

WHAT HAVE YOU MISSED QUARTERLY INVESTMENT STRATEGY FUND HIGHLIGHT

QUARTERLY MARKET INSIGHT

มุมมองการลงทุน ประจำไตรมาส 4/2023

Q4 / 2023



Quarterly Update 4Q 2023

October 2023 by XAM Investment research and Strategy

เศรษฐกิจสหรัฐยังแกร่ง **สถิติไตรมาส 4 คือความหวัง** ท่ามกลาง ความเสี่ยงที่กดดัน

เข้าสู่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2023 ท่ามกลางการปรับตัวลงของตลาดหุ้นทั่วโลก การปรับตัวเพิ่มขึ้นของหุ้นอินเดียและญี่ปุ่น การขึ้นดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องของ FED และการใช้ดอกเบี้ยสูงยาวนานเพื่อกดดันเงินเฟ้อระยะยาวลง สะท้อนจากรายงาน Dot-plot ที่คาดการณ์ว่าดอกเบี้ยสหรัฐฯ จะยืนอยู่สูงกว่า 5% ไปนานกว่า 1 ปีต่อจากนี้ ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่า กดดัน Valuation ของหุ้นเติบโต (Growth Stock) และหุ้นเทคโนโลยีขนาดกลาง/ขนาดเล็กที่อัตราการทำกำไรยังไม่ชัดเจน รวมทั้งกระแสเงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นเกิดใหม่ (EM)

ตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ และตลาดแรงงานยังคงประกาศตัวเลขที่ดีอย่างต่อเนื่อง ล่าสุดตัวเลข GDP สหรัฐฯ ไตรมาส 3 เติบโตสูงถึง 4.9% เทียบกับไตรมาสที่แล้ว ทำให้ความน่าจะเป็นที่จะหลีกเลี่ยงสถานการณ์ Higher for Longer หรือภาวะที่ดอกเบี้ยคงตัวสูงต่อเนื่องยาวนานเป็นไปได้ยาก และการลดดอกเบี้ยจะล่าช้าออกไป ผนวกกับสงครามที่เกิดขึ้นอย่างฉับพลันในตะวันออกกลางที่ยังไม่มีทีท่าว่าจะจบลงง่ายๆ หลังจากชาติมหาอำนาจเสริมกำลังทหารเข้ามามากขึ้น ส่งผลให้ราคาน้ำมัน ทองคำและสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวขึ้น กดดันเงินเฟ้อที่ก่อนหน้านี้กำลังปรับตัวลง กลับมาเร่งตัวสูงขึ้น

XSpring AM มองว่าหุ้นโลกมี Valuation ที่น่าดึงดูดมากขึ้นและคาดการณ์ว่าผลตอบแทนคาดหวังของหุ้นโลกจะสูงกว่าปกติในระยะ 1-3 เดือนข้างหน้า **หุ้นขนาดใหญ่ที่มีกระแสเงินสดและงบการเงินที่แข็งแกร่ง รวมทั้งสินทรัพย์ทางเลือก เช่น สินทรัพย์นอกตลาด** น่าจะตัวเลือกการลงทุนที่ดี

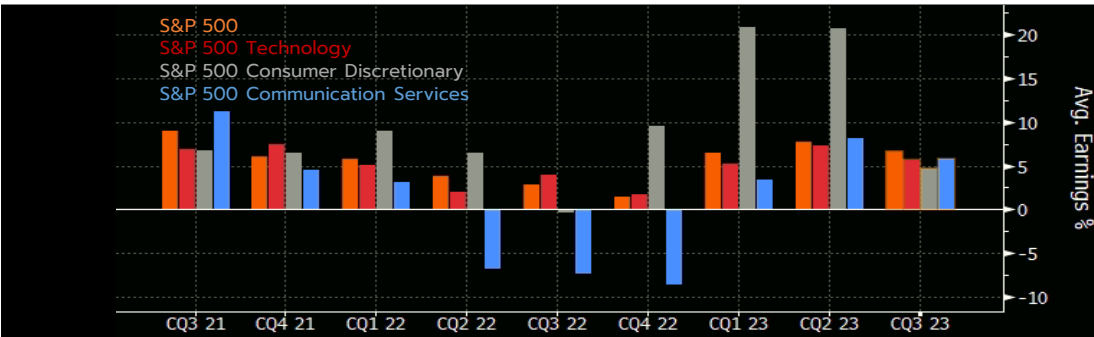
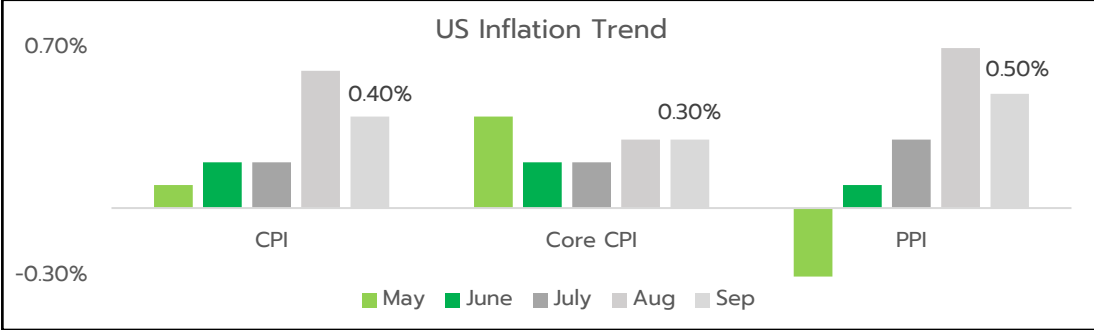




US Outlook

*Bloomberg Consensus Next 12 Months Upside

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังแข็งแกร่ง แนวโน้มกำไรสุทธิบริษัทจดทะเบียนดีกว่าคาดการณ์ S&P 500 Upside* 15%



Economy

- ตลาดการจ้างงานยังคงค่อนข้างแข็งแกร่ง เงินเพื่อค่อยๆปรับตัวลดลง แม้เงินเพื่อฝังต้นทุนยังตึงตัว แต่เงินเพื่อฝังความต้องการซื้อ (Demand) เห็นทิศทางที่ดีขึ้น ส่วนเงินเพื่อจากค่าเช่าอสังหาริมทรัพย์ยังตึงตัวแต่ดูดีขึ้น Zillow Rental Price ซึ่งเป็น Leading Indicator ของค่าเช่าเริ่มชะลอตัวลง ซึ่งลดแรงกดดันเงินเฟ้อในอนาคตลง เป็นปัจจัยให้ FED ลดความเข้มงวดนโยบายการเงิน
- คาดการณ์การปรับลดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2024 ของ Q4 2023 น้อยกว่าคาดการณ์ไตรมาส Q3 2023 (จากคาดว่ามีโอกาสลดดอกเบี้ยมากกว่า 1% มาที่ 0.5-0.75%)

Earnings Momentum

- S&P 500 กำไรสุทธิต่อหุ้นออกมาดีกว่าคาดเป็นส่วนใหญ่ใน Q3 2023 โดยกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth Stock) ทั้ง Tech, Consumer Discretionary และ Communication Services ยังออกมาดีกว่าคาด
- Magnificent 7 ทั้ง Microsoft, Alphabet, Amazon และ Netflix กำไรออกมาดี มีเพียง Tesla ที่กำไรต่ำกว่าคาดจากปรับลดราคาเพื่อแข่งขันกับค่ายรถจากจีน แต่ตลาดไม่ได้ตอบรับเชิงบวกต่อกำไรเท่าที่ควร
- CITI Earnings สะท้อนตลาดเริ่มปรับลดความคาดหวังกำไรต่อหุ้นในหลายไตรมาสข้างหน้า

Valuation & Index EPS

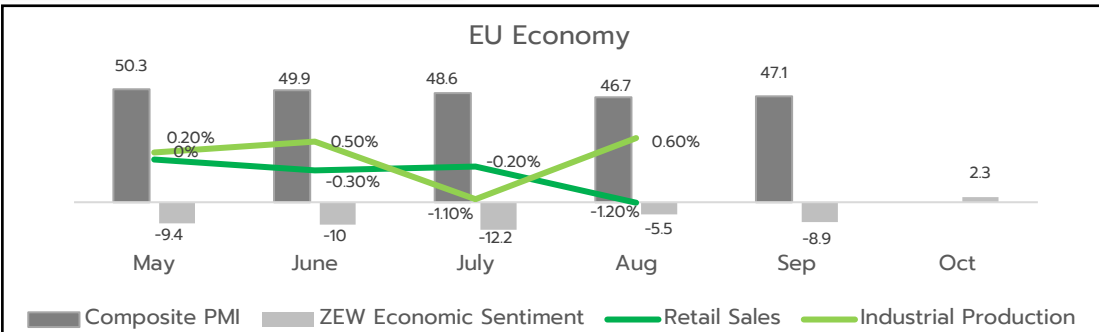
- Forward PE S&P 500 อยู่ที่ 19x ซึ่งถือเป็น Valuation ที่สมเหตุสมผลบนสถานการณ์ปัจจุบันที่ความเสี่ยง Hard-Landing ยังต่ำมากในระยะ 3-6 เดือนข้างหน้า
- Multiple Contraction หรือ ตลาดเทรตกันที่ PE ต่ำลง สาเหตุหลักจากการที่ Real Rates ปรับสูงขึ้นต่อเนื่องในปี 2023 ทำให้หุ้นน่าสนใจน้อยลงโดยเปรียบเทียบกับสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ
- Bloomberg Estimated Earnings Per Share ของดัชนี S&P 500 อยู่ที่ 216



EU Outlook

*Bloomberg Consensus Next 12 Months Upside

เศรษฐกิจอ่อนแอสุดโดยเปรียบเทียบกับกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (DM) STOXX 600 Upside* 17%

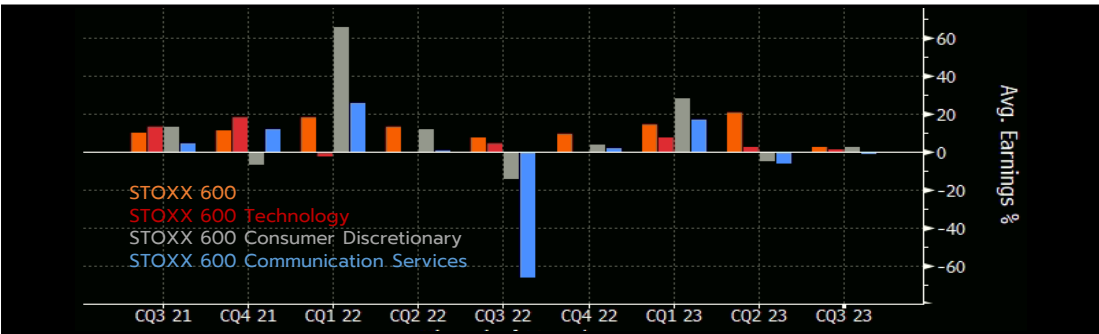


Economy

- ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ PMI รวม (ทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ) ของยุโรป ยังอยู่ในโซนหดตัว
- ประเทศเศรษฐกิจอันดับ 1 ในยุโรปอย่างเยอรมนี เศรษฐกิจชะลอตัวลงชัดเจน จากแรงกดดันเงินเฟ้อที่สูง แม้จะดีขึ้นกว่าสถานการณ์หลายไตรมาสก่อน แต่ก็ยังได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อฝั่งต้นทุนที่สูงโดยเปรียบเทียบกับประเทศที่มีความมั่นคงทางพลังงานมากกว่าอย่างฝรั่งเศส
- ดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมดีขึ้น ณ ข้อมูลล่าสุด ในทางตรงกันข้ามยอดค้าปลีกอยู่ในทิศทางชะลอตัวลง ซึ่งรวมถึงตัวเลขภาคการท่องเที่ยวยุโรปที่ชะลอตัวลงในช่วง Low Season
- ZEW Economic Sentiment สะท้อนโมเมนตัมเศรษฐกิจที่เริ่มดีขึ้นบ้าง ในเดือน ต.ค. 23

Earnings Momentum

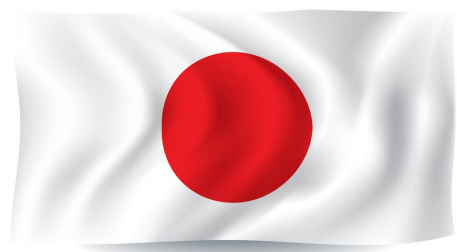
- กำไรสุทธิต่อหุ้น STOXX 600 ออกมาใกล้เคียงกับที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ โดยยังคาดหวังว่าอัตรากำไรต่อหุ้นมีแนวโน้มที่ดีขึ้นในระยะถัดไป
- หุ้น Large-Cap ยุโรปอย่างหุ้น LVMH และ Kering (Luxury Brand) กำไร Q3 2023 ออกมาต่ำกว่าคาดการณ์



Valuation & Index EPS

- Forward PE STOXX 600 อยู่ที่ 12x ถูกกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาว 10 ปีราว -1.5 S.D. ซึ่งสาเหตุที่ตลาดยังไม่ให้ Multiple สูงกว่านี้เพราะโมเมนตัมเศรษฐกิจและกำไรสุทธิต่อหุ้นของหุ้นยุโรปยังคงดูแย่กว่าโดยเปรียบเทียบกับสหรัฐและญี่ปุ่น
- Bloomberg Estimated Earnings Per Share ของดัชนี STOXX 600 อยู่ที่ 35.6

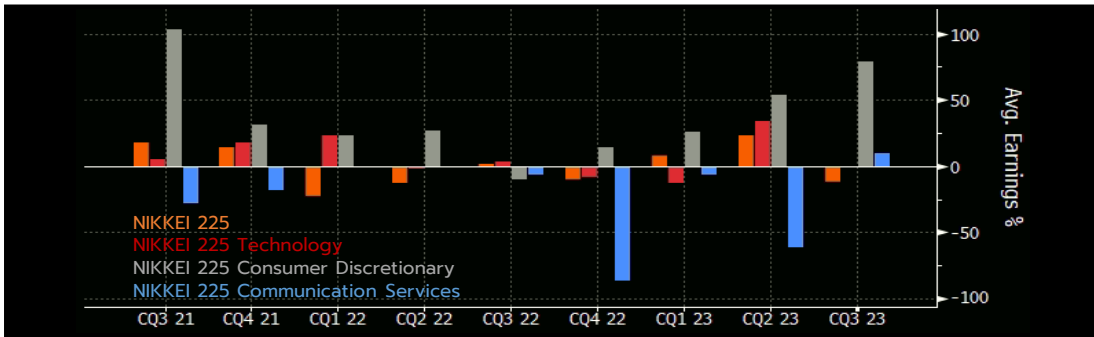
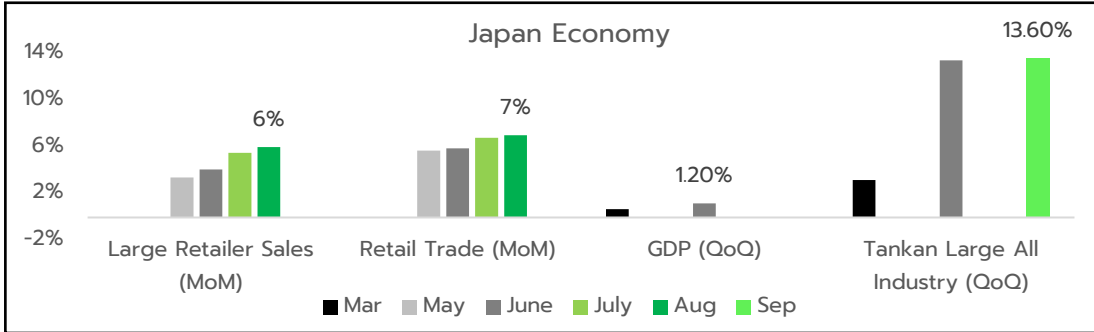




JAPAN Outlook

*Bloomberg Consensus Next 12 Months Upside

เศรษฐกิจยังแข็งแกร่ง ค่าเงินเยนอ่อนค่าเทียบดอลลาร์ คาด BOJ จะปรับขึ้นดอกเบี้ยขึ้นใน 3-6 เดือนข้างหน้า
NIKKEI 225 Upside* 11%



Economy

- โหมเงินเต็มเศรษฐกิจญี่ปุ่นยังดี เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศพัฒนาแล้วอย่างยุโรป แต่การเติบโตของเศรษฐกิจอาจไม่ได้แข็งแกร่งเท่าสหรัฐฯ
- ยอดค้าปลีกและภาคบริการดูดีขึ้น สถานการณ์การเงินเพื่อที่เกิดขึ้นส่งผลกระทบต่อเชิงลบบ้าง จากการที่ค่าใช้จ่ายแพงขึ้นเร็วกว่าการปรับตัวขึ้นของค่าจ้างค่าแรง แต่ช่วยทำให้กับดักเงินฝืดในเศรษฐกิจญี่ปุ่นที่เป็นปัญหามานานเบาบางลง
- มาตรการอุดหนุนจากรัฐบาลญี่ปุ่นคาดว่าจะยกระดับความสามารถในการแข่งขันในอุตสาหกรรม Semiconductor และอุตสาหกรรมขั้นสูงอีกหลายประเภท

Earnings Momentum

- กำไรต่อหุ้นยังประกาศออกมาเป็นส่วนน้อย เท่าที่ประกาศออกมากลุ่มหุ้นเติบโตยัง Outperform ตลาด
- บริษัทแม่ของ Uniqlo กำไรต่อหุ้นสูงกว่าที่นักวิเคราะห์คาดไว้มาก

Valuation & Index EPS

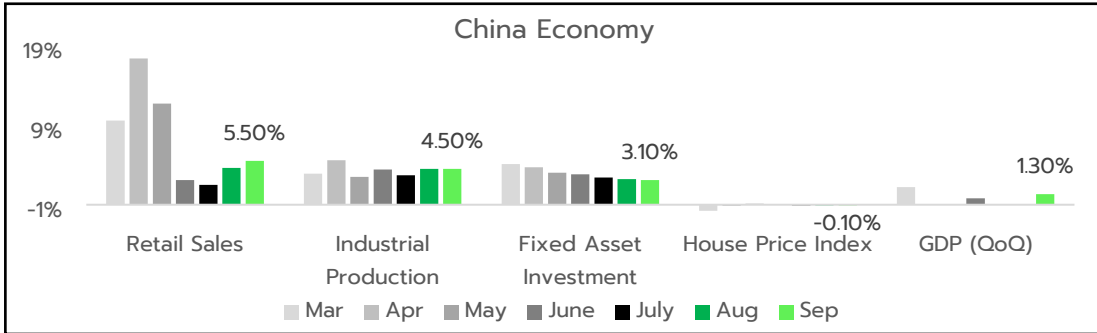
- Forward PE Nikkei 225 อยู่ที่ 20x Valuation แพงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวเล็กน้อย
- หุ้นญี่ปุ่นได้รับอานิสงส์จากความน่าสนใจโดยเปรียบเทียบกับยุโรปในแง่โหมเงินเต็มเศรษฐกิจที่ดีกว่า ความเสี่ยงโดยรวมต่ำกว่า ส่วนเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ หุ้นญี่ปุ่นยังมีปัจจัยหนุนจาก Real Rates ที่ยังติดลบ ทำให้นักลงทุน Search For Return รวมถึงยังมีกระแสเงินทุนไหลออกจากจีนมาลงทุนหุ้นญี่ปุ่น (น่าสนใจโดยเปรียบเทียบในกลุ่ม APAC)
- Bloomberg Estimated Earnings Per Share ของดัชนี Nikkei 225 อยู่ที่ 1,519



CHINA Outlook

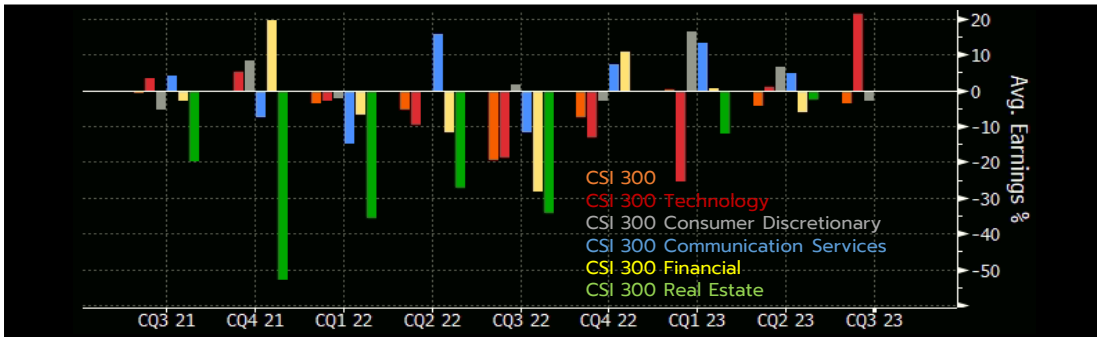
*Bloomberg Consensus Next 12 Months Upside

เศรษฐกิจชะลอตัวลงในช่วงต้น Q2 ถึง Q3 แต่เริ่มเห็นทิศทางที่ดีขึ้นในระยะสั้นในเดือน ก.ย. – ต.ค. 2023
CSI 300 Upside* 27%



Economy

- ยอดค้าปลีกจีนดีขึ้นตั้งแต่ เดือน สิงหาคม 2023 เช่นเดียวกับ ดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ดีขึ้นเช่นกัน
- การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรยังคงหดตัว ซึ่งสาเหตุหลักจากปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์จีน
- ราคาบ้านในจีนยังหดตัวเทียบรายเดือน ในหลายเดือนที่ผ่านมา
- ประเด็นใหญ่เศรษฐกิจจีน คือ ทางการเงินต้องทำให้ Demand และ Supply ในภาคอสังหาฯเงินสมดุลงมากขึ้น ด้วยการสนับสนุนเศรษฐกิจให้ฟื้นตัว ฟื้นฟูความเชื่อมั่นผู้บริโภค ในขณะเดียวกัน Supply อสังหาฯ ที่ออกมาใหม่จะค่อยๆลดลง และมีการดูดซับ Supply เก่าออกไป รวมถึงปรับโครงสร้างหนี้ภาคเอกชน ซึ่งคาดว่าจะต้องใช้เวลาอีกอย่างน้อย 1.5-3 ปี



Earnings Momentum

- กำไรต่อหุ้นยังประกาศออกมาเป็นส่วนน้อย เท่าที่ประกาศออกมากลุ่ม Growth ยัง Outperform ตลาด
- กำไรสุทธิต่อหุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เท่าที่ประกาศ ออกมาต่ำกว่าคาด

Valuation & Index EPS

- Forward PE CSI 300 อยู่ที่ 11x ถูกสุดเมื่อเทียบ YTD 2023 จากการ Priced-In สถานการณ์ที่เศรษฐกิจฟื้นตัวน้อยกว่าคาดตั้งแต่ช่วง Q2 2023
- Fund-Outflow จากหุ้นกลุ่มตลาดเกิดใหม่จากการที่เศรษฐกิจสหรัฐฯแข็งแกร่งกว่าเศรษฐกิจโลกอย่างโดดเด่น ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนสหรัฐฯแรงตัว ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯแข็งค่าเป็นปัจจัยกดดันหุ้นจีน
- นักลงทุนต่างชาติ Underweight หุ้นจีนมากขึ้นจากความไม่แน่นอนของโครงสร้างเศรษฐกิจในระยะยาวและการจัดการปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์และหนี้ภาคเอกชน
- Bloomberg Estimated Earnings Per Share ของดัชนี CSI 300 อยู่ที่ 302

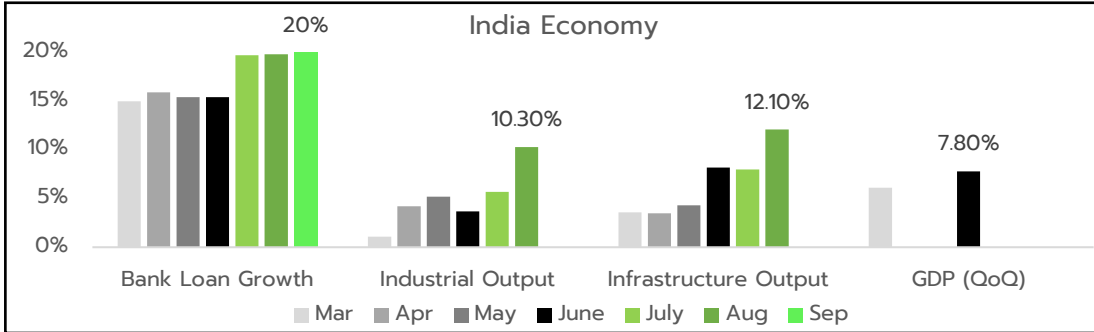




INDIA Outlook

*Bloomberg Consensus Next 12 Months Upside

โมเมนต์เศรษฐกิจแข็งแกร่งที่สุดโดยเปรียบเทียบกับประเทศตลาดเกิดใหม่ (EM) มี Catalyst เชิงบวกจาก Geopolitics Risk หนุนนำ NIFTY 50 Upside* 14%

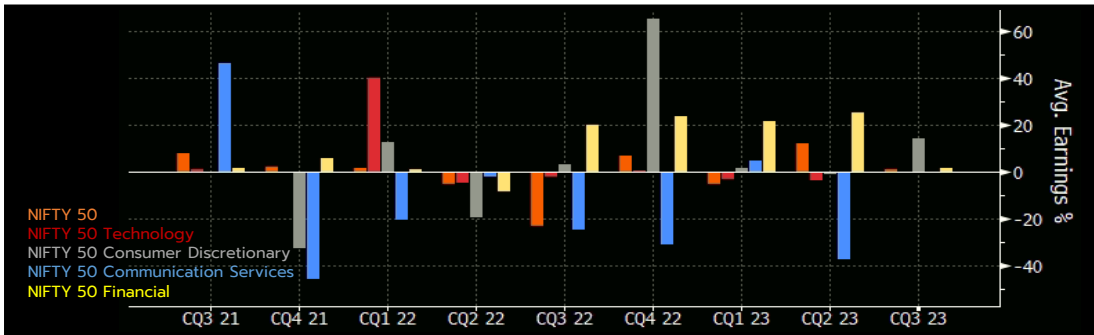


Economy

- โมเมนต์เศรษฐกิจขยายตัวแข็งแกร่งในทุกภาคส่วน มีเพียงการบริโภคในประเทศที่ยังอยู่ในระดับปานกลาง
- ได้อานิสงส์จากการกระจายความเสี่ยงออกจากจีน ทำให้บริษัทขนาดใหญ่ขยายการลงทุนทางตรงในอินเดียเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (FDI) และคาดเป็นเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในระยะยาว (Secular Trend)
- ประเด็นราคาน้ำมันแพง ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจเท่าในอดีตเนื่องจากอินเดียสามารถนำเข้าน้ำมันได้จากรัสเซียซึ่งช่วยลดต้นทุนการนำเข้าได้บางส่วน ช่วยจำกัดผลกระทบเชิงลบได้

Earnings Momentum

- กำไรต่อหุ้นยังประกาศออกมาเป็นส่วนน้อย เท่าที่ประกาศออกมากลุ่ม Growth ยังดีกว่าตลาด
- หุ้นกลุ่มธนาคาร ค้าปลีก และพลังงาน ซึ่งเป็นหุ้นกลุ่ม Value และ Defensive ในประเทศพัฒนาแล้ว (DM) เป็นหุ้นเติบโต (Growth) สำหรับอินเดีย เป็นโอกาสสำหรับกองทุน Alpha Fund ที่ทำการ Selective-Buy ในหุ้นกลุ่มดังกล่าว



Valuation & Index EPS

- Forward PE NIFTY 50 อยู่ที่ 21x ซึ่งสาเหตุที่ตลาดให้ Valuation หุ้นอินเดียที่ระดับสูงกว่า 20x เนื่องจากเป็นตลาดที่มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรต่อหุ้นในระยะยาวที่ค่อนข้างสูง
- Fund-Outflow ที่ออกจากหุ้นตลาดเกิดใหม่ในช่วงที่ผ่านมากระทบหุ้นอินเดียเล็กน้อย เนื่องจากอินเดียยังเป็น Top-Pick ของ Global Fund Manager ทั่วโลก ซึ่งการถูก Overweight ทำให้ Drawdown ขาลงหุ้นอินเดียต่ำกว่าหุ้นประเทศอื่นในหุ้นตลาดเกิดใหม่โดยเฉพาะในช่วง Q3 2023
- Bloomberg Estimated Earnings Per Share ของดัชนี NIFTY 50 อยู่ที่ 915

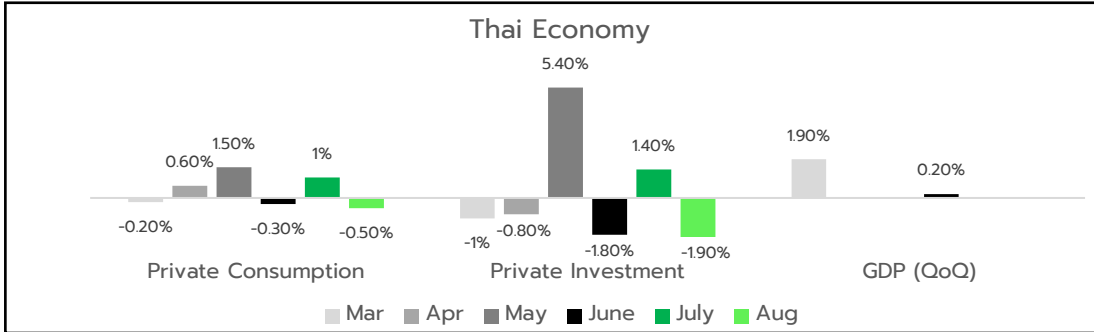




THAI Outlook

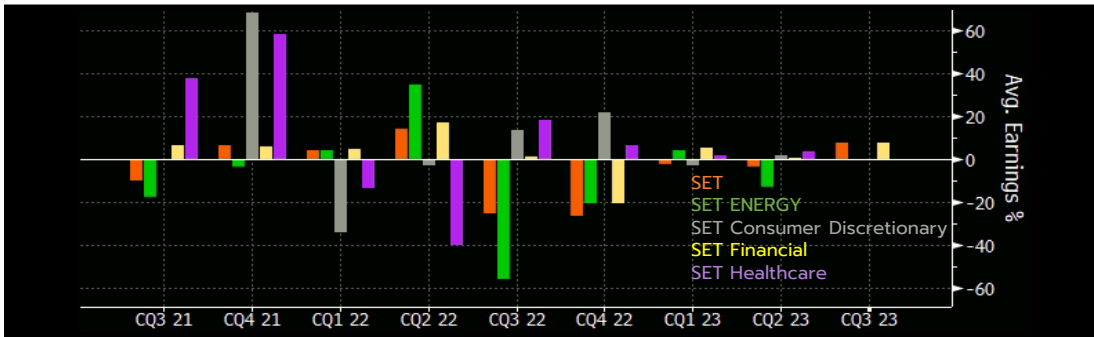
*Bloomberg Consensus Next 12 Months Upside

GDP Q2 2023 ต่ำกว่าคาด จากเศรษฐกิจที่ยังอ่อนแอในหลายภาคส่วน Earnings Momentum ถูก Revised Down แรงกว่า Peers SET Index Upside* 10%



Economy

- ภาคการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนของไทยยังคงอ่อนแอ ตัวเลข GDP Q2 2023 ต่ำกว่าคาดอย่างมีนัยยะสำคัญ ในขณะที่ Household Debt to GDP (หนี้ครัวเรือน) ยังอยู่ในโซนสูง
- ยังมีความไม่แน่นอนเรื่องการออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งผลเสีย คือ เพิ่มสัดส่วนหนี้ภาครัฐต่อ GDP เล็กน้อย แต่คาดว่าจะสนับสนุนโมเมนตัมเศรษฐกิจในอีกสองไตรมาสข้างหน้า
- แบงก์ชาติขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายมาที่ 2.5% ซึ่งเป็นการขึ้นแบบรวมผลกระทบของการกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าเข้าไป โดยทาง XSpring AM คาดว่าแบงก์ชาติจะคงอัตราดอกเบี้ยที่อัตราดังกล่าวในอีก 6-12 เดือนข้างหน้า



Earnings Momentum

- กำไรหุ้นกลุ่มการเงินการธนาคารออกมาดี
- หุ้นบัตรเครดิต AEONts และ KTC กำไรต่อหุ้นดีกว่าคาด จากการควบคุมต้นทุนและสัดส่วนหนี้เสียได้ดี
- BBL กำไรต่อหุ้นออกมาดีกว่าคาด มองธุรกิจขนาดใหญ่ซึ่งเป็นฐานลูกค้าหลักยังแข็งแกร่ง ด้าน KKP Underperformed จากส่วนของรถยนต์มือสองที่เป็นรถยนต์น้ำมันราคาปรับตัวลงแรง หุ้น TISCO กำไรออกมาดี โดยมีการระมัดระวังการปล่อยสินเชื่อตลอดหลายไตรมาสก่อนหน้า



Valuation & Index EPS

- Forward PE SET Index อยู่ที่ 16x
- Fund-Outflow ที่ออกจากหุ้นกลุ่ม EM ในช่วงที่ผ่านมากระทบหุ้นไทยมากกว่าหลายประเทศใน ASEAN จาก Valuation หุ้นไทยที่สูงกว่า Peers โดยที่แนวโน้มการเติบโตต่ำกว่า Peers ทำให้หุ้นไทยถูก Underweight โดย Global Fund Manager
- Bloomberg Estimated Earnings Per Share ของดัชนี SET อยู่ที่ 88


Quarterly Update

Analysis	US	EU	JP	China	India	Thai
Total Points	7/10	5.5/10	6.5/10	6.5/10	7/10	5/10
Short-term Trend (2-4 Weeks)	Sideway-Up	Sideway	Sideway-Up	Sideway	Sideway-Up	Sideway
Mid-term Opportunity (3-6 Months)	● ● ● ● ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ● ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○
Bloomberg 12 Months Upside	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ● ●	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○
Long-Term Outlook	● ● ● ● ○	● ● ○ ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ● ●	● ● ○ ○ ○
Economics Outlook	● ● ● ● ○	● ● ○ ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ○ ○ ○	● ● ● ● ○	● ● ● ○ ○
Specific Risk	Slightly Low	Slightly High	Slightly Low	High	Slightly Low	Slightly High
Valuation (Forward PE)	● ● ● ○ ○	● ● ● ● ●	● ● ● ○ ○	● ● ● ● ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○
Earnings Momentum	● ● ● ● ○	● ● ○ ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○	● ● ● ○ ○


XSPRING
Asset Management

THANK YOU

 W W W . XSPRINGAM . C O M

 + 66 (0) 2-030-3730

 customercare@xspringam.com

 XSpringam

 @XSpringam

