

# FINANSIA GLOBAL HOUSE VIEW

# QUARTERLY OUTLOOK



## 2Q26 Quarterly Outlook | Finansia Investment Office

### Global Macro Outlook

**US – Solid Start, Softer Ahead**

**EU – Defense as the New Driver**

**Asia – Fiscal Support, Fragile Sentiment**

### Top of Mind Questions

**Iran War: Impacts and Endgame?**

**What to Buy in Wartime?**

**Japan Equities Awakening?**

# 2Q26 QUARTERLY OUTLOOK

## 30 MARCH 2026

### Energy War, AI Reckoning, and the Great Rotation

#### Key Takeaways

- สงครามอิหร่านคือ Energy Shock ครั้งใหญ่ที่สุดในประวัติศาสตร์ กระทบอุปทานน้ำมันโลกผ่านการขนส่งกว่า 20% ราคา น้ำมันปรับตัวขึ้น ทั่วโลกได้รับผลกระทบ แม้ไม่ได้ซื้อน้ำมันจากอิหร่าน
- คาด Fed จะลดดอกเบี้ยได้เพียง 0.25% แม้เปลี่ยนประธานคนใหม่ เพราะปัญหาสำคัญคือเงินเฟ้อที่ปรับตัวขึ้น บนความไม่แน่นอนว่าสงครามจะจบเมื่อไหร่
- กลยุทธ์เข้าโหมดป้องกันความเสี่ยง เน้นกระจายเงินทุนออกจากหุ้นสหรัฐฯ รอ Valuation เหมาะสม เพิ่มสัดส่วนลงทุน กลุ่ม Energy และสะสมกลุ่ม Healthcare

ตลาดการเงินโลกเข้าสู่ไตรมาส 2 ปี 2026 ภายใต้บริบท “สงคราม” การโต้ตอบระหว่างระหว่างสหรัฐฯ กับอิหร่าน เป็นตัวแปรหลักที่กำหนดทิศทางสินทรัพย์ทั่วโลก ผ่านการปิดช่องแคบ Hormuz กระทบ Supply น้ำมันดิบสร้างแรงกดดันด้านเงินเฟ้อทั่วโลก

แม้ เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเริ่มต้นปีอย่างแข็งแกร่งจากการลงทุน AI แต่ตลาดหุ้นหนีไม่พ้นแรงขายหนักจากความเสี่ยงสงคราม และความไม่แน่นอนด้านนโยบายการเงิน ฝั่งหุ้นยุโรปปรับตัวลงน้อยกว่า จากองค์ประกอบที่เน้นไปทางด้านคุณค่า (Value) ขณะที่ฝั่งเอเชีย ในภาพรวมทรงตัวได้ดีกว่าเล็กน้อย เนื่องจากมีแรงหนุนจากการเมืองหลายประเทศมีเสถียรภาพมากขึ้น

ปี 2026 เป็นอีกปีที่หุ้นนอกสหรัฐฯ ทำผลตอบแทนดีกว่าหุ้นสหรัฐฯ สะท้อนว่าตลาดมีความกังวลเรื่อง Valuation และความเสี่ยงสงคราม มากกว่าความหวังด้านการลงทุนใน AI และโอกาสเติบโตของกำไรกลยุทธ์ไตรมาส 2 เรานับกระจายพอร์ตอย่างสมดุล ฝั่ง Defensive เราให้น้ำหนักทองคำ แม้ปรับฐานแต่เชื่อว่ากลับมาได้ ฝั่งสินทรัพย์เสี่ยง เลือกย้ายการลงทุนกลับมาฝั่งเอเชีย เช่น ญี่ปุ่น จีน และเวียดนาม

ระยะสั้นแนะนำเพิ่มสัดส่วนการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับ Energy สะท้อนความเสี่ยงสงครามยืดเยื้อ ส่วนริมลงทุนระยะยาว เลือกสะสมกลุ่ม Healthcare จากโอกาสในกลุ่ม Biotech และรอลงทุนในกลุ่ม Tech เมื่อระดับราคาเหมาะสม

รายงาน Finansia Global House View – 2Q26 Quarterly Outlook ฉบับนี้ปรับมุมมอง และกลยุทธ์การลงทุนให้สอดคล้องพัฒนาการล่าสุดของเศรษฐกิจโลก เพื่อเตรียมความพร้อมรับมือความผันผวนของตลาดการเงินในระยะสั้น พร้อมไปกับการแสวงหาโอกาสการลงทุนในระยะยาว



**Jitipol Puksamatanan, PhD**

Chief Product Officer

Head of Investment Office & Product Strategy

# KEY CONVICTIONS FOR 2026



## 2.8%

### Global GDP Growth

▼ ลดประมาณการ GDP โลกปี 2026 ลดลงจาก 3.0% สะท้อนความเสี่ยงสงครามในตะวันออกกลาง และ ต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น แม้มีนโยบายการคลังเป็นแรงหนุนเสริม



## 1 Cut

### Fed Fund Rate Decision

▼ นโยบายการเงินมีแนวโน้มลดความผันผวนคลายลง คาด Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงเพียง 1 ครั้ง (25bps) สู่ระดับ 3.50% ภายในสิ้นปี 2026 ด้านทงน. คาดปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงสู่ 0.75% เช่นกัน



## 5,000

### Gold Price (USD/oz) End-of-year Target

■ ทองคำปรับฐานจากดอลลาร์ที่แข็งค่า แต่ปัจจัยพื้นฐานยังคงแข็งแกร่ง คาดว่าจะกลับมาเป็นขาขึ้นอีกครั้งได้เมื่อสงครามมีบทสรุป และนโยบายการเงินผ่อนคลาย



## 4.50%

### US Treasury 10-year Yield End-of-year Target

▲ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 10 ปีคาดทางตัวสูงตลอดปี เนื่องจากมีทั้งแรงกดดันจากเงินเฟ้อที่สูงขึ้น นโยบายการคลังผ่อนคลาย พร้อมอุปสงค์นักลงทุนต่างชาติที่ลดลง



## 7,000

### S&P 500 Index End-of-year Target

■ หุ่นสหรัฐฯ ปรับลงจากความกังวลสงครามและ AI Disruption แต่เรา คงเป้าหมาย S&P 500 สิ้นปี 2026 ที่ 7,000 จุด บน P/E รวบรวม 23 เท่า สะท้อนมูลค่าที่เหมาะสมกับการเติบโตของกำไร



## 31.3

### USD Against THB End-of-year Target

▲ ดอลลาร์แข็งค่าชั่วคราวจากภาวะ Risk-off คาดค่าเงินเคลื่อนไหวในกรอบ 30.6–33.6 บาท โดยมีสงครามกดดันระยะสั้น ในระยะยาวคาดเงินบาทฟื้นตัว เมื่อนโยบายการเงินของ Fed พลิกผ่อนคลาย

# MACRO OUTLOOK

## Key Takeaway

“ เศรษฐกิจโลกช่วงไตรมาสแรกปี 2026 พยายัตว์ได้ดี แต่ความไม่แน่นอนปรับตัวสูงขึ้น จากสงครามที่มีแนวโน้มยืดเยื้อ ราคาน้ำมันทรงตัวสูง กดดันการเติบโตของเศรษฐกิจโลก ผ่านเงินเฟ้อ ตลาดเริ่มกังวลกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ เรื่องการลงทุน AI ที่เร่งตัวสูงและเร็วเกินไป ขณะที่เงินเฟ้อลดลงช้า Fed ลดดอกเบี้ยได้ไม่มาก ฝั่งยุโรป แรงส่งเศรษฐกิจคือการลงทุนด้านกลาโหม โดยมีความเสี่ยงที่ต้องจับตาคือราคาพลังงาน สำหรับเศรษฐกิจเอเชีย คาดมีนโยบายการคลังช่วยพยุง แต่อารมณ์ของผู้บริโภคมีความเปราะบางจากเงินเฟ้อที่สูงขึ้น กดดันเงินทุนเคลื่อนย้าย และเร่งความผันผวนในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน ”



# MACRO OUTLOOK

## US Economy

### Solid Start, Softer Ahead

เศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มต้นปี 2026 ได้แข็งแกร่งกว่าที่คาด การบริโภคขยายตัวได้ดีต่อเนื่อง หนุนให้ตลาดปรับประมาณการ GDP ทั้งปี 2026 ขึ้นมาอยู่ในกรอบ 2.0–3.0%

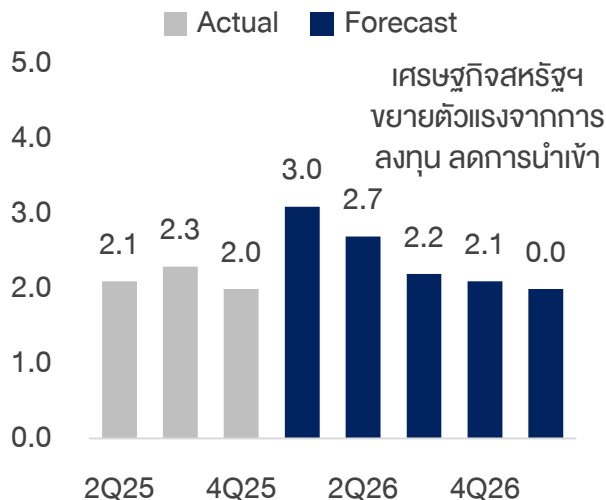
อย่างไรก็ดี สัญญาณเศรษฐกิจล่าสุด แสดงถึงความไม่แน่นอน ตลาดแรงงานไม่ร้อนแรงเท่าปีก่อน ประเด็นที่ต้องจับตาในช่วงที่เหลือของปี คือการเมืองระหว่างประเทศ สงครามการค้า และสงครามอิหร่านที่อาจยืดเยื้อ เป็นแรงกดดันต่อความเชื่อมั่น และภาคเอกชนอาจมีแนวโน้มชะลอการจ้างงาน และการลงทุน

### AI Capex: Too Much of a Good Thing?

หนึ่งในประเด็นที่ตลาดเริ่มตั้งคำถาม คือการลงทุนด้าน AI ที่เร่งตัวขึ้นอย่างก้าวกระโดด ตั้งแต่ปี 2025 ต่อเนื่องมาถึงปัจจุบัน เนื่องจากการลงทุนกระจุกตัวอยู่ในโครงสร้างพื้นฐาน

### สหรัฐฯ ขยายตัวดีจากลงทุน AI

US Real GDP, %q-q SAAR



Sources: Bloomberg Consensus, FNSYRUS

ด้าน AI แต่ผลตอบแทนที่จับต้องได้ไม่ชัดเจน หาก Capex สะคุด หรือผลกระทบต่อผลประกอบการของ บริษัท Tech ต่ำคาด อาจกลายเป็นจุดพลิกของตลาดในช่วงครึ่งปีหลัง เพราะเงินเพื่อปรับตัวขึ้นจากต้นทุนพลังงาน กดดัน Fed ให้ไม่สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มาก

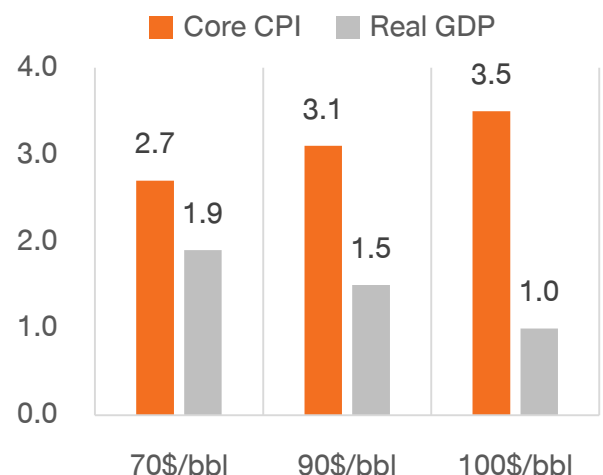
### War Timeline + One Fed Cut

คำถามสำคัญของสหรัฐฯ คือ "สงครามจะจบเมื่อไหร่ และจบอย่างไร" ถ้าสถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์ที่ไม่มีข้อสรุปโดยเร็ว จะกดดันการเติบโตของการค้าโลกทางอ้อม ผ่านทางความเชื่อมั่นในการลงทุนที่ลดลง

เราประเมินว่า Fed มีพื้นที่ลดดอกเบี้ยได้เพียง 1 ครั้ง (0.25%) ปลายปีนี้เพราะเงินเฟ้อทรงตัวสูง ทิศทางดอลลาร์จึงจะแข็งค่าก่อน แต่ในระยะถัดไป ขึ้นอยู่กับว่าสงครามคลี่คลาย หรือทวีความรุนแรง และตัวเลขเศรษฐกิจของสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงมากน้อยแค่ไหน

### น้ำมัน เร่งเงินเพื่อ ลดการเติบโต

Scenario analysis: Core CPI & GDP, % avg, Y26



Sources: Bloomberg, FNSYRUS

# European Economy

## Defense as the New Driver

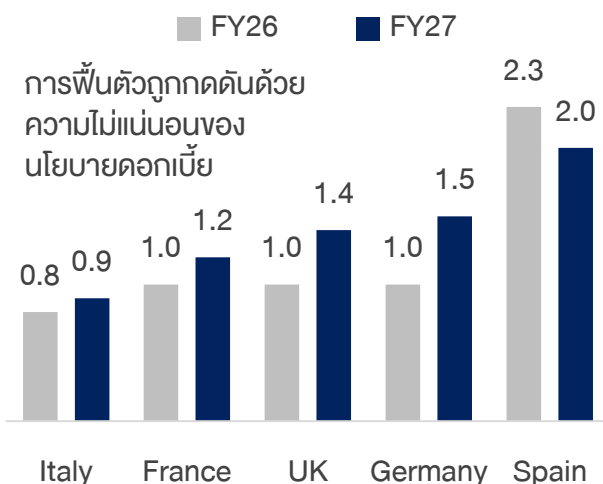
เศรษฐกิจยุโรปยืดหยุ่นกว่าที่หลายฝ่ายกังวล ตลาดปรับมุมมองคาดการณ์ GDP ยับขึ้นไป ที่กรอบ 0.8–2.3% ในปี 2026 โดยแรงส่งหลัก ไม่ได้มาจากการฟื้นตัวของภาคบริโภค ภาคเอกชน แต่มาจากแนวโน้มการลงทุนด้าน กลาโหมที่เร่งตัวขึ้นอย่างชัดเจนในหลาย ประเทศ คาดภาวะสงครามในปัจจุบัน จะยิ่ง หนุนให้เกิดการผลักดันงบประมาณด้าน กลาโหม ไปพร้อมกับการลงทุนโครงสร้าง พื้นฐานด้านพลังงานระดับภูมิภาค สิ่งนี้ กลายเป็นแรงหนุนเชิงโครงสร้างที่ชัดเจนกว่า การกระตุ้นด้านนโยบายการเงินในอดีต

## ECB Holds the Line

ภาพ ECB เปลี่ยนไปชัดเจนในไตรมาสนี้ จากที่ เคยคาดว่าอาจมีพื้นที่สำหรับการลดดอกเบี้ย ต่อ แต่ปัจจุบันเราประเมินว่า ECB จะคง ดอกเบี้ย Deposit Facility Rate ไว้ที่ระดับ 2.00% ตลอดปี แม้ความเสี่ยงสำคัญ คือ ทิศทางเงินฟ็อดที่มีแนวโน้มสูงขึ้นตามราคา

## ยุโรปเติบโตแบบค่อยเป็นค่อยไป

EU Real GDP Growth Forecast % y-y



Sources: Bloomberg Consensus, FNSYRUS

พลังงาน แต่เชื่อว่า ECB จะไม่ใช่เหตุผลด้าน สงครามสำหรับการขึ้นดอกเบี้ย

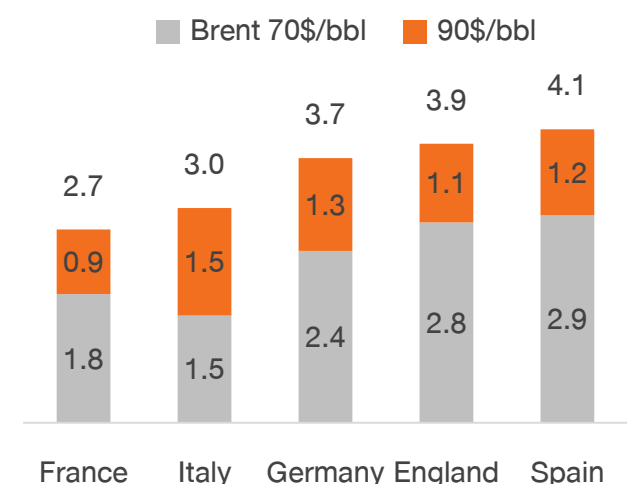
## Unequal War Premium Risks Across Europe

ความเสี่ยงที่ต้องจับตาสำหรับยุโรปในช่วงที่ เหลือของปี คือ War Premium ในราคา พลังงานและห่วงโซ่อุปทาน หากสงคราม ยืดเยื้อ และราคาพลังงานไม่ลดลง เราประเมิน ว่าแรงกดดันนี้ มีโอกาสดึงเงินเพื่อขึ้นได้ 0.9–1.5% จากระดับปัจจุบัน

อย่างไรก็ดี ผลกระทบรายประเทศมีความ แตกต่างกันชัดเจน เช่นเยอรมนี มีกั้นชน ทางการคลังจากงบกลาโหมที่ผลักดันได้ ต่อเนื่อง ฝรั่งเศสสเปราะบางกว่า เพราะอาจต้อง เผชิญปัญหาเงินเฟ้อพร้อมกับแรงกดดันทาง การเมืองภายในประเทศ ส่งผลให้การกระตุ้น เพิ่มเติมมีข้อจำกัด ส่วนอิตาลี มีความเสี่ยง สูงสุด เพราะระดับหนี้ครัวเรือนและหนี้ภาครัฐ สูง การกระตุ้นเศรษฐกิจทำได้ยาก เงินเฟ้อที่ ยับขึ้น จะกระทบการบริโภคทันที

## ราคาน้ำมันแพงส่งผลในวงกว้าง

Scenario: HCPI %y-y by country on oil prices



Sources: Bloomberg, FNSYRUS

# Asian Economy

## Fiscal Support, Fragile Sentiment

ภาพรวมเศรษฐกิจเอเชียในปี 2026 ย้ายตัวได้จากแรงสนับสนุนด้านนโยบายการคลังของหลายรัฐบาลในภูมิภาค

แต่ความกังวลจากสถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์โลก เริ่มกดดันอารมณ์ผู้บริโภคในหลายประเทศ และยังไม่สะท้อนในตัวเลขเศรษฐกิจล่าสุด เราประเมินว่าหากสงครามไม่คลี่คลาย ความเชื่อมั่นด้านการลงทุนของภาคเอกชน อาจชะลอตัวลงแม้ภาครัฐสนับสนุนอยู่

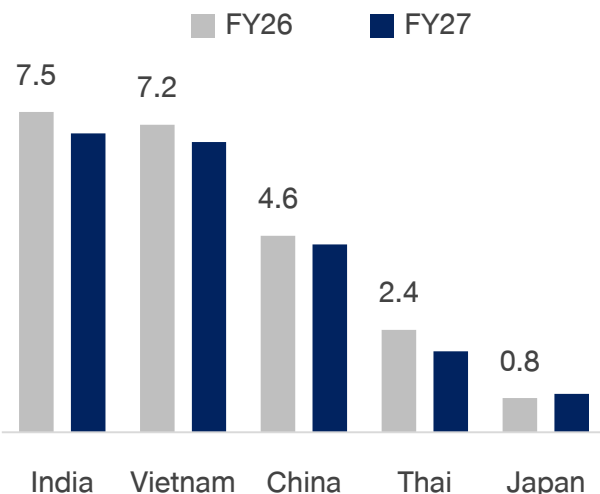
เวียดนาม และอินเดียเป็นตลาดที่พึ่งพากำลังซื้อภาคเอกชนมากที่สุดจึงต้องจับตาผลกระทบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็นพิเศษ

## China Steadies, Japan Turns to Domestic Stimulus

จีนเลือกเดินกลยุทธ์ประคองตัว ไม่ได้เร่งกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่เน้นพยุงอุปสงค์ภายในประเทศ และสนับสนุนภาคเทคโนโลยี

## ตลาดเชื่อมั่นเศรษฐกิจเอเชียฟื้น

Asia Real GDP Growth Forecast % y-y



Sources: Bloomberg Consensus, FNSYRUS

ตามแผนเดิม หน้าที่ญี่ปุ่นพลิกบทบาทมาเน้นกระตุ้นในประเทศชัดเจน หลังภาคการผลิตอาจต้องเผชิญกับการขาดแคลนวัตถุดิบและต้นทุนพลังงานที่สูง โดยทิศทางนโยบายการเงินสองฝั่งยังสวนทาง PBOC เน้นผ่อนคลาย ขณะที่ BOJ รักษาจุดยืนเข้มงวด

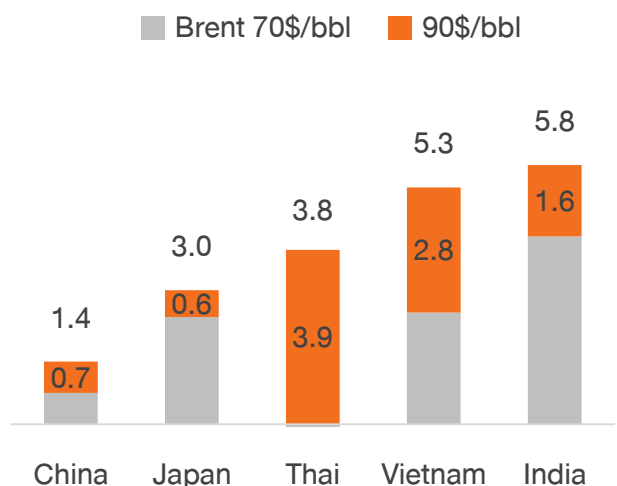
## Oil, Weak Currencies, the New Inflation Normal

ประเด็นที่เราให้น้ำหนักมากที่สุดสำหรับเอเชียขณะนี้ คือผลกระทบจากราคาพลังงานต่อเงินเฟ้อในระดับภูมิภาค หากราคาน้ำมันทรงตัวสูง และรัฐบาลไม่อุดหนุนราคาพลังงาน อาจเห็นเงินเฟ้อในกลุ่มเศรษฐกิจเอเชียโดยรวมที่ 3-5% กลายเป็น New Normal ที่กดดันการบริโภค และจำกัดโอกาสลดดอกเบี้ยของเหล่าธนาคารกลางเอเชียลง

ด้านอัตราแลกเปลี่ยน สกุลเงินทั้งภูมิภาคมีแนวโน้มผันผวนสูง และเสี่ยงอ่อนค่าหากสงครามยืดเยื้อ คาดกระแสเงินทุนจะไหลออกก่อนในช่วงครึ่งปีแรก

## น้ำมันแพง ดันเงินเฟ้อขึ้นทั้งเอเชีย

Scenario: CPI %y-y by country on oil prices



Sources: Bloomberg, FNSYRUS

# MARKET OUTLOOK

## Key Takeaway

“ การปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันเป็นตัวแปรที่เปลี่ยนสมการการเงินทั้งหมดในไตรมาสนี้ กองคำกลายเป็นสินทรัพย์ที่ต้องเผชิญกับแรงกดดัน จากบอนด์ยีลด์ที่ปรับตัวสูง และแรงขายทำกำไรเมื่อดอลลาร์ปรับตัวขึ้น ถ้าสงครามไม่จบ ราคาน้ำมันจะมีแนวโน้มทรงตัวสูง ยิลด์พันธบัตรทั่วโลกจะขึ้นขึ้นจากแรงกดดันของเงินเฟ้อ สะท้อนว่าจุดเปลี่ยนของตลาดในไตรมาสนี้ คือทิศทางของสงครามมากกว่าข้อมูลเศรษฐกิจ ด้านตลาดหุ้นโลก อาจปรับตัวลงต่อเนื่องจากการ Repricing War Risk คาดว่าเงินบาทจะอ่อนค่าต่อ จากทิศทางเงินทุนเคลื่อนย้าย และความเสี่ยงการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ”



# MARKET OUTLOOK

## Currency Market

### The Safe Haven That Trapped Itself

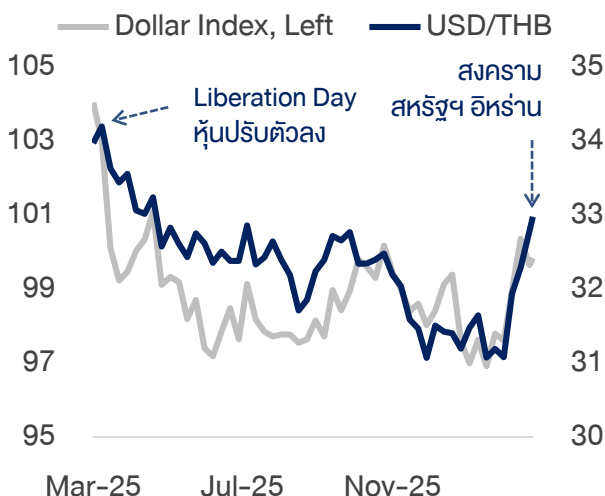
ดอลลาร์ (USD) แห้งค่าในช่วงสิ้นไตรมาสแรก ส่วนทางกับที่เราคาดไว้ตอนต้นปี สาเหตุหลักไม่ใช่เพราะเศรษฐกิจสหรัฐฯ แห้งแกร่งขึ้น แต่เพราะตลาดเข้าสู่โหมด Risk-Off จากความไม่แน่นอนของสงครามอิหร่าน เงินทุนจึงเคลื่อนย้ายเข้า Safe Asset และเมื่อyield สหรัฐฯ ปรับตัวขึ้น USD จึงเป็นตัวเลือกแรก

อย่างไรก็ดี เรามองว่าการแห้งค่ารอบนี้อาจเป็นเหตุการณ์ชั่วคราวมากกว่าการเปลี่ยนแนวโน้ม เพราะตัวแปรที่จะกำหนดทิศทาง USD ในที่เหลือของปีคือคำถามว่า “สงครามจะจบเมื่อไหร่ และอย่างไร”

ถ้าสงครามจบเร็ว คาดว่า USD จะอ่อนค่า กลับทันที แต่ถ้ายืดเยื้อ Dollar Index อาจทรงตัวสูงในกรอบ 100-108 จุด ด้าน EUR/USD คาดจะเคลื่อนไหวในกรอบ 1.08-1.16 โดยความเสี่ยงคือ EUR อาจอ่อนค่าลงมากกว่า

### ภาวะ Risk-Off หนุนดอลลาร์

Dollar Index and USD/THB



Sources: Bloomberg, FNSYRUS

คาด ถ้าราคาพลังงานพุ่งแรง ส่วน USD/JPY คาดเคลื่อนไหวในกรอบ 145-158 ความเสี่ยงคือแนวโน้มเงิน JPY แห้งค่าถ้า Fed กลับไปใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายส่วนทางกับ BOJ

### THB: Weaker Bias, New Target at 31.30

เราปรับเป้า USD/THB ปลายปีขึ้นไปอยู่ที่ 31.3 THB/USD และประเมินกรอบการเคลื่อนไหวทั้งปีที่ 30.6-33.6 THB/USD

การปรับครั้งนี้ไม่ได้มาจากแนวโน้ม USD อย่างเดียว แต่มาจากปัจจัยเชิงโครงสร้างของไทยที่แย่ง เช่น ดุลบัญชีเดินสะพัดที่ลดลงจากการนำเข้าพลังงาน ไปจนถึงการท่องเที่ยวที่คาดว่าจะฟื้นช้ากว่าคาด อย่างไรก็ตาม ความผันผวนของเงินบาทที่สูงกว่าปกติไม่ใช่สัญญาณการกลับทิศระยะยาว แต่เป็นสัญญาณว่าตลาดกำลังปรับสมดุล เพราะปัจจัยบวกจากรัฐบาลที่มีเสถียรภาพยังคงอยู่

### เงินบาทอ่อนค่าสวนทุกสกุลเงิน

Foreign Currencies Performance (%)

| Against THB | %3M | %1Y  | %MA200 |
|-------------|-----|------|--------|
| USD         | 4.4 | -3.2 | 2.5    |
| EUR         | 1.6 | 3.4  | 1.2    |
| JPY         | 1.3 | -9.2 | -2.5   |
| HKD         | 3.1 | -3.6 | 2.3    |
| CNY         | 5.0 | 2.1  | 4.7    |
| SGD         | 3.7 | 1.1  | 2.4    |
| VND         | 3.7 | -5.8 | 2.4    |

Note: %MA200 = % difference between the current price and the 200 days moving average. Sources: Bloomberg, FNSYRUS; as of 27 Mar 2026

# Commodity Market

## Gold Rises On Script, But the Road Gets Bumpy

ราคาทองคำไปปรับตัวขึ้นได้ตามที่ได้ตามที่เราประเมินไว้ ความเสี่ยงสงครามเป็นแรงหนุนในระยะยาว แต่ในระยะสั้น เนื่องจากเป็นสงครามตะวันออกกลางที่กระทบต่อแนวโน้มเงินเฟ้อ และนโยบายการเงิน จึงทำให้ราคาทองคำถูกกดดันไปพร้อมกัน นอกจากนี้ ระดับราคาตั้งต้น ก็แพงเมื่อเทียบกับอดีต การที่ดอลลาร์พลิกเงิ่ค่าในช่วง Risk-Off จึงกลายเป็นแนวต้าน ที่ทำให้ราคาทองคำไม่สามารถเป็นขาขึ้นได้ต่อ

อย่างไรก็ดี เราคงเป้าทองคำปลายปีที่ 5,000 USD/oz โดยมีสมมติฐานหลักคือ (1) สงครามคลี่คลายครั้งปีหลัง (2) ธนาคารกลางฝั่ง EM สะสมทองคำต่อเนื่อง และ (3) Fed ไม่ขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ และสามารถกลับไปใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นในช่วงท้ายปี

## Three War Scenarios, Three Oil Price Regimes

ราคาน้ำมันดิบกลางเป็นตัวแปรที่สำคัญที่สุดในขณะนี้ มองว่าการที่ราคาพลิกเป็นขาขึ้นจากความเสี่ยงสงครามส่วนหนึ่งเป็นเหตุการณ์ชั่วคราว แต่บางส่วนก็เป็นการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง เราจึงประเมินทิศทางราคาน้ำมันเป็น 3 กรณี

- (1) สงครามจบเร็วในไตรมาสที่ 2 (โอกาส 30%) หากสหรัฐฯ หารือตกลงผ่านคนกลางได้ ราคาน้ำมันจะดิ่งกลับสู่ระดับ 70–80 USD/bbl
- (2) สงครามยืดเยื้อเกินไตรมาสที่ 3 (โอกาส 40%) คาดราคาน้ำมันจะทรงตัวในกรอบ 90–100 USD/bbl โดยมีความไม่แน่นอนของ Supply กดดันตลาดต่อเนื่อง กลายเป็นความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อของโลกในครึ่งปีหลัง
- (3) สงครามลุกลามจนสหรัฐฯ ต้องใช้ปฏิบัติการภาคพื้นดิน (โอกาส 40%) อิหร่านอาจปิดช่องแคบ Hormuz ทาวรและโจมตีสหรัฐฯ น้ำมันอาจแตะ 150 USD/bbl และกลายเป็นวิกฤตพลังงานโลก ก่อนที่สหรัฐฯ จะต้องบุกอิหร่านในที่สุด

## สงครามอิหร่าน น้ำมันขึ้น ทองร่วง

Crude Oil and Gold Spot Prices



## ปีแห่งความเสี่ยงสงครามอิหร่าน

Commodity and Crypto Performances (%)

| Against USD    | %3M   | %1Y   | %MA200 |
|----------------|-------|-------|--------|
| BCOM Index     | 19.8  | 26.8  | 21.7   |
| Gold           | 3.7   | 47.0  | 8.5    |
| Crude Oil      | 76.6  | 52.1  | 35.9   |
| Copper         | -6.8  | 4.4   | 2.5    |
| Industrial Mat | 0.1   | 7.8   | 6.0    |
| Agricultures   | 5.8   | -1.0  | 3.9    |
| Bitcoin        | -22.2 | -18.2 | -34.9  |

Note: BCOM = Bloomberg Commodity Index, %MA200 = % difference between the current price and the 200days moving average; Sources: Bloomberg, FNSYRUS

# Rate Market

## Fed: Even Warsh Can't Cut

ตลาดเคยหวังว่าการเปลี่ยนผู้ดำรงตำแหน่งประธาน Fed จาก Jerome Powell เป็น Kevin Warsh จะเปิดทางให้เกิดการลดดอกเบี้ยเร็วขึ้น

แต่ผลของความไม่แน่นอนในตลาดทั้งหมด ทำให้สมการดอกเบี้ยเปลี่ยนแปลงไปสามเรื่อง (1) ภาพรวมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่ได้รับผลกระทบทันที แต่ความเสี่ยงระยะยาวสูงขึ้นทำให้ Fed อาจต้องเพิ่มระยะเวลาในการประเมินผลต่อนโยบายการเงิน (2) เงินเฟ้อคาดหวังมีแนวโน้มสูงขึ้น ลดพื้นที่สำหรับการลดดอกเบี้ยระยะสั้น และ (3) การเมืองที่ไม่แน่นอนส่งผลกระทบต่อ การเข้ารับตำแหน่งของประธาน Fed คนใหม่ อาจเลื่อนหรือเปลี่ยนแปลงได้อีก ทั้งหมดกดดันให้ ส่วนต่างระหว่าง ยิลด์ 2ปี และ Fed Fund เร่งตัวขึ้นเป็นบวก (Bear Steepening) สะท้อนมุมมองตลาดว่า Fed อาจไม่สามารถลดดอกเบี้ยได้แล้วในปี

อย่างไรก็ดี เรายังคงคาดว่า Fed จะสามารถลดดอกเบี้ยได้ 1 ครั้งปลายปี โดยมองว่าผลกระทบ

จากราคาลงงานไม่กระทบเงินเฟ้อคาดหวัง แต่ความไม่แน่นอนจากการเมืองกระทบความเชื่อมั่นหนุนาการลดดอกเบี้ยเมื่อสงครามมีบทสรุป ขณะที่ยิลด์ 10 ปีคาดทรงตัวที่ 4.50%

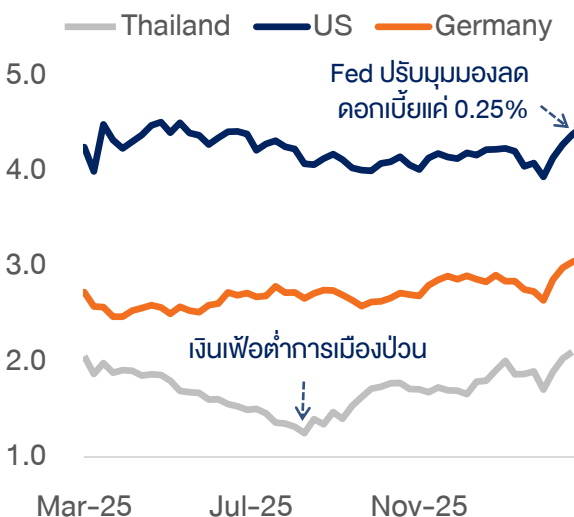
## BOT: One Last Cut

รปท. อยู่ในสถานะที่แตกต่าง เพราะเงินเฟ้อทั่วไปจะปรับตัวสูงขึ้นเร็ว และชั้นนำเงินเพื่อพื้นฐาน ในทางทฤษฎีการลดดอกเบี้ยควรจบลงแล้ว แต่ในทางปฏิบัติ เชื่อว่าความเสี่ยงของเศรษฐกิจถดถอยมีสูงขึ้นมาก ทำให้รปท.อาจต้องเปลี่ยนไปใช้เหตุผลด้านความเสี่ยง (Risk Management) เพื่อลดดอกเบี้ยสู่ระดับ 0.75% ประคองเศรษฐกิจให้ไม่ถดถอย

ด้านบอนด์ไทยยิลด์ไทยอายุ 10 ปี คาดปรับตัวขึ้นไปที่ 2.5% สูงกว่าที่เคยประเมินไว้ เพราะมีแรงกดดันทั้งจากเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น และนโยบายการคลังที่อยู่ใโหมดผ่อนคลาย เราประเมินความเสี่ยงเป็นขาขึ้น ถ้าเงินเฟ้อไม่ลดลงเร็ว และเงินทุนเริ่มไหลออกต่อเนื่อง อาจหนุนให้ยิลด์ระยะยาวปรับตัวสูงขึ้นได้อีก

## นโยบายการเงินหยุดผ่อนคลาย

Government 10Y Bond Yield (%)



Sources: Bloomberg Consensus, FNSYRUS

## ยิลด์ไทยสะท้อนความกังวลเงินเฟ้อ

Global Government Bond Yields (% and bps)

|              | Last (%) | Chg.3M | Chg.YTD |
|--------------|----------|--------|---------|
| US 3M        | 3.68     | 6      | -61     |
| US 2Y        | 3.91     | 43     | -8      |
| US 10Y       | 4.43     | 30     | 7       |
| German 10Y   | 3.09     | 23     | 32      |
| Japan 10Y    | 2.39     | 35     | 80      |
| China 10Y    | 1.82     | -2     | 1       |
| Thailand 10Y | 2.33     | 63     | 27      |

Note: Chg. = basis point changes (bps) in yields on specific periods; Sources: Bloomberg, FNSYRUS

# Equity Market

## US Equities, Expensive and Getting Cheaper

ราคาพลังงานที่สูงขึ้นกดดันตลาดหุ้นสหรัฐฯ ผ่านสองช่องทาง (1) Valuation เมื่อดอกเบียและยิลด์สูงขึ้น Multiple ของหุ้นมีแนวโน้มปรับตัวลง หุ้นสหรัฐฯ เข้าสู่สงครามด้วยระดับ P/E ที่สูง ทำให้เกิดการปรับฐานทันที (2) Margin Pressure จากต้นทุนพลังงาน และค่าขนส่งที่จะเริ่มสะท้อนในงบไตรมาสสองเป็นต้นไป และ (3) การปรับสไตล์การลงทุนออกจาก Growth ไปสู่ Value ในภาวะที่สินทรัพย์จริงทำผลตอบแทนได้สูงกว่าสินทรัพย์การเงิน

เรื่องสำคัญของตลาด (Narratives) ที่เปลี่ยนไปส่งผลให้ระดับมูลค่าของหุ้นปรับตัวสูงขึ้นได้ยาก มองว่าตลาดจะให้ความสำคัญกับประเด็นความเสี่ยงที่เหมาะสม และมูลค่าปัจจุบัน มากกว่า แนวโน้มการเติบโตในอนาคต ไปจนกว่าจะมีความชัดเจนว่าแนวโน้มนโยบายการเงินโลกจะปรับเปลี่ยนไปในทิศทางใด

## EM vs DM: Sector First, Valuation Later

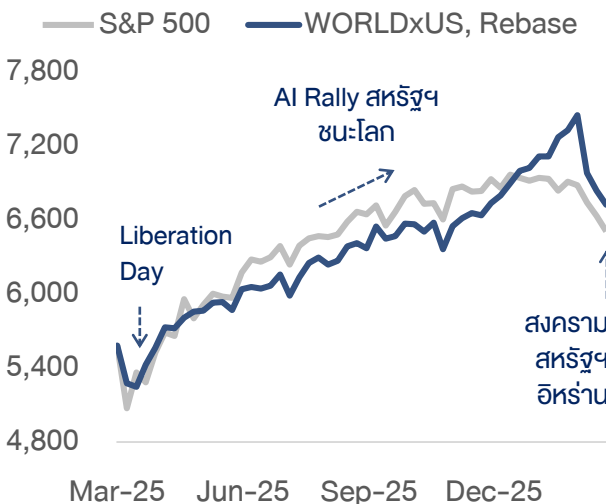
ในภาวะตลาดปัจจุบัน เรามองว่าโครงสร้าง Sector มีความสำคัญที่สุดในการกำหนดทิศทางผลตอบแทน

Developed Markets (DM) โดยเฉพาะสหรัฐฯ มีน้ำหนักในกลุ่ม Growth และ Technology สูง ทำให้มีความอ่อนไหวต่อต้นทุนการเงินทุนที่สูงขึ้นมาก นอกจากนี้ Valuation อยู่ในระดับสูงกว่า Emerging Market (EM) โดยรวม ทำให้ตลาดอาจเลือกลงทุนแค่บางบริษัทที่น่าสนใจ

ในทางตรงกันข้าม EM มีโครงสร้างที่เอียงไปทาง Value, Financials และ Commodities มากกว่า เป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากเงินเฟ้อ ดอกเบียขาขึ้น และราคาสินทรัพย์จริง แม้ภาพตลาดที่อยู่ในโหมด Risk-Off โดยรวมอาจเกิดการลงทุนในหุ้นทั้งหมด แต่เชื่อว่าตลาดจะเลือกกระจายการลงทุนออกมาสะสมหุ้น EM มากขึ้น รับกระแสการเปลี่ยนแปลงจากสงคราม

## หุ้นนอกสหรัฐฯ ทำผลตอบแทนเด่น

World vs. S&P 500 (Rebased to S&P 500)



Sources: Bloomberg Consensus, FNSYRUS

## หุ้น Value ทำผลงานดีที่สุดของปี

Global Equity Indices and Styles

| Priced in USD   | %YTD | %QTD | P/E |
|-----------------|------|------|-----|
| WORLD           | -5.0 | -5.0 | 17  |
| Developed Mkt   | -5.8 | -5.8 | 18  |
| Emerging Mkt    | 1.3  | 1.3  | 12  |
| Global Growth   | -8.6 | -8.6 | 24  |
| Global Quality  | -7.7 | -7.7 | 22  |
| Global Value    | 3.2  | 3.2  | 17  |
| Global Dividend | 3.1  | 3.1  | 14  |

Note: P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings

Sources: Bloomberg, FNSYRUS

# TOP OF MIND QUESTIONS

## Key Takeaway

“ เราตอบคำถามที่นักลงทุนสนใจมากที่สุดสามเรื่อง ประกอบด้วย (1) สงครามอิหร่านจะยืดเยื้อแค่ไหนและส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกอย่างไร เชื่อว่าตัวแปรที่กำหนดความยืดหยุ่นของการควบคุมช่องแคบ Hormuz บทบาทของรัสเซีย จีน และการเมืองสหรัฐฯ (2) สินทรัพย์แบบใดที่น่าสนใจในภาวะสงคราม เราสรุปว่าไม่มีสินทรัพย์ชิ้นเดียวที่ปลอดภัยในระยะสั้นเนื่องจากระดับราคาตลาดเริ่มต้นที่สูง และ (3) โอกาสการลงทุนจากรอบการเติบโตครั้งใหม่ของญี่ปุ่น เรามองว่าเป็นโอกาสระยะยาวที่นักลงทุนควรเริ่มต้นศึกษา และทยอยสะสม ”



## Top of Mind Question 1

# Iran War: Impacts and Endgame?

## ทำไมสงครามอิหร่านครั้งนี้จึงเป็น Energy Shock ครั้งใหญ่ ครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์?

เพราะช่องแคบ Hormuz ที่เป็นเส้นทางขนส่งน้ำมันกว่า 20 mb/d หรือราว 20% ของ supply โลกถูกปิด ผลผลิตน้ำมันดิบที่หายไปใหญ่กว่าวิกฤต Russia-Ukraine ปี 2022 ถึง 18 เท่า ความแตกต่างจากวิกฤตก่อนๆ คือ สงครามครั้งนี้ไม่ได้กระทบแค่ประเทศผู้ผลิตเดียว แต่การปิดเส้นทางท่อส่งหลักของโลก ทำให้แม้แต่ประเทศที่ไม่ได้ซื้อน้ำมันจากอิหร่านก็ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นทันที และสงครามที่ยืดเยื้อ จะนำไปสู่การปรับเปลี่ยนโครงสร้างการผลิต รวมถึงการส่งออกน้ำมันทั่วโลก

## สงครามครั้งนี้อาจเปลี่ยนระเบียบพลังงานโลกอย่างไร?

การเปลี่ยนแปลงเกิดขึ้นใน 3 มิติ (1) ประเทศที่พึ่งพาน้ำมันจากอ่าวเปอร์เซีย จะต้องมีเส้นทางสำรองอย่างจริงจัง การลงทุนในแหล่งน้ำมันนอกตะวันออกกลาง เช่น แอฟริกา บราซิล และอ่าวเม็กซิโก จะเกิดมากขึ้นด้วย เหตุผลด้านความมั่นคง (2) แม้สงครามจบราคาน้ำมันอาจไม่กลับสู่ระดับเดิม เพราะโครงสร้างพื้นฐานที่ถูกทำลายต้องใช้เวลาซ่อมแซม 3-5 ปี บริษัทประกัน และสายเดินเรือจะคิดค่าความเสี่ยงสูงขึ้น และประเทศผู้ซื้อจะสร้างคลังสำรองมากขึ้น (3) การเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดจะเร็วขึ้น 5-10 ปี อ้างอิงจากวิกฤตพลังงานทุกครั้งในประวัติศาสตร์เป็นตัวเร่งของพลังงานทางเลือกเสมอ เช่น วิกฤตปี 1973 ก่อให้เกิดโปรแกรม Nuclear ในยุโรป

วิกฤตปี 2022 เร่ง LNG ในยุโรป และในครั้งนี้ เราคาดว่าจะเร่งการลงทุนของ Solar, Wind, และ Battery Storage ในเอเชียและยุโรป

## ตลาดการเงินตอบสนองต่อ Oil Shock อย่างไรในอดีต?

ข้อมูลจาก 6 วิกฤตพลังงานสำคัญในอดีตมีรูปแบบที่เป็นพื้นฐานคือ ราคาน้ำมันพุ่งแรงในช่วง Shock แต่จะปรับลงหลังจากนั้น ส่วนตลาดหุ้นมักปรับตัวลง 3-6 เดือนแรก แต่ฟื้นตัวขึ้นได้ใน 12 เดือนต่อมา ถ้าไม่เกิดเศรษฐกิจถดถอยซ้อนกับ ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ปรับตัวขึ้นแทบทุกครั้ง โดยเฉพาะเมื่อเศรษฐกิจถดถอย ความแตกต่างของวิกฤตปี 2026 คือ ทั้งตลาดหุ้นสหรัฐฯ และทองคำเริ่มต้นจากระดับที่ Valuation สูงกว่าปรกติ ทำให้ความเสี่ยงราคาปรับตัวลงมีมากกว่ารอบอื่น Safe-Haven Assets อาจเปลี่ยนแปลงจากแค่เงินดอลลาร์ หรือทองคำ ไปเป็นสกุลเงินของประเทศที่มีความเสี่ยงจากวิกฤตพลังงานต่ำ

## ตัวแปรอะไรที่จะบอกว่าสงครามจะจบเร็ว หรือยืดเยื้อ?

สามตัวแปรสำคัญได้แก่ (1) ใครควบคุมช่องแคบ Hormuz ทราบใดที่อิหร่านปิดช่องแคบสหรัฐฯ จะไม่สามารถประกาศชัยชนะได้ แต่ถ้าอิหร่านเปิดช่องแคบ ตลาดจะตีความว่า สงครามจบทันที (2) บทบาทของรัสเซียและจีน รัสเซีย คือตัวกลางที่มีอำนาจมากพอในการช่วยต่อรอง ขณะที่จีนมีแรงกดดันทางเศรษฐกิจต่ออิหร่านสูง ถ้าทั้งสองประเทศร่วมหาทางออก อิหร่านจะต้องเข้าสู่โต๊ะเจรจาอย่างเสียไม่ได้ (3) ราคาน้ำมันกับการเมืองสหรัฐฯ ถ้าราคาน้ำมันหน้าปีมสูงก่อนช่วง Midterm

ปลายปี 2026 แรงแกดดินภายในสหรัฐฯ จะบังคับให้ Trump ต้องหาทางออก เพราะความเจ็บปวดทางเศรษฐกิจของชาวอเมริกัน คือสิ่งสำคัญมากกว่าการชนะสงคราม

## นักลงทุนไทยควรจัดพอร์ตลงทุนเพื่อรับมือสงครามที่มีแนวโน้มยืดเยื้ออย่างไร?

ในระยะสั้น การปรับสัดส่วนการลงทุนโดยการเพิ่มสินทรัพย์ทางเลือก (น้ำมันและทองคำ) และถือเงินสดเพิ่มขึ้น 5-10% เป็นการจัดการความเสี่ยงที่ตรงไปตรงมาที่สุด

ในระยะกลาง (1-2ปี) นักลงทุนสามารถเพิ่มน้ำหนักตลาดที่เป็นผู้ส่งออกพลังงาน หรือผู้ผลิตสินค้าโภคภัณฑ์เช่น แคนาดา บราซิล

และ ลดน้ำหนักตลาดเปราะบางต่อราคาพลังงานเช่น อินเดีย ยุโรป นอกจากนี้อาจปรับเพิ่มการลงทุนในกลุ่มพลังงาน ไปพร้อมกับลดกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยลงได้ 5-10%

ส่วนในระยะยาว เชื่อว่ากระแสการลงทุนจะแบ่งเป็น 3 ธีมประกอบด้วย (1) Energy Transition เน้นไปที่การลงทุนในกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยที่ใช้พลังงานทางเลือก เช่น EV Battery พลังงานแสงแดด พลังงานลม (2) Defense Tech ทั่วโลกจะมีการตั้งงบลงทุนด้านกลาโหมเพิ่มถาวร โดยเฉพาะประเทศในกลุ่ม DM เน้นไปที่การป้องกันภัย Aerospace รวมถึง Cyber Security (3) Energy Infrastructure ใหม่ เพื่อรองรับเส้นทางพลังงานสำรองในภูมิภาคตะวันออกกลางที่ไม่ผ่านช่องแคบ Hormuz

## สงครามอิหร่าน 2026 เทียบ Global Energy Shock ในประวัติศาสตร์

A Comparison of the Iran War 2026 with major historical geopolitical energy shocks

|   | 1973<br>Arab Oil Embargo   | 1990–1991<br>Gulf War I   | 2022<br>Russia-Ukraine   | 2026<br>Iran War (ปัจจุบัน)  |
|---|--|---|--|--|
| ภาพรวม                                  | OPEC ปิดกั้นการส่งออกน้ำมันเพื่อลงโทษชาติตะวันตกที่สนับสนุนอิสราเอล                            | อิรักบุกคูเวต สหรัฐฯ นำพันธมิตรเข้าสู่สงครามเปลี่ยนการปกครองในรัก | รัสเซียบุกยูเครน ชาติตะวันตกคว่ำบาตรพลังงาน รัสเซียถูกตัดออกจากระบบยุโรป         | สหรัฐฯ และอิสราเอลโจมตีอิหร่าน Strait of Hormuz ถูกปิดกั้น                         |
| % Shock ต่อ Supply โลก)                 | 9%   | 9%  | 3%   | 17%  |
| ราคาน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นสูงสุดโดยประมาณ | 190% ใน 6 เดือน  | 95% ใน 3 เดือน  | 80% ใน 3 เดือน   | 60% สถานการณ์ดำเนินอยู่ต่อเนื่อง   |
| ผลกระทบเศรษฐกิจระยะสั้น (1–12 เดือน)    | เงินเฟ้อสูง เกิด stagflation รุนแรงในยุโรป และสหรัฐฯ เข้าสู่ Recession                         | Recession ในสหรัฐฯ แต่ฟื้นตัวเร็ว เพราะสงครามไม่ยืดเยื้อ          | เงินเฟ้อในยุโรปพุ่งขึ้นแตะระดับ 10% ในยุโรป Fed และ ECB ต้องขึ้นดอกเบี้ย         | เงินเฟ้อสูงขึ้นทันที แต่ผลกระทบด้านกำลังซื้อยังไม่ชัดเจน                           |
| สิ่งที่เป็นการเปลี่ยนถาวร               | ทั่วโลกตระหนักถึง Energy Dependency ครั้งแรก นำไปสู่การจัดตั้ง IEA และเริ่มมีนโยบายน้ำมันสำรอง | สหรัฐฯ ยืนยันบทบาทผู้นำโลกหนุนการใช้ Petrodollar system           | ยุโรปตัด Russian ถาวร มีการลงทุนด้านพลังงาน และกลาโหมเพิ่มขึ้นชัดเจนในกลุ่ม NATO | ทั่วโลกตระหนักถึง Energy Risk คาดนำไปสู่การลงทุนกลาโหม และเร่งลงทุนพลังงานทางเลือก |

## Top of Mind Question 2

# What to Buy in Wartime?

### ทำไมสินทรัพย์ปลอดภัยถึงผันผวนช่วงสงคราม?

ช่วงเริ่มต้นของสงคราม มักไม่ใช่ช่วงเวลาที่เกิดการไล่ซื้อสินทรัพย์ปลอดภัย แต่มักเปิดด้วยด้วยการขายทำกำไรสินทรัพย์เพื่อหาเงินสดเข้าพอร์ต (Raise Cash) การเร่งขายที่ทำให้ราคาสินทรัพย์เปลี่ยนแปลงรวดเร็ว มักตามมาด้วยการลด Leveraged Position ในสินทรัพย์ที่ทำผลตอบแทนดีต่อเนื่องในช่วงก่อนสงคราม

สำหรับสงครามอิหร่าน ทองคำ บอนด์สหรัฐฯ และดอลลาร์ เป็นสินทรัพย์ปลอดภัยที่ผันผวนสูงผิดปกติ เนื่องจากสงครามทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นเร็ว เงินเฟ้อเปลี่ยนสมดุล และ Fed ต้องคงดอกเบี้ยสูง เป็นลบต่อบอนด์ สำหรับทองคำ นอกจากนั้น ปีที่ผ่านมาเป็นปีที่ราคาทองคำปรับตัวขึ้นสูงที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์ เมื่อตลาดเริ่มปรับฐานจึงเกิดการ Unwind Position ตามมา

### ดอลลาร์ปลอดภัยแค่ไหน?

ในมุมมองอัตราแลกเปลี่ยน เรามองว่าดอลลาร์ (USD) ยังคงเป็น safe haven ในเชิงสภาพคล่องช่วงความผันผวนสูง และสงครามอย่างไรก็ดี ความได้เปรียบเชิงโครงสร้างผ่านระบบ Petrodollar ลดลงมากในทศวรรษนี้ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างการค้าพลังงาน และความเชื่อมั่นระหว่างสหรัฐฯ กับพันธมิตรตะวันออกกลาง

หมายความว่าแม้ USD จะเป็นสินทรัพย์ปลอดภัยในรอบนี้ แต่ในอนาคต มีแนวโน้มสูงที่จะถูกลดบทบาทลง ถ้าการซื้อขายน้ำมันในตะวันออกกลาง เปลี่ยนไปใช้สกุลเงินคู่ค้า

### ทองคำปรับตัวลงแรง ยังปลอดภัยอยู่ไหม?

การปรับตัวลงแรงในช่วงสงครามไม่ได้หมายความว่าสูญเสียสถานะสินทรัพย์ปลอดภัย เพราะปัจจัยโครงสร้างแข็งแกร่ง การเข้าซื้อของธนาคารกลางมีต่อเนื่อง ความเสี่ยงด้านการคลังของสหรัฐฯ และแนวโน้ม de-dollarization ยังคงอยู่ แต่สะท้อนแรงกดดันด้านสภาพคล่อง จากแนวโน้มดอกเบี้ยลดลง ส่งผลให้ต้นทุนการถือครองสูงต่อเนื่องในระยะสั้น และการเพิ่มเงินสด เพื่อรองรับการขาดทุนจากสินทรัพย์อื่น ทำให้ทองคำถูกขายทำกำไร เราจึงมองว่าการปรับฐาน เป็นความเสี่ยงเชิงเทคนิคมากกว่าการเปลี่ยนแนวโน้ม

### ภาวะสงคราม นำไปสู่เหตุการณ์ใด และสินทรัพย์ไหนคือโอกาสหรือความเสี่ยง?

จากข้อมูลในอดีต สงครามไม่ได้นำไปสู่การเปลี่ยนสถานะของตลาด (Regime Shift) ในทันที และมักเป็นเพียง Inflation Shock ระยะสั้น โดยเราแบ่งกลุ่มผลกระทบออกเป็น 3 กรณีหลัก

- (1) No Regime Shift เป็น 60-70% ในอดีต เศรษฐกิจฟื้นตัวเร็ว สินทรัพย์ที่เป็นโอกาสมักเป็นสินทรัพย์ที่ปรับตัวลงโดยที่ปัจจัยพื้นฐานไม่เปลี่ยนแปลง ในครั้งนี้มองว่าเป็น Growth Equities กลุ่ม AI
- (2) Cyclical Shift เกิดขึ้นราว 20-30% เมื่อสงครามยืดเยื้อนำไปสู่ภาวะเงินเฟ้อสูง การเติบโตต่ำ (Stagflation) สินทรัพย์ที่โดดเด่นคือ สินทรัพย์ทางเลือก นำโดยน้ำมัน และทองคำ

(3) Structural Shift ในอดีตมักเป็นผลต่อเนื่องระยะยาว หากสงครามกระทบโครงสร้างการผลิต และการบริโภค ระยะสั้น Structural Shift มักเป็นภาวะที่กดดันเศรษฐกิจให้เสี่ยงเข้าสู่ภาวะ Recession และเปลี่ยนโครงสร้างทันที ในกรณีนี้โอกาสจะอยู่ที่สินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์ระยะยาว เช่นในสงครามอิหร่าน มองว่าเป็น Defense Equities และ Renewable Energy Equities

## นักลงทุนไทยควรเลือกสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างไรในอนาคต?

บทเรียนสำคัญของสงครามอิหร่านชี้ว่าสินทรัพย์ปลอดภัย เปลี่ยนแปลงไปได้ตาม

บริบทของเศรษฐกิจและสงคราม ในภาวะปกติ (Peacetime) สินทรัพย์ปลอดภัยคือสินทรัพย์ที่มีความผันผวนต่ำ และไม่ปรับตัวลงเมื่อสินทรัพย์หลักพบกับความผันผวน แต่ในภาวะสงคราม (Wartime) สิ่งแรกที่นักลงทุนต้องระวังคือ การบริหารสภาพคล่องจะเกิดขึ้นก่อน Correlation ของทุกสินทรัพย์จะเข้าหากัน หลังจากนั้นความสัมพันธ์จะขึ้นอยู่ที่ทิศทางของเงินเฟ้อ แนวโน้มเศรษฐกิจ และระดับ Valuation ดังนั้น สินทรัพย์ที่เหมาะสมกับสงคราม อาจไม่ใช่สินทรัพย์เดิมเสมอ กลยุทธ์ที่สำคัญคือ มีความยืดหยุ่น และมองให้ออกว่าสินทรัพย์ไหน จะช่วยลดความผันผวนของพอร์ตลงทุนได้ในแต่ละสถานการณ์

## สรุปสินทรัพย์ลงทุนช่วงสงคราม: โอกาสและความเสี่ยง

Wartime Investible Assets: Strengths and Risks across Assets (2026 US-Israel-Iran conflict)

| ประเภทสินทรัพย์           | 1Y before<br>28 Feb 26 | 28 Feb 26<br>to Present | โอกาส และจุดเด่น                                     | ความเสี่ยง และจุดอ่อน                                       |
|---------------------------|------------------------|-------------------------|--|---|
| Gold                      | 84%                    | -15.8%                  | ไม่มี Credit Risk ธนาคารกลางทั่วโลกถือเป็นหลักประกัน | ดอกเบี้ยขาขึ้นกดดัน ถูกขายทำกำไรเมื่อตลาดปรับฐาน            |
| Crude Oil                 | -3.9%                  | 39.7%                   | ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงด้านอุปทานได้รวดเร็วที่สุด   | ความผันผวนสูง ไม่เหมาะถือลงทุนระยะยาว                       |
| USD                       | -9.0%                  | 5.6%                    | เป็นสกุลเงินที่มีสภาพคล่องสูงที่สุด มีดอกเบี้ยสูง    | มีความเสี่ยงจากความไม่เชื่อใจของประเทศในตะวันออกกลาง        |
| CNY                       | -3.8%                  | 4.9%                    | สกุลเงินของผู้ซื้อน้ำมันดิบหลักในตะวันออกกลาง        | มีปัญหาเรื่อง Capital Control และเสี่ยงกับด้านภูมิรัฐศาสตร์ |
| Thai Govt Bonds           | 5.0%                   | -4.6%                   | มีความผันผวนต่ำ ไม่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากสงคราม      | ผลตอบแทนต่ำ มีความเสี่ยงถ้าเงินเฟ้อสูงขึ้นเร็ว              |
| Defense Equities          | 56.8%                  | -10.3%                  | มีแรงส่งจากการลงทุนและการใช้จ่ายด้านกลาโหม           | Valuation แพง มีโอกาสปรับตัวลงถ้าสงครามจบเร็ว               |
| Oil & Gas Equities        | 27.9%                  | 10.1%                   | รายได้ขึ้นพร้อมกันราคาน้ำมันเด่นเมื่อสงครามยืดเยื้อ  | ธุรกิจไม่โดดเด่นระยะยาว อาจปรับตัวลงถ้าสงครามจบเร็ว         |
| Renewable Energy Equities | 49.0%                  | 0.3%                    | วิกฤตพลังงานเร่งให้เกิดการเปลี่ยนแปลงด้านนโยบาย      | ระยะสั้นธุรกิจยังไม่ทำกำไรชัดเจน การแข่งขันสูง              |

Notes: Gold = XAU, Crude Oil = CL1, USD = USD against THB, CNY = CNY against THB, Thai Govt Bond = Thai BMA All Government Bond TR Index, Defense Equities = World Aerospace and Defense Index, Oil and Gas Equities = World Oil and Gas Index, Renewable Energy Equities = World Renewable Energy Index; Sources: Bloomberg, FNSYRUS as of 27 March 2026

## Top of Mind Question 3

# Japan Equities Awakening?

### ทำไมญี่ปุ่นถึงติดอยู่ใน Lost Decade ในช่วงที่ผ่านมา?

ปัญหาของตลาดหุ้นญี่ปุ่นเป็นประเด็นด้านโครงสร้างและวัฏจักรเศรษฐกิจที่รอบใหญ่ เริ่มต้นจากเป็นช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจเก่า หลัง Plaza Accord ปี 1985 ที่นโยบายการเงินผ่อนคลาย ตามมาด้วยวงจรกิจกรรมที่ทำได้ง่าย พร้อมกับเมื่อเงินเฟ้อสูง ราคาสินทรัพย์ปรับตัวขึ้น ก็ยิ่งทำให้หุ้นเพิ่มได้มากขึ้นอีก ส่งผลให้ Valuation ปรับตัวสูงขึ้นไม่หยุด จนมาถึงจุดเปลี่ยนสำคัญคือการใช้นโยบายการเงินเข้มงวด และการขึ้นภาษี ทำให้สภาพคล่องลดลงอย่างรวดเร็วจนกลายเป็นการแตกของฟองสบู่ครั้งใหญ่

ประเด็นที่ทำให้เกิด Lost Decade คือการที่บริษัทลดขนาดงบดุลลง ธนาคารมีหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้สูง พร้อมกับภาวะเงินฝืด ทำให้การฟื้นตัวของตลาดหุ้นเกิดขึ้นช้า

### อะไรคือสาเหตุที่ทำให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นทำจุดสูงสุดใหม่?

ตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่ปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ในช่วงต้นปี 2026 ได้แรงหนุนจากหลายปัจจัย ทั้งในเชิงโครงสร้าง และเชิงนโยบาย โดยแกนหลักคือ (1) กำไรฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยหลังใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายยาวนาน (2) Corporate Governance Reform ที่ผลักดันให้บริษัทเพิ่มประสิทธิภาพการใช้เงินทุน และเร่งการคืนผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้น ช่วยยกระดับ Valuation ของตลาดขึ้นทั้งระบบ

ขณะเดียวกัน (3) กระแสเงินทุนต่างชาติก็เริ่มไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง จากการปรับนโยบายการเงินเข้าสู่โหมดเข้มงวด พร้อมกับที่ (4) นัก

ลงทุนในประเทศ กลับเข้าสู่ตลาดจากแรงจูงใจด้านนโยบายภาษี

### การเมืองมีบทบาทมากแค่ไหนในวัฏจักรตลาดหุ้นญี่ปุ่น?

นโยบายเศรษฐกิจมีบทบาทสูงมากในการกำหนดวัฏจักรเศรษฐกิจ ย้อนกลับไป 6 วัฏจักรหลักของญี่ปุ่นตั้งแต่ทศวรรษ 1980 มักเกิดจากการเมืองเปลี่ยนแปลง ส่งผลให้นโยบายเปลี่ยนไป เช่น Nakasone (1982) ที่มีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และเปิดเสรีการเงิน นายกรัฐมนตรี Koizumi (2003) ที่มีการแก้ปัญหานโยบาย NPL ของธนาคาร นายกรัฐมนตรี Abe (2012) ที่ออกมาตรการลูกศรสามดอกของ Abenomics และล่าสุดนายกรัฐมนตรี Kishida และ Takaichi ที่มีการแก้ปัญหาระง่อนแง่น และการสร้างกำไร

ในทางตรงกันข้ามกลไกการเมืองก็มักเป็นตัวหยุดการฟื้นตัวของตลาดผ่านความเชื่อมั่น เช่น การลาออกของนายกรัฐมนตรี Koizumi (2006) หรือนายกรัฐมนตรี Abe (2020) ทำให้ตลาดมีความกังวลเรื่องความต่อเนื่องของนโยบาย Valuation จึงมักปรับตัวลงทันทีแม้ Earning สามารถเติบโตได้

### พัฒนาการ AI เป็นโอกาสหรือความเสี่ยงของญี่ปุ่นในรอบนี้?

พัฒนาการด้าน AI เป็นความท้าทายของวัฏจักรตลาดหุ้นญี่ปุ่นอย่างมาก เนื่องจากเกิดขึ้นในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงด้านการเมืองที่ดี แต่ญี่ปุ่นไม่ใช่เจ้าของ Platform ทำให้ไม่สามารถกำหนดความเร็วของการเติบโตได้เอง

นอกจากนี้ ญี่ปุ่นขาดแคลนแรงงานที่สามารถปรับตัวรับ AI ได้ทันที คล้ายกับปี 2000

ส่งผลให้เทคโนโลยี ถูกนำไปประยุกต์ใช้ช้ นอกจากนี้ก็มีคำถามเรื่องนโยบายการเงินที่เข้มงวดว่าอาจกดดันการลงทุน

อย่างไรก็ดี ความหวังสำคัญอยู่ที่การปรับโครงสร้างธุรกิจที่จำเป็นต้องใช้ AI และ Robotics เพื่อแก้ปัญหาแรงงานอยู่แล้ว บวกกับมีบริษัทที่อยู่ในสายพานการผลิตของโครงสร้างพื้นฐาน AI ขึ้นต้น ถ้าการปฏิรูปมีความชัดเจนด้าน AI จะเป็นองค์ประกอบสำคัญของวัฏจักรตลาดหุ้นในรอบนี้

### นักลงทุนไทยควรวางกลยุทธ์การลงทุนในญี่ปุ่นอย่างไร?

นักลงทุนไทยควรลงทุนในญี่ปุ่นแบบทยอยสะสม เนื่องจากตลาดอยู่ในช่วงต้นถึงกลางของวัฏจักรขาขึ้นที่กำลังไต่และ Valuation มีแนวโน้มขยายตัวพร้อมกัน

อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงที่ต้องระวังคือเงินเยนที่

ผันผวนมีผลกระทบต่อรายได้มาก การแข็งค่าอย่างรวดเร็วอาจกดดันตลาดทันที และพัฒนาการด้าน AI ที่จำเป็นต้องอยู่กับกลุ่มผู้นำเสมอ การเมืองในประเทศที่มั่นคงเป็นได้ทั้งความเสี่ยงและโอกาสด้านภูมิรัฐศาสตร์

เราแนะนำสัดส่วนราว 10-20% ของพอร์ตต่างประเทศ โดยเน้นกลุ่ม Communication และ Financials คาดว่าจะได้รับประโยชน์จากการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ ตามด้วย Industrials และ Technology ที่ได้ประโยชน์จากการนำ AI เข้ามาช่วยยกระดับการดำเนินงาน การเติบโตระยะยาว

เรามองว่าการฟื้นตัวของวัฏจักรการลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่นรอบใหม่นี้ มีองค์ประกอบเพียงพอที่จะกลายเป็นขาขึ้นรอบใหญ่ ความสำคัญจึงไม่ใช่แค่การเลือกหุ้น หรือจับจังหวะลงทุน แต่คือการอยู่ในวัฏจักรให้ได้ยาวนานที่สุด ด้วยต้นทุนที่เหมาะสม

## เปรียบเทียบวัฏจักรตลาดกระทิงญี่ปุ่นใน 3 ยุคสมัย

A structural comparison of Japan's major equity market cycles and the investment themes

|   | 1985 – 1990<br>Nakasone – Miyazawa   | 2012 – 2015<br>Abenomics  | 2023 – ปัจจุบัน<br>Kishida – Takaishi   |
|---|--|---|---|
| ภาพรวม                                      | ฟองสบู่สินทรัพย์ขยายตัวรวดเร็ว ราคาที่ดิน และตลาดหุ้นทำ all-time high พร้อมกัน ธนาคารปล่อยกู้เกินตัว | นโยบายศร 3 ดอกของ Abe – QQE ขนาดใหญ่ ลดค่าเงินเยน หนุนหุ้น Exporter และปรับ Governance ทั้งตลาด | รัฐหนุนบริษัทลงทุนระบบ IT บวกกับการเร่งลงทุนในกิจกรรมด้านความมั่นคง                       |
| ขนาดการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง | TOPIX บวก 300% ใน 5 ปี P/E ปรับขึ้นสู่ระดับ 60x ราคาที่ดินปรับตัวขึ้น 200%                           | TOPIX บวก 150% ใน 3 ปี เงิน JPY อ่อนค่าลง 50% รายได้เอกชนปรับตัวขึ้น 80%                        | TOPIX บวก 60% ใน 2 ปี การลงทุนด้าน IT เติบโต 10% ต่อปี งบประมาณด้าน Defense เพิ่มขึ้น 50% |
| ความเสี่ยงสำคัญ                             | Valuation ที่ดินและหุ้นสูงเกินพื้นฐานเกินไป ธนาคารรับความเสี่ยงเกินตัว                               | ผลกระทบจาก QQE กระจุยตัวใน export sector ไม่ทั่วถึง ปฏิรูปโครงสร้างช้าเกินไป                    | ขาดแคลนแรงงาน เงินเพื่อพลิกเป็นขาขึ้น นโยบายการเงินเข้มงวด                                |
| อุตสาหกรรมผู้นำ                             | Financials<br>Real Estate<br>Industrials   | Consumer Disc.<br>Industrials<br>Financials   | IT Services<br>Industrials<br>Financials  |

Sources: Bloomberg, FSS

# SCENARIO ANALYSIS

## Finansia House View: 2Q26 Quarterly Outlook

|                 | Bear Case  | Base Case  | Bull Case  |
|-----------------|--|--|--|
| Probability     | 30%  | 50%  | 20%  |
| Global Economy  | สงครามทวีความรุนแรง น้ำมันแตะ 120-150 USD/bbl เงินเฟ้อพุ่งเข้าสู่อ Stagflation ทั่วโลก ภาคธุรกิจชะงักการ ลงทุนทั้ง AI และ Capex เกิดการขาดแคลนวัตถุดิบ ขึ้นต้น | เศรษฐกิจโลกขยายตัว 2.8% สงครามยืดเยื้อแต่ ไม่ขยายวงกว้าง น้ำมัน ทรงตัว 90-100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล เงิน เพื่อปรับตัวสูงกดดัน กำลังซื้อผู้บริโภคชะลอ แต่เศรษฐกิจไม่ถดถอย | สงครามยุติเร็วกว่าคาด น้ำมันร่วงกลับสู่ระดับ 70-80 USD/bbl เงิน เพื่อลดลงทันที ความ เชื่อมั่นภาคธุรกิจ และ ผู้บริโภคฟื้นตัว การ ลงทุน AI เร่งตัวเร็วขึ้น กลายเป็นรายได้ที่ชัดเจน |
| Geopolitics     | ช่องแคบ Hormuz ถูก ควบคุมโดยอิหร่าน ความขัดแย้งขยายวงสู่ ประเทศเพื่อนบ้าน กระทบ Supply Chain พลังงาน และภาคการผลิตทั่วโลก                                      | อิหร่านปิดการขนส่ง น้ำมันผ่านช่องแคบ บางส่วน สงครามยืดเยื้อ แต่ไม่ขยายวงกว้าง  | สหรัฐฯ สามารถทำให้ รัสเซีย และจีนเข้าร่วม กดดันอิหร่านพร้อมกัน ได้ข้อตกลงหยุดยิง ช่อง แคบ Hormuz เปิดเป็น ปรกติ  |
| Monetary Policy | เงินเฟ้อสหรัฐฯ ทรงตัว สูงเกิน 3% Fed คง ดอกเบี้ยไว้ทั้งปี EM ไม่มี พื้นที่ลดดอกเบี้ย สปก. ลดดอกเบี้ยแรงพยุง เศรษฐกิจ   | Fed ลดดอกเบี้ย 1 ครั้ง (25bps) ปลายปี สู่ระดับ 3.50% สปก. ลด ดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.75% บาทเพื่อช่วย เศรษฐกิจ  | เงินเฟ้อลดลงเร็วหลัง สงครามจบ หนุ่่น Fed ส่ง สัญญาณลดดอกเบี้ยได้ ต่ำกว่า 3.0% ประเทศใน EM มีพื้นที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้น  |

| Implications | Bear Case | Base Case | Bull Case |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| USD/THB      | ▲         | ■         | ■         |
| Bonds        | ▼         | ■         | ■         |
| Equities     | ▲         | ■         | ■         |
| Gold         | ■         | ■         | ■         |
| Alt Assets   | ■         | ■         | ■         |

Note: ■ Negative ■ Neutral ■ Positive; ▼/■/▲ Strategic view reflects changes from the previous Finansia Global House View Quarterly Outlook; Source: FSS Investment Office

# WORLD EQUITY VIEWS

## Key Takeaway

“ หุ่นโลกผันผวนหนักในช่วงต้นปี 2026 จากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ สหรัฐฯ เป็นแกนหลักที่ถูกขายทำกำไร เนื่องจากเริ่มต้นปีด้วยระดับ Valuation ที่สูงบวกกับมีความคาดหวังว่านโยบายการเงินจะผ่อนคลาย ฝั่งยุโรป แม้จะไม่ถูกกดดันเท่าสหรัฐฯ แต่ต้องเผชิญความเสี่ยงขาดแคลนพลังงาน โดยมีโอกาสอยู่ที่การลงทุนด้านกลาโหม ฟากเอเชียเป็นตลาดที่มีความเสี่ยงโดยรวมต่ำที่สุดจากแรงส่งด้านอัตราแลกเปลี่ยน และนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ ประเด็นที่ต้องระวังคือสงครามยืดเยื้อ อาจนำไปสู่วิกฤติทรัพยากร และภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ ”



# WORLD EQUITY VIEWS

## US Equity Market

### Markets Reprice as Inflation Risks Reignite

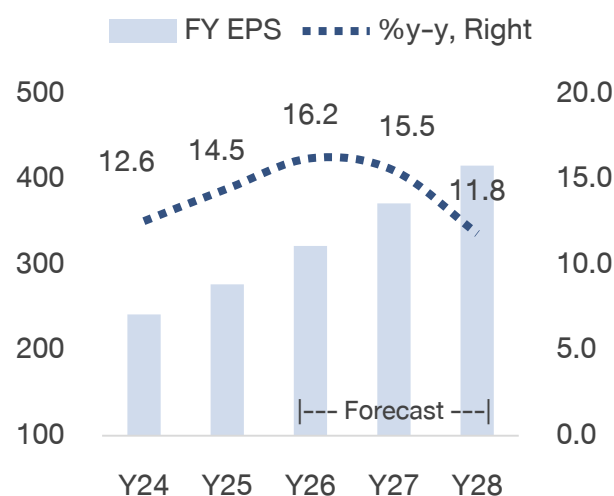
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวลงราว 5% ในช่วงต้นปี 2026 จากความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์จากความตึงเครียดระหว่างสงครามสหรัฐฯ อิหร่าน ส่งผลให้น้ำมันปรับตัวขึ้นแรง หนุนภาวะเงินเฟ้อสูง ประกอบการตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่เข้าสู่ช่วงชะลอตัวพอดี ความกังวลจึงเริ่มลามไปสู่ภาวะ Stagflation ถ้าสงครามยืดเยื้อ อาจส่งผลให้ตลาดลดความเสี่ยง (Derisk) ลงต่อเนื่อง

### More Limit on Upsides

สำหรับตลาดหุ้นสหรัฐฯ เรามองว่ากำไรของตลาดในปี 2026 จะเติบโตต่อในระดับสูงราว 15–20% จากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้าน AI แต่นักลงทุนอาจเลือกจับตาไปที่แนวโน้มรายได้บริษัท AI รายใหญ่ที่อาจเติบโตลดลง ทำให้ Valuation ไม่สามารถปรับตัว

### คาดการณ์ตลาดเติบโตสองหลัก

S&P500 Fiscal Annual EPS and Growth (%y-y)



Sources: Bloomberg, FNSYRUS

สูงขึ้นต่อได้ เราคงเป้าหมาย S&P 500 ณ สิ้นปี 2026 ไว้ที่ 7,000 จุด และมีมุมมองระยะสั้นเป็น Negative จากความเสี่ยงสงครามที่กดดัน Valuation ขณะที่ระยะยาว เรามอง Neutral จากการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง โดยมองว่าการปรับฐานอาจเป็นจังหวะสะสมสำหรับนักลงทุนระยะยาว

### Rotate, Diversify, Selective

กลยุทธ์การลงทุนหุ้นสหรัฐฯ คือ Selective Buy นักลงทุนสามารถเพิ่มสัดส่วนในหุ้นกลุ่ม Defensive และบริษัทที่มีกำไรศักยภาพการเติบโตสูง ในจังหวะที่ตลาดปรับฐาน

สำหรับธีม US AI เราเชื่อว่าบริษัทใหญ่คงความได้เปรียบในระยะสั้น โดยเฉพาะในกลุ่ม Enabler ที่มีสินค้าและบริการเฉพาะตัวอย่างไรก็ดี เราแนะนำสะสมหุ้นสหรัฐฯ แบบกระจายตัว เพราะมีโอกาสที่ผู้ชนะตัวจริงอาจยังไม่ปรากฏตัวขึ้นเช่นกัน

### US Equity Market

Negative / Neutral / S&P Equal Weight

| Index            | %QTD  | BETA | P/E |
|------------------|-------|------|-----|
| S&P 500          | -5.0  | 106  | 20  |
| NASDAQ 100       | -5.4  | 123  | 22  |
| Russell 2000     | -1.8  | 116  | 24  |
| S&P Equal Weight | -2.6  | 98   | 18  |
| Magnificent 7    | -11.4 | 134  | 25  |
| US ex Mag 7      | -2.3  | 97   | 19  |
| US High Dividend | 7.7   | 72   | 15  |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick; Beta vs. WORLD Index. NTM P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings.

Sources: Bloomberg, FNSYRUS as of 23 March 2026

# European Equity Markets

## Euro Cushions Risks

ตลาดหุ้นยุโรปปรับตัวลงในช่วงต้นปี 2026 โดยดัชนี STOXX 600 เผิขยแรงกดดันจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้น ฝั่งสินค้าฟุ่มเฟือยถูกกดดันหนักเมื่อเงินยูโรแข็งค่า ทำให้การลงทุนในหุ้นยุโรปโดยรวมมีแนวโน้มไม่สดใส

จากความไม่แน่นอนของสถานการณ์สงครามที่อาจยืดเยื้อ กำไรของบริษัทในยุโรปมีความเสี่ยงเติบโตช้าลง ส่งผลกดดัน Sentiment การลงทุนในหุ้นยุโรปตลาดในระยะสั้น ทำให้เราปรับมุมมองตลาดหุ้นยุโรปลงเป็น Negative ขณะที่ระยะยาวเรา คงมุมมองหุ้นยุโรปไว้ที่ Neutral จากปัจจัยสนับสนุนด้าน Valuation ที่ไม่สูงมาก และเป็นตัวเลือกอันดับแรกของนักลงทุน ที่ต้องการกระจายการลงทุนออกจากหุ้นสหรัฐฯ

## Favor Value, Stay Cautious

การลงทุนที่โดดเด่นคือกลุ่ม Value เช่น

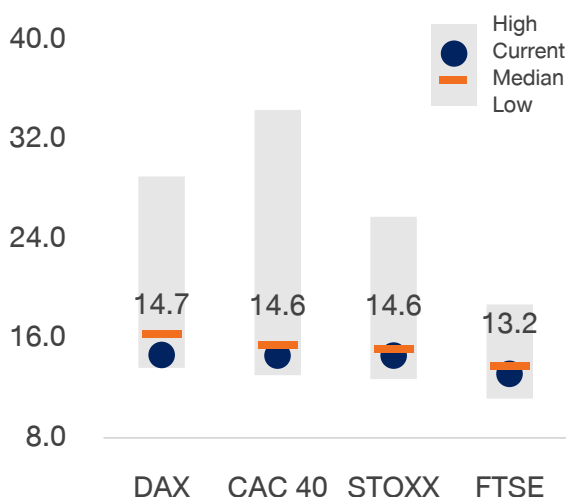
การเงิน อุตสาหกรรม และโครงสร้างพื้นฐาน เนื่องจาก Valuation เหมาะสม อย่างไรก็ดี นักลงทุนต้องระวังแรงกดดันจากต้นทุนราคาพลังงานที่สูงขึ้น และการขาดแคลนวัตถุดิบขั้นต้นของภาคการผลิต ที่จะอาจกระทบแนวโน้มกำไรของหุ้นในเยอรมัน และหุ้นกลุ่ม Growth เช่นสินค้าฟุ่มเฟือย และกลุ่มอุตสาหกรรม

## Triple Risk Pressure: Energy, Inflation, Slowdown

ในช่วงที่เหลือของปี 2026 ตลาดหุ้นยุโรป เผชิญความเสี่ยงสำคัญได้แก่ (1) ความผันผวนของราคาน้ำมัน กดดันกำไรภาคธุรกิจ โดยเฉพาะในภูมิภาคที่พึ่งพาการนำเข้าพลังงาน (2) แนวโน้มเงินเฟ้อสูง จำกัดความสามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินของ ECB และ (3) ความเสี่ยงต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจยุโรปจากกำลังซื้อทั่วโลกที่ลดลง เราจึงแนะนำลงทุนกลุ่มไม่ผันผวนตามตลาด และ Valuation ไม่แพงอย่าง FTSE 100

## ยุโรปเข้าช่วง P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

European Index NTM P/E 1y Ranges



## EU Equity Market

Negative / Neutral / FTSE 100

| Index     | %QTD | BETA | P/E |
|-----------|------|------|-----|
| STOXX 600 | -3.2 | 84   | 15  |
| STOXX 50  | -5.0 | 93   | 15  |
| FTSE 100  | -0.1 | 69   | 13  |
| DAX       | -8.6 | 91   | 15  |
| CAC 40    | -5.9 | 87   | 15  |
| EU Growth | -7.1 | 100  | 24  |
| EU Value  | -2.0 | 84   | 17  |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick; Beta vs. WORLD Index. NTM P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings.

Sources: Bloomberg, FNSYRUS as of 23 March 2026

# Asian Equity Markets

## Japan on Policy Tailwinds

ตลาดหุ้นญี่ปุ่นในช่วงต้นปี 2026 ทำผลตอบแทนโดดเด่นจากแรงหนุนของกำไรที่เติบโตต่อเนื่อง เงินทุนไหลเข้าจากต่างชาติ ความคาดหวังต่อการปฏิรูปภาคธุรกิจ และนโยบายภาครัฐชุดใหม่ของญี่ปุ่น

เราคงมุมมอง Positive ในระยะสั้น ต่อตลาดหุ้นญี่ปุ่น จาก Sentiment ที่กว่าหลายที่ทั่วโลก ขณะที่ระยะยาว เราคงมุมมอง Neutral ด้วยคาดการณ์กำไรเติบโตราว 5-10% และมีเป้าหมายดัชนี TOPIX สิ้นปีที่ 4,040 จุด

ในซิงกลยูก์ เราชอบกลุ่ม Technology Industrials และ Communication จากแรงหนุนของธีม AI และการปรับโครงสร้างธุรกิจ แนะนำทยอยลงทุนเมื่อ Valuation เหมาะสม

ความเสี่ยงสำคัญได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันที่จะเพิ่มต้นทุนเศรษฐกิจ ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างประเทศกับเพื่อนบ้าน และความล่าช้าของนโยบายเศรษฐกิจ

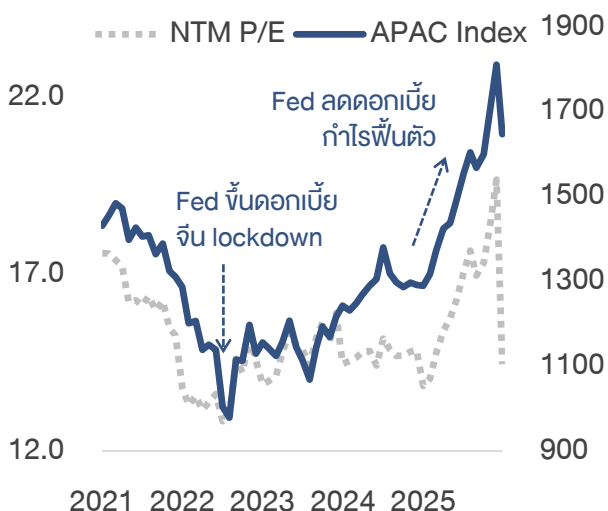
## China State-Led Recovery, Selective Opportunities

ในช่วงต้นปี 2026 ตลาดหุ้นจีนทั้งดัชนี CSI 300 และ Hang Seng ปรับตัวลงเล็กน้อย จากแรงกดดันด้านการเติบโตของเศรษฐกิจและกำไร เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอ นโยบายเศรษฐกิจยังไม่เห็นผล ขณะที่ภาคอสังหาริมทรัพย์ไม่ฟื้นตัว

เนื่องจากตัวเลขเศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตามเป้าหมาย เราจึงปรับมุมมองตลาดหุ้นจีน (A-Share) ลงเป็น Neutral อย่างไรก็ดี เชื่อว่าการสนับสนุนของภาครัฐจะทยอยส่งผ่านเพื่อประคองเศรษฐกิจในระยะยาว หนุนการเติบโตของกำไรให้ปรับตัวขึ้น 7-15% ในปี 2026 ซิงกลยูก์ แนะนำลงทุนในกลุ่มที่คาดว่าจะได้รับการสนับสนุนจากนโยบายรัฐโดยตรง ได้แก่ ภาคการผลิต Technology พลังงานทางเลือก และ Biotech ที่ได้รับอานิสงส์จากการปรับสมดุลอุตสาหกรรม ไปจนถึงบริษัทด้าน AI ที่มีศักยภาพเติบโตสูง

## Valuation เป็นแรงหนุนหุ้นเอเชีย

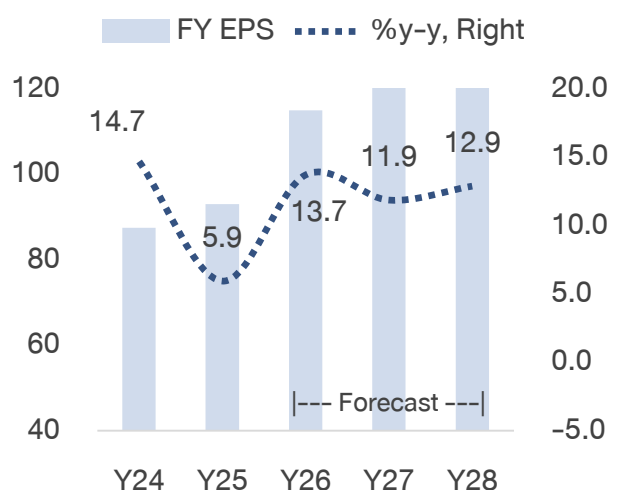
APAC Index, Last and NTM P/E (x), Left



Sources: Bloomberg, FNSYRUS

## กำไรจะฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2026

APAC Fiscal Annual EPS and Growth (%y-y)



Sources: Bloomberg, FNSYRUS

## India: Energy Costs Weigh on Near-Term Outlook

ตลาดหุ้นอินเดียในช่วงต้นปี 2026 ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และเป็นตลาดที่ทำผลตอบแทนแย่ที่สุดในภูมิภาคเอเชีย

เราคงมุมมอง Negative ในระยะสั้น แม้ระดับ Valuation จะลดต่ำลงมาก แต่ก็ยังสูงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค รวมถึงความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อจากราคาน้ำมัน ขณะที่ระยะยาวคงมุมมอง Neutral จากแนวโน้มการเติบโตของกำไรแข็งแกร่งในรอบ 5–10% และแรงหนุนจากเศรษฐกิจภายในประเทศที่มีแนวโน้มเติบโตสูง

จุดเด่นของอินเดียอยู่ที่การบริโภคและการลงทุนภายในประเทศ เรามองว่าถ้าสงครามมีบทสรุปเร็ว และราคาน้ำมันปรับตัวลง อินเดียอาจเป็นหนึ่งในตลาดที่กลับตัวแรง นักลงทุนที่สนใจแนะนำทยอยสะสมในช่วงย่อตัว โดยเน้นกลุ่มการเงิน เทคโนโลยี และโครงสร้างพื้นฐาน

## Vietnam: Outflows Now, Growth Story Intact

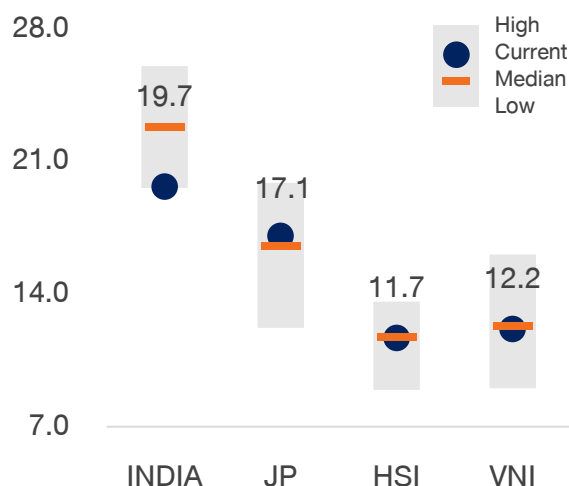
ตลาดหุ้นเวียดนามปรับตัวลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงต้นปี 2026 เมื่อต้องเผชิญกับแรงขายหนักจากนักลงทุนต่างชาติด้วยความกังวลเรื่องแรงกดดันเงินเฟ้อ เมื่อราคาพลังงานปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว

แม้ปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่งจากการเติบโตของเศรษฐกิจ และระดับมูลค่าที่ไม่แพง แต่เราคงมุมมองระยะสั้นเป็น Neutral จากความผันผวนของตลาดหุ้นทั่วโลกที่เพิ่มขึ้นมักกดดันให้นักลงทุนต่างชาติชะลอการลงทุนในหุ้น EM

อย่างไรก็ดี ในระยะยาวเราคงมุมมอง Positive ต่อเนื่อง คาดกำไรของตลาดจะเติบโตได้สูงในรอบ 15–20% เชิงกลยุทธ์ เราแนะนำกลุ่มการเงินและการบริโภคที่ได้ประโยชน์จากการเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศ ขณะที่ความเสี่ยงสำคัญ อยู่ที่ทิศทางราคาน้ำมัน และค่าเงินดองที่มีแนวโน้มอ่อนค่าช่วงตลาด Risk Off เป็นสองปัจจัยหลักที่ทำให้ให้นักลงทุนต่างชาติมองข้ามหุ้นเวียดนาม

## Valuation เริ่มกลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ย

Asian Index NTM P/E 1y Ranges



## Asia Equity Market

Neutral / Positive / Asia Pacific

| Index     | %QTD  | BETA | P/E |
|-----------|-------|------|-----|
| Asia Pac  | 2.0   | 85   | 14  |
| TOPIX     | 7.1   | 89   | 17  |
| Hang Seng | -2.6  | 82   | 11  |
| CSI 300   | -2.8  | 59   | 15  |
| India     | -12.0 | 63   | 19  |
| VN Index  | -6.3  | 76   | 12  |
| SET Index | 14.9  | 64   | 15  |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick; Beta vs. WORLD Index. NTM P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings.

Sources: Bloomberg, FNSYRUS as of 27 March 2026

# GLOBAL SECTOR VIEWS

## Key Takeaway

“ แนวโน้มอุตสาหกรรมทั่วโลกในปี 2026 มีทั้งโอกาส และความท้าทาย โดยเรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่ม Energy จากแนวโน้มราคาน้ำมันและพลังงานที่คาดว่าจะทรงตัวสูงนาน จากความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ ขณะที่กลุ่ม Information Technology และ Healthcare คาดว่าจะได้อานิสงส์จากการผ่อนคลายของนโยบายการกีดกันทางการค้า นอกจากนี้ การปรับฐานล่าสุดทำให้ระดับ Valuation เริ่มน่าสนใจ ขณะที่เรามีมุมมองระมัดระวังต่อกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) จากความเสี่ยงการชะลอตัวของเศรษฐกิจ และต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น ”



# GLOBAL SECTOR VIEWS

## Technology

### Fear of Disruption

ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มเทคโนโลยีปรับตัวลงแรงนำโดยหุ้นกลุ่ม Software ท่ามกลางความกังวลว่า AI อาจเข้ามา Disrupt โมเดลธุรกิจแบบดั้งเดิม ขณะที่นักลงทุนเริ่มตั้งคำถามต่อระดับการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน AI ที่มหาศาลว่าจะมีโอกาสคุ้มทุนหรือไม่

ในระยะสั้น เราคงมุมมองกลุ่มเทคโนโลยีเป็น Neutral จากการไหลออกของเงินลงทุน แต่ Valuation ปัจจุบันได้สะท้อนความเสี่ยงไปมากแล้ว ระยะยาวจึงคงมุมมอง Positive จากแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจบนโครงสร้างพื้นฐาน AI

### Infrastructure vs Software

เรามองว่ากลุ่ม Semiconductor จะสามารถเติบโตได้ต่อจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน โดย Semiconductor เป็นชิ้นส่วนสำคัญที่ขาดไม่ได้ของทุกศูนย์ข้อมูล

## Technology

■ Neutral / Positive / Semiconductor

| Index         | %QTD  | BETA | P/E |
|---------------|-------|------|-----|
| Global Tech   | -7.2  | 130  | 17  |
| US Tech       | -12.2 | 135  | 21  |
| EU Tech       | 2.4   | 120  | 28  |
| Asian Tech    | -3.3  | 112  | 21  |
| Semiconductor | 1.1   | 170  | 18  |
| Hardware      | 1.9   | 114  | 21  |
| Software      | -26.0 | 112  | 13  |

## Communications

### The Profit Games

ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มสื่อสารปรับตัวลงหลังถูกปรับลดประมาณการกำไรอย่างหนัก โดยเฉพาะในกลุ่ม Media และ Internet จากการแข่งขันที่รุนแรง ขณะที่ต้นทุนการลงทุนด้านเทคโนโลยี และ AI เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ตลาดเริ่มกังวลกับการสร้างรายได้ในอนาคตที่ไม่ชัดเจน

เราคงมุมมองในระยะสั้นเป็น Negative และระยะยาวเป็น Neutral ท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรงและความท้าทายในการแปลงเทคโนโลยีเป็นกำไร

### Stability vs Volatility

เราชอบการลงทุนในกลุ่ม Telecommunication เนื่องจากมีรายได้สม่ำเสมอ และปัจจุบันได้ผ่านช่วงลงทุนขึ้นต้นไปแล้ว ทำให้ต้นทุนลดลง และกำไรปรับตัวดีขึ้น ขณะที่ความผันผวนไม่สูง ระดับ Valuation ถือว่าเหมาะสม เหมาะสำหรับการเป็นหลุมหลบภัยในช่วงตลาดผันผวน

## Communications

■ Negative / Neutral / Telecommunication

| Index          | %QTD  | BETA | P/E |
|----------------|-------|------|-----|
| Global Commu   | -12.4 | 102  | 18  |
| US Commu       | -13.5 | 110  | 19  |
| EU Commu       | -2.4  | 68   | 14  |
| Asian Commu    | -5.7  | 84   | 19  |
| Entertain      | -10.7 | 106  | 23  |
| Internet Media | -16.7 | 113  | 19  |
| Telecom        | 7.3   | 64   | 16  |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick, change from previous view in (); BETA vs. WORLD Index., P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings, %YTD = Price returns Year to date, %200D = % difference between the current price and the 200days moving average, YLD = Expected Dividend Yields (%), P/B = Price to Book value; Sources: Bloomberg, FNSYRUS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

# Consumer Discretionary

## Consumers Hit Pause

ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่าตลาด จากการชะลอการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่หันมาเน้นความคุ้มค่าของสินค้ามากขึ้น ท่ามกลางความไม่แน่นอนจากสงคราม กดดันความเชื่อมั่นของผู้บริโภค

เราคงมุมมอง Negative ทั้งในระยะสั้นและยาว จากแรงกดดันของอัตราเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มสูงชัน อย่างไรก็ตาม ในช่วงครึ่งหลังปี 2026 เราคาดว่า จะเห็นสัญญาณจุดต่ำสุด ถ้าทั่วโลกออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ

## Mass Market vs Luxury

เรามองว่า Europe Consumer Discretionary น่าสนใจ จากระดับ Valuation ที่ไม่แพง ขณะที่สินค้า Luxury ส่วนใหญ่มีความทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว แนะนำทยอยสะสมกลุ่มที่คาดว่าจะมีความต้องการระยะยาว

## Consumer Discretionary

■ Negative / Negative / EU Con Disc

| Index           | %QTD  | %200D | P/E |
|-----------------|-------|-------|-----|
| Global Con Disc | -10.9 | -9.2  | 19  |
| US Con Disc     | -11.8 | -9.6  | 25  |
| EU Con Disc     | -20.5 | -14.2 | 13  |
| Asian Con Disc  | -3.8  | -3.4  | 16  |
| Retail Whsle    | -10.9 | -10.9 | 19  |
| Disc Products   | -12.4 | -7.3  | 19  |
| Disc Services   | -6.7  | -8.2  | 20  |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick, change from previous view in (); BETA vs. WORLD Index., P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings, %YTD = Price returns Year to date, %200D = % difference between the current price and the 200days moving average, YLD = Expected Dividend Yields (%), P/B = Price to Book value; Sources: Bloomberg, FNSYRUS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

# Financials

## Stress Hits Credit

ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มการเงินปรับตัวลงจากความกังวลเรื่องการขาดสภาพคล่องในธุรกิจสินเชื่ออกตลาด (private credit) เพราะคุณภาพสินทรัพย์เริ่มอ่อนแอ การปิดนัดชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้เกิดแรงกดดันจากกองทุนหลายแห่ง กดดันความเชื่อมั่น ส่งผลให้เงินทุนไหลออกทั้งกลุ่มการเงิน

อย่างไรก็ดี เราปรับมุมมองระยะสั้นขึ้นเป็น Neutral เนื่องจากระดับราคาปัจจุบัน สะท้อนความเสี่ยงไปแล้ว ขณะที่ในระยะยาว เชื่อว่าดอกเบี้ยขาขึ้นเป็นบวกกับกลุ่มการเงินในช่วงที่เศรษฐกิจฟื้นตัว

## NPL Risk vs Loan Growth

ในกลุ่มการเงิน เรามองว่า Asian Financials น่าสนใจที่สุด เพราะระดับมูลค่าเหมาะสม รายได้มีแนวโน้มสูงชันจากแนวโน้มดอกเบี้ย และการขยายตัวของสินเชื่อตามเศรษฐกิจและนโยบายภาครัฐรายประเทศ

## Financials

▲ Neutral / Neutral / Asian Finance

| Index          | %QTD  | P/B | YLD |
|----------------|-------|-----|-----|
| Global Finance | -8.3  | 1.6 | 3.4 |
| US Finance     | -12.6 | 2.2 | 2.2 |
| EU Finance     | -9.9  | 1.4 | 5.3 |
| Asian Finance  | 6.8   | 1.8 | 3.7 |
| Banking        | -5.3  | 1.3 | 4.1 |
| Financial Serv | -14.1 | 2.5 | 2.2 |
| Insurance      | -6.2  | 1.7 | 3.8 |

## Industrials

### War Fuels Demand

ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา หุ่นกลุ่มอุตสาหกรรมทำผลตอบแทนได้ดี หนุนโดยการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน สะท้อนผ่านคำสั่งซื้อที่เพิ่มขึ้น ในภาคการผลิต ขณะที่ในช่วงปลายไตรมาสมีแรงหนุนเพิ่มเติมจากงบลงทุนด้านกลาโหม ท่ามกลางความตึงเครียดของสงคราม

เราคงมุมมอง Neutral ในระยะสั้น แม้จะได้รับแรงหนุนมากมาย แต่ระดับ Valuation สูงรับข่าวไปแล้ว ระยะยาวเราปรับมุมมองลงเป็น Neutral จากการเติบโตที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง หลังช่วงเร่งลงทุน และความเสี่ยงขาดแคลนวัตถุดิบขึ้นต้น

### Tight vs Stimulus

เรายังชอบการลงทุนในกลุ่ม EU Industrials จากแรงหนุนเชิงโครงสร้าง ทั้งงบกลาโหม การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และพลังงานสะอาด รวมถึงแนวโน้มกำไรที่มีโอกาสฟื้นตัว ขณะที่ valuation อยู่ในระดับที่สมเหตุสมผล และความผันผวนต่ำเมื่อเทียบกับภูมิภาคอื่น

## Industrials

▼ Neutral / Neutral / EU Industrials

| Index              | %QTD | BETA | P/E |
|--------------------|------|------|-----|
| Global Industrials | 2.2  | 102  | 22  |
| US Industrials     | 4.0  | 104  | 26  |
| EU Industrials     | -4.4 | 100  | 21  |
| Asian Industrials  | 2.1  | 101  | 22  |
| Aerospace          | -0.3 | 98   | 33  |
| Industrials Prod   | 3.8  | 112  | 26  |
| Industrials Serv   | -0.9 | 86   | 17  |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick, change from previous view in (); BETA vs. WORLD Index., P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings, %YTD = Price returns Year to date, %200D = % difference between the current price and the 200days moving average, YLD = Expected Dividend Yields (%), P/B = Price to Book value; Sources: Bloomberg, FNSYRUS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

## Materials

### Conflict Reshares Winners

กลุ่มวัสดุ ทำผลตอบแทนเป็นบวกไตรมาสที่ผ่านมา จากความตึงเครียดในตะวันออกกลาง หนุนราคาทองคำและสินแร่ อย่างไรก็ดี แนวโน้ม Deglobalization ไม่เป็นผลดีกับกลุ่มวัสดุก่อสร้าง ถ้าไม่สามารถส่งออกได้อย่างเสรี

เราปรับมุมมองโดยรวมเป็น Neutral เนื่องจากปริมาณความต้องการภาคก่อสร้างโลกไม่ได้ฟื้นตัวอย่างชัดเจน อย่างไรก็ดี กลุ่มวัสดุยังมีแรงหนุนเชิงโครงสร้าง เช่น การย้ายฐานการผลิตกลับสหรัฐฯ และการลงทุนด้าน AI

### Globalization vs Localization

แม้ Asian Materials จะให้ผลตอบแทนได้ดีในช่วงที่ผ่านมา แต่ด้วยความผันผวนที่สูง เราจึงเลือกกระจายการลงทุนใน Global Materials เนื่องจากความแตกต่างของปัจจัยพื้นฐานในแต่ละภูมิภาค โดยบางตลาดยังเผชิญแรงกดดันจากต้นทุนพลังงาน และอุปสงค์ที่อ่อนแอ ขณะที่บางภูมิภาคได้รับแรงหนุนจากการย้ายฐานการผลิตและอุปสงค์สินค้าโภคภัณฑ์ที่แข็งแกร่ง

## Materials

▼ Neutral / Neutral / Global Materials

| Index            | %QTD  | %200D | BETA |
|------------------|-------|-------|------|
| Global Materials | 4.3   | 7.3   | 99   |
| US Materials     | 5.7   | 5.4   | 101  |
| EU Materials     | 2.1   | 0.4   | 85   |
| Asian Materials  | 12.4  | 16.4  | 106  |
| Metal Mining     | 4.5   | 13.7  | 115  |
| Con Materials    | -11.3 | -10.1 | 106  |
| Packaging        | -2.3  | -5.2  | 88   |

## Energy

### Tensions Ignite Oil Rally

ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา กลุ่มพลังงานทำผลตอบแทนได้ดีโดดเด่นที่สุด เนื่องจากสงครามสหรัฐฯ และอิหร่าน ส่งผลกระทบเส้นทางขนส่งน้ำมันผ่านช่องแคบ Hormuz หนุนให้ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 2 ปี

เราคงมุมมอง Positive ในระยะสั้น เพราะเชื่อว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวสูงไปสักระยะ อย่างไรก็ตามในระยะยาว เรามองว่าความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์ต้องมีทศรูป จึงปรับลดมุมมองเป็น Negative สะท้อนจุดสับสนสงคราม และผลข้างเคียงของการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

### Prices vs Yields

เราเลือกกระจายการลงทุนไปยัง EU Energy จากระดับ Valuation ที่ไม่ตึงตัวและมีอัตราผลตอบแทนของเงินปันผลในระดับสูง สมเหตุสมผล นอกจากนี้ก็ถือเป็นกลุ่มที่ทำผลตอบแทนได้สูงมากพร้อมกับการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันด้วย

## Energy

▼ Positive / Negative / EU Energy

| Index            | %QTD | P/E | YLD |
|------------------|------|-----|-----|
| Global Energy    | 32.6 | 16  | 3.1 |
| US Energy        | 37.7 | 20  | 2.7 |
| EU Energy        | 42.1 | 11  | 4.3 |
| Asian Energy     | 42.8 | 12  | 3.9 |
| Integrated Oil   | 38.1 | 15  | 3.5 |
| Exploration      | 40.4 | 16  | 2.9 |
| Midstream Energy | 23.7 | 23  | 3.6 |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick, change from previous view in (); BETA vs. WORLD Index., P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings, %YTD = Price returns Year to date, %200D = % difference between the current price and the 200days moving average, YLD = Expected Dividend Yields (%), P/B = Price to Book value; Sources: Bloomberg, FNSYRUS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

## Utilities

### Power Theme Turns Selective

หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคทำผลตอบแทนได้ดีในไตรมาสที่ผ่านมา โดยเฉพาะในยุโรป ที่ปรับตัวขึ้นโดดเด่นที่สุด จากแรงหนุนของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานที่เร่งตัวขึ้น พร้อมกับระดับ Valuation ที่เริ่มต้นไม่สูงมาก

ในระยะถัดไป แม้จะมีการลงทุนด้านเทคโนโลยี และความต้องการพลังงานจะสูงต่อเนื่อง แต่ด้วยระดับ Valuation ที่ปรับตัวขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ตลาดเริ่มมองหาความคุ้มค่าจากการลงทุน เรามองว่าการลงทุนในกลุ่มจะมีความเฉพาะเจาะจงมากขึ้นกับกลุ่มสาธารณูปโภค

### Demand vs Valuation

เราชอบการลงทุนในกลุ่มโรงไฟฟ้า เนื่องจากความต้องการใช้ไฟฟ้าที่สูงขึ้นช่วยหนุน โดยการลงทุนในโครงข่ายไฟฟ้า และโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานสำหรับ AI และ Data Center คาดว่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในระยะยาว เป็นพื้นฐานของการลงทุนในทศวรรษนี้

## Utilities

■ Neutral / Negative / US Utilities

| Index            | %QTD | P/E | YLD |
|------------------|------|-----|-----|
| Global Utilities | 6.3  | 17  | 3.3 |
| US Utilities     | 6.8  | 19  | 2.8 |
| EU Utilities     | 8.7  | 16  | 4.3 |
| Asian Utilities  | 8.8  | 16  | 3.8 |
| Electricity      | 6.3  | 17  | 3.2 |
| Utility Trading  | 4.9  | 14  | 3.2 |
| Gas & Water      | 6.3  | 16  | 3.7 |

## Consumer Staple

### Staples Rise, Risks Remain

ผลตอบแทนกลุ่มสินค้าประจำพื้นฐานในช่วงไตรมาสที่ผ่านมาจากการเปลี่ยนกลุ่มเข้าสู่หุ้น Defensive ท่ามกลางความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจและสงครามที่มีความไม่แน่นอน ขณะที่ผู้บริโภคหันมาเน้นความคุ้มค่า หนุนธุรกิจราคาประหยัด ในระยะสั้นเราคงมุมมอง Neutral จากความเสี่ยงเงินเฟ้อสูง กดดันต้นทุน ขณะที่ระยะยาว เราคงมุมมอง Positive จากรายได้ที่สม่ำเสมอ และแรงหนุนจากการเติบโตของธุรกิจใน EM ตามรายได้ผู้บริโภคที่เพิ่มขึ้น

### Defensives vs Cyclical

เราชอบการลงทุนในกลุ่มค้าส่ง (Wholesale Staples) แม้โดยรวมจะมีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจสูง แต่ธุรกิจกลุ่มนี้ได้แรงหนุนจากความต้องการสินค้าที่คุ้มค่า ส่งผลให้รายได้และค่าสมาชิกมีความสม่ำเสมอ พร้อมกับ Valuation อยู่ในระดับสมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับการเติบโต

## Consumer Staple

▼ Neutral / Neutral / Wholesale Staples

| Index          | %QTD | BETA | P/E |
|----------------|------|------|-----|
| Global Staples | 2.7  | 59   | 19  |
| US Staples     | 6.4  | 57   | 22  |
| EU Staples     | -2.7 | 56   | 16  |
| Asian Staples  | 14.5 | 65   | 20  |
| Beverages      | 1.3  | 59   | 18  |
| Retail Staples | 6.3  | 69   | 26  |
| Whsle Staples  | 23.1 | 76   | 19  |

Note: Strategic view N3M/NTM/Top Pick, change from previous view in (); BETA vs. WORLD Index., P/E = Price to Next-Twelve-Month Earnings, %YTD = Price returns Year to date, %200D = % difference between the current price and the 200days moving average, YLD = Expected Dividend Yields (%), P/B = Price to Book value; Sources: Bloomberg, FNSYRUS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

## Healthcare

### Innovation War Begins

กลุ่มบริการด้านสุขภาพ Underperform ในช่วงที่ผ่านมา จากแรงกดดันด้านนโยบายภาครัฐในสหรัฐฯ ที่กระทบต่อแนวโน้มรายได้ของกลุ่มประกันสุขภาพ ขณะที่ฝั่งยุโรปถูกกดดันจากการปรับตัวลงของหุ้นขนาดใหญ่ ด้านการแข่งขันของราคา ยา และความเสี่ยงด้านสิทธิบัตร

เราคงมุมมอง Neutral ในระยะสั้นจากความไม่แน่นอนด้านนโยบาย ขณะที่ในระยะยาวเราปรับมุมมองเป็น Positive จากแนวโน้มการเติบโตของนวัตกรรมด้าน Biotechnology และการประยุกต์ใช้ AI ในการพัฒนายา

### Expiry vs Acquisition

เรามองว่ากลุ่ม Biotechnology จะได้แรงหนุนจาก M&A ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่เผชิญแรงกดดันด้านรายได้จากสิทธิบัตรที่ทยอยหมดอายุ ขณะที่ระดับความผันผวนของกลุ่มยังอยู่ในระดับเหมาะสมเมื่อเทียบกับศักยภาพการเติบโตในอนาคต

## Healthcare

▲ Neutral / Positive / Biotech

| Index         | %QTD  | BETA | P/E |
|---------------|-------|------|-----|
| Global HC     | -6.5  | 79   | 19  |
| US Healthcare | -7.7  | 77   | 18  |
| EU Healthcare | -10.3 | 78   | 14  |
| Asian HC      | 1.1   | 67   | 18  |
| Pharma        | -2.1  | 75   | 17  |
| Biotech       | -2.1  | 88   | 41  |
| HC Equipment  | -14.8 | 92   | 21  |

# Historical Performances

## World Equity Index

Price Performance in last 10 quarters, % adjusted THB

| Index     | 4Q23  | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25  | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26  |
|-----------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|
| S&P 500   | 4.6   | 16.7 | 4.9  | -7.1 | 8.4  | -5.6  | 5.7  | 7.7  | -0.7 | -2.8  |
| STOXX 600 | 4.6   | 10.6 | -0.1 | -6.4 | -4.3 | 8.7   | 5.5  | 2.9  | 2.8  | -0.4  |
| FTSE 100  | -0.1  | 7.7  | 3.8  | -5.9 | -1.6 | 7.1   | 3.7  | 4.6  | 3.0  | 3.5   |
| Asia Pac  | 0.7   | 10.1 | 3.3  | -4.3 | -1.0 | -0.8  | 5.6  | 8.9  | -0.1 | 6.6   |
| TOPIX     | 1.6   | 15.1 | -3.4 | -6.9 | 1.4  | -0.6  | 6.6  | 7.2  | -0.6 | 9.4   |
| Hang Seng | -9.8  | 2.6  | 8.4  | 5.5  | 0.8  | 13.8  | -1.3 | 12.4 | -7.4 | 1.1   |
| CSI 300   | -10.2 | 7.2  | -1.6 | 5.8  | 0.0  | -1.7  | -1.9 | 18.5 | -1.3 | 2.8   |
| India     | 5.3   | 10.4 | 11.5 | -6.1 | -5.1 | -3.9  | 4.7  | -6.9 | 0.8  | -12.7 |
| VN Index  | -7.7  | 17.6 | -4.5 | -5.7 | 0.7  | 1.7   | -1.5 | 19.2 | 4.8  | -2.2  |
| SET Index | -3.8  | -2.7 | -5.6 | 11.4 | -3.4 | -17.3 | -5.9 | 16.9 | -1.1 | 14.9  |

## Global Sector Index

Price Performance in last 10 quarters, % in USD

| Sectors     | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26  |
|-------------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|-------|
| Tech        | 16.6 | 10.5 | 8.6  | 2.4  | 4.0   | -11.3 | 22.4 | 12.5 | 2.3  | -7.2  |
| Commu       | 9.0  | 10.8 | 6.4  | 5.6  | 4.5   | -2.6  | 16.9 | 11.7 | 1.7  | -12.4 |
| Con Disc    | 10.2 | 5.6  | -3.1 | 9.0  | 3.3   | -8.2  | 8.4  | 9.4  | -0.8 | -10.9 |
| Finance     | 11.9 | 7.8  | 0.3  | 9.6  | 2.1   | 4.6   | 9.5  | 4.1  | 4.2  | -8.3  |
| Industrials | 12.5 | 8.1  | -1.6 | 9.3  | -3.9  | 0.0   | 15.4 | 5.6  | 2.2  | 2.2   |
| Materials   | 10.4 | 1.4  | -3.0 | 8.4  | -13.7 | 2.5   | 7.2  | 12.1 | 6.6  | 4.3   |
| Energy      | -3.5 | 6.9  | -2.4 | -2.8 | -5.3  | 6.5   | -4.0 | 5.5  | 2.2  | 32.6  |
| Utilities   | 9.8  | 0.9  | 3.0  | 14.6 | -8.8  | 4.9   | 7.2  | 4.7  | 1.5  | 6.3   |
| Staples     | 5.0  | 2.7  | -1.3 | 9.1  | -7.6  | 4.1   | 3.5  | -1.2 | 0.0  | 2.7   |
| Healthcare  | 6.2  | 6.2  | -0.2 | 6.3  | -11.3 | 3.3   | -3.2 | 3.9  | 9.6  | -6.5  |

Note: ■ the highest changes ■ the lowest changes, Quarterly Price returns, only for the current quarter is Quarter-to-Date

Sources: Bloomberg, FNSYRUS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

# HOUSE VIEW SUMMARY

## Finansia House View: 2Q26 Quarterly Outlook

### Strategic Views

|              | Next 3m  | Next 12m | Comments   |
|--------------|----------|----------|--|
| Bonds        | Neutral  | Negative | ▼ แนวโน้มดอกเบี้ยคงตัว มีความเสี่ยงรัฐบาลทั่วโลกขาดดุล |
| Equities     | Positive | Neutral  | ▲ มุมมองระยะสั้นดีขึ้น จากความกังวลด้านสงครามลดลง      |
| Alt Assets   | Neutral  | Positive | ■ แม้จะมีความผันผวนสูง แต่ยังคงช่วยกระจายความเสี่ยง    |
| US           | Negative | Neutral  | ■ ระดับราคาค่อนข้างแพง เสี่ยงเศรษฐกิจชะลอตัว           |
| Europe       | Negative | Neutral  | ▼ ต้นทุนพลังงานเป็นแรงกดดันให้ผลประกอบการแยกลง         |
| Asia         | Neutral  | Positive | ■ กำไรฟื้นตัวตามเศรษฐกิจ เงินเฟ้อสูงชะลอกำลังซื้อ      |
| Japan        | Positive | Neutral  | ■ ลุ้นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศจากรัฐบาลใหม่      |
| China-H      | Negative | Neutral  | ■ หุ่นเทคโนโลยีเสี่ยงถูกระงับจากนโยบายการค้าสหรัฐฯ     |
| China-A      | Neutral  | Positive | ▼ การสนับสนุนการผลิตในประเทศเป็นแรงขับเคลื่อนหลัก      |
| India        | Negative | Neutral  | ■ ข้อจำกัดทางการค้ากดดันอัตราดอกเบี้ยในระลอกสั้น       |
| Vietnam      | Neutral  | Positive | ■ ระยะยาวเงินทุนไหลเข้า จากการเติบโตของ GDP            |
| Technology   | Neutral  | Positive | ■ กระแส AI ยังเป็นแรงส่งสำคัญในระยะยาว                 |
| Com Services | Negative | Neutral  | ■ มีความเสี่ยงเศรษฐกิจชะลอตัว จากความกังวลเงินเฟ้อ     |
| Cons Disc.   | Negative | Negative | ■ ราคาพลังงานที่ปรับขึ้น กดดันการบริโภคให้ลดลง         |
| Financials   | Neutral  | Neutral  | ▲ ความกังวลด้าน Private Credits เริ่มลดลง              |
| Industrials  | Neutral  | Neutral  | ▼ ยังคงมีปัจจัยบวกจากความกังวลด้านสงคราม               |
| Materials    | Neutral  | Neutral  | ▼ ประเด็นสงครามหนูนุ กำไรในระยะสั้น                    |
| Energy       | Positive | Negative | ▼ สงครามเป็นปัจจัยหนุนราคาพลังงานในระยะสั้น            |
| Utilities    | Neutral  | Negative | ■ ระยะยาวไม่มีปัจจัยสนับสนุนใหม่                       |
| Cons Staples | Neutral  | Positive | ■ ความหวังด้าน ภาษีการค้าสหรัฐฯ เริ่มไม่น่าสนใจ        |
| Healthcare   | Neutral  | Positive | ▲ แนวโน้มกำไรฟื้นตัวและ ระดับราคาน่าสนใจ               |

Note: ■ Negative ■ Neutral ■ Positive; Strategic view (Negative / Neutral / Positive) is based on three factors, Macro, Valuation, Price momentum. In next 3 months Macro and Price are major catalysts, while in 1 year, Valuation is added as the long-term anchor; ▼ / ■ / ▲ Strategic view reflects changes from the latest Finansia Global House View; Source: FSS Investment Office

# FORECAST SUMMARY

## Finansia House View: 2Q26 Quarterly Outlook

### Real GDP

|          | Y25 | Y26 | Y27 |  | Y25  | Y26 | Y27 |  | Y25  | Y26  | Y27  |
|----------|-----|-----|-----|--|------|-----|-----|--|------|------|------|
| World    | 3.3 | 2.8 | 3.1 |  | 4.1  | 3.5 | 3.0 |  |      |      |      |
| US       | 2.1 | 2.4 | 2.0 |  | 2.7  | 2.7 | 2.5 |  | 3.75 | 3.25 | 3.25 |
| Europe   | 1.4 | 1.1 | 1.4 |  | 2.1  | 2.1 | 1.9 |  | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| China    | 5.0 | 4.6 | 4.4 |  | 0.1  | 0.8 | 1.0 |  | 3.00 | 2.75 | 2.75 |
| Japan    | 1.2 | 0.8 | 0.9 |  | 3.2  | 1.9 | 2.0 |  | 0.75 | 1.00 | 1.25 |
| Vietnam  | 8.0 | 7.2 | 6.8 |  | 3.3  | 3.5 | 3.6 |  | 4.50 | 4.50 | 4.50 |
| Thailand | 2.4 | 1.9 | 2.2 |  | -0.1 | 1.0 | 1.1 |  | 1.25 | 0.75 | 1.00 |

### Inflation

### Policy Rate

### Rates

|         | Last | NTM | EOY |
|---------|------|-----|-----|
| US 3M   | 3.7  | 3.5 | 3.2 |
| UST 2Y  | 4.0  | 3.7 | 3.8 |
| UST 10Y | 4.4  | 4.7 | 4.5 |
| TGB 2Y  | 1.3  | 1.2 | 1.2 |
| TGB 10Y | 2.3  | 2.4 | 2.5 |

### Commodity

|             | Last  | NTM   | EOY   |
|-------------|-------|-------|-------|
| Gold, \$/Oz | 4,380 | 5,100 | 5,000 |
| WTI, \$/bbl | 94.0  | 80.0  | 85.0  |

### Currency

|         | Last | NTM  | EOY  |
|---------|------|------|------|
| USD/THB | 33.0 | 32.0 | 31.6 |
| EUR/USD | 1.15 | 1.20 | 1.17 |
| USD/JPY | 160  | 150  | 155  |
| USD/HKD | 7.83 | 7.75 | 7.75 |
| USD/CNY | 6.90 | 6.90 | 6.90 |

### Equity Index

|           | Last   | NTM    | EOY    |
|-----------|--------|--------|--------|
| World     | 2,260  | 3,000  | 2,850  |
| S&P 500   | 6,480  | 7,300  | 7,000  |
| STOXX 600 | 580    | 700    | 690    |
| TOPIX     | 3,640  | 4,200  | 4,040  |
| Hang Seng | 24,850 | 29,000 | 26,000 |
| CSI 300   | 4,470  | 5,550  | 5,050  |
| VNI Index | 1,640  | 2,000  | 1,800  |

Notes: Real GDP = %y-y, Inflation = CPI %y-y; Policy Rates (%): US = Fed Fund Upper-bound Rate, Europe = ECB Deposit Facility Rate, China = 1Y Loan Prime Rate, Japan = BOJ O/N Call Rate, Vietnam = SVB Refinancing Rate, Thailand = BOT Repo Rate, NTM = Next-Twelve-Month end forecast, EOY = End-Of-Year for current year. World = BBG World Large/Mid Cap Price Return Index.

Source: Bloomberg and FNSYRUS

# Investment Office



## Jitipol Puksamatanan, PhD

Chief Product Officer; Head of Investment Office & Product Strategy  
Fundamental Investment Analyst on Capital Market, No: 027168

ดร.จิติพล เริ่มงานกับ Finansia ในปี 2024 ด้วยประสบการณ์ในอุตสาหกรรมการเงินไทยก่อนร่วมงาน 18 ปี ในบทบาทนักเศรษฐศาสตร์ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักออกแบบผลิตภัณฑ์การเงิน และนักกลยุทธ์การลงทุน ทั้งในบริษัทหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ชั้นนำ และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนระดับภูมิภาค ดร.จิติพล นำเสนอแนวคิดมุมมองด้านเศรษฐกิจ และการลงทุนผ่านสื่อหลัก และช่องทางออนไลน์อย่างต่อเนื่อง ดร.จิติพล จบการศึกษาปริญญาเอกด้านการเงิน จากสถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์



## Chutipapha Pavasant

Assistant Strategist and Editor

เริ่มงานกับ Finansia ในตำแหน่งผู้ช่วยนักวิเคราะห์การลงทุน และนักเศรษฐศาสตร์ตลาดทุน ในปี 2024 จบการศึกษาระดับปริญญาตรี ด้านเศรษฐศาสตร์ จากจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย และ Econometrics จาก University of Bristol, UK

## Disclaimer

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซริส จำกัด (มหาชน) ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่า หรือควรเชื่อว่า มีความน่าเชื่อถือ และ/หรือ มีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไขหรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยงสูง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล ใช้ดุลยพินิจ และพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ 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



Finansia Syrus Securities



@finansia



finansia



www.fnsyrus.com