

# FINANSIA GLOBAL HOUSE VIEW

## YEAR AHEAD 2026



### THE FIRST QUARTER OF 2026 | Finansia Investment Office

Global Macro Outlook

US – Growth with AI Grit

EU – Fiscal Turns Positives

Asia – AI Broadens in Asia

Top of Mind Questions

What Could Burst the AI Bubble?

Can Metal Winners Repeat?

Healthcare Turnaround?

and Views for

Global Markets

Investment

Strategy

# YEAR AHEAD 2026

## 23 DECEMBER 2025

### With the AI Peak In, the Risky Way Down Begins.

#### Key Takeaways

- เศรษฐกิจโลกปี 2026 ยืดหยุ่น สหรัฐฯ ได้แรงหนุนจากการลงทุน AI และนโยบายการเงินผ่อนคลาย ขณะที่เศรษฐกิจยุโรปและเอเชียทยอยฟื้นตัว
- 3 ความท้าทายหลักประกอบด้วย Valuation หุ่นโลกที่สูง ความคาดหวังบนธุรกิจ AI และการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองที่อาจสร้างความไม่แน่นอน
- คาดหุ้นโลกแกว่งตัวในกรอบกว้าง ดอลลารอ่อนค่า เงินทุนเคลื่อนย้ายจากหุ้นสหรัฐฯ สู่อื่นทั่วโลก เลือก ยุโรป จีน แผ่นดินใหญ่ ธีม Industrials และ Healthcare

เศรษฐกิจและตลาดการเงินโลก เข้าสู่ปี 2026 ด้วยความแข็งแกร่ง สหรัฐฯ เติบโตจากการลงทุน AI และนโยบายการเงินที่ผ่อนคลาย ยุโรป คาดว่าจะฟื้นตัวด้วยการกระตุ้นทางการคลัง ขณะที่เศรษฐกิจเอเชีย มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่องจากนโยบายกระตุ้น เศรษฐกิจรายประเทศ

อย่างไรก็ดี ความผันผวนอาจเร่งตัวขึ้นได้ทุกเมื่อ นักลงทุนต้องเตรียมพร้อมกับความท้าทายสำคัญประกอบด้วย (1) มูลค่าของตลาดหุ้นโลกที่สูงเป็นประวัติการณ์ เสี่ยงต่อการปรับฐาน (2) ความคาดหวังกับผลลัพธ์จากการลงทุนใน AI ที่เป็นได้ทั้งแรงหนุน และแรงต้านในเวลาเดียวกัน และ (3) การเปลี่ยนแปลงทางการเมืองในประเทศ การกีดกันด้าน

เทคโนโลยี และความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ ในกรณีฐาน คาดว่าตลาดหุ้นโลกจะเคลื่อนไหวในกรอบกว้าง ดอลลารมีแนวโน้มอ่อนค่า กระแสเงินทุนมีทิศทางไหลออกจากหุ้นสหรัฐฯ ไปสู่หุ้นทั่วโลก ส่งผลบวกกับการลงทุนหุ้นกลุ่มคุณค่า (Value) ขณะที่นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายของ Fed จะหนุนบอนด์ทองคำ และหุ้นนอกสหรัฐฯ

สำหรับกลยุทธ์การลงทุนในปี 2026 ฝั่งสินทรัพย์ปลอดภัย เราเลือกกระจายการลงทุนในทองคำ และตราสารหนี้ ฝั่งสินทรัพย์เสี่ยง เราเลือกลงทุนในตลาดหุ้นยุโรป จีน และเวียดนาม ที่คาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากการกระจายการลงทุนออกนอกสหรัฐฯ และนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ ขณะที่ฝั่งธุรกิจ เรามีมุมมองเชิงบวกกับกลุ่ม Industrials, Consumer Staples และ Healthcare

รายงาน Finansia Global House View – Year Ahead 2026 เป็นการปรับปรุงมุมมองและกลยุทธ์การลงทุน ให้สอดคล้องกับพัฒนาการล่าสุดของตลาดการเงิน เพื่อให้ นักลงทุนพร้อมรับความท้าทาย ไม่พลาดโอกาสการลงทุนทั้งในระยะสั้น และระยะยาว



**Jitipol Puksamatanan, PhD**

Chief Products Officer

Head of Investment Office & Advisory

# KEY CONVICTIONS FOR 2026



## 3.0%

### Global GDP Growth

เศรษฐกิจโลกปี 2026 มีแนวโน้มเติบโตสูงระดับเดียวกับปีก่อน นำโดยการลงทุน โครงสร้างพื้นฐานฝั่งสหรัฐฯ การเจรจาการค้า และเศรษฐกิจเอเชียที่ฟื้นตัวด้วยมาตรการกระตุ้นรายประเทศ



## 3 Cut

### Fed Fund Rate Decision

นโยบายการเงินมีแนวโน้มผ่อนคลาย คาด Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 3 ครั้ง (75bps) สู่ระดับ 3.00% ภายในสิ้นปี 2026 ด้าน กนง. คาดปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับ 1.00% ช่วงสิ้นปีเช่นกัน



## 5,000

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

แรงซื้อของธนาคารกลางทั่วโลก และนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายหนุนราคาทองคำ ความเสี่ยงสำคัญ คือความผันผวนของตลาดการเงิน อาจเกิดแรงขายพร้อมสินทรัพย์เสี่ยงปรับฐาน



## 4.20%

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

บอนด์ยีลด์สหรัฐฯ อายุ 10 ปี มีแนวโน้มทรงตัว แม้จะมีแรงหนุนจากดอกเบี้ยขาลง แต่การขาดดุลทางการคลังที่สูง และการเมืองจะทำให้ปริมาณความต้องการถือบอนด์สหรัฐฯ ของนักลงทุนต่างชาติกลับลดลง



## 7,000

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

ปรับเป้าหมายดัชนี S&P 500 ณ สิ้นปี 2026 สู่ระดับ 7,000 จุด บน P/E 23 เท่าของกำไรตลาดในช่วง 12 เดือนข้างหน้า 305 ดอลลาร์ สะท้อนความคาดหวังการเติบโตที่สูง และมีการกระจายตัวดีขึ้น



## 30.3

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

ดอลลาร์แนวโน้มอ่อนค่าลงตามการลดดอกเบี้ยของ Fed และความไม่แน่นอนบนการลงทุนใน AI สหรัฐฯ อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงการเมืองและเศรษฐกิจไทยจะเป็นประเด็นที่ทำให้เงินบาทไม่แข็งค่าเท่าปีก่อน

# MACRO OUTLOOK

## Key Takeaway

“ เศรษฐกิจโลกในปี 2026 มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดยมีการลงทุนด้าน AI และนโยบายการเงินสหรัฐฯ ที่ผ่อนคลายเป็นแรงหนุน ความกังวลเรื่องเศรษฐกิจถดถอยลงอย่างมีนัยสำคัญ ในสหรัฐฯ ต้องจับตาไปที่การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และการปรับเปลี่ยนนโยบายเศรษฐกิจก่อนการเลือกตั้ง Midterm ฝั่งยุโรปการบริโภค และการลงทุนมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง จากแรงส่งของนโยบายการคลัง ขณะที่กลุ่มเอเชีย เศรษฐกิจฟื้นตัวนำโดยการบริโภคภายในประเทศเป็นหลัก ด้วยความหวังว่านโยบายการคลังของสหรัฐฯ จะผ่อนคลายลงพร้อมกันในปีนี้ ”



# MACRO OUTLOOK

## US Economy

### Growth with AI Grit

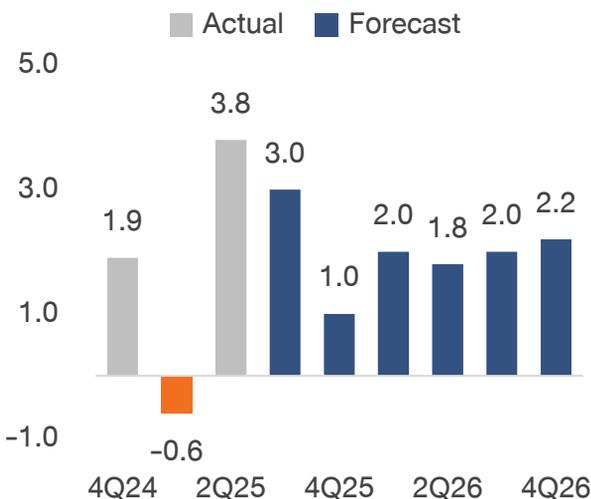
เศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2025 ทำได้ดีกว่าคาด แม้จะมีความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้า และนโยบายควบคุมผู้อพยพที่กดดันให้ตลาดแรงงานชะลอลง แต่ภาพรวมของการเติบโตมีความยืดหยุ่นสูง เนื่องจากได้รับแรงส่งของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน AI การบริโภค และกำไรบริษัทจดทะเบียนเข้ามาช่วยประคอง ปี 2026 คาดการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะทรงตัวในกรอบ 1.8-2.2% ขณะที่เงินเฟ้ออาจลดลงจากต้นทุนที่สูงขึ้นเพราะภาษีการค้า และดอลลาร์ที่อ่อนค่า

### Weak Employment vs Strong AI Investments

ความเสี่ยงที่สำคัญของสหรัฐฯ คือ ตลาดแรงงานที่ชะลอลงต่อเนื่อง เสี่ยงกดดันให้การบริโภคลดลงในระยะถัดไป อย่างไรก็ตาม คาดว่าแรงหนุนของการลงทุน

### สหรัฐฯ ขยายตัวดีการลงทุน AI

US Real GDP, %q-q SAAR



Sources: Bloomberg Consensus, FSS

โครงสร้างพื้นฐานด้าน AI จะบวกกับ GDP เพิ่มเติมในกรอบ 0.2-0.4% พร้อมสร้างความหวังว่าการประยุกต์ใช้ AI ในภาคธุรกิจ จะเกิดขึ้นต่อ เป็นแรงส่งสำหรับเศรษฐกิจเพิ่มเติมในอนาคต

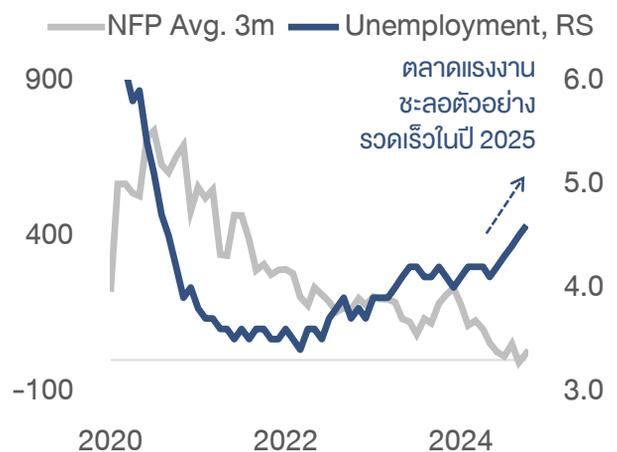
### Midterm Election and New Fed Chairman

การเปลี่ยนแปลงที่ต้องจับตาสองเรื่องหลักคือการเปลี่ยนประธาน Fed ในเดือนพ.ค. และเลือกตั้ง Midterm ในเดือนพ.ย.

จากสถิติในอดีต พบว่าเปลี่ยนตำแหน่งประธาน Fed มักเป็นบวกกับเศรษฐกิจในปีนั้น สอดคล้องกับการเลือกตั้ง Midterm ที่มักเป็นลบกับตลาด อย่างไรก็ตาม ตลาดมีมุมมองเชิงบวกกับทั้งสองเหตุการณ์ในรอบนี้ คาดว่า Trump จะเลือกประธาน Fed ที่สนับสนุนนโยบายการเงินผ่อนคลาย และอาจมีการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม หรือลดภาษีการค้าก่อนการเลือกตั้ง

### ตลาดแรงงานส่งสัญญาณชะลอ

US Non-farm Payrolls (thousands) and Unemployment rate (%)



Sources: Bloomberg, FSS

# European Economy

## Fiscal Turns Positives

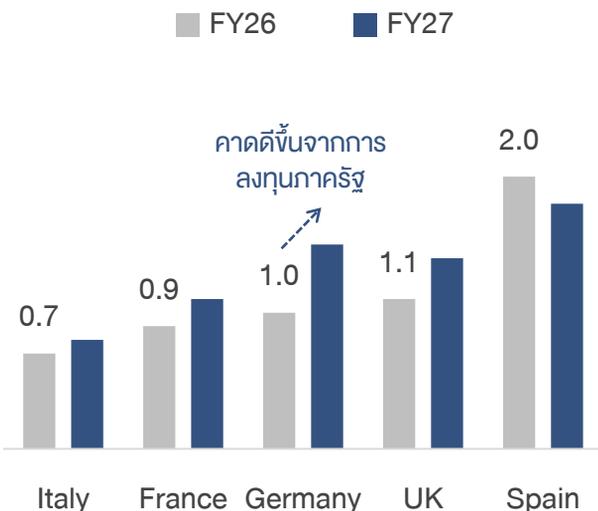
เศรษฐกิจยุโรปอยู่ในช่วงฟื้นตัว ด้วยแรงหนุนหลักอย่างการเปลี่ยนจากยุคเข้มงวดทางการคลัง ไปสู่ยุคกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการใช้จ่ายของภาครัฐ โดยเฉพาะเยอรมนีที่เพิ่มการใช้จ่ายด้านกลาโหม โครงสร้างพื้นฐาน และอุตสาหกรรมยุทธศาสตร์ ช่วยพยุงอุปสงค์ในยุโรป ให้ GDP ขยายตัวในกรอบ 1.0-1.5% ได้ต่อเนื่องในปี 2026 นอกจากนี้ เงินเฟ้อในยุโรปมีแนวโน้มลดลงหลังราคาพลังงานกลับสู่ระดับปรกติ และเงินยูโรแข็งค่า ทำให้ภาพรวมการบริโภคมีแนวโน้มดีขึ้นเป็นลำดับ

## ECB Becomes Balanced

หลังการลดดอกเบี้ยต่อเนื่องในปี 2025 คาดว่า ECB จะดำเนินนโยบายสมดุลมากขึ้น ในกรณีฐาน มองว่า ECB จะลดดอกเบี้ยลงเพียง 25bps ในปี 2026 จุดสำคัญคือ ECB ต้องรักษาสมดุลของการเติบโต ด้วยนโยบายการเงินที่ไม่ผ่อนคลายเป็นเร็วเกินไปจนอาจส่งผลให้เงินเฟ้อฟื้นตัวกลับมาในระยะสั้น

## ยุโรปฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป

EU Real GDP Growth Forecast % y-y



Sources: Bloomberg Consensus, FSS

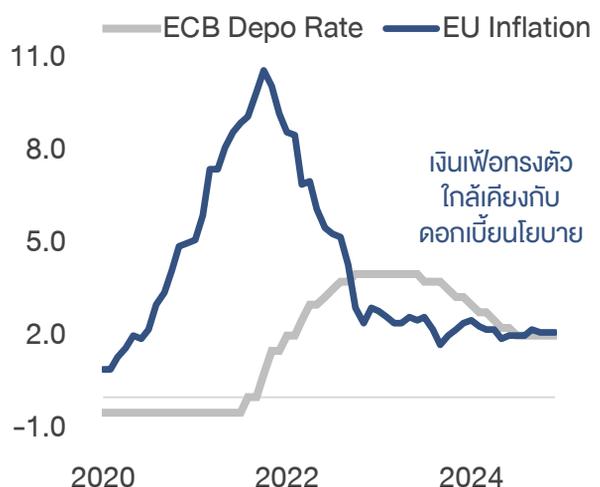
## The Risks are Politics and Geopolitics reignited

ความเสี่ยงที่ต้องจับตาสำหรับเศรษฐกิจยุโรป คือการเมือง และภูมิรัฐศาสตร์

- (1) ความไม่แน่นอนด้านการคลังและเสถียรภาพการเมืองของประเทศใหญ่ เช่น ฝรั่งเศส อาจทำให้ตลาดกลับมากังวลเรื่องความยั่งยืนของตราสารหนี้ในยุโรปโดยรวม
- (2) การถ่วงดุลการค้ากับสหรัฐฯ และจีน แม้แนวโน้มข้อตกลงการค้ากับสหรัฐฯ จะเป็นบวก แต่ความไม่แน่นอนอยู่ในระดับสูง ถ้าข้อตกลงมีการอ้างอิงข้อตกลงด้านการค้าระหว่างยุโรปและจีนไปพร้อมกัน อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการส่งออกในประเทศอุตสาหกรรมทั่วยุโรป
- (3) ประเด็นรัสเซีย-ยูเครน ที่ยุโรปต้องติดตามเรื่องการบังคับคว่ำบาตรรัสเซีย อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนด้านการขนส่ง ขณะที่วงเงินสนับสนุนยูเครน อาจกลายเป็นแรงเสียดทานด้านการเมืองภายในของประเทศในสหภาพยุโรปได้

## ความเสี่ยงเงินเฟ้อสูงลดลง

ECB Policy Rate (%) and Euro Area CPI (%y-y)



Sources: Bloomberg, FSS

# Asian Economy

## Asia Growth Still Ahead

เศรษฐกิจเอเชียในปี 2026 มีแนวโน้มขยายตัวใกล้เคียงกับปี 2025 แรงแหนุ่นสำคัญคือการบริโภคในประเทศ วัฏจักรการลงทุนด้านเทคโนโลยี และ AI ขณะที่ความเสี่ยงหลักของเศรษฐกิจเอเชียอาจเกิดขึ้นถ้าสหรัฐฯ กลับล่าเพิ่มความไม่แน่นอนด้านการค้าอีกครั้ง

รายประเทศ คาดว่าจีนจะเน้นโครงการเติบโต โดยรัฐบาลเน้นพยุงอุปสงค์ สนับสนุนเทคโนโลยี และภาคการผลิต ขณะที่ความเสี่ยงหลักมาจากตลาดอสังหาริมทรัพย์ และหนี้ภาคเอกชน

ญี่ปุ่น เศรษฐกิจโดดเด่นจากการกลับสู่แนวโน้มขยายตัว มีเงินเพื่อช่วยหนุน นโยบายการเงินจึงมีแนวโน้มเข้มงวดขึ้น เมื่อเทียบกับภูมิภาคเอเชีย

เศรษฐกิจเวียดนามและอินเดีย มีแนวโน้มขยายตัว 6-7% ต่อเนื่อง จากแรงหนุนของการลงทุนและการบริโภค โดยทั้งคู่ต้องเผชิญความเสี่ยงร่วม คือความไม่แน่นอนด้านการค้าจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ

## AI Broadens in Asia

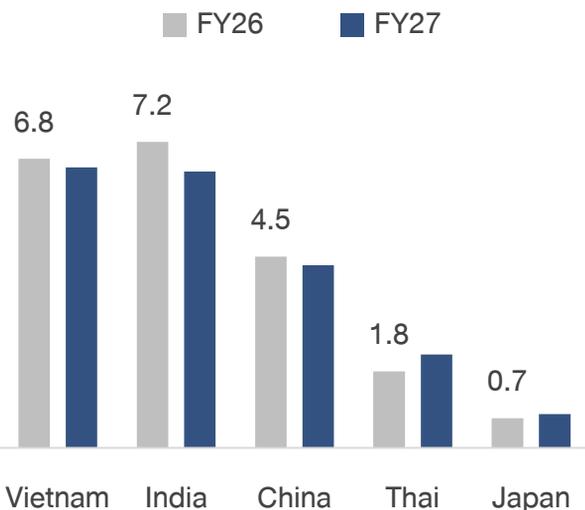
การลงทุนด้าน AI ในเอเชียมีแนวโน้มขยายตัวเป็นวงกว้าง จากเดิมที่เน้นลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและการผลิตชิป ก้าวไปสู่การสร้าง AI เพื่อการใช้งานจริง แม้เป้าหมายหลักอยู่ที่โครงสร้างพื้นฐาน และ semiconductors แต่คาดว่าจะเห็น AI ถูกนำไปต่อยอดมากขึ้นในธุรกิจ data center, AI-cloud และ Software ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ลดต้นทุน และยกระดับสินค้าและบริการ

## Exchange Rates and Capital Flows to Watch Out

แม้ทิศทางนโยบายการค้าโลกจะผ่อนคลายลง แต่การอ่อนค่าของดอลลาร์พร้อมกับบอนด์ยีลด์สหรัฐฯ ที่ทรงตัวสูง มักก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน และกระแสเงินทุนเคลื่อนย้าย ธนาคารกลางในเอเชีย อาจต้องเข้าดูแลค่าเงิน พร้อมติดตามแนวโน้มการค้า และภาวะเศรษฐกิจในประเทศเป็นระยะ

## ลุ้นการบริโภคขยายตัวต่อเนื่อง

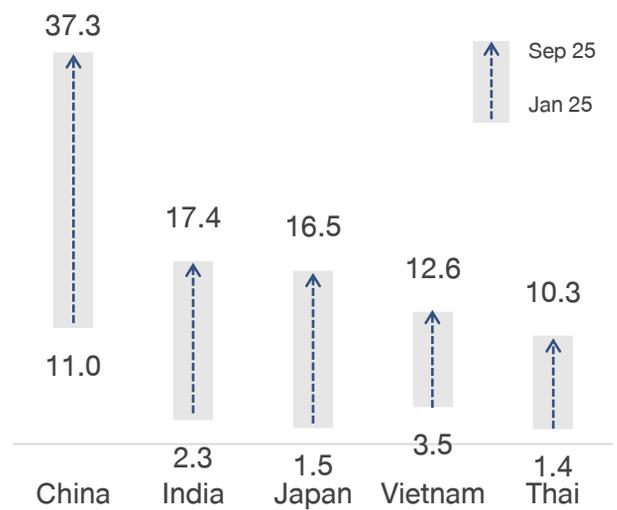
Asia Real GDP Growth Forecast % y-y



Sources: Bloomberg Consensus, FSS

## ภาษีการค้าสหรัฐฯ จุดการส่งออก

US Effective Tariff Rate by country (%), Sep 2025



Sources: Bloomberg, FSS

# MARKET OUTLOOK

## Key Takeaway

“ ตลาดการเงินปี 2026 เริ่มต้นในจุดที่ราคาสินทรัพย์หลักส่วนใหญ่ทำระดับสูงสุดใหม่ ตลอดกาล ส่งผลให้เกิดความกังวลเรื่อง Valuation และฟองสบู่ ในตลาดอัตราแลกเปลี่ยน การอ่อนค่าของดอลลาร์เป็นแนวโน้มหลักที่คาดว่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง หนุนให้ราคาทองคำมีโอกาสทำจุดสูงสุดใหม่ ส่วนตลาดบอนด์เป็นจุดที่มีความแตกต่างด้านทิศทางนโยบายการเงินจากธนาคารกลางทั่วโลก เพิ่มความผันผวนให้ยิลด์แกว่งตัวกว้าง ก้าวที่สุดในตลาดหุ้น เรามองว่าเป็นการปรับสไตร์ลเข้าสู่ Value จะเกิดขึ้นต่อในปีนี้ ”



# MARKET OUTLOOK

## Currency Market

### Dollar Softens in 2026

ดอลลาร์ (USD) ในปี 2026 มีแนวโน้มอ่อนค่า เนื่องจากความน่าสนใจของหุ้นสหรัฐฯ ลดลง ขณะที่นโยบายการเงินมีแนวโน้มผ่อนคลาย

ประเด็นสำคัญประกอบด้วย (1) Fed เข้าสู่ช่วงลดดอกเบี้ยนโยบายลง ส่งผลให้เงินทุนจะไหลไปสู่สกุลเงินหลักอื่นๆ มากขึ้น (2) นโยบายการค้าคาดเดายาก ไม่มีความชัดเจนเรื่องการจัดเก็บภาษีการค้า และประเด็นเรื่องข้อกีดกัน และการบังคับใช้ตามกฎหมาย ถ้ามีการยกเลิก อาจเป็นแรงกดดันดอลลาร์อย่างหนัก และ (3) การลงทุน AI ในสหรัฐฯ ที่เคยสร้างความเชื่อมั่นให้กับดอลลาร์ หากถูกเทขายจะกระทบโครงสร้างของดอลลาร์ด้วยเช่นกัน

ในทางตรงข้าม เงินยูโร (EUR) มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น จากเงินทุนไหลเข้าด้วยความหวังมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของเยอรมนี ความเสี่ยงหลัก คือความไม่แน่นอนทางการเมือง

รายประเทศ คาด EUR/USD จะแข็งค่าแตะระดับ 1.23 USD/EUR สิ้นปี 2026

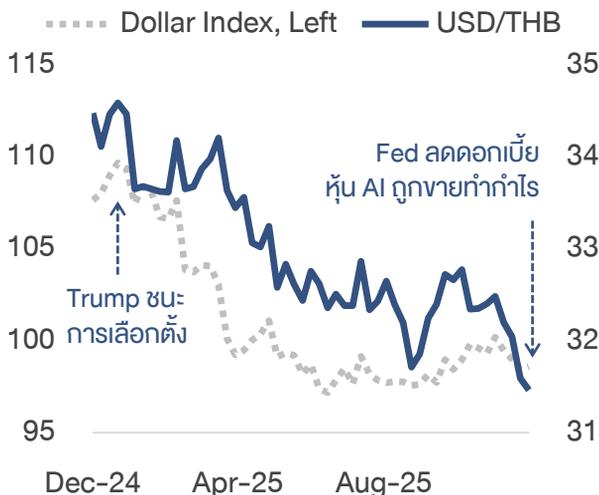
ฝั่งเอเชีย คาดเยนญี่ปุ่น (JPY) จะแข็งค่าตามนโยบายการเงินลงสู่ระดับ 145 JPY/USD ขณะที่เงินหยวน (CNY) มีแนวโน้มแข็งค่าแบบค่อยเป็นค่อยไปลงสู่ระดับ 6.80 CNY/USD ใน 12 เดือนข้างหน้า

### THB Managed Strength

เงินบาท (THB) มีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบกว้าง 30.0-33.0 THB/USD ในปี 2026 โดยความเสี่ยงหลังของเงินบาท อยู่ที่ประเด็นการเมืองในประเทศ ผลการเลือกตั้ง และภาษีการค้าของสหรัฐฯ ขณะที่แรงหนุนหลักคือการอ่อนค่าของดอลลาร์ การลดดอกเบี้ยของ Fed และกระแสเงินทุนไหลเข้าเอเชีย โดยรวมคาดว่าเงินบาทจะแข็งค่าสู่ระดับ 30.3 THB/USD ใน 12 เดือนข้างหน้าด้วยความเร่งที่ช้ากว่าปีนี้

### เศรษฐกิจสหรัฐฯ กดดันดอลลาร์

Dollar Index and USD/THB



Sources: Bloomberg, FSS

### ยูโรเป็นสกุลเงินเดียวที่แข็งค่าปีนี้

Foreign Currencies Performance (%)

Against THB	%3M	%1Y	%MA200
USD	-1.2	-9.8	-4.0
EUR	-1.8	2.7	-2.1
JPY	-8.1	-10.2	-10.5
HKD	-1.5	-10.1	-3.7
CNY	-0.2	-6.2	-2.0
SGD	-2.1	-4.4	-3.7
VND	-1.1	-13.8	-4.5

Note: %MA200 = % difference between the current price and the 200 days moving average. Sources: Bloomberg, FSS

# Commodity Market

## A Record Year Behind Us, A Timing Gold Ahead

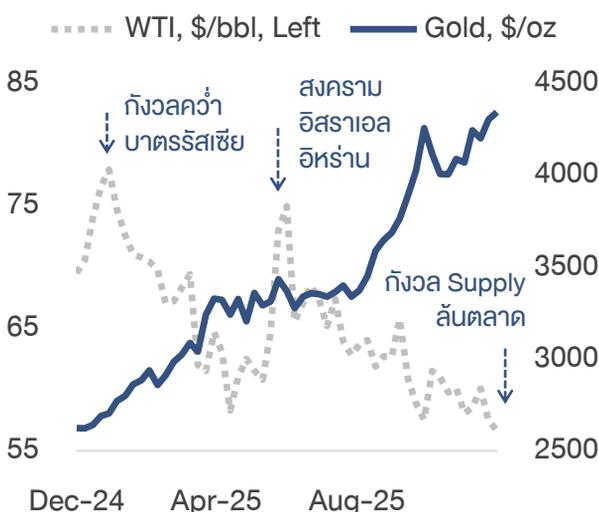
ปี 2025 เป็นปีที่ราคาทองคำ ทำผลตอบแทนโดดเด่นที่สุดเมื่อเทียบกับแทบทุกสินทรัพย์ และถือเป็นปีที่ดีที่สุดนับตั้งแต่ปี 1979 เหตุผลสนับสนุนมีตั้งแต่ความเสี่ยงสงคราม ภาษีการค้า นโยบายการเงินผ่อนคลาย ไปจนถึงการปรับโครงสร้างทุนสำรองของธนาคารกลาง

เรามองว่าการที่ราคาทองคำทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง ไม่ได้เป็นข้อจำกัดสำหรับการปรับตัวขึ้นของราคาในปี 2026 แต่มองว่าเหตุผลสนับสนุนเดิม อาจไม่มีแรงส่งเท่ากับครั้งแรก โดยรวมคาดว่าราคาทองคำจะยับขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ 5,000 USD/oz

ความเสี่ยงสำคัญสำหรับทิศทางของราคาทองคำ คือเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ราคาสินทรัพย์ที่ปรับตัวลง พร้อมกัน Fed กลับลำโม่ลดดอกเบี้ย หรือรัฐบาลทั่วโลกหันมาเก็บภาษีการซื้อขายทองคำแทนที่ภาษีการค้า

## ทองคำทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง

Crude Oil and Gold Spot Prices



Sources: Bloomberg, FSS

## Falling on Fundamentals, Rebounding on Shocks

ราคาน้ำมันดิบ (WTI) มีแนวโน้มเป็นขาลงในปี 2025 เนื่องจากการบริโภคที่ลดลงทั่วโลก โดยมีประเด็นเชิงโครงสร้างของกำลังการผลิตที่ล้นตลาดเป็นแรงหนุน แม้จะมีความกังวลกับผลของสงคราม หรือความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์ หนุนระยะสั้น แต่ก็ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงทิศทางราคาน้ำมันดิบได้

สำหรับปี 2026 เราประเมินว่าการชะลอตัวของกำลังซื้อจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง เป็นแรงกดดันให้ราคาน้ำมันลดลงสู่ระดับสมดุลใหม่ในกรอบ 45-55 \$/bbl

โอกาสที่ราคาน้ำมันจะพลิกกลับเป็นขาขึ้นได้จริงอยู่ที่การค้าและเงินส่งโลกต้องฟื้นตัวชัดเจน หรือระดับราคาต่ำต้องถึงจุดที่ไม่คุ้มค่าสำหรับผู้ประกอบการในสหรัฐฯ ที่จะเพิ่มกำลังการผลิต (45-50 \$/bbl) หรือเริ่มคุ้มค่าสำหรับการนำน้ำมันไปผลิตไฟฟ้าเพื่อพัฒนา AI Data Center (35-40 \$/bbl)

## ปีแห่งการช็อกของ ายน้ำมัน

Commodity and Crypto Performances (%)

Against USD	%3M	%1Y	%MA200
BCOM Index	5.7	11.5	4.3
Gold	17.7	67.3	17.7
Crude Oil	-8.1	-14.2	-8.2
Copper	17.5	31.0	8.6
Industrial Mat	9.8	11.8	6.8
Agricultures	-0.6	-4.6	-4.3
Bitcoin	-23.8	-8.7	-22.4

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

# Rate Market

## Doves, Hawks and Diverging Yields

บอนด์ยีลด์ทั่วโลกในปี 2025 แบ่งตามกลุ่มนโยบายเศรษฐกิจที่มีทั้ง Hawkish และ Dovish เคลื่อนไหวสวนทางกัน

ฝั่ง Dovish ยีลด์ปรับตัวลง นำโดยสหรัฐฯ และไทย บอนด์ยีลด์ 10 ปี ปรับตัวลงมาที่ 4.15% และ 1.70% ตามลำดับ เรามองว่าประเด็นสนับสนุนคือความกังวลกับเศรษฐกิจในอนาคต เงินเฟ้อที่ลดลง และแนวโน้มนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้น

ฝั่ง Hawkish ยีลด์เป็นขาลขึ้น นำโดยเยอรมนี ที่มีแผนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และการใช้จ่ายด้านกลาโหมขนาดใหญ่ พร้อมกับญี่ปุ่น ที่ยีลด์ปรับตัวขึ้นตามมุมมองนโยบายการเงินที่เข้มงวดของ BOJ เงินเฟ้อทรงตัวสูง และแนวโน้มการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลังของรัฐบาลใหม่

สำหรับปี 2026 คาดว่าบอนด์ยีลด์สหรัฐฯ อายุ 10ปี จะทรงตัวในกรอบ 3.5-4.5% จากความ

กังวลเรื่องการขาดดุลงบกลาง พร้อมกับการเปลี่ยนประธาน Fed และดอกเบี้ยนโยบายที่คาดว่าจะลดลงอีก 75 bps

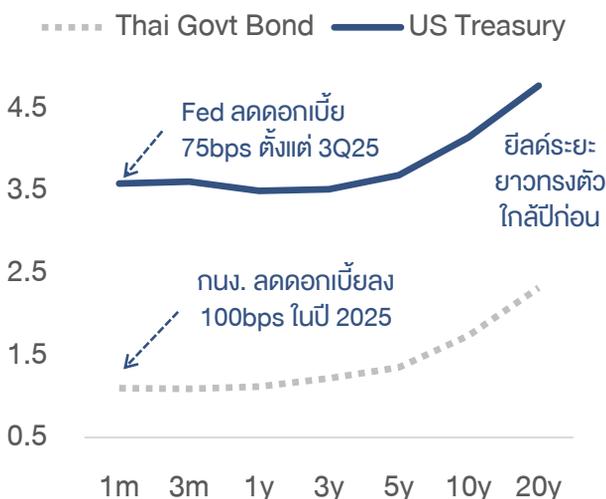
## Thailand Lower for Longer, with Fiscal Friction

สำหรับฝั่งไทย บอนด์ยีลด์ปรับตัวลดลงต่อเนื่องในปี 2025 จากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว เงินเฟ้อต่ำ และรปท. ลดดอกเบี้ยลงเร็วกว่าคาด

สำหรับปี 2026 คาดว่าบอนด์ยีลด์ไทยอายุ 10 ปี จะเคลื่อนไหวในกรอบกว้าง 1.2-2.0% แรงหนุนยีลด์ขาลลงประกอบด้วย สภาพคล่องในประเทศที่สูง เศรษฐกิจเติบโตช้า เงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ และดอกเบี้ยขาลลง อย่างไรก็ตาม รัฐบาลใหม่จะสามารถเร่งการเบิกจ่ายได้ ส่งผลให้นักลงทุนไทย เปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้น ขณะที่ความกังวลเรื่องวินัยทางการคลังไปจนถึงโอกาสถูกปรับลด Credit Rating คือความเสี่ยงสำคัญให้นักลงทุนขายบอนด์เมื่อยีลด์ต่ำเกินไป โดยเราประเมินระดับบอนด์ยีลด์อายุ 10 ปี สิ้นปี 2026 ไว้ที่ 1.60%

## ชนแบบมีและกระทิงพร้อมกัน

US Treasury and Thai Bond Yield Curve



Sources: Bloomberg, FSS

## ยีลด์สหรัฐฯ ร่วงลง ยีลด์ญี่ปุ่นเร่งขึ้น

Global Government Bond Yields (% and bps)

	Last (%)	Chg.3M	Chg.YTD
US 3M	3.60	-36	-72
US 2Y	3.48	-9	-83
US 10Y	4.15	2	-42
German 10Y	2.90	15	59
Japan 10Y	2.02	38	95
China 10Y	1.83	3	7
Thailand 10Y	1.70	36	-57

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

# Equity Market

## Value Leads Growth Lag

ตลาดหุ้นโลกปรับสมดุลต่อเนื่องในปี 2025 และกลายเป็นสไตล์ Value ที่ขึ้นนำ Growth เพราะ Valuation ของตลาดอยู่ในระดับที่สูง นักลงทุนจึงเลือกขายทำกำไร มากกว่าซื้อตามความหวัง

นอกจากนี้ แรงหนุนเพิ่มเติมของกลุ่ม Value มาจากหุ้นจีนและกลุ่มการเงิน ที่ราคาปรับตัวขึ้นจากระดับ P/E ต่ำ กลับเข้าสู่ระดับปกติ สวนทางกับกลุ่ม Growth ที่หุ้นส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในสหรัฐฯ และกลุ่ม Big Tech

## Value's Victory Lap, or a New Regime?

มุมมองปี 2026 เราให้น้ำหนักว่าหุ้น Value มีโอกาสชนะหุ้น Growth อีกครั้ง โดยจะเป็นการปรับตัวขึ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป แต่มีความเสี่ยงในการปรับฐานต่ำกว่า เนื่องจากระดับ Valuation ที่ไม่สูง

นอกจากนั้น จุดเปลี่ยนสำคัญของหุ้นโลกในปี

2026 คือแนวโน้มดอกเบี้ยขาลง คาดว่าจะเป็นแรงสนับสนุนให้หุ้นขนาดกลาง และหุ้นนอกสหรัฐฯ ทำผลตอบแทนดีขึ้นด้วย โดยเรามองเป้าดัชนี World Index ปลายปีที่ 2,500 จุด บนระดับ NTM P/E 18x การเติบโตของกำไร 9%

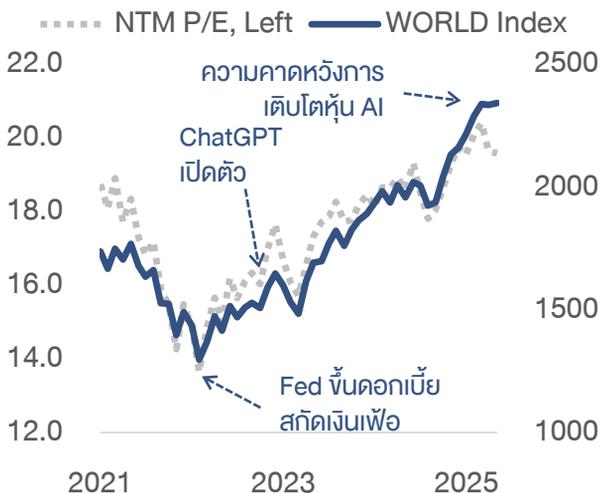
## Bubble, Boom or Burst?

คำถามใหญ่สำหรับหุ้นโลกในปี 2026 คือฟองสบู่ริมนิยมเช่น AI และเทคโนโลยี จะได้ไปต่อหรือจะจบลงในปี 2026

เรามองว่าโอกาสฝั่งไปต่อ (Boom) จะเกิดขึ้นได้เมื่อกำไรของผู้นำตลาดปรับตัวขึ้นได้จริงตามเป้าหมาย การลงทุนเปลี่ยนเป็นรายได้ หรือประสิทธิภาพที่ตลาดยอมรับให้ซื้อขายในระดับ Valuation ที่สูงได้ต่อ ในทางกลับกัน ฟองสบู่ AI จะจบลง (Burst) เมื่อตลาดไม่เชื่อว่ารายได้จะสามารถปรับตัวขึ้นได้ทันค่าใช้จ่าย หรือ กำไรของผู้นำตลาดพลาดเป้าต่ำกว่า 15% ต่อปี ติดต่อกัน หรือ Valuation สูงขึ้นผิดปกติ พร้อมกับการกระจุกตัวของตลาด

## หุ้นโลกแพงใกล้เคียงสูงสุด Covid

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



Sources: Bloomberg, FSS

## หุ้นคุณค่าทำผลงานดีที่สุดของปี

Global Equity Indices and Styles

Priced in USD	%YTD	%QTD	P/E
WORLD	19.6	2.3	20
Developed Mkt	19.0	2.5	21
Emerging Mkt	24.6	1.0	14
Global Growth	17.8	1.4	28
Global Quality	18.0	3.0	23
Global Value	28.9	5.0	18
Global High Div	23.1	4.0	14

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

Sources: Bloomberg, FSS

# TOP OF MIND QUESTIONS

## Key Takeaway

“ เราตอบคำถามที่นักลงทุนสนใจมากที่สุดสามเรื่อง ประกอบด้วย (1) ฟองสบู่หุ้น AI จะแตกด้วยเรื่องใด โดยเรามองว่าการลงทุนที่สูง นำไปสู่ความคาดหวังที่ตลาดผิดหวังได้ง่าย (2) การปรับตัวขึ้นของราคาโลหะต่างๆ มีความยั่งยืนมากแค่ไหน โดยเราประเมินว่าโลหะแต่ละชนิด แม้จะมีเหตุผลสนับสนุนที่แตกต่างกัน แต่มักปรับตัวลงพร้อมกันเมื่อสภาพคล่องในตลาดลดลง หรือเศรษฐกิจมีปัญหา และ (3) ถึงเวลาที่กลุ่ม Healthcare จะกลับตัวเป็นขาขึ้นแล้วหรือไม่ เรามองว่าโอกาสของการลงทุนในกลุ่มนี้ชัดเจนมากขึ้น เมื่อนักลงทุนเริ่มปรับพอร์ตออกจากหุ้น Tech ไปสู่หุ้นเติบโตที่ไม่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจ ”



## Top of Mind Questions

# What Could Burst the AI Bubble?

### ทำไมตลาดถึงเริ่มกังวลกับธีม AI ช่วงปลายปี 2025?

สาเหตุหลักเกิดจากการปรับตัวขึ้นอย่างร้อนแรงของหุ้นในกลุ่ม AI ตลอด 3 ปีที่ผ่านมา จนทำให้มูลค่าตลาดเข้าสู่จุดที่สูงกว่าระดับปกติมาก เมื่อภาคธุรกิจให้ความสนใจต่อธีม AI การแข่งขันก็เริ่มตึงตัวขึ้น จนทำให้เกิดการเร่งลงทุน เพื่อแย่งส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มผู้นำ AI กันอย่างรวดเร็ว ทำให้นักลงทุนเริ่มตั้งคำถามกับอัตรากำไรในอนาคต ขณะที่ Fed มีแนวโน้มลดดอกเบี้ยต่อเนื่องในปี 2026 นักลงทุนบางส่วนจึงเริ่มขายทำกำไร เพื่อย้ายเงินลงทุนไปสู่หุ้นวัฏจักรเศรษฐกิจอื่นๆ

### อะไรคือตัวชี้วัดว่าการลงทุนธีม AI จะได้ไปต่อหรือไม่ในปี 2026?

ธีม AI เข้าสู่ปี 2026 ด้วยการลงทุนที่เร่งตัว ขณะที่ความคาดหวังผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว ตัวชี้วัดที่สำคัญจึงประกอบด้วย

(1) ระดับการลงทุน และค่าใช้จ่ายด้าน AI ต้องอยู่ในระดับที่เหมาะสม และมีความต่อเนื่อง เนื่องจากบริษัท AI ส่วนใหญ่เร่งการลงทุนติดต่อกันอย่างรวดเร็ว การหยุดลงทุนกะทันหัน หรือการลดขนาดการลงทุน อาจเป็นสัญญาณความเสี่ยงที่ทำให้ธีม AI ไม่ได้ไปต่อ (2) ผลประกอบการของบริษัทใหญ่ในกลุ่ม AI ต้องเติบโตต่อเนื่อง เช่นในปี 2025 กำไรของหุ้นกลุ่ม Magnificent 7 รวมกับเติบโตในกรอบ 20-25% ต่อปี ทำให้สามารถรักษาระดับ Valuation ที่สูงกว่าตลาดไว้ได้ แต่ถ้ากำไรเติบโตช้าลง ตลาดอาจเทขายทำกำไร เช่นเดียวกับช่วงฟองสบู่ Dot Com ที่หมดความน่าสนใจเมื่อกำไรของบริษัทผู้นำเติบโต

ต่ำกว่า 15% ต่อปี และ (3) การสร้างรายได้จริงจาก AI ต้องสูงขึ้นอย่างมีนัย ตามการเติบโตของต้นทุน ปี 2026 เป็นปีที่ธุรกิจ AI ตั้งเป้าหมายไว้ว่าจะมีรายได้ เพิ่มขึ้นกว่า 100-1,000% จากการนำ AI ไปประยุกต์ใช้อย่างแพร่หลาย รายได้ที่เกิดขึ้นจะหนุนให้ธุรกิจ AI ได้ไปต่อ

### ความเหมือนและต่าง ระหว่าง AI กับการลงทุนขนาดใหญ่ในอดีต?

Megatheme ในอดีตเหมือนกันที่การเร่งสร้างโครงสร้างพื้นฐานด้วยเงินก้อนใหญ่ ในเวลาสั้น เพราะทุกคนเชื่อว่าการลงทุนจะเปลี่ยนเศรษฐกิจ ผลคือมักเกิดการลงทุนล้นหน้า มากเกินความต้องการจริง นำไปสู่การปรับฐานเมื่อรายได้ไล่ตามต้นทุนไม่ทัน

จุดต่างที่ต้องระวังเพิ่มเติมคืออายุการใช้งานของโครงสร้างพื้นฐาน AI ที่เสี่ยงล้าสมัยเร็ว กลายเป็นความเปราะบางเฉพาะตัวของ AI

### อะไรคือสัญญาณเตือนภัย ฟองสบู่สินทรัพย์ในครั้งนี้?

สัญญาณเตือนฟองสบู่ AI เรียกรวมว่าเป็น Triple Os ประกอบด้วย (1) Overinvestment ฟองสบู่มักเกิดในช่วงที่มีเม็ดเงินลงทุนไหลเข้าสู่กิจกรรมทางธุรกิจอย่างหนึ่ง ในระดับที่มากเกินไปกว่าโอกาสการเติบโตในระยะสั้น (2) Overvaluation ฟองสบู่เกิดจากราคาหุ้นเพิ่มขึ้นเร็วผิดปกติโดยไม่สอดคล้องกับกำไร เช่นยุค Dot Com ที่ค่าเฉลี่ย P/E ของหุ้น Tech พุ่งขึ้น ในขณะที่หลายบริษัทแทบไม่มีกำไร หรือตลาดเริ่มมองหาตรรกะใหม่สำหรับการประเมินมูลค่า และ (3) Over Leverage

เกิดจากผู้ประกอบการ AI ต้องพึ่งพาการออกหนี้ระยะยาว หรือใช้โครงสร้างนอกงบดุล เพื่อรักษาระดับการเติบโตในระยะสั้น

## นักลงทุนไทยควรวางกลยุทธ์ลงทุน AI อย่างไรในปี 2026?

แม้จะปฏิเสธไม่ได้ว่า AI เป็นหนึ่งในเทคโนโลยีเปลี่ยนโลกครั้งสำคัญ แต่เมื่อตลาดเริ่มตั้งคำถามกับความคุ้มค่า พร้อมกับพัฒนาการ AI เริ่มจำกัด กลยุทธ์การลงทุนในปี 2026 จึงควรมีความแตกต่างจากปีที่ผ่านมา

นักลงทุนไม่จำเป็นต้องถนอมการลงทุนทั้งหมด แต่ควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มีรายได้ กำไร และกระแสเงินสดจากธุรกิจเดิมรองรับ และสามารถขยายธุรกิจไปสู่ AI ได้ โดยไม่ต้องพึ่ง leverage ที่สูงเกินไป

นอกจากนี้ ควรระวังกลุ่มการลงทุนที่มีการบริหารต้นทุนซับซ้อน และเริ่มไม่สามารถสร้างรายได้ได้ตามเป้าหมาย มีความเสี่ยงที่ตลาดจะลดการลงทุนลงก่อน

อย่างไรก็ดี นักลงทุนควรเริ่มมองหาการลงทุนที่คาดว่าจะได้รับประโยชน์แท้จริง จากโครงสร้างพื้นฐาน AI ที่สร้างไว้ เพื่อรองรับการลงทุนในระยะยาว เปรียบเทียบกับฟองสบู่ในอดีตที่ผ่านมา บริษัทผู้ชนะตัวจริงมักมีความได้เปรียบเฉพาะตัว โดยไม่ต้องแข่งขันด้านราคา เนื่องจากสินค้าและบริการสามารถเปลี่ยน Productivity เป็น Profitability ได้จริง ทั้งในมุมมองของบริษัทและผู้นำไปประยุกต์ใช้อาจไม่ใช่บริษัทที่เติบโตเร็วที่สุด หรือมีส่วนแบ่งการตลาดสูงสุดในระยะสั้น แต่เป็นบริษัทที่สามารถปรับธุรกิจให้เข้ากับการเปลี่ยนแปลงของ AI ได้ในระยะยาว

## ภาพรวมเชิงเปรียบเทียบวัฏจักรการลงทุนและกลไกการเกิดฟองสบู่

A structural comparison of major historical investment bubbles and the current AI investment

การเปรียบเทียบ	1840s UK Railway Mania	1990s Dot-Com Bubble	2020s AI Bubble
ภาพรวม	การลงทุนสร้างทางรถไฟขยายตัวอย่างรวดเร็ว	ตลาดลงทุนในบริษัทอินเทอร์เน็ต	บริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่เร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน
อะไรที่ทำให้เกิดภาวะฟองสบู่	ความคาดหวังว่าโครงสร้างพื้นฐานใหม่จะเปลี่ยนเศรษฐกิจทันที	ความเชื่อว่าอินเทอร์เน็ตสามารถเติบโตได้ไม่จำกัด Valuation ไม่ต้องอิงกำไร	ความเชื่อมั่นสูงต่อศักยภาพ AI ระยะยาว การลงทุนล่วงหน้าเร่งตัว
ความเสี่ยงสำคัญ	สร้างโครงสร้างพื้นฐานที่มีขนาดใหญ่เกินกว่าปริมาณความต้องการ ก่อให้เกิดการแข่งขันที่ไม่สร้างกำไร	การประเมินมูลค่าสูงเกินจริง และโมเดลธุรกิจส่วนใหญ่ไม่มีความยั่งยืน	ช่องว่างระหว่าง Capex กับ ROI และความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย
ขนาดการลงทุนและการเติบโต	5.0-6.5% ของ GDP Capex +65%pa	1.0-2.0% ต่อ GDP Capex +20%pa	1.0-2.0% ต่อ GDP Capex +40%pa
ตัวเร่งให้เกิดการปรับฐาน	การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงปี 1845 และวิกฤตการเงินและเครดิตปี 1847	วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นปี 1999 และผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาด	

## Top of Mind Questions

# Can Metal Winners Repeat?

### ทำไมราคาโลหะมีค่า ถึงปรับตัวขึ้นแรงพร้อมกันในปีนี้?

ราคาโลหะมีค่า (Precious Metals) โลหะพื้นฐานอุตสาหกรรม (Industrial Metals) และโลหะหายาก (Rare Metals) ต่างปรับตัวขึ้นแรงในปี 2025 ด้วยหลากหลายแรงส่ง ประกอบด้วย (1) ความต้องการที่เพิ่มขึ้นตามวัฏจักรการลงทุน AI การเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด รถยนต์ EV และโครงสร้างพื้นฐานด้านไฟฟ้าที่กำลังเป็นงานขึ้น (2) โครงสร้าง Supply ที่มีการกระจุกตัวสูง เมื่อถูกใช้เป็นเครื่องมือต่อรองทางการค้า และภูมิรัฐศาสตร์ ทำให้เกิดความขาดแคลนเฉียบพลัน และ (3) การอ่อนค่าของดอลลาร์ และการลดดอกเบี้ยของ Fed หนุนให้นักลงทุนเพิ่มการถือครองสินทรัพย์จริง (Real Assets) เพื่อป้องกันความเสี่ยงพร้อมกันทั้งระบบ

### โลหะเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจและการลงทุนอย่างไร?

โลหะที่คาดว่าจะมีบทบาทสูงในปี 2026 ประกอบด้วย ทองแดง เงิน และกลุ่มแร่หายากทองคำ (Gold) - เป็นแร่ธาตุที่มีมูลค่าตลาดรวมสูงที่สุด เป็นสินทรัพย์ที่ถูกใช้ในการรักษาความมั่งคั่ง ป้องกันเงินเฟ้อ ความผันผวนของตลาดอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้ก็เป็นสินทรัพย์ที่ธนาคารกลางทั่วโลก ใช้เป็นองค์ประกอบของทุนสำรองระหว่างประเทศเงิน (Silver) - แร่ธาตุที่มีสถานะเป็นทั้ง Precious และ Industrial metal โดยถูกใช้เป็นโลหะสะสมความมั่งคั่งอันดับสองรองจากทองคำ และเป็นแร่ธาตุสำคัญในอุตสาหกรรม

พลังงานหมุนเวียน EV ไปจนถึงเทคโนโลยีป้องกันประเทศขั้นสูง

ทองแดง (Copper) - เป็น Industrial Metal หลักของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานไฟฟ้าและโทรคมนาคม เนื่องจากเป็นสื่อนำไฟฟ้าได้ดี แต่มีราคาถูกกว่าเงิน มักถูกใช้เป็นสินทรัพย์ที่สะท้อนการเติบโตของเศรษฐกิจโลก

แร่หายาก (Rare Earth) - ประกอบด้วยแร่ธาตุกว่า 17 ชนิด ที่มีคุณสมบัติพิเศษบางอย่าง เช่น แม่เหล็ก หรือการทนความร้อน เป็นวัตถุดิบเชิงยุทธศาสตร์ของเทคโนโลยีสมัยใหม่ ความเคลื่อนไหวของราคาไม่ได้มีผลกับการลงทุนมากนัก แต่มี Supply กระจุกตัว สะท้อนอำนาจการต่อรองทางเศรษฐกิจ

### ราคาโลหะมีความถูกแพงหรือไม่ และปัจจุบันอยู่ในช่วงไหน?

ราคาโลหะอยู่ในช่วงถูกหรือแพง สามารถประเมินได้จาก 3 แกนคือ Fundamentals Positioning และ Economic Regime

ความถูกแพงเชิงพื้นฐานมักถูกประเมินจาก Demand, Supply และระดับ Inventory โลหะมีค่ามักปรับตัวขึ้นจากปริมาณความต้องการเป็นส่วนใหญ่ ขณะที่ราคา Industrial metal มักเคลื่อนไหวตามทิศทางของ Supply ส่วนในมุมมองการลงทุน โลหะมีค่าต่างๆ มักถูกประเมินว่ามีระดับราคาสูงเมื่อเปรียบเทียบกับอดีต (หักเงินเฟ้อ) หรือเมื่อสัดส่วนการถือครองของนักลงทุนเร่งตัวขึ้นสูงกว่า 10% ของพอร์ต และสุดท้ายคือ Economic Regime ที่ราคาโลหะมีค่า มักมีระดับราคาสูงในช่วงเศรษฐกิจเติบโต และราคาต่ำเมื่อเศรษฐกิจถดถอย

## โอกาสและความเสี่ยงของราคาโลหะในปี 2026 คืออะไร?

การลงทุนในธีมโลหะปี 2026 มีแรงหนุนหลักจากนโยบายดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ที่เป็นช่วงขณะที่ความไม่แน่นอนของตลาดการเงินโลก หนุนทองคำและเงิน ในฐานะสินทรัพย์ป้องกันความเสี่ยง ผังโลหะอุตสาหกรรม คาดแรงหนุนสำคัญจะมาจากธุรกิจรถยนต์ EV ส่วนทองแดงมีแรงหนุนจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานไฟฟ้าเพื่อสนับสนุนกลุ่มธุรกิจ AI ส่วนในมุมมองความเสี่ยง ปัญหาใหญ่ที่สุดคือราคาของโลหะที่อยู่ในระดับสูง เสี่ยงถูกขายทำกำไร ขณะที่สันติภาพในตะวันออกกลาง และบทสรุปของสงครามการค้า อาจเป็นประเด็นให้นักลงทุนขายทำกำไรกลุ่มโลหะพื้นฐานเพื่อ

ลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้ประโยชน์

## นักลงทุนไทยควรมีกลยุทธ์การลงทุนในโลหะมีค่าอย่างไร?

นักลงทุนที่ต้องการเก็งกำไรให้ได้ผลตอบแทนตามราคาสินแร่ ควรเลือกการลงทุนตรง (Direct exposure) ส่วนการลงทุนในเหมืองแร่ (Mining) แม้จะมีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกัน แต่แฝงด้วยต้นทุน ความเสี่ยงรายประเทศ รายบริษัท และประเด็นทางกฎหมายที่ต้องระวัง

สำหรับสัดส่วนการลงทุน เราแนะนำถือสินทรัพย์ธีมโลหะมีค่ารวมในพอร์ตไม่เกิน 15% เนื่องจากความผันผวนสูงกว่าสินทรัพย์หลัก และไม่มีรายได้จากการถือครอง

## ปีที่ดีที่สุดและแย่ที่สุดของโลหะสำคัญ ทองคำ เงิน และทองแดง

Annual Returns of Bloomberg Precious metal Index, Copper, Silver, and Gold Prices since 1989

Top 5 Annual Returns, Ranked by Bloomberg Precious Metal Index (%)

Year	Precious	Copper	Silver	Gold	Theme
2025	74.5	35.7	140.1	67.6	ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ สงครามการค้า
2010	42.5	32.9	83.2	29.6	เริ่มต้นวิกฤตหนี้ยุโรป ดอกเบี้ยต่ำต่อเนื่อง
2009	29.0	137.3	48.0	24.4	หลังวิกฤต GFC นโยบายการเงินผ่อนคลาย
2020	25.1	25.8	47.9	25.1	วิกฤตโควิด และมาตรการผ่อนคลายการเงิน
2006	21.2	40.6	46.4	23.2	Commodity Super Cycle ตามเศรษฐกิจจีน

Bottom 5 Annual Returns, Ranked by Bloomberg Precious Metal Index (%)

Year	Precious	Copper	Silver	Gold	Theme
1989	-12.2	-23.9	-13.8	-2.2	นโยบายการเงินเข้มงวด เงินเฟ้อต่ำ
2000	-13.1	-2.3	-14.5	-5.5	ยุคทอง หุ้น Tech เกิดแรงขายทำกำไรโลหะ
1990	-14.0	9.8	-19.7	-4.6	Gulf War ขึ้นดอกเบี้ย เศรษฐกิจถดถอย
1991	-14.5	-16.5	-7.9	-7.7	หลัง Gulf War และสภาพโซเวียตล่มสลาย
2013	-30.8	-7.0	-35.8	-28.3	Taper Tantrum เศรษฐกิจสหรัฐฯ พ้นตัว

## Top of Mind Questions

# Healthcare Turnaround?

### อะไรที่ทำให้กลุ่ม Healthcare ที่แย่มากตลอดปีตัวช่วงท้ายปี?

กลุ่ม Healthcare ฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 จากความเสี่ยงเชิงนโยบายจาก Trump ไม่ได้รุนแรงอย่างที่เคยมอง โดยเฉพาะประเด็นการควบคุมราคายา ไปถึงภาษีการค้าที่มีการต่อรองเพื่อบรรเทาความเสี่ยงได้ ความไม่แน่นอนที่ลดลงเกิดขึ้นพร้อมกับช่วงที่ตลาดต้องการหมุนเวียนเงินลงทุน (Rotation) ออกจากกลุ่ม Tech ที่ Valuation ตึงตัว ทำให้ Healthcare ที่มีมุมมองว่าเป็น Defensive Growth ได้รับความสนใจมากขึ้น

### โอกาสการลงทุนจะเกิดขึ้นต่อเนื่องหรือไม่ในปี 2026?

ในมุมมองมหภาค การฟื้นตัวของ Healthcare มาจากระดับ Valuation ต่ำสุดในรอบ 3 ปี ต่างจากกลุ่ม Growth ที่ระดับมูลค่าแพงที่สุดเป็นประวัติศาสตร์ ทำให้มีโอกาสฟื้นตัวต่อเนื่อง

นอกจากนั้น เรามองว่ากลุ่ม Healthcare มีแรงหนุนทางธุรกิจหลักจาก (1) การประยุกต์ใช้ AI และ Big Data ในวงการแพทย์เร่งให้เกิดการค้นคว้านวัตกรรมเร็วขึ้น และลดต้นทุนการวิจัย (2) Innovation เปิดตลาดใหม่ เช่น ยาเม็ดลดความอ้วน ยา mRNA ยาบำบัดด้วยยีน และวัคซีนมะเร็ง เป็นต้น ตลาดใหม่เหล่านี้ จะกลายเป็นแหล่งที่มาของรายได้ระยะยาวให้กลุ่ม Healthcare ในอนาคต และ (3) ประชากรสูงอายุที่เพิ่มขึ้นทุกปี และในหลายประเทศ ต้องการยกระดับการดูแลสุขภาพประชาชนด้วยนโยบายประกันสุขภาพ แนวโน้มเหล่านี้จะผลักดันให้ธุรกิจ Healthcare เติบโตระยะยาว

### การเติบโตของกำไรมาจากธุรกิจอะไรบ้าง?

ธุรกิจเติบโตสูงในกลุ่ม Healthcare ปัจจุบันประกอบด้วย 3 สาขา (1) ธุรกิจเทคโนโลยีชีวภาพ (Biotechnology) ประกอบด้วยบริษัทวิจัย พัฒนายา และวิธีรักษาโรคโดยอาศัยสิ่งมีชีวิตหรือกระบวนการชีวภาพ เช่น ยาที่พัฒนาจากโปรตีนหรือสารพันธุกรรม (2) ธุรกิจเทคโนโลยีสุขภาพ (Health Tech/Digital Health) ใช้เทคโนโลยี Digital เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดูแลสุขภาพ เช่น ระบบจัดการข้อมูลผู้ป่วย การวิเคราะห์ข้อมูลทางการแพทย์ด้วย AI การแพทย์ทางไกล (Telemedicine) และอุปกรณ์สวมใส่ติดตามสุขภาพ และ (3) ธุรกิจเครื่องมือแพทย์ (Medical Devices) ผลิตอุปกรณ์ และเครื่องมือทางการแพทย์ ตั้งแต่เครื่องมือผ่าตัด ไปจนถึงเครื่องอุปกรณ์ตรวจวินิจฉัย เพื่อช่วยในการรักษาโรค

### ความเสี่ยงสำคัญของธุรกิจหลังจากนี้คืออะไร?

ในปี 2026 คาดว่าความเสี่ยงหลักของกลุ่ม Healthcare จะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูง ทั้งจากเงินเฟ้อทั่วไป และราคาสินค้าเฉพาะด้านการแพทย์ที่เพิ่มสูงขึ้น เช่น ค่ายา ค่าแรงบุคลากร และค่าวัสดุสิ้นเปลือง นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนด้านภูมิรัฐศาสตร์มีแนวโน้มกดดันให้โยกย้ายฐานการผลิต ส่งผลให้ต้นทุนปรับตัวสูงขึ้นในอนาคต

## นักลงทุนไทยควรมองการลงทุนในกลุ่ม Healthcare อย่างไร?

เรามองว่าการลงทุนในกลุ่ม Healthcare เป็นสัดส่วนเชิงโครงสร้างระยะยาวมากกว่าการเก็งกำไรรอบสั้น แนวคิดสำคัญคือ กระจายการลงทุนในผู้ชนะรายภูมิภาค แทนการกระจุกตัวประเทศเดียว

บริษัทในสหรัฐฯ ควรเป็นแกนหลักของพอร์ต เพราะเป็นผู้นำด้านนวัตกรรมยา Biotech และ Medical Devices มีศักยภาพธุรกิจสูง และเป็นแหล่ง M&A ของโลก ยุโรป เหมาะเป็นฐานการลงทุนเพื่อเพิ่มเสถียรภาพ ผ่านบริษัทยา และ Biotech ขนาดใหญ่ ที่มี cash flow แข็งแกร่ง และความผันผวนต่ำ หน้าที่เอเชีย

ควรเป็นแหล่งการเติบโตเชิงโครงสร้าง จากจำนวนประชากรขนาดใหญ่ การเข้าถึงบริการสุขภาพที่เพิ่มขึ้น Biotech และ Health Tech ที่เติบโตเร็ว

Healthcare เป็นกลุ่ม Low Beta Growth และธุรกิจมักไม่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจ จึงสามารถถือสัดส่วนสูงกว่าหุ้น growth ทั่วไปได้ในรอบ 10-20% ของพอร์ต อย่างไรก็ตาม เราแนะนำกระจายการลงทุนภายในอุตสาหกรรม ไปในหลากหลายธุรกิจ และภูมิภาค เพื่อลดความเสี่ยงด้านนโยบาย เทคโนโลยี และความผันผวนเฉพาะรายบริษัท

## ภาพรวมการลงทุนกลุ่ม Healthcare เปรียบเทียบรายธุรกิจย่อย

Healthcare Sub-sectors: Role, Return Profile and Long-term Growth Outlook

ธุรกิจย่อย	บทบาทในอุตสาหกรรม	แรงขับเคลื่อนหลัก	คาดการณ์ผลตอบแทน	ความเสี่ยงสำคัญ
Health Tech	ตัวเร่งประสิทธิภาพและนวัตกรรม	ใช้ AI เชิงพาณิชย์เพื่อลดต้นทุนวิจัยพัฒนา และขยายฐานบริการ	เติบโตสูง 20-30% จากการเพิ่มจำนวนผู้ใช้งาน	การกำกับดูแลจากภาครัฐ
Biotech	แหล่งนวัตกรรมและการเติบโตของอุตสาหกรรม	ความก้าวหน้าทางคลินิก การควบรวมบริษัท และการออกสิทธิบัตรยา	กำไรและการประเมินมูลค่าธุรกิจสูงขึ้น 15-25%	ผลการทดลองและการประเมินมูลค่า
Medical Devices	เพิ่มประสิทธิภาพและคุณภาพการบริการ	สังคมสูงวัย และเทคโนโลยีการแพทย์	กำไรเติบโต 10-15% จากธุรกิจการแพทย์	วัฏจักรเศรษฐกิจและต้นทุนการเงิน
Pharma	รายได้มั่นคง และสร้างกระแสเงินสด	การต่อยอดการใช้ยา การปรับราคาขาย และการออกผลิตภัณฑ์	กำไรสม่ำเสมอ และจ่ายปันผล 3-7%	การแข่งขันด้านราคาและสิทธิบัตร
Healthcare Services	เสถียรภาพของระบบสุขภาพ	ปริมาณผู้ป่วย และควบคุมต้นทุน	กำไรสม่ำเสมอ และจ่ายปันผล 2-5%	ต้นทุนแรงงาน และกฎระเบียบ

# SCENARIO ANALYSIS

## Finansia House View: YEAR AHEAD 2026

	Bear Case	Base Case	Bull Case
Probability	30%	50%	20%
Global Economy	ภาวะการค่าและความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์กลับมากดดันเศรษฐกิจโลก สหรัฐฯ ต้องเผชิญกับปัญหาเงินเฟ้อสูง ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยเร่งขึ้น ภาคธุรกิจลดการลงทุนใน AI	เศรษฐกิจโลกขยายตัว 3.0% ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ชะลอ แต่เศรษฐกิจไม่ถดถอย กำลังซื้อทั่วโลกฟื้น ราคาพลังงานปรับตัวลง การลงทุน AI เกิดขึ้นทั่วโลก	เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวชัดเจน สหรัฐฯ เน้นผ่อนคลายภาวะการค่า หนุนเงินเพื่อปรับตัวลงเร็วกว่าคาด การประยุกต์ใช้ AI เกิดขึ้นแพร่หลาย เพิ่มความเชื่อมั่นต่อผู้บริโภคและธุรกิจ
Geopolitics	สหรัฐฯ เก็บภาวะการค่ากับทั่วโลก 15-50% เน้นไปที่สินค้า และธุรกิจเฉพาะด้านเทคโนโลยี ทำให้พัฒนาการ AI ติดขัด	สหรัฐฯ ลดกำแพงภาษีกับคู่ค้าทั่วโลกลงเหลือ 5-15% สงครามรัสเซียยูเครนได้ข้อตกลงสันติภาพ	ศาลสหรัฐฯ มีคำสั่งยกเลิกภาวะการค่า เนื่องจากผิดกฎหมายสหรัฐฯ และจีนบรรลุข้อตกลงการค้าใหม่
Monetary Policy	เงินเฟ้อสหรัฐฯ ทรงตัวสูง Fed เลือกคงดอกเบี้ยเพื่อสกัดเงินเฟ้อ ส่งผลให้แนวโน้มการลดดอกเบี้ยใน EM ไม่เกิดขึ้น	Fed ลดดอกเบี้ยลงอีก 0.75% ในปี 2026 หนุนเศรษฐกิจสหรัฐฯ เช่นเดียวกับ ropic. ลดดอกเบี้ยลง 0.25% สู่ระดับ 1.00%	เงินเฟ้อลดลงเร็ว หนุน Fed ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยนโยบายลงได้ต่ำกว่า 3.0%

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

“ ทั่วโลกมีแนวโน้มเป็นขาขึ้นต่อในปี 2026 โดยผลตอบแทนจะถูกขับเคลื่อนด้วย การเลือกประเทศและธีมที่เหมาะสม สหรัฐฯ ยังคงเป็นแกนหลักของตลาด คาดว่ากำไรของกลุ่ม AI จะเติบโตดี แต่ Valuation ที่ตึงตัวอาจทำให้ตลาดไวต่อข่าวลบ ด้านยุโรปได้แรงหนุนจากการคลัง และการลงทุนภาครัฐ ระดับมูลค่าและธุรกิจที่แตกต่างจากสหรัฐฯ จะเป็นทางเลือกให้นักลงทุนกระจายการลงทุนมาในภูมิภาคนี้ ส่วนฝั่งเอเชีย เรานับตลาดที่มีแรงส่งภายใน เช่นจีนจากการปรับโครงสร้างเศรษฐกิจ หรือเวียดนามที่กำลังเข้าสู่ช่วงเติบโต ”



# WORLD EQUITY VIEWS

## US Equity Market

### 2025: Earnings Up, Valuations Tight

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ เดินหน้าปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในปี 2025 หลังความกังวลเรื่องภาษีการค้าที่คลี่คลายลง แรงขับหลักมาจากกำไรที่เติบโตพร้อมกับเงินลงทุนทั่วโลกที่ไหลเข้าหาหุ้น AI ผลข้างเคียงของความหวัง AI คือการระจุกตัวในหุ้นผู้นำขนาดใหญ่ ส่งผลให้ Valuation ของตลาดตึงตัว ความผันผวนมีโอกาสร่งตัวถ้าตลาดผิดหวังกับแนวโน้มกำไรในอนาคต

### 2026: The AI Reality Check

สำหรับตลาดหุ้นสหรัฐฯ เรามองว่ากำไรของตลาดในปี 2026 จะเติบโตต่อในระดับสูง 10-15% แต่ต้องจับตาแนวโน้มรายได้ที่เกิดขึ้นจริงของบริษัท AI รายใหญ่มากขึ้น หลังมีการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานไปอย่างมหาศาล เราปรับเป้าหมาย S&P 500 ณ สิ้นปี 2026 ขึ้น

เป็น 7,000 จุด และคงมุมมอง Neutral ระยะสั้น โดยมองว่านักลงทุนสามารถเก็งกำไรกับการประกาศผลประกอบการรายไตรมาสได้ แต่ระยะยาวมีมุมมอง Negative ด้วยเหตุผลเรื่อง Valuation ที่ตึงตัวเช่นเดิม

### Broden the Winners

กลยุทธ์การลงทุนหุ้นสหรัฐฯ ในปี 2026 คือการกระจายการลงทุนออกจากผู้นำด้านเทคโนโลยีขนาดใหญ่ เป้าหมายหลักคือหุ้นขนาดกลางเล็กและ Defensives ที่คาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง

ฝั่งธีม AI เราเชื่อว่าบริษัทใหญ่คงความได้เปรียบในระยะสั้น โดยเฉพาะในกลุ่ม Enabler ที่มีสินค้าและบริการเฉพาะตัว นักลงทุนสามารถกระจายการลงทุนออกไปสู่กลุ่ม Utilities ที่เกี่ยวข้องของกับธุรกิจ AI เพื่อลดความเสี่ยงการระจุกตัว

## คาดการณ์ตลาดเติบโตสองหลัก

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



Sources: Bloomberg, FSS

## US Equity Market

Neutral / Negative / NASDAQ 100

Index	%QTD	BETA	P/E
S&P 500	2.2	108	23
NASDAQ 100	2.7	127	27
Russell 2000	3.8	116	27
S&P Equal Weight	1.3	98	19
Magnificent 7	4.7	139	30
US ex Mag 7	1.5	98	21
US High Dividend	0.9	70	14

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

Sources: Bloomberg, FSS

# European Equity Markets

## European Value Rally

ตลาดหุ้นยุโรปปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งตลอดปี 2025 ทั้งดัชนี STOXX 600 และ FTSE 100 ทำผลตอบแทนเกิน 15% พร้อมกับเงินยูโรที่แข็งค่าขึ้น ทำให้การลงทุนในหุ้นยุโรปโดยรวมทำผลตอบแทนโดดเด่น

ด้วยแรงหนุนจากแนวโน้มการแข็งค่าของเงินยูโร และมุมมองตลาดที่ต้องการกระจายการลงทุนออกนอกสหรัฐฯ เพื่อลดความเสี่ยง Valuation หนุนให้เราปรับลดมุมมองตลาดหุ้นยุโรปขึ้นเป็น Positive ทั้งในระยะสั้น และระยะยาว ด้วยเป้าหมายดัชนี STOXX 600 สิ้นปี 2026 ที่ 650 จุด

## Euro Strength Winner

สำหรับทวีปยุโรป เรามองว่ากลุ่มการลงทุนที่โดดเด่นคือกลุ่ม Value เช่นการเงิน อุตสาหกรรมการผลิต และโครงสร้างพื้นฐาน เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการแข็งค่าของเงินยูโรต่ำ หนะที่มีแรงหนุนจากความหวังการ

ฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และนโยบายกระตุ้นทางการคลังช่วย

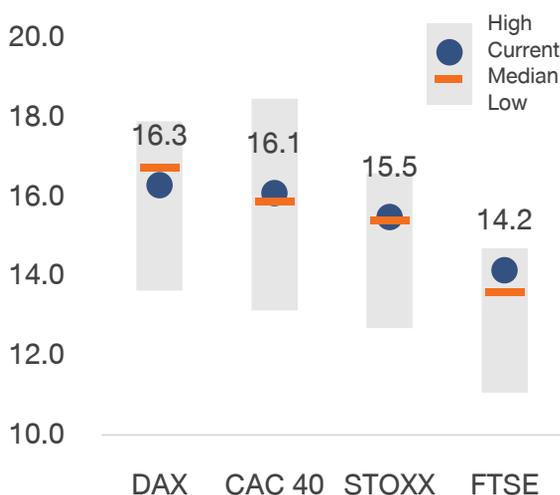
จุดที่ต้องระวังคือ กลุ่มเทคโนโลยี และสินค้าฟุ่มเฟือย คาดว่าความไม่แน่นอนทางการค้าจากสหรัฐฯ และการปรับพฤติกรรมของบริษัทของชาวจีน อาจกดดันให้แนวโน้มการทำธุรกิจไม่สดใสเหมือนในอดีต

## Politics, Trade, Ukraine are Correction Triggers

แม้มุมมองเชิงกลยุทธ์จะเป็นบวก แต่ตลาดหุ้นยุโรปมีความเสี่ยงที่ต้องติดตามสามเรื่องหลักได้แก่ (1) การเมืองและการคลังฝรั่งเศส ถ้าเกิดความวุ่นวายด้านเสถียรภาพ อาจกดดันให้ยูโรอ่อนค่าลง (2) ข้อตกลงการค้ากับสหรัฐฯ อาจดูดีขึ้น แต่มีความไม่แน่นอนสูง หากเงื่อนไขกระทบความสัมพันธ์การค้าระหว่างยุโรป-จีน จะกดดันกลุ่มส่งออก และกลุ่มการผลิต ขณะที่ (3) มาตรการคว่ำบาตรรัสเซีย และการสนับสนุนยูเครน อาจกระทบการเมืองภายในยุโรป

## Valuation ช้อยางสูงกว่าค่าเฉลี่ย

European Index NTM P/E 1y Ranges



## EU Equity Market

Positive (+1) / Positive / EU Value

Index	%QTD	BETA	P/E
STOXX 600	5.3	81	15
STOXX 50	4.2	90	17
FTSE 100	5.8	65	14
DAX	1.7	87	16
CAC 40	3.2	84	16
EU Growth	2.0	97	26
EU Value	8.8	79	18

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

Sources: Bloomberg, FSS

Sources: Bloomberg, FSS

# Asian Equity Markets

## Japan Reform Momentum

ตลาดหุ้นญี่ปุ่นในปี 2025 ทำผลตอบแทนได้ดีกว่าคาด เงินทุนของนักลงทุนต่างชาติที่ไหลเข้าตามความหวังการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านนโยบายการคลัง และเงินเยนที่อ่อนค่าลง

สำหรับปี 2026 เราคงมุมมอง Neutral สำหรับตลาดหุ้นญี่ปุ่นทั้งในระยะสั้น และระยะยาว คาดกำไรของตลาดจะเติบโต 5-10% หนุนเป้าหมายดัชนี TOPIX สิ้นปีที่ 6,500 จุด

ในเซกเตอร์หุ้นญี่ปุ่น เราชอบกลุ่ม Industrials และ Financials เชื่อว่ามีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อ เนื่องจากกระแสการลงทุนธีม AI และ Automation ในขณะที่ Valuation มีความน่าสนใจ

ความเสี่ยงสำคัญ คือความผันผวนของเงินเยน ความไม่แน่นอนของนโยบายการค้า และการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศที่อาจไม่สำเร็จตามเป้าหมาย

## China Anti-Involution

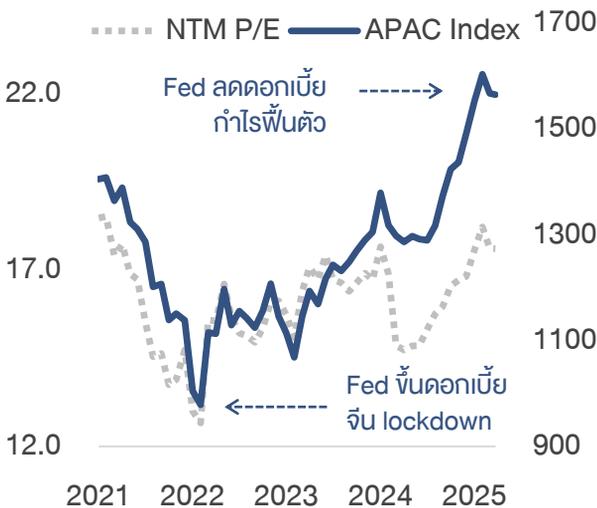
ในปี 2025 ตลาดหุ้นจีนฟื้นตัวแบบผสมผสาน หลังจากที่ดีขึ้น Hang Seng ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่น CSI 300 ก็เร่งตัวขึ้น จากความหวังว่ามาตรการ Anti-Involution จะก่อให้เกิดกำลังซื้อสินค้าในประเทศมากขึ้น

แม้เราเชื่อว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอาจไม่ทั่วถึง ขณะที่ภาวะเงินฝืดทำให้การกระตุ้นเห็นผลช้า แต่มองว่านโยบายการเงินที่ผ่อนคลายจากฝั่งสหรัฐฯ จะหนุนให้เงินลงทุนกระจายตัวมาถึงตลาดหุ้นจีนที่มีความสัมพันธ์กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ ต่ำ โดยเรามองว่ากำไรของตลาดหุ้นจีนจะเติบโต 7-15% จึงปรับมุมมองหุ้นจีน (A-Share) ขึ้นเป็น Positive

ในมุมมองการแนะนำการลงทุนในธุรกิจที่ภาครัฐสนับสนุนชัดเจน บริษัทผู้นำในอุตสาหกรรมการผลิตที่มีมาตรการ Anti-Involution ช่วยปรับสมดุล กลุ่ม Biotech ที่มีพัฒนาการสูง ไปถึงกลุ่ม Technology ระดับโลกที่เน้นการลงทุนใน AI

## Valuation เป็นแรงหนุนหุ้นเอเชีย

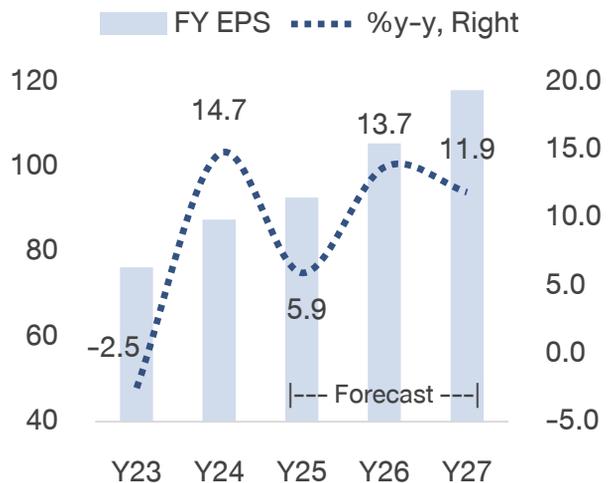
APAC Index, Last and NTM P/E (x), Left



Sources: Bloomberg, FSS

## กำไรจะฟื้นตัวดีขึ้นในปี 2026

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



Sources: Bloomberg, FSS

## Rich Valuation but Long-Term Demand Story Intact

ตลาดหุ้นอินเดียทำผลตอบแทนได้ต่ำกว่าภูมิภาคเอเชียโดยรวมในปี 2025 เนื่องจากเผชิญแรงขายของนักลงทุนต่างชาติที่ย้ายการลงทุนหลบความไม่แน่นอนด้านภาษี การค้า เงินรูปีอ่อนค่า ในขณะที่ตลาดหุ้นจีนกลับมาทำผลงานได้โดดเด่น

ในปี 2026 เราคงมุมมอง Negative ในระยะสั้นจากระดับ Valuation ที่สูงกว่าตลาดเอเชียภูมิภาคอื่น ส่วนในระยะยาวเรามีมุมมอง Neutral ด้วยความหวังว่ากำไรของตลาดจะเติบโตในกรอบ 5-10% และความไม่แน่นอนจากภาษีสหรัฐฯ จะมีบทสรุปที่ดีขึ้น

จุดเด่นของอินเดียคือ การบริโภคและการลงทุนที่เติบโต ในระยะยาวเราจึงคงมุมมอง Neutral สำหรับนักลงทุนที่สนใจ และต้องการซื้อสะสมช่วงย่อตัว โดยเน้นไปที่กลุ่มการเงิน เทคโนโลยี และการบริโภค เพื่อลุ้นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ

## From Frontier to Emerging

เวียดนามเป็นตลาดที่ปรับตัวขึ้นแรงที่สุดในภูมิภาคเอเชียปี 2025 โดยได้แรงหนุนจากกำไรบริษัทจดทะเบียนที่ฟื้นตัวดี ระดับ Valuation เริ่มต้นไม่สูง และความคืบหน้าของการยกระดับตลาดหุ้นเป็น Emerging Market

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และบรรยากาศเชิงบวกจากประเด็นการค้าที่ผ่อนคลาย ถือเป็นแรงหนุนสำคัญสำหรับตลาดหุ้นเวียดนามในปี 2026 แม้เราจะปรับมุมมองระยะสั้นลงมาเป็น Neutral หลังราคาปรับตัวขึ้นอย่างร้อนแรง แต่เรายังคงมอง Positive ในระยะยาว คาดว่ากำไรของตลาดมีแนวโน้มที่จะเติบโตในกรอบ 15-20% และธีการลงทุนหลักประกอบด้วยกลุ่มการเงิน การบริโภค ที่เติบโตตามการขยายตัวของเศรษฐกิจในประเทศ

จุดอ่อนของเวียดนามอยู่ที่นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนที่ภาครัฐเลือกใช้การอ่อนค่าเงินดอลลาร์เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ในระยะสั้นอาจเกิดแรงขายทำกำไรจากนักลงทุนต่างชาติ

## เอเชียเข้าช่วง P/E สูงกว่าค่าเฉลี่ย

Asian Index NTM P/E 1y Ranges



## Asia Equity Market

Neutral / Neutral / VN Index

Index	%QTD	BETA	P/E
Asia Pac	0.8	84	16
TOPIX	7.8	89	17
Hang Seng	-4.3	82	12
CSI 300	-1.6	59	16
India	4.4	61	22
VN Index	2.6	70	13
SET Index	-1.7	61	13

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

Sources: Bloomberg, FSS

# GLOBAL SECTOR VIEWS

## Key Takeaway

“ แนวโน้มอุตสาหกรรมทั่วโลกในปี 2026 มีทั้งโอกาส และความท้าทาย โดยเรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่ม Industrials จากแรงหนุนของการย้ายฐานการผลิตกลับประเทศหลัก ขณะที่ Consumer Staples และ Healthcare คาดว่าจะได้อานิสงส์จากการผ่อนคลายของนโยบายการกีดกันทางการค้า พร้อมทั้งระดับ Valuation ที่น่าสนใจ ในทางกลับกัน เรามีมุมมองระมัดระวังต่อ Consumer Discretionary จากความเสี่ยงการชะลอตัวของตลาดแรงงาน ขณะที่ Energy ถูกกดดันจากภาวะอุปทานล้นตลาด และ Utilities เผชิญกับการชะลอตัวของการลงทุน ”



# GLOBAL SECTOR VIEWS

## Technology

### AI Profitability Check

หุ้นกลุ่ม Technology ทำผลตอบแทนได้โดดเด่นในช่วงปีที่ผ่านมา จาก AI Supercycle ที่หนุนการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน AI-Data Center ท่ามกลางวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง

อย่างไรก็ดี ในช่วง 12 เดือนข้างหน้า เราคงมุมมอง Neutral ต่อกลุ่มเทคโนโลยี หลัง Valuation สะท้อนความคาดหวังไปมากแล้ว ขณะที่ตลาดให้น้ำหนักกับการพิสูจน์ผลตอบแทนและคุณภาพของกำไรเป็นหลัก

### Infrastructure vs Applications

ในปี 2026 เรามองว่ากลุ่ม Semiconductor สามารถเติบโตได้ต่อ จากการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานที่ยังอยู่ในระดับสูง โดย Semiconductor เป็นหมวดสำคัญของศูนย์ข้อมูล ขณะที่ Valuation อยู่ในระดับสมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับศักยภาพการเติบโต

## Technology

Neutral / Neutral / Semiconductor

Index	%YTD	BETA	P/E
Global Tech	23.5	135	26
US Tech	21.6	141	30
EU Tech	8.4	124	31
Asian Tech	25.6	114	27
Semicon	42.0	177	24
Hardware	20.3	115	26
Software	9.7	119	31

## Communications

### Show Me the Money

ในปี 2025 กลุ่ม Communication Services ทำผลตอบแทนได้อย่างโดดเด่น นำโดย Internet Media ที่สามารถประยุกต์ใช้ AI ยกระดับประสิทธิภาพการเข้าถึงกลุ่มผู้ใช้

อย่างไรก็ดี ในปีหน้าเราปรับมุมมองโดยรวมลงเป็น Neutral เนื่องจากตลาดเริ่มให้ความสำคัญกับการพิสูจน์ผลกำไรจาก AI มากขึ้น ท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรง และความท้าทายในการสร้างรายได้จากเทคโนโลยีใหม่

### Ads vs AI

แม้กลุ่ม Internet Media จะสร้างผลตอบแทนได้โดดเด่นในช่วงที่ผ่านมา แต่ด้วย Valuation และความผันผวนที่สูง เราจึงเลือกกระจายการลงทุนใน Global Communication รับแรงหนุนจาก Megatrend AI และการเติบโตของธุรกิจโฆษณา Digital ที่น่าสนใจ บนฐาน Valuation ที่ไม่สูงจนเกินไป

## Communications

Neutral (-1) / Neutral (-1) / Global Communication

Index	%YTD	BETA	P/E
Global Commu	28.4	101	22
US Commu	30.1	111	23
EU Commu	6.6	64	13
Asian Commu	27.0	87	20
Entertainment	24.8	106	27
Internet Media	36.3	113	24
Telecom	18.0	63	15

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, FSS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

# Consumer Discretionary

## Echoes of Concerns

ในช่วงปีที่ผ่านมาผลตอบแทนของกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยต่ำกว่าตลาด เนื่องจากผู้บริโภคชะลอการใช้จ่ายลง จากพฤติกรรมที่ให้ความสำคัญกับความคุ้มค่าของสินค้ามากขึ้น ในระยะสั้นเราจึงปรับมุมมองลงเป็น Negative

อย่างไรก็ดี ในระยะยาวเราปรับมุมมองขึ้นเป็น Neutral เนื่องจากเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงดอกเบี้ยขาลง และความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับตัวสูงขึ้น

## Demand vs Supply

เรามองว่า Asian Consumer Discretionary จะฟื้นตัวในช่วงปี 2026 ด้วยแรงหนุนของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจรายประเทศ ขณะที่ Valuation อยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับศักยภาพของการเติบโต

## Consumer Discretionary

Negative (-1) / Neutral (+1) / Asian Con Disc

Index	%YTD	%200D	P/E
Global Con Disc	9.0	7.4	22
US Con Disc	7.3	9.5	29
EU Con Disc	-2.0	6.7	16
Asian Con Disc	10.7	5.4	17
Retail Whsle	7.3	2.8	21
Disc Products	13.6	15.5	22
Disc Services	2.6	1.6	22

# Financials

## When Rates Turn

กลุ่มการเงินปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา จากมุมมองเชิงบวกต่อการลดดอกเบี้ยของสหรัฐฯ การอ่อนค่าของดอลลาร์หนุนให้เงินทุนเคลื่อนย้ายสู่กลุ่มการเงินยุโรปและเอเชียที่มี Valuation เหมาะสม ขณะที่ธนาคารยุโรปมีการเติบโตของสินเชื่อตามการขยายตัวของนโยบายการคลัง

เราคงมุมมอง Neutral ทั้งในระยะสั้น และระยะยาว เนื่องจากทิศทางดอกเบี้ยขาลง จะกระทบส่วนต่างรายได้ดอกเบี้ย (NIM) ของสถาบันการเงินทั่วโลก

## Fiscal vs Rates

ในปี 2026 ภายในกลุ่มการเงิน เราเลือกกระจายการลงทุนไปยัง EU Finance เนื่องจากมี Valuation ที่ยังไม่ตึงตัว อัตราเงินปันผลที่อยู่ในระดับสูง และได้รับแรงหนุนจากนโยบายการคลังขนาดใหญ่ โดยเฉพาะการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน และการป้องกันประเทศ

## Financials

Neutral / Neutral / EU Finance

Index	%YTD	P/B	YLD
Global Finance	23.8	1.8	3.1
US Finance	15.7	2.5	1.9
EU Finance	50.9	1.6	4.9
Asian Finance	24.3	1.6	3.7
Banking	36.7	1.4	3.8
Fin Services	12.3	3.0	1.8
Insurance	17.5	1.9	3.5

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, FSS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

## Industrials

### Defense by Design

หุ้นกลุ่มอุตสาหกรรมกำลังตอบแทนได้โดดเด่นในช่วงปีที่ผ่านมา หนุนโดยกลุ่ม Aerospace ที่ได้ประโยชน์จากการสนับสนุนด้านงบประมาณ กลาโหมจากประเทศต่างๆ ท่ามกลางความไม่แน่นอนด้านภูมิรัฐศาสตร์

สำหรับในปี 2026 เราคงมุมมอง Positive ทั้งในระยะสั้นและยาว จากแรงขับเคลื่อนเชิงโครงสร้างในการย้ายฐานการผลิต และการลงทุนด้านพลังงานสะอาด โดยเฉพาะการลงทุนต่อเนื่องใน Aerospace & Defense จากงบกลาโหมที่มีความแน่นอนสูง

### Policy vs Market

ในปี 2026 เรามองว่าการลงทุนในกลุ่ม EU Industrials น่าสนใจที่สุด จากแรงหนุนเชิงโครงสร้างของงบกลาโหม การลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน และพลังงานสะอาด ขณะที่ความผันผวนต่ำ และ Valuation สมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับศักยภาพการเติบโต

## Industrials

Positive / Positive / EU Industrials

Index	%YTD	BETA	P/E
Global Industrials	24.2	101	22
US Industrials	20.3	104	26
EU Industrials	30.1	96	22
Asian Industrials	15.8	100	20
Aerospace	51.4	96	33
Industrials Products	32.8	111	26
Industrials Services	10.5	84	18

## Materials

### Building AI from Ground

กลุ่มวัสดุกำลังตอบแทนได้โดดเด่นที่สุดในปี 2025 จากแรงหนุนของราคาทองคำ และความกังวลด้านอุปทานของแร่ธาตุสำคัญ โดยเฉพาะแร่หายาก และทองแดง สำหรับอุตสาหกรรมพลังงานสะอาด ระบบไฟฟ้า และโครงสร้างพื้นฐานด้าน AI ส่งผลให้ราคาวัตถุดิบปรับตัวขึ้น เราจึงปรับมุมมองขึ้นเป็น Neutral ในระยะสั้น

อย่างไรก็ดี นักลงทุนควรจับตาดูการฟื้นตัวของการลงทุนในภาคสังหาริมทรัพย์ทั่วโลก ที่จะเป็นแรงหนุนสำคัญต่ออุปสงค์วัสดุก่อสร้างและทิศทางของหุ้นกลุ่มนี้

### Onshoring vs Globalization

กลุ่ม US Materials มีความน่าสนใจจากแรงหนุนการเร่งลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน ควบคู่กับนโยบายกีดกันทางการค้าที่เอื้อต่อการย้ายหรือขยายฐานการผลิตกลับสู่สหรัฐฯ ขณะที่ระดับความผันผวนของกลุ่มอยู่ในระดับต่ำ เหมาะสมเมื่อเทียบกับศักยภาพการเติบโตในอนาคต

## Materials

Neutral (+1) / Neutral / US Materials

Index	%YTD	%200D	BETA
Global Materials	29.1	13.3	95
US Materials	20.4	8.7	96
EU Materials	3.8	-3.2	86
Asian Materials	22.9	14.4	105
Metal and Mining	75.7	32.5	106
Con Materials	16.2	4.9	102
Packaging	-10.3	-4.0	85

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, FSS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

## Energy

### Between Oil and Transition

ในช่วงปีที่ผ่านมา ผลตอบแทนของกลุ่มพลังงานค่อนข้างผันผวน จากแรงกดดันด้านราคาน้ำมัน ขณะที่กลุ่มพลังงานในเอเชียทำผลตอบแทนได้อย่างโดดเด่น จากการสนับสนุนของภาครัฐฯ อย่างไรก็ตาม เราคงมุมมอง Negative ในระยะสั้น เนื่องจากมองว่าราคาพลังงานมี Upside ค่อนข้างจำกัด และในระยะยาวเรายังคงมุมมอง Neutral โดยคาดว่ากระแสการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดจะช่วยหนุนการลงทุนในอนาคต

### Supports vs Swings

เรายังคงชอบหุ้นกลุ่มพลังงานในเอเชีย จากแรงหนุนของเงินปันผลที่อยู่ในระดับสูง และนโยบายการปรับโครงสร้างพลังงานรายประเทศ โดยเฉพาะในกลุ่มพลังงานหมุนเวียน และโครงสร้างพื้นฐาน ระดับปันผลชี้ว่าราคาไม่สูงเกินไป เมื่อเทียบกับกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ

## Utilities

### Plugged In, Priced Out

ในช่วงปีที่ผ่านมา หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคทำผลตอบแทนได้ดี โดยเฉพาะในยุโรป ที่ปรับตัวขึ้นโดดเด่นที่สุด จากแรงหนุนของการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานที่เร่งตัวขึ้น พร้อมกับระดับ Valuation เริ่มต้นที่ไม่สูงมาก

ในระยะถัดไป แม้ว่าการลงทุนด้านเทคโนโลยี และความต้องการพลังงานจะมีอย่างต่อเนื่อง แต่ตลาดเริ่มมองหาความคุ้มค่าจากการลงทุน เรามองว่าการลงทุนในกลุ่มจะมีความเฉพาะเจาะจงมากขึ้น และคาดว่าตลาดจะให้ความสำคัญกับกลุ่มโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับ AI มากที่สุด

### Engage vs Delay

สำหรับปี 2026 เรามองว่า US Utilities มีแนวโน้มดีขึ้น หนุนโดยความต้องการพลังงานเพื่อรองรับ AI และ Data Center ส่งผลให้การลงทุนเร่งตัว หนุนอัตราการทำกำไรในอนาคต

## Energy

Negative / Neutral / Asian Energy

Index	%YTD	P/E	YLD
Global Energy	7.9	16	3.5
US Energy	3.7	18	3.0
EU Energy	11.1	15	4.6
Asian Energy	13.4	15	4.0
Integrated Oil	10.3	16	3.4
Exploration	-1.9	13	3.2
Midstream Energy	-0.5	14	4.0

## Utilities

Negative / Neutral / US Utilities

Index	%YTD	P/E	YLD
Global Utilities	18.6	19	2.9
US Utilities	12.3	22	2.5
EU Utilities	33.1	18	2.8
Asian Utilities	17.3	18	2.6
Electricity	18.5	18	3.3
Utility Trading	22.0	25	1.5
Gas & Water	19.3	18	2.6

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, FSS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

## Consumer Staple

### Defensive, Not Defeated

ในช่วงปี 2025 หุ่นกลุ่มสินค้าประจำทำผลตอบแทนได้แก่ที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับรายธุรกิจ เนื่องจากแรงกดดันด้านภาษีการค้าของสหรัฐฯ ขณะที่กระแสเงินทุนกระจุกตัวอยู่ในกลุ่ม Cyclical และเทคโนโลยี ท่ามกลางบรรยากาศการลงทุนในโหมด Risk-on

เราคงมุมมอง Neutral ในระยะสั้น จากบทบาทหุ้น Defensive ที่ให้กระแสเงินสดมั่นคง แต่ปรับมุมมอง ระยะยาวขึ้นเป็น Positive จากการผ่อนคลายของนโยบายการกีดกันทางการค้า หนุนโอกาสการฟื้นตัวของกำไรอย่างค่อยเป็นค่อยไป

### Defensives vs Cyclical

เราชอบการลงทุนในกลุ่มค้าส่ง (Wholesale Staples) สำหรับปี 2026 แม้โดยรวมจะมีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ แต่ความต้องการสินค้าอุปโภคบริโภคมีความสม่ำเสมอ โดยธุรกิจกลุ่มนี้เน้นไปที่รายได้จากค่าสมาชิกที่มีความมั่นคง Valuation อยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับศักยภาพของการเติบโต

### Consumer Staple

Neutral / Positive (+1) / Wholesale Staples

Index	%YTD	BETA	P/E
Global Staples	6.9	56	19
US Staples	2.9	54	22
EU Staples	3.7	51	18
Asian Staples	23.1	65	18
Beverages	1.7	55	18
Retails	11.8	70	25
Wholesales	23.5	76	18

## Healthcare

### A Healthy Prescription

กลุ่มบริการด้านสุขภาพทำผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาด โดยการฟื้นตัวเกิดขึ้นในไตรมาสสุดท้ายของปี 2025 หลังตลาดคลายความกังวลด้านต้นทุน และความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าของสหรัฐฯ

เราคงมุมมอง Neutral ในระยะสั้น จากความเสี่ยงด้านต้นทุนการดำเนินงานที่อยู่ในระดับสูง แต่ในระยะยาวเรามีมุมมอง Positive จากการเติบโตของนวัตกรรมยาโรคเรื้อรัง และการประยุกต์ใช้ AI ที่เป็นแรงขับเคลื่อนของการขยายตัวในอุตสาหกรรมนี้

### Breakthrough vs Regulation

เรามองว่ากลุ่ม Biotech และ Pharmaceuticals จะได้แรงหนุนจากความคาดหวังต่อผลการทดลองทางคลินิก และการอนุมัติยารุ่นใหม่ โดยเฉพาะยาโรคเรื้อรัง และมะเร็ง ขณะที่ Valuation อยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเปรียบเทียบกับศักยภาพการเติบโตระยะยาว

### Healthcare

Neutral / Positive / Biotech Pharmaceuticals

Index	%YTD	BETA	P/E
Global HC	13.4	76	21
US Healthcare	12.6	73	20
EU Healthcare	8.6	75	16
Asian HC	-5.8	66	18
HC Services	0.8	57	17
Biotech Pharma	21.3	74	20
HC Equipment	5.3	90	26

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, FSS; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนเปรียบเทียบมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

# Historical Performances

## World Equity Index

Price Performance in last 10 quarters, % adjusted THB

Index	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
S&P 500	-3.6	11.2	10.2	3.9	5.5	2.1	-4.6	10.6	7.8	2.2
STOXX 600	-2.5	6.4	7.0	-0.2	2.2	-2.9	5.2	1.4	3.1	5.3
FTSE 100	1.0	1.6	2.8	2.7	0.9	-0.8	5.0	2.1	6.7	5.8
Asia Pac	-3.7	7.1	4.2	2.1	8.7	-6.8	0.3	10.4	9.0	0.8
TOPIX	1.5	1.9	17.0	1.5	-5.8	5.3	-4.5	7.3	10.0	7.8
Hang Seng	-5.9	-4.3	-3.0	7.1	19.3	-5.1	15.3	4.1	11.6	-4.3
CSI 300	-4.0	-7.0	3.1	-2.1	16.1	-2.1	-1.2	1.3	17.9	-1.6
India	2.8	12.2	4.6	10.3	7.2	-8.7	-2.9	9.7	-3.4	4.4
VN Index	3.0	-2.1	13.6	-3.0	3.4	-1.6	3.2	5.3	20.8	2.6
SET Index	-2.1	-3.8	-2.7	-5.6	11.4	-3.4	-17.3	-5.9	16.9	-1.7

## Global Sector Index

Price Performance in last 10 quarters, % in USD

Sectors	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Tech	-6.0	16.6	10.5	8.6	2.4	4.0	-11.3	22.4	12.5	1.1
Commu	0.3	9.0	10.8	6.4	5.6	4.5	-2.6	16.9	11.7	0.9
Con Disc	-5.1	10.2	5.6	-3.1	9.0	3.3	-8.2	8.4	9.4	0.1
Finance	-0.7	11.9	7.8	0.3	9.6	2.1	4.6	9.5	4.1	3.7
Industrials	-5.9	12.5	8.1	-1.6	9.3	-3.9	0.0	15.4	5.6	1.9
Materials	-3.6	10.4	1.4	-3.0	8.4	-13.7	2.5	7.2	12.1	4.9
Energy	7.6	-3.5	6.9	-2.4	-2.8	-5.3	6.5	-4.0	5.5	0.1
Utilities	-8.9	9.8	0.9	3.0	14.6	-8.8	4.9	7.2	4.7	0.8
Staples	-5.9	5.0	2.7	-1.3	9.1	-7.6	4.1	3.5	-1.2	0.5
Healthcare	-3.7	6.2	6.2	-0.2	6.3	-11.3	3.3	-3.2	3.9	9.3

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

Sources: Bloomberg, FSS;; คำเตือน: ผลตอบแทนในอดีตมิได้ยืนยันผลตอบแทนในอนาคต

# HOUSE VIEW SUMMARY

## Finansia House View: FOURTH QUARTER OF 2025

### Strategic Views

	Next 3m	Next 12m	Comments
Bonds	Neutral	Neutral	ดอกเบี้ยขาลง แต่มีความเสี่ยงขาดดุลการรัฐบาลทั่วโลก
Equities	Neutral	Negative	Valuation สูง มีโอกาสปรับฐานในระยะกลาง
Alt Assets	Neutral	Positive	ดอกเบี้ยขาลง เน้นสินทรัพย์ที่มีสถานะปลอดถัย
US	Neutral	Negative	Valuation สูง ระวังเศรษฐกิจชะลอ และผิดหวัง AI
Europe	Positive (+1)	Positive	แนวโน้มบวกสั้นดีสูง นโยบายการคลังสนับสนุน
Asia	Neutral	Neutral	เงินทุนไหลเข้าจากดอกเบี้ยลด เน้นลงทุนรายประเทศ
Japan	Neutral	Neutral	แรงส่งนโยบายการเงินลดลง รอผลประกอบการฟื้นตัว
China-H	Negative (-1)	Negative (-1)	กำไรฟื้นตัว แต่ Valuation กลุ่มเทคโนโลยี เริ่มสูง
China-A	Positive (+1)	Positive (+1)	นโยบายสนับสนุนการผลิตในประเทศหนุนตลาดหุ้น
India	Negative (-1)	Neutral	Valuation สูง มีความกังวลด้านการค้าระหว่างประเทศ
Vietnam	Negative (-1)	Positive (+1)	ตลาดปรับตัวขึ้นเร็ว รับการยกระดับขึ้นเป็น EM
Technology	Neutral	Neutral	มีแรงหนุนจากกระแส AI แต่ Valuation สูง
Com Services	Negative (-1)	Negative (-1)	กระแสความหวังการเติบโตของ AI เข้าสู่ช่วง Late Cycle
Cons Disc.	Negative (-1)	Positive (+1)	เสี่ยงถูกกดดันจากการบริโภคชะลอตัว
Financials	Neutral	Neutral	ได้แรงหนุนจากความต้องการเงินปันผลมั่นคง
Industrials	Positive (+1)	Positive (+1)	มีแรงหนุนจากการลงทุน Reshore ทั่วโลก
Materials	Positive (+1)	Neutral	ประเด็นภูมิรัฐศาสตร์สร้างความผันผวนระยะสั้น
Energy	Negative (-1)	Neutral	กดดันจาก Supply ล้นและการเปลี่ยนโครงสร้างพลังงาน
Utilities	Negative (-1)	Neutral	แรงหนุนจากการลงทุนด้านเทคโนโลยี Cloud ชะลอ
Cons Staples	Neutral	Positive (+1)	จับตาความหวังภาษีการค้าสหรัฐฯ ลดลง
Healthcare	Neutral	Positive (+1)	กำไรฟื้น Valuation น่าสนใจ แต่ระวังการกีดกันการค้า

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: YEAR AHEAD 2026

### Real GDP

### Inflation

### Policy Rate

	Y25	Y26	Y27	Y25	Y26	Y27	Y25	Y26	Y27
World	3.0	3.0	3.0	3.5	3.4	2.9			
US	2.0	2.0	2.0	2.8	2.8	2.4	3.75	3.00	2.50
Europe	1.4	1.2	1.4	2.1	1.8	1.6	2.00	1.75	1.50
China	4.9	4.5	4.3	0.0	0.7	1.0	3.00	2.75	2.50
Japan	1.2	0.7	0.8	3.3	2.4	2.0	0.25	0.50	1.00
Vietnam	7.5	6.8	6.6	3.3	3.5	3.4	4.50	4.50	4.50
Thailand	2.1	1.8	2.2	-0.1	0.4	1.0	1.25	1.00	1.00

### Rates

	Last	NTM	EOY
US 3M	3.6	2.8	2.8
UST 2Y	3.5	3.2	3.2
UST 10Y	4.1	4.2	4.2
TGB 2Y	1.2	1.2	1.2
TGB 10Y	1.7	1.6	1.6

### Currency

	Last	NTM	EOY
USD/THB	31.4	30.3	30.3
EUR/USD	1.17	1.23	1.23
USD/JPY	157	145	145
USD/HKD	7.78	7.75	7.75
USD/CNY	7.04	6.80	6.80

### Commodity

	Last	NTM	EOY
Gold, \$/Oz	4,338	5,000	5,000
WTI, \$/bbl	56.6	50.0	50.0

### Equity Index

	Last	NTM	EOY
World	2,270	2,500	2,500
S&P 500	6,843	7,000	7,000
STOXX 600	587	650	650
TOPIX	3,383	3,600	3,600
Hang Seng	26,128	30,000	30,000
CSI 300	4,550	5,200	5,200
VNI Index	1,704	2,000	2,000

Notes: Real GDP = %y-y, Inflation = CPI %y-y; Policy Rates (%): US = Fed Fund Upper-bound, Europe = ECB Deposit Facility, 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 Price Return Index. Source: FSS Investment Office

# Investment Office



## Jitipol Puksamatanan, PhD

Chief Products Officer & Head of Investment Office and Advisory  
Fundamental Investment Analyst on Capital Market, No: 027168

ดร.จิติพล เริ่มงานกับ Finansia ในปี 2024 ด้วยประสบการณ์ในอุตสาหกรรมการเงินไทยก่อนร่วมงาน 18 ปี ในบทบาทนักวิเคราะห์และออกแบบผลิตภัณฑ์การเงิน นักเศรษฐศาสตร์ และนักกลยุทธ์การลงทุน ทั้งในบริษัทหลักทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์ชั้นนำ และบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนระดับภูมิภาค ดร.จิติพล นำเสนอแนวคิด มุมมองด้านเศรษฐกิจ 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 หรือควรเชื่อ ว่า มีความน่าเชื่อถือ และ/หรือ มีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไขหรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน 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 กรุงเทพฯ 10330