

2Q 2025 Outlook

17 March 2025

Investment Research
and Strategy Group



At a Glance

Update

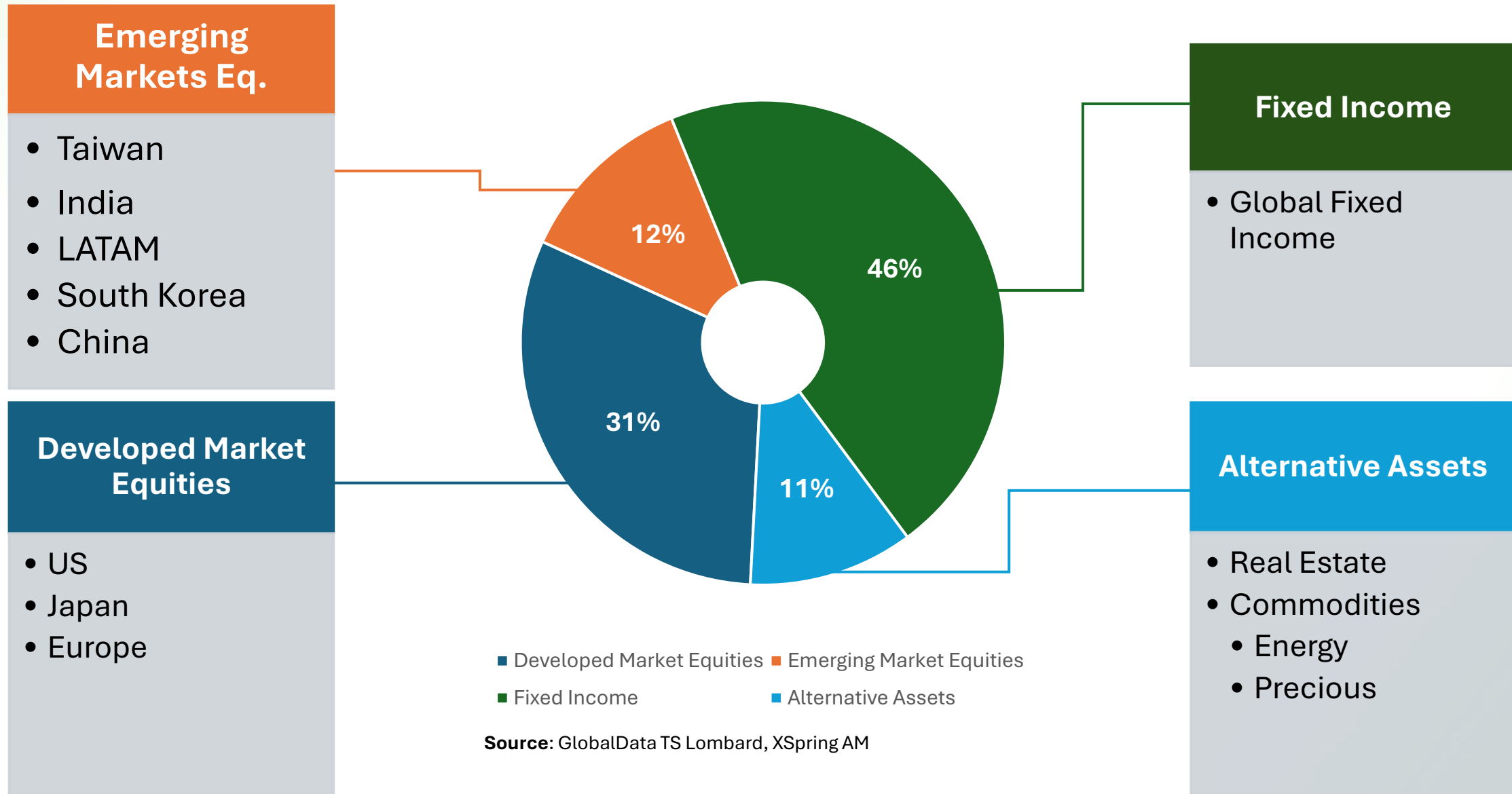


Recommendation Summary

Regions	Indices	Composite PMI	ROE Score	EPS Rev. 1W	PER Score	Price Trend Score	Total Score	Conc.
MSCI AC World	MXWD Index	1	1	1	1	-1	0.94	Positive
MSCI World	MXWO Index	1	2	1	-1	-1	0.94	Positive
MSCI EM	MXEF Index	1	-2	1	1	-1	0.04	Slightly Negative
MSCI EM Ex China	MXCXBRV Index	1	-2	1	1	-1	0.04	Slightly Negative
USA	SPX Index	1	2	1	-1	-2	0.93	Positive
Europe	SXXP Index	-1	-1	-1	1	-1	-0.66	Negative
Japan	TPX Index	1	-2	1	1	1	0.06	Slightly Negative
China	SHSZ300 Index	1	-2	1	-1	1	-0.24	Negative
Australia	AS51 Index	1	-2	-1	-1	-1	-1.06	Negative
Korea	KOSPI Index	-1	-2	1	1	1	-0.14	Slightly Negative
India	NIFTY Index	1	-1	1	1	-1	0.34	Positive
Latin America*	SPLAC Index	1	2	1	1	2	1.27	Positive
Thailand	SET Index	1	-2	-1	2	-2	-0.62	Negative
Eastern Europe*	M1CXNNE Index	-1	-1	2	-1	2	0.27	Positive

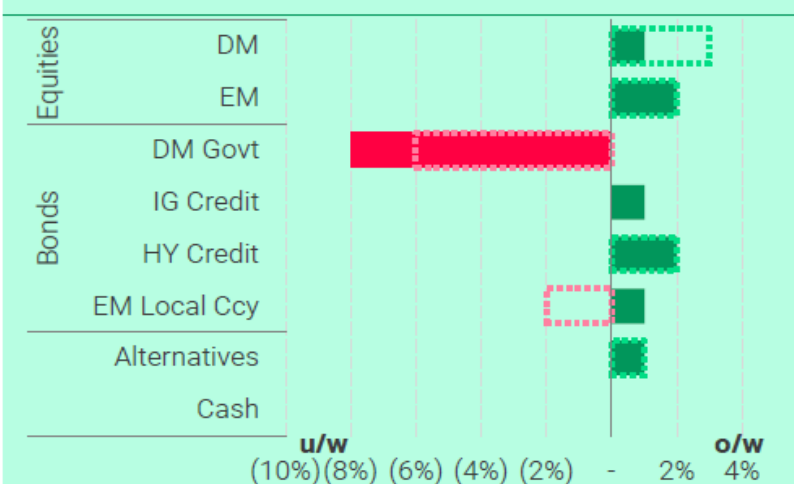
Source: Bloomberg, XSpring AM (Note: * PMI Regional Does not available. Proxy is used. For MSCI EM ex-China, EM PMI is used, Latin America is Brazil, Eastern Europe is Poland.)

Asset Allocation

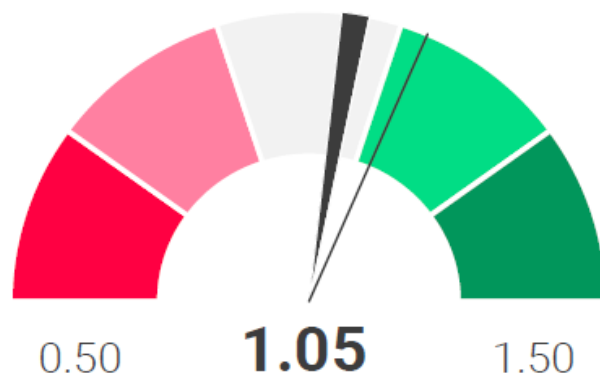


Asset Allocation

Global asset allocation*



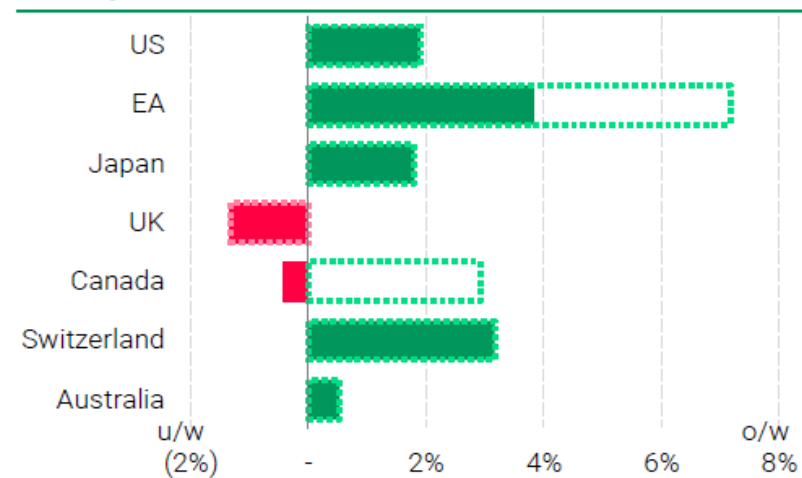
Model portfolio beta vs benchmark



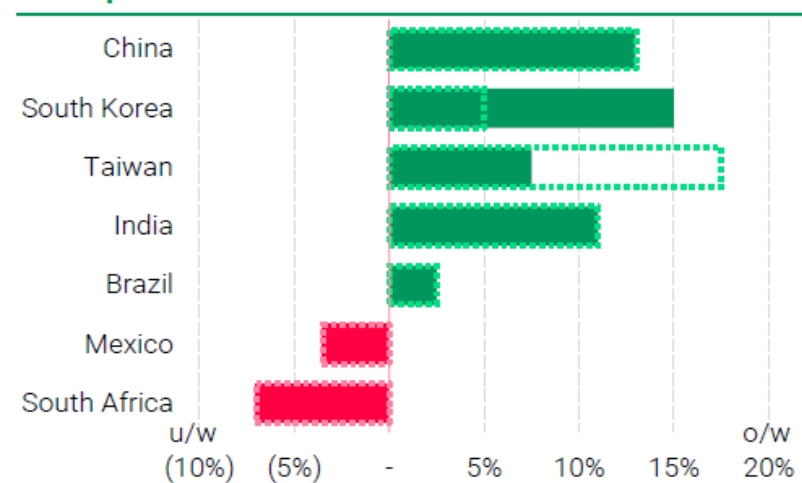
Thin line represents last month's beta

Source: GlobalData TS Lombard

DM Equities asset allocation*



EM Equities asset allocation*



(*) Dotted lines represent last month's allocation

Asset Allocation

	Equities	Govt Bonds	FX vs. USD	Monetary policy
Developed Markets				
North America				
US	0	0		On hold for now
Canada	0 (+1)	0	0	25-50bp of easing in 2025
Developed Europe				
UK	0	+1	+1 (0)	3.5% by yearend
Switzerland	+1		0	Risk of ZIRP growing
Euro Area			+2 (-1)	2% terminal – for now
Germany	+1 (0)	-1 (0)		
France	+1	-1 (0)		
Italy	+1	0 (+1)		
Spain	+1	0 (+1)		
Asia Pacific				
Japan	0	-1	0	1.00-1.25% by yearend
Australia	+1	0	0	One more cut this year

Source: GlobalData TS Lombard

Asset Allocation

Emerging Markets				
Asia				
China	+1	-1	0 (-1)	30bp rate cut and 100bp RRR cut in 2025
India	+1	+1 (0)	-1	25bp cut in April, then further easing
Korea	+1 (0)	-1	0 (-1)	25bp cut in April, another 25 by yearend
Taiwan	0 (+1)	0	0 (+1)	On hold, hawkish bias
Latin America				
Brazil	0	+1	+1	+100bp in March, rates to 15% this year
Mexico	-1	+1	-1	50bp cut in March, then further easing
Europe & Africa				
South Africa	0	0	0	25bp cut in Mar, another 25 by yearend
Alternative Assets				
Real Estate	0			
Energy Commodities	0			
Industrial Metals	+1			
Precious Metals	+1			
Corporate Bonds		IG	HY	
US		0	0	
UK		+1		
Euro Area		+1	+1	

Source: GlobalData TS Lombard

Asset Allocation

	From	To	Rationale
EUR vs USD	0	+2	The European defence spending push and Germany's departure from the debt brake make us outright bullish on the euro.
Germany Equities	0	+1	German commitment to large-scale fiscal spending is a game changer. Looking beyond the near-term risk of tariffs and the complex negotiations to secure the supermajority needed for constitutional changes, the outlook for German equities is brighter.
Korea Equities	0	+1	Receding political risks will set the stage for new elections and fiscal expansion that is not yet priced into equity markets.
India Government Bonds	0	+1	We expect the RBI to continue targeting growth and more rate cuts are likely to follow.
GBP vs USD	0	+1	Labour market data are no longer deteriorating outright, while Sterling will benefit from the sentiment towards European markets.
Canada Equities	+1	0	Souring trade relations with the US pose a risk for Canada in the near term and beyond, as they threaten to thwart investment. However, reasonable valuations and positive EPS trends suggest that a neutral, rather than negative, outlook is appropriate.
Taiwan Equities	+1	0	Taiwan exports remain strong, but equities are under pressure from rotation out of US Tech, while the tariff threat and geopolitics weigh on sentiment.

Source: GlobalData TS Lombard

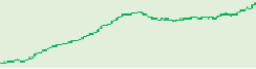
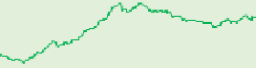
Italy & Spain Government Bonds	+1	0	Peripheral yields will rise but good carry + roll should attenuate the drag from higher core yields.
CNY vs USD	-1	0	The PBoC is showing a clear commitment to defend RMB with tighter rates. A softer dollar and US activity will help FX management.
KRW vs USD	-1	0	We upgrade KRW to neutral on the expected resolution of the domestic political turmoil.
TWD vs USD	+1	0	We downgrade TWD to neutral as Tech equity outflows are likely to offset continued strength in Taiwan's current account surplus.
Germany & France Government Bonds	0	-1	The renaissance in European defence spending and Germany's departure from the debt brake will structurally lift yields as rates markets price in more reflation.

Summary of model portfolio changes

	1-month chg	O/W (U/W)	Comments
DM Equities	-2%	1%	We cut Canada, Italy & Spain by 1% each, add 1% to Germany.
Government Bonds	-2%	(8%)	We reduce EA markets by 1% each, add to UST and Canada.
IG Corporate Bonds	+1%	1%	We increase US IG by 1%
EM Bonds	+3%	1%	We add 2% to India and 1% to Mexico.

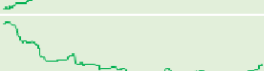
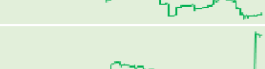
Source: GlobalData TS Lombard

Global Valuation and Earnings

Regions	Indices	Price Trend	Revision EPS trend (inversed plot)	1W	2W	1M	3M	6M	1Y
MSCI AC World	MXWD Index			0.24%	0.79%	1.48%	2.10%	1.58%	8.85%
MSCI World	MXWO Index			0.23%	0.85%	1.56%	2.32%	1.93%	9.06%
MSCI EM	MXEF Index			0.24%	0.30%	0.87%	0.66%	-0.83%	6.15%
MSCI EM Ex China	MXCXBRV Index			0.24%	0.32%	0.56%	-0.21%	-2.50%	5.79%
USA	SPX Index			0.15%	0.26%	0.73%	1.97%	4.24%	11.43%
Europe	SXXP Index			-0.06%	-1.08%	-0.62%	0.88%	1.01%	4.83%
Japan	TPX Index			0.08%	1.25%	2.10%	3.49%	2.04%	11.61%
China	SHSZ300 Index			0.14%	0.68%	1.13%	0.85%	2.61%	-5.08%
Australia	AS51 Index			-0.03%	-0.16%	-0.17%	1.67%	4.81%	0.63%
Korea	KOSPI Index			0.36%	0.87%	1.22%	-3.45%	-5.32%	12.93%
India	NIFTY Index			0.25%	0.52%	0.59%	1.36%	-0.10%	8.59%
Latin America	SPLAC Index			0.32%	0.44%	-0.39%	2.74%	-2.86%	-10.08%
Thailand	SET Index			-0.01%	0.19%	-0.27%	-1.05%	-1.75%	-0.26%
Eastern Europe	M1CXNNE Index			1.51%	2.90%	4.26%	6.64%	4.44%	24.27%

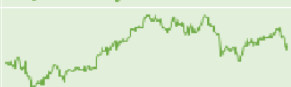
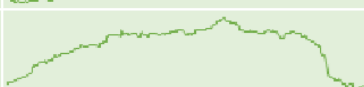
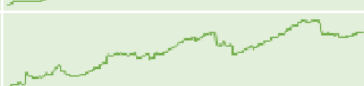
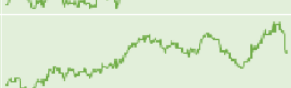
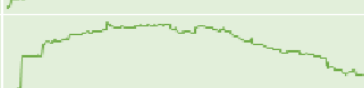
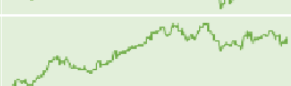
Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025; data reflected 1 year)

Global Valuation and Earnings

Regions	Indices	Consensus EPS Trend	EPS Growth Expectation	Latest	1W	1M	3M	6M	1Y
MSCI AC World	MXWD Index			11.51%	11.51%	9.78%	9.08%	14.52%	8.07%
MSCI World	MXWO Index			10.65%	10.38%	8.94%	8.13%	12.81%	5.98%
MSCI EM	MXEF Index			15.80%	15.75%	14.76%	14.85%	24.74%	19.34%
MSCI EM Ex China	MXCXBRV Index			22.86%	22.19%	17.84%	18.63%	29.39%	24.44%
USA	SPX Index			11.86%	11.70%	15.37%	14.01%	13.38%	10.64%
Europe	SXXP Index			5.43%	5.43%	7.22%	5.44%	7.02%	3.10%
Japan	TPX Index			4.18%	4.19%	5.64%	4.14%	9.45%	4.58%
China	SHSZ300 Index			23.33%	23.37%	22.05%	22.21%	21.38%	18.57%
Australia	AS51 Index			8.04%	8.07%	8.54%	6.16%	2.97%	4.57%
Korea	KOSPI Index			30.42%	27.42%	32.55%	39.02%	51.98%	78.13%
India	NIFTY Index			14.15%	13.91%	13.52%	15.01%	18.66%	18.04%
Latin America	SPLAC Index			46.69%	46.68%	15.59%	12.62%	21.61%	5.24%
Thailand	SET Index			27.12%	26.88%	1.35%	2.08%	-5.77%	22.80%
Eastern Europe	M1CXNNE Index			59.33%	56.88%	47.92%	45.42%	50.30%	-10.19%

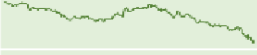
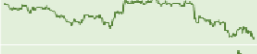
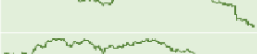
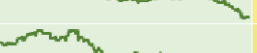
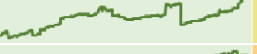
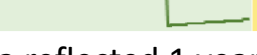
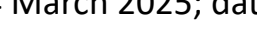
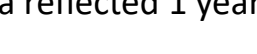
Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025; data reflected 1 year)

Global Valuation and Earnings

Sector	Indices	Price Trend	Revision EPS trend (inversed plot)	1W	2W	1M	3M	6M	1Y
USA	SPX Index			0.15%	0.26%	0.73%	1.97%	4.24%	11.43%
SP500 Energy	S5ENRS Index			-0.02%	-0.04%	1.13%	-1.20%	-13.01%	-15.31%
SP500 Financial	S5FINL Index			0.17%	0.30%	0.95%	5.83%	7.88%	14.91%
SP500 Cons Disc	S5COND Index			0.12%	0.18%	-0.07%	0.07%	2.49%	12.26%
SP500 Real Estate	S5RLST Index			-0.33%	-0.57%	-1.39%	-0.85%	0.54%	3.43%
SP500 Materials	S5MATR Index			0.64%	-0.25%	-0.90%	-6.52%	-6.20%	-0.50%
SP500 Info Tech	S5INFT Index			0.08%	0.39%	1.52%	2.95%	8.89%	22.77%
SP500 Communication	S5TELS Index			0.29%	0.44%	0.91%	1.97%	8.20%	20.48%
SP500 Industrial	S5INDU Index			0.08%	0.25%	0.18%	0.35%	0.47%	3.61%
SP500 Cons Stap	S5CONS Index			0.02%	-0.21%	-0.40%	-1.53%	-2.50%	1.00%
SP500 Healthcare	S5HLTH Index			0.28%	0.45%	0.54%	1.80%	5.33%	8.04%
SP500 Utility	S5UTIL Index			0.15%	-0.02%	-0.02%	1.15%	3.73%	8.96%

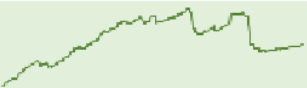
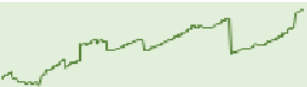
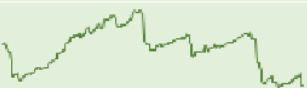
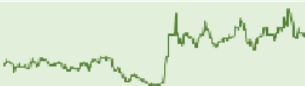
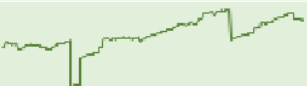
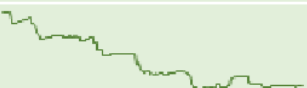
Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025; data reflected 1 year)

Global Valuation and Earnings

Sector	Indices	Price Trend	Revision EPS trend (inversed plot)	1W	2W	1M	3M	6M	1Y
Thailand	SET Index			-0.01%	0.19%	-0.27%	-1.05%	-1.75%	-0.26%
SET Ener & Uti	SETENERG Index			-0.48%	-0.36%	-2.08%	-6.83%	-10.62%	-8.98%
SET Commerce	SETCOM Index			0.27%	1.00%	1.35%	4.47%	6.61%	12.62%
SET Bank	SETBANK Index			0.15%	0.54%	0.83%	3.10%	4.26%	4.78%
SET Info & Com Tech	SETCOMUN Index			0.35%	0.19%	1.56%	5.89%	13.60%	32.41%
SET Tran & Logis	SETTRANS Index			-0.53%	-0.90%	-2.10%	-2.90%	-0.91%	0.58%
SET Food/Bev	SETFOOD Index			-0.46%	0.44%	2.08%	4.98%	9.95%	44.22%
SET Property dev	SETPROP Index			0.36%	-1.18%	-2.90%	-5.40%	-4.34%	-7.09%
SET Finance	SETFIN Index			0.61%	0.01%	-0.57%	-1.30%	-1.97%	-5.24%
SET Health	SETHELTH Index			0.26%	0.54%	-0.98%	-0.90%	0.22%	3.70%
SET Constr material	SETCONMT Index			-2.35%	-2.38%	-0.83%	-14.29%	-27.76%	-41.75%
SET Electrnc compo	SETETRON Index			0.18%	-0.12%	-12.63%	-13.40%	-13.89%	-1.46%
SET Petrochem & chem	SETPETRO Index			-3.37%	-4.20%	-5.35%	-0.70%	16.12%	-3.75%
SET Packaging	SETPKG Index			-2.25%	-6.08%	-5.80%	-21.68%	-26.30%	-23.09%
SET Media & publish	SETENTER Index			-0.11%	0.74%	-7.85%	-29.87%	-24.03%	-18.39%
SET Pers product	SETPERS Index			0.39%	0.83%	0.09%	0.99%	-0.47%	39.60%
SET Tour & Leisure	SETHOT Index			0.74%	1.78%	4.52%	8.85%	7.45%	13.12%
Set Agri-business	SETAGRI Index			-0.56%	0.30%	-1.90%	1.27%	2.44%	24.84%
SET Profess serv	SETPROF Index			0.47%	1.87%	3.88%	0.98%	1.59%	20.09%
SET Paper & Print mat	SETPAPER Index			0.27%	0.53%	1.15%	3.68%	-21.58%	-18.17%

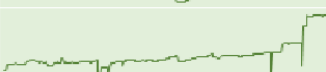
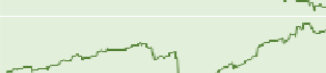
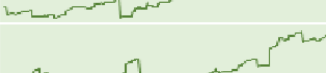
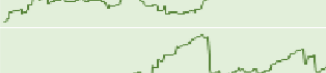
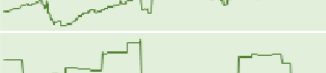
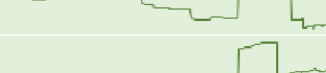
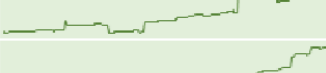
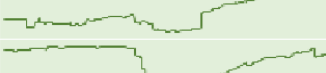
Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025; data reflected 1 year)

Global Valuation and Earnings

Sector	Indicies	Price Trend	Revision EPS trend (inversed plot)	1W	2W	1M	3M	6M	1Y
China	SHSZ300 Index			0.14%	0.68%	1.13%	0.85%	2.61%	-5.08%
CSI300 Finance	SH000914 Index			-0.06%	0.71%	1.06%	0.40%	3.88%	-4.28%
CSI300 Indus	SH000910 Index			0.31%	0.57%	1.04%	2.44%	1.91%	-13.77%
CSI300 Cons Sta	SH000912 Index			0.13%	0.12%	0.39%	-1.85%	-2.58%	3.70%
CSI300 Info Tech	SH000915 Index			0.56%	1.09%	2.28%	7.23%	11.80%	6.04%
CSI300 Health	SH000913 Index			0.18%	0.35%	0.43%	2.74%	-0.81%	-9.11%
CSI300 Cons Dis	SH000911 Index			0.21%	1.78%	2.63%	0.86%	3.66%	6.45%
CSI300 Materials	SH000909 Index			0.65%	0.96%	1.59%	2.70%	4.25%	-2.92%
CSI300 Utilit	SH000917 Index			-0.30%	-0.20%	0.09%	-1.66%	-1.42%	-1.56%
CSI300 Telecom	SH000916 Index			-0.04%	-0.82%	-0.24%	-1.34%	2.12%	3.12%
CSI300 Energy	SH000908 Index			0.03%	0.00%	-0.09%	0.05%	-2.10%	-11.65%

Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025; data reflected 1 year)

Global Valuation and Earnings

Sector	Indices	Price Trend	Revision EPS trend (Inversed Plot)	1W	2W	1M	3M	6M	1Y
Australia	AS51 Index			-0.03%	-0.16%	-0.17%	1.67%	4.81%	0.63%
Banks	AS51BANX Index			0.03%	0.07%	1.65%	8.97%	8.62%	11.17%
Materials	AS51MATL Index			-0.25%	-0.03%	-1.93%	-3.19%	-0.45%	-10.39%
Financials	AS51FIN Index			0.08%	-0.04%	2.07%	7.66%	8.56%	9.62%
Energy	AS51ENGY Index			-1.06%	-1.60%	-3.51%	-7.65%	-11.17%	-17.43%
Consumer Discretionary	AS51COND Index			0.18%	0.36%	-0.09%	3.50%	3.01%	4.93%
Info Tech	AS51IT Index			0.61%	0.61%	-3.70%	0.86%	20.43%	28.66%
Healthcare	AS51HC Index			0.40%	0.81%	1.04%	4.45%	10.20%	11.24%
Consumer Staples	AS51CONS Index			0.24%	0.54%	-1.28%	0.51%	-0.79%	1.72%
Utilities	AS51UTIL Index			0.43%	0.15%	-1.76%	-11.82%	-4.52%	-11.12%
Communication	AS51TELE Index			0.27%	0.11%	0.79%	-8.86%	11.73%	17.97%
Industrials	AS51INDU Index			0.25%	0.28%	1.64%	8.21%	17.80%	13.65%
Real Estate	AS51RLST Index			-0.01%	0.06%	-1.16%	3.29%	16.08%	-1.57%

Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025; data reflected 1 year)

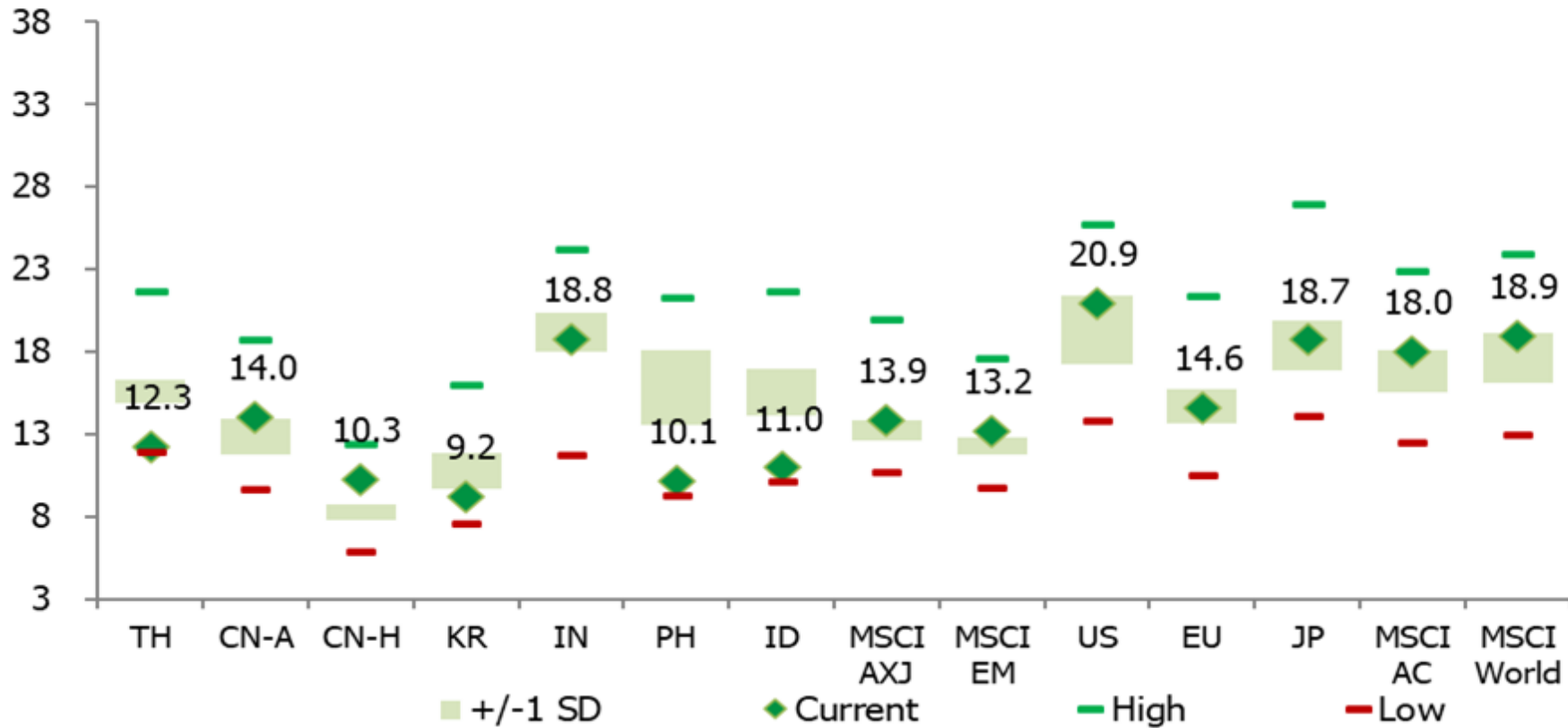
Global Valuation and Earnings

Country/Region	Index Name	BBG Ticker	12 Months Forward PER	12 Months Forward EPS	2025E Growth	2026E Growth	2027E Growth
USA	S&P 500 Index	SPX Index	22.90	270.48	9.83%	14.60%	9.00%
	Dow Jones Industrial Average	INDU Index	20.88	2088.33	5.11%	16.20%	10.26%
	NASDAQ 100	NDX Index	29.22	787.88	16.82%	17.68%	11.91%
Japan	TOPIX	TPX Index	14.76	188.67	2.52%	9.60%	9.07%
	NIKKEI 225	NKY Index	20.27	1987.39	8.73%	11.16%	11.97%
MSCI EM ex China	MSCI EM ex China	MXCXBRV Index	15.22	291.79	19.06%	15.87%	10.34%
Latin America	S&P Latin America 40	SPLAC Index	11.34	298.59	44.55%	8.79%	8.15%
China	CSI 300	SHSZ300 Index	16.09	261.06	4.83%	61.84%	122.03%
Europe	STOXX 600	SXXP Index	15.08	37.48	3.38%	10.99%	6.09%
	STOXX 50	SX5E Index	15.59	355.17	2.49%	10.76%	6.99%
Australia	S&P/ASX 200	AS51 Index	18.05	460.54	6.70%	7.34%	5.95%
Thailand	SET	SET Index	15.30	94.85	23.62%	10.15%	5.20%
Hong Kong S.A.R.	Hang Seng	HSI Index	11.36	2110.60	0.08%	18.27%	13.27%
United Kingdom	FTSE 100	UKX Index	12.54	700.35	1.76%	9.26%	5.10%
Korea	KOSPI	KOSPI Index	11.63	277.58	25.78%	19.39%	3.07%
India	NIFTY 50	NIFTY Index	20.84	1192.07	10.89%	12.98%	-2.21%
	BSE SENSEX	SENSEX Index	21.54	3803.58	10.99%	16.84%	3.53%
Taiwan	Taiwan Stock Exchange	TWSE Index	18.12	1425.45	17.60%	18.27%	25.11%
Singapore	Strait Times Index	STI Index	12.00	327.10	2.35%	6.50%	7.26%
Indonesia	Jakarta Stock Exchange	JCI Index	15.08	531.66	23.04%	31.53%	12.15%
Vietnam	VN Index	VNINDEX Index	13.32	124.96	25.49%	28.06%	27.80%
All Country	MSCI ACWI	MXWD Index	19.30	46.65	9.57%	13.73%	9.68%
EM Eastern Europe	MSCI EM EEU 10/40 NTR USD	M1CXNNE Index	13.96	19.02	26.37%	29.85%	3.14%

Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025 ; data reflected 1 year)

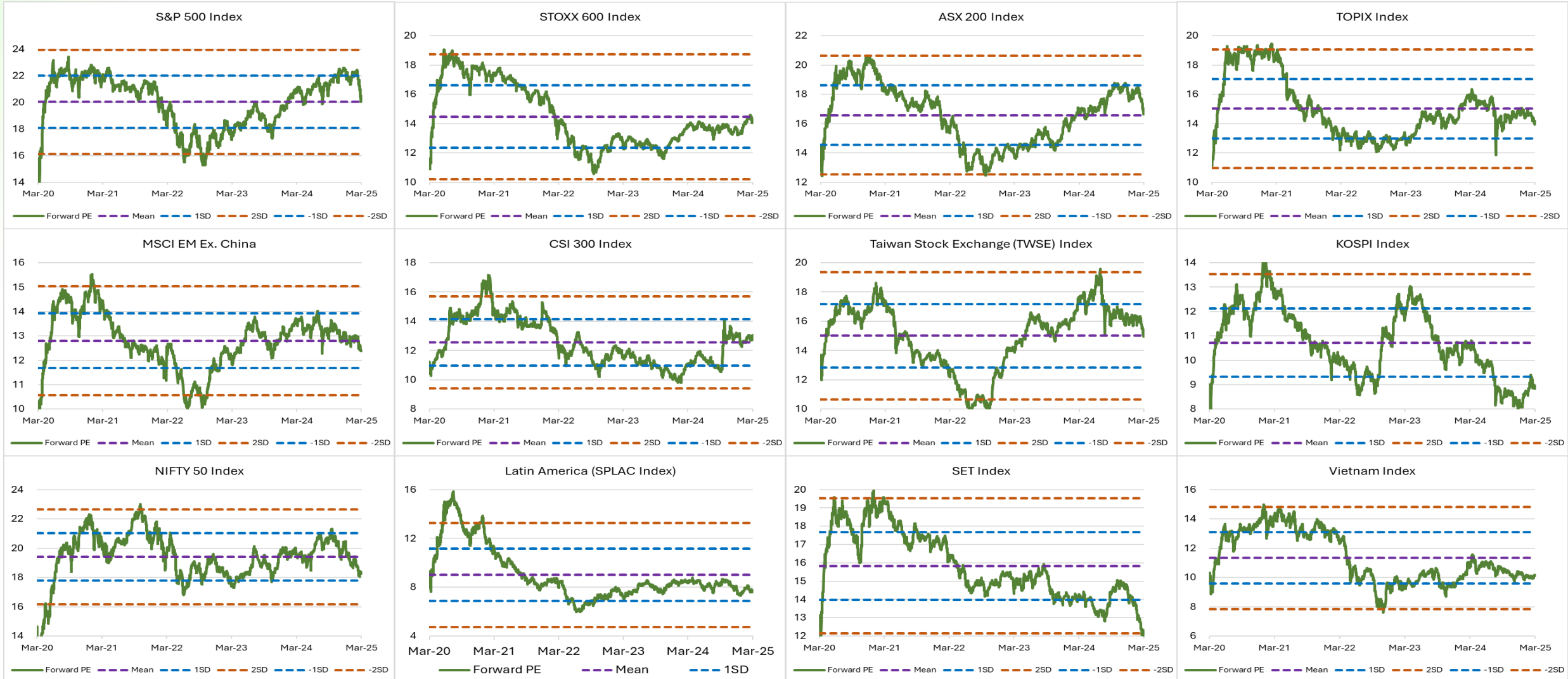
Global Valuation and Earnings

Forward 12m PE (x)



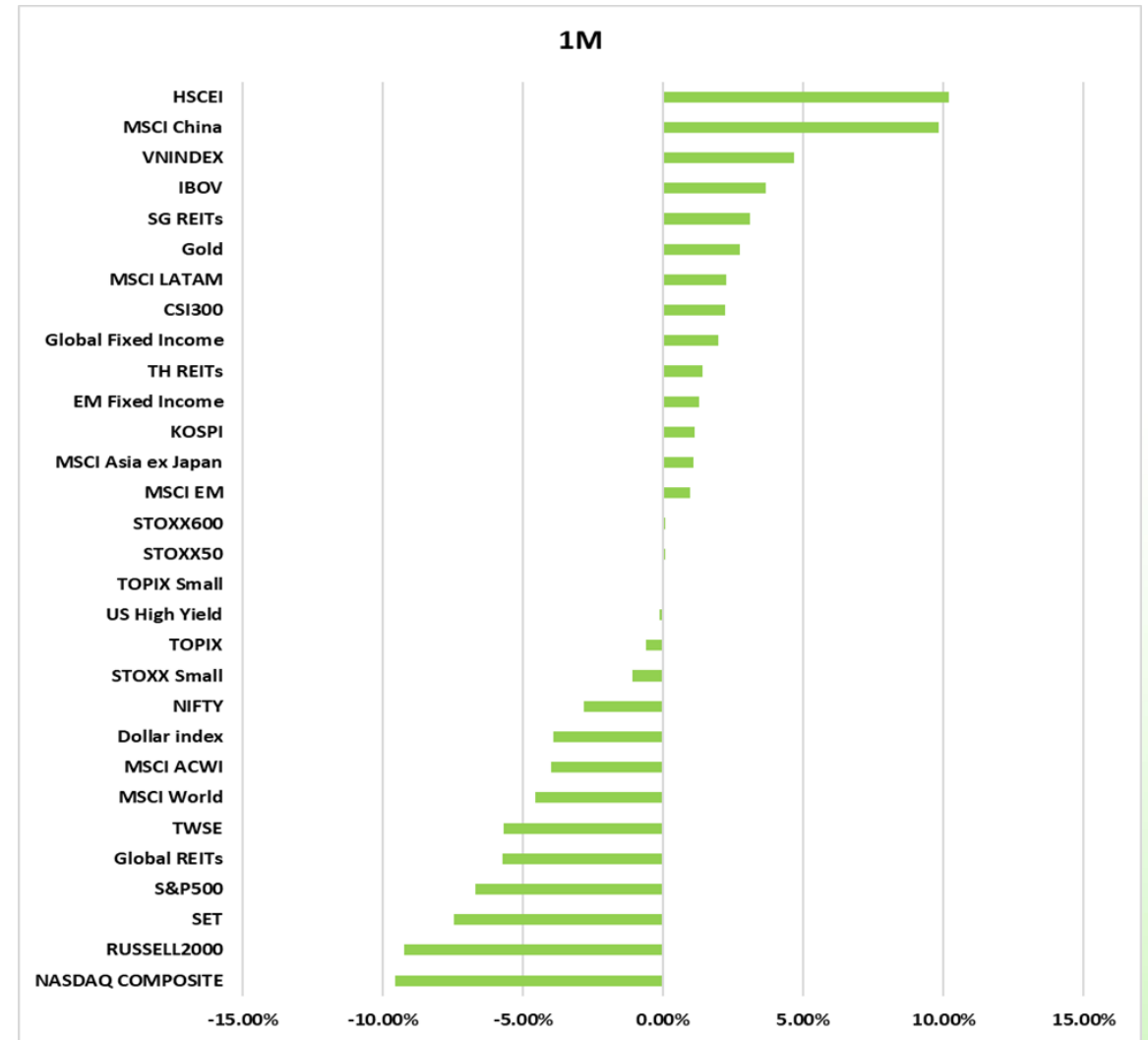
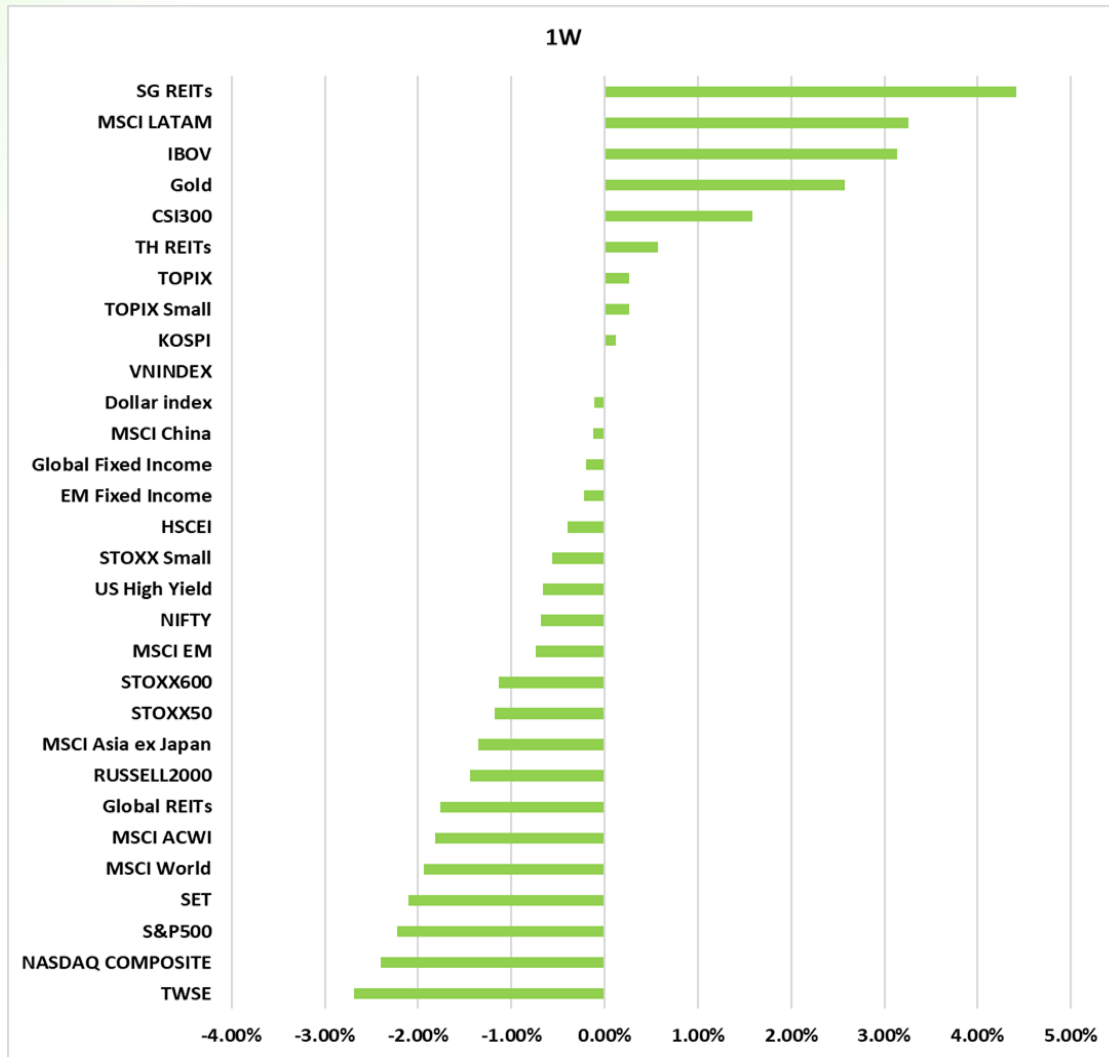
Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025 ; data reflected 10 years)

Global Valuation and Earnings



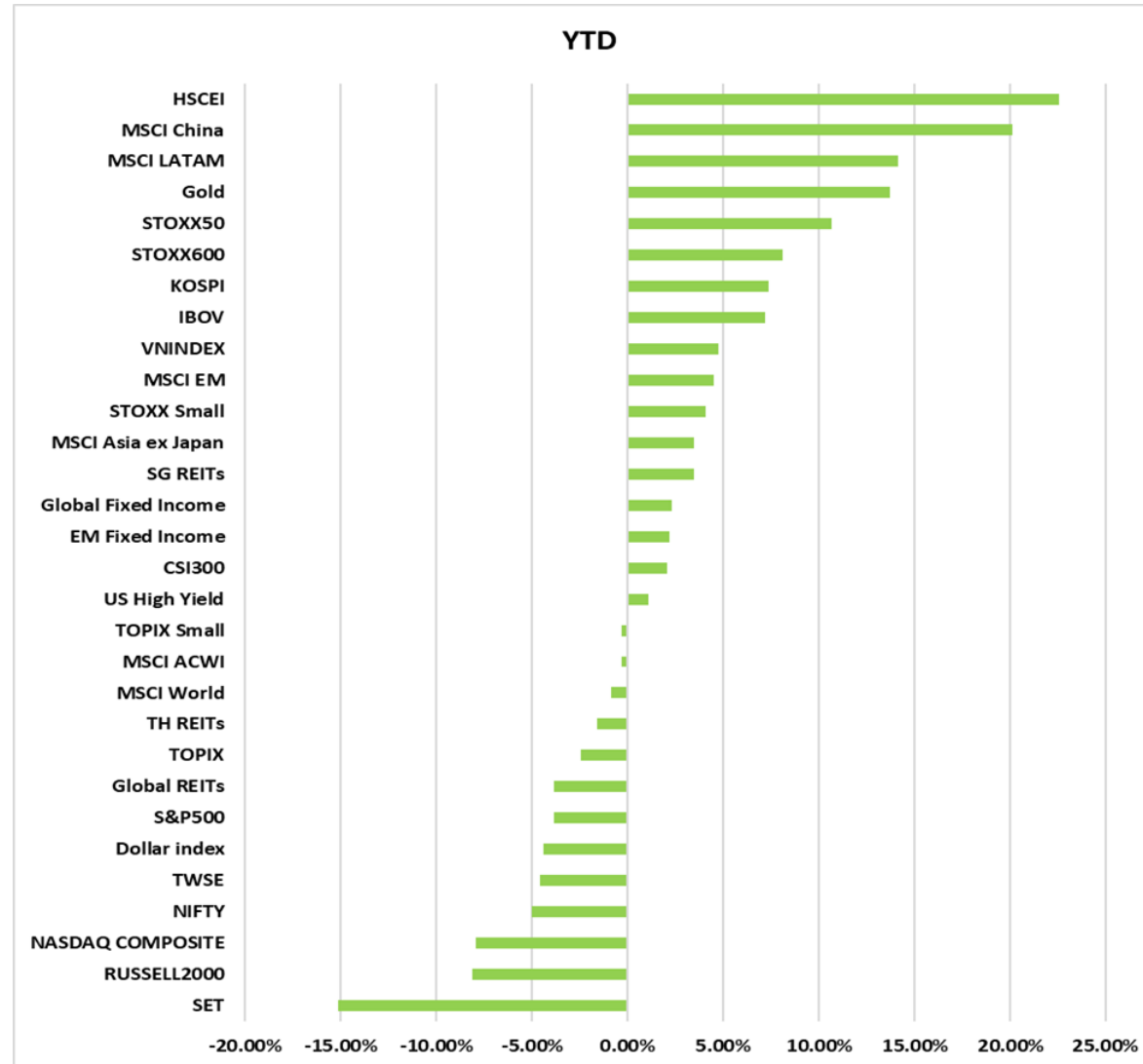
Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025 ; data reflected 10 years)

Global Valuation and Earnings



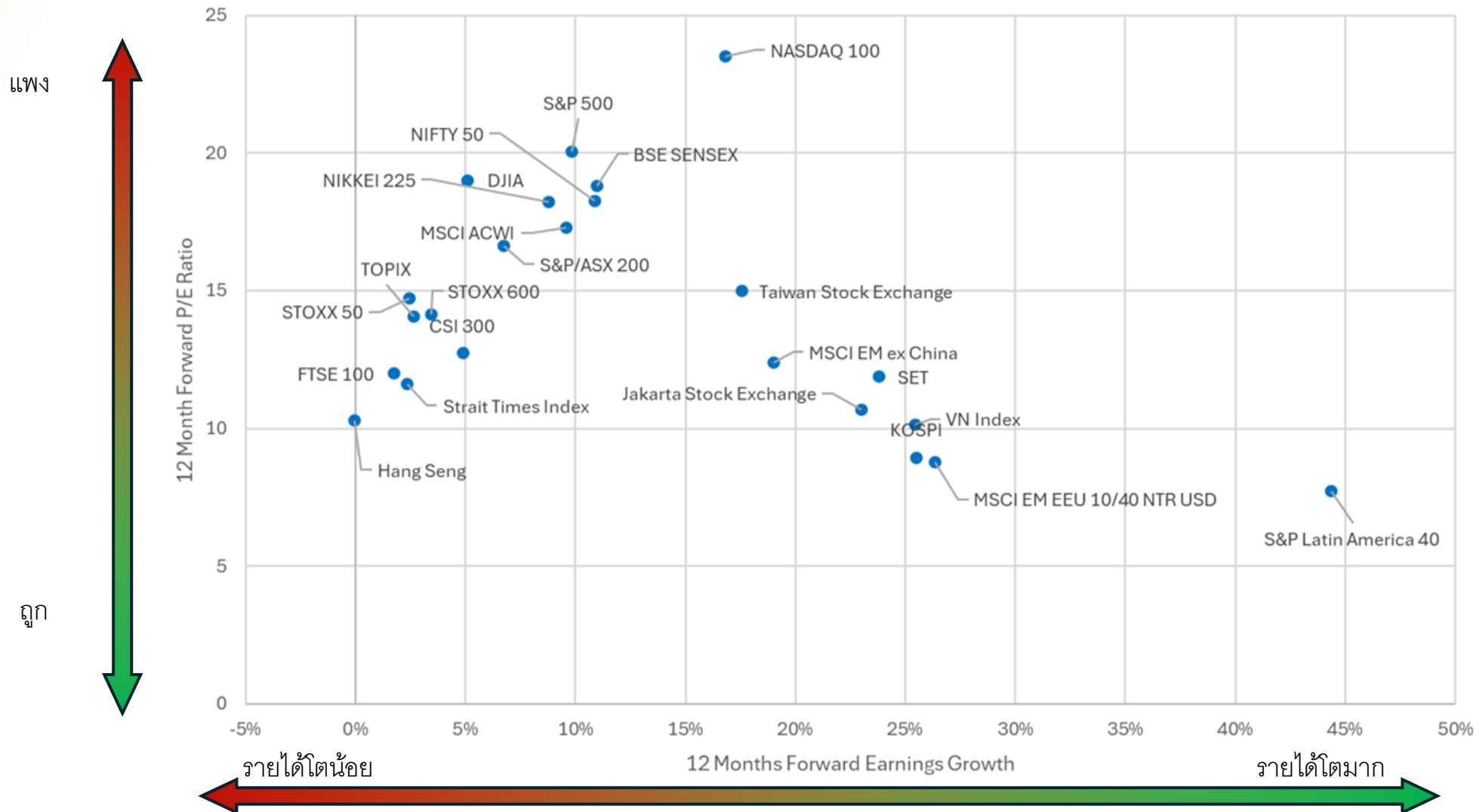
Source: Bloomberg, XSpring AM

Global Valuation and Earnings



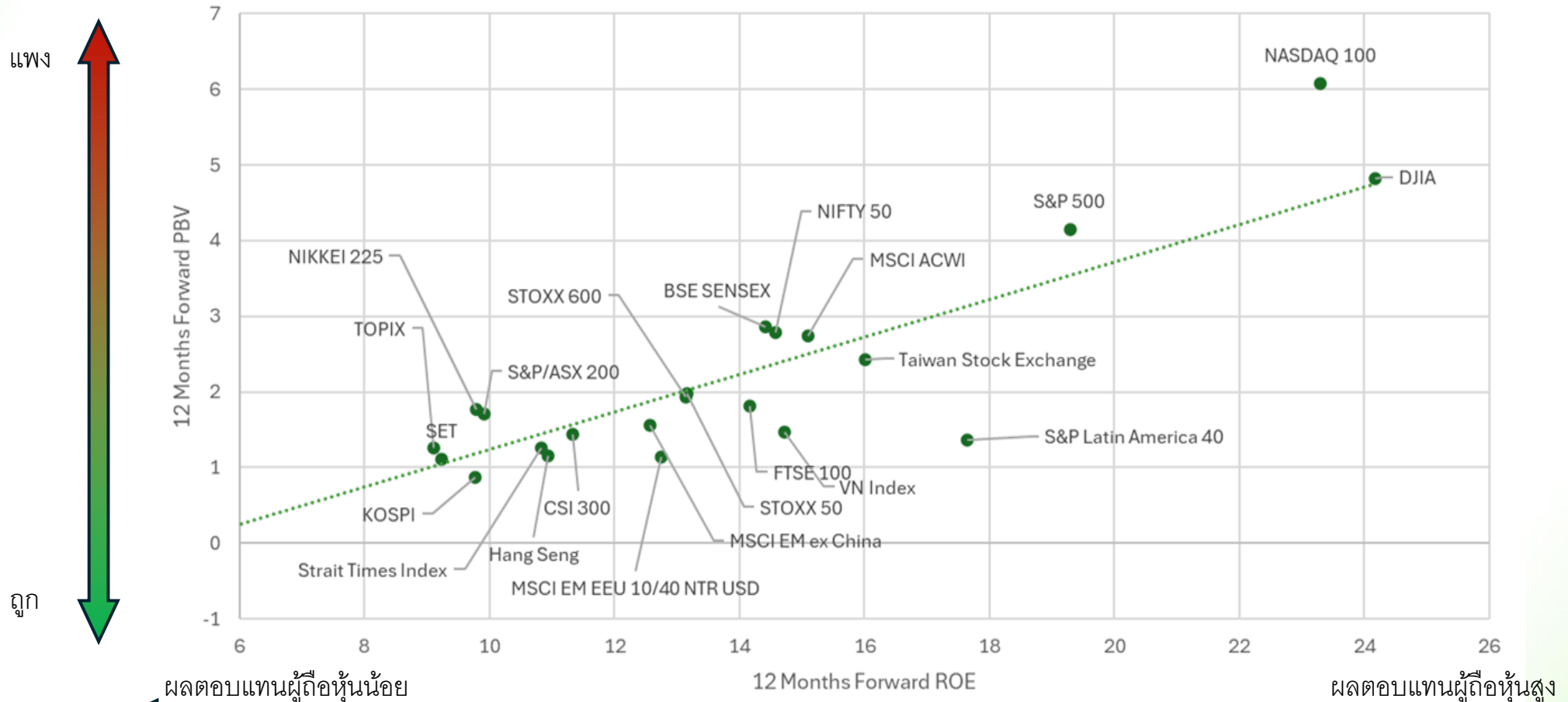
Source: Bloomberg, XSpring AM

Global Valuation and Earnings



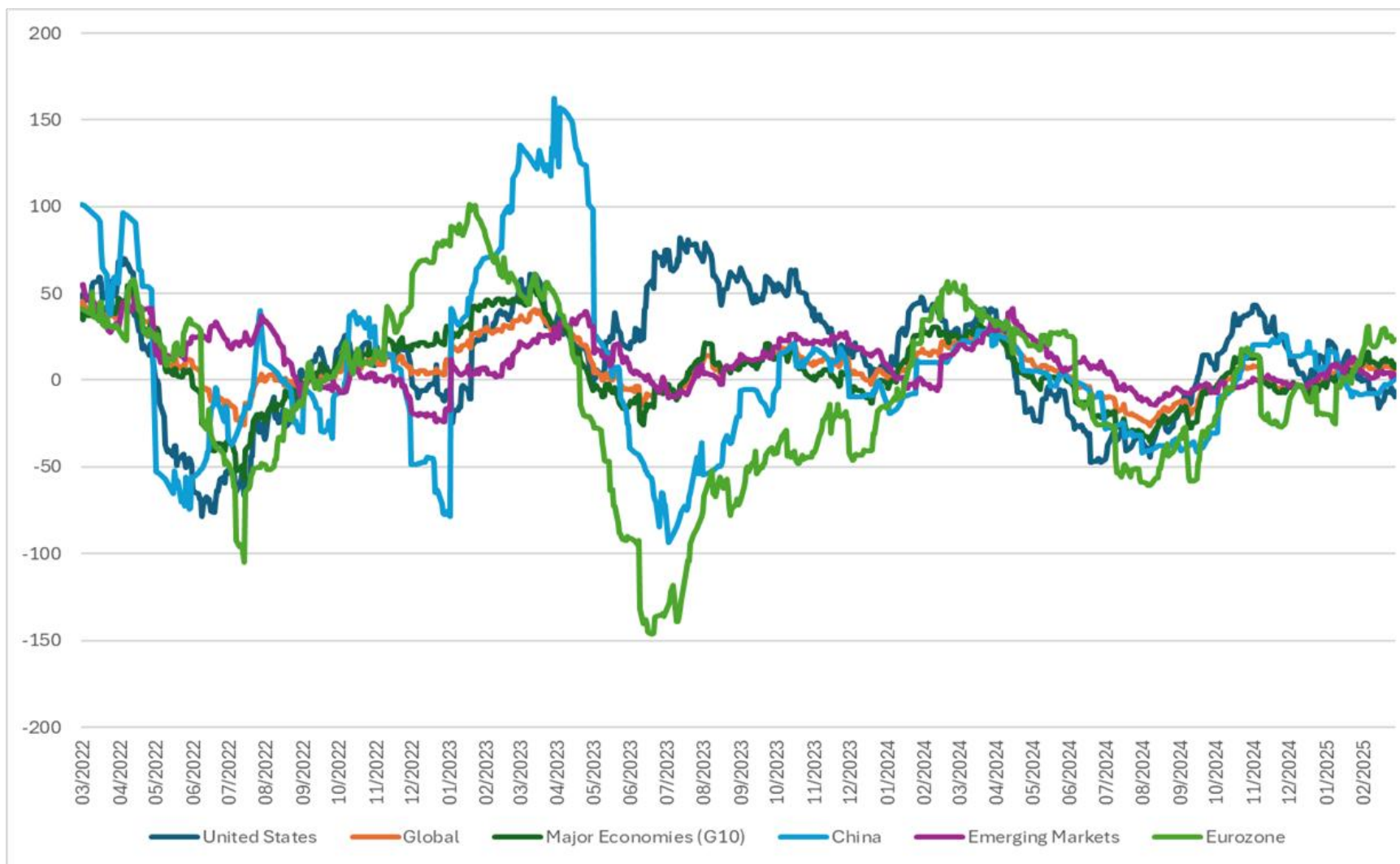
Source: Bloomberg (Data as of 14 March 2025)

Global Valuation and Earnings



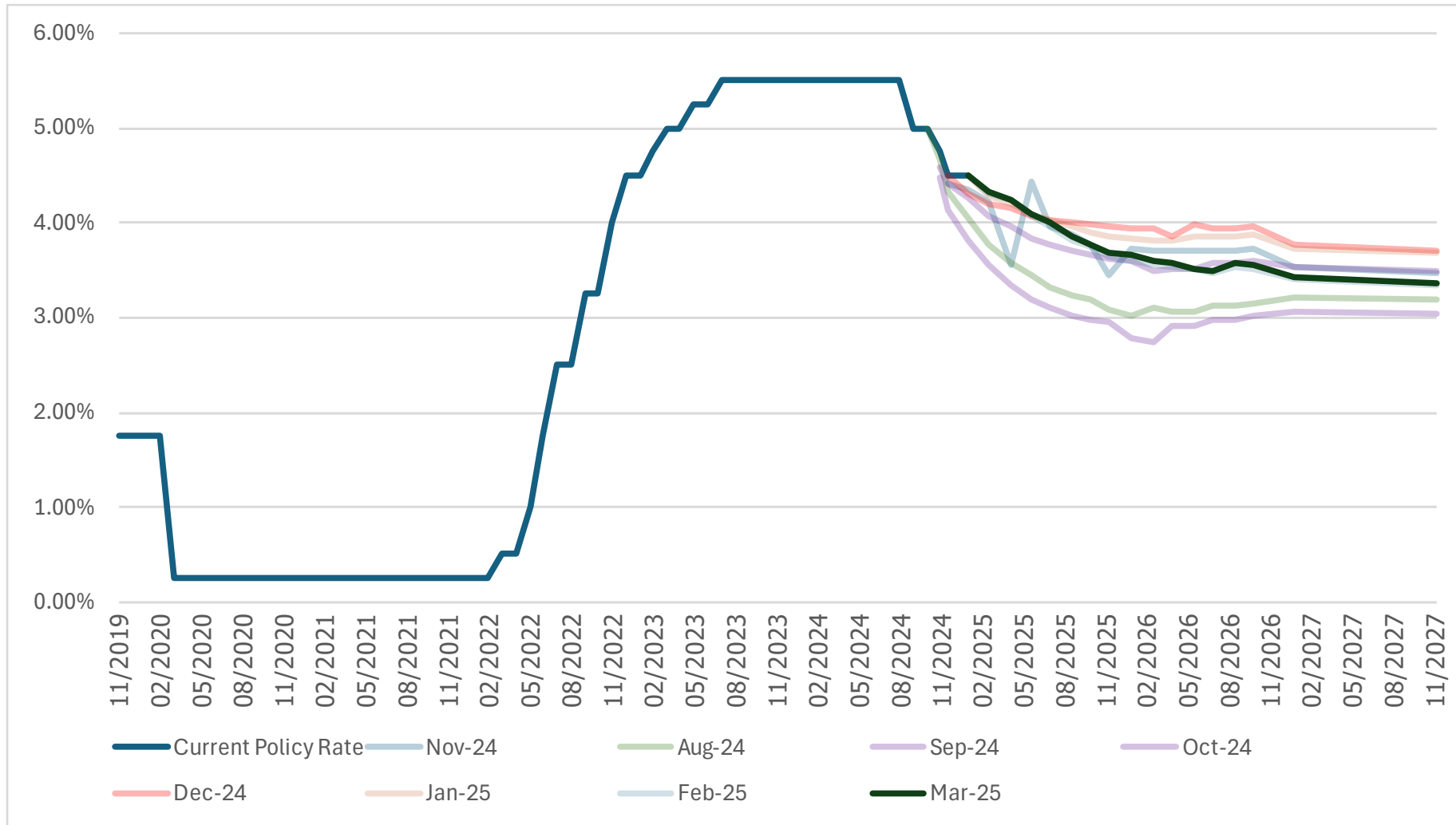
Source: Bloomberg (Data as of 14 March 2025)

Global Valuation and Earnings

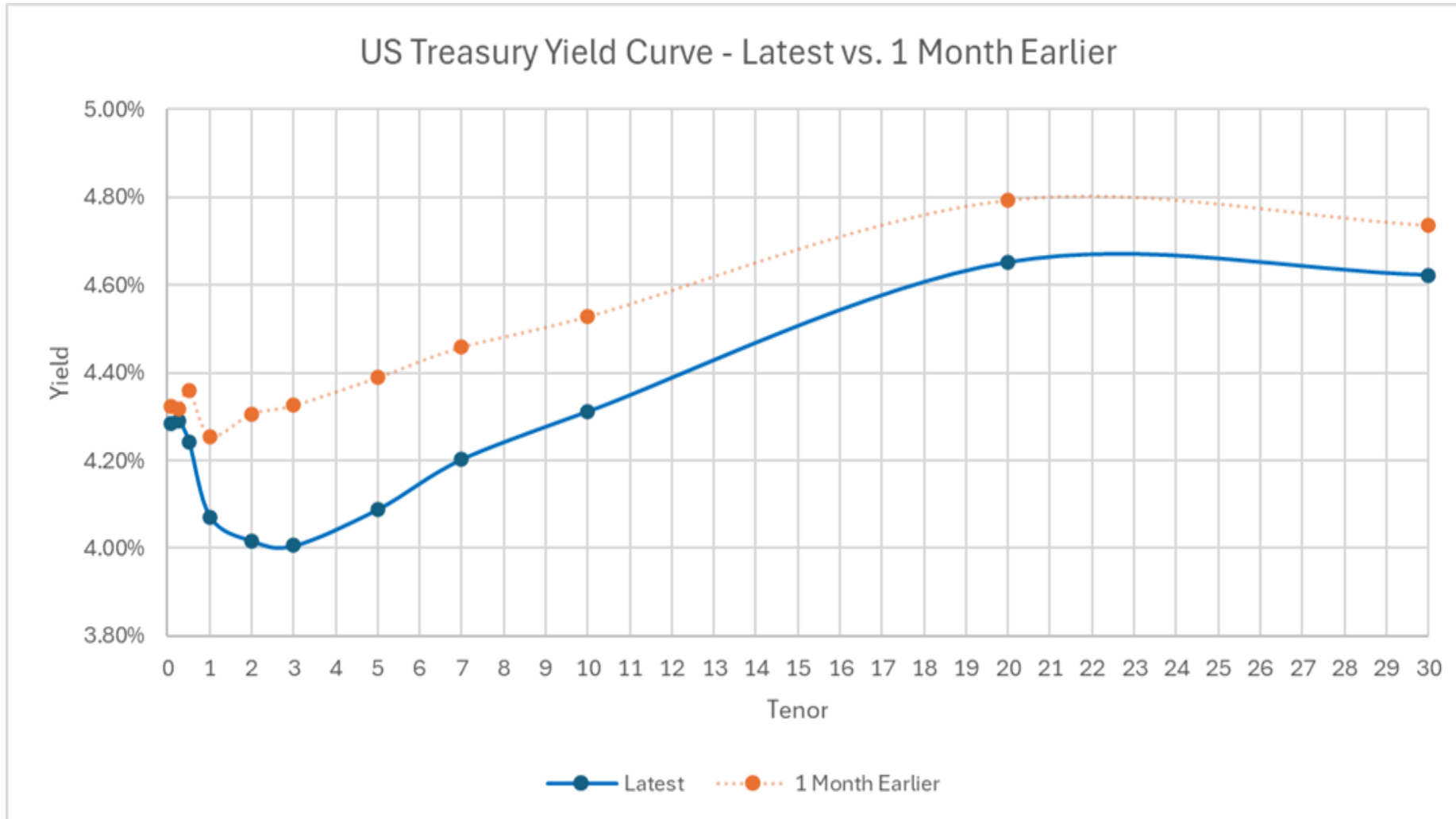


Source: Bloomberg, Citi, XSpring AM (as of 14 March 2024)

Global Valuation and Earnings



Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025)



Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 14 March 2025)

Navigating through storm

Issue in Focus



Navigating through storm

- เมื่อสองสัปดาห์ที่ผ่านมา ตลาดหุ้นสหรัฐฯ เกิดแรงเทขายจำนวนมาก จากความไม่แน่นอนของนโยบายทางเศรษฐกิจและการค้าของประธานาธิบดีทรัมป์
- GlobalData TS Lombard เริ่มปรับลดอัตราส่วนตราสารทุน (หุ้น) ลดลง เพื่อลดความผันผวนลง ปรับสัดส่วนของตราสารหนี้เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับมุมมองในไตรมาส 2 ของเรา
- เราปรับมุมมองของสหรัฐฯ ลงสู่เป็นกลาง ขณะที่ดึงยุโรปขึ้นจากการที่เยอรมนีกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจผ่านร่างงบประมาณฉบับใหม่ ที่กระตุ้นการใช้จ่ายในการป้องกันประเทศและโครงสร้างพื้นฐาน ส่วนตราสารหนี้เรามีมุมมองที่บวกเพิ่มขึ้น
- เราประเมินว่าความผันผวนนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่อง จนกว่าสถานการณ์สงครามการค้าจะจบลง ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นอีกยาวนาน และทำให้ตลาดสหรัฐฯ อาจผันผวนได้

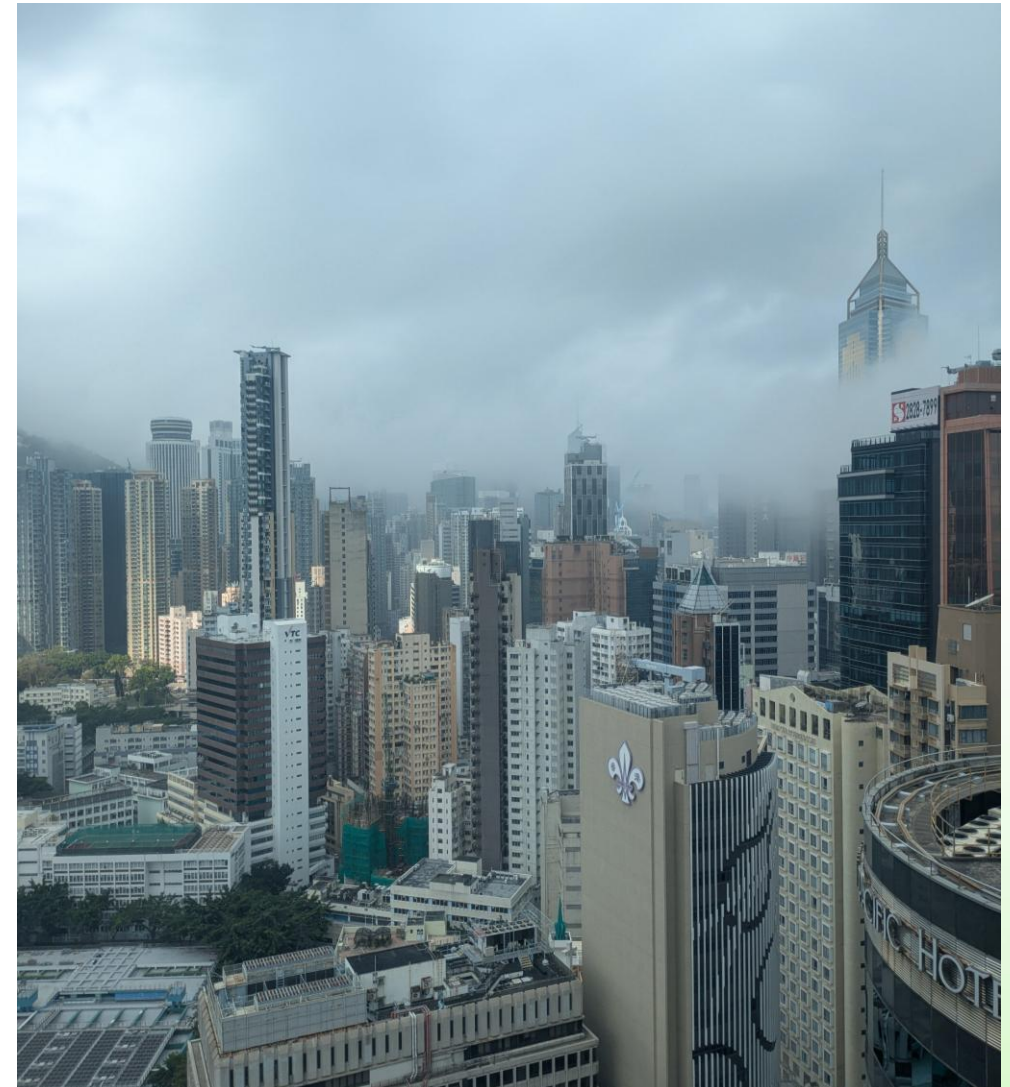


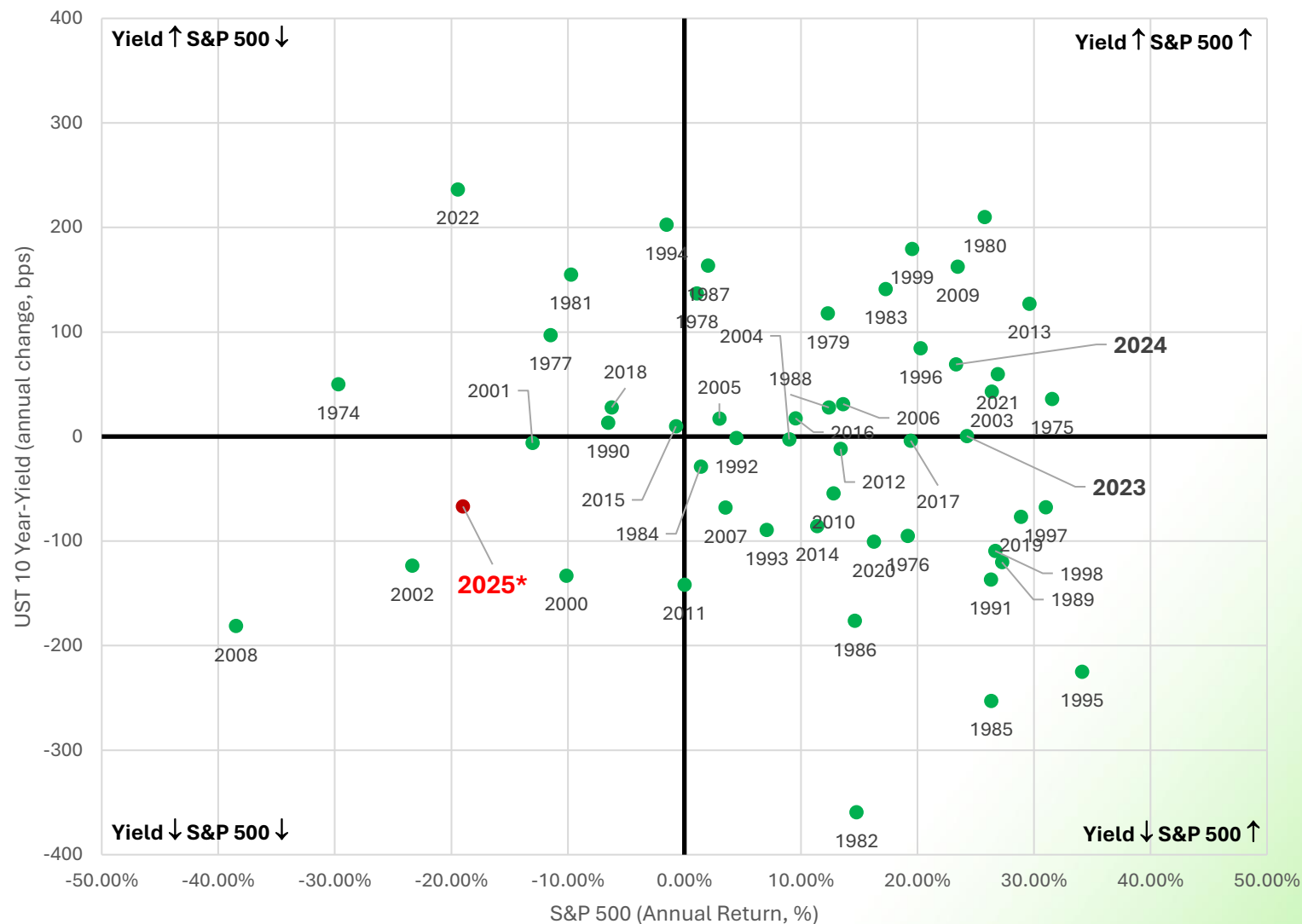
Photo: Patranun Thanियavarn Limudomporn



- ภาพความผันผวนในครั้งนี้มีบางภูมิภาคที่ยังเหลือพื้นที่ให้กับการเติบโต และมีผลงานที่โดดเด่น
 - กลุ่ม Defensive เช่น Healthcare
 - ประเทศหรือภูมิภาคที่ได้รับผลกระทบต่ำ เช่น ยุโรป ตะวันออก หรือยุโรปภาคพื้นทวีปที่ได้จากการฟื้นตัวของเยอรมนี
 - ตราสารหนี้ทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งตราสารหนี้ระยะสั้น

Navigating through storm

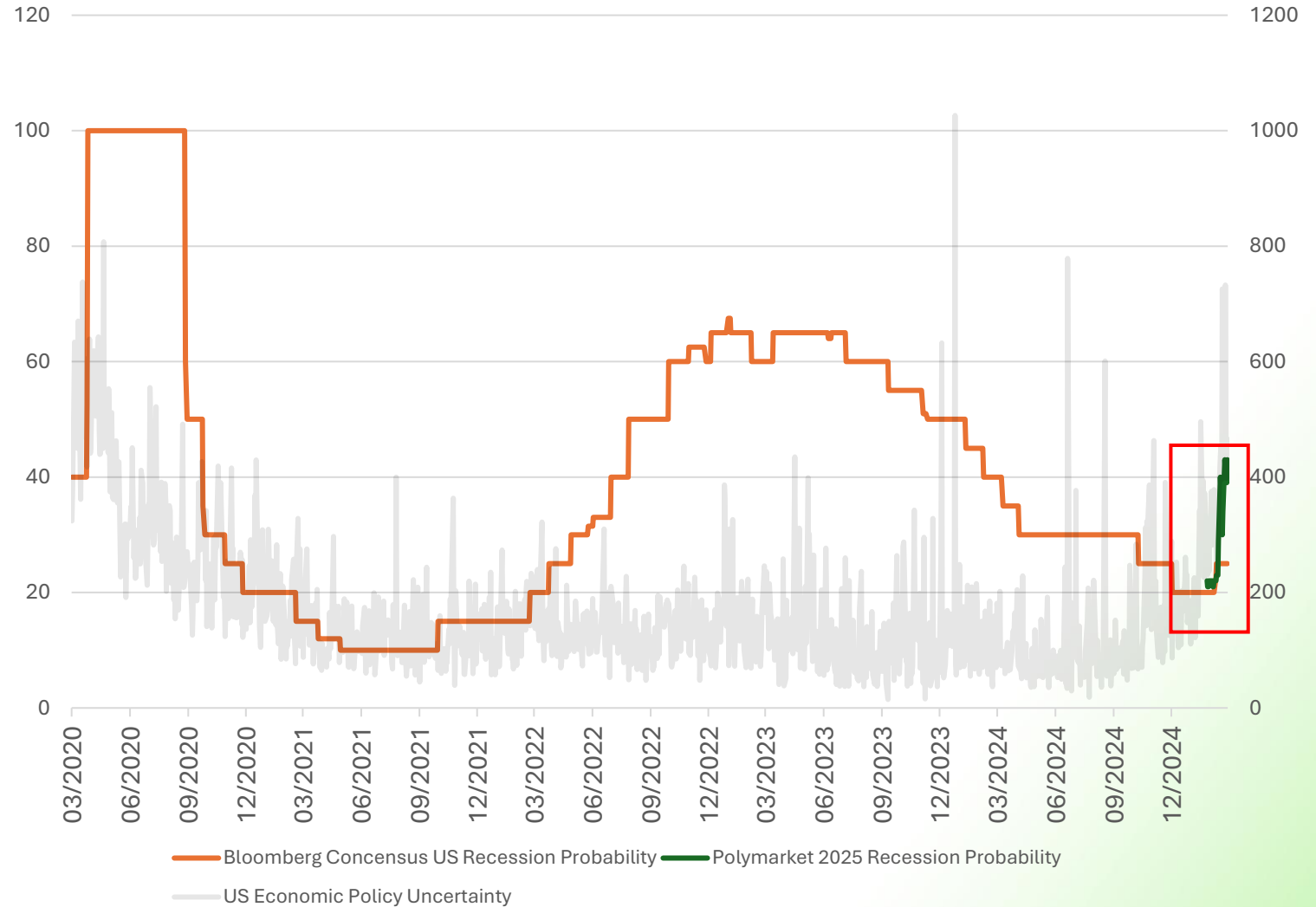
- จากการประเมินย้อนหลังตั้งแต่ 1974 เป็นต้นมา ระหว่างผลตอบแทนดัชนี S&P 500 และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี รายปี พบว่ามีเพียงปี 2000, 2001, 2002 และ 2008 ในอดีตที่ผลตอบแทนรายปีของ S&P 500 เป็นลบ และอัตราดอกเบี้ยในตลาดเปลี่ยนแปลงเป็นลบด้วย
- ปีต่างๆ เหล่านั้นเป็นปีที่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่ของสหรัฐฯ (2000, 2008) ตลาดหุ้นปรับตัวลงครั้งใหญ่
- เมื่อนำปี 2025 มาคิดแบบรายปี (Annualized) แล้ว พบว่าอยู่ในช่องเดียวกัน ทำให้นักลงทุนกังวลว่าหรือเรากำลังเจอวิกฤตรอบใหม่ของเศรษฐกิจ?



Source: Bloomberg, XSpring AM (2025 is annualized, Rate is using year-end differences from SOFR Future)

Navigating through storm

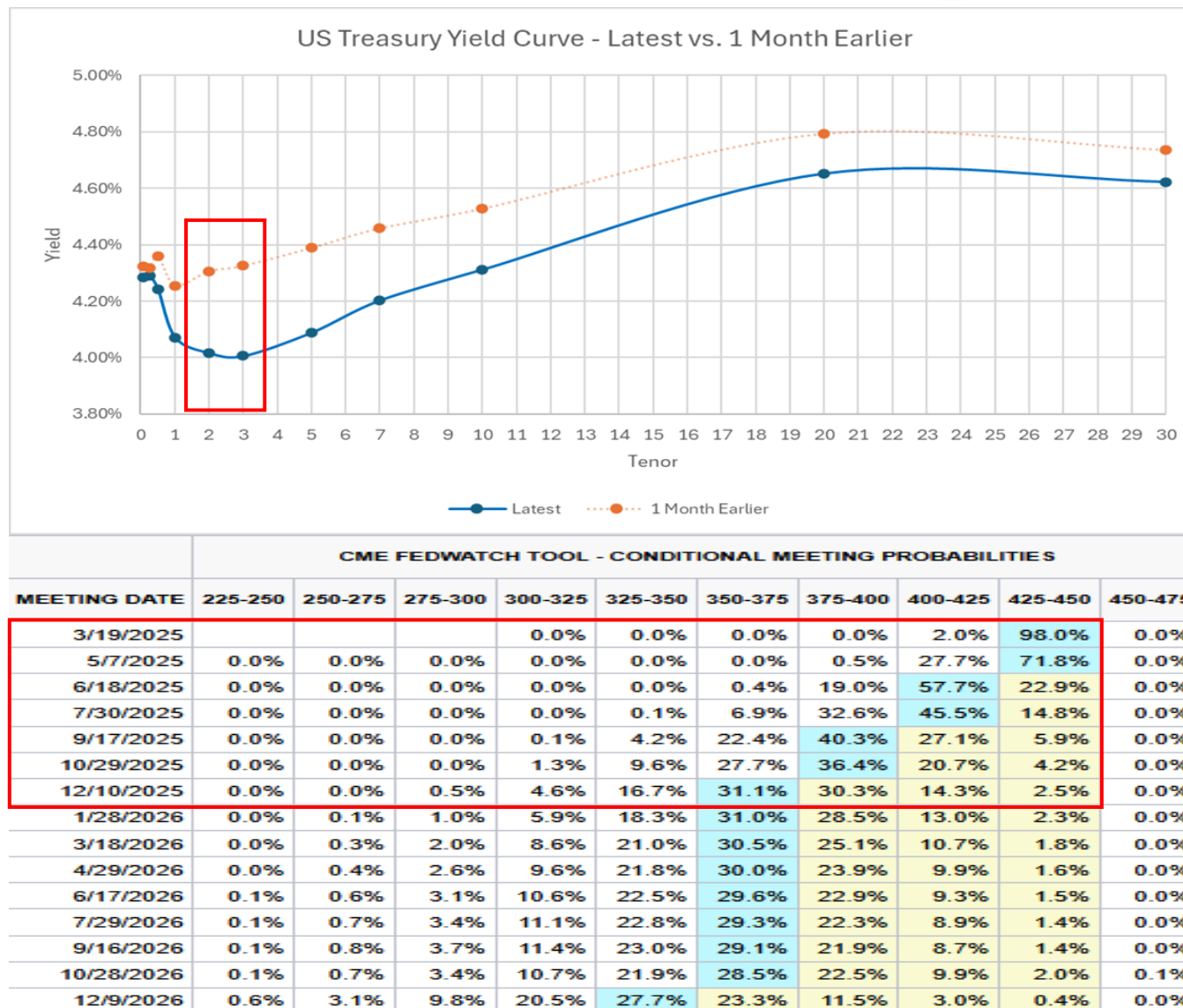
- แม้นักวิเคราะห์ยังประเมินว่าความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยนั้นยังต่ำ (ราว 25%) แต่ในตลาดของ Polymarket กลับประเมินไปสูงกว่า 40% แล้ว
- การประเมินนี้สอดคล้องกับดัชนี US Economic Policy Uncertainty Index ที่สะท้อนว่าปัจจุบันตลาดกังวลกับเรื่องความไม่แน่นอนของนโยบายทางเศรษฐกิจของทรัมป์



Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

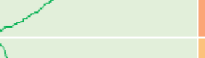
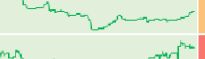
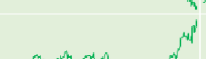
- การตอบสนองต่อความกลัวในประเด็นนี้
เกิดขึ้นในฝั่งของตลาดตราสารหนี้ก่อน โดย
อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ในรอบ 1 เดือนที่ผ่านมา
มาถูกกดลงอย่างหนัก โดยเฉพาะในตั๋วสั้นที่ 2
และ 3 ปี ลดลงอย่างรวดเร็วจากแถวๆ 4.30%
ลงมาเหลือแค่ 4.00%
- ข้อมูลจาก CME FedWatch Tool ประเมินว่า
FED มีโอกาสลดดอกเบี้ยลงถึง 3 ครั้งด้วยกัน
ทั้งที่ต้นปีคาดการณ์เพียงครั้งเดียวเท่านั้น
- หากลดดอกเบี้ยจริง สถานการณ์นี้จะทำให้
สหรัฐฯ เจอกับภาวะ Stagflation คือเงินเฟ้อ
สูง การเติบโตต่ำ



Source: Bloomberg, XSpring AM, CME FedWatch

Navigating through storm

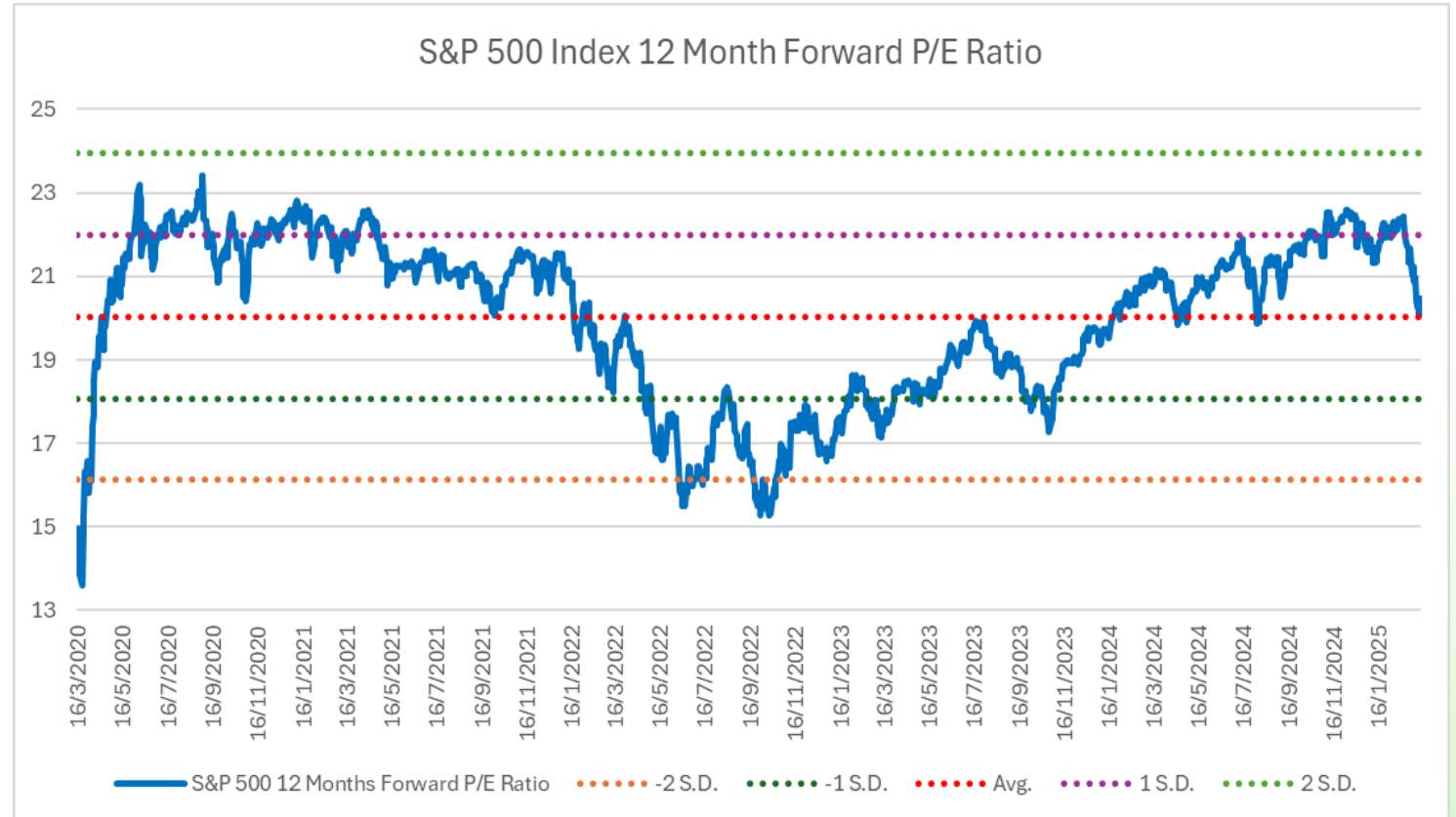
- สัญญาณการปรับกำไรขึ้นของสหรัฐฯ เริ่มช้าลง โดยลดลงเรื่อยๆ จากก่อนหน้านี้ 11.43% เมื่อ 1 ปีที่แล้ว ลงมาเหลือเพียง 0.15% ในสัปดาห์ที่ผ่านมา
- แม้กำไรของตลาดจะโตต่อเนื่อง แต่สัญญาณการชะลอตัวที่มากขึ้นนั้นเป็นการส่งสัญญาณว่าตลาดเริ่มเข้าสู่ภาวะอิ่มตัว

Regions	Indices	Price Trend	Revision EPS trend (inversed plot)	1W	2W	1M	3M	6M	1Y
MSCI AC World	MXWD Index			0.24%	0.79%	1.48%	2.10%	1.58%	8.85%
MSCI World	MXWO Index			0.23%	0.85%	1.56%	2.32%	1.93%	9.06%
MSCI EM	MXEF Index			0.24%	0.30%	0.87%	0.66%	-0.83%	6.15%
MSCI EM Ex China	MXCXBRV Index			0.24%	0.32%	0.56%	-0.21%	-2.50%	5.79%
USA	SPX Index			0.15%	0.26%	0.73%	1.97%	4.24%	11.43%
Europe	SXXP Index			-0.06%	-1.08%	-0.62%	0.88%	1.01%	4.83%
Japan	TPX Index			0.08%	1.25%	2.10%	3.49%	2.04%	11.61%
China	SHSZ300 Index			0.14%	0.68%	1.13%	0.85%	2.61%	-5.08%
Australia	AS51 Index			-0.03%	-0.16%	-0.17%	1.67%	4.81%	0.63%
Korea	KOSPI Index			0.36%	0.87%	1.22%	-3.45%	-5.32%	12.93%
India	NIFTY Index			0.25%	0.52%	0.59%	1.36%	-0.10%	8.59%
Latin America	SPLAC Index			0.32%	0.44%	-0.39%	2.74%	-2.86%	-10.08%
Thailand	SET Index			-0.01%	0.19%	-0.27%	-1.05%	-1.75%	-0.26%
Eastern Europe	M1CXNNE Index			1.51%	2.90%	4.26%	6.64%	4.44%	24.27%

Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

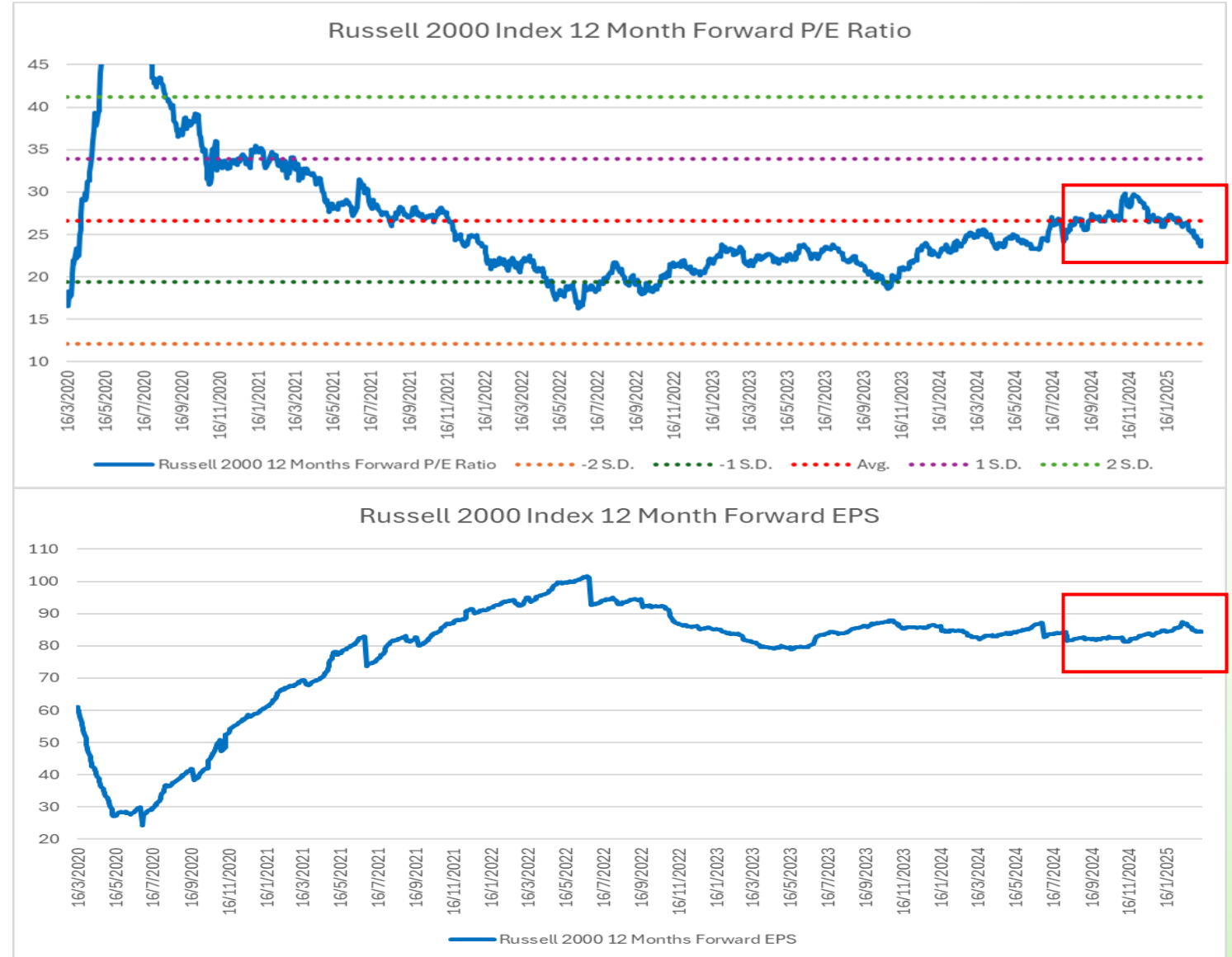
- ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ถูกแรงเทขายอย่างรุนแรงจากนโยบายทางการเมืองที่ไม่แน่นอน โดยดัชนี S&P 500 ปัจจุบันอยู่ที่ระดับค่าเฉลี่ยในรอบ 5 ปี วัดจาก 12M Forward PER



Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

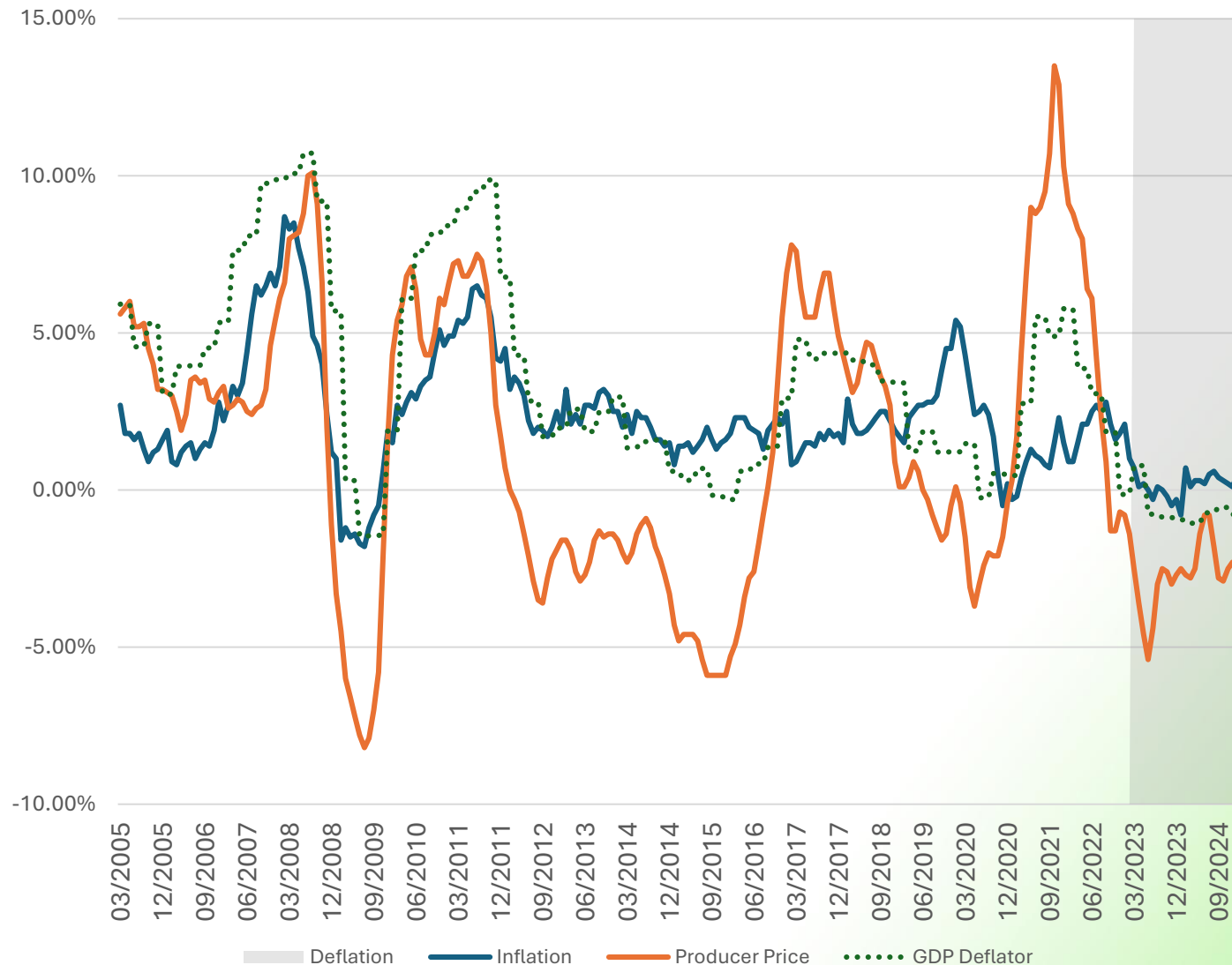
- ในกรณีของดัชนี FTSE Russell 2000 ที่เป็นกลุ่มหุ้นขนาดกลางและเล็กของดัชนี เริ่มมีการปรับคาดการณ์กำไรของตลาดลง ทำให้เกิดแรงกดดันเทขายออกมา



Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

- ในขณะที่จีนสถานการณ์เงินฝืดก็แย่ลง โดยเดือนกุมภาพันธ์เงินเฟ้อ -0.7% ลดลงมากที่สุด นับตั้งแต่มกราคมปี 2024 ส่วนราคาของผู้ผลิตสินค้าก็ลดลงอีก
- สถานการณ์ของประเทศจีนในภาพรวมที่ไม่ดี จะเป็นแรงกดดันสำหรับเศรษฐกิจและสินทรัพย์ของจีน แม้ในระยะสั้นจะมีปัจจัยบวกเข้ามาจากการพัฒนาของกลุ่มเทคโนโลยี



Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

- จากข้อมูลในอดีตที่ผ่านมา สินทรัพย์อย่างหุ้นเป็นสินทรัพย์ที่เติบโตได้ดี อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ที่เราประเมินไว้ตั้งแต่ต้นปี โดยเฉพาะอย่างยิ่งโอกาสหดตัวของเศรษฐกิจโลกอย่างสหรัฐอเมริกา เกิดการผันเปลี่ยนของสินทรัพย์
- ตลาดกำลังกังวลอย่างชัดเจนถึงโอกาสที่เศรษฐกิจโลกที่นำโดยสหรัฐอเมริกา จะมีโอกาสที่หดตัวลงจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีสูง

Factors/S cenario	Base Case (60%)	Bull Case (15%)	Bear Case (25%)
Macro Economics	Slow Global Expansionary (Already landed)	Global Expanding	Global Contraction
Geopolitical Risk	Higher than usual, maintainable	Geopolitical risk subside	New front of War, esp. Taiwan
Policy Rates	Slower, Shallower Rate Cut	No rate cut	Large size rate cut due to recession
Inflation	Sticky Inflation	Inflation subside significantly	Inflation return and facing rate cut due to recession
Outcome	Equity + Fixed Income 0 Commodities 0	Equity ++ Fixed Income 0 Commodities +	Equity – Fixed Income ++ Commodities -

Navigating through storm

Market	Indices	Overweight	Neutral	Underweight
Global Equities	MSCI ACWI	✓		
Developed Market	MSCI WORLD	✓		
USA	S&P 500	✓ →	✓	
Japan	TOPIX	✓		
Europe	STOXX 600	✓ ←	✓	
Emerging Markets (ex-China)	MSCI EM ex-China			✓
India	NIFTY 50	✓		
Korea	KOSPI			✓
Vietnam	VN Index			✓
Thailand	SET Index			✓
Taiwan	TAIEX Index	✓		
Latin America	MSCI LATAM			✓
Eastern Emerging EU	MSCI Eastern Europe		✓	
China	CSI 300			✓ (Tradeable)

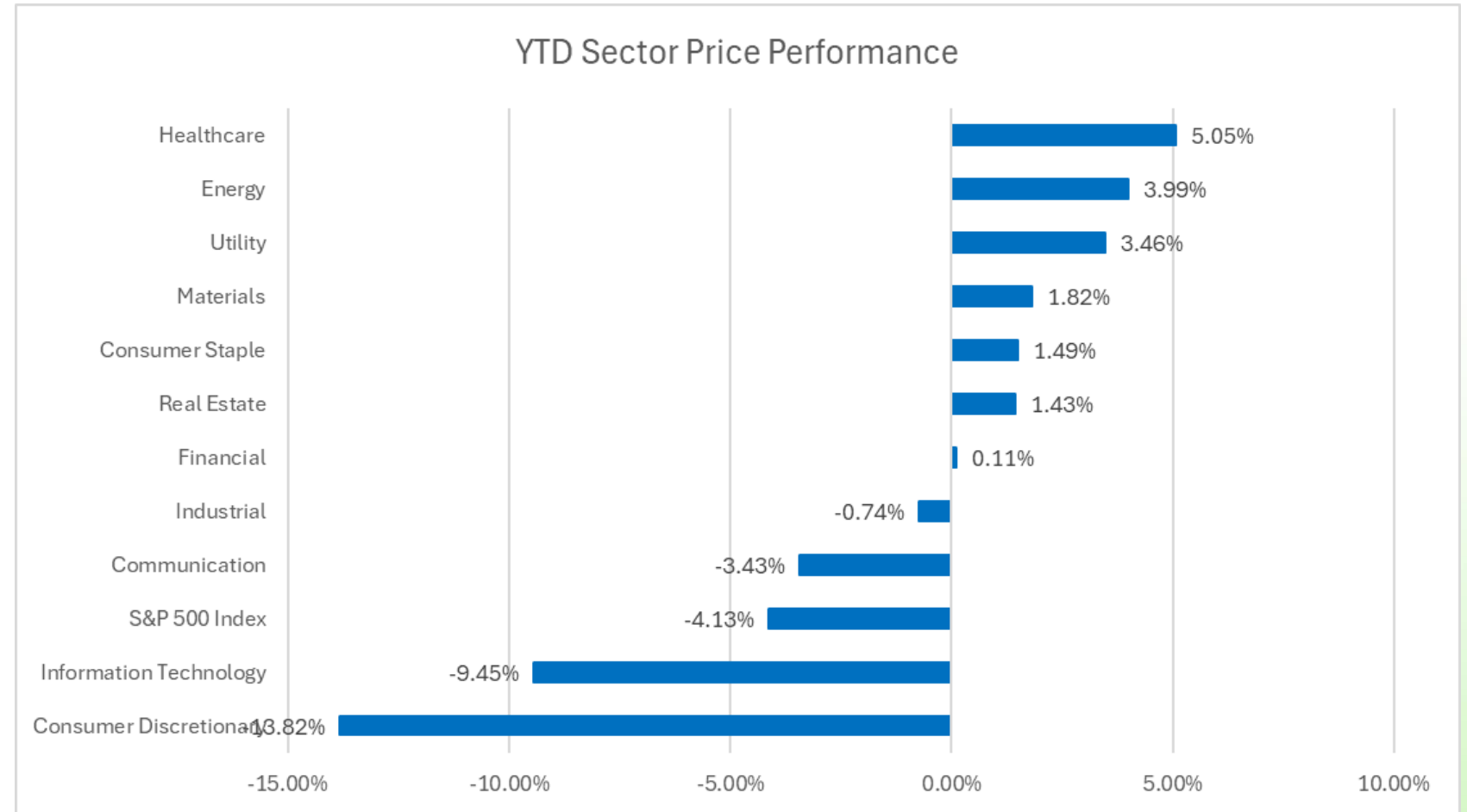
- เรายังคงประเมินในภาพรวมว่า ตลาดหุ้นจะยังโดดเด่นในปี 2025 โดยประเทศพัฒนาแล้วจะได้เปรียบมากกว่าประเทศกำลังพัฒนา ที่จะเจอความเสี่ยงจากสงครามการค้า (Trade War) โดยตรงจากการเป็นฐานการผลิตสินค้า
- ในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว เราปรับน้ำหนักสหรัฐอเมริกาเป็นกลาง เนื่องจากการใช้นโยบายที่ไม่มีความคงที่ (consistency) และเพิ่มน้ำหนักของยุโรปขึ้นเป็นมากกว่าดัชนี (Overweight) เนื่องจากการปรับท่าทีของยุโรป โดยเฉพาะเยอรมนีที่จะมีการใช้จ่ายด้านความมั่นคงและโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มขึ้น ส่วนญี่ปุ่นยังได้รับประโยชน์จาก Reshoring อยู่
- สำหรับประเทศกำลังพัฒนา เราให้น้ำหนักเฉพาะอินเดียและไต้หวันเท่านั้น โดยอินเดียเป็นปัจจัยจากการบริโภคภายในประเทศที่ยังยืนอยู่ในระดับสูง ส่วนไต้หวันเป็นผลต่อเนื่องจากกระแสเทคโนโลยีที่เติบโตต่อ
- สำหรับกลุ่มตลาดเกิดใหม่ รวมถึงจีน เรามีมุมมองลบจากปัจจัยความขัดแย้งระหว่างประเทศ และการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ เนื่องจากกำลังการบริโภคของกลุ่มประเทศเหล่านี้ไม่ได้ดีมาก เมื่อเทียบกับประเทศกลุ่มพัฒนาแล้ว

Market	Indices	Overweight	Neutral	Underweight
Fixed Income	-		✓	
Domestic Gov	TBCMTOTR	✓		
Domestic Corp	TBEMTOTR			✓
Global Short Duration	-	✓		
Global Long Duration	-		✓	
Commodities	-		✓	
Oil	CL1			✓
Gold	XAU		✓	
Private Asset	-			
Priv. Credit	-			✓
Priv. Equity	-	✓		
Cash	-		✓	

Source: XSpring AM Investment Research & Strategy Group

- ในส่วนของอัตราดอกเบี้ย เราประเมินว่าตลาดจะเป็นกลาง เนื่องจากสถานการณ์ที่ดอกเบี้ยตัวยาวลงช้ากว่าเดิมจากสงครามการค้าที่เกิดขึ้น กดดันผลตอบแทนสำหรับตราสารหนี้ระยะยาวให้ต่ำกว่าดอกเบี้ยระยะสั้นที่มีแนวโน้มลงเร็วกว่า
- สำหรับประเทศไทย สถานการณ์ที่สภาพคล่องขาดแคลนเนื่องจากดอกเบี้ยสูง ยังเพิ่มความเสี่ยงสำหรับตราสารหนี้ภาคเอกชน เราจึงเลือกตราสารหนี้ภาครัฐที่มีความเสี่ยงน้อยกว่า นอกจากนั้นเราประเมินว่าโอกาสที่จะลดดอกเบี้ยปีนี้มีสูงมาก เนื่องจากสถานการณ์หนี้เสียที่เร่งตัวขึ้นตามดอกเบี้ยนโยบายที่สูงเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว
- สินค้าโภคภัณฑ์เรามีมุมมองโดยรวมเป็นกลาง ทั้งนี้สถานการณ์ของน้ำมันที่อุปทาน (supply) จากสหรัฐฯ ยังมีมาก ทำให้เรามองว่าสถานการณ์ที่เสี่ยงไม่พ้นคือราคาน้ำมันยืนอยู่ในระดับต่ำ
- สินทรัพย์นอกตลาด (Private Asset) เราประเมินว่าเครดิตนอกตลาดจะได้รับผลดีน้อยกว่า เนื่องจากการลดดอกเบี้ยที่ช้าลง เสี่ยงกับการผิดนัดชำระ ขณะที่ในฝั่งตราสารทุนนอกตลาดจะได้ประโยชน์จากการขยับทำดีมากขึ้นของหลายบริษัท

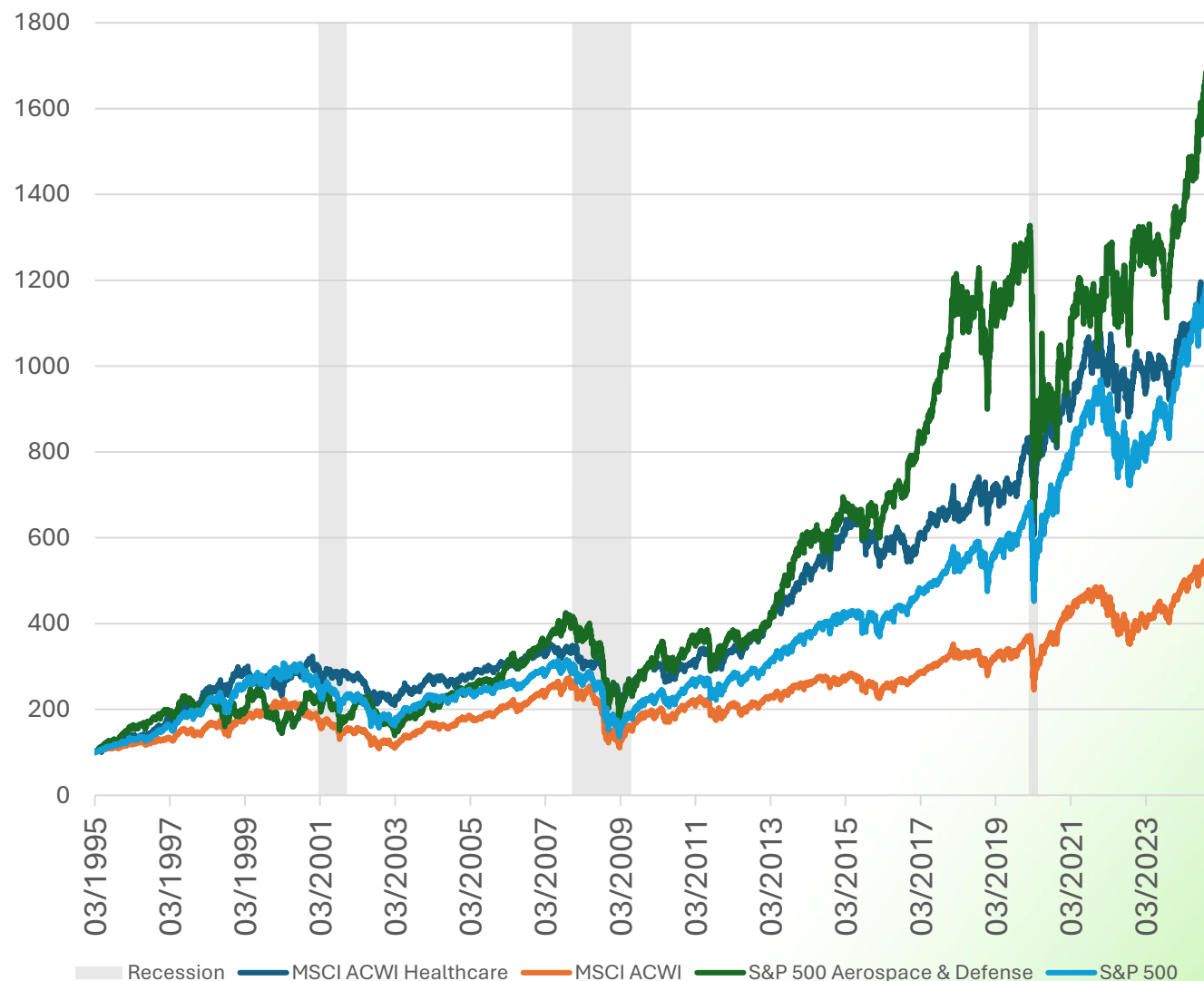
- แม้ในมิติตลาดหุ้นจะมีอุปสรรคและผันผวนอย่างมาก แต่กลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำผลงานได้สวนตลาด กลับกลายเป็นอุตสาหกรรมอย่างบริการสุขภาพ (healthcare) พลังงาน (energy) และสาธารณูปโภค (utility)



Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

- จากการดูข้อมูลในอดีต ช่วงเวลาของการเกิดเศรษฐกิจหดตัว (recession) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการสุขภาพ (healthcare) จะได้รับประโยชน์สูงสุด และมีความทนทานกับความผันผวน ขณะที่อุตสาหกรรมการผลิตเครื่องบินและอาวุธ มักมีความผันผวนมากกว่า แต่โตกว่าในในระยะยาว



Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

- รัฐบาลใหม่ของเยอรมนี บรรลุข้อตกลง ทำให้สามารถจัดทำงบประมาณขาดดุลได้ โดยที่นายกรัฐมนตรีคนใหม่ระบุว่า ต้องการให้เยอรมนีกลับมาเย็นได้อีกครั้ง
- การเพิ่มงบประมาณครั้งนี้ จะเน้นไปที่การใช้จ่ายด้านความมั่นคง และ โครงสร้างพื้นฐาน
- มูลค่าที่ประเมินไว้อย่างน้อย 5 แสนล้านยูโร

Bloomberg

● Live TV Markets Economics Industries Tech Politics Businessweek Opinion Mon

Germany's Election: Full Results Paths to Power Identity Crisis Merz's Challenge Key Pa

Politics

Merz Reaches Deal With Greens on German Spending Package



Merz Needs to Approach Greens to Pass Package: Schnitzer Photographer: Krisztian Bocsj/Bloomberg



By [Michael Nienaber](#) and [Kamil Kowalcze](#)



March 14, 2025 at 7:43 PM GMT+7

Updated on March 14, 2025 at 10:41 PM GMT+7

Navigating through storm

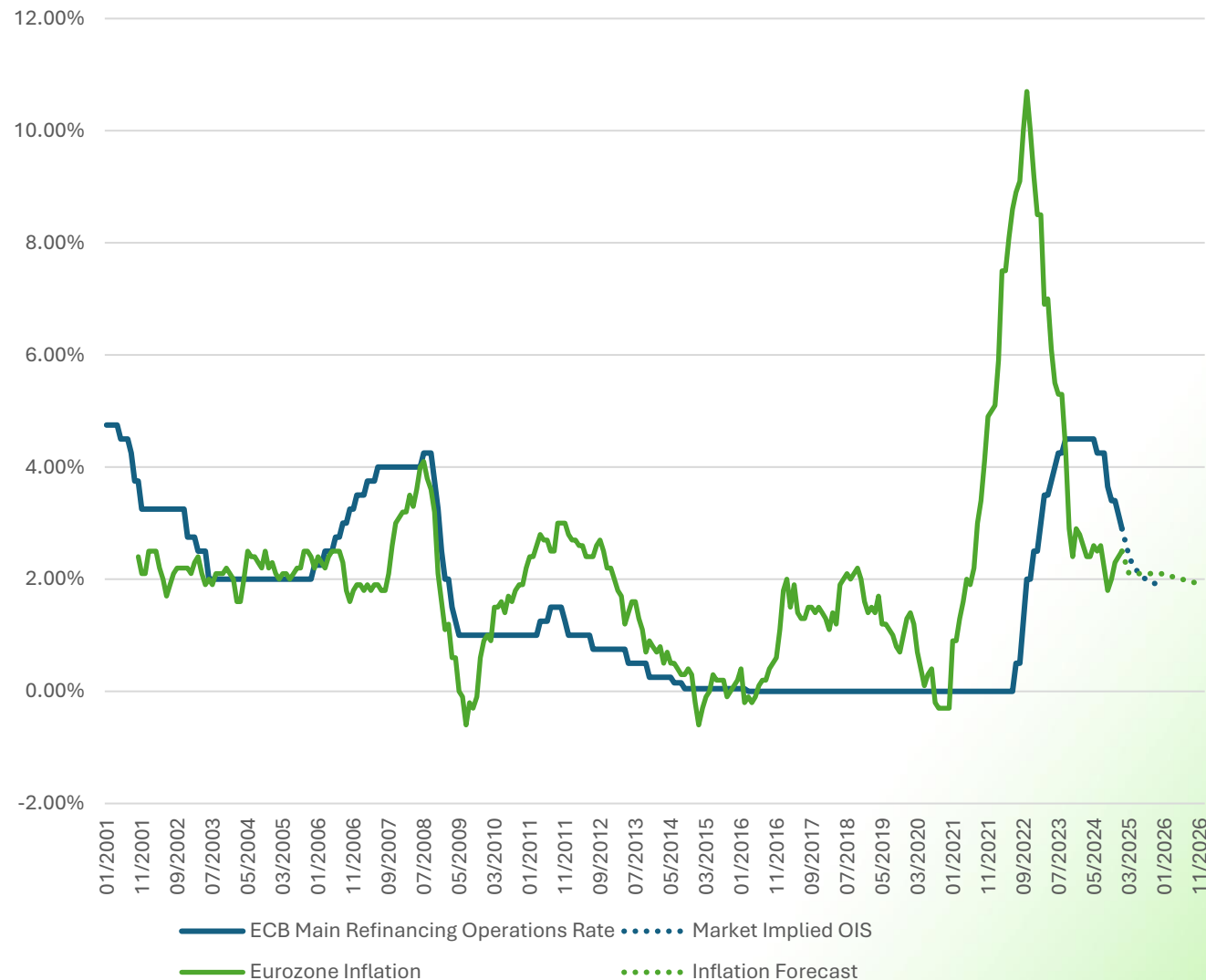
- สำหรับยุโรป เมื่อเทียบระหว่าง S&P 500 กับ STOXX 50 ในรูปแบบสกุลดอลลาร์ ปรากฏว่าดัชนียุโรปยังคงแพ้ S&P 500 ในเชิงผลตอบแทนราคาอยู่
- แปลว่ายุโรปมีส่วนลด (discount) ที่มากกว่าในสหรัฐฯ แม้จะปรับตัวขึ้นมามากแล้วก็ตาม
- เรามองเป็นจังหวะในการลงทุนสำหรับดัชนีหลักทรัพย์ของยุโรป รวมถึงตราสารหนี้ที่จะได้รับประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลง



Source: Bloomberg, XSpring AM

Navigating through storm

- หากวัดจาก Main Refinancing Operations Rate ของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ตลาดยังคงประเมินแนวโน้มเป็นขาลงอย่างชัดเจน โดยอาจลดต่ำกว่า 2% ได้
- สาเหตุสำคัญมาจากการปรับลดลงอย่างรวดเร็วสำหรับเงินเฟ้อในส่วนของยุโรปโดยภาพรวม ทำให้เป็นแรงส่งสำหรับหลักทรัพย์ทั้งตราสารทุนและตราสารหนี้



Source: Bloomberg, XSpring AM

- จัณฑ์ ตัวเลขราคาบ้านของจีนเดือนกุมภาพันธ์ ตลาดคาด -4.7% YoY, ตัวเลขยอดขายปลีกของจีน เดือนมกราคมและกุมภาพันธ์ ตลาดคาด 3.7% YoY, การผลิตของจีน ตลาดคาด 5% YoY และการลงทุนในทรัพย์สินคงรูป (fixed asset investment) ตลาดคาด 5% YoY, ตัวเลขค้าปลีกของสหรัฐฯ ตลาดคาด 0.5% MoM, 3.5% YoY
- อังการ ZEW Economic Sentiment ของเยอรมัน ตลาดคาด 32 หน่วยสำหรับเดือนกุมภาพันธ์, ยอดค้าของสร้างบ้านและสร้างบ้านใหม่ เดือนกุมภาพันธ์ ตลาดคาด 1.471 และ 1.34 ล้านหลังตามลำดับ
- พุธ ยอดคำสั่งซื้ออุปกรณ์โรงงานญี่ปุ่น ตลาดคาด -0.2% MoM/6.6% YoY และ BOJ ประชุมอัตราดอกเบี้ย ตลาดคาดคงไว้ที่ 0.5%, เงินเฟ้อยุโรป โดยเงินเฟ้อทั่วไปอยู่ที่ 0.5% MoM/2.4% YoY และเงินเฟ้อที่แท้จริง 2.6% YoY
- พฤหัสบดี ประชุม FOMC ตลาดคาดคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 4.5%, คาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบาย FED (Dot Plot), อัตราการว่างงานของอังกฤษ ตลาดคาด 4.4%, ตัวเลขผู้ขอรับสวัสดิการคนว่างงานครั้งแรกสหรัฐฯ ตลาดคาด 2.25 แสนราย
- ศุกร์ เงินเฟ้อญี่ปุ่น ตลาดคาด 4.2% YoY/0.2% MoM



ข้อสงวนสิทธิ์

- ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ อ้างอิงจากแหล่งที่มาของข้อมูลที่เราเชื่อว่ามีประสิทธิภาพ โดยเป็นข้อมูลที่แสดงผล ณ ที่มีอยู่ (as is) และปรากฏอยู่ (as available) ณ วันที่จัดทำเอกสารฉบับนี้ ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบ และมิได้รับรองหรือรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูล และข้อสงวนสิทธิ์ไม่รับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นหรือเกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลดังกล่าว
- ข้อมูล ความเห็น หรือคาดการณ์ การประเมิน และข้อข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ เป็นเพียงความเห็นเบื้องต้นและเป็นการทั่วไปเท่านั้น มิใช่คำแนะนำ การรับประกัน หรือรับรองผลตอบแทนจากการลงทุนในผลิตภัณฑ์การลงทุนใดๆ แต่ประการใด และมีอาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำ หรือเป็นการเสนอซื้อ เสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์แก่บุคคลใดๆ โดยเฉพาะเจาะจง

คำเตือน

- การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลก่อนการตัดสินใจลงทุน การลงทุนในหน่วยลงทุนมิใช่การฝากเงิน และมีความเสี่ยงของการลงทุน ผู้ถือหน่วยลงทุนอาจได้รับเงินลงทุนคืนมากกว่าหรือน้อยกว่าเงินลงทุนเริ่มแรกก็ได้ และอาจไม่ได้รับชำระเงินค่าขายคืนหน่วยลงทุนภายในระยะเวลาที่กำหนด หรืออาจไม่สามารถขายคืนหน่วยลงทุนได้ตามที่มีคำสั่งไว้
- ผลการดำเนินงานในอดีตมิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต
- กองทุนรวมที่ระบุในเอกสารนี้อาจมีได้เหมาะกับผู้ลงทุนทุกประเภท ผู้ลงทุนควรลงทุนในกองทุนรวมดังกล่าวเมื่อเห็นว่าการลงทุนในกองทุนรวมนั้นเหมาะสมกับวัตถุประสงค์การลงทุนของตนเอง และผู้ลงทุนยอมรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้จากการลงทุนดังกล่าว ในกรณีที่มีข้อสงสัย ควรขอคำแนะนำจากผู้แนะนำการลงทุนของท่าน ก่อนตัดสินใจลงทุน
- กองทุนรวมมีลักษณะเฉพาะและความเสี่ยงเฉพาะ ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะ เงื่อนไข ผลตอบแทน และความเสี่ยงของกองทุนรวมแต่ละกองก่อนตัดสินใจลงทุน โดยท่านสามารถติดต่อขอรับข้อมูลเพิ่มเติม หรือหนังสือชี้ชวนของกองทุนรวม ได้ที่ผู้แนะนำการลงทุนของท่าน



www.xspringam.com
customercare@xspringam.com

Tel. 02-030-3730

59 Siri Campus, Building D, 2nd Floor, Soi Rim Klong Prakanong Phrakanong
Nuea, Wattana, Bangkok 10110



XSpring AM