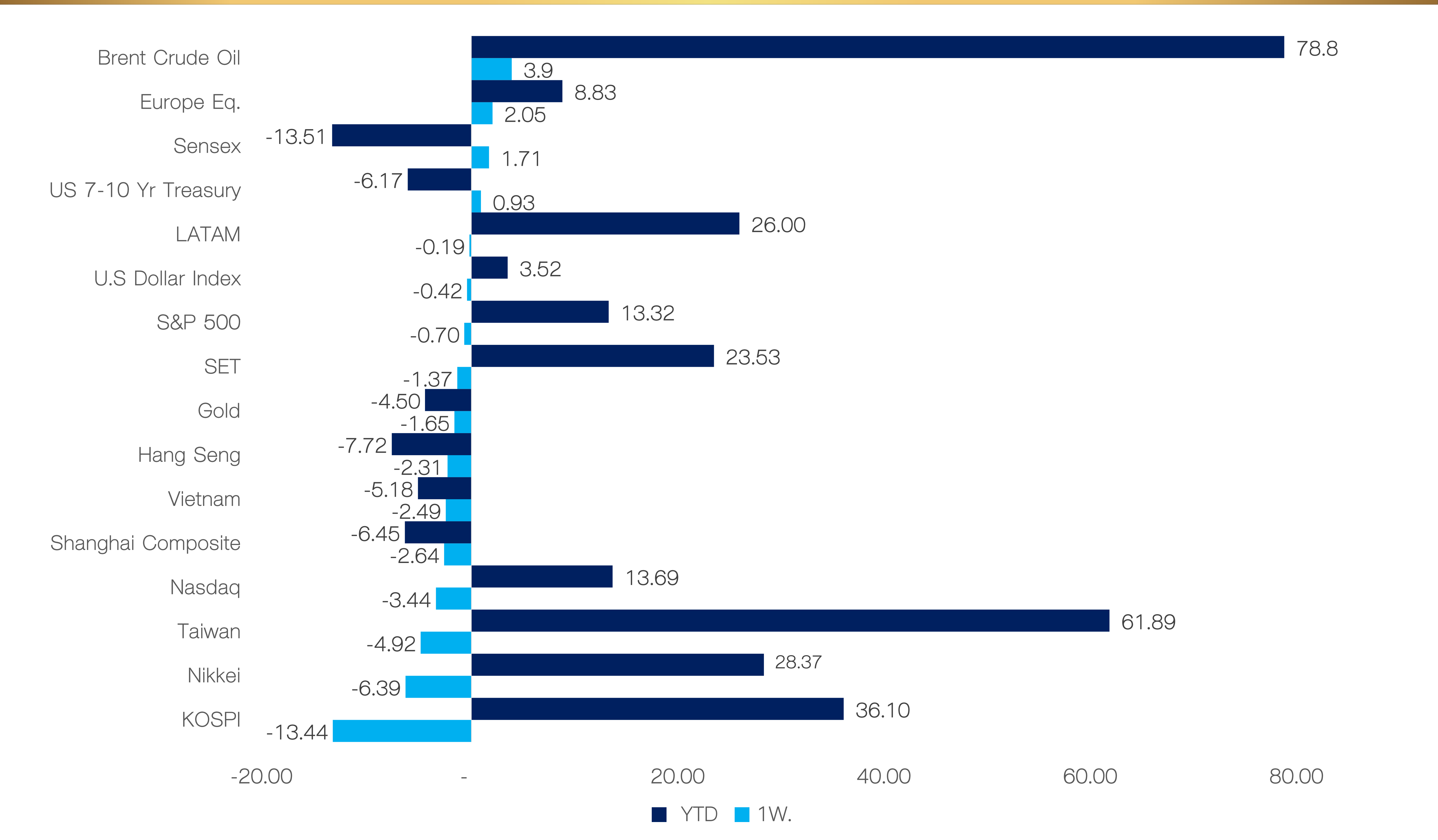




CREDIT HORIZON

- Bond Price Adjustment to Restore Market Equilibrium เมื่อยีลด์พันธบัตรขึ้นสู่ระดับสูง คำถามสำคัญเริ่มเปลี่ยนจาก “จะขึ้นต่อแค่ไหน” เป็น “ผลตอบแทนสูงพอชดเชยความเสี่ยงหรือยัง” กระแสเงินที่กลับเข้าสู่พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐและแรงซื้อในการประมูลพันธบัตรญี่ปุ่น สะท้อนว่านักลงทุนสถาบันเริ่มเห็นโอกาสมากขึ้น แรงกดดันต่อยีลด์มาจากทั้งเงินเฟ้อ ดอกเบี้ยที่สูงขึ้น อุปทานพันธบัตรจำนวนมาก และการลดงบดุลของ Fed แต่ยีลด์ที่สูงขึ้นก็ทำให้ภาวะการเงินตึงตัวเอง และอาจลดความจำเป็นในการขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติมในระยะถัดไปเมื่อ starting yield อยู่แถว 5-6% รายได้ดอกเบี้ยหรือ carry เริ่มช่วยรองรับความผันผวนของราคาพันธบัตรได้มากขึ้น ขณะเดียวกัน term premium ที่สูงขึ้น สะท้อนว่าความเสี่ยงด้านการคลังและอุปทานจำนวนหนึ่งได้ถูกสะท้อนในราคาแล้ว ตลาดยังแยกชัดระหว่าง duration risk กับ credit risk โดยพันธบัตรและหุ้นกู้คุณภาพสูงดูน่าสนใจกว่าหนี้เครดิตต่ำ เมื่อพันธบัตรรัฐบาลให้ผลตอบแทนมากกว่า 5% นักลงทุนจึงไม่จำเป็นต้องไล่หายีลด์ด้วยการรับความเสี่ยงเครดิตมากเหมือนเดิม กลยุทธ์จึงไม่ใช่การรอจุดสูงสุดของยีลด์ แต่เป็นการทยอยสะสมพันธบัตรอายุไม่เกิน 10 ปีและเน้นหุ้นกู้คุณภาพสูงเพื่อสร้างสมดุลใหม่ให้พอร์ต
- หุ้นกลุ่ม Defense & Aerospace ปรับฐานแรงตั้งแต่เดือนสิงหาคม P/E ลดลงใกล้ค่าเฉลี่ยในอดีต และงบดุลยังแข็งแกร่ง แต่ LH Bank Advisory มองว่ายังเร็วเกินไปที่จะเข้าซื้อ ด้วยเหตุผลสามประการ ประการแรก backlog ของทั้งสองกลุ่มสูงเป็นประวัติการณ์ แต่ติดกำลังการผลิต ทั้งการขาดเครื่องยนต์ของ Airbus และงบกำไรสุทธิของ Boeing ที่ใช้ไม่หมด จึงไม่ได้เร่งการเติบโตของกำไร ประการที่สอง งบกำไรสุทธิปี 2027 เพิ่มขึ้นจริง แต่เปราะบางจากปัญหาการคลังและการเมืองในยุโรป การเบิกจ่ายที่ล่าช้า และงบชั่วคราวของสหรัฐฯ ประการที่สาม ราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้นเริ่มกดดัน RPK ซึ่งกระทบธุรกิจหลังการขายอันเป็นแหล่งกำไรหลักของผู้ผลิตเครื่องยนต์ ขณะเดียวกันคุณภาพกำไรเริ่มอ่อนลง เพราะสัดส่วนเครื่องยนต์ใหม่ที่กำไรต่ำเพิ่มขึ้น และกระแสเงินสดไม่โตตามกำไร เมื่อรวมกับ valuation ที่ยังสูงกว่าตลาดราว 50% และ FCF yield เพียงราว 1.9% จึงแนะนำ Sell on Rally



Source : Bloomberg, LH Bank Advisory, as of 21 October 2026

DATE	COUNTRIES	MAJOR EVENTS	CONSENSUS	PREVIOUS
26-Oct-26	Germany	German Business Expectations (Oct)		90.4
27-Oct-26	US	Durable Goods Orders (MoM) (Sep)		-0.1%
28-Oct-26	Thailand	Interest Rate Decision		1.00%
	US	Retail Inventories Ex Auto (Sep)		0.0%
29-Oct-26	US	Fed Interest Rate Decision		4.00%
	UK	BoE Interest Rate Decision		3.75%
	EU	Deposit Facility Rate (Oct)		2.5%
		ECB Interest Rate Decision (Oct)		2.65%
30-Oct-26	Japan	BoJ Interest Rate Decision		1.25%

Bond Price Adjustment to Restore Market Equilibrium

เมื่อยีลด์พันธบัตรปรับขึ้นมาอยู่ในระดับสูง คำถามของนักลงทุนก็เริ่มเปลี่ยนไป ไม่ใช่ว่า “ยีลด์จะขึ้นต่ออีกแค่ไหน” แต่เป็น “ผลตอบแทนที่ได้รับระหว่างรอ สูงพอที่จะชดเชยความเสี่ยงจากการเข้าผิดจังหวะหรือยัง” และดูเหมือนเงินลงทุนเริ่มตอบคำถามนี้แล้วเช่นกัน เมื่อกองทุนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐมีเงินไหลเข้าสู่สุทธิในไตรมาส 3 สูงเป็นประวัติการณ์ ขณะที่การประมูลพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นระยะยาวก็ได้รับความต้องการในระดับสูง สะท้อนว่านักลงทุนสถาบันเริ่มมองระดับยีลด์ปัจจุบันเป็น “จุดเริ่มต้นของโอกาส” มากกว่าจะเป็นเพียงสัญญาณเตือนว่าราคาพันธบัตรยังมีโอกาสปรับลงต่อ

สิ่งที่ดันยีลด์ขึ้นมาถึงจุดนี้ไม่ใช่ปัจจัยเดียว แต่เป็นแรงกดดันจากหลายด้านที่เกิดขึ้นพร้อมกัน ทั้งเงินเฟ้อจากพลังงานที่เริ่มส่งผ่านไปสู่อุปสงค์ การกลับมาขึ้นดอกเบี้ยของ Fed และอุปทานพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นจากการขาดดุลงบประมาณในระดับสูง ขณะเดียวกัน Fed ยังเดินหน้าลดขนาดงบดุลผ่าน QT ทำให้ผู้ซื้อรายใหญ่ในอดีตถอยออกจากตลาด ในฝั่งภาคเอกชนบริษัทที่ลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน AI ก็ออกหุ้นกู้จำนวนมาก ส่งผลให้เงินทุนในตลาดต้องรองรับทั้งหนี้ภาครัฐและภาคเอกชนพร้อมกัน นักลงทุนจึงเรียกร้อง “ค่าชดเชยในการถือพันธบัตรระยะยาว” หรือ term premium สูงขึ้น

อย่างไรก็ตาม การปรับขึ้นของยีลด์ไม่ได้มีแต่ด้านลบ เพราะยังยีลด์สูง ภาวะการเงินก็ยิ่งตึงตัวขึ้นเอง และอาจลดความจำเป็นที่ธนาคารกลางต้องดำเนินนโยบายเข้มงวดมากขึ้นในระยะถัดไป นี่คือการแตกต่างสำคัญจากช่วงต้นวัฏจักรขึ้นดอกเบี้ย ซึ่งตอนนั้นยีลด์ยังต่ำและรายได้ดอกเบี้ยแทบไม่ช่วยรองรับการขาดทุนจากราคาพันธบัตร แต่เมื่อ starting yield ขยับขึ้นมาแถว 5–6% รายได้จากการถือครองหรือ carry เริ่มมีน้ำหนักมากขึ้น โดยหุ้นกู้ Investment Grade บางกลุ่มให้ยีลด์มากกว่า 6% ขณะที่ยีลด์พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ เมื่อเทียบกับคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวราว 2.35% ยังให้ผลตอบแทนที่แท้จริงเกือบ 3% ซึ่งน่าสนใจในเชิงประวัติศาสตร์ นอกจากนี้ term premium ของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอายุ 10 ปีตามแบบจำลองของ New York Fed ขึ้นมาอยู่ราว 0.98% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2014 สะท้อนว่าความเสี่ยงด้านการคลังและอุปทานถูกสะท้อนในราคาไปมากแล้ว ขณะเดียวกัน เงินเฟ้อ PCE ที่ต่ำกว่าคาดและภาวะการเงินที่ตึงตัวขึ้นจากยีลด์สูง ก็ช่วยลดความคาดหวังต่อการขึ้นดอกเบี้ยเพิ่มเติม ที่สำคัญ แรงซื้อเริ่มกลับมาเมื่อยีลด์อยู่ในระดับน่าสนใจ โดยการประมูลพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอายุ 10 ปีที่ยีลด์ 5.30% มี bid-to-cover 2.77 เท่าเทียบกับค่าเฉลี่ยราว 2.5 เท่า และนักลงทุนกลุ่ม indirect รับซื้อไปกว่า 80% ขณะที่การประมูลพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 30 ปีก็ยังมีค่าเสนอซื้อเกือบ 4 เท่าของวงเงิน ภาพเหล่านี้สะท้อนว่า แม้ตลาดยังมีโอกาสผันผวน แต่ระดับราคาปัจจุบันเริ่มดึงดูดนักลงทุนสถาบันกลับเข้ามารองรับมากขึ้น

ยีลด์สูงไม่ได้หมายความว่าพันธบัตรทุกประเภทน่าลงทุนเท่ากัน สิ่งที่ตลาดกำลังสะท้อนชัดเจนคือความแตกต่างระหว่าง “duration risk” กับ “credit risk” แม้ยีลด์พันธบัตรรัฐบาลจะขึ้นแรง แต่ credit spread ของหุ้นกู้ Investment Grade ยังไม่ได้กว้างขึ้นมากนักสะท้อนว่าตลาดยังเชื่อว่าบริษัทคุณภาพดีมีความสามารถในการชำระหนี้ ขณะที่แรงกดดันกลับกระจุยอยู่ในกลุ่มเรตติ้งต่ำ โดยเฉพาะ CCC ซึ่ง spread กว้างขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ภาพนี้สะท้อน structural shift สำคัญของตลาดตราสารหนี้ เพราะเมื่อพันธบัตรรัฐบาลสามารถให้ผลตอบแทนได้มากกว่า 5% นักลงทุนไม่จำเป็นต้อง “ไล่หายีลด์” ด้วยการรับ credit risk มากเหมือนในยุคดอกเบี้ยต่ำ ทุกส่วนเพิ่มของผลตอบแทนที่ได้จากหุ้นกู้คุณภาพต่ำจึงต้องถูกตั้งคำถามว่าเพียงพอหรือไม่เมื่อเทียบกับความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะบริษัทที่ต้องพึ่งพาการกู้ยืมอย่างต่อเนื่องเพื่อรองรับการลงทุนขนาดใหญ่

ในมุมมองการลงทุน สิ่งที่น่าสนใจจึงไม่ใช่การเดิมพันว่าดอกเบี้ยจะลดลงเร็ว แต่เป็นการใช้ระดับยีลด์ปัจจุบันเพื่อสร้างสมดุลใหม่ในพอร์ต หาก Fed ต้องขึ้นดอกเบี้ยต่ออีก 1–2 ครั้ง นักลงทุนอาจเผชิญความผันผวนของราคาในระยะสั้น แต่รายได้ดอกเบี้ยจะช่วยรองรับผลกระทบ หากเงินเฟ้อชะลอลงและวงจรขึ้นดอกเบี้ยสิ้นสุด พันธบัตรที่มี duration เหมาะสมก็มีโอกาสสร้าง capital gain และหากเศรษฐกิจชะลอตัวแรงกว่าคาด พันธบัตรรัฐบาลก็อาจกลับมามีบทบาทในการกระจายความเสี่ยงจากสินทรัพย์เสี่ยงได้อีกครั้ง กลยุทธ์ที่เหมาะสมจึงอาจเป็นการทยอยสะสมแทนการรอ “จุดสูงสุดที่สมบูรณ์แบบ” ให้น้ำหนักกับพันธบัตรอายุไม่เกิน 10 ปี และเลือกหุ้นกู้คุณภาพสูงมากกว่าการยึดไปหา ยีลด์ในอันดับเครดิตต่ำ

FIGURE 1

US Credit Spreads

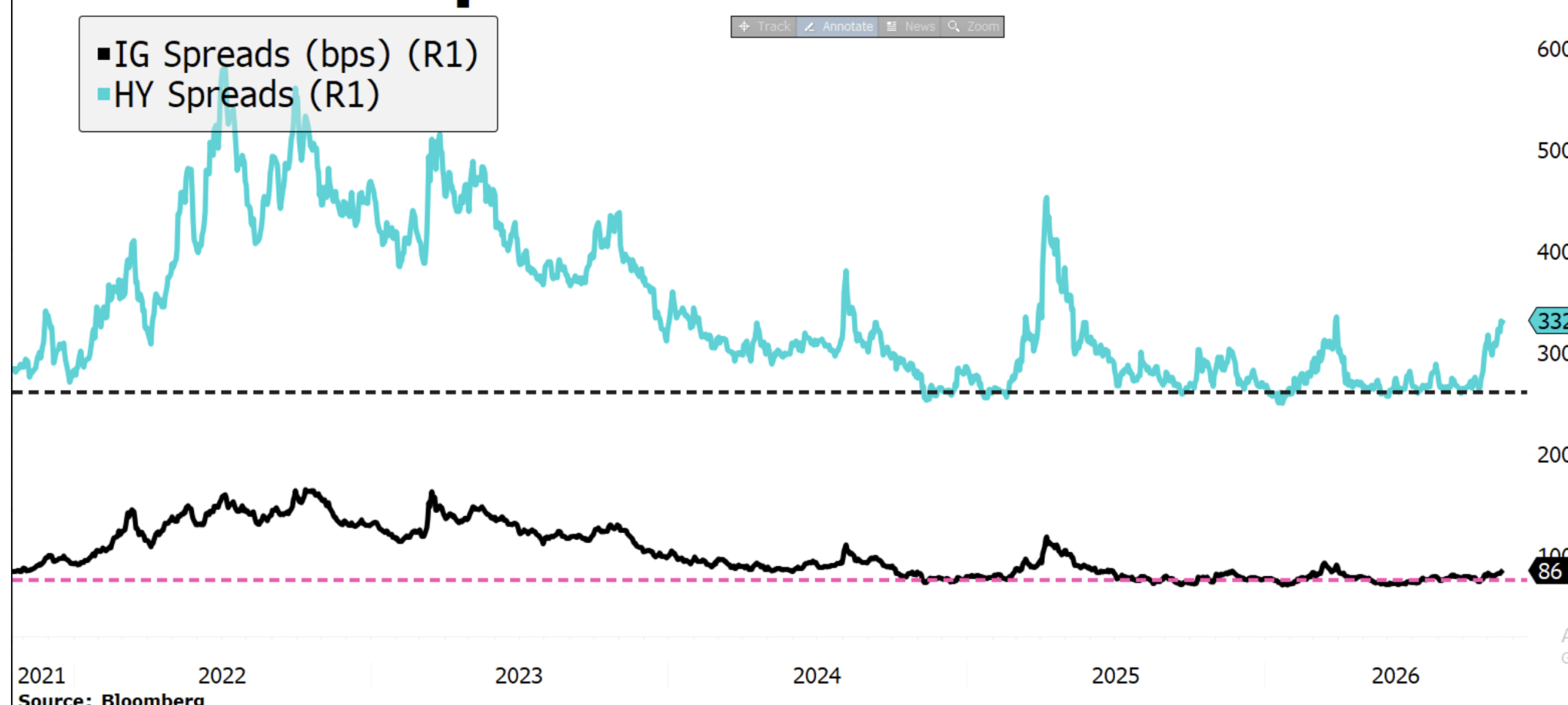


FIGURE 2

ยีลด์พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 10 ปี (1990–2026)

ทุกครั้งที่ยีลด์ทำจุดสูงสุดตั้งแต่ปี 1990 อีก 2 ปีต่อมายีลด์ลดลงเฉลี่ย 1.72%



Not Yet Time to Buy the Dip in Defense & Aerospace

หุ้นกลุ่ม Defense & Aerospace ปรับตัวลงแรงนับตั้งแต่เดือนสิงหาคม หุ้นกลาโหมสหรัฐฯ ลดลงเกือบ 20% จากจุดสูงสุด และเข้าใกล้ภาวะ Bear Market ขณะที่ P/E ย้อนหลังของดัชนี MSCI World Aerospace & Defense ลดลงจากราว 48 เท่าเมื่อสิ้นปี 2025 เหลือราว 32 เท่า และ P/E ปี 2027 อยู่ที่ 26.5 เท่า ใกล้เคียง 8 ปี ปัจจุบันพื้นฐานยังแข็งแกร่ง Net debt/EBITDA คาดว่าจะลดลงจาก 2.1 เท่าเหลือราว 1.1 เท่าในปี 2026 ทำให้กลุ่มนี้รับมือกับดอกเบี้ยสูงได้ดี อย่างไรก็ตาม **LH Bank Advisory มองว่าการเข้าลงทุนในจังหวะนี้ยังเร็วเกินไป** ด้วยปัจจัยดังต่อไปนี้

ประการแรก **backlog สูงเป็นประวัติการณ์ แต่ติดกำลังการผลิต** RTX มี backlog 3.4 แสนล้านดอลลาร์, Lockheed Martin 2.3 แสนล้านดอลลาร์, Rheinmetall 8.05 หมื่นล้านยูโร, และ Airbus มีเครื่องบินค้างส่ง 9,310 ลำ คอขวดอยู่ที่การผลิต Airbus ต้องส่งมอบเกือบเท่าตัวของค่าเฉลี่ยรายเดือนในไตรมาส 4 จึงจะถึงเป้า เพราะยังขาดเครื่องยนต์ ฝั่งกลาโหม เยอรมนีใช้ในปี 2025 ไม่หมด 2.85 พันล้านยูโร เพราะผู้รับเหมาผลิตไม่ทัน backlog ที่โตเร็วกว่ารายได้จึงช่วยให้มองเห็นรายได้ชัดเจน แต่ไม่ได้เร่งการเติบโตของกำไร ขณะที่การลงทุนขยายกำลังการผลิตจะกดดัน Free Cash Flow ไปอีกหลายปี

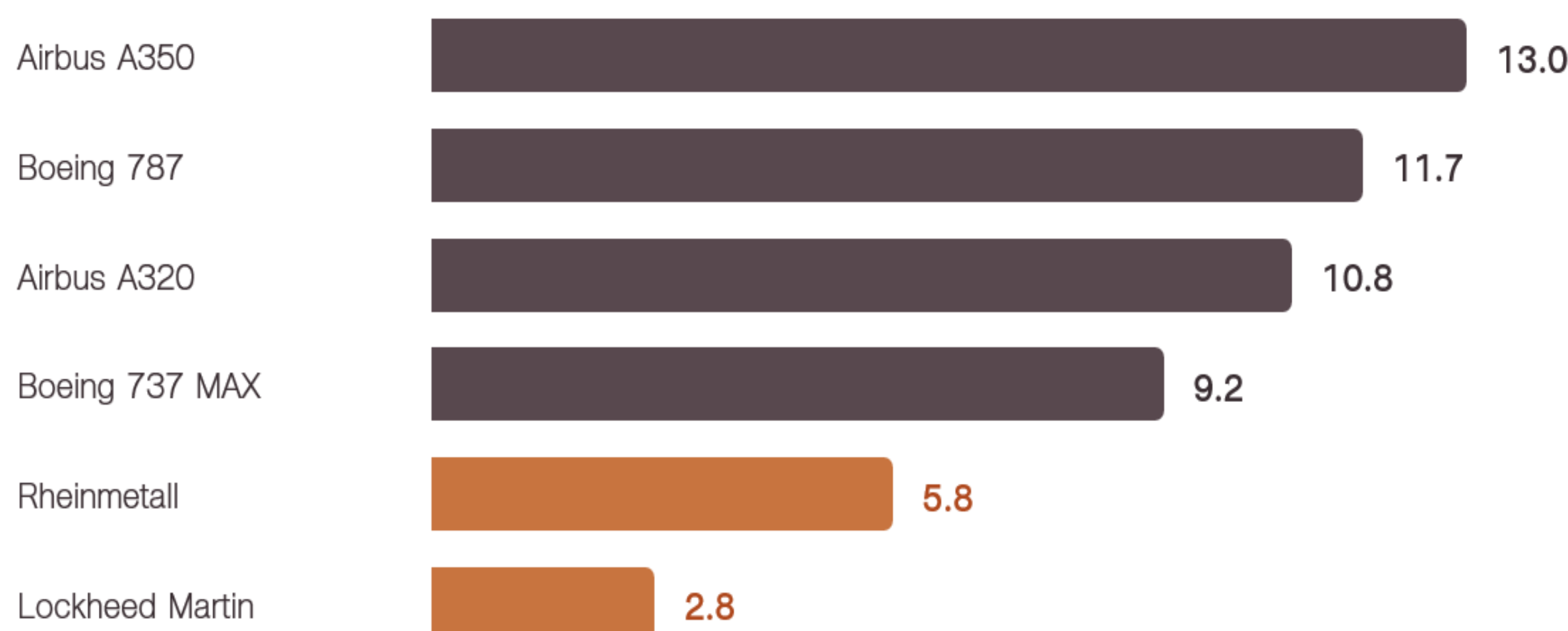
ประการที่สอง **แม้ว่างบกลาโหมปีงบประมาณ 2027 เพิ่มขึ้น** โดยเยอรมนีเพิ่ม 33% และกำลังเข้าสู่การเลือกตั้งประธานาธิบดี และสหราชอาณาจักรพิจารณาเลื่อนแผนเพิ่มงบสู่ 3% ของ GDP แต่การเบิกจ่ายงบประมาณต่ำกว่างบที่ขอมมา โดยเงินกู้ SAFE ของ EU วงเงิน 1.5 แสนล้านยูโรเพิ่งจ่ายจริงเพียง 1.19 หมื่นล้านยูโร โดยความคืบหน้าด้านสันติภาพในยูเครน – รัสเซีย อาจลดความเร่งด่วนของคำสั่งซื้อใหม่ในยุโรป ส่วนสหรัฐฯ ยังใช้งบชั่วคราวที่ 8.4 แสนล้านดอลลาร์ถึง 11 ธ.ค. 2026 เทียบคำขอ 1.5 ล้านล้านดอลลาร์ โดยงบที่เหลือคาดว่าจะมีการพิจารณาแล้วเสร็จในช่วง 2Q27 ซึ่งด้วยอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น และหนี้ที่ก่อใกล้เพดานหนี้ อาจส่งผลให้เกิดความไม่แน่นอนของงบประมาณกลาโหมในอนาคต

ประการที่สาม **ราคาพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้นกดดัน Revenue Passenger Kilometers (RPK)** โดยในระยะสั้น IATA คาดราคาน้ำมันเครื่องบินปีนี้จะเฉลี่ย 152 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล สูงขึ้น 69% ทำให้กำไรสายการบินทั่วโลกลดครึ่งหนึ่ง RPK เดือน มิ.ย. และ ส.ค. ติดลบ 1.7% และ 0.8% ตามลำดับ และ Delta ส่งสัญญาณจำกัดที่นั่งต่อเนื่องในปี 2027 เพราะธุรกิจหลังการขาย ซึ่งเป็นแหล่งกำไรหลักของผู้ผลิตเครื่องยนต์ ผูกกับชั่วโมงบินโดยตรง ในอดีตกำไรกลุ่มนี้โตเร็วกว่า RPK หลายเท่าในขาขึ้น แต่ก็ร่วงแรงกว่า RPK ในขาลงเช่นกัน ทางBloomberg จึงมองว่าความต้องการอะไหล่จะเริ่มถูกทดสอบในปี 2027

เมื่อประกอบกับ valuation ที่ยังไม่ถูก ดัชนี MSCI World Aerospace & Defense ซื้อขายที่ Forward P/E สูงกว่า MSCI World ที่ 23 เท่าราว 50% แม้ P/E ปี 2027 จะลดเหลือ 26.5 เท่า แต่ตัวเลขนี้ต้องอาศัย EPS ที่โตราว 22% ขณะที่ FCF yield อยู่เพียงราว 1.9% ด้วยเหตุนี้กำลังการผลิตที่จำกัด, งบกลาโหมที่เปราะบาง, และธุรกิจหลังการขายที่เสี่ยงชะลอ เราจึงแนะนำ Sell on Rally โดยใช้จังหวะที่ราคาแดงลดน้ำหนักการลงทุน

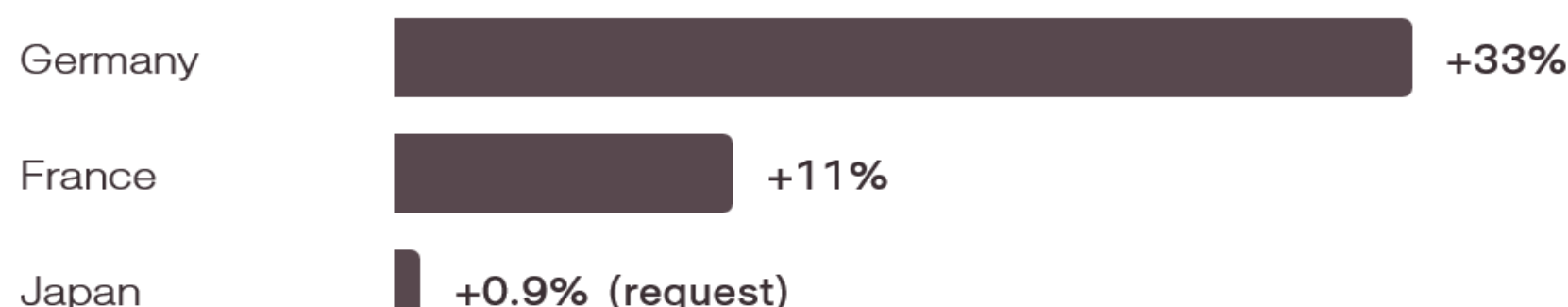
FIGURE 3

Backlog Coverage relative to 2026 Revenue & Production Capacity



2027 budgets are rising, but money flows slowly and politics are fragile

Change in 2027 defense budget vs 2026



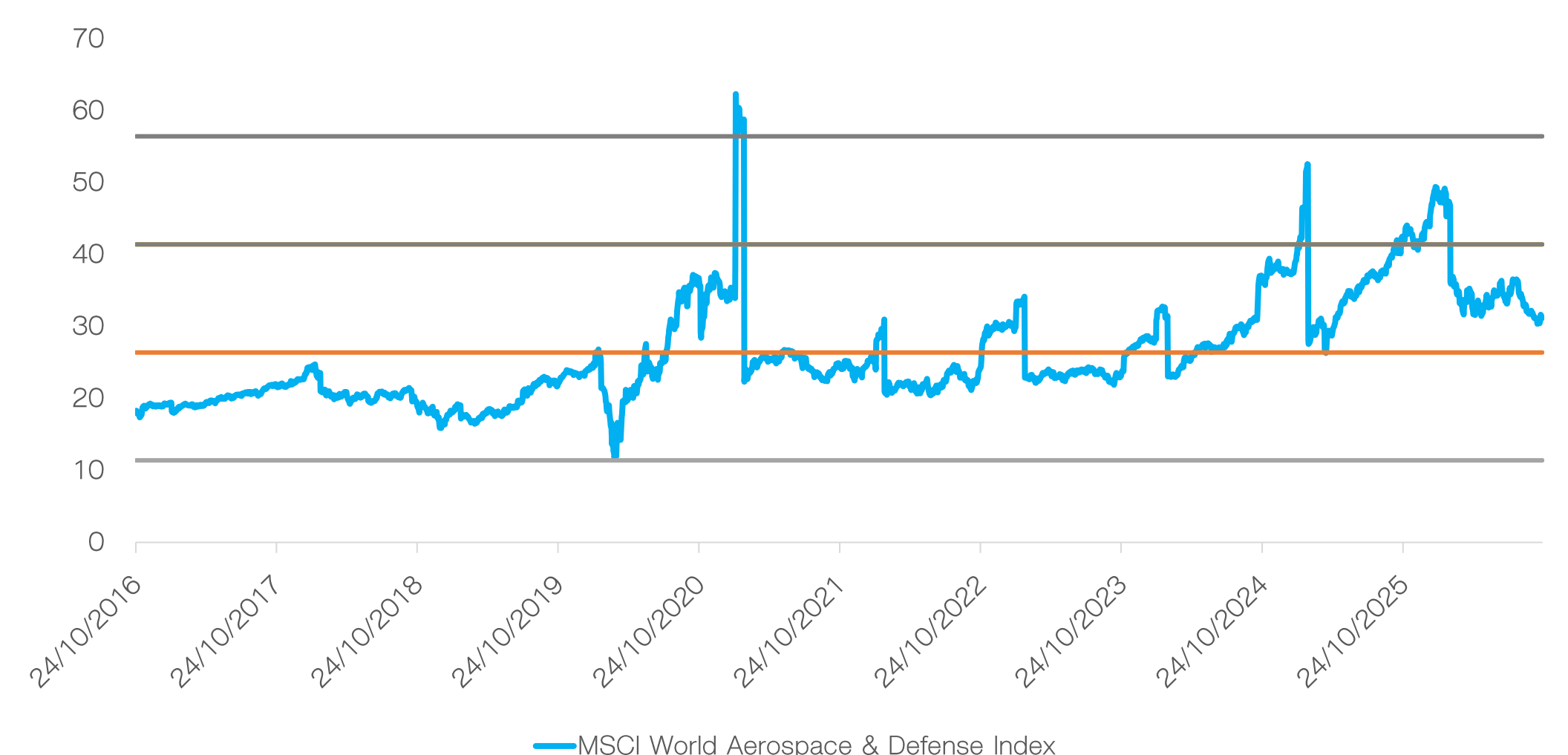
Money actually disbursed or appropriated

EU SAFE: €11.9bn paid out of €150bn (8%)

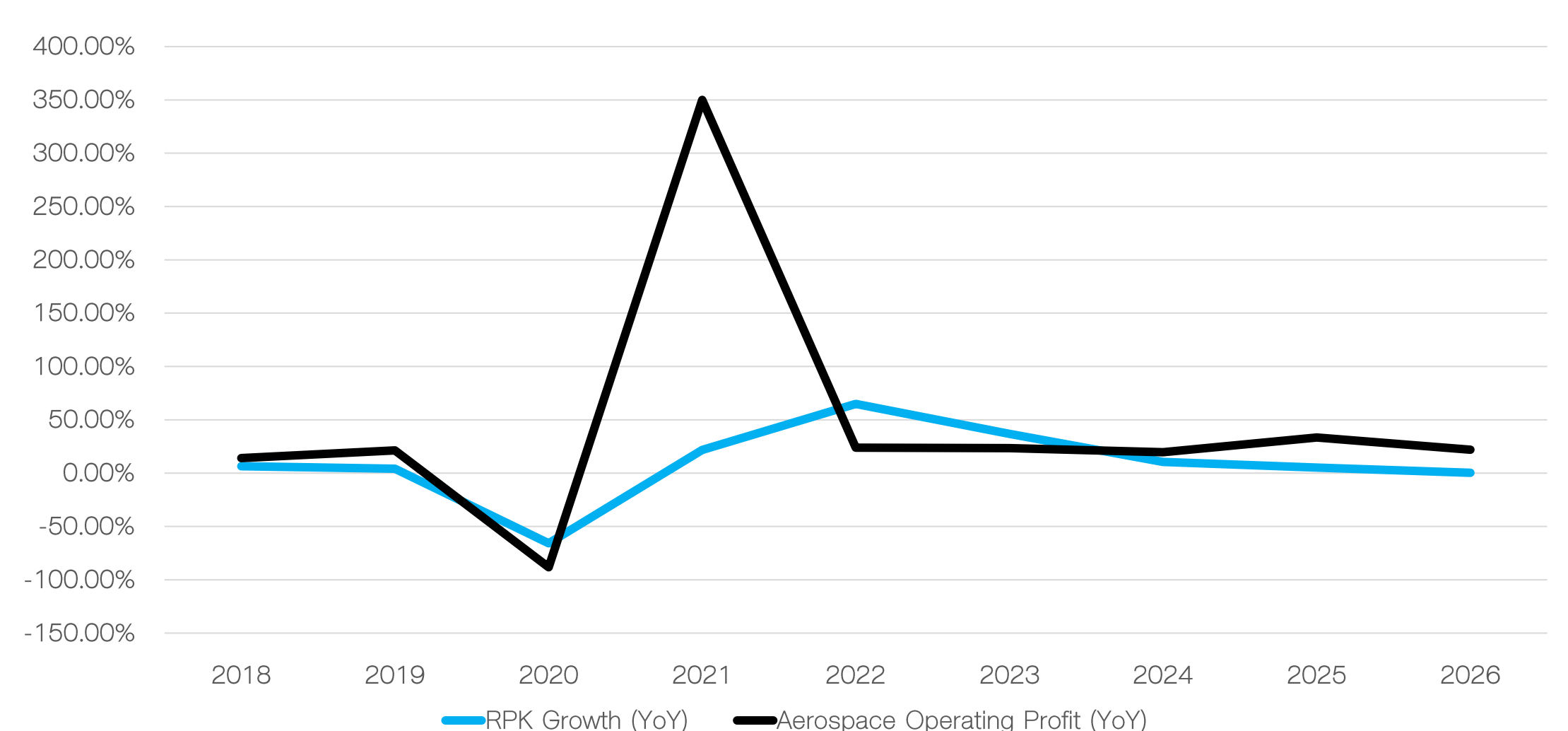
US stopgap \$838.5bn vs \$1.5tn request (56%)

FIGURE 4

Forward P/E of MSCI World Aerospace & Defense Index



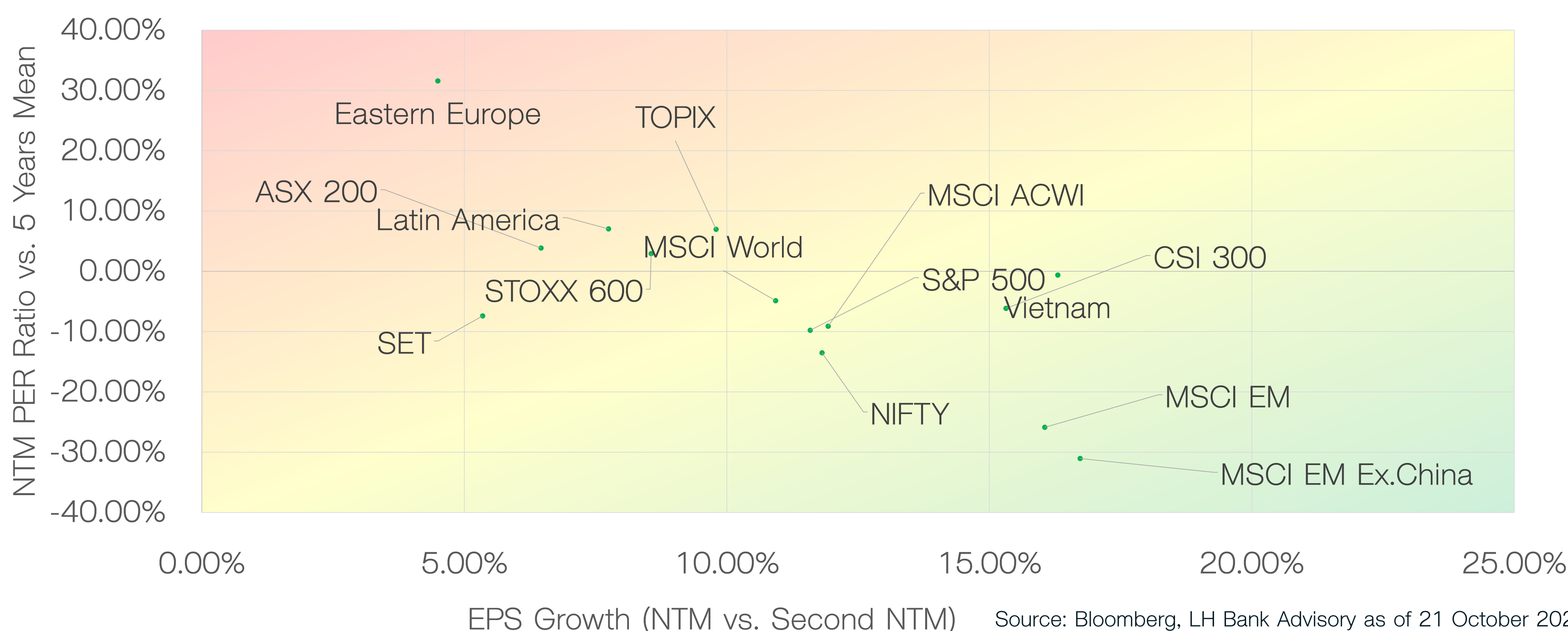
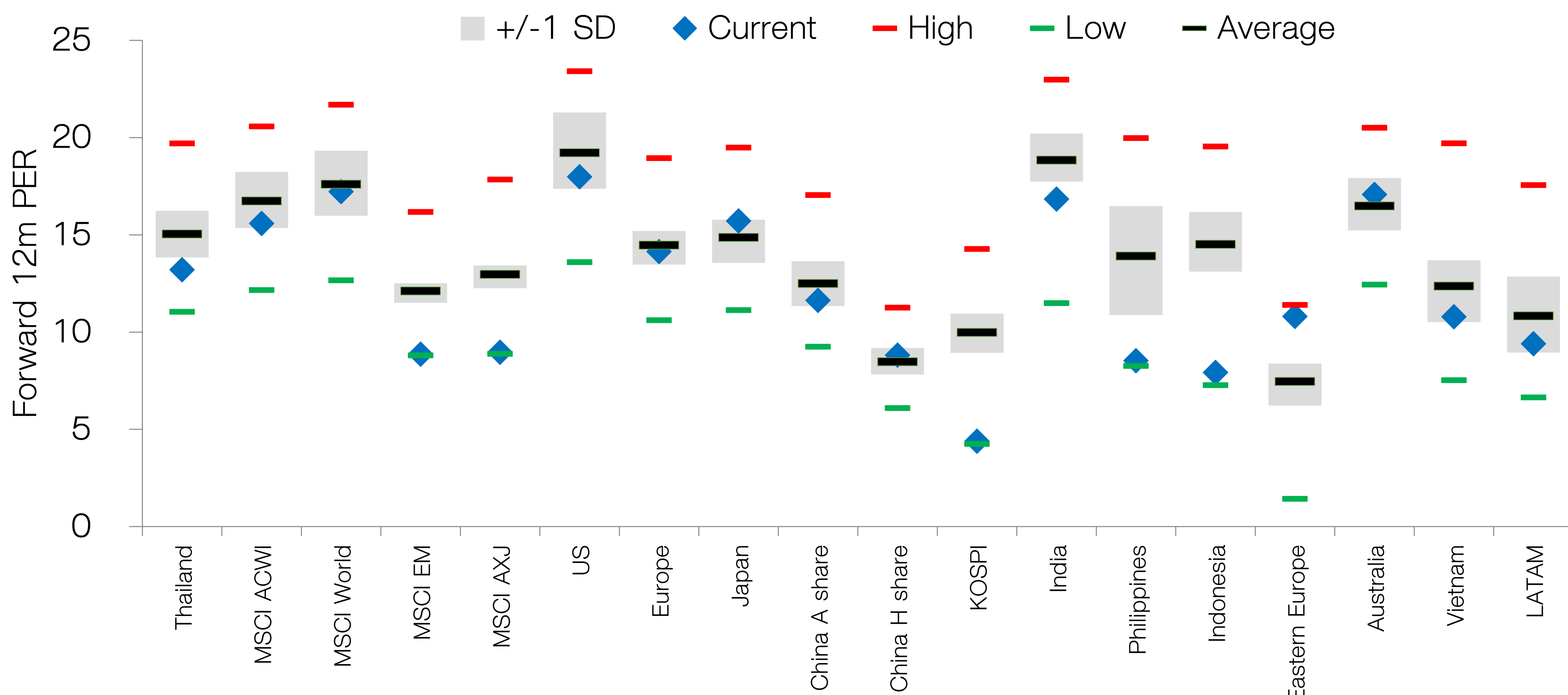
Air Traffic and Aerospace Earnings Growth (YoY)



ARCH LUMPINI WEEKLY REPORT

MARKET EVENT AND VALUATION

LH BANK
A member of CTBC BANK
ADVISORY



ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

- การลงทุนมีความเสี่ยง “ผู้ลงทุนต้องทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไข ผลตอบแทน และความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุน”
- เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยธนาคาร แลนด์ แอนด์ เฮาส์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้มาจากแหล่งข้อมูลที่ ธนาคารเห็นว่ามีที่น่าเชื่อถือ แต่ไม่อยู่ในวิสัยที่จะสามารถตรวจสอบความถูกต้องได้โดยอิสระธนาคารไม่สามารถให้การรับประกันความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และอาจรับผิดชอบในความผิดพลาดในการแสดงข้อเท็จจริง หรือข้อมูลที่ผ่านการวิเคราะห์รวมทั้งไม่สามารถรับผิดชอบต่อความเสียหายอันอาจเกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลนี้ของผู้หนึ่งผู้ใด ความเห็นที่แสดงในเอกสารนี้ประกอบด้วยความเห็นในปัจจุบันของ ธนาคาร ซึ่งสามารถเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า
- ธนาคาร มิได้ให้คำปรึกษาด้านบัญชี ภาษี หรือกฎหมาย โดยผู้ลงทุนควรปรึกษาเรื่องดังกล่าวกับที่ปรึกษา และ/หรือ ผู้ให้คำปรึกษาก่อนการตัดสินใจใดๆ ที่เกี่ยวเนื่องกับข้อมูลในเอกสารนี้ ผู้ลงทุนควรพิจารณาว่าการลงทุนดังกล่าวมีความเหมาะสมกับตนเอง และควรได้รับคำปรึกษาจากผู้ให้คำปรึกษาด้านการลงทุนที่ได้รับอนุญาต
- ผลตอบแทนในอดีตมิได้แสดงถึงผลตอบแทนในอนาคต และมูลค่าของเงินลงทุน รวมถึงรายได้จากการลงทุนสามารถลดลงและเพิ่มขึ้นได้ ผลตอบแทนในอนาคตไม่สามารถรับประกันได้ และผู้ลงทุนอาจได้รับเงินคืนน้อยกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก แม้กระทั่งในกรณีที่ผลิตภัณฑ์ดังกล่าวเป็นประเภทคุ้มครองเงินต้นก็ตาม เนื่องจากยังคงมีความเสี่ยงที่ผู้ออกตราสารไม่สามารถชำระหนี้บางส่วนหรือทั้งหมดตามสัญญาได้ ความเห็นที่แสดง ณ ที่นี้ เป็นความเห็นปัจจุบันตามวันที่ระบุในเอกสารนี้เท่านั้น
- ไม่มีการรับประกันว่ากลยุทธ์การลงทุนนี้จะมีประสิทธิภาพภายใต้ภาวะตลาดทุกประเภทและผู้ลงทุนแต่ละท่านควรที่จะประเมินความสามารถของตนในการที่จะลงทุนในระยะยาว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่ตลาดปรับตัวลดลง
- ผู้ลงทุนสามารถทำการศึกษาและขอรับข้อมูลสาระสำคัญของกองทุนรวม รวมถึงนโยบายการลงทุน ความเสี่ยง และผลการดำเนินงานย้อนหลังได้จากผู้นำการลงทุน ของธนาคาร
- คำแนะนำข้างต้น มิได้ใช้กับผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตควบการลงทุน (Unit Linked Products)