

FINANSIA GLOBAL HOUSE VIEW QUARTERLY OUTLOOK

Second Quarter 2025

Global Macro Outlook

US – Softening Growth

Europe – Fiscal Tailwind

Asia – Local Drivers

Top Of Mind Topics

US De-Exceptionalism

Re-Arm Europe

What the (calm) baht!

and Outlooks for

Global Markets

Investment Strategy

QUARTERLY OUTLOOK

Second Quarter 2025

De-Exceptionalism, Defense, Dollar

ปี 2025 เริ่มต้นด้วยความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจ เมื่อ Donald Trump ชนะเลือกตั้งกลับมาเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ เศรษฐกิจที่กำลังมีความหวังถูกแทนที่ด้วยความกังวล พร้อมกับที่ทั่วโลกนำโดยจีนและยุโรป ต้องเผชิญกับนโยบายกีดกันการค้าจากสหรัฐฯ ทันทที การเดินทางนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ ผ่อนคลายนโยบายการเงิน และเร่งการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อประคองเศรษฐกิจ จึงเป็นนโยบายสำคัญของนานาประเทศทั่วโลกในปีนี้

พัฒนาการของเศรษฐกิจข้างต้น ส่งผลให้ตลาดการเงินผันผวน แม้รายได้และกำไรของบริษัทจดทะเบียนทั่วโลกจะเติบโตได้ต่อเนื่อง แต่ตลาดหุ้นที่ Valuation อยู่ในระดับสูง เช่น สหรัฐฯ และอินเดีย ถูกกดดันจากความไม่แน่นอน ในทางกลับกัน หุ้นยุโรปและจีนกลับได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และความสำเร็จด้านเทคโนโลยี พร้อมกับที่ราคาทองคำปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่จากแรงซื้อของธนาคารกลางและนักลงทุนทั่วโลก เพื่อรับมือกับความเสี่ยงด้านการค้าและภูมิรัฐศาสตร์

ในกรณีฐาน คาดว่าตลาดหุ้นโลกจะเคลื่อนไหวในกรอบกว้าง โดยมีความท้าทายสำคัญ คือความไม่แน่นอนเชิงนโยบายของสหรัฐฯ บนความหวังว่าการเจรจาการค้าจะเกิดขึ้นในไม่ช้า ความไม่แน่นอนที่สูงขึ้นคาด

ว่าจะส่งผลให้เงินลงทุนเคลื่อนย้ายไปสู่ภูมิภาคที่มีมูลค่าเหมาะสม โดยเฉพาะในกลุ่มคุณค่า (Value) และกลุ่มที่ไม่ผันผวนตามเศรษฐกิจ (Defensive) ส่วนในเอเชียมองว่าตลาดที่โดดเด่นจะเป็นกลุ่มประเทศที่ Valuation ไม่แพงเกินไป และทำกำไรฟื้นตัวด้วยเศรษฐกิจภายในประเทศเป็นหลัก

สำหรับกลยุทธ์การลงทุนไตรมาสที่สอง ปี 2025 เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นกับตราสารหนี้และทองคำ ส่วนในฝั่งหุ้น เราเลือกลงทุนในตลาดที่คาดว่าจะได้รับแรงหนุนของความก้าวหน้าด้านเทคโนโลยี และเศรษฐกิจภายในประเทศ เช่น ยุโรปและเอเชีย ขณะที่อุตสาหกรรมที่เรามีมุมมองเชิงบวกในไตรมาสนี้ ประกอบด้วย Financials, Healthcare, และ Communication Services

รายงาน Quarterly Outlook - Second Quarter 2025 เป็นการปรับปรุงมุมมองและกลยุทธ์ลงทุนให้สอดคล้องกับพัฒนาการของตลาดการเงินในปัจจุบัน พร้อมรับมือกับความท้าทาย และไม่พลาดโอกาสในการลงทุนทั้งในระยะสั้นและระยะยาว



ดร.จิตพล พุกษามณันท์

Head of Global Investment Strategy

KEY FORECASTS

3.0%

Global GDP Growth

เศรษฐกิจโลกปี 2025 มีแนวโน้มฟื้นตัวจากนโยบายการค้าของประธานาธิบดี Trump แต่การกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลัง และการผ่อนคลายนโยบายการเงิน จะช่วยประคองให้เติบโตใกล้เคียง 3% ตามเดิม

3 Cut

Fed Interest Rate Decision

นโยบายการเงินทั่วโลก ผ่อนคลายลงในช่วงไตรมาสที่หนึ่ง พร้อมกับที่ สปท. ปรับลดดอกเบี้ยลงเร็วกว่าคาด ช่วงเวลาที่เหลือของปี 2025 คาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลง 0.75% ขณะที่ กนง.สามารถลดดอกเบี้ยลงได้อย่างน้อย 0.50% ภายในสิ้นปี

3,000 ▲

End-of-year target gold price (USD/oz)

ความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าและความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะลดตัว หนุนราคาทองคำทำสถิติสูงสุดใหม่ตั้งแต่ต้นปี คาดทิศทางเศรษฐกิจโลกจะเป็นตัวกำหนดทิศทางราคาทองคำในช่วงที่เหลือของปี

32.5 ▼

End-of-year target USD/THB

เงินบาทเคลื่อนไหวกรอบแคบในไตรมาสแรก คาดความผันผวนของตลาดการเงินที่สูงขึ้น จะกดดันเงินบาทให้ผันผวนในไตรมาสที่สอง ก่อนที่เงินดอลลาร์จะอ่อนค่าลง เมื่อสหรัฐฯ และคู่ค้าเข้าสู่ไตรมาสของการค้าในที่สุด

6,000

End-of-year target S&P 500 Index

คงเป้าหมายดัชนี S&P 500 ณ สิ้นปีที่ 6,000 จุด จากทำไร 270 ดอลลาร์ (+10% y-y) บน P/E 22 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต

Thematics

ธีมลงทุนที่น่าสนใจในไตรมาสที่สอง



European Value



Global Internet Media & Services

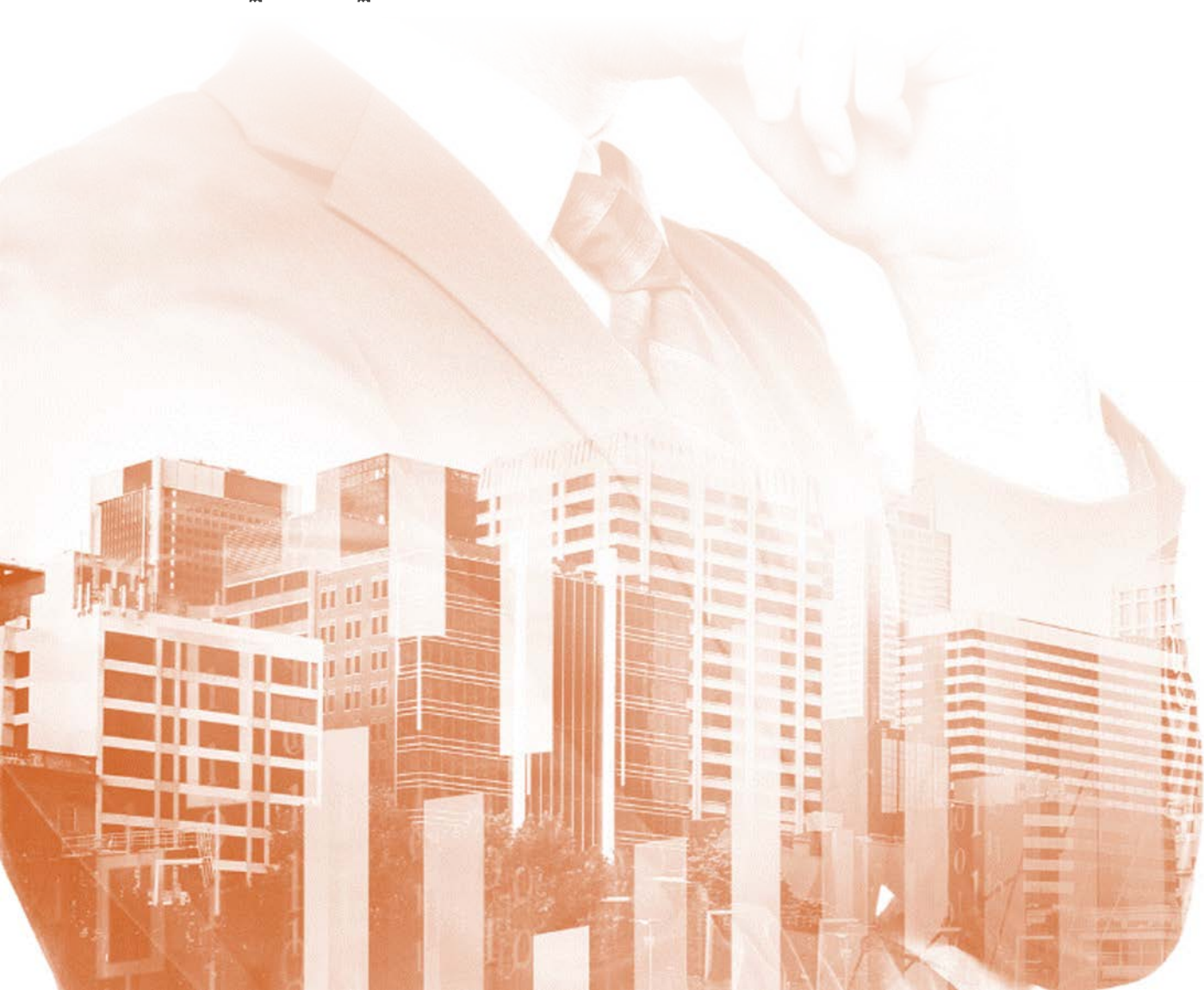


Global Biotech & Pharmaceuticals

Global Macro Outlook

Key Takeaway

“ เศรษฐกิจโลกในปี 2025 มีความไม่แน่นอนสูง เป็นผลมาจากการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ชะลอตัว พร้อมกับสงครามการค้าเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ด้านเศรษฐกิจยุโรป คาดขยายตัวดีขึ้นจากแรงหนุนด้านนโยบายการคลังเชิงรุก ขณะที่เศรษฐกิจเอเชียส่วนใหญ่ มีแนวโน้มเติบโตจากภายในประเทศ ในระยะถัดไป ประเมินโอกาสการเติบโตของเศรษฐกิจโลกจะมาจากนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย คาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยนโยบายลง ตั้งแต่กลางปีเป็นต้นไป ส่วนความเสี่ยงสำคัญที่สุดของปี คือความไม่แน่นอนจากนโยบายเศรษฐกิจสหรัฐฯ ”



Global Macro Outlook

US Economy

Softening Growth

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2025 มีความผันผวนมากขึ้น คาดว่าจะเติบโต 2.4% ลดลงจากการประเมินครั้งก่อน เนื่องจากการบริโภคชะลอตัวและมีการนำเข้าล่วงหน้าเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากภาษีการค้า ช่วงที่เหลืองปี เชื่อว่านโยบายส่งเสริมการลงทุนในประเทศ และการลดภาษีนิติบุคคลยังคงเป็นความหวังสำคัญสำหรับสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี มองว่านโยบายการค้า และการลดต้นทุนภาคธุรกิจ อาจเป็นสิ่งที่รัฐบาลสหรัฐฯ ให้ความสำคัญมากกว่า

Fed to Cut Further

แม้เงินเฟ้อจะทรงตัวในระดับสูง และความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจยังมีอยู่มาก แต่เชื่อว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะเลือก

ผ่อนคลายนโยบายการเงินทันที เพื่อรับมือเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง พร้อมกับการว่างงานที่เสี่ยงปรับตัวขึ้นจากนโยบายเศรษฐกิจ คาดว่า Fed จะลดอัตราดอกเบี้ยอีก 75bps ในช่วงที่เหลืองปี

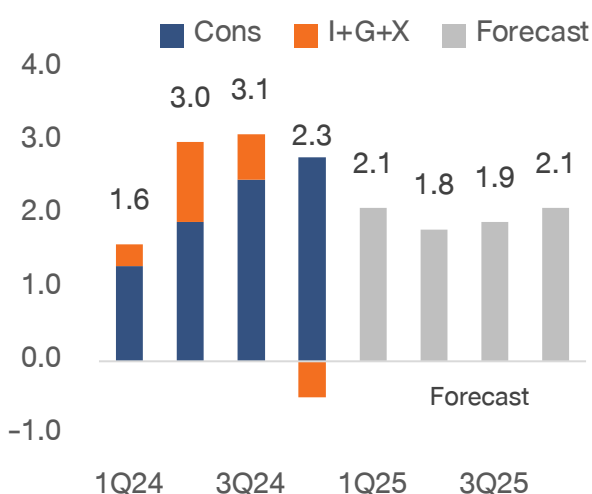
Trade War & DOGE

ภาษีตอบโต้ (Reciprocal Tariffs) จะส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ต้องเผชิญความไม่แน่นอนสูง คาดว่าจะกระทบความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ และถ้าบริษัทต่างๆ ชะลอแผนลงทุน อาจลุกลามจนถึงขั้นเศรษฐกิจถดถอย

ขณะที่เดียวกัน Department of Government Efficiency หรือ DOGE อาจเพิ่มแรงกดดันการเติบโต ด้วยการลดจำนวนพนักงานภาครัฐที่รวดเร็วและรุนแรง ส่งผลให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ อ่อนแอลงในระยะสั้น

การเติบโตเริ่มชะลอตัวลง

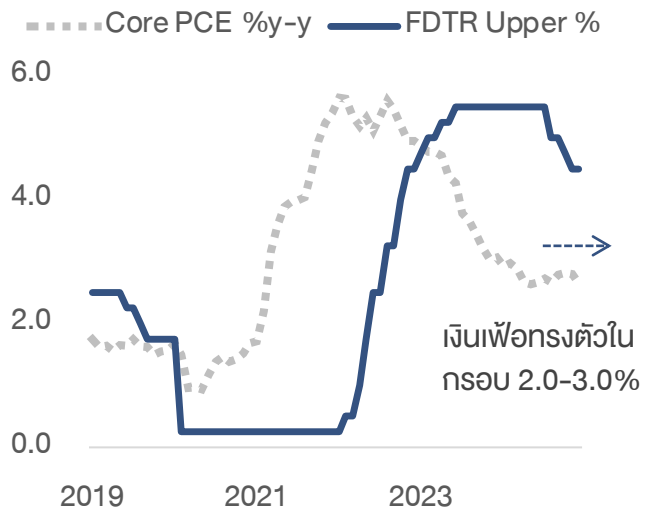
Contribution to US Real GDP % q-q SAAR



Sources: Bloomberg, FSS

เงินเฟ้อทรงตัว ดอกเบี้ยสูง

US Inflation and Policy Interest Rate



Sources: Bloomberg, FSS

European Economy

Fiscal Tailwinds

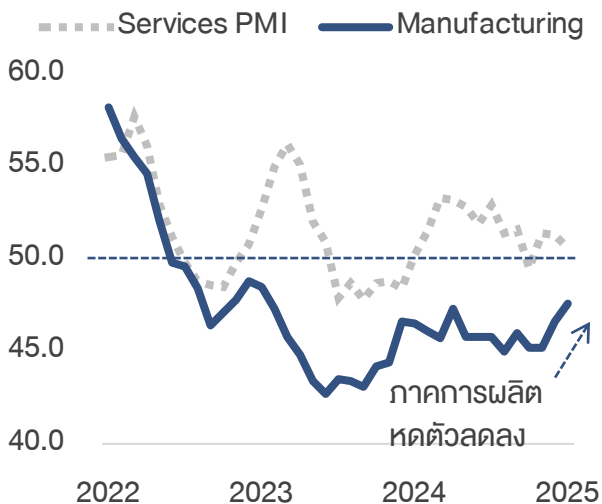
เศรษฐกิจยุโรปกำลังได้แรงหนุนใหม่จากนโยบายการคลัง อาทิเช่นการผลักดันการใช้จ่ายด้านกลาโหม และการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน หากมาตรการต่าง ๆ ถูกส่งผ่านได้อย่างมีประสิทธิภาพ คาดว่า GDP ยุโรปจะขยายตัว 0.8% ในปีนี้ และเร่งตัวเป็น 1.1% ในปี 2026 การลงทุนเสริมโครงสร้างและอุตสาหกรรมใหม่จะช่วยลดแรงกดดันจากภายนอก เช่นราคาพลังงานที่ผันผวน การพึ่งพาการนำเข้าจากจีน ไปจนถึงการขึ้นภาษีการค้าจากสหรัฐฯ ได้ในระยะถัดไป

Pro-Cyclical Easing Ahead

คาดว่าธนาคารกลางยุโรป (ECB) จะลดดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate)

ภาคอุตสาหกรรมเริ่มฟื้นตัว

HCOB Eurozone PMI SA



Sources: Bloomberg, FSS

ลงต่อเนื่อง 150bps ไปที่ระดับ 1.50% ภายในปีนี้ถึงปีหน้า เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจไปพร้อมกับนโยบายการคลังในหลายประเทศ

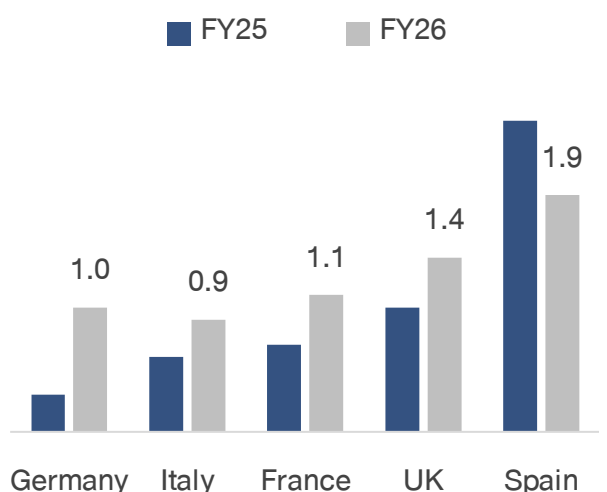
ความเสี่ยงเชิงนโยบายการเงินที่ต้องระวัง คือเงินเพื่ออาจกลับมาเร่งตัวขึ้น ถ้าสงครามรัสเซีย-ยูเครนกลับไปรุนแรง หรือไม่สามารถเจรจาหาข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ ได้

Trade War vs. Re-Arm

เราประเมินว่านโยบายกีดกันการค้าทั้งหมดจากสหรัฐฯ สามารถลด GDP ลงราว 0.5% ในระยะสั้น ขณะที่ในระยะยาว เชื่อว่ามาตรการลงทุนภาครัฐสามารถชดเชยความเสี่ยงเหล่านี้ได้ ดังนั้นประเด็นที่ต้องจับตาต่อไป คือความคืบหน้าของการผ่านนโยบายการคลัง และนโยบายสนับสนุนภาคอุตสาหกรรมการผลิตในยุโรป

ยุโรปเข้าสู่รอบการเติบโตครั้งใหม่

EU Real GDP Growth Forecast % y-y



Sources: Bloomberg, FSS

Asian Economy

Drives by Local Demands

ภูมิภาคเอเชียโดยรวมมีแรงหนุนจากการบริโภคภายในประเทศ เศรษฐกิจที่คาดว่าจะเติบโตได้ในระดับสูงต่อเนื่อง คือเวียดนามและอินเดีย เราคาดว่าจะเห็นการขยายตัวราว 6-7% ส่วนทางกับไทยและญี่ปุ่น ที่คาดว่าจะเศรษฐกิจจะเติบโตระดับต่ำในปีนี้

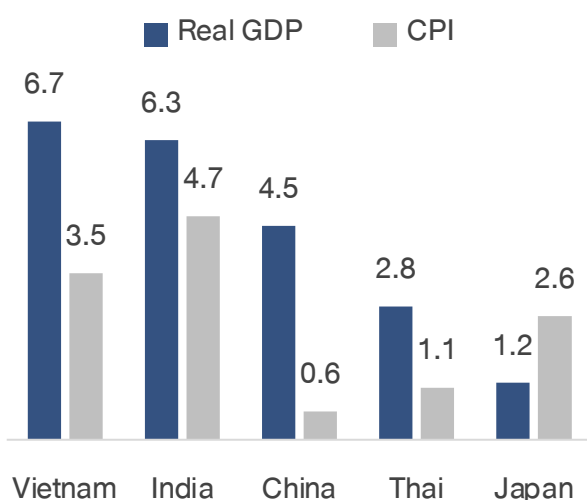
สำหรับเศรษฐกิจจีน เชื่อว่าการที่รัฐบาลประกาศเป้าหมายการเติบโตที่ 5.0% พร้อมหนุนธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ AI จะช่วยให้ผู้บริโภคคลายความกังวลลงบ้าง อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงสำคัญของจีน ยังคงเป็นวิกฤติอสังหาริมทรัพย์ ที่อาจไม่สามารถแก้ไขได้ทันทีในปีนี้

Fixing Own Problems

ธนาคารกลางจีน (PBoC) จะผ่อนคลายการเงินต่อ ด้านสปท. (BoT) คาดว่าจะลด

การบริโภคในประเทศหนุนเติบโต

Asia Growth and Inflation, % y-y



Sources: Bloomberg, FSS

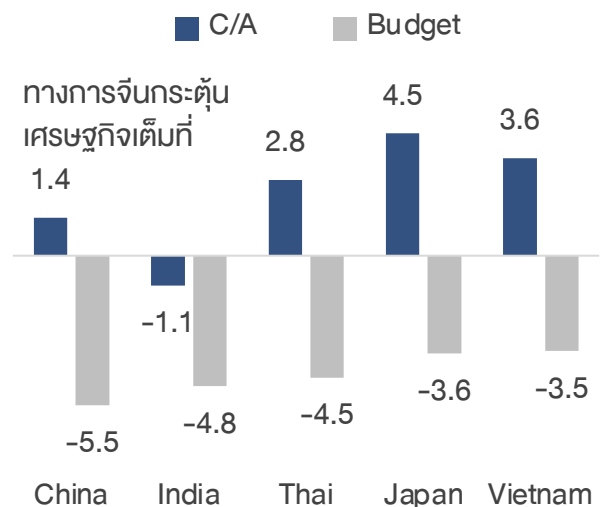
ดอกเบี้ยลงอีก 50bps ไปที่ระดับ 1.50% เพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบจากเศรษฐกิจภายในประเทศที่ชะลอตัว มีเพียงธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ที่คาดว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปที่ระดับ 1.00% หนุนเสถียรภาพการเงินและอัตราแลกเปลี่ยน

China Spillovers

คาดว่ามาตรการกำแพงภาษีของสหรัฐฯ ต่อจีนจะเร่งให้สินค้าจีนไหลทะลักเข้าสู่ตลาดเอเชียมากขึ้น โดยเฉพาะกลุ่มสินค้าที่ใช้ราคาเป็นจุดขาย เช่น อิเล็กทรอนิกส์ รถยนต์ และเครื่องจักร เรามองว่าส่วนใหญ่เป็นการนำเข้า Deflation ช่วยลดต้นทุนผู้บริโภคได้ในระยะสั้น แต่ในระยะยาวจะเป็นความท้าทายต่อผู้ผลิตท้องถิ่น ที่ต้องปรับตัวเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน

จีนเพิ่มการกระตุ้นการคลัง

Asia C/A and Budget, %GDP



Sources: Bloomberg, FSS

Market Implications

Key Takeaway

“ ความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจสหรัฐฯ กดดันให้ดอลลาร์อ่อนค่าลงในไตรมาสแรกแห่งปี มองไปข้างหน้า คาดว่าดอลลาร์มีความเสี่ยงที่จะอ่อนค่าลงต่อ เมื่อ Fed เดินหน้าลดดอกเบี้ย ด้านราคาทองคำยกกรอบการซื้อขายขึ้น จากแรงซื้อของธนาคารกลางและความไม่แน่นอนด้านนโยบายเศรษฐกิจ ฟังสินทรัพย์หลัก เริ่มเห็นสัญญาณยิลด์สหรัฐฯ ปรับตัวลดลง สลับกับยิลด์ยุโรปที่ปรับตัวสูงขึ้น คาดว่าตลาดหุ้นโลกจะแกว่งตัวในกรอบกว้าง รอความชัดเจนจากนโยบายการค้า และทิศทางเศรษฐกิจ ”



Market Implication

Currency Market

USD Dropped Early

ช่วงต้นปี 2025 ดอลลาร์สหรัฐฯ (USD) อ่อนค่าลงเร็วกว่าคาด เนื่องจากความกังวลกับนโยบายเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน การขึ้นภาษีนำเข้า และความผันผวนในตลาดหุ้น

ในช่วงที่เหลือของปี คาดว่า Dollar Index (DXY) จะย่อตัวลงต่อ จากการลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed และเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ชะลอตัวในช่วงครึ่งปีหลัง คาดจะกดดันให้ DXY ลงไปเคลื่อนไหวในกรอบ 95-110 จุด

เงินยูโร (EUR) มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นจากสัญญาณบวกของมาตรการกระตุ้นการคลังครั้งใหญ่ในเยอรมนี คาด EUR/USD มีแนวโน้มยกกรอบการซื้อขายขึ้นไปเหนือ 1.10 USD/EUR ได้ตลอดปีนี้

ส่วนฝั่งเอเชีย เรายังคงมองว่าเงินเยนญี่ปุ่น

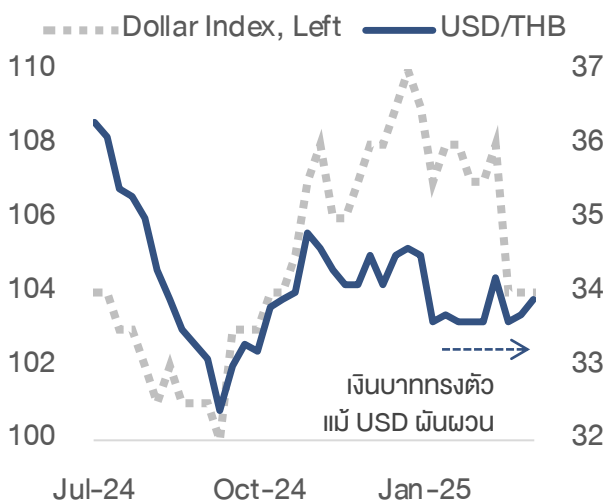
(JPY) มีแนวโน้มแข็งค่าในกรอบ 135-155 JPY/USD จากนโยบายการเงินเข้มงวดของเงินหยวน (CNY) มีเสถียรภาพดีขึ้น จากแรงหนุนของตลาดหุ้น คาดว่าจะสามารถทรงตัวระดับ 7.10-7.40 CNY/USD

THB, Golden Strength

เราคาดว่าเงินบาท (THB) มีแนวโน้มเคลื่อนไหวตามทิศทาง USD ในกรอบ 32.5-35.0 THB/USD โดยเริ่มเห็นพัฒนาการที่ดีขึ้นจากการฟื้นตัวของภาคท่องเที่ยวและส่งออก คาดว่าจะหนุนให้ไทยเกินดุลบัญชีเดินสะพัดในกรอบ 3-5% GDP นอกจากนั้น ความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคากองคำ เป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่หนุนให้ THB แข็งค่า และเราปรับเป้าหมายอัตราแลกเปลี่ยนสิ้นปี 2025 ไปที่ระดับ 32.5 THB/USD

เงินบาทแกว่งตัวในกรอบแคบ

Dollar Index and USD/THB



ยูโรและเยนแข็งค่าแทนดอลลาร์

Against THB %3m %12m %YTD

USD/THB	-0.4	-6.8	-0.4
EUR/THB	3.4	-6.5	4.2
JPY/THB	4.9	-5.9	4.5
HKD/THB	-0.6	-6.3	-0.4
CNY/THB	0.0	-6.9	0.5
SGD/THB	0.8	-6.3	1.4
VND/THB	-0.8	-9.7	-0.7

Commodity Market

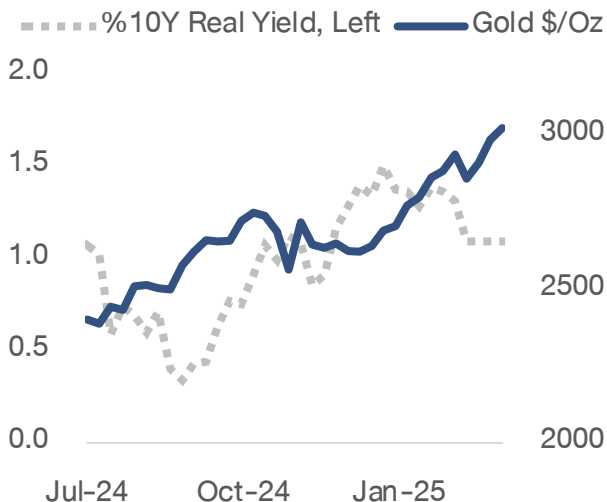
Gold Upside Risks

ในไตรมาส 1 ปี 2025 ราคาทองคำพุ่งทะลุระดับ 3,000 USD/oz เป็นครั้งแรก จากแรงซื้อของธนาคารกลางทั่วโลกที่สะสมทองคำ สะท้อนความต้องการกระจายความเสี่ยงจากเงิน USD นอกจากนี้ก็มีความไม่แน่นอนทางการเมืองของสหรัฐฯ ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ และสงครามการค้า ทั้งหมดเป็นประเด็นที่หนุนทองคำในฐานะ Safe Asset

แรงหนุนของทองคำมีความชัดเจนมาก แต่เราประเมินว่า แรงเก็งกำไรอาจชะลอลงหาก Fed ไม่ลดดอกเบี้ยเร็ว หรือตลาดหุ้นสหรัฐฯ พุ่งตัวในระยะสั้น จึงปรับกรอบการเคลื่อนไหวของราคาทองคำในปี 2025 ขึ้นเป็น 2,800–3,200 USD/oz ในช่วงที่เหลือของปี แม้ทองคำมีความน่าสนใจมากขึ้นในระยะยาว

ราคาทองคำทำระดับสูงสุดใหม่

US 10Y Real Yield and Gold Spot Prices



Sources: Bloomberg, FSS, as of 21 Mar 2025

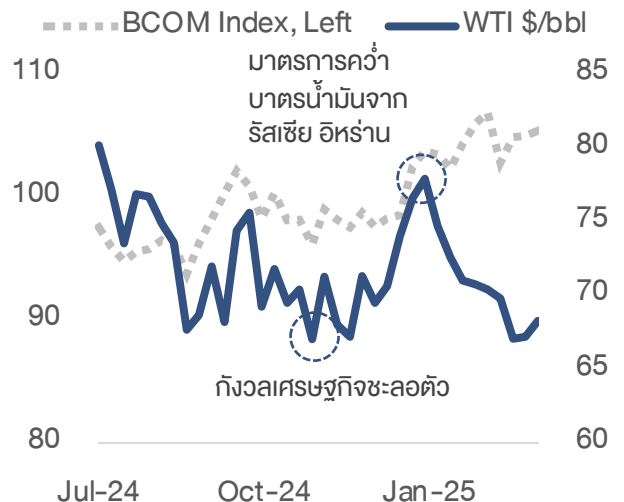
Crude Oil Downside Risks

ราคาน้ำมันดิบในไตรมาส 1 ปรับตัวลง ล่าสุด WTI ซ้ำขายในกรอบ 65–75 USD/bbl แม้ stock น้ำมันอยู่ในระดับต่ำ ยังไม่มีความชัดเจนในประเด็นสันติภาพ สะท้อนว่าความกังวลต่อการชะลอตัวของการบริโภคน้ำมันทั่วโลก รวมถึงผลกระทบจากนโยบายสงครามการค้าต่อเศรษฐกิจมีผลลบมากกว่าบวก

เรามองว่าราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มแกว่งตัวลงในกรอบแคบ จากแรงกดดันด้าน Demands ในจีนและยุโรปที่คาดว่าจะชะลอตัว ขณะที่ Supply จากสหรัฐฯ และ OPEC+ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ส่วนในระยะกลาง กระแส EV ที่เร่งตัวทั่วโลกจะเพิ่มแรงกดดันต่อมุมมองปริมาณการบริโภคน้ำมัน ทำให้ upside จำกัด แม้จะมีความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ในหลายภูมิภาค

ราคาน้ำมันผันผวนตามเศรษฐกิจ

Crude Oil and Bloomberg Commodity Index



Sources: Bloomberg, FSS, as of 21 Mar 2025

Rate Market

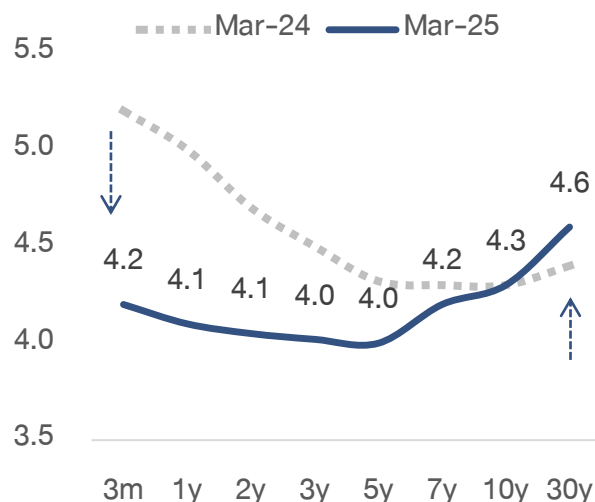
Sentiment Turns Positive

บอนด์ยีลด์สหรัฐฯ อายุ 10 ปีเคลื่อนไหวผันผวนในช่วงไตรมาส 1 โดยขึ้นไปทำจุดสูงสุด 4.8% จากนโยบายภาษีการค้า แต่ปรับตัวลงแตะระดับต่ำสุดบริเวณ 4.1% บนความกังวลเศรษฐกิจชะลอตัว จุดที่มีการเปลี่ยนแปลงสูงคือยีลด์เยอรมันอายุ 10 ปี ที่ปรับขึ้นจากระดับ 2.4% ณ สิ้นปี 2024 มาอยู่ที่ราว 2.7% ในปัจจุบัน สะท้อนความคาดหวังต่อการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ (fiscal expansion) ของรัฐบาลผสมชุดใหม่ คาดว่าจะช่วยหนุนการฟื้นตัวของบอนด์ยีลด์ในระยะถัดไป

มองไปข้างหน้า เราคาดว่าบอนด์ยีลด์สหรัฐฯ อายุ 10 ปีจะเคลื่อนไหวในกรอบ 3.50–4.50% จากส่วนผสมของนโยบายการเงินผ่อนคลาย และความไม่แน่นอนกดดันเศรษฐกิจสหรัฐฯ

สิ้นสุดสัญญาณเศรษฐกิจถดถอย

US Treasury Yield Curve, % YTM



Sources: Bloomberg, FSS, as of 21 Mar 2025

ส่วนฝั่งยุโรป คาดว่ายีลด์เยอรมันอายุ 10 ปี มีแนวโน้มได้ระดับขึ้นต่อ คาดทดสอบระดับ 3.0% หลังมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเริ่มมีความชัดเจนในช่วงครึ่งหลังของปี

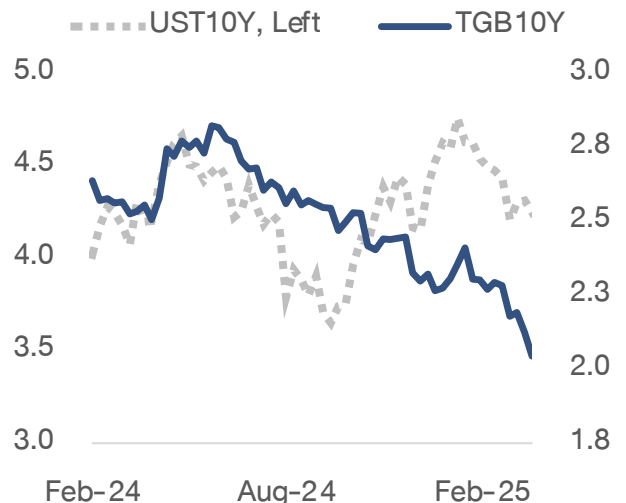
Thailand Lower for Longer

สำหรับฝั่งไทย ยิลด์ปรับตัวลงต่อเนื่องในไตรมาส 1 ด้วยสาเหตุหลักจากเศรษฐกิจชะลอตัว และมีความเสี่ยงเงินเฟ้อต่ำ (Disinflation) ร่วมกับการปรับฐานของตลาดหุ้นไทยที่ทำให้นักลงทุนอยู่ในโหมดปิดรับความเสี่ยง

ในช่วงที่เหลือของปี คาดว่าบอนด์ยีลด์ไทยอายุ 10 ปี จะเคลื่อนไหวในกรอบ 1.75–2.50% จนกว่าจะเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ หรือมีการใช้นโยบายการคลังขนาดใหญ่ หรือตลาดหุ้นไทยเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจน

ยิลด์ไทยร่วง กังวลเศรษฐกิจไม่ฟื้น

UST 10Y and Thai Govt 10Y, % YTM



Sources: Bloomberg, FSS, as of 21 Mar 2025

Equity Market

Valuation Has Its Limit

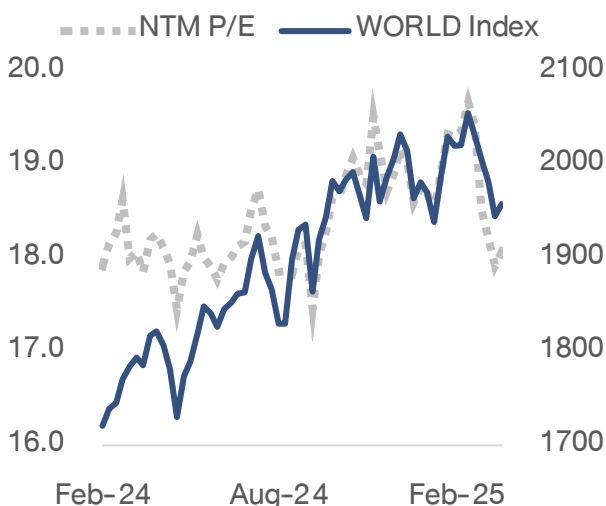
แม้รายได้และกำไรของตลาดหุ้นโลกจะรายงานทรงตัวในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา แต่หุ้นทั่วโลกกลับถูกกดดันจากแรงขายทำกำไรหุ้นสหรัฐฯ เรามองว่าเกิดจากความไม่แน่นอนด้านนโยบายเศรษฐกิจที่ทำให้ความเชื่อมั่นของตลาดลดลง พร้อมกันกับที่นักลงทุนส่วนใหญ่ถือครองหุ้นสหรัฐฯ ในสัดส่วนที่สูง เมื่อ Valuation อยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับอดีต ไม่สามารถเพิ่มขึ้นได้ต่อ จึงทำให้เกิดการขาย

The Challengers

หุ้น Tech จีนและหุ้นยุโรป กลายเป็นจุดสนใจใหม่ของนักลงทุนทั่วโลกแทนที่หุ้น Tech สหรัฐฯ ในช่วงที่ความไม่แน่นอนของนโยบายต่างประเทศปรับตัวสูงขึ้น เรามองว่าตลาดจะกระจายการลงทุนต่อ เพราะหุ้น Tech จีนมี

หุ้นโลกปรับตัวลงในไตรมาสแรก

WORLD Index, Last and NTM P/E (x), Left



Sources: Bloomberg, FSS, as of 21 Mar 2025

รูปแบบธุรกิจที่ใกล้เคียงสหรัฐฯ แต่มี Valuation ที่ถูกกว่า ส่วนในฝั่งยุโรป ได้แรงหนุนจากความคาดหวังการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ทำให้เงิน EUR แข็งค่าหนุนการลงทุนไปพร้อมกันด้วย

Value Strike Back

เราคงมุมมอง Neutral สำหรับตลาดหุ้นโลก เชื่อว่าตลาดจะสลับกลุ่มการลงทุน (Region Rotation) ในไตรมาสที่สอง ไม่ปรับตัวขึ้นทันที ในกรณีฐาน มองนักลงทุนจะรอความชัดเจนของทำไรก่อนตัดสินใจ เป็นไปได้สูงที่จะสลับริมไปสู่อหุ้นที่ถูกถือครองน้อยเช่น Value และ High Dividend คาดว่าตลาดจะกลับมาลงทุนในกลุ่ม Growth ใหม่อีกครั้ง เมื่อนโยบายการเงินของ Fed เข้าสู่โหมดผ่อนคลาย หรือสหรัฐฯ และทั่วโลก เข้าสู่โ้ะเจระจากการค้า

EM และ Value ทำผลตอบแทนเด่น

Index	%YTD	NTM P/E	%Dividend
World	-1.4	18	2.0
Developed	2.0	19	1.9
Emerging	3.8	13	2.9
Growth	-4.8	26	1.1
Quality	-2.8	22	1.4
Value	7.2	16	2.8
High Dividend	6.3	13	3.6

Sources: Bloomberg, FSS, as of 28 Mar 2025

Top of Mind Topics

Key Takeaway

“ เราตอบคำถามที่นักลงทุนสนใจมากที่สุดสามเรื่อง ประกอบด้วย (1) ความเสื่อมถอยของจ้อยกเว้นสหรัฐฯ เรามองว่านโยบายกีดกันการค้าทำให้สหรัฐฯ เสีย Exceptionalism เร็วยิ่งขึ้น (2) นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจจากยุโรปในฝั่งกลาโหม เชื่อว่าจะสร้างความเชื่อมั่นให้กับการลงทุนในสินทรัพย์ฝั่งยุโรปได้ และ (3) เงินบาทที่แข็งค่าและมีเสถียรภาพสูง แม้ทั่วโลกมีความแน่นอนสูง เรามองว่าเกิดจากโครงสร้างของเงินบาทที่มีแรงหนุนจากดอลลาร์ที่อ่อนค่าและทองคำที่ทำจุดสูงสุดใหม่ช่วยพยุงไว้ ”





US De-Exceptionalism

Top of Mind Questions

US Exceptionalism คืออะไร และทำไมถึงกำลังเสื่อมถอย ?

US Exceptionalism คือแนวคิดที่ว่าสหรัฐฯ เป็นผู้นำเศรษฐกิจโลก มีความโดดเด่นทั้งด้านนวัตกรรม นโยบายการเงิน และตลาดทุน หนุนให้เงินลงทุนเลือกที่จะอยู่กับตลาดทุนสหรัฐฯ โดยเราจะสังเกตได้ว่าความเชื่อมั่นนี้เสื่อมถอย เมื่อเงิน USD และหุ้นสหรัฐฯ ปรับฐานพร้อมกัน

ในปี 2025 ความเสี่ยง De-Exceptionalism เกิดขึ้นอีกครั้ง สาเหตุหลักมาจากความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจ ขณะที่ตลาดมองว่ารัฐบาลไม่มีมาตรการรับมือกับความผันผวนที่ดีพอ ส่งผลให้มุมมองการเติบโตชะลอตัวลงอย่างรวดเร็ว พร้อมกับที่ประเทศพันธมิตรบางส่วน มองว่าสหรัฐฯ อาจไม่ใช่ผู้นำที่ดีของโลกเพียงผู้เดียวอีกต่อไป

นโยบายอะไรเป็นความเสี่ยงต่อสถานะ Exceptionalism?

นโยบายกีดกันทางการค้าเป็นความเสี่ยงสำคัญ โดยเฉพาะภาษีตอบโต้ (Reciprocal Tariffs) เพราะภาษีนำเข้าที่สูงขึ้นส่งผลหลายอย่าง (1) ทำให้ต้นทุนสินค้าภายในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ส่งผลให้การบริโภคในประเทศชะลอตัว (2) นโยบายภาษีตอบโต้ จะกระตุ้นให้ประเทศคู่ค้า เพิ่มการกีดกันการค้าสวนกลับ กลายเป็นสงครามการค้ารอบใหม่กับหลายประเทศ คาดว่าจะเร่งให้เกิดการปรับ

โครงสร้างการค้าลดการพึ่งพาสหรัฐฯ ลง และ (3) ในระยะยาวเมื่อความต้องการใช้ USD ลดลง บทบาทการเป็น Safe Haven ของโลกก็จะลดลงตามไปด้วย

De-Exceptionalism จะเกิดขึ้นเร็วแค่ไหน อย่างไร?

ในกรณีฐาน เชื่อว่าการเสื่อมถอยของ US Exceptionalism ไม่ใช่เหตุการณ์ แต่เป็นขั้นตอน คาดว่าสถานะความเป็นผู้นำโลกของสหรัฐฯ จะเปลี่ยนแปลงในช่วง 12-18 เดือนข้างหน้า ผ่านสัญญาณเตือน อย่างการเติบโตที่ชะลอลงต่ำกว่าทั่วโลก เงินทุนไหลออก ไปจนถึงการอ่อนค่าของ USD

โดยการเปลี่ยนแปลงจะเร่งตัวขึ้น หากมีเหตุการณ์กระตุ้นเช่น การตอบโต้ทางการค้า หรือความล้มเหลวของนโยบายเศรษฐกิจ หรือภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ

นโยบายอะไรที่จะทำให้สหรัฐฯ กลับมาเป็นผู้นำอีกครั้ง ?

ถ้าไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการค้าสหรัฐฯ อาจต้องส่งเสริมบทบาทความเป็นผู้นำด้านนวัตกรรม โดยใช้การจูงใจภาคเอกชนให้เข้ามาลงทุนและพัฒนาเทคโนโลยีขั้นสูง เช่น AI, semiconductor และ defense tech ในสหรัฐฯ ควบคู่กับการใช้นโยบายดอกเบี้ยสูง เพื่อดึงดูดเงินทุนต่างชาติให้ไหลกลับเข้าสู่ตลาดการเงินสหรัฐฯ

นักลงทุนไทยควรลงทุนอย่างไร บนการเปลี่ยนแปลงครั้งนี้ ?

การจัดสรรสัดส่วนการลงทุนระหว่างสินทรัพย์ในสหรัฐฯ และนอกสหรัฐฯ เป็นสิ่งสำคัญที่สุด ปัจจุบัน ตัวแทนของ USD ที่นักลงทุนใช้เปรียบเทียบ ได้แก่ EUR, JPY และทองคำ ในฝั่งบอนด์ อาจเริ่มต้นที่ การกระจายการลงทุนไปสู่ Credits หรือปรับการลงทุนไปสู่บอนด์ฝั่งยุโรปที่ยieldเหมาะสม

หรือเพิ่มสัดส่วนตราสารหนี้ในตลาดเกิดใหม่ ที่สกุลเงินมีแนวโน้มแข็งค่า

ส่วนฝั่งหุ้น มองกลุ่มที่ควรระวังมากที่สุดคือ กลุ่ม Domestic Plays ในสหรัฐฯ คาดว่าจะได้รับแรงกดดันทั้งจากต้นทุนที่สูงขึ้น และเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ขณะที่นักลงทุนสามารถกระจายการลงทุนไปสู่ทางเลือกทดแทนเช่น ยุโรป หรือตลาดที่มีความสัมพันธ์กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ ต่ำเช่นเอเชียได้ด้วยเช่นกัน

นโยบายเศรษฐกิจปัจจุบันบนทอนสถานะ: Exceptionalism

US Exceptionalism, Policies, and Market Analysis

บทบาทความเป็นผู้นำ	สิ่งที่ได้รับจากสถานะ Exceptionalism	นโยบายสนับสนุน US Exceptionalism	นโยบายที่ทำให้เกิด De-exceptionalism
Economy	(+) ช่วยสร้างความเชื่อมั่นในภาคธุรกิจและตลาดหุ้น ด้วยการเติบโตที่แข็งแกร่ง (-) เพิ่มภาระหนี้สาธารณะ	- การลดภาษี และยกเลิกกฎระเบียบ (Tax Cuts & Deregulation) เพื่อกระตุ้นการลงทุน - ส่งเสริมการผลิตพลังงาน (Energy Dominance)	- สงครามการค้า (Protectionism) - จำกัดการเข้าถึงสินค้าและบริการของสหรัฐฯ
Financial Markets	(+) เสถียรภาพของ USD (+) ความสามารถในการระดมทุนต้นทุนต่ำ (-) ตลาดการเงินผันผวนสูงขึ้น ต้องมีการควบคุม	- นโยบายการเงินโปร่งใส มีแนวปฏิบัติที่ชัดเจน - ปกป้องบทบาท USD ในฐานะเงินทุนสำรองโลก (Reserve Currency)	- การแทรกแซงนโยบายการเงินเช่น กดดัน Fed - ภาระหนี้สาธารณะที่เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง
Technology	(+) โอกาสในการกำหนดทิศทางเทคโนโลยี (+) ดึงดูดนักลงทุนและผู้มีความสามารถเข้ามาสู่ตลาดสหรัฐฯ (-) ต้นทุนสูง	- ผลักดันนวัตกรรม AI - ส่งเสริมการลดกฎระเบียบและสนับสนุน R&D เพื่อรักษาความเป็นผู้นำ - ควบคุมเทคโนโลยีคู่แข่ง	- จำกัดการเข้าถึงสินค้าและบริการของสหรัฐฯ - จำกัดการไหลเข้าของเงินลงทุน และกำหนดปริมาณผู้เชี่ยวชาญต่างชาติ

Re-Arm Europe

Top of Mind Questions

ทำไมประเด็นด้านกลาโหมในยุโรปจึงเป็นที่สนใจ ?

ทวีปยุโรปเผชิญการเปลี่ยนแปลงในบริบทความมั่นคงโลกอย่างเห็นได้ชัด สืบเนื่องจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ประกอบกับแรงกดดันของสหรัฐฯ ที่ต้องการให้ประเทศสมาชิก NATO เพิ่มการใช้จ่ายสำหรับงบประมาณด้านกลาโหมตามที่ได้ตกลงไว้ ส่งผลให้ประเทศในยุโรป ต้องปรับยุทธศาสตร์ใหม่ ด้วยการปรับสัดส่วนการใช้จ่ายด้านความมั่นคง และเพิ่มงบการทหาร

ล่าสุดหลังการเลือกตั้งในเยอรมัน รัฐบาลใหม่ มีการเสนอผ่อนคลายหลักงบประมาณสมดุล เปิดทางให้รัฐ สามารถกู้เงินเพื่อการลงทุนด้านกลาโหม และโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องได้

แหล่งเงินลงทุนจะมาจากช่องทางไหน?

เงินทุนหลักที่นำมาสนับสนุน คาดว่าจะมาจากงบประมาณด้านกลาโหมของบรรดาประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป ทั้งทางตรงในงบประมาณประจำปี และทางอ้อมจากการออกพันธบัตรพิเศษ เพื่อใช้ในการลงทุนเชิงป้องกันและโครงสร้างพื้นฐาน

นอกจากนี้ EU มีแผนสร้างความร่วมมือระหว่างประเทศสมาชิกในสหภาพยุโรป ในการออกพันธบัตรหรือจัดตั้งกองทุนยุทธศาสตร์ร่วม โดยหวังดึงดูดเงินทุน

เอกชนให้หันมาสนับสนุนอุตสาหกรรมด้านการทหารอีกด้วย

งบกลาโหม จะหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจยุโรปแค่ไหน ?

คาดว่าจะมีงบประมาณด้านกลาโหม จะส่งผลโดยตรงต่อ GDP ด้วยตัวคูณทางเศรษฐกิจ (fiscal multiplier) ราว 0.5-1.0 ในปีแรก อาจเห็นผลไม่ชัดเจน เนื่องจากต้องผ่านขั้นตอนการวางแผนและจัดซื้อ แต่จะเริ่มเห็นผลชัดเจนตั้งแต่ปีที่ 2 ที่เริ่มมีการลงทุน

ประเด็นที่เป็นความหวังต่อการเติบโตของยุโรปมากที่สุดคือ การปรับตัวของภาคอุตสาหกรรมการผลิตดั้งเดิม ไปสู่ธุรกิจด้านการป้องกันประเทศ เช่น การผลิตอาวุธ ยานยนต์ทางทหาร และความปลอดภัย ถ้าเกิดขึ้นจะหนุนเศรษฐกิจยุโรปในระยะยาว

นอกจากเยอรมัน ประเทศหลักอื่นๆ มีมุมมองอย่างไร ?

ตัวอย่างที่สำคัญได้แก่ ฝรั่งเศส ตั้งงบกลาโหม 2% ตามกรอบ NATO มุ่งพัฒนาโครงการเครื่องบินรบร่วมยุโรป (Future Combat Air System) อิตาลีลงทุนในเทคโนโลยีอากาศยาน และการป้องกันภัยไซเบอร์ สเปนเสริมกำลังในกองทัพอากาศ และกองทัพเรือ นอกจากนี้ก็มีโครงการ ReArm EU ที่ให้แต่ละประเทศ หาแหล่งทุน และร่วมผลิตอาวุธร่วมกัน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี ขั้นตอนและกฎเกณฑ์อยู่ระหว่างเจรจา

มุมมองเงินยูโร บอนด์ยีลด์ หุ่นและเศรษฐกิจยุโรปเป็นอย่างไร ?

ในระยะสั้น ตลาดตอบรับเชิงบวกต่อทุกข่าวการยับยั้งงบประมาณกลาโหมและสัญญาณว่ารัฐบาลประเทศต่างๆ ในยุโรป พร้อมใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

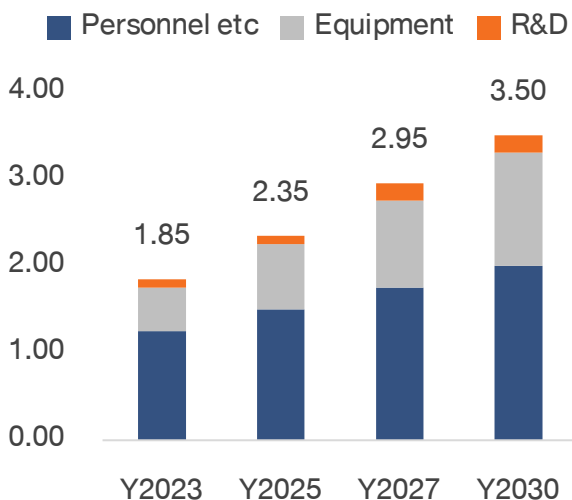
เงิน EUR แแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับ USD จากเงินทุนไหลเข้ายุโรป หลังจากมีความชัดเจนในแนวนโยบายการคลังหนุนความมั่นคง

บอนด์ยีลด์ยุโรป โดยเฉพาะเยอรมนี มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น ตามปริมาณพันธบัตรใหม่ที่คาดว่าจะต้องกู้ยืมเพื่อการลงทุน

ส่วนตลาดหุ้น เชื่อว่านโยบายการคลังมีส่วนช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับการลงทุน คาดว่า จะส่งผลให้ Valuation Gap ระหว่างหุ้นยุโรปกับสหรัฐฯ แคบลง อย่างไรก็ดี เชื่อว่าต้องจับตามองนโยบายเหล่านี้ในระยะยาวด้วย เพราะค่าใช้จ่ายด้านกลาโหม มักถูกตั้งคำถามเปรียบเทียบกับนโยบายที่สนับสนุนเศรษฐกิจด้านอื่นๆ เช่นเดียวกับที่แรงสนับสนุนของตลาดหุ้นอาจระงับตัวแคในอุตสาหกรรมป้องกันประเทศ แม้จะเป็นโอกาสในระยะยาว แต่เป็นความเสี่ยงด้าน Valuation ในระยะสั้น

การใช้จ่ายเน้นไปที่ทหารและอาวุธ

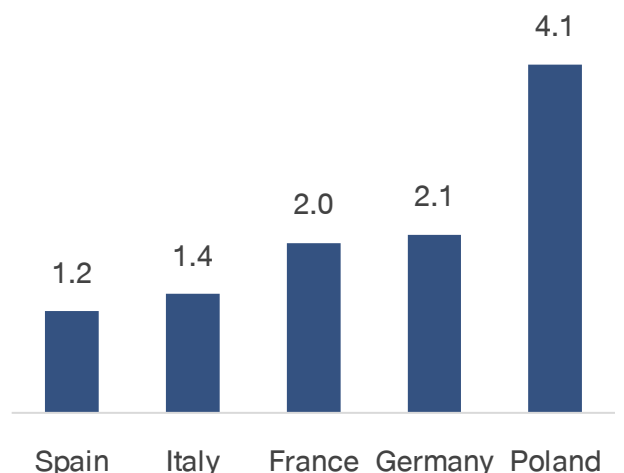
Timeline of Higher Defense Spending, %GDP



Sources: Bloomberg Economics, EDA, FSS

ยุโรปมีแนวโน้มเพิ่มงบด้านกลาโหม

EU Estimated Defense Spending Y24, %GDP



Sources: Bloomberg, Eurostat, FSS

What the (calm) baht!

Top of Mind Questions

ทำไมเงินบาทถึงแกว่งตัวแคบทั้งที่เศรษฐกิจไม่ดี ?

เงินบาทที่แกว่งตัวแคบในช่วงนี้ เกิดจากการที่ตลาดให้น้ำหนักกับปัจจัยต่างประเทศเป็นหลัก โดยเฉพาะนโยบายการเงินของ Fed ที่ไม่ชัดเจนเรื่องทิศทางดอกเบี้ย ขณะที่ฝั่งเศรษฐกิจทั่วโลกกำลังเผชิญกับความเสี่ยงสงครามการค้า แม้ภาพรวมตลาดที่มีแนวโน้มปิดรับความเสี่ยง (Risk Off) จะหนุนให้นักลงทุนเลือกที่จะถือครอง USD เป็นหลัก แต่เมื่อการเมืองและเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัว USD จึงกลับมีแนวโน้มอ่อนค่าช่วงต้นปี ด้านปัจจัยภายในประเทศ แม้เศรษฐกิจไทยจะชะลอตัว ตลาดหุ้นเผชิญกับแรงขายต่อเนื่อง แต่บัญชีเดินสะพัดกลับมาเกินดุล ขณะที่ราคาทองคำปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่องช่วยประคองเงินบาท ปัจจัยที่หักกลบลบกันนี้ทำให้เงินบาทแกว่งตัวในกรอบแคบ แม้มีความไม่แน่นอนในตลาดเกิดขึ้นมากมาย

ความผันผวนจะน้อยหรือมากขึ้นอยู่กับอะไร ?

ความผันผวนของเงินบาทขึ้นอยู่กับหลายปัจจัย ช่วงที่ผันผวนสูง มักเป็นช่วงที่เงินบาทมีทิศทางที่ชัดเจนจาก (1) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างไทยและสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างมีนัย กระตุ้นให้เงินทุนเคลื่อนย้าย (2) หากไทยขาดดุล หรือเกินดุลติดต่อกัน จะส่งผลให้เงินบาท ผันผวนไปทางเดียวกัน (3) ความไม่แน่นอนทางการเมืองทั้ง

ในและต่างประเทศ ยังไม่ชัดเจน เงินทุนยังไหลออกเร็ว (4) การเข้ามาทำกำไรดูแลตลาดของรปท. (5) ทิศทางราคทองคำ เพราะไทยเป็นผู้ค้ารายใหญ่ เมื่อราคาทองโลกสูงขึ้น จะส่งออกทองได้มากขึ้น ผู้ค้าทองคำไทยจะขายดอลลาร์ ทำให้เงินบาทแข็งค่าเร็ว (6) ปัจจัยเชิงฤดูกาล ในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา ไตรมาส 1 บาทมักแข็งค่าจากการส่งออกที่เพิ่มขึ้นช่วงต้นปี ไตรมาส 2 บาทพลิกอ่อนค่า จากบริษัทไทยจ่ายเงินปันผลให้ต่างชาติ และการนำเข้าเพิ่มขึ้น ไตรมาส 3 เงินบาททรงตัว และไตรมาส 4 เงินบาทมักแข็งค่า จากส่งออกและภาคท่องเที่ยวปลายปี และ (7) สภาพคล่องและความเสี่ยงของตลาดการเงินโลก กระตุ้นให้เงินบาทเคลื่อนไหวผันผวนในระยะสั้น

ประเด็นหนุนและกดดันเงินบาทช่วงที่เหลือของปีนี้จะคืออะไร ?

ในระยะต่อจากนี้ มองว่าความผันผวนของเงินบาทจะขึ้นอยู่กับ 3 ปัจจัยหลัก คือ (1) นโยบายการเงินของ Fed เทียบกับรปท. ถ้า Fed ลดดอกเบี้ยจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ชะลอตัว จะหนุนให้เงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นชัดเจน (2) ทิศทางราคาสินค้าโภคภัณฑ์กรณีที่เงินบาทมีโอกาสแข็งค่าที่สุด คือราคาทองคำปรับตัวขึ้น และราคาน้ำมันปรับตัวลง และ (3) ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ เช่น สงครามการค้า คาดว่าจะเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจและเงินบาท ถ้าสหรัฐฯ ตั้งกำแพงภาษีตอบโต้กับไทย เงินบาทจะมีความเสี่ยงอ่อนค่าลงทันที

มุมมองของเราเกี่ยวกับเงินบาท แตกต่างจากตลาดอย่างไร ?

มุมมองของตลาดมีทั้งสองด้าน กลุ่มที่มองบาทอ่อน มองประเด็นความเสี่ยงจากสงครามการค้า ขณะที่กลุ่มบาทแข็งมองว่า USD มีโอกาสอ่อนค่าในช่วงครึ่งหลังของปี
มุมมองของเราต่างจากตลาดในเรื่องจังหวะ

การแข็งค่าของเงินบาท แม้จะมีแรงกดดันจากความเสี่ยงของสงครามการค้าที่สูง แต่เราเชื่อว่าเงินบาทจะไม่อ่อนค่าแรงถ้าไม่มีวิกฤติเศรษฐกิจเกิดขึ้น ยิ่งในช่วงที่ทองคำยังคงได้รับความนิยมจากเหล่านักการกลาง เชื่อว่าเงินบาทมีโอกาสแข็งค่าได้ทันทีที่ Fed ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยครั้งต่อไปตั้งแต่ช่วงกลางปี

เหตุการณ์ที่ทำให้บาทอ่อนหรือแข็งมักมาจากปัจจัยภายนอกประเทศ

USD Against THB Movement in last 2 years



Market Scenarios

Second Quarter 2025

	Bear Case	Base case	Bull Case
Probability	20%	70%	10%
Global Economy	นโยบายกีดกันการค้า ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงเงินเฟ้อสูง และเศรษฐกิจถดถอย ทำให้ภาคธุรกิจมีความกังวล และลดการลงทุน การบริโภค แต่ยืดหยุ่นตัวเป็นพหุวัฏจักร	เศรษฐกิจโลกขยายตัวตามคาด สหรัฐฯ ชะลอตัว แต่ไม่ถดถอย จีนมีนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจทำให้เติบโตตามเป้า ขณะที่ยังคงนโยบายการเงินผ่อนคลาย มีนโยบายการคลังกระตุ้นให้เศรษฐกิจเพิ่ม	เศรษฐกิจโลกขยายตัวดีกว่าคาด เงินเฟ้อปรับตัวลงตามราคาดอลลาร์ จีนและสหรัฐฯ เพิ่มการลงทุน แข่งขันพัฒนาเทคโนโลยี
Monetary Policy	เงินเฟ้อที่กลับมาเร่งตัว ทำให้ Fed, ECB, และ BoT จำเป็นคงดอกเบี้ยไว้ที่ระดับสูง	Fed ลดดอกเบี้ยลง 0.75% หนุนเศรษฐกิจสหรัฐฯ เช่นเดียวกับ ECB และ BoT ที่ทยอยลดดอกเบี้ยลง มีเพียง BoJ ขึ้นดอกเบี้ย	Fed ลดดอกเบี้ย 0.5% ตามเป้าหมาย พร้อมกับการขยายการเงินทั่วโลกที่ผ่อนคลาย
Geopolitics	สหรัฐฯ ตั้งกำแพงภาษีกับคู่ค้า 10-30% ทั่วโลก และคู่ค้าตั้งกำแพงภาษีเพื่อเป็นการโต้ตอบ โดยไม่มีการเจรจาการค้าเกิดขึ้นในปี	Trump ใช้กำแพงภาษีเป็นเครื่องมือในการเจรจาต่อรองการค้า ทั่วโลกตอบโต้ ก่อนที่จะเริ่มเข้าสู่ภาวะเจรจาในช่วงไตรมาส 4	ทั่วโลกเข้าสู่ภาวะเจรจาสงบศึกกับสหรัฐฯ ตั้งแต่นั้นหลังของปีเป็นต้นไป เกิดสันติภาพขึ้นในยุโรป และตะวันออกกลาง
Market Implications	● USD/THB ● Bonds ● Equities ● Gold ● Alt. Asset	● USD/THB ● Bonds ● Equities ● Gold ● Alt. Asset	● USD/THB ● Bonds ● Equities ● Gold ● Alt. Asset

World Equity Outlook

Key Takeaway

“ หุ้นโลกไตรมาสแรกผันผวนสูง อย่างไรก็ดี เชื่อว่าการลงทุนในหุ้นทั่วโลกในปี 2025 ยังสามารถเลือกจังหวะและริ่่มลงทุนที่เหมาะสมได้ รายภูมิภาค เราคงมุมมองเชิงบวกกับตลาดหุ้นสหรัฐฯ หลังราคาลดลงจากการปรับฐานในช่วงต้นปี ส่วนตลาดยุโรป ทำผลตอบแทนเด่น และคาดว่าจะมีกำไรเติบโตดีขึ้นในระยะยาวจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ ฟากเอเชีย ต้องระวังความเสี่ยงจากนโยบายการค้า แนะนำกระจายการลงทุนในตลาดที่มี Valuation ไม่แพง และเน้นกลุ่ม Value หรือ Defensive ในช่วงที่ความไม่แน่นอน ปกคลุมตลาดหุ้นทั่วโลก ”



World Outlook Equity

US Equity Market

US De-Exceptionalism

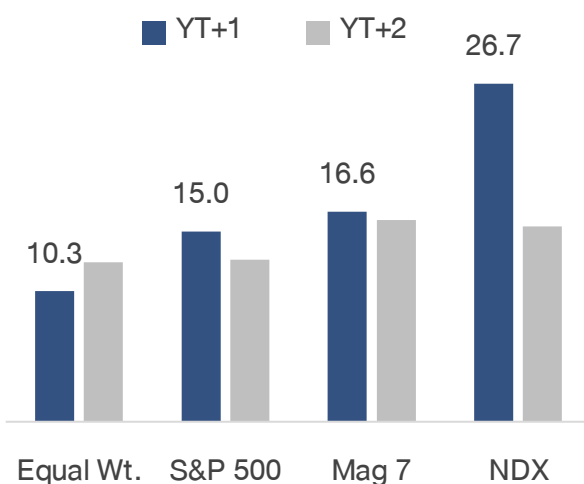
แม้ตลาดจะปรับฐานในช่วงต้นปีตามที่คาดไว้ แต่เราคงมุมมอง Positive สำหรับตลาดหุ้นสหรัฐฯ ระยะสั้น (3 เดือน) เนื่องจากมองว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงเพียงเล็กน้อย ทำให้ตลาดมีโอกาสดึงตัวกลับจากการเติบโตของกำไร อย่างไรก็ตาม สำหรับช่วง 3-12 เดือนถัดไป เราคงเห็นความเสี่ยงจากรัฐบาลสหรัฐฯ มากขึ้น คาดว่าจะเป็นแนวต้านสำคัญสำหรับตลาดหุ้นไปตลอดช่วงที่เหลือของปี จึงลดมุมมองลงเป็น Neutral

Maximum Uncertainty

ช่วงไตรมาสแรก กลุ่มที่ทำผลตอบแทนได้ดีคือ Energy Healthcare และ Utilities ส่วนทางกับกลุ่มที่ปรับตัวลงได้แก่ Consumer Discretionary Tech และ Communication

กำไรของตลาดเติบโตใกล้เคียงกัน

US Index Consensus EPS Growth, %y-y



สะท้อนภาพตลาดหุ้นที่อยู่ในโหมดปิดรับความเสี่ยง (Risk Off) เราคงมองว่าเกิดจากความไม่แน่นอนที่สูงขึ้น และนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นช้ากว่าที่ตลาดหวัง

Magnificent vs Misfortune

การปรับฐานล่าสุด ทำให้หุ้น Magnificent 7 กลับมาซื้อขายที่ระดับ P/E ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 5 ปี ย้อนหลัง น่าสนใจเมื่อเทียบกับความสามารถในการเติบโตของกำไร อย่างไรก็ตาม เราคงว่าตลาดอยู่ในช่วงหาทางเลือกสำหรับกระจายการลงทุนออกจากหุ้นใหญ่ในสหรัฐฯ ขณะที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้า จึงแนะนำลงทุนในกลุ่ม Value และ Low Volatility เช่น Dividend หรือ Healthcare ก่อนในไตรมาสนี้

US Equity Matrix

Index	%YTD	Beta	NTM P/E
S&P 500	-5.1	101	21
NASDAQ 100	-8.2	117	24
Russell 2000	-9.3	120	26
S&P Equal W.	-1.8	95	17
Magnificent 7	-15.7	128	26
S&P ex. M7	-0.3	95	20
US High Div.	5.9	78	14

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Beta is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark, NTM P/E = Price to Next twelve months Earnings; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

European Equity Market

The Fiscal Stimulus

ตลาดหุ้นยุโรปทำผลตอบแทนเป็นบวกสูงที่สุดในไตรมาสแรก แนวโน้มมาขึ้นเกิดจากการที่รัฐบาลในยุโรปทยอยประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งใหญ่ คาดว่า จะส่งผลดีต่อหุ้นที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานและธุรกิจป้องกันประเทศ ช่วยลดแรงกดดันจากปัจจัยภายนอก เช่น ราคาพลังงาน และความตึงเครียดทางการค้า

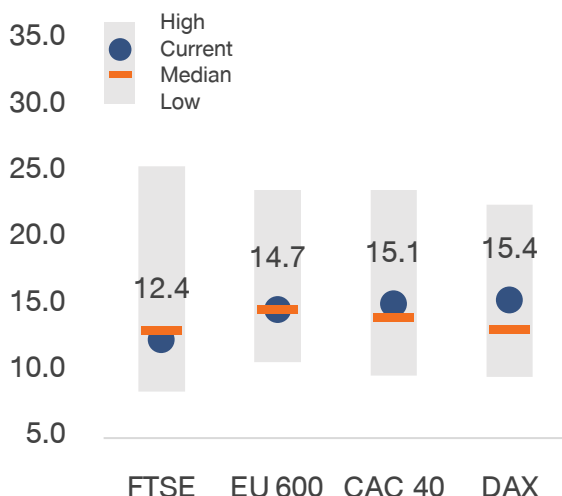
อย่างไรก็ดี เรามองว่าในระยะยาวอาจไม่ใช่ทุกประเทศ หรือทุกกลุ่มธุรกิจ ที่จะได้ประโยชน์จากการกระตุ้นของภาครัฐ จึงแนะนำ Neutral ในระยะสั้น แต่มอง Positive สำหรับปี 2025

Re-Rate Valuation

Valuation หุ้นยุโรปจะไม่แพงเมื่อเทียบกับหุ้น

Valuation กลับสู่ค่าเฉลี่ย 10ปี

European Index NTM P/E 10y Ranges



สหรัฐฯ ขณะที่การปรับตัวขึ้นรอบนี้ ได้รับแรงสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นทางการคลัง จึงมีโอกาสปรับฐาน P/E สูงขึ้นในระยะยาว อย่างไรก็ตาม นักลงทุนอาจต้องระวังความผันผวนระยะสั้น เพราะรายได้อาจไม่ขยายตัวขึ้นเร็วตามที่ตลาดคาดหวัง

Large vs Small

สำหรับธีมลงทุน ประเมินหุ้น Large Cap ได้เปรียบหุ้น Small Cap จากกระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายที่คาดว่าจะไหลเข้าทวีปยุโรปต่อเนื่องช่วงที่เหลือของปี อย่างไรก็ตาม หุ้นใหญ่ในยุโรปอาจมีความเสี่ยงจากสงครามการค้าสูงกว่าหุ้นขนาดเล็ก เนื่องจากธุรกิจส่วนใหญ่อิงรายได้จากตลาดต่างประเทศ นักลงทุนควรจับจ้องหวั่นไหวในหุ้นที่พื้นฐานธุรกิจแข็งแกร่ง ช่วงที่ราคาปรับตัวลง

EU Equity Matrix

Index	%YTD	Beta	NTM P/E
STOXX 600	6.8	82	15
STOXX 50	8.9	90	15
FTSE 100	5.9	67	12
DAX	12.8	87	15
CAC 40	7.3	84	15
EU Growth	7.2	104	25
EU Value	18.2	83	16

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Beta is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark, NTM P/E = Price to Next twelve months Earnings; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

Asian Equity Market

Japan, JPY Drift

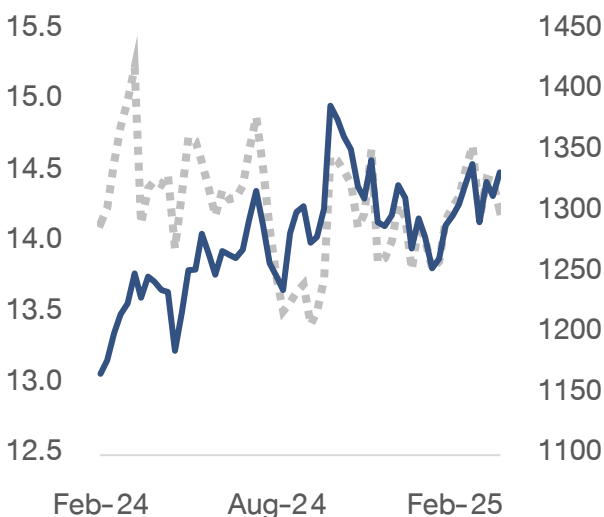
ตลาดหุ้นญี่ปุ่นในไตรมาสแรกของปี 2025 เคลื่อนไหวผันผวน เนื่องจากต้องเผชิญแรงกดดันของการแข็งค่าของเงิน JPY และแรงขายจากนักลงทุนต่างชาติ อย่างไรก็ตาม ความเป็นห่วงของตลาด สะท้อนผ่านแรงซื้อของนักลงทุนในประเทศ และแนวโน้มกำไรที่เติบโต

มุมมองของเราในระยะ 3-12 เดือนเป็น Neutral นักลงทุนที่สนใจอาจเน้นกลยุทธ์ซื้อขายสลับกับทิศทางค่าเงิน JPY เป็นหลัก

ธีมลงทุนที่เราแนะนำสะสม ยังคงเป็นหุ้นขนาดเล็ก (Small Cap) ที่อิงกับการฟื้นตัวของการบริโภคในประเทศ เชื่อว่าการฟื้นตัวเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มสนับสนุนกำไรให้เร่งตัวขึ้นได้โดยไม่ต้องพึ่งพาการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยน

Valuation กลับสู่ค่าเฉลี่ย

APAC Index, Last and NTM P/E (x), Left



Sources: Bloomberg, FSS, as of 21 Mar 2025

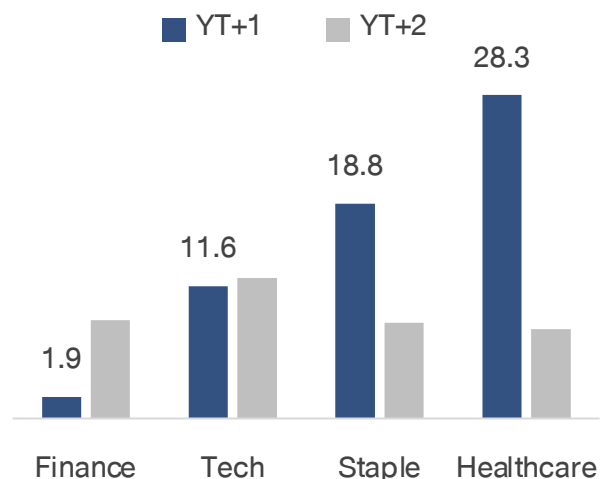
China, Taming the Dragon

ตลาดหุ้นจีนในไตรมาส 1 ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่น โดยเฉพาะกลุ่ม Technology ใน H-Share บวกแรงเพราะเริ่มต้นที่ Valuation ต่ำเข้าสู่ระดับปกติ มองไปข้างหน้า มุมมองโดยรวมของเราต่อหุ้นจีนในระยะ 3-12 เดือนคือ Neutral เพราะประเมินว่ายังมีความเสี่ยงจากสงครามการค้า มีเพียง A-share ที่มอง Positive จากแรงหนุนเพิ่มเติมทางการคลัง

แนะนำกระจายการลงทุนทั้ง A และ H-Share เพื่อลดความผันผวน สำหรับธีมเด่น ยังคงเป็นหุ้น Technology และ Consumer ที่กำไรเติบโตต่อเนื่อง หรืออาจถึงกำไรกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยใน A-share ที่คาดว่าจะได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมากที่สุดในช่วงครึ่งหลังของปี 2025

กลุ่มตั้งรับมีแนวโน้มกำไรเติบโตสูง

Asia Pac Index Consensus EPS Growth, %y-y



Sources: Bloomberg, FSS, as of 21 Mar 2025

India, Wait for the Dip

ตลาดหุ้นอินเดียในไตรมาสแรกไม่โดดเด่นเหมือนก่อน เพราะ Valuation ไม่ถูก จึงต้องเผชิญกับแรงขายทำกำไรช่วงที่รายได้เติบโตช้า ขณะที่นักลงทุนกังวลสงครามการค้ามากขึ้น ปัจจุบันระดับ P/E ของตลาดยังคงสูงกว่าประเทศอื่นๆ ในเอเชียมาก ยิ่งในช่วงที่หุ้นจีนกลับมาฟื้นตัว นักลงทุนจะมีทางเลือกลงทุนหุ้นเอเชียระยะยาวที่ถูกกว่าอินเดีย เราจึงคงมุมมอง Negative ในระยะสั้น

อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ากำไรของตลาดหุ้นอินเดีย มีแนวโน้มเติบโตได้สูงกว่าตลาดอื่น ถ้าหุ้นปรับฐานแรง จะเป็นโอกาสการลงทุนที่น่าสนใจทันที สำหรับธีมการลงทุนที่แนะนำประกอบด้วย กลุ่ม Financials และ Utilities ที่การเติบโตของกำไรดีสม่ำเสมอ

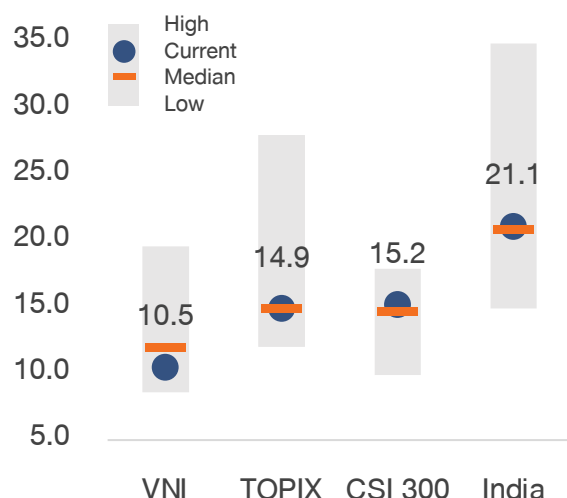
Vietnam, Value for Money

เวียดนามเป็นตลาดที่เราชอบที่สุดในเอเชีย โดยมีมุมมอง Positive ทั้งในระยะสั้นและระยะกลาง ผลตอบแทนไตรมาส 1 เป็นบวก การเติบโตของกำไรฟื้นตัวต่อเนื่อง พร้อมกับการมีกลุ่ม Financials ในสัดส่วนที่สูง ทำให้ Valuation ไม่แพงในเชิงเปรียบเทียบ

ช่วงที่เหลือของปี 2025 เราคาดว่า การส่งออกและเศรษฐกิจในเวียดนามจะฟื้นตัวต่อเนื่อง หนุนให้กำไรเติบโตได้ตามเป้าหมาย แม้มีความเสี่ยงจากสงครามการค้า แต่สถานะตลาด Frontier ทำให้ผลกระทบจาก Foreign Outflows จำกัด ธีมที่เราชอบได้แก่ กลุ่ม Financials ที่เติบโตตามเศรษฐกิจ และกลุ่ม Technology Services ที่หายากในเอเชีย

ตลาดส่วนใหญ่ซื้อขายที่ราคาเฉลี่ย

Asian Index NTM P/E 10y Ranges



Asian Equity Matrix

Index	%YTD	Beta	NTM P/E
TOPIX	-0.9	89	15
Hang Seng	16.8	98	10
CSI 300	-0.5	63	15
India	-2.9	63	22
VNINDEX	4.0	69	10
SET	-16.0	61	12
ASEAN	-2.7	79	13

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Beta is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark, NTM P/E = Price to Next twelve months Earnings; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

Global Sector Outlook

Key Takeaway

“ แนวโน้มกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วโลกในปี 2025 มีทั้งโอกาสและความท้าทาย เรามีมุมมองบวกสำหรับการลงทุนในกลุ่ม Financials ที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง กลุ่ม Communication Services คาดว่าจะได้แรงหนุนจากการประยุกต์ใช้เทคโนโลยี AI และ Healthcare จากการกระจายการลงทุน หลบความไม่แน่นอนจากความผันผวนของตลาด ในทางกลับกันกลุ่มที่เรามีมุมมองเชิงลบได้แก่ Consumer Discretionary, Materials, และ Energy เพราะเชื่อว่าจะมีความเสี่ยงจากสงครามการค้ามากที่สุด ”



Global Sector Outlook

Technology

DeepSeek Moment

เราปรับมุมมองในระยะสั้นของกลุ่ม Tech ลงจาก Positive เป็น Neutral เนื่องจากตลาดมีการสลับกลุ่มการลงทุนจากทั้งประเด็น Valuation และโอกาสการเติบโตในอนาคต อย่างไรก็ตาม ระยะยาวเราคงมุมมองบวกกับความสามารถในการสร้างรายได้ของกลุ่ม Tech เชื่อว่าจะเห็นการเติบโตของกำไรในรอบ 15-30% ต่อปี หนุนโดยการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน Digital และ AI ที่คาดว่าจะมีการนำไปประยุกต์ใช้เพื่อธุรกิจตั้งแต่ปีนี้

Terrific vs Magnificent

หลังเหตุการณ์ DeepSeek และการปรับฐานล่าสุด เรามองว่าโอกาสของหุ้น Tech ในเอเชียและสหรัฐกลับมามีความน่าสนใจใกล้เคียงกัน จึงมีโอกาสนักลงทุนจะกระจายการลงทุนสู่ Asian Tech มากขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วย Valuation ที่กลับตัวเร็ว อาจมีความเสี่ยงการฟักฐานระยะสั้นก่อนจูนรอบใหม่

Sector Matrix: Technology

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	-10.6	20	86
N America	-12.7	23	82
Europe	-2.3	27	67
Asia Pacific	4.1	29	68
Semiconductor	-15.1	36	72
Hardware	-8.5	17	70
Software	-8.6	20	76

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Correlation is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

Communication

Streaming Age

ในไตรมาสที่ผ่านมากลุ่มสื่อสารทำผลตอบแทนบวกเล็กน้อย เราคงมุมมอง Positive ในระยะ 1-3 เดือน เนื่องจาก Valuation ถูกลงหลังปรับฐาน ขณะที่แนวโน้มเปิดตัวผลิตภัณฑ์และเนื้อหาใหม่เข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง เชื่อว่าจะหนุนให้หุ้นหลักปรับตัวขึ้นต่อไปในช่วงที่เหลือของปี

ความเสี่ยงสำคัญในช่วงที่เหลือของปีคือความไม่แน่นอนของทิศทางเศรษฐกิจ คาดว่าตลาดจะมีมุมมองเชิงลบกับกลุ่มสื่อสาร เมื่อมีความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจถดถอย

Digital Boom vs Ad Gloom

เราชอบธีม Internet Media & Services จากศักยภาพการเติบโตที่ขับเคลื่อนโดยพฤติกรรมผู้บริโภค และการใช้ AI เพื่อช่วยยกระดับการบริการและขยายฐานผู้ใช้ได้อย่างรวดเร็ว ทั้งยังมี Valuation และความผันผวนที่เหมาะสม

Sector Matrix: Communication

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	-2.2	15	80
N America	-6.0	19	70
Europe	11.9	12	54
Asia Pacific	4.2	17	67
Advertising	-25.2	23	66
Internet	-5.9	21	67
Telecom	11.6	10	57

Consumer Discretionary

Richter Scale

แม้แนวโน้มการบริโภคจะมีแรงหนุนจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยกลับเผชิญแรงกดดันอย่างหนัก ในไตรมาสแรก และทำผลตอบแทนย่ำแย่เป็นรองเพียง Technology แม้ตลาดจะปรับฐานแล้ว แต่ในระยะสั้น หุ่นใหญ่ในกลุ่มยังคงมี Valuation สูง และมีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจมาก เราจึงคงมุมมอง Negative สำหรับช่วง 1-3 เดือนข้างหน้า

Diversify vs Concentrate

สำหรับการลงทุนในกลุ่มนี้ นักลงทุนอาจเลือกจับจังหวะเก็งกำไร เมื่อหุ้นปรับฐานลงแรงช่วงที่ความความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าพุ่งสูง มองว่าตลาดจะกลับมาประเมินพื้นฐานของกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย อีกครั้งหลังนโยบายการค้ามีความชัดเจนมากขึ้น

Financials

Insure the Upside

เราคงมุมมอง Positive สำหรับกลุ่มการเงิน และคาดว่าจะคงมุมมองบวกไปตลอดปี 2025 สำหรับผลตอบแทนในไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มการเงินโดยรวมทำผลตอบแทนโดดเด่น นำโดยธนาคารพาณิชย์ยุโรป จากความหวังการกระตุ้นเศรษฐกิจรอบใหม่ของเยอรมัน ขณะที่กลุ่มประกันภัย มีกำไรเติบโตแข็งแกร่ง ในช่วงที่เหลือของปีสิ่งที่ต้องระวังคือความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้าอาจทำให้หุ้นการเงินฝั่งสหรัฐฯ ทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่าคาดในระยะสั้น

American vs European

สำหรับในไตรมาสที่สอง เราชอบการลงทุนในกลุ่มการเงินสหรัฐฯ เพราะเป็นกลุ่ม laggard เมื่อเทียบกับยุโรป มี Valuation ที่น่าสนใจ พร้อมโอกาส Deregulation โดยเฉพาะการเปิดทางธุรกิจเช่น Stable coins ความเสี่ยงหลักคือเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่อาจชะลอตัว

Sector Matrix: Cons Disc

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	-7.3	15	90
N America	-13.2	21	83
Europe	-2.7	19	62
Asia Pacific	-3.7	24	61
Retails	-4.2	17	85
Products	-12.5	20	78
Services	-3.4	13	83

Sector Matrix: Financials

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	4.9	12	82
N America	0.4	16	72
Europe	23.9	16	45
Asia Pacific	7.4	19	70
Banking	6.3	12	78
Services	-1.3	15	86
Insurance	12.1	11	60

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Correlation is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

Industrials

EU Bites the Bullet

ในไตรมาสที่ผ่านมา หุ่นกลุ่มอุตสาหกรรม ในยุโรปที่ปรับตัว หนุนโดยความหวังมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านการป้องกันประเทศและโครงสร้างพื้นฐาน

กลุ่ม Aerospace & Defense ปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วตามกระแสการลงทุนด้านความมั่นคง เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว เป็นการปรับโครงสร้างนโยบายในระยะยาว จึงปรับมุมมองเป็น Positive คาดการใช้จ่ายด้านโครงสร้างพื้นฐาน และการเพิ่มงบประมาณด้านความมั่นคง จะกลายเป็นแรงขับเคลื่อนใหม่ตั้งแต่บัดนี้เป็นต้นไป

Defense vs Offence

เราชอบธีม Aerospace & Defense เชื่อว่ามาตรการด้านการป้องกันประเทศในยุโรปจะผลักดันราคาหุ้นให้ไปต่อ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรระวังความผันผวน เนื่องจากหุ้นในกลุ่มนี้ปัจจุบันมี P/E สูงกว่า 30 เท่า

Materials

Shiny, But Risky

เราคงมุมมอง Negative ระยะสั้น และ Neutral ระยะกลาง จากความไม่แน่นอนด้านอุปสงค์โลก แม้จะเริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัวบางส่วนจากฝั่งยุโรปและจีน

กลุ่มเหมืองแร่จะได้รับแรงหนุนจากราคาทองคำที่พุ่งสูงขึ้นตามความกังวลจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ และสงครามการค้า อย่างไรก็ตามมองว่าราคาทองคำมีความผันผวนสูงอยู่แล้ว แนะนำให้ทำกำไรในทองคำโดยตรงดีกว่าการลงทุนในกลุ่มเหมืองแร่ต่อจากนี้

Demands vs Supply

เราชอบธีมการลงทุนใน European Materials จากแรงหนุนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ คาดว่าจะสร้างอุปสงค์ต่อโลหะและวัสดุก่อสร้าง ทั้งนี้ควรจับตาความเสี่ยงจากแนวโน้มการกีดกันทางการค้า อาจกระทบ Supply Chains วัตถุดิบในอนาคต

Sector Matrix: Industrials

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	0.8	12	91
N America	-1.9	15	83
Europe	11.4	17	71
Asia Pacific	-0.6	24	72
Aerospace	14.1	14	65
Products	2.1	14	89
Services	-1.1	10	89

Sector Matrix: Materials

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	3.7	13	81
N America	2.8	14	78
Europe	9.2	16	67
Asia Pacific	0.2	21	71
Mining	8.7	19	65
Con Mat	2.2	16	80
Packaging	-4.5	13	70

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Correlation is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

Energy

The Rotation Target

ไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มพลังงานทั่วโลกทำผลตอบแทนเด่น นำโดยยุโรป และกลุ่มธุรกิจสนับสนุนด้านพลังงานที่ปรับตัวขึ้นสลับกับราคาน้ำมันดิบที่ลดลง เนื่องจากความหวังข้อตกลงสันติภาพ ขณะที่การปรับตัวลงของหุ้น Tech ก็หนุนให้นักลงทุนกระจายการลงทุนมาในกลุ่มพลังงานด้วย

อย่างไรก็ดี ด้วยราคาพลังงานที่ยังไม่ฟื้นตัว เราจึงคงมุมมอง Negative โดยมองว่า Upside ของกลุ่มนี้มีจำกัดภายใต้สภาพแวดล้อมที่อุปทานมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Growth vs Incomes

หุ้นพลังงานในยุโรปเป็นธีมที่ลงทุนได้ จุดเด่นคืออัตราเงินปันผลสูงกว่า 6% ขณะที่ Valuation ไม่แพงเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่น นอกจากนี้ เศรษฐกิจในยุโรปก็กำลังฟื้นตัว ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของนโยบายภูมิรัฐศาสตร์เป็นสิ่งที่ต้องระวังมากที่สุด

Utilities

When in Doubts, Utilities

เราคงมุมมอง Neutral แม้จะได้รับแรงหนุนจากการลงทุนด้านเทคโนโลยี แต่ยังคงจับตาความสามารถในการบริหารต้นทุน และประสิทธิภาพของการดำเนินงาน

ในไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มสาธารณูปโภค ทั้งในยุโรปและทั่วโลก (Electric & Gas) ปรับตัวขึ้น สะท้อนการกระจายเงินลงทุนสู่กลุ่มปลอดภัย ปันผลสูง และความผันผวนต่ำท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจโลกที่ไม่แน่นอน

Dividends vs Drama

เราชอบการลงทุนใน European Utilities เนื่องจากมีความสัมพันธ์กับตลาดโดยรวมต่ำ เป็นทางเลือกที่น่าสนใจในเชิงมูลค่า โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดต้องการความมั่นคง และกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรระวังความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และความขัดแย้งที่อาจนำไปสู่ปัญหาความมั่นคงด้านพลังงาน

Sector Matrix: Energy

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	6.0	14	44
N America	6.8	17	38
Europe	9.3	17	15
Asia Pacific	3.6	22	43
Supply Chain	7.3	14	40
Services	-0.4	23	42
Renewable	-8.9	24	52

Sector Matrix: Utilities

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	4.6	11	50
N America	3.2	15	39
Europe	13.2	13	27
Asia Pacific	1.5	14	45
Electricity	3.8	11	46
Trading	11.1	19	32
Gas & Water	9.3	10	55

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Correlation is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

Consumer Staple

Drink, Don't Sink

ในไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มสินค้าประจำทำผลตอบแทนเป็นบวก นำโดยกลุ่มเครื่องดื่มในยุโรป แม้รายได้และกำไรจะไม่ได้มีการเติบโตมากนัก แต่เราคงมุมมอง Positive ในระยะยาว เนื่องจากความผันผวนที่ต่ำกว่าตลาด สามารถใช้เป็นสัดส่วนที่หลบภัยสำหรับนักลงทุนทั่วโลก ช่วงที่นโยบายเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูงได้

ช่วงที่เหลืองของปี แนะนำจับตาสงครามการค้า หากมีการขึ้นภาษีนำเข้า จะทำให้ราคาสินค้าปรับตัวสูงขึ้น กดดันกำไร และลดกำลังซื้อของผู้บริโภคในตลาดสำคัญ โดยเฉพาะในสหรัฐฯ

Healthy vs Party

หุ้นกลุ่ม Beverages ตอบโจทย์สำหรับการลงทุนในช่วงที่ตลาดผันผวน เราเชื่อว่าความต้องการของสินค้าในกลุ่มนี้มีความเกี่ยวข้องกับทิศทางเศรษฐกิจต่ำ ความเสี่ยงที่ต้องระวังมีเพียงการแข่งกันที่สูง ประเด็นด้านสุขภาพ และการควบคุมโรคระบาด

Sector Matrix: Cons Staple

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	3.6	9	67
N America	2.8	11	55
Europe	4.4	13	44
Asia Pacific	3.5	18	56
Beverages	4.5	11	51
Retail	-0.9	12	72
Wholesale	0.1	19	56

Healthcare

The Uncorrelated Pick

เราปรับมุมมองขึ้นเป็น Positive โดยมองว่า Healthcare เป็นหุ้นกลุ่ม Defensive Growth ที่สามารถเป็นที่หลบภัยให้แก่นักลงทุนทั่วโลกช่วงที่นโยบายเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนสูงได้

ผลตอบแทนในไตรมาสแรกทำได้ดีเกินคาด ตามแนวโน้มที่กำไรเติบโต อย่างไรก็ดี Valuation ของกลุ่ม มีความแตกต่างกันไปตามภูมิภาค และความคาดหวังด้านการเติบโต ทำให้ปัจจัยด้านมหภาคไม่ได้ส่งผลบวกพร้อมกันเหมือนกลุ่มธุรกิจอื่น

Anxiolytics vs Stimulants

เราเลือกธีม Biotech & Pharmaceuticals เป็น Top Pick เพราะมองว่ากำไรมีความผันผวนต่ำ แต่มีโอกาสเติบโตต่อเนื่อง เราเชื่อว่าผลิตภัณฑ์ยาโดดเด่นเมื่อโลกเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงที่ต้องระวังคือการกีดกันทางการค้า และการเปลี่ยนโครงสร้างสวัสดิการของสหรัฐฯ

Sector Matrix: Healthcare

Index	%YTD	Volatility	Correlation
World	3.4	10	67
N America	4.6	12	56
Europe	5.7	13	49
Asia Pacific	-3.7	18	60
Services	7.2	15	32
Bio Pharma	4.3	11	54
Equipment	-1.0	13	76

Note: Highlight is a top pick for this publication %YTD = Price returns year to date, Volatility = Price volatility 260 days, Correlation is reported in basis points using WORLD Index as a risk benchmark; Sources: Bloomberg, FSS; as of 28 March 2025

COUNTRY OUTLOOK

Second Quarter 2025

	Strategy Views		vs. prior	Comments
	Next 3m	Next 12m		
US				แนวโน้มกำไรเติบโตดี การปรับฐานล่าสุดส่งผลให้ Valuation กลับมาน่าสนใจ
Europe				ได้แรงหนุนจากนโยบายการคลัง และการเงินในภูมิภาค ถ้าไม่มีแนวโน้มเติบโตในระยะยาว
Asia				สร้างโอกาสเติบโต จากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจรายประเทศ หลีกเลี่ยงความเสี่ยงสงครามการค้า
Japan				จับจังหวะซื้อขายตามทิศทางอัตราแลกเปลี่ยน สะสมหุ้นเล็กที่ธุรกิจเติบโตตามเศรษฐกิจญี่ปุ่น
China-H				กลุ่ม Technology ปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วจนเพิ่มมูลค่า ปรับกลยุทธ์ เน้นกระจายการลงทุน
China-A				รัฐกระตุ้นเศรษฐกิจ คาดหนุนความเชื่อมั่นกลับมาได้ ระยะยาวถ้ามีโอกาสกลับมาเติบโต
India				ซื้อขายสลับกับหุ้นจีนระยะสั้น ระยะยาวลงทุนหุ้นเติบโตได้ด้วยเศรษฐกิจในประเทศเป็นหลัก
Vietnam				กำไรเติบโตสูง Valuation ไม่แพง เน้นลงทุนกลุ่ม Financials และ Technology สะท้อนการเปลี่ยนเข้าสู่เศรษฐกิจยุคใหม่

SECTOR OUTLOOK

Second Quarter 2025

	Strategy Views		vs. prior	Comments
	Next 3m	Next 12m		
Information Technology				ทำไมมีแนวโน้มเติบโตสูงสุด เน้นกระจายการลงทุนออกนอกสหรัฐฯ
Communication Services				คาดว่าจะเป็กลุ่มที่ได้ประโยชน์จาก AI ที่สุด Valuation หลังปรับฐานน่าสนใจ
Consumer Discretionary				สินค้าฟุ่มเฟือยจะถูกกดดันจากเศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง
Financials				กลุ่มการเงินโดดเด่นจากกำไรและเงินปันผลที่มั่นคง เน้นหุ้นพื้นฐานดีฝั่งสหรัฐฯ
Industrials				ได้แรงส่งใหม่จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจยุโรป รั้งป้องกันประเทศเด่น
Materials				มองสงครามการค้าเป็นความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจและ Demands ในอนาคต
Energy				คาดการณ์ความเสี่ยงสงครามลดลง พร้อม Supply เพิ่มขึ้นจากข้อตกลงสันติภาพ
Utilities				ได้แรงหนุนจากการลงทุนด้านเทคโนโลยี แต่ต้องระวังเรื่อง Efficiency มากขึ้น
Consumer Staples				สินค้าประจำมีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจต่ำ คาดต้นทุนลดพร้อมเงินเฟ้อ
Healthcare				กลุ่มบริการสุขภาพน่าสนใจช่วงความไม่แน่นอนของการเติบโตเศรษฐกิจสูงขึ้น

Global Investment Strategy



Author and Editor

Jitipol Puksamatanan, PhD

Jitipol.p@fnsyrus.com

Fundamental Investment Analyst on Capital Market



Assistant Analyst and Editor

Chutipapha Pavasant





รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือ มีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูง หรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล ใช้ดุลยพินิจ และพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณะชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า



FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

ชั้น 18 อาคาร ดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์
เลขที่ 999/9 ถนนพระราม1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330

☎ 02-625-2480-85

✉ gt@fnsyrus.com

📘 [Finansia Global](#)