทขนาดรองที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงและได้ประโยชน์จากการกระตุ้นเศรษฐกิจ 2) บริหารโดย แจ็ค ลี ที่เข้าใจเรื่องราวในจีนเป็นอย่างดี

## UGIS-N: กองทุนเปิด ยูไนเต็ดโกลบอลอินคัมสตราทีจิคบอนด์ ฟันด์ หน่วย ลงทุนชนิดรับซื้อคืนหน่วยลงทุนแบบปกติ



- **PIMCO GIS Income (กองทุนหลัก):** 1) บริหารโดย PIMCO บลจ. ระดับโลกที่เชี่ยวชาญตราสารหนี้โดยเฉพาะ 2) กระจ่ายการลงทุนในตราสารหลายประเภท เช่น พันธบัตร, หุ้นกู้, MBS เป็นต้น ซึ่งการกระจายการลงทุนดังกล่าว ช่วยให้พอร์ตพัวพันในระดับที่เหมาะสม และมีกระแสเงินสดรับอยู่ในระดับที่น่าพอใจ 3) มุ่งปรับกลยุทธ์การลงทุนให้ยืดหยุ่นเหมาะสมตามสถานการณ์
- **กลยุทธ์การลงทุนของกองทุนหลัก:** โดย 1) เน้นลงทุนตราสารหนี้เป็นสัดส่วนหลัก ซึ่งปัจจุบันให้ผลตอบแทนอยู่ในระดับที่น่าพอใจ และมีความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจจำกัดกว่าภูมิภาคอื่น 2) อันดับความน่าเชื่อถือโดยเฉลี่ย โดยปกติ อยู่ที่ A ถึง AA สะท้อนถึงความเสี่ยงด้านเครดิตที่ต่ำ ช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตรวมได้ดี ยามที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว 3) ปรับ duration อย่างยืดหยุ่นตามจังหวะตลาด มักค่อนข้างยาวกว่ากองทุนตราสารหนี้ทั่วไป จึงมีโอกาสให้ผลตอบแทนโดดเด่นในช่วงที่ดอกเบี้ยเป็นขาลง

### Fund Information:

|                                   |                      |
|-----------------------------------|----------------------|
| ระดับความเสี่ยง                   | 5                    |
| เงินลงทุนขั้นต่ำ                  | —                    |
| ระยะเวลารับเงินค่าขายคืน          | T+3                  |
| Hedging Policy                    | โดยปกติ เกือบทั้งหมด |
| สกุลเงิน (กองทุนหลัก)             | US\$                 |
| ค่าใช้จ่ายขาเข้า                  | 1.00%                |
| ค่าใช้จ่ายขาออก                   | —                    |
| ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุน | 1.00%/ปี*            |

\*รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว, ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนฯ ก่อนตัดสินใจลงทุน

### Performance

| (%)            | Fund   | Category |
|----------------|--------|----------|
| 3 Months       | 0.92%  | 0.63%    |
| 6 Months       | -0.51% | 0.49%    |
| 1 Year         | 2.12%  | 0.09%    |
| 3 Years (p.a.) | 0.41%  | -0.86%   |
| 5 Years (p.a.) | 1.64%  | 0.64%    |

data as of 10 Apr 25, Category: Global Bond Discretionary F/X Hedge or Unhedged

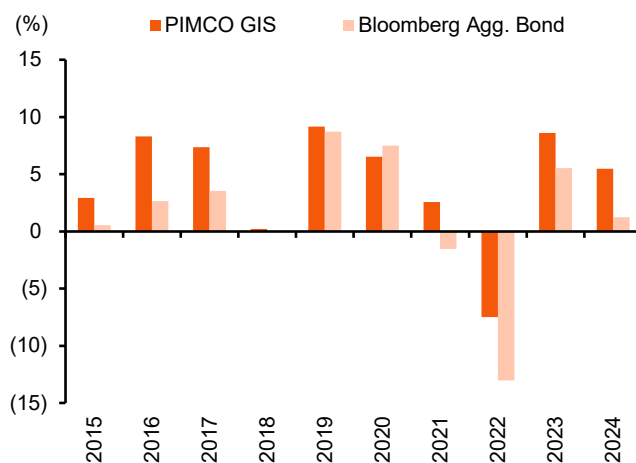
### นโยบายการลงทุนโดยสังเขป

ลงทุนในกองทุน PIMCO GIS Income Fund (Class I) กองทุนหลักจัดตั้งและบริหารจัดการโดย PIMCO Global Advisors (Ireland) Limited

### Master Fund 's Portfolio:

|                                   |      |
|-----------------------------------|------|
| Effective durations (yrs)         | 3.96 |
| Benchmark duration (yrs)          | 6.09 |
| Estimated yield to maturity (%)   | 7.24 |
| Annualised distribution yield (%) | 6.08 |
| Effective maturity (yrs)          | 5.60 |
| Average credit quality            | AA-  |

### Master Fund 's Performance:



Sources: Bloomberg, Morningstar, AMC

Note: data as of Mar 25

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนให้เข้าใจ ก่อนการตัดสินใจลงทุน

## ES-INDAE: กองทุนเปิดอีสท์สแปริง India Active Equity

- ลงทุนใน Goldman Sachs India Equity Portfolio (กองทุนหลัก): ที่ 1) ผลงานดี โดย กองทุนหลักได้รับ Morningstar 5 ดาว และผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี อยู่ที่ +9.4%ต่อปี ขณะที่ MSCI India +8.3%ต่อปี และได้รับ Morningstar 5 ดาว (ณ มี.ค. 25) 2) บริหารโดย Hiren Dasani ผู้ที่ร่วมงานกับ GSAM มาตั้งแต่ปี 2007, ดูแลกองทุนหลักมาตั้งแต่ช่วงจัดตั้ง, เคยเป็นนักวิเคราะห์มาก่อน และมีความเข้าใจเรื่องภายในประเทศเป็นอย่างดี, เน้นการบริหารผ่านทีมงาน ที่มีความเชี่ยวชาญในแต่ละอุตสาหกรรม
- แนวทางการลงทุนของกองทุนหลัก: 1) คัดเลือก 70-100 บริษัท จาก universe กว่า 1,000 บริษัท 2) ยึดหยุ่นในการลงทุน ค้นหาโอกาสในหุ้นขนาดกลางถึงเล็กที่มีถูกนักลงทุนมองข้ามด้วยสัดส่วน 30-60% ของพอร์ต 3) มองหากิจการคุณภาพที่ดี ที่อยู่ในธุรกิจที่กำลังเติบโต และมี valuation ในระดับที่น่าดึงดูด 4) บริหารความเสี่ยงด้วยการกำหนด sector limit ที่ +/-10% เมื่อเทียบกับ MSCI India

### Fund Information:

|                                   |                      |
|-----------------------------------|----------------------|
| ระดับความเสี่ยง                   | 6                    |
| เงินลงทุนขั้นต่ำ                  | 1 บาท                |
| ระยะเวลารับเงินค่าขายคืน          | T+4                  |
| Hedging Policy                    | โดยปกติ เกือบทั้งหมด |
| สกุลเงิน (กองทุนหลัก)             | US\$                 |
| ค่าใช้จ่ายเข้า                    | 1.50%*               |
| ค่าใช้จ่ายออก                     | —                    |
| ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุน | 1.79% ต่อปี          |

\*รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว, ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนฯ ก่อนตัดสินใจลงทุน

### Performance:

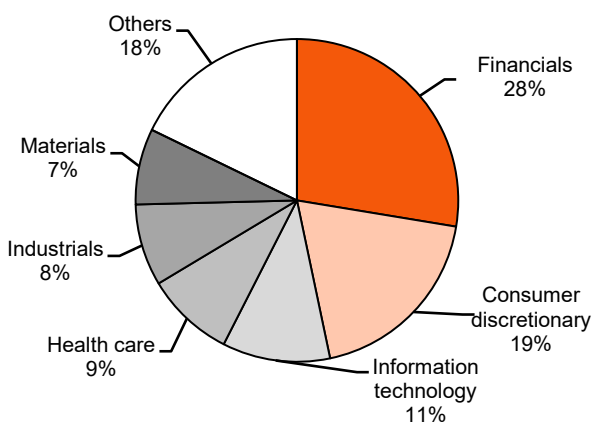
| (%)            | Fund    | Category |
|----------------|---------|----------|
| 3 Months       | -13.93% | -8.21%   |
| 6 Months       | -18.79% | -14.85%  |
| 1 Year         | -7.12%  | -7.53%   |
| 3 Years (p.a.) | 0.24%   | 0.65%    |
| 5 Years (p.a.) | 14.70%  | 13.37%   |

data as of 9 Apr 25, Category: India Equity

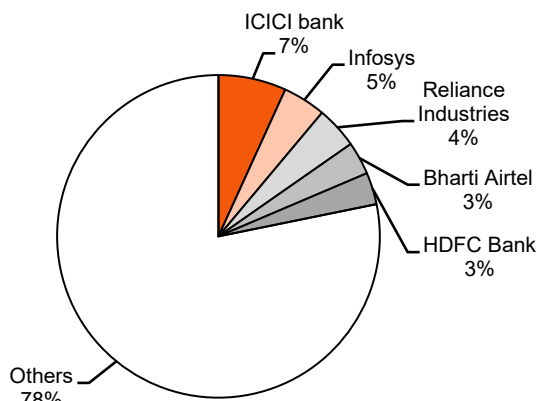
### นโยบายการลงทุนโดยสังเขป

กองทุนจะเน้นลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศเพียงกองเดียว (Master Fund) คือกองทุน Goldman Sachs India Equity Portfolio ในหน่วยลงทุนชนิด Class I Shares (Acc.) ซึ่งเป็น Class ที่เสนอขายผู้ลงทุนสถาบัน ไม่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล ในอัตราส่วนโดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน ซึ่งจดทะเบียนในประเทศลักเซมเบิร์ก

### Master Fund's Breakdown:



### Master Fund's Top Holding:



Sources: Bloomberg, Morningstar, AMC

Note: data as of Mar 25

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนให้เข้าใจ ก่อนการตัดสินใจลงทุน

## SCBASHARES(A): กองทุนเปิดไทยพาณิชย์ หุ้นจีนเอแอสร์ แอคทีฟ

### (ชนิดสะสมมูลค่า)



- ทำให้อันดับขึ้นแท่นใหญ่ถึงจุดน่าสนใจ?: ในอดีตตลาดหุ้นใหญ่มี upside ในยามตลาดขาขึ้นที่สูงกว่า, ปัจจุบัน Valuation ของตลาดฮ่องกงเมื่อเทียบกับหุ้นใหญ่ ไม่ได้ดูน่าสนใจเป็นพิเศษอีกต่อไป, ทำให้อันดับขึ้นในการสนับสนุนเศรษฐกิจของรัฐบาล น่าจะเป็นแรงสนับสนุนต่อบริษัทในหุ้นใหญ่ ที่ผลดำเนินงานมาก่อนไตรมาสเศรษฐกิจจีน
- จุดเด่นของกองทุนหลัก Schroders China A: 1) โฉมหน้าไปยังบริษัทขนาดเล็กลงมา ที่มีศักยภาพในการเติบโตและมีคุณภาพสูง ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการกระตุ้นเศรษฐกิจ 2) เน้นบริษัทที่สอดคล้องกับแนวโน้มการเติบโตเชิงโครงสร้างของจีน 3) มีทีมลงทุนขนาดใหญ่และมากประสบการณ์ที่อยู่ในพื้นที่จริง 4) บริหารโดย แจ็ค ลี ที่มีประสบการณ์ด้านการลงทุน 26 ปี เคยดำรงตำแหน่งหัวหน้าฝ่ายการลงทุนที่ Huatai-Pinebridge Fund Management ซึ่งเกิดจากการร่วมทุนของบล.สำคัญของจีน กับบริษัทจัดการสินทรัพย์ระดับโลก

#### Fund Information:

|                                   |             |
|-----------------------------------|-------------|
| ระดับความเสี่ยง                   | 6           |
| เงินลงทุนขั้นต่ำ                  | 1 บาท       |
| ระยะเวลารับเงินค่าขายคืน          | T+4         |
| Hedging Policy                    | ดุลยพินิจ   |
| สกุลเงินหลักที่ลงทุน              | US\$        |
| ค่าใช้จ่ายขาเข้า                  | 1.50%       |
| ค่าใช้จ่ายขาออก                   | —           |
| ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุน | 1.10% ต่อปี |

\*รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว, พูลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนฯ ก่อนตัดสินใจลงทุน

#### Performance:

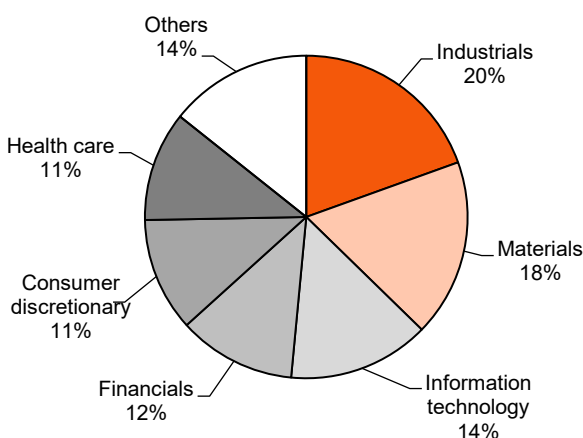
| (%)            | Fund    | Category |
|----------------|---------|----------|
| 3 Months       | 0.06%   | 2.75%    |
| 6 Months       | -9.42%  | -8.78%   |
| 1 Year         | 2.78%   | 5.69%    |
| 3 Years (p.a.) | -14.56% | -10.17%  |
| 5 Years (p.a.) | 0.06%   | 2.75%    |

data as of 10 Apr 25, Category: Greater China Equity

#### นโยบายการลงทุนโดยสังเขป

เน้นลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศเพียงกองทุนเดียว (Feeder Fund) ได้แก่ Schroder International Selection Fund China A (กองทุนหลัก) Class C Accumulation USD สกุลเงิน USD

#### Master Fund 's Allocation:



#### Master Fund 's Top Holding:

|                                  | (%) |
|----------------------------------|-----|
| Contemporary amperex technology  | 5.0 |
| Ping an insurance group          | 4.1 |
| China merchants bank             | 3.2 |
| Hubei dinglong                   | 3.2 |
| Bank of Ningbo                   | 3.1 |
| Changzhou xingyu automotive      | 3.0 |
| Satellite chemical               | 2.9 |
| Mango excellent media            | 2.8 |
| Shenzhen sunlord electronics     | 2.5 |
| Sinoma International Engineering | 2.5 |

Sources: Bloomberg, Morningstar, AMC

Note: Portfolio as of Mar 25

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนให้เข้าใจ ก่อนการตัดสินใจลงทุน



ปัจจัยเศรษฐกิจ  
และการลงทุนของโลก

## Global Economy

|            |                                                                                     |                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| —EURO—     |    | <b>Weighting</b><br>   | คาดเศรษฐกิจจะชะลอตัวเนื่องจาก 1) การพึ่งพาภาคส่งออกเป็นหลัก ทำให้เปราะบางต่อแรงกระทบจากสงครามการค้า-ความผันผวนของอุปสงค์โลก 2) ข้อจำกัดเชิงโครงสร้าง-ระดับหนี้สาธารณะที่สูง-ปัญหาการเมือง ส่งผลให้นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจได้จำกัด        |
| —THAILAND— |    | <b>Weighting</b><br>   | เศรษฐกิจไทยอ่อนแอในช่วง 1Q25 ที่ผ่านมา และกำลังจะถูกซ้ำเติม จากผลกระทบสงครามการค้า ที่รุนแรงกว่าคาด... ทำให้เราปรับเป้าเติบโตของ GDP ลงครึ่งหนึ่ง เหลือเติบโตเพียง 1.5/1.4% ในปี 2025-26F                                              |
| —USA—      |    | <b>Weighting</b><br>   | ความไม่แน่นอนจากนโยบายทรัมป์ อาจทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลง จนถึงระดับเข้าสู่ “ภาวะถดถอย” ได้ เนื่องจากภาคธุรกิจขาดความมั่นใจฯ ขณะที่ราคาสินค้าแพงขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ภาคธุรกิจต้องลดปริมาณการผลิต-การจ้างงาน-การลงทุน ตามมา |
| —CHINA—    |  | <b>Weighting</b><br> | GDP 1Q25 จีน ขยายตัว 5.4% สูงกว่าคาดที่ 5.2% แม้ยังมีปัจจัยไม่แน่นอนจากนโยบายทรัมป์ แต่รัฐบาลจีนก็แสดงความมุ่งมั่นในการสนับสนุนเศรษฐกิจ ผ่านการเตรียมออกมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติม เพื่อสนับสนุนการเติบโตในช่วงที่เหลือของปี              |

## Global Stock Markets

|            |                                                                                     |                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| —EURO—     |  | <b>Weighting</b><br> | มองภาพเศรษฐกิจยังคงเปราะบางต่อแรงกระทบจากสงครามการค้า-ความผันผวนของอุปสงค์โลก ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อผลดำเนินงานของบริษัทโดยรวมในระยะข้างหน้า                                                                                                |
| —THAILAND— |  | <b>Weighting</b><br> | แม้ภาคการส่งออกจะกระทบเศรษฐกิจและกระทบกำไร SET แต่มองว่าราคาหุ้นที่มีกระแสเงินสดแข็งแกร่ง และได้รับพบกระทบจาก Tariff จำกัดปรับลดลงมาแล้ว ทำให้การ “เลือกซื้อ” น่าจะสร้างผลตอบแทนที่ดี แนะนำเพิ่มน้ำหนักลงทุนหุ้นไทยเป็น 25% ของพอร์ต        |
| —USA—      |  | <b>Weighting</b><br> | มูลค่าหุ้นโดยรวมยังอยู่ในระดับที่ไม่ดึงดูดนัก โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาความเสี่ยงที่เศรษฐกิจอาจเข้าสู่ “ภาวะถดถอย” ในช่วงข้างหน้า เราจึงยังเลือกที่จะระมัดระวัง จนกว่าจะเห็นสัญญาณเชิงบวกที่ชัดเจนมากขึ้นในด้านนโยบายการค้า-เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ |
| —CHINA—    |  | <b>Weighting</b><br> | แนะนำ “ทยอยซื้อ” <u>SCBASHARES(A)</u> เนื่องจาก 1) ทางด้านเตรียมพร้อมเรื่องสงครามการค้า และเตรียมจะออกมาตรการสนับสนุนเศรษฐกิจเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า 2) A-Shares เป็นศูนย์รวมของบริษัทที่ระดับสูง ซึ่งได้รับการสนับสนุนโดยตรงจากรัฐ         |



2025F

USA



2025F

EUROZONE



2025F

ASIA PACIFIC

ภาพเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังเติบโตได้ต่อเนื่องในช่วง 1Q25... แม้ภาคการลงทุนและภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงเปราะบางเช่นเดิม และภาคบริการและการบริโภค ก็ยังคงขยายตัวดีส่วนหนึ่ง เนื่องจากตลาดแรงงานที่ยังตึงตัว และค่าจ้างยังคงขยายตัวดี

อย่างไรก็ดี ความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้าของทรัมป์ ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลง จนถึงระดับเข้าสู่ “ภาวะถดถอย” ได้ เนื่องจากภาคธุรกิจขาดความมั่นใจ ขณะที่ราคาสินค้าจะแพงขึ้น ซึ่งจะกดดันให้ภาคธุรกิจต้องลดปริมาณการผลิต-การจ้างงาน-การลงทุน ตามมา

ธนาคาร Fed จะลดดอกเบี้ย 3-5 ครั้งในปี ซึ่งมากกว่าที่ตลาดคาดว่าจะเพียง 2-3 ครั้ง โดยน่าจะเริ่มครั้งแรกใน 2Q25F โดยมองว่า Fed จะให้น้ำหนักกับเสถียรภาพของเศรษฐกิจ-การจ้างงานมากกว่า เนื่องจากแรงกดดันเงินเฟ้อจากการปรับขึ้น Tariff เป็นฝั่ง supply side และน่าจะส่งผลเพียงระยะสั้น

เศรษฐกิจยุโรปขยายตัวดีกว่าคาดในช่วงต้นปี เป็นผลจาก ค่าจ้างแรงงานที่ยาวตัวต่อเนื่อง-ส่วนทางเงินเฟ้อ ทำให้กำลังซื้อของภาคครัวเรือนฟื้นตัว, การเร่งการผลิต-เพื่อส่งออก หรือเสี่ยงผลกระทบจากภาษี, นโยบายการคลังเยอรมนีขยายตัวแรง ทั้งในส่วนของการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน และการเพิ่มค่าใช้จ่ายด้านกลาโหม

คาดเศรษฐกิจยุโรปจะชะลอตัวในช่วงหลังจากนี้ 1) การพึ่งพาภาคส่งออกเป็นหลัก ทำให้เปราะบางต่อแรงกระทบจากสงครามการค้า และความผันผวนของอุปสงค์โลก แม้สหรัฐฯ จะชะลอการบังคับใช้ภาษีตอบโต้ แต่ยังมีความเสี่ยงเรื่องขึ้นภาษีหมวดอื่นๆ ขณะที่ ภาคธุรกิจก็ยังลังเลเรื่องการลงทุนและจ้างงาน 2) ข้อจำกัดเชิงโครงสร้าง-ระดับหนี้สาธารณะที่สูง-ปัญหาการเมือง ส่งผลให้การใช้นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำได้จำกัด

ECB เพิ่งปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลง 0.25% เหลือ 2.25% ในเม.ย. ท่ามกลางสัญญาณชะลอตัวของเศรษฐกิจที่เริ่มชัดเจนมากขึ้น เราประเมินว่า ECB มีแนวโน้มลดดอกเบี้ยต่อเนื่อง โดยดอกเบี้ยปลายทางอาจลดลงถึงระดับ 1.5% หรือต่ำกว่านั้น

GDP 1Q25 จีน ขยายตัว 5.4% ซึ่งสูงกว่าคาดที่ 5.2% ได้แรงหนุนจาก การเร่งส่งออกก่อนการขึ้นภาษี ส่งผลให้ภาคการผลิตฟื้นตัว, กำลังซื้อในประเทศที่เริ่มฟื้นตัว สะท้อนจากยอดขายปลีกที่ยาวตัวแรงสุดในรอบกว่า 1 ปี, ตลาดแรงงานมีเสถียรภาพยิ่งขึ้น, ยอดการระดมทุนออกมาสูงกว่าคาดอย่างมีนัยสำคัญ

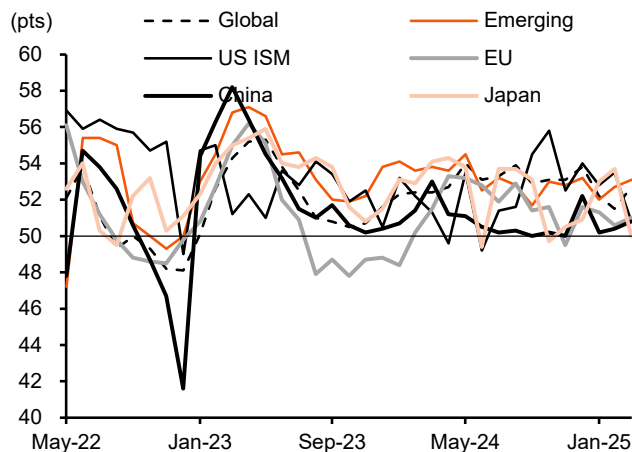
แม้จีนจะลดการพึ่งพาการส่งออกไปสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญ แต่แรงกดดันจากความไม่แน่นอนด้านภูมิรัฐศาสตร์และภาวะเศรษฐกิจโลก ยังอาจส่งผลให้เศรษฐกิจจีนมีโอกาสชะลอตัวในช่วงถัดไป อย่างไรก็ตาม ทางจีนได้แสดงความมุ่งมั่นอย่างชัดเจนในการพยุงการเติบโตเห็นได้จากการตั้งตัวเลขขาดดุลงบกลางสุทธิโดยรวมที่แท้จริง (Actual Broad Deficit) ที่ 9.9% ของ GDP สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2010

ขณะที่ อินเดียกำลังเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงินครั้งใหญ่ในรอบ 5 ปี จากเดิมที่เน้นความสมดุล สู่แนวทางที่ผ่อนคลายมากขึ้น เรามองว่า RBI ยังมี “พื้นที่” ในการอัดฉีดสภาพคล่องได้อีกมาก โดยเฉพาะภายใต้ตัวว่าการอนุมัติใหม่ซึ่งให้ความสำคัญกับการประสานนโยบายการเงินและการคลัง ขณะเดียวกันเงินเฟ้อก็ลงมาต่ำกว่าเป้าหมายที่ 4% แล้ว

### ภาคการผลิตส่วนใหญ่ดูดีขึ้น ยกเว้นสหรัฐฯ

- ISM ของสหรัฐฯ หดตัวครั้งแรกในรอบ 3 เดือน อุปสงค์และการผลิตชะลอตัวลง ขณะที่หลายบริษัทยังคงลดพนักงานต่อเนื่อง เนื่องจากไม่มั่นใจในทิศทางความต้องการของตลาด ขณะที่ ราคาสินค้าก็เร่งตัวขึ้นจากผลของมาตรการภาษี ส่งผลให้คำสั่งซื้อใหม่เกิดการค้างส่ง การส่งมอบเกิดความล่าช้า และสินค้าคงคลังเพิ่มขึ้น
- สำหรับดัชนีการผลิตในยุโรป แม้จะยังหดตัว แต่ก็ดูอ่อนแอ น้อยลงอย่างมีนัยสำคัญ ที่น่าสังเกตก็คือ พลผลิตที่เพิ่มขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 2 ปี และขยายตัวเร็วที่สุดนับตั้งแต่พ.ศ.22
- คาดว่าภาคการที่ตัวเลนนอกสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้น อาจเป็นผลจาก “การเร่งผลิตล่วงหน้า” เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบจากมาตรการภาษีที่กำลังจะมีผลบังคับใช้

### Service PMI

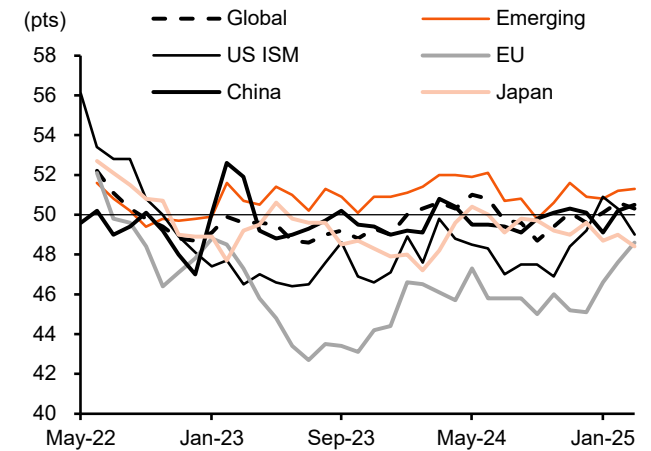


Source: Bloomberg

### นักเศรษฐศาสตร์ทยอยปรับลด GDP สหรัฐฯ

- หลังจากที่กรัมนับประกาศภาษีนำเข้าแบบอัตราเป้าหมาย นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ต่างพากัน downgrade GDP สหรัฐฯ
- อย่างไรก็ดี การ downgrade น่าจะยังไม่สิ้นสุด เพราะมีนักเศรษฐศาสตร์เพียง 40% ของ Bloomberg consensus ที่ปรับประมาณการแล้ว (GDP 2025F เฉลี่ยเฉพาะกลุ่มนี้ ที่ 1.45%)
- สำหรับที่อื่นๆ ก็เป็นไปในทำนองเดียวกัน ขณะที่ คาดการณ์ GDP ของทั้งโลก มีเพียง 25% เท่านั้นที่ปรับประมาณการแล้ว
- สาเหตุที่นักเศรษฐศาสตร์จำนวนมาก ยังไม่ได้ปรับประมาณการ อาจเป็นเพราะ อัตราภาษีนำเข้าใหม่ ยังขึ้นอยู่การเจรจาในแต่ละประเทศ และมีความไม่แน่นอนสูง (เช่น การนำเข้าสินค้าทดแทน)

### Manufacturing PMI

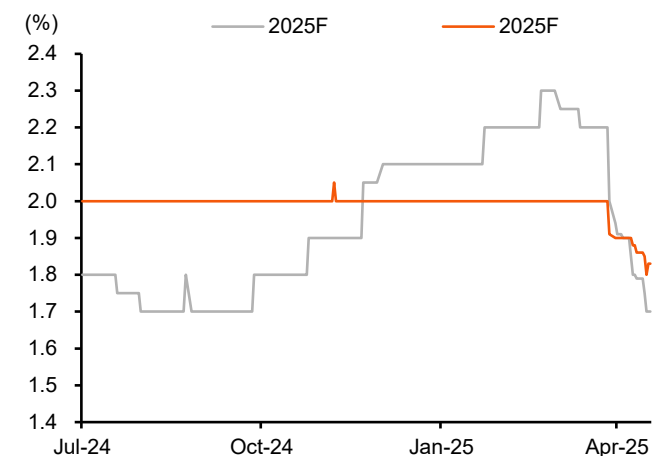


Source: Bloomberg

### ภาคบริการส่วนใหญ่อ่อนแอลง โดยเฉพาะสหรัฐฯ-ญี่ปุ่น

- ISM ของสหรัฐฯ อ่อนแอลงมาก โดยเฉพาะคำสั่งซื้อใหม่ที่จะลดการเติบโต และการจ้างงานที่พลิกจากขยายตัว กลายเป็นหดตัวอย่างรุนแรง เรื่องดังกล่าวเป็นผลมาจากความกังวลต่อภาษีในอนาคต และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล
- ภาคบริการญี่ปุ่นก็เผชิญปัญหาที่คล้ายสหรัฐฯ การเติบโตของคำสั่งซื้อใหม่ชะลอตัวลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 4 เดือน และการจ้างงานใหม่ ก็ชะลอตัวลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 เดือน
- ภาคบริการของจีนขยายตัวสูงสุดในรอบ 3 เดือน หลังทางการเปิดเผยแนวทางสนับสนุนเศรษฐกิจครั้งใหญ่ในรอบหลายสิบปี

### US GDP Forecast By Consensus



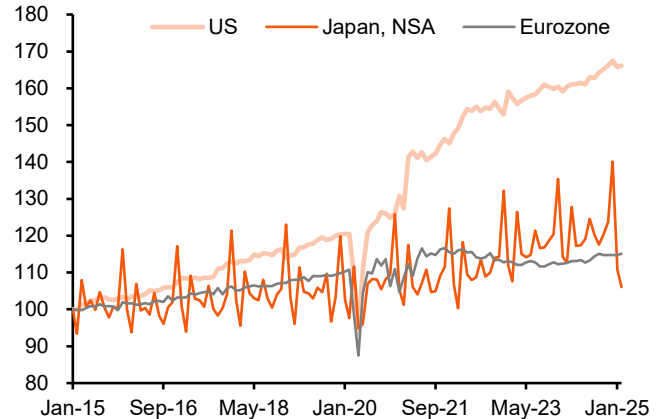
Source: Bloomberg

### การบริโภคในสหรัฐฯ พ้นตัวเด่นสุด ในกลุ่มประเทศหลัก

- การบริโภคในสหรัฐฯ ยังคงฟื้นตัวโดดเด่นกว่าประเทศอื่นๆ
- ในยุโรป การบริโภคฟื้นตัวเพียงเล็กน้อย ขณะที่ในญี่ปุ่น เริ่มหดตัว y-y ในเดือน ม.ค.-ก.พ. ซึ่งเป็นการหดตัวครั้งแรก นับตั้งแต่ต้นปี 2022

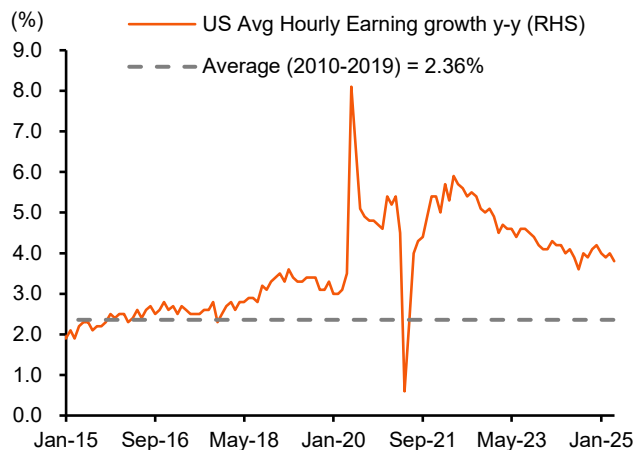
### Retail Sales In Major Economy

(Retail Sales, Rebase 2015 = 100)



Source: Bloomberg

### Wage Growth In US Are Strong



Source: Bloomberg

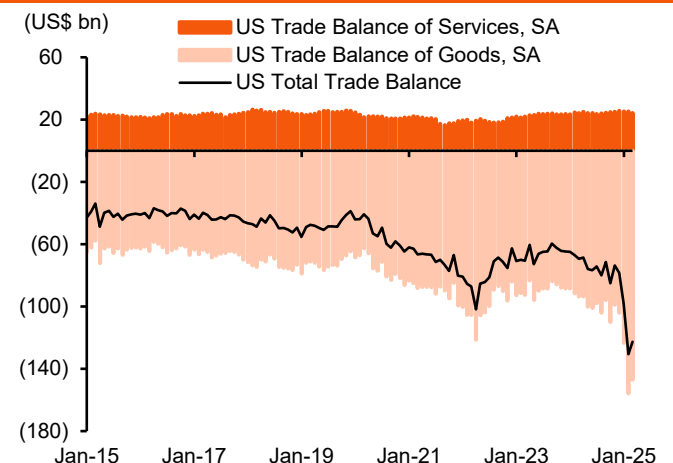
### อัตราเพิ่มขึ้นของค่าจ้างในสหรัฐฯ สูงกว่าค่าเฉลี่ยมาก

- สาเหตุที่ทำให้การบริโภคสหรัฐฯ แข็งแรงกว่าประเทศอื่นๆ มาก มีหลายปัจจัย ไม่ว่าจะเป็น การแจกเงินของรัฐบาลในช่วง COVID, การเติบโตของเงินลงทุน, ราคาบ้านที่เพิ่มขึ้นสูง, ฯลฯ
- แต่อีกสาเหตุที่ช่วยให้ประชาชนมีเงินใช้อย่างสม่ำเสมอ คือการเพิ่มขึ้นของค่าจ้าง ที่แม้จะลดความร้อนแรงลงแล้ว ก็ยังสูงถึง 3.8% y-y เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปี ในช่วงก่อน COVID19 ที่เพียง 2.36%

### สหรัฐฯ

- สหรัฐฯ ขาดดุลต่อเนื่อง และเพิ่มขึ้นๆ จากปี 1980 ที่ \$US 20 พันล้าน มาที่ \$US 108 พันล้าน ในปี 1990, \$US 408 พันล้าน ในปี 2000 และปี 2024 ที่ US\$ 1.302 ล้านล้าน
- หากสหรัฐฯ จะลดการขาดดุลนี้ด้วยการปรับขึ้น Tariff ก็อาจมีความเหมาะสมผล เพราะนอกจากจะลดการขาดดุลแล้ว... รายได้ภาษี Tariff ทุก 10% จากการนำเข้า \$US 3.2 ล้านล้าน ก็สูงถึง \$US 320 พันล้าน หรือราว 1.1% ของ GDP (เทียบเท่า 17% ของรายจ่ายรัฐบาล)
- อย่างไรก็ดี สิ่งต่างๆ เหล่านี้ จะนำมาซึ่งการตอบโต้ และอาจเป็นผลเสียกับสหรัฐฯ มากกว่าประโยชน์ที่ได้ ดังนั้น สหรัฐฯ จึงจำเป็นต้องเจรจาเกี่ยวกับคู่ค้า และภาพสุดท้ายยังมีความแน่นอนที่สูง

### US Trade Deficit



Source: Bloomberg

## Trump's Tariff Path In 2.0 Term

|        | China                                                                       | Mexico                                                      | Canada                                    |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 04 Feb | Additional duties on imports from China                                     |                                                             |                                           |
| 04 Mar | Update to additional duties, increasing to 20%                              | Additional duties on imports from Mexico & Canada           |                                           |
| 04 Mar |                                                                             |                                                             | Tariff on energy resources (except USMCA) |
| 07 Mar |                                                                             | USMCA (free) and Potash (10%) exceptions                    | USMCA (free) and Potash (10%) exceptions  |
| 05 Apr |                                                                             | Worldwide reciprocal tariffs (10%)                          |                                           |
| 09 Apr | Country-specific Reciprocal Tariffs (China originally 34%) Increased to 84% |                                                             | Country-specific Reciprocal Tariffs       |
| 10 Apr | Increased to 125% for China                                                 | Country-specific reciprocal tariffs suspended, except China |                                           |
| 05 Apr | Worldwide reciprocal tariffs and exemptions                                 |                                                             |                                           |
| 11 Apr | Added smartphones and other electronics to exceptions under Section 301.32  |                                                             |                                           |

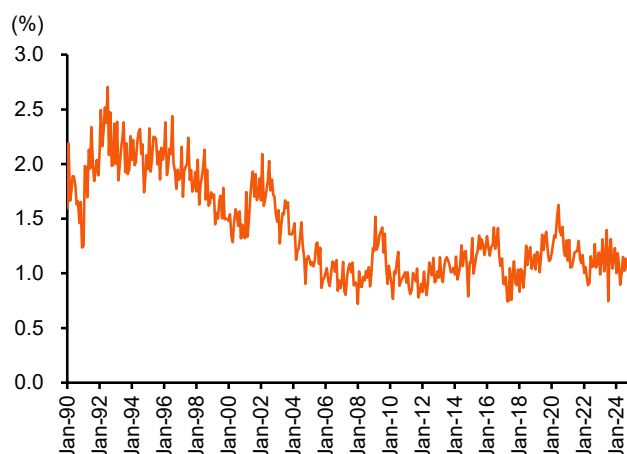
Sources: QuickCode (Originally developed by Harvard University),  
Thanachart Compilations

## Summary of Trump's Tariff To Main Exporters

| Effective | Country/Product     | Baseline Tariff | Remarks                                                                                                               |
|-----------|---------------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Jan-18    | Solar Panels        | 15%             | Various rate depend on origin, i.e., China(34%), VN TH MY & Cambodia(Anti-Dumping 50%-500%), India(27%), S.Korea(25%) |
| Mar-25    | Steel & Aluminium   | 25%             |                                                                                                                       |
| Recent    | China               | 145%            | Plus other tariff, i.e., 25% Intermediate Inputs, etc. Except for smartphone and some other electronics               |
| Recent    | Mexico              | 25%             | Except for USMCA                                                                                                      |
| Recent    | Canada              | 25%             | Except for USMCA, 10% to non-USMCA Energy                                                                             |
| Recent    | All Other Countries | 10%             | 90 Days                                                                                                               |

Source: Bloomberg, US Department of Commerce, QuickCode

## US Effective Tariff



Source: Bloomberg

## US Tariff ในสมัยที่ 2.0 ของทรัมป์

ในช่วงต้นเดือน เม.ย. ที่ผ่านมามี สหรัฐฯ ได้ประกาศภาษีการค้า (Tariff) ที่รุนแรงกว่าที่ทุกคนคาด ทำให้ราคาสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลกผันผวนอย่างมาก เราสรุปประเด็น ดังนี้:

### 1. สรุป Timeline

- a) **ทรัมป์ 1.0** ส่วนใหญ่จะเป็นการอยู่ การตรวจสอบ และ นำไปสู่การเจรจา โดยสินค้าที่ปรับขึ้น Tariff ส่วนใหญ่จะเป็น เหล็ก, อลูมิเนียม, แผงโซลาร์ และเครื่องจักรไฟฟ้า โดย คู่ค้าหลักคือ จีน แคนาดา เม็กซิโก และยุโรป

**2017** เริ่มขู่คู่ค้าหลัก และให้หน่วยงานรัฐฯ เช่น MoC, USTR ฯลฯ ทำการตรวจสอบ (ตามกฎหมาย) เพื่อจะ ปรับขึ้น Tariff

**2018** ขู่เพิ่มการปรับ Tariff ขึ้น สำหรับสินค้าจีน และเริ่ม มุ่งเป้ามากขึ้นไปยังแคนาดา

**2019** เน้นไปที่ จีน แคนาดา และเม็กซิโก ขณะที่ยังคง ปลายปี เริ่มเปิดศึกการค้ากับยุโรป

**2020** เริ่มการเจรจา ที่จริงจังมากขึ้น และมี deal ทาง การค้า

### b) ทรัมป์ 2.0

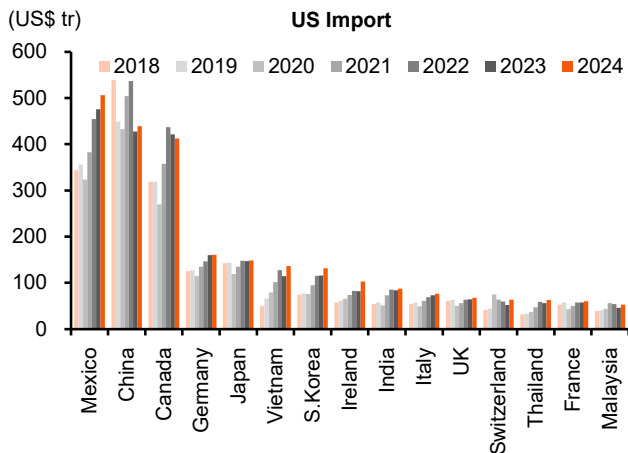
**20 ม.ค. 25** ทรัมป์เข้ารับตำแหน่ง

**ก.พ. 25** เริ่มประกาศเพิ่มภาษีนำเข้าสินค้าจาก แคนาดา จีน และเม็กซิโก ซึ่งเป็น 3 ประเทศหลัก ที่สหรัฐฯ นำเข้า สินค้า

**เม.ย. 25** ประกาศขึ้น Tariff ขึ้นต่ำ 10% และประกาศภาษี reciprocal tariff (วันที่ 5-9 เม.ย.) ไปยังเกือบทุกประเทศ โดยใช้อำนาจจากพระราชบัญญัติอำนาจฉุกเฉินทาง เศรษฐกิจระหว่างประเทศ (IEEPA) แต่สุดท้าย ก็เลื่อน reciprocal tariff ออกไป 90 วัน สำหรับทุกประเทศ ยกเว้นจีน

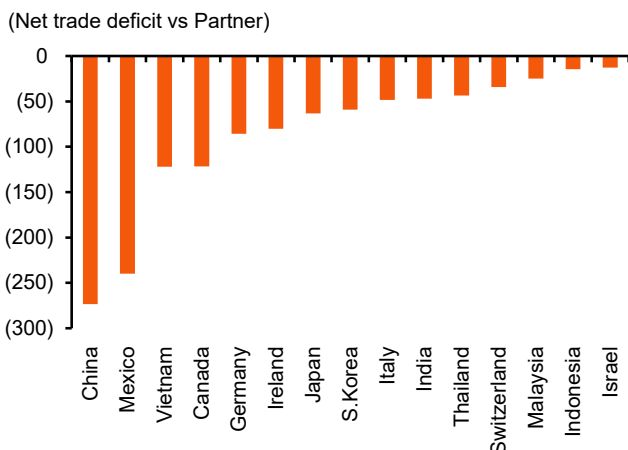
**ปัจจุบัน** เริ่มมีการเจรจากับ ญี่ปุ่น และจะเริ่มเจรจากับ คู่ค้าอื่นๆ เช่น ยุโรป (เริ่มจากอิตาลี) ฯลฯ

## US Import Ranking By 2024 Value



Sources: Bloomberg, Thanachart Compilation

## US Targeted First On Big Gainers China Friendly



Sources: Bloomberg, Thanachart Compilation

Note: Divide The US Federal Customs Revenue by Total Good Imports (Census Basis), Approx.. 50% of Goods Are Tariff Free

## 2. สรุปมุมมอง

เราเชื่อว่า สหรัฐฯ ภายใต้รัฐบาลทรัมป์ มีความจริงจังอย่างมาก ในการลดช่วงการขาดดุลทางการค้า ซึ่งจะส่งผลดังนี้:

- ระดับ De-globalization เพิ่มขึ้น ซึ่งหมายถึง อัตราการนำเข้าจะลดลง, ราคาสินค้าโดยรวมจะสูงขึ้น, การค้าขายระหว่างประเทศจะลดลง ฯลฯ
- การลงทุนทั่วโลก จะลดลง จากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า
- อาจเกิดปัญหาใน supply chain และอาจลุกลาม เพราะสินค้าที่ไหลเวียนลง เมื่อไปถึงสหรัฐฯ แล้วถูกเรียกเก็บภาษี... ผู้ผลิต-ผู้บริโภคอาจตกลงกันไม่ได้ ดูเหมือนว่า เป้าหมายในครั้งนี้ จะไม่ใช่เพียง จีน แคนาดา และเม็กซิโก แต่ยังรวมถึงประเทศกลุ่ม CHINA+1 ด้วย
- ภาพเศรษฐกิจในระยะสั้น จะอ่อนแอลงทั่วโลก และสหรัฐฯ จะเป็นหนึ่งในประเทศ ที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด
- Reciprocal Tariff ที่ประกาศในเดือน เม.ย. จะเป็นเพดาน แม้สหรัฐฯ จะอาจจริงกับคู่ค้า แต่สหรัฐฯเอง ก็ไม่น่าจะเต็มใจรับผลจาก Tariff ที่โหดร้ายนี้ได้ และการเจรจาจะนำมาซึ่งผลที่ลงตัวมากขึ้น

อย่างไรก็ดี การประเมินผลเชิงตัวเลขยังทำได้ยาก จากปัจจัยหลัก 2 มิติ คือ

- ปัจจุบัน การเจรจาของแต่ละคู่ค้า ยังมีความไม่แน่นอนที่สูง ขณะที่การรับมือก็ไม่มีจุดยืน
- หากข้อตกลงของคู่ค้าหลักนิ่งแล้ว แต่ภาษีที่จัดเก็บในระดับสูง ย่อมต้องทำให้ผู้บริโภครับเปลี่ยนพฤติกรรม ขณะที่ผู้ผลิตต้องแบ่งเบาภาระบางส่วน รวมถึงมิติอื่นๆ เช่น ค่าเงิน, การช่วยเหลือของรัฐฯ, ฯลฯ ทำให้การประเมินเชิงตัวเลข มีความไม่แน่นอนที่สูง

ดังนั้น ในภาพปัจจุบัน จึงเห็นนักเศรษฐศาสตร์จำนวนมากจะลดการปรับประมาณการ หรือหากมีการปรับประมาณการ ก็จะเป็นไปอย่างระมัดระวังหลายข้อ และซับซ้อน (บ่งชี้ว่า การประเมินมีโอกาสผิดพลาดที่สูง) แต่โดยส่วนใหญ่ เรามักจะเห็นสมมติฐานของ Effective Tariff ที่จะเพิ่มขึ้นอีกราว 10-15%

แต่ด้วยการประเมินเชิงคุณภาพข้างต้น เรามองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอการเติบโต และอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยได้, เงินเฟ้อจะเร่งตัว แต่เป็นผลจาก supply side ที่ไม่เกิดซ้ำ ดังนั้นจึงไม่น่าจะเกิด hyperinflation และ Fed น่าจะพร้อมปรับลดดอกเบี้ย หากความเสี่ยงไปถึงเสถียรภาพของการจ้างงาน

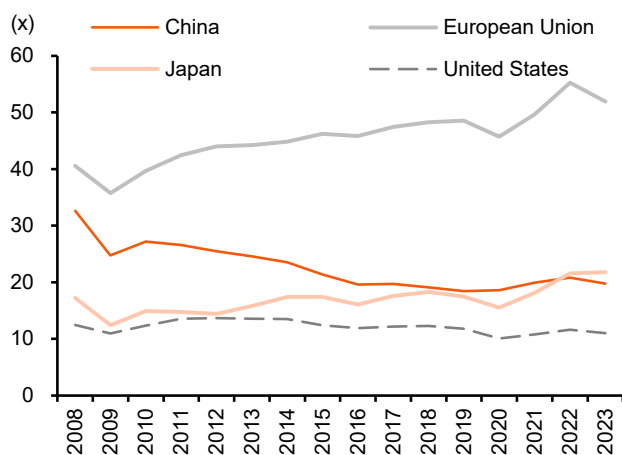
## The US's Reciprocal Tariffs On 57 Countries/regions

| Country/region         | Reciprocal Tariff                 | Country/region  | Reciprocal Tariff |
|------------------------|-----------------------------------|-----------------|-------------------|
| Algeria                | 30                                | Madagascar      | 47                |
| Angola                 | 32                                | Malawi          | 17                |
| Bangladesh             | 37                                | Malaysia        | 24                |
| Bosnia and Herzegovina | 35                                | Mauritius       | 40                |
| Botswana               | 37                                | Moldova         | 31                |
| Brunei                 | 24                                | Mozambique      | 16                |
| Cambodia               | 49                                | Myanmar         | 44                |
| Cameroon               | 11                                | Namibia         | 21                |
| Chad                   | 13                                | Nauru           | 30                |
| China                  | 145 (including<br>fentanyl issue) | Nicaragua       | 18                |
| Côte d'Ivoire          | 21                                | Nigeria         | 14                |
| Congo                  | 11                                | North Macedonia | 33                |
| Equatorial Guinea      | 13                                | Norway          | 15                |
| European Union         | 20                                | Pakistan        | 29                |
| Falkland Islands       | 41                                | Philippines     | 17                |
| Fiji                   | 32                                | Serbia          | 37                |
| Guyana                 | 38                                | South Africa    | 30                |
| India                  | 26                                | South Korea     | 25                |
| Indonesia              | 32                                | Sri Lanka       | 44                |
| Iraq                   | 39                                | Switzerland     | 31                |
| Israel                 | 17                                | Syria           | 41                |
| Japan                  | 24                                | Taiwan          | 32                |
| Jordan                 | 20                                | Thailand        | 36                |
| Kazakhstan             | 27                                | Tunisia         | 28                |
| Laos                   | 48                                | Vanuatu         | 22                |
| Lesotho                | 50                                | Venezuela       | 15                |
| Libya                  | 31                                | Vietnam         | 46                |
| Liechtenstein          | 37                                | Zambia          | 17                |
|                        |                                   | Zimbabwe        | 18                |

Source: White House's Reciprocal Tariff Annex 1

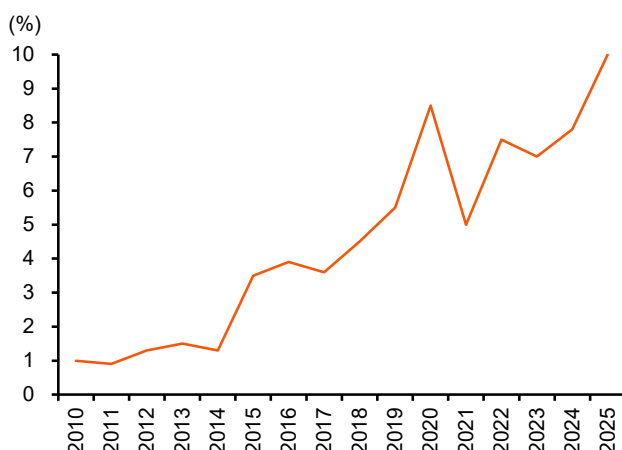
Note: The US's reciprocal tariffs are on 122 countries and regions worldwide. The table shows 57 countries and regions that have had tariffs imposed that are higher than the 10% tariff base. The rest of the countries have a 10% tariff.

## Exports Of Goods And Services (% of GDP)



Source: World Bank

## China Actual Broad Deficit (% Of GDP)



Source: Bloomberg

Note: Broad deficit refers to the fiscal shortfall that includes off-budget items such as local government special bonds.

## นักเศรษฐศาสตร์ระดับแนวหน้าของจีน มองว่ารัฐบาลจีน ควรรับมือสงครามการค้าอย่างไร?

เราสรุปมุมมองจากผู้เชี่ยวชาญ 5 ท่าน ซึ่งอาจบอกไปถึงทิศทางนโยบายและเครื่องมือที่จีนจะใช้ในระยะข้างหน้า ดังนี้

### ■ อวี่ เซิง: รองประธานสมาคมปฏิรูปเศรษฐกิจแห่งชาติจีน และศาสตราจารย์อวี่โส ม.ตงหนาน

เสนอให้ทำ “โครงการใหญ่ระดับชาติ” เพื่อสร้างความต้องการในประเทศ มูลค่าหลายสิบล้านล้านหยวน อาทิ 1) พัฒนาที่อยู่อาศัยสาธารณะ 2) จัดสรรสวัสดิการแบบเก่า เกือบแก่แรงงานอุตสาหกรรม

### ■ หลี่ เต้า คู่: ศาสตราจารย์ ม.เซิงหัว

ก่อนหน้านี้จีนได้เตรียมพร้อมรับมือนโยบายกีดกันการค้าไปแล้ว เห็นได้จากการพึ่งพาการส่งออกน้อยกว่าปี 2008 อย่างมาก, การส่งออกไปยังสหรัฐฯก็ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ “ควรกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่ม” เช่น 1) เพิ่มการออกพันธบัตรรัฐบาลกลางอีก 10 ล้านล้านหยวนขึ้นไป เพื่อใช้กระตุ้นการบริโภคโดยตรง 2) พ่อนคลายนโยบายอสังหาฯ และสินค้าอื่นๆ 3) เพิ่มเงินบำนาญขั้นต่ำของผู้สูงอายุที่มีประกันสังคม จาก 220 เป็น 800 หยวนต่อเดือน

### ■ หลู่ เฟิง: ศาสตราจารย์ ม.ปักกิ่ง

เสนอว่าควรเร่ง “ปรับโครงสร้าง” การจัดสรรรายได้และสิทธิทางเศรษฐกิจ อาทิ 1) ปรับระบบการคลังให้เน้นเพิ่มรายได้ประชาชน โดยเฉพาะกลุ่มรายได้น้อย 2) เดินหน้าปฏิรูปที่ดินชนบทและระบบทะเบียนบ้าน (hukou) เพื่อกระตุ้นการบริโภคและสร้างความเท่าเทียมทางโอกาส 3) เพิ่มความต้องการภายในเพื่อเป็นทางออกระยะยาวสำหรับรับมือการแข่งขันทางเศรษฐกิจและภูมิรัฐศาสตร์ระดับโลก

### ■ เหยา หยาง: ศาสตราจารย์ ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจแห่งชาติ ม.ปักกิ่ง

วิกฤตการค้า ก็เป็นโอกาสในการเปิดตลาดบริการ รวมทั้งปฏิรูปรัฐวิสาหกิจและระบบราชการ... สำหรับการบริโภค เป็นเรื่องยากที่จะกระตุ้นโดยตรง ต้องเน้น “แก้ปัญหาคาใจในประเด็นหลัก” ก่อน อาทิ 1) ปัญหาหนี้สินและการใช้จ่ายของรัฐบาลท้องถิ่น; ควรเพิ่มการออกหนี้ท้องถิ่นอีก 4-5 ล้านล้านหยวน ในช่วง 2-3 ปี เพื่อจ่ายหนี้ให้ SMEs และจ่ายเงินเดือนข้าราชการ ซึ่งจะช่วยคืนความเชื่อมั่นและกระตุ้นการลงทุนของภาคเอกชน 2) ปัญหาภาคอสังหาฯ; ควรจัดตั้ง กัมปนาท เพื่อเข้าซื้อที่อยู่อาศัยโดยตรง

### ■ โรบิน ชิง: หัวหน้านักเศรษฐศาสตร์จีนของ Morgan Stanley

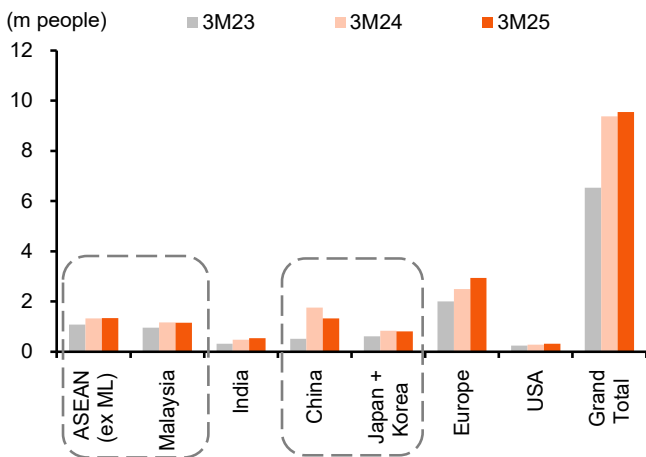
เชื่อว่า การพึ่งส่งออกต่อไปจะสร้างแรงต้านจากทั่วโลก จีนจึงควรเปลี่ยนโมเดลเศรษฐกิจเป็น “เน้นการบริโภคภายในประเทศ” ขณะที่ เพื่อรับมือการกีดกันการค้า ควรใช้ยุทธศาสตร์ “30 ใน 2 ข้อ” โดย 1) 30 แรก; ยกเว้นภาษีนำเข้าสินค้าจากทุกประเทศ (ยกเว้นสหรัฐฯ) ภายในปี 2030 2) 30 หลัง; เพิ่มการบริโภคภายในประเทศขึ้นอีก 30% ภายในปี 2030

## เศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอใน 1Q25 กำลังจะถูกลดลงคาดการณ์ซ้ำซ้ำเดิม

We Revised Down GDP Forecast Substantially, Mainly From Trump's Tariffs

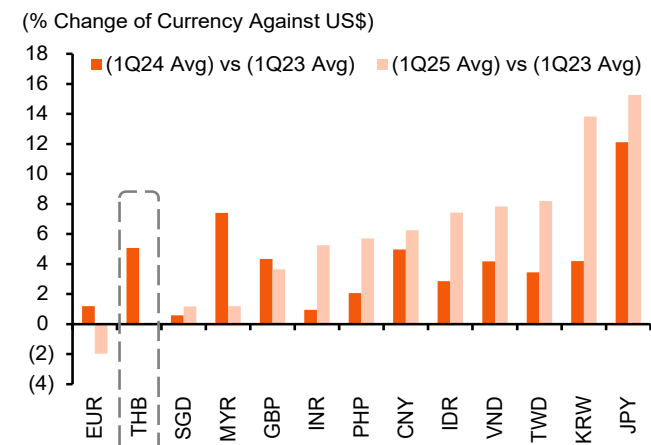
| % growth                                 | 2022       | 2023       | 2024       | 2025F      |            | 2026F      |            | 2027F      |            |
|------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                          |            |            |            | New        | Old        | New        | Old        | New        | Old        |
|                                          | (%)        | (%)        | (%)        | (%)        | (%)        | (%)        | (%)        | (%)        | (%)        |
| <b>Real GDP growth</b>                   | <b>2.6</b> | <b>2.0</b> | <b>2.5</b> | <b>1.5</b> | <b>3.0</b> | <b>1.4</b> | <b>3.1</b> | <b>2.3</b> | <b>3.2</b> |
| Private consumption                      | 6.2        | 6.9        | 4.4        | 2.5        | 2.7        | 2.0        | 2.5        | 2.5        | 2.5        |
| Private investment                       | 4.6        | 3.1        | (1.6)      | 2.9        | 4.1        | 2.4        | 5.1        | 2.7        | 6.2        |
| Government investment                    | (3.9)      | (4.2)      | 4.8        | 2.4        | 2.4        | 3.1        | 3.1        | 2.4        | 2.4        |
| Exports (nominal US\$ growth)            | 5.4        | (1.5)      | 5.7        | (0.9)      | (0.1)      | (6.3)      | (0.1)      | (1.7)      | 3.5        |
| Imports (nominal US\$ growth)            | 14.0       | (3.8)      | 6.6        | (0.3)      | 0.3        | (4.8)      | 0.6        | (0.8)      | 4.4        |
| Export of services (nominal baht growth) | 68.5       | 43.9       | 28.8       | 1.0        | 8.2        | 2.5        | 5.0        | 3.0        | 4.0        |
| Import of services (nominal baht growth) | 18.7       | 3.7        | 13.6       | 1.2        | 2.0        | 1.5        | 2.0        | 1.5        | 2.0        |
| Current account (% of GDP)               | (3.2)      | 1.3        | 2.1        | 2.5        | 4.4        | 1.8        | 4.4        | 2.0        | 4.0        |
| Headline CPI                             | 6.1        | 1.2        | 0.4        | 1.1        | 1.2        | 1.2        | 1.5        | 1.5        | 1.7        |
| Bt/US\$ – average                        | 35.1       | 34.8       | 35.3       | 34.2       | 34.3       | 34.5       | 34.5       | 34.5       | 34.2       |
| Policy rate                              | 1.25       | 2.50       | 2.25       | 1.50       | 2.00       | 1.25       | 2.00       | 1.25       | 2.00       |

### Tourist Arrival From North Asia Are Soften



Sources: BoT, Thanachart compilations

### FX Are One Of The Key Pressure For Tourism



Sources: NESDC; Thanachart estimates

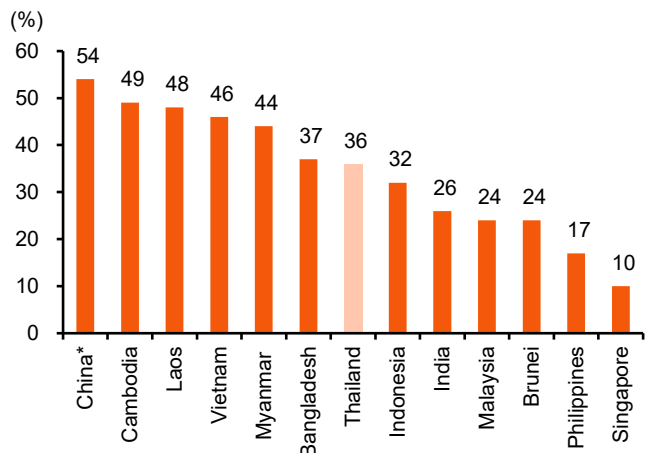
### เศรษฐกิจไทยอ่อนแอลง และกำลังเผชิญความท้าทายจากสงครามการค้า-แผ่นดินไหว

ในช่วง 1Q25 ที่ผ่านมา ภาพเศรษฐกิจไทยอ่อนแอลง กระจายไปในเกือบทุกภาคส่วน และมีแนวโน้มจะอ่อนแอลงจากเดิมไปอีกจากหลายปัจจัย (ไม่ใช่จากเรื่องสงครามการค้า เพียงอย่างเดียว) โดยการผลิตยังคงอ่อนแอเช่นเดิม คาดจะยังไม่ฟื้นตัว, การบริโภคเริ่มมีสัญญาณจะอ่อนแอลง, การท่องเที่ยวเริ่มสูญเสียโมเมนตัม, การลงทุนภาครัฐฯ ดูเหมือนติดขัด แต่ส่วนหนึ่ง เพราะฐานต่ำ, ภาคส่งออกที่แข็งแกร่ง ก็กำลังจะได้รับผลกระทบจากนโยบายภาษีการค้าฯ ยังมีเพียงภาคการเกษตรที่แข็งแกร่งจากราคาและผลผลิตที่ได้มาซึ่งสูงจากน้ำอู้นมสมบูรณ์ แต่มีสัดส่วนที่ต่ำ ราว 10% ของ GDP นอกจากนี้ ผลจากแผ่นดินไหว ที่แม้จะจำกัด แต่ก็มาในจังหวะที่เศรษฐกิจไทยอ่อนแอพอดี ทำให้เราต้องปรับประมาณการณ์การเติบโตของ GDP ลงครึ่งหนึ่งเหลือ 1.5% ปี 2025 และ 1.4% ในปี 2026

### นักท่องเที่ยวอ่อนแอลงอย่างมาก โดยเฉพาะจากจีน และน่าจะพลาดเป้า 40 ล้านคน

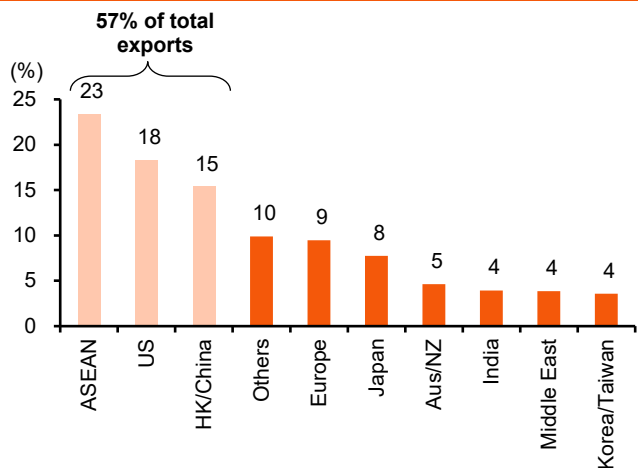
ตัวเลขนักท่องเที่ยวใน 1Q25 อ่อนแอกว่าที่เราคาดมาก โดยเฉพาะจากกลุ่มประเทศเพื่อนบ้าน และจากกลุ่มประเทศเอเชียเหนือ รวมถึงนักท่องเที่ยวจีน เพราะ 1) ความกังวลเรื่องความปลอดภัยของการท่องเที่ยวไทย 2) ค่าเงินเยน ญี่ปุ่น และเงินวอน เกาหลีใต้ ที่อ่อนค่ามากเทียบกับเงินบาท 3) การกระตุ้นท่องเที่ยวในประเทศอย่างหนักของรัฐบาลจีน ขณะที่พลจากแผ่นดินไหว จะเห็นชัดเจนขึ้นในเดือน เม.ย. ซึ่งจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีน 2 สัปดาห์แรกของเดือน เม.ย.หดตัวอย่างรุนแรง ไกล่เคียงเดือน เม.ย. 2023 แล้ว

## Reciprocal Tariffs On China+1



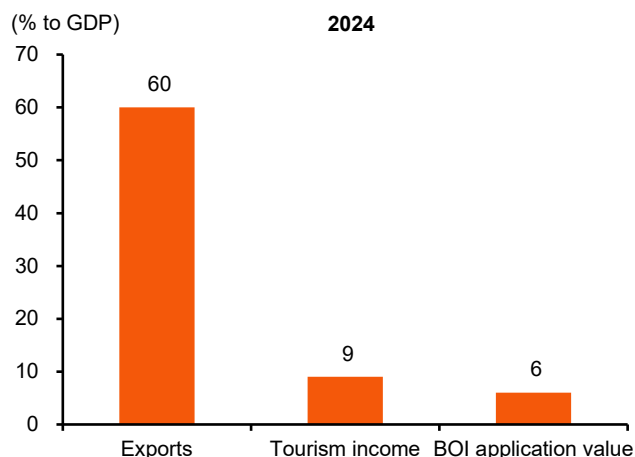
Source: White House's Reciprocal Tariff Annex 1

## Export Breakdown (2024)



Source: Bank of Thailand

## Thailand Is An Open Economy (2024)



Sources: Bank of Thailand, BOI, NESDC, Ministry of Tourism & Sports

## ภาคการบริโภคมีสัญญาณ อ่อนแอลง หลังผลของมาตรการ “เงินโอน” หมดกำลังลง

แม้ภาพรวม การบริโภคจะยังเติบโตได้ดีใน ช่วงปลายปี 2024 แต่เราเริ่มเห็นสัญญาณอ่อนตัวบ้างแล้ว ในช่วงต้นปี 1) หมวดสินค้าไม่คงทน จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนผลของมาตรการ “เงินโอน” หมดกำลังลง 2) หมวดสินค้าคงทน ที่กลับมาหดตัวมากขึ้น และ 3) หมวดบริการที่กำลังจะชะลอการเติบโต จากจำนวนนักท่องเที่ยว ที่อ่อนแอ

## การส่งออก แม้ยังแข็งแกร่ง แต่กำลังจะถูกกดดัน จากนโยบายภาษีการค้าสหรัฐฯ

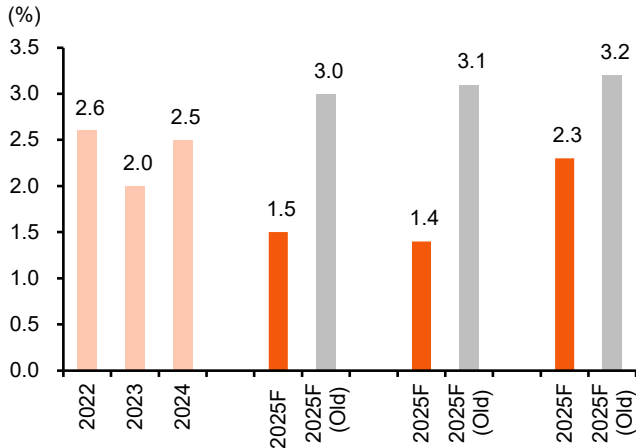
ภาคการส่งออกในช่วงต้นปี เติบโตแข็งแกร่ง และกระจายไปหลายหมวดสินค้า เช่น เครื่องประดับ, อิเล็กทรอนิกส์, เครื่องจักร ฯลฯ ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจาก ทั้งคำสั่งซื้อล่วงหน้า ก่อนนโยบายภาษีการค้าสหรัฐฯ และอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม นโยบายทางการค้าที่รุนแรงกว่าที่เราคาดมาก ซึ่งจะกดดันการส่งออกใน 2H25F จนถึงปี 2026F อย่างมาก และยังไม่สามารถประเมินได้อย่างแม่นยำ ขึ้นอยู่กับผลกระทบจากการค้า ว่าจะเป็นเช่นไร

## ภาษีทางการค้าสหรัฐฯ รุนแรงกว่าที่คาด เป็นสาเหตุหลักของการปรับเป้า GDP ลง

นโยบายภาษีสหรัฐฯ ที่รุนแรงกว่าที่คาดมาก เป็นสาเหตุหลักที่เราต้องปรับประมาณการณ์การเติบโตของ GDP ลงครึ่งหนึ่ง ดังนี้:

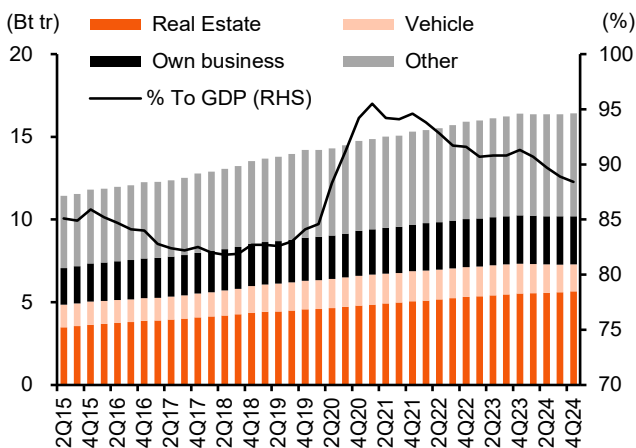
- 1) แม้ว่าการเจรจาอาจช่วยลดอัตราภาษีบางส่วนลงได้ แต่สหรัฐฯ แสดงให้เห็นถึงความตั้งใจที่จะเปลี่ยนแปลงขนาดและทิศทางของกระแสการค้าโลก และเกินกว่าระดับที่ผู้ผลิตและผู้บริโภคจะช่วยกันแบ่งเบาภาระได้ และเราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวอย่างรุนแรง โดยสหรัฐฯ จะเป็นผู้ที่ได้รับผลกระทบหนักที่สุดประเทศหนึ่ง
- 2) เป้าหมายของสหรัฐฯ ไม่ได้มีเพียงจีนเท่านั้น แต่ยังรวมถึง China+1 เช่น กัมพูชา ลาว เวียดนาม เมียนมาร์ ไทย ฯลฯ ทำให้ประเทศไทย ได้รับความเสียหายทางตรง
- 3) โมเดลเศรษฐกิจของไทย มีลักษณะเปิด (open economy) โดยมีเสาหลัก คือ การส่งออก (60% ของ GDP) การท่องเที่ยว (9% ของ GDP) และการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (ยอดขอ BOI เท่ากับ 6% ของ GDP)
- 4) ภาษีการค้าสหรัฐฯ เกิดขึ้นในช่วงเวลาที่เศรษฐกิจไทยอ่อนแอ, นโยบายการเงินและการคลังไม่มีประสิทธิภาพ
- 5) ค่าเงินบาทที่อาจจะอ่อนค่าตามธรรมชาติ นอกจากจะไม่สามารถช่วยเบี่ยงเบนผลกระทบแล้ว สหรัฐฯเองก็จับตามองประเทศที่มีสกุลอ่อนค่า และได้เตือนประเทศต่างๆ แล้ว

## Half The Previous %GDP Forecast, Mainly From Tariff



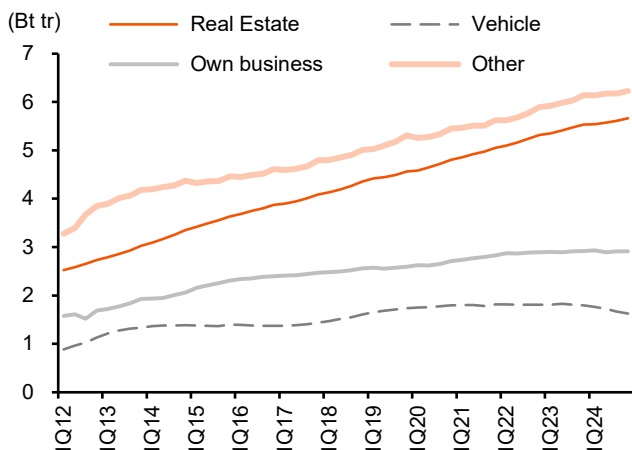
Sources: Comptroller General's Department

## HH Debt: Levels Are Stable, To GDP Are Declining



Sources: Bank of Thailand

## Declining Only In Vehicle Loans



Source: Comptroller General's Department

## นโยบายทางการเงินที่เข้มงวด และการคลังที่ติดขัด จะช่วยเศรษฐกิจได้จำกัด

เราเชื่อว่าขณะนี้ ไทยอยู่ในช่วงเวลาที่ต้องการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งจากนโยบายทางการเงินและการคลัง อย่างไรก็ดี:

นโยบายการเงินกลับค่อนข้างเข้มงวด แม้เราคาดว่า ธปท. จะปรับลดดอกเบี้ยนโยบายในการประชุม 30 เม.ย. นี้ แต่ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อในปัจจุบันที่ค่อนข้างต่ำมาอย่างยาวนาน เทียบกับภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ เราจึงมองว่า ธปท. มีความเข้มงวดในการช่วยพยุงเศรษฐกิจ ขณะที่การผ่อนปรนอัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ก็ไม่ทันเวลา และถูกบั่นทอนลง จากผลกระทบของแผ่นดินไหวเมื่อเร็วๆ นี้

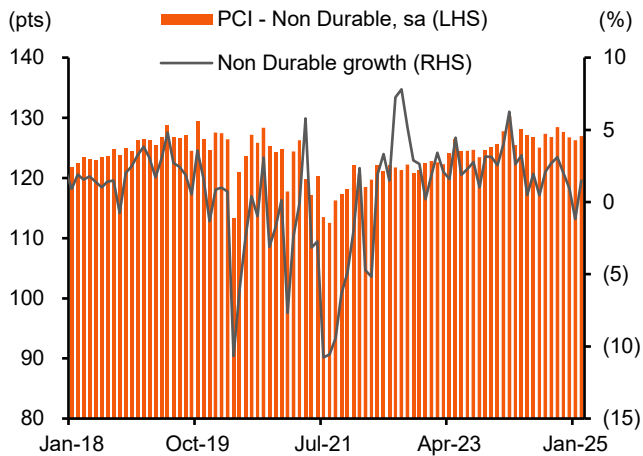
ในส่วนนโยบายการคลัง แม้ว่าการปลดล็อก พรบ.งบฯ ในเดือนเม.ย. 24 จะทำให้นโยบายการคลังผ่อนคลายมากขึ้น แต่ก็ยังทำได้ไม่เต็มประสิทธิภาพ และในระยะถัดไปรัฐบาลจะเผชิญกับระดับหนี้สาธารณะ (ปัจจุบันที่ 64.4% ของ GDP) ที่เข้าใกล้เพดานที่ 70% แล้ว

## แม้หนี้สินครัวเรือนค่อยๆ ลดลง แต่ยังต้องการเวลา กว่าที่จะกลับไประดับเดิม

แม้ปัญหาหนี้สินภาคครัวเรือนมีพัฒนาการที่ดีขึ้นต่อเนื่อง แต่การลดระดับก็เป็นไปอย่างช้าๆ ซึ่งโดยหลักแล้ว จำนวนหนี้จะลดลงในกลุ่มสินเชื่อรถยนต์ ที่ธนาคารพาณิชย์มีความเข้มงวดมากขึ้นในการปล่อยสินเชื่อ แต่ภาคส่วนอื่นๆ ไม่ได้ลดลงตาม ขณะที่พิจัยรายได้ ยังไม่ได้แข็งแกร่งนัก ทำให้ระดับหนี้สินครัวเรือนต่อ GDP ยังคงสูง ที่ 88.4% (ณ สิ้นปี 2024)

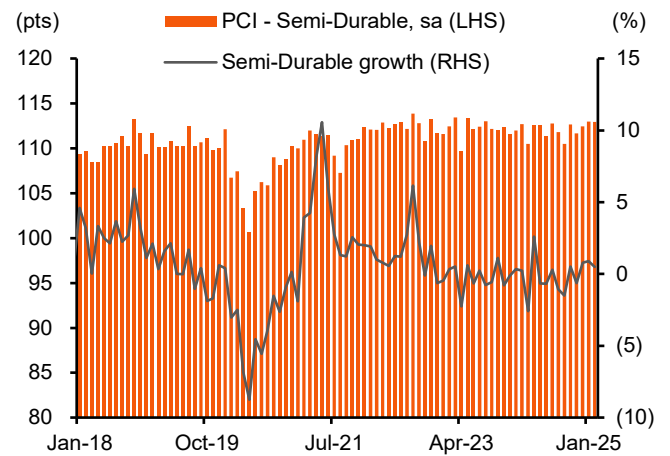
สำหรับโครงการ “คุณสู้ เราช่วย” เรามองว่าเป็นโครงการที่ดี ซึ่งจะลดภาระหนี้สินด้วยคุณภาพ เปิดทางให้ธนาคารพาณิชย์ปล่อยสินเชื่อได้ง่ายขึ้น (ส่งผลกระทบต่อภาคการบริโภค) และช่วยเสริมเสถียรภาพให้กับระบบเศรษฐกิจในระยะกลาง-ยาว โดยระยะเวลาโครงการ ตั้งแต่ 12 ธ.ค. 24 – 30 เม.ย. 25 ข้อมูลล่าสุด จำนวนลูกหนี้ที่ลงทะเบียน และผ่านเกณฑ์ มี 4.5 แสนราย วงเงินหนี้สูงถึง 3.4 แสนล้านบาท (23% ของลูกหนี้ และ 38% ของหนี้ที่ผ่านเกณฑ์ทั้งระบบ) หรือเท่ากับ 2% ของยอดหนี้รวม อย่างไรก็ดี โครงการดังกล่าวยังต้องการเวลา กว่าที่จะเห็นผลบวกต่อเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ

### PCI, Non Durable



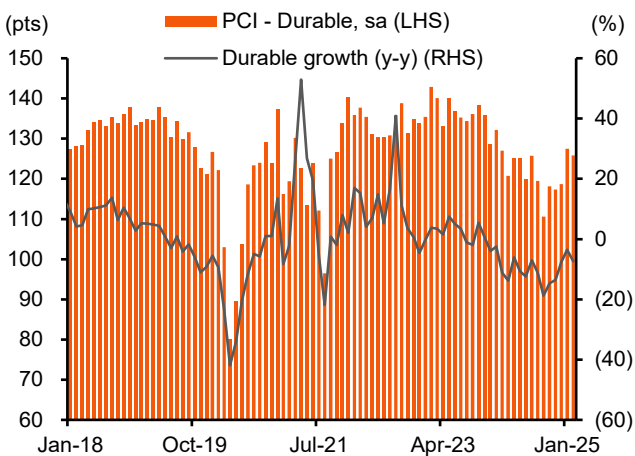
Source: Bank of Thailand

### PCI, Semi-Durable



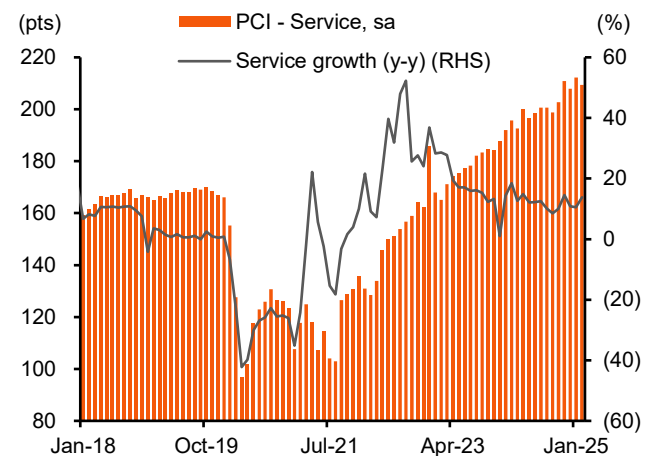
Source: Bank of Thailand

### PCI, Durable



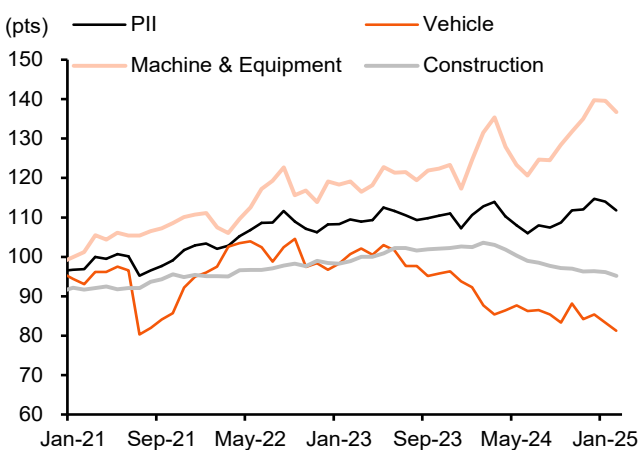
Source: Bank of Thailand

### PCI, Services



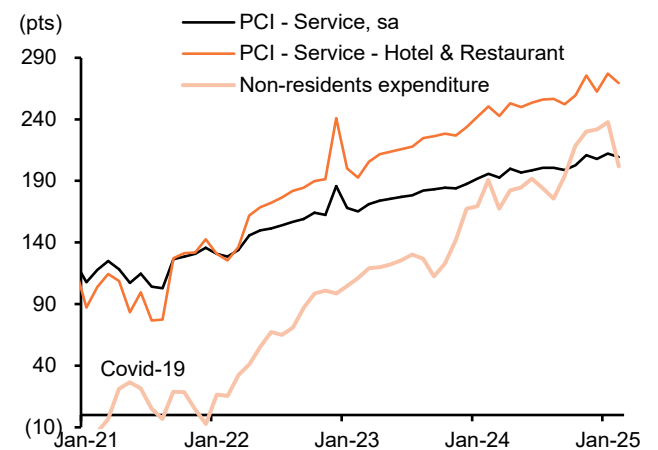
Source: Bank of Thailand

### Private Investment Index & Sub Index



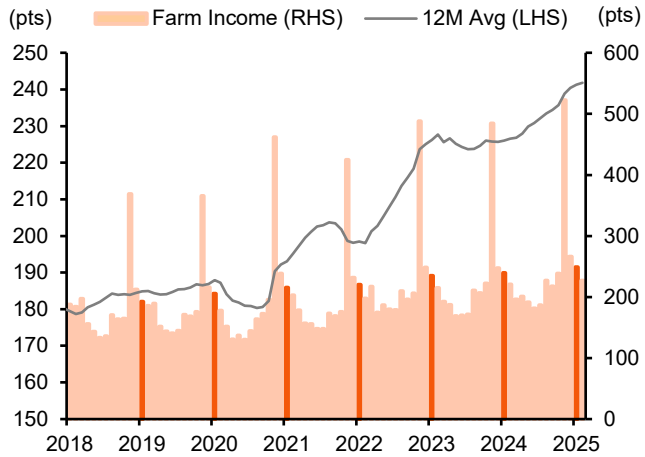
Source: Office of Agricultural Economics

### PCI – Services vs Non-Residents Expenditure



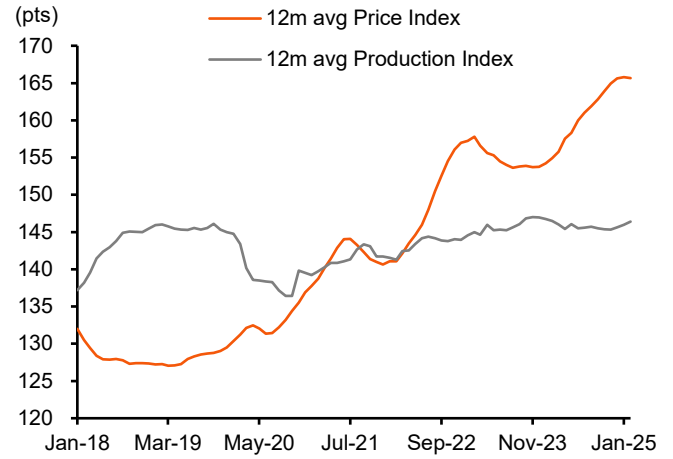
Source: Office of Agricultural Economics

### Farm Income



Source: Bank of Thailand

### Farm Income, Price vs Production



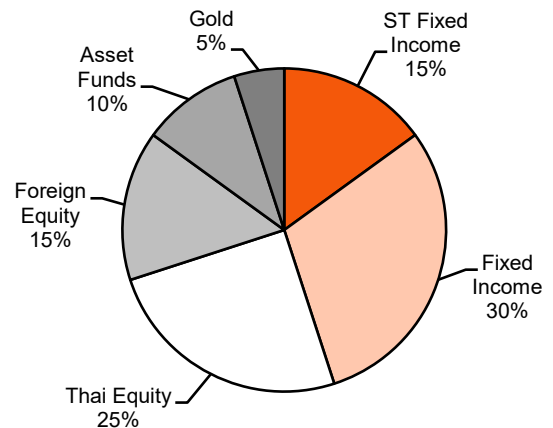
Source: Bank of Thailand

## ภาษีการค้า (Reciprocal Tariff) กระทบ GDP และกระทบทำไร SET...แต่ Valuation “ถูกมาก” แนะนำ “ซื้อ” หุ้นไทยเพิ่มเป็น 25% ของพอร์ต

ภาษีการค้าสหรัฐฯ (Reciprocal Tariff) ที่ใช้กับเกือบทุกประเทศทั่วโลกตั้งแต่วันที่ 9 เม.ย.นี้ เป็นความเสี่ยงที่ทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย ขณะที่เศรษฐกิจไทยที่เป็นเศรษฐกิจแบบเปิด มีรายได้จากการส่งออกคิดเป็น 60% ของ GDP รายได้จากการท่องเที่ยวคิดเป็น 9% ของ GDP และเม็ดเงินจากการลงทุนต่างประเทศโดยตรงคิดเป็น 6% ของ GDP ทำให้การขึ้นภาษีการค้าจะกระทบกับเศรษฐกิจไทยอย่างเลี่ยงไม่ได้เลย โดยเรามองผลกระทบจากการขึ้นภาษีการค้าสหรัฐฯ ต่อเศรษฐกิจ และการลงทุน ดังนี้:-

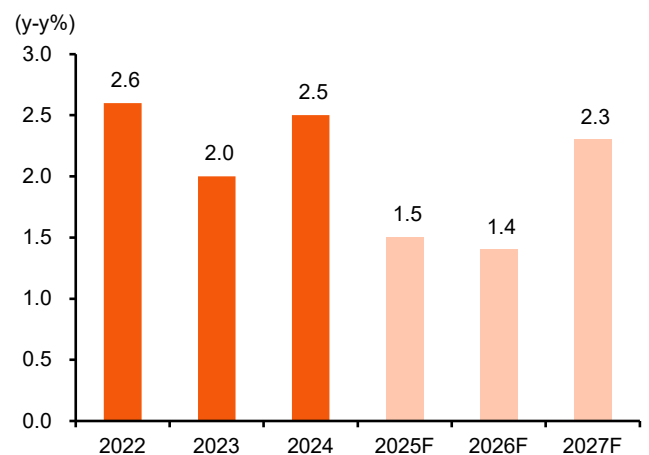


### Recommended Moderate Risk Allocation



Source: Thanachart research

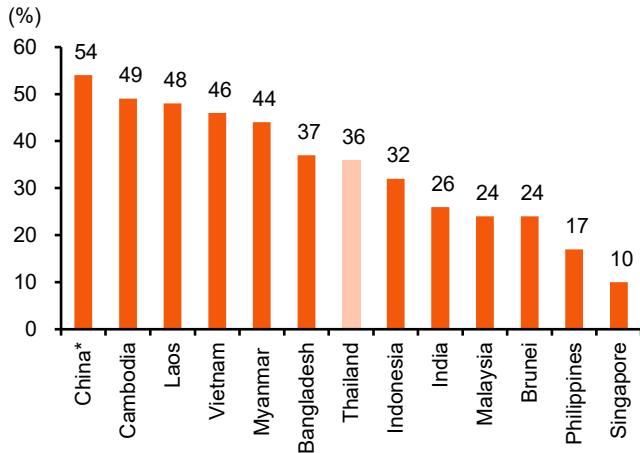
### Revise Down Thai GDP Growth To 1.5% This Year



Sources: NESDC, Thanachart estimates

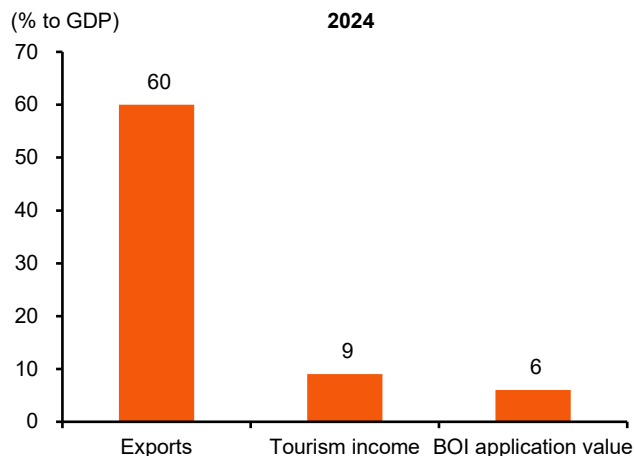
- **เศรษฐกิจโลก และเศรษฐกิจไทยจะชะลอตัวลง:** แม้ทรัมป์ประกาศวันการขึ้นภาษีการค้าแบบรุนแรงไป 90 วัน จากวันที่ 9 เม.ย.ที่ผ่านมา แต่ก็ยังเป็นเพียงการลดไปครึ่งระดับ Base Reciprocal Tariff ที่เพิ่มขึ้นจากอัตราภาษีเดิมถึง 10% ที่เดียว ซึ่งเสี่ยงไม่ได้ว่าการส่งออกจากทุกประเทศ ไปที่สหรัฐฯ จะประสบกับปัญหาชะงักงัน และทำให้ GDP โลกใน 2Q25 ชะลอตัวลงรุนแรง
- **ทำไรบริษัทจดทะเบียนเกือบทุกอุตสาหกรรมจะเติบโตในอัตราเร่งที่ลดลง:** นอกจากอุตสาหกรรมส่งออก ที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากภาษีการค้าที่เพิ่มขึ้น ภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว และความเสี่ยงเชิงนโยบายการค้าที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ภาวะ Oversupply ในหลายอุตสาหกรรมส่งออก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเนื่องไปกับการจ้างงาน กำลังซื้อในแต่ละประเทศ รวมถึงการตัดสินใจลงทุนของบริษัทด้วยเช่นกัน ล่าสุดเราปรับประมาณการกำไร SET ปีนี้ลง จากคาดเดิม 11% ทำให้กำไรปีนี้จะหดตัว -3.2% จากปีก่อน
- **“ตัวช่วย” อยู่ที่การดำเนินนโยบายการเงิน และการคลังที่ผ่อนคลายมากขึ้น:** ด้วยระดับหนี้สาธารณะต่อ GDP ที่สูง 64.4% ณ สิ้นปีก่อน และคาดว่าจะขึ้นไปถึง 67% ภายในปี 2026 ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมีข้อจำกัด แม้ว่าจะเพิ่มระดับเพดานหนี้สาธารณะขึ้นไปเหนือ 70% ขณะที่เราคาดว่า ธปท. จะลดดอกเบี้ยเร็วกว่าที่คาดไว้ อีก 2 ครั้ง หรือ 0.50% ในช่วงที่เหลือของปี
- **แนะนำจัดพอร์ต แบบ Moderate Risk แต่เพิ่มสัดส่วนหุ้นไทยเป็น 25% และหุ้นต่างประเทศ 15% ของพอร์ต:** เราแนะนำจัดพอร์ตลงทุนแบบ Moderate Risk ต่อเนื่อง โดยมีสัดส่วนลงทุนในตราสารหนี้ 45% หุ้น 40% กองทุน Asset Fund 10% และทองคำ 5% แต่ในรายงานฉบับนี้เราแนะนำให้เพิ่มสัดส่วนหุ้นไทยเป็น 25% และหุ้นต่างประเทศ 15% ของพอร์ต เน้นหุ้น Yield สูง Free Cash Flow ดี

## Announced Reciprocal Tariff On China+1



Source: White House's Reciprocal Tariff Annex 1

## Thailand Is An Open Economy (2024)



Sources: Bank of Thailand, BOI, NESDC, Ministry of Tourism & Sports

## Thailand GDP Growth

| %growth                                  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F   |         | 2026F   |         |
|------------------------------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
|                                          | (%)   | (%)   | (%)   | New (%) | Old (%) | New (%) | Old (%) |
| Real GDP growth                          | 2.6   | 2.0   | 2.5   | 1.5     | 3.0     | 1.4     | 3.1     |
| Private consumption                      | 6.2   | 6.9   | 4.4   | 2.5     | 2.7     | 2.0     | 2.5     |
| Private investment                       | 4.6   | 3.1   | (1.6) | 2.9     | 4.1     | 2.4     | 5.1     |
| Government investment                    | (3.9) | (4.2) | 4.8   | 2.4     | 2.4     | 3.1     | 3.1     |
| Export (nominal US\$ growth)             | 5.4   | (1.5) | 5.7   | (0.9)   | (0.1)   | (6.3)   | (0.1)   |
| Import (nominal US\$ growth)             | 14.0  | (3.8) | 6.6   | (0.3)   | 0.3     | (4.8)   | 0.6     |
| Export of services (nominal baht growth) | 68.5  | 43.9  | 28.8  | 1.0     | 8.2     | 2.5     | 5.0     |
| Import of services (nominal baht growth) | 18.7  | 3.7   | 13.6  | 1.2     | 2.0     | 1.5     | 2.0     |
| Current account (% to GDP)               | (3.2) | 1.3   | 3.7   | 4.4     | 4.4     | 3.8     | 4.4     |
| Headline CPI                             | 6.1   | 1.2   | 0.4   | 1.1     | 1.2     | 1.2     | 1.5     |
| BI/US\$ - average                        | 35.1  | 34.8  | 35.3  | 34.2    | 34.3    | 34.5    | 34.5    |
| Policy rate                              | 1.25  | 2.50  | 2.25  | 1.50    | 2.00    | 1.25    | 2.00    |

Sources: NESDC, BoT, MoC, Bloomberg, Thanachart Estimates

## เศรษฐกิจโลก และเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงจาก Reciprocal Tariff

กรอบประกาศขึ้นภาษีการค้าตอบโต้ หรือ Reciprocal Tariff ต่อคู่ค้าทุกรายเพิ่มขึ้นอย่างน้อย +10% จากอัตราภาษีนำเข้าเดิม เมื่อวันที่ 2 เม.ย. โดยจะเริ่มใช้อย่างเป็นทางการในวันที่ 9 เม.ย.ที่ผ่านมา ซึ่งเป็นได้ว่ากลุ่มหุ้นที่อยู่ใน “China + 1” ส่วนใหญ่มีการเรียกเก็บภาษีนำเข้าเพิ่มขึ้นอย่างมาก เช่น ประเทศจีนถูกเก็บภาษีนำเข้าเพิ่มขึ้น +34% (เดิมถูกเก็บเพิ่ม +20% ก่อนหน้านี้แล้ว) ประเทศไทย +37% เวียดนาม +46% กับพม่า +49% ลาว +48% มาเลเซีย +24% เป็นต้น

อย่างไรก็ดีหลังจากมีการขึ้นภาษีนำเข้าอย่างเป็นทางการเมื่อวันที่ 9 เม.ย. เวลา 0.01 นาที ไปไม่ถึง 24 ชั่วโมง กรอบประกาศ “ดอย” โดยจะคิดภาษีนำเข้าจากทุกประเทศเพิ่มขึ้นสูงสุด +10% เป็นเวลา 90 วัน เพื่อเปิดทางให้กลุ่มประเทศที่มีการถูกเก็บภาษีนำเข้าเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงมากเข้ามาเจรจา ซึ่งตลาดหุ้นทั่วโลกตอบรับเชิง “บวก” กับการ “ดอย” ของกรอบ แต่ต้องยอมรับว่าการขึ้นภาษีการค้าเพิ่มขึ้นอีก +10% จะเป็นสิ่งที่ “ทำร้าย” เศรษฐกิจโลก และเศรษฐกิจไทยอย่างเลี่ยงไม่ได้ เนื่องจาก:-

- 1) ปริมาณการค้าทั่วโลก จะลดลงมากในช่วงที่มีการปรับขึ้นภาษีการค้า +10% ตั้งแต่ 9 เม.ย.นี้ และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกอย่างแน่นอน โดยสหรัฐฯ เป็นประเทศที่มีมูลค่าการนำเข้าสูงเป็นอันดับ 1 ของโลก หรือคิดเป็นประมาณ US\$3.8 ล้านล้าน หรือคิดเป็นประมาณ 13.9% ของ GDP\* สหรัฐฯ และ 3.7% ของ GDP\* โลก ขณะที่จีนเป็นประเทศที่มีมูลค่าการนำเข้าสูงเป็นอันดับ 2 ประมาณ US\$3.1 ล้านล้าน คิดเป็นประมาณ 17.6% ของ GDP\* จีน และ 3.0% ของ GDP\* โลก  
\*อิงตัวเลขปี 2023
- 2) การลงทุนภาคเอกชนจะหดตัว เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่จะรอความชัดเจนของภาษีการค้าในระหว่างการเจรจา 90 วัน และแม้ว่าหลังจาก 90 วันจะมีความชัดเจนด้านภาษี แต่ความไม่แน่นอนของนโยบายต่างประเทศสหรัฐฯ จะทำให้การลงทุนมีแนวโน้มชะลอตัวลงอยู่ดีในระยะยาว
- 3) เศรษฐกิจไทยที่เป็นเศรษฐกิจแบบเปิด โดย GDP ยังกับการส่งออก 60% ก่อเกี่ยว 9% และการลงทุน 6% ทำให้การส่งออก และการลงทุนของประเทศไทยจะมีแนวโน้มชะลอตัวลงเช่นกัน ทำให้ล่าสุด เราปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2025 ลงเหลือ +1.5% (เดิม +3.0%) เป็นผลจากการชะลอตัวในเกือบทุกรายการ ยกเว้นการลงทุนภาครัฐฯ ที่คาดว่าจะขยายตัวได้ +2.4%

## กำไร SET ปีนี้ มีความเสี่ยง “หดตัว” โดย อุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบโดยตรง กำไร หดตัวแรง อีกหลายกลุ่มฯ เติบโตลดลง

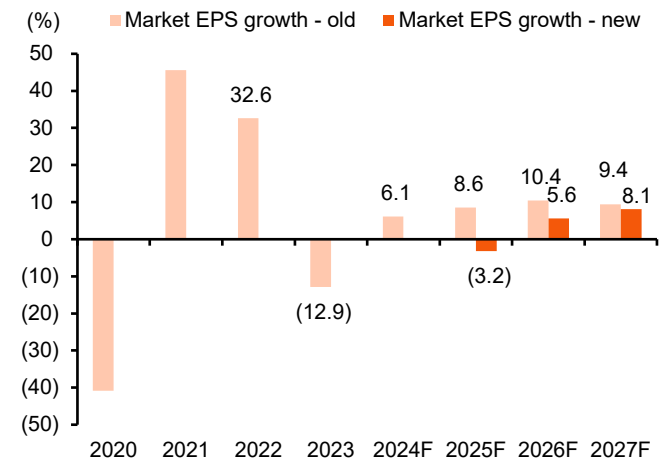
กลุ่มอุตสาหกรรม ที่มีรายได้อิงกับการส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ เป็นหลัก อย่างกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มส่งออกอาหารสัตว์-อาหารกระป๋อง กลุ่มส่งออกยาง และผลิตภัณฑ์แปรรูปยาง และกลุ่มชิ้นส่วนยานยนต์ จะเป็นกลุ่มหุ้นที่ได้รับผลกระทบทางตรงจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ตั้งแต่วันที่ 9 เม.ย.นี้

ขณะที่มีอีกหลายอุตสาหกรรม ที่ได้รับผลกระทบทางอ้อมผ่านแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่จะขยายตัวในอัตราที่ลดลงมาก หรืออาจเข้าสู่ภาวะ “ถดถอย” อย่าง กลุ่มพลังงาน-ปิโตรเคมี ที่ได้รับผลกระทบผ่านกำลังซื้อที่ลดลง กลุ่มธนาคาร-การเงินที่ได้รับผลกระทบจากความต้องการสินเชื่อเพื่อลงทุนลดลง และคุณภาพลูกหนี้ในหลายกลุ่มอุตสาหกรรมอาจแย่ลง รวมถึงกลุ่มหุ้นค้าปลีก ที่ได้รับผลกระทบผ่านกำลังซื้อ-การจ้างงาน ที่อ่อนแอลงด้วยเช่นกัน

เราปรับประมาณการกำไร SET ปีนี้ ลงเหลือ 80.4 บาท/หุ้น จากคาดเดิม 90.0 บาท/หุ้น หลังสหรัฐฯ ประกาศการขึ้นภาษีส่งออกสินค้า SET ปีนี้ มีแนวโน้มหดตัว 3.2% จากปีก่อนหน้านี้ ขณะที่ถ้าพิจารณาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม เราแบ่งผลกระทบเป็น 4 ระดับ ดังนี้

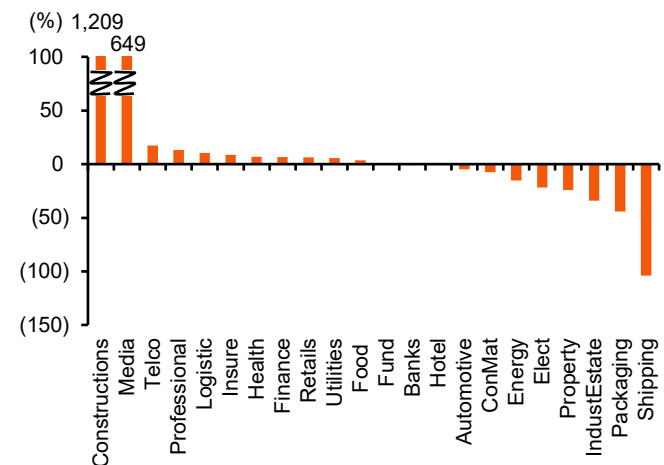
- 1) กลุ่มหุ้นที่ไม่ได้รับผลกระทบ หรืออาจมีปัจจัยบวก จากต้นทุนสินค้าโภคภัณฑ์-ต้นทุนดอกเบี้ยที่ลดลง ได้แก่ กลุ่มกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์-โครงสร้างพื้นฐาน กลุ่มโรงไฟฟ้า กลุ่มสื่อสาร กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง กลุ่มอาหาร-เกษตร
- 2) กลุ่มหุ้นที่ได้รับผลกระทบจำกัด กลุ่มโรงพยาบาล เพราะยังเป็นบริการที่จำเป็น กลุ่มโรงเรียนนานาชาติ กลุ่มนายหน้าประกันภัย กลุ่มการเงินแม่ค้าคุณภาพลูกหนี้อาจต่ำลง แต่จะได้ผลบวกจากต้นทุนการเงินที่ลดลงชดเชย กลุ่มค้าปลีกที่มีรายได้อิงกับการบริโภคในประเทศเป็นหลัก
- 3) กลุ่มหุ้นที่มีความเสี่ยง เพิ่มขึ้น กลุ่มธนาคาร จากการปรับลดดอกเบี้ยเร็วขึ้น และคุณภาพลูกหนี้ที่ด้อยลง กลุ่มท่องเที่ยว กรณีที่เศรษฐกิจโลกชะงักงันมาก กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่ถูก Disrupt อยู่แล้วยังถูกกดดันด้วยเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น
- 4) กลุ่มหุ้นที่ได้รับผลกระทบรุนแรง ได้แก่ กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ที่ส่งออกไปสหรัฐฯ กลุ่มพลังงานตามราคาน้ำมัน-ปิโตรเคมี ที่ปรับลดลง กลุ่มส่งออกอาหารสัตว์ กลุ่มส่งออกยาง และกลุ่มนิคมฯ กลุ่มเดินเรือ

### SET EPS Growth After Mass Revision



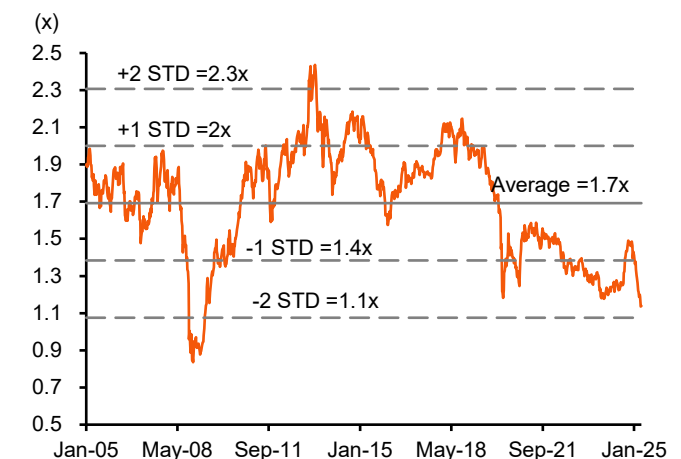
Sources: Company date, Thanachart estimates

### Sector Earnings Growth 2024-2025



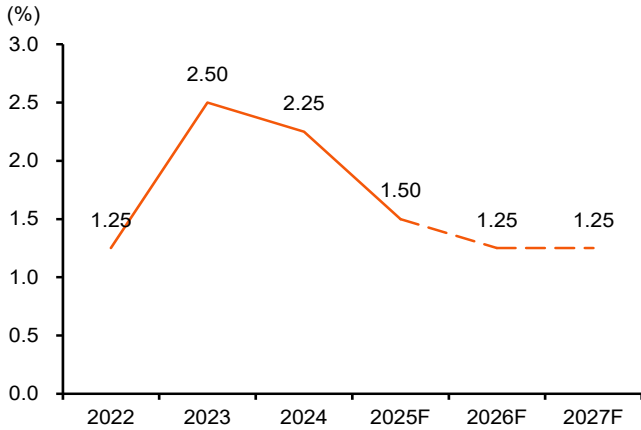
Sources: Company date, Thanachart estimates

### SET's Cheap Valuation But Lack Of Catalyst



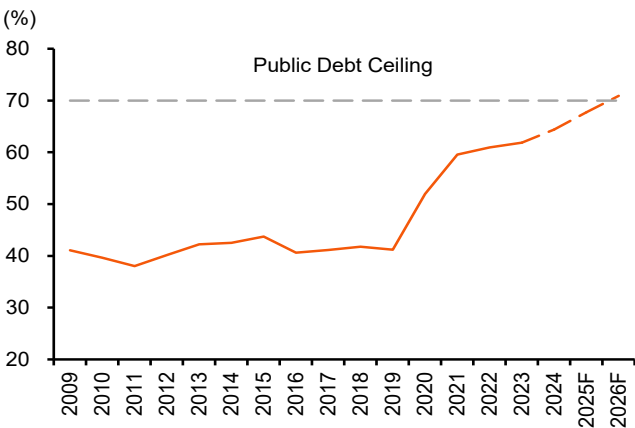
Sources: Company date, Thanachart estimates

## Bank Of Thailand Is Expected To Cut Another 50bps



Source: Bank of Thailand, Thanachart estimates

## Public Debt Ceiling Is A Challenge



Source: Public Debt Management Office

## Dividend Yield and Free Cash Flow Yield

| Stock                                      | TP     | EPS Growth<br>2025 | PE<br>2025 | Average 2025-2026 |            |           |
|--------------------------------------------|--------|--------------------|------------|-------------------|------------|-----------|
|                                            |        |                    |            | Div Yield         | Div Payout | FCF Yield |
| DIF                                        | 10.00  | 1.2%               | 6.93       | 11.6%             | 80%        | 14.5%     |
| 3BBIF                                      | 7.00   | 9.0%               | 6.88       | 11.7%             | 79%        | 14.7%     |
| MC                                         | 11.50  | 6.6%               | 9.75       | 11.1%             | 100%       | 16.5%     |
| KKP                                        | 63.00  | 9.3%               | 8.19       | 9.7%              | 78%        | n.a.      |
| BPP                                        | 10.00  | 7.7%               | 5.70       | 9.0%              | 50%        | 30.4%     |
| SCB                                        | 130.00 | -1.0%              | 9.40       | 8.2%              | 80%        | n.a.      |
| SABINA                                     | 21.00  | 2.6%               | 12.89      | 8.3%              | 100%       | 7.3%      |
| TQM                                        | 18.00  | 8.6%               | 9.13       | 8.3%              | 70%        | 0.0%      |
| TTB                                        | 2.15   | 9.9%               | 8.05       | 7.4%              | 58%        | n.a.      |
| EGCO                                       | 120.00 | -21.7%             | 5.47       | 7.0%              | 38%        | 25.5%     |
| PTT                                        | 35.00  | -6.8%              | 10.53      | 6.3%              | 69%        | 13.4%     |
| MEB                                        | 30.00  | 9.7%               | 12.74      | 6.4%              | 75%        | 8.4%      |
| COM7                                       | 30.00  | 16.9%              | 11.54      | 6.2%              | 62%        | 8.6%      |
| ADVCE                                      | 6.00   | 5.7%               | 10.16      | 5.5%              | 47%        | 8.6%      |
| HIMPRO                                     | 10.00  | 1.4%               | 17.76      | 4.8%              | 80%        | 4.4%      |
| ADVANC                                     | 305.00 | 7.9%               | 21.97      | 4.6%              | 90%        | 9.8%      |
| MINT                                       | 36.00  | 1.1%               | 21.84      | 3.0%              | 55%        | 11.4%     |
| TH Govt 10 Year Yield                      |        |                    |            | 2.0%              |            |           |
| Corporate Bond - AAA (Avg Maturity 8.2yr)  |        |                    |            | 2.8%              |            |           |
| Corporate Bond - A (Avg Maturity 7.3yr)    |        |                    |            | 3.2%              |            |           |
| Corporate Bond - BBB+ (Avg Maturity 6.9yr) |        |                    |            | 4.4%              |            |           |

Source: Thanachart estimates

## “ตัวช่วย” อยู่กับการดำเนินนโยบายการเงิน และการคลังที่ผ่อนคลายยิ่งขึ้น

ธปท. Surprise โดยการปรับลดดอกเบี้ย 0.25% ในการประชุม กนง.เมื่อวันที่ 26 ก.พ. ที่ผ่านมา เหลือ 2.0% และด้วย 1) แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อยังต่ำกว่ากรอบเป้าหมายระยะยาว 2) เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเติบโตอยู่แล้วแต่ไม่มีการขึ้นภาษี การค้าของสหรัฐฯ และ 3) การขึ้นภาษีการค้ำจุน +10% จากของเดิม ตั้งแต่ 9 เม.ย.ที่ผ่านมา จะเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการส่งออก การจ้างงานเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป ทำให้เราคาดว่า ธปท. จะใช้นโยบายการเงินที่ “ผ่อนคลาย” มากขึ้น โดยจะปรับลดดอกเบี้ยลงอีก 0.25% ในการประชุมวันที่ 30 เม.ย.นี้ และอีก 0.25% ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ นอกจากการใช้นโยบายการเงินผ่านการลดดอกเบี้ยแล้ว เราคาดว่า ธปท.จะร่วมกับธนาคารพาณิชย์ ในการลดหนี้ภาคครัวเรือนต่อเนื่อง เช่น มาตรการ “คุณสู้เราช่วย”

สำหรับนโยบายการคลัง ดูเหมือนว่าจะเป็นความท้าทายที่เพิ่มขึ้นสำหรับรัฐบาล เนื่องจากอัตราการขยายตัวเศรษฐกิจที่คาดว่าจะชะลอตัวลงเหลือ +1.5% ปีนี้ และ +1.4% ในปีหน้า ทำให้รัฐบาลยังใช้นโยบายการเงินแบบขาดดุล 7-8 แสนล้านบาทต่อปี จะทำให้ระดับหนี้สาธารณะขึ้นใกล้เพดานที่ 70% อย่างไรก็ดี ล่าสุดกระทรวงการคลัง ส่งสัญญาณเพิ่มเพดานหนี้สาธารณะแล้ว

## Valuation ตลาดที่ต่ำ ทำให้หุ้นปันผลหลายตัวน่าสนใจยิ่งขึ้น

การปรับลดดอกเบี้ยของตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ต้นปี 2022 บริเวณ 1,700 จุด มาที่ปัจจุบันบริเวณ 1,100 จุด ทำให้ Valuation ของตลาดหุ้นไทย “ถูก” ในทุกมิติ ไม่ว่าจะเป็น Earnings Yield Gap ที่ 5.15% ซึ่งเป็นระดับต่ำที่ถูกรับลดจากผลของ Reciprocal Tariff แล้ว และ PBV24 1.2x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 1.7x มาก

เราเห็นบริษัทชั้นนำหลายบริษัท ที่มีความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด (Free Cash Flow) สูง และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่า 4% ต่อปี ซึ่งเป็นระดับที่น่าสนใจลงทุน เทียบกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี ที่ประมาณ 2% หรือผลตอบแทนหุ้นกู้ระยะยาว 10 ปี บริษัทที่มี Credit Rating สูงกว่า A- ที่ 2.8% ถึง 4.0% เช่น กองทุนอสังหาฯ-โครงสร้างพื้นฐานที่ให้ปันผล 11.6% ต่อปี, MC ที่มีกระแสเงินสดเป็น “บวก” และให้ผลตอบแทนจากปันผล 11% ต่อปี, BPP ธุรกิจโรงไฟฟ้า ที่ให้ผลตอบแทนจากปันผล 9% ต่อปี, ธนาคารขนาดใหญ่ SCB TTB KKP ให้ผลตอบแทนปันผล 7.4-9.7% ต่อปี, ผู้นำธุรกิจ Consumer IT อย่าง COM7 ADVCE ให้ผลตอบแทนปันผล 5.5-6.2% ต่อปี, ADVANC ให้ผลตอบแทนปันผล 4.6% ต่อปี

## ZEAL มีสัดส่วนเงินสดสูง 40-60% ของพอร์ต พร้อมทั้งเข้าซื้อหุ้นเพิ่มในจังหวะที่ Reciprocal Tariff มีความชัดเจน

การประกาศขึ้นภาษีการค้าตอบโต้ (Reciprocal Tariff) มากกว่าที่ตลาดและราคาตัวมาก เป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจ และทำไร SET อย่างไรก็ดี ZEAL ได้มีการปรับพอร์ต เพิ่มสัดส่วนเงินสดไว้บ้างแล้ว (ณ วันที่ 11 เม.ย.) และ “รอซื้อ” หุ้นคุณภาพดี เป็นผู้นำธุรกิจ มีกระแสเงินสดแข็งแกร่ง พร้อมกันสามารถจ่ายเงินปันผลได้สม่ำเสมอ

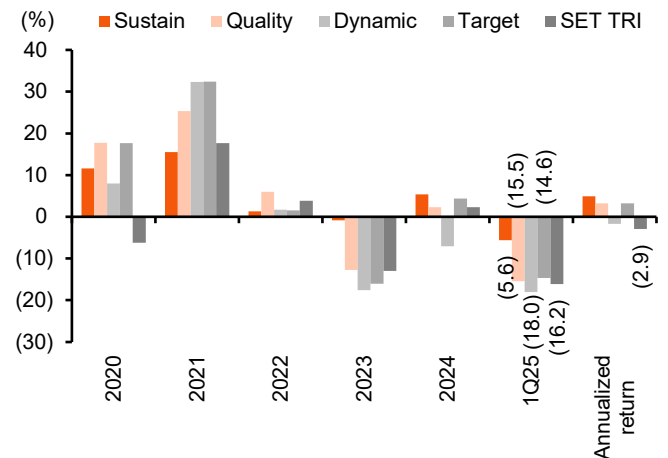
ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นปี ZEAL 4 แพนหลัก สร้างผลตอบแทนดังนี้:

ZEAL Sustain ให้ผลตอบแทน -5.6%  
ZEAL Quality ให้ผลตอบแทน -15.5%  
ZEAL Dynamic ให้ผลตอบแทน -18.0%  
ZEAL Target ให้ผลตอบแทน -14.6%

เทียบกับ SET TRI (รวมปันผล) ให้ผลตอบแทน -16.2%

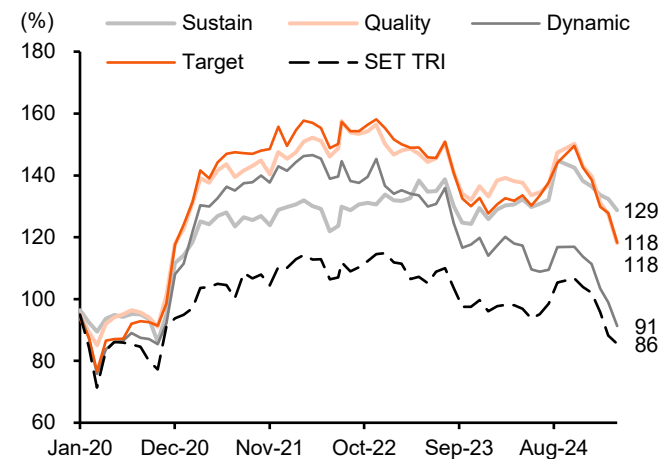
ขณะที่ถ้าพิจารณาตั้งแต่เริ่มลงทุน ม.ค.2020 ZEAL สร้างผลตอบแทนได้ดีกว่า SET โดย ZEAL Quality, ZEAL Target และ ZEAL Sustain สามารถสร้างผลตอบแทนได้ +4.9% และ +3.2% และ +3.3% ต่อปี ขณะที่ ZEAL Dynamic ยังให้ผลตอบแทนไม่ดีขึ้น ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

### ZEAL Performance – Annual Return



Source: Thanachart securities, as of 31 March 2025

### ZEAL Performance – Cumulative Return



Source: Thanachart securities, as of 31 March 2025

สำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุน ZEAL สามารถดูข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่ <https://info.thanachartsec.com/zeal> หรือ ติดต่อ Call Center ที่ 02-779-9000

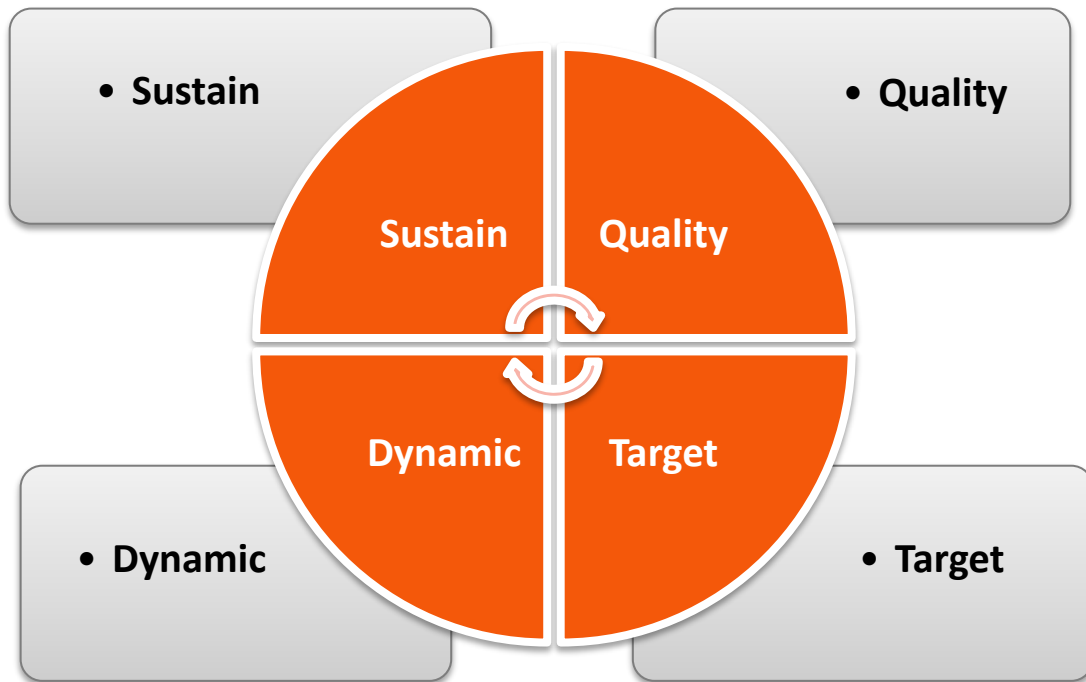
“UGIS-N”

“ES-INDAE”

“SCBASHARES(A)”

| Fund                     | AMC       | Morningstar | Historical Return (%) |        |        |        |        |       | NAV     | As of      | Summary                                                                         |  |
|--------------------------|-----------|-------------|-----------------------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|------------|---------------------------------------------------------------------------------|--|
|                          |           |             | Ytd                   | 3M     | 6M     | 1Y     | 3Y     | 5Y    |         |            |                                                                                 |  |
| กองทุนตราสารหนี้ระยะสั้น |           |             |                       |        |        |        |        |       |         |            |                                                                                 |  |
| K-CASH                   | KASSET    | -           | 0.5                   | 0.4    | 0.9    | 1.9    | 1.4    | 0.9   | 13.8040 | 2025-04-11 | duration ≤3 เดือน เหมาะกับผู้ที่มีความเสี่ยงได้ต่ำ                              |  |
| ES-CASH                  | ES        | -           | 0.5                   | 0.5    | 1.0    | 2.1    | 1.6    | 1.1   | 14.3224 | 2025-04-11 | duration ≤3 เดือน เหมาะกับผู้ที่มีความเสี่ยงได้ต่ำ                              |  |
| KFSMART-A                | KSAM      | -           | 0.7                   | 0.6    | 1.3    | 2.6    | 1.9    | 1.4   | 11.4286 | 2025-04-11 | duration โดยปกติ <1 ปี เหมาะกับการลงทุน 3-6 เดือนขึ้นไป                         |  |
| KKP PLUS                 | KKPAM     | ★★★         | 0.6                   | 0.6    | 1.2    | 2.4    | 1.9    | 1.4   | 14.9319 | 2025-04-11 | duration โดยปกติ <1 ปี เหมาะกับการลงทุน 3-6 เดือนขึ้นไป                         |  |
| กองทุนตราสารหนี้         |           |             |                       |        |        |        |        |       |         |            |                                                                                 |  |
| K-FIXED-A                | KASSET    | ★★★★★       | 1.6                   | 1.6    | 2.7    | 4.6    | 2.5    | 1.7   | 13.8555 | 2025-04-11 | duration โดยปกติ 2-5 ปี เหมาะกับการลงทุน 3 ปีขึ้นไป                             |  |
| UGIS-N                   | UOBAM     | ★★★★★       | 0.3                   | 0.9    | (0.5)  | 2.1    | 0.4    | 1.6   | 11.1586 | 2025-04-10 | ลงทุนในตราสารหนี้หลายประเภท, เน้นที่สหรัฐฯ, ปรับกลยุทธ์อย่างยืดหยุ่น            |  |
| KF-CSINCOME              | KSAM      | ★★★★★       | 0.2                   | 0.9    | (0.5)  | 1.9    | 0.3    | 1.6   | 11.1793 | 2025-04-10 | ลงทุนในตราสารหนี้หลายประเภท, เน้นที่สหรัฐฯ, ปรับกลยุทธ์อย่างยืดหยุ่น            |  |
| UGISFX-N                 | UOBAM     | -           | 1.3                   | 0.4    | 2.4    | -      | -      | -     | 9.6966  | 2025-04-10 | ลงทุนในตราสารหนี้หลายประเภท, เน้นที่สหรัฐฯ, ไม่ป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน         |  |
| กองทุนหุ้นไทย            |           |             |                       |        |        |        |        |       |         |            |                                                                                 |  |
| ASP-SME-A                | ASP       | ★★★★★       | (23.6)                | (19.1) | (27.0) | (31.6) | (13.7) | 6.5   | 11.8678 | 2025-04-11 | เฟ้นหาโอกาสการลงทุนที่น่าสนใจจากหุ้นขนาดกลางถึงเล็ก                             |  |
| K-SET50                  | KASSET    | ★★★★        | (18.6)                | (17.3) | (21.2) | (12.8) | (7.6)  | (0.3) | 26.9339 | 2025-04-11 | ลงทุนในหุ้น SET50, ค่าธรรมเนียมต่ำ และTrack error น้อย                          |  |
| SCBSET50                 | SCBAM     | ★★★★        | (18.5)                | (17.3) | (21.1) | (12.5) | (7.5)  | (0.3) | 15.7968 | 2025-04-11 | ลงทุนในหุ้น SET50, ค่าธรรมเนียมต่ำ และTrack error น้อย                          |  |
| กองทุนหุ้นต่างประเทศ     |           |             |                       |        |        |        |        |       |         |            |                                                                                 |  |
| KFGBRAND-A               | KSAM      | ★★★★        | (1.5)                 | (1.1)  | (4.3)  | 1.8    | (0.2)  | 6.1   | 13.5389 | 2025-04-10 | เน้นลงทุนบริษัทที่ให้บริการ/ขายสินค้าที่จำเป็นต่อชีวิต และมี Brand ที่แข็งแกร่ง |  |
| K-GSELECT                | KASSET    | -           | (8.8)                 | (8.2)  | (11.3) | -      | -      | -     | 9.1904  | 2025-04-10 | ลงทุนในบริษัทชั้นนำระดับโลกที่มีความสามารถในการแข่งขันสูงและโตอย่างยั่งยืน      |  |
| ES-HEALTHCARE            | ES        | ★★★★★       | (8.5)                 | (8.9)  | (18.6) | (13.6) | (5.0)  | 3.2   | 11.5741 | 2025-04-10 | ลงทุนหุ้นสุขภาพทั่วโลก โดยเน้นสร้างพอร์ตอย่างสมดุลเพื่อโอกาสโตในระยะยาว         |  |
| K-GHEALTH                | KASSET    | ★★★★        | (3.4)                 | (5.9)  | (14.3) | (12.5) | (7.1)  | 3.3   | 9.9042  | 2025-04-10 | ลงทุนหุ้นสุขภาพทั่วโลก โดยผสมผสานหุ้นที่เน้นหุ้นใหญ่ที่มีแนวโน้มโตยั่งยืน       |  |
| K-US500X-A(A)            | KASSET    | ★★★★★       | (11.0)                | (9.9)  | (9.4)  | (0.5)  | 3.3    | -     | 11.4171 | 2025-04-10 | ลงทุนหุ้นสหรัฐฯแบบ Passive อิง S&P500                                           |  |
| KKP EWUS500-UH           | KKPAM     | -           | (8.4)                 | (8.8)  | -      | -      | -      | -     | 8.5043  | 2025-04-10 | ลงทุนหุ้นสหรัฐฯแบบ Passive อิงS&P 500 Equal Weight                              |  |
| SCBCHEQA                 | SCBAM     | ★★★★        | (3.2)                 | 2.3    | (13.3) | (0.5)  | (12.7) | (8.2) | 5.7027  | 2025-04-10 | ลงทุนหุ้นจีนทั้งที่อยู่ใน-นอกประเทศ, กองทุนมีความยืดหยุ่นในการลงทุนสูง          |  |
| SCBASHARES(A)            | SCBAM     | ★★          | (5.0)                 | 0.1    | (9.4)  | 2.8    | (14.6) | -     | 5.0337  | 2025-04-10 | ลงทุนหุ้นจีน A-Shares โดยไม่เอียงไปยังบริษัทขนาดรองที่มีศักยภาพเติบโตสูง        |  |
| KT-CHINA-A               | KTAM      | ★★★★        | 0.6                   | 6.1    | (7.3)  | 8.3    | (8.3)  | (4.0) | 8.2929  | 2025-04-10 | ลงทุนหุ้นจีน โดยแสวงหาโอกาสทั้งธุรกิจที่เป็น new economy และธุรกิจดั้งเดิม      |  |
| ES-INDAE                 | ES        | ★★★★★       | (14.7)                | (13.9) | (18.8) | (7.1)  | 0.2    | 14.7  | 14.0693 | 2025-04-09 | ลงทุนหุ้นอินเดีย โดยเฟ้นหากิจการคุณภาพดีที่อยู่ในธุรกิจที่กำลังเติบโต           |  |
| KF-HJAPAND               | KSAM      | ★★★★        | (7.5)                 | (6.1)  | (4.1)  | 4.2    | 10.2   | 12.0  | 8.9463  | 2025-04-10 | เลือกหุ้นญี่ปุ่นโดยยึดติดกับดัชนีชีวิต คัดเฉพาะที่มีศักยภาพเติบโตในระยะยาว      |  |
| PRINCIPAL VNEQ-A         | PRINCIPAL | ★★★★★       | (11.7)                | (9.1)  | (12.6) | (15.1) | (7.8)  | 11.6  | 11.6353 | 2025-04-11 | เน้นลงทุนหุ้นเวียดนามโดยตรง ที่พื้นฐาน -โมเมนตัมแข็งแกร่ง, valuation น่าสนใจ    |  |
| กองทุนประเภทอื่น ๆ       |           |             |                       |        |        |        |        |       |         |            |                                                                                 |  |
| K-PROPI-A(D)             | KASSET    | ★★★★★       | (5.0)                 | (4.4)  | (10.8) | (3.3)  | (4.8)  | (0.6) | 7.8615  | 2025-04-11 | เน้นลงทุนใน REIT เอเชียแปซิฟิก ที่คุณภาพดี สถานะการเงินแข็งแกร่ง มีโอกาสโต      |  |
| ES-PROPINFRAFLEX         | ES        | ★★★★★       | (6.2)                 | (5.3)  | (8.8)  | (0.1)  | (4.4)  | (3.3) | 7.4943  | 2025-04-11 | เน้นลงทุน REIT และ Infra Fund ในประเทศ                                          |  |
| K-GOLD-A(A)              | KASSET    | -           | 20.8                  | 18.1   | 19.3   | 30.7   | 12.9   | -     | 17.9735 | 2025-04-11 | ลงทุนทอง SPDR Gold ETF, ป้องกันความเสี่ยง FX เกือบทั้งหมด                       |  |

แผนจัดสรรการลงทุน ZEAL 4 แผน สำหรับนักลงทุนที่ลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็นหลัก



| Sustain                                                                                                             | Quality                                                                                                         | Dynamic                                                                                                             | Target                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>แผนจัดสรรการลงทุน Sustain เน้นบริษัทมีธุรกิจมั่นคง และจ่ายผลตอบแทนปันผลได้สม่ำเสมอ ให้ผลตอบแทน -5.6% ใน 1Q25</p> | <p>แผนจัดสรรการลงทุน Quality เน้นบริษัทมีธุรกิจมั่นคง กำไรเติบโตดีในทุกสถานการณ์ ให้ผลตอบแทน -15.5% ใน 1Q25</p> | <p>แผนจัดสรรการลงทุน Dynamic เน้นปรับพอร์ตรวดเร็วตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีเรื่องรวมบวก ให้ผลตอบแทน -18.0% ใน 1Q25</p> | <p>แผนจัดสรรการลงทุน Target เน้นลงทุนหุ้นรายตัว ที่มีเรื่องราวการเติบโต แบบ Bottom-Up ให้ผลตอบแทน -14.6% ใน 1Q25</p> |

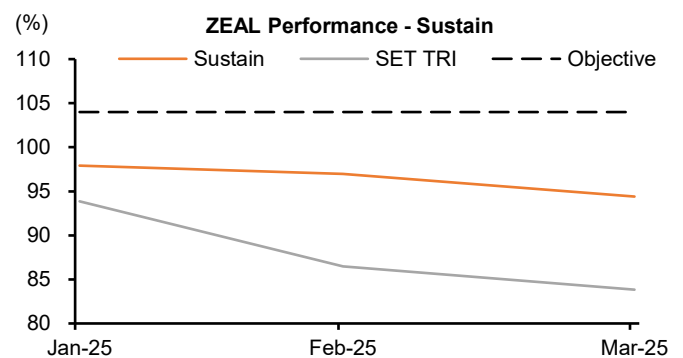
\*ณ.วันที่ 31 มีนาคม 2025

## Sustain

| Portfolio Return | 1 Month | 3 Month | YTD    |
|------------------|---------|---------|--------|
| Sustain          | -2.7%   | -5.6%   | -5.6%  |
| SET TRI          | -3.1%   | -16.2%  | -16.2% |

| Relative Return to SET | 1 Month | 3 Month | YTD   |
|------------------------|---------|---------|-------|
| Sustain                | 0.4%    | 10.6%   | 10.6% |

| Portfolio Weight (%) |     |
|----------------------|-----|
| Equity (%)           | 73% |
| Cash (%)             | 27% |

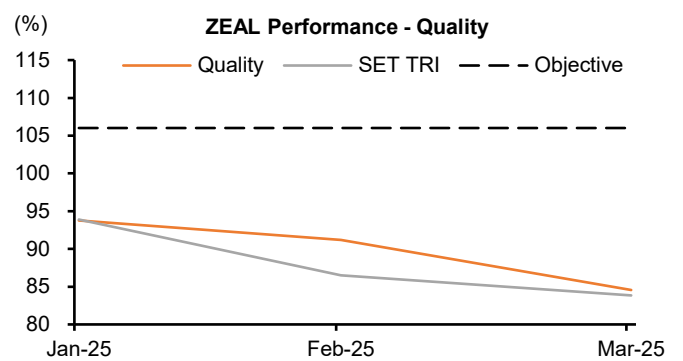


## Quality

| Portfolio Return | 1 Month | 3 Month | YTD    |
|------------------|---------|---------|--------|
| Quality          | -7.3%   | -15.5%  | -15.5% |
| SET TRI          | -3.1%   | -16.2%  | -16.2% |

| Relative Return to SET | 1 Month | 3 Month | YTD  |
|------------------------|---------|---------|------|
| Quality                | -4.2%   | 0.7%    | 0.7% |

| Portfolio Weight (%) |     |
|----------------------|-----|
| Equity (%)           | 82% |
| Cash (%)             | 18% |

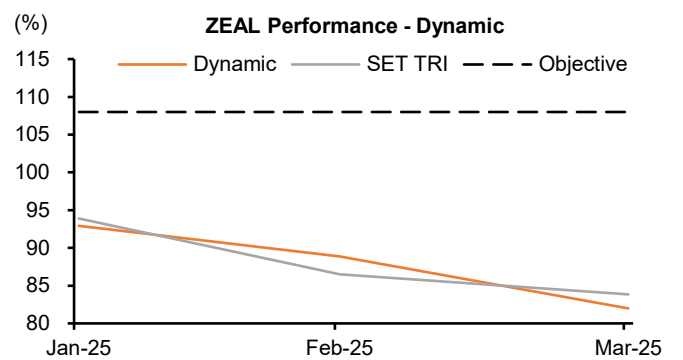


## Dynamic

| Portfolio Return | 1 Month | 3 Month | YTD    |
|------------------|---------|---------|--------|
| Dynamic          | -7.8%   | -18.0%  | -18.0% |
| SET TRI          | -3.1%   | -16.2%  | -16.2% |

| Relative Return to SET | 1 Month | 3 Month | YTD   |
|------------------------|---------|---------|-------|
| Dynamic                | -4.2%   | -1.9%   | -1.9% |

| Portfolio Weight (%) |     |
|----------------------|-----|
| Equity (%)           | 77% |
| Cash (%)             | 23% |

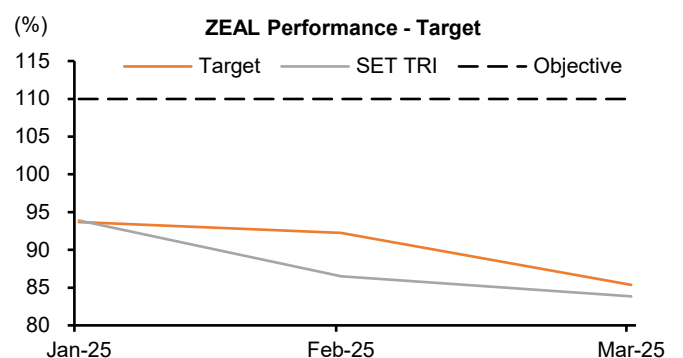


## Target

| Portfolio Return | 1 Month | 3 Month | YTD    |
|------------------|---------|---------|--------|
| Target           | -7.5%   | -14.6%  | -14.6% |
| SET TRI          | -3.1%   | -16.2%  | -16.2% |

| Relative Return to SET | 1 Month | 3 Month | YTD  |
|------------------------|---------|---------|------|
| Target                 | -4.4%   | 1.5%    | 1.5% |

| Portfolio Weight (%) |     |
|----------------------|-----|
| Equity (%)           | 68% |
| Cash (%)             | 32% |



รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

## Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

## Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำทวีตราหของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลีส์ซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำทวีตราหของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีส์ซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำทวีตราหของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำทวีตราหของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำทวีตราหของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำทวีตราหของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

สำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุน ZEAL  
และ/หรือ สนใจใช้บริการซื้อขายกองทุน  
สามารถดูข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่  
<https://info.thanachartsec.com/zeal>  
หรือ ติดต่อ Call Center ที่ 02-779-9000

# Meet our top quality research team...

## Thanachart Research Team

### Head of Research

พิมพ์พภา นิจารุณ, CFA

Email: pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Head of Product

อดิศักดิ์ พุฒิพัฒน์ศรีกุล

Email: adisak.phu@thanachartsec.co.th

ภัทรวัลลี หวังมีงามาศ

Email: pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Email: wichanan.tam@thanachartsec.co.th

สิทธินะฐ รุ่งศรีคมพัฒน์

Email: sittichet.run@thanachartsec.co.th

เกลิงศักดิ์ ฤทธิชัยไพศาล

Email: thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

นสิกรณ คลังเปรมจิตต์, CISA

Email: nariporn.kla@thanachartsec.co.th

### Sector Analysts

ณัฐกพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Email: nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

พัทธดนย์ บุณนาค

Email: pattadol.bun@thanachartsec.co.th

พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์

Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Email: rata.lim@thanachartsec.co.th

สรันดา ศรทรง

Email: sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

ศิริพร อรุโณทัย

Email: siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ลาภินี กิพยมณฑล

Email: lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Thanachart Research

Tel: 02-779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

