

Weekly Outlook

22 – 26 September 2025

Investment Research
and Strategy Group

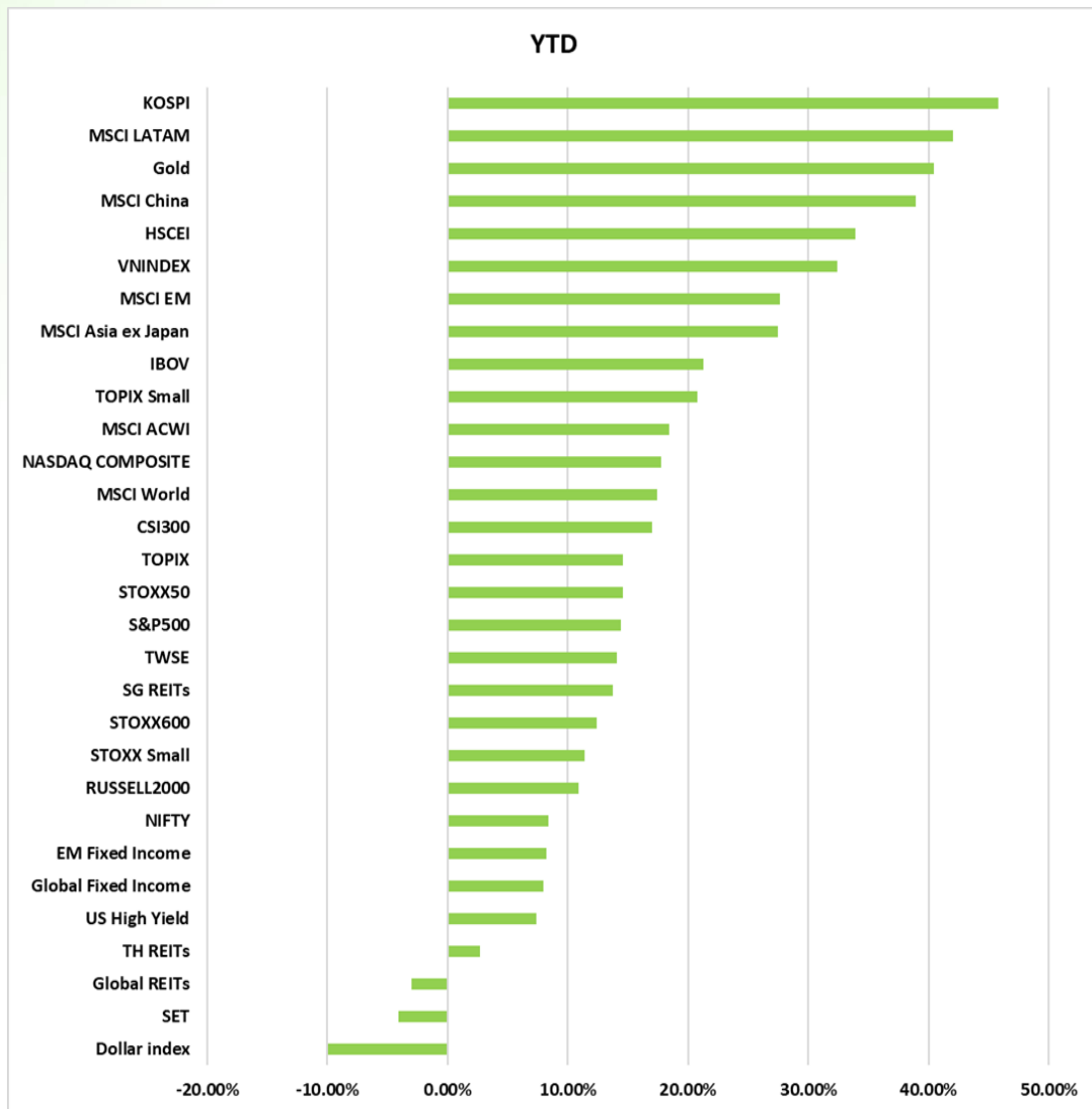


At a Glance

Update



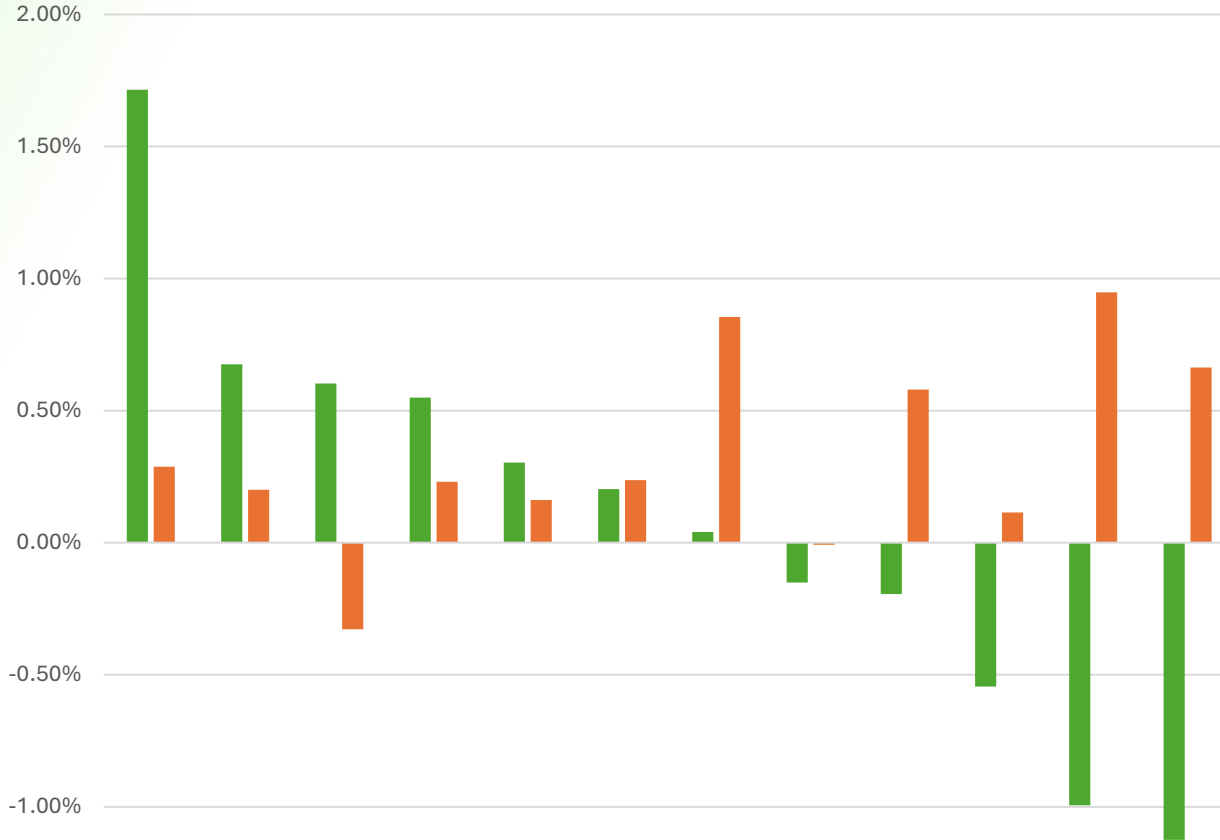
Weekly Wrap-up Performance



- สัปดาห์ที่ผ่านมา Ibovespa ของบราซิลขึ้นมามากที่สุดที่ 2.58% ส่วนลดลงมากที่สุดคือกลุ่ม REITs สิงคโปร์ที่ -1.58%
- ในรอบเดือน สินทรัพย์ที่ขึ้นมากที่สุดคือทองคำที่ 10.38% ส่วนลดลงมากที่สุดคือ STOXX Small Cap ที่ -1.64%
- ตั้งแต่ต้นปี ดัชนี KOSPI ขึ้นมากที่สุดที่ 45.78% ส่วนที่ลงมากที่สุดคือดัชนีค่าเงินดอลลาร์ที่ -9.99%

ผลตอบแทนรายกลุ่มอุตสาหกรรมในรอบสัปดาห์

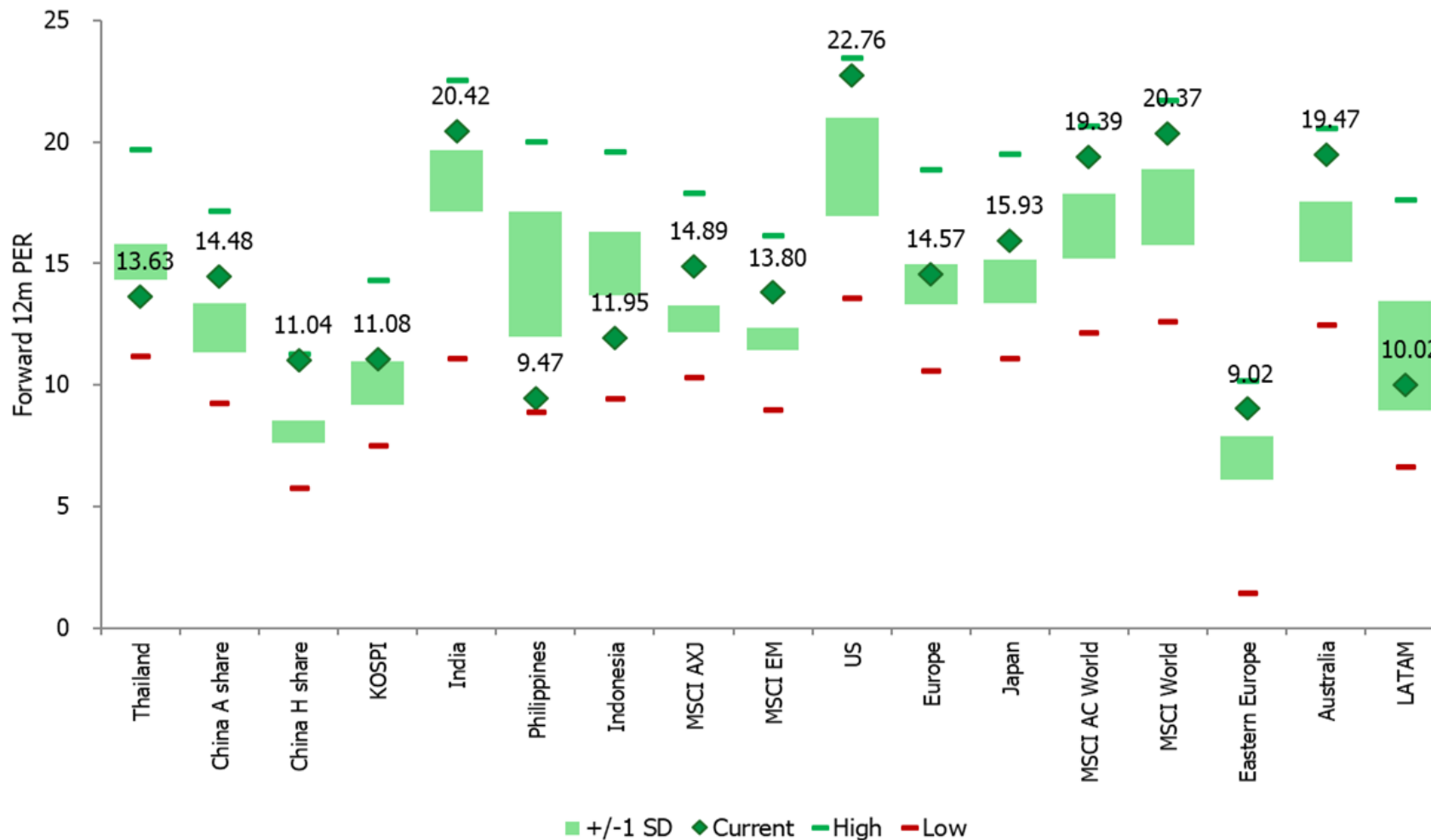
Weekly Performance



- ภาพรวมรายกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วโลก กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศปรับขึ้นมามากที่สุดที่ 1.72% ส่วนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ลดลงมากที่สุด -1.13%
- การปรับประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) ในภาพรวมเพิ่มขึ้น 0.23% มากที่สุดอยู่ในกลุ่มสาธารณูปโภคที่ 0.95% ปรับลงมากที่สุดคือบริการสื่อสาร -0.33%
- ตลาดโดยรวมกลับมาเป็นบวกมากขึ้น อย่างไรก็ตามก็ดีเราเห็นการเทขายหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมดั้งเดิม และเข้ากลุ่มเทคโนโลยี

	Info Tech.	Cons. Dis.	Comm. Serv.	MSCI ACWI	Healthcare	Financials	Energy	Indus.	Materials	Cons. Staple	Utilities	Real Estate
Returns	1.72%	0.68%	0.60%	0.55%	0.30%	0.20%	0.04%	-0.15%	-0.20%	-0.55%	-0.99%	-1.13%
EPS Rev.	0.29%	0.20%	-0.33%	0.23%	0.16%	0.24%	0.85%	-0.01%	0.58%	0.11%	0.95%	0.66%

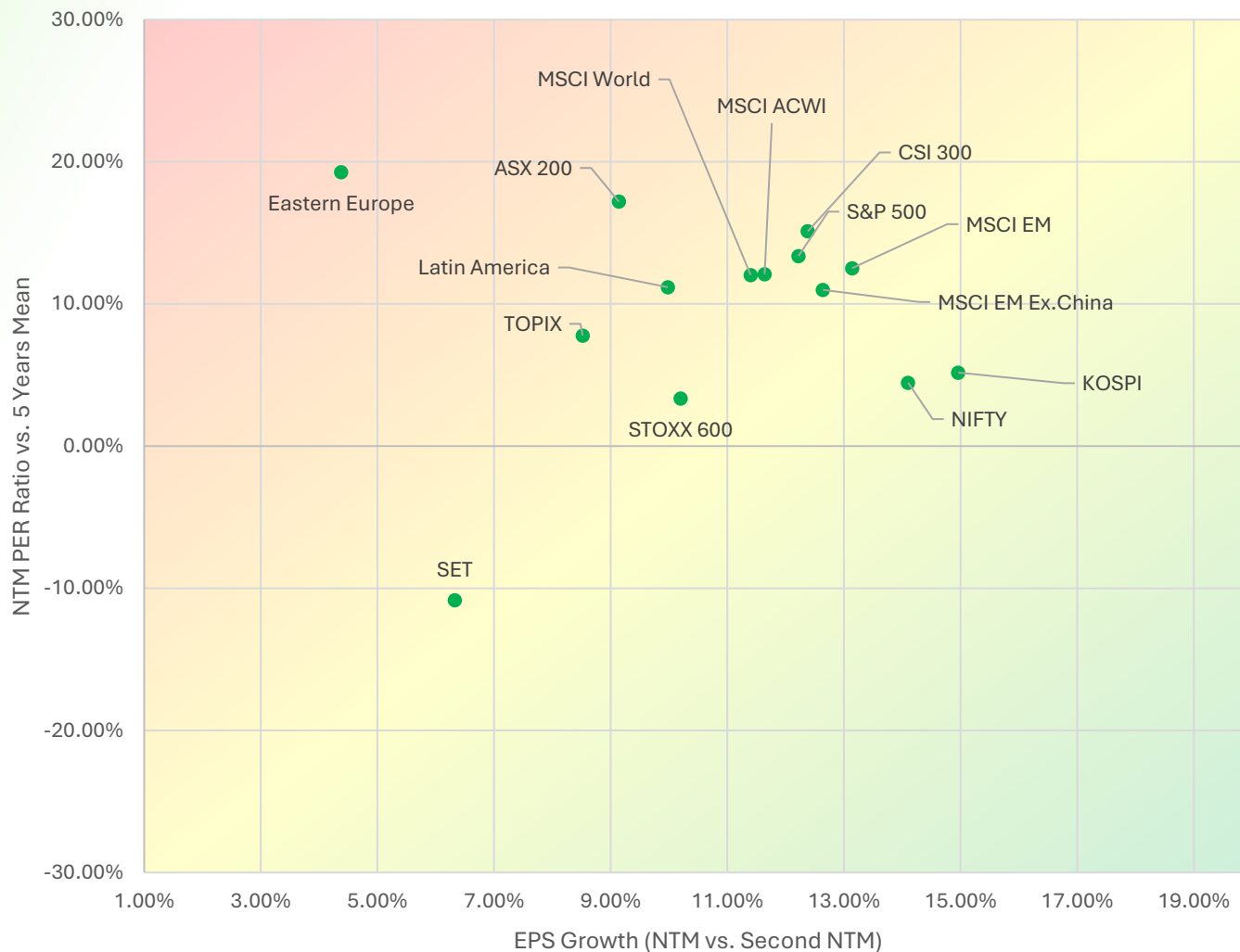
Global Valuation and Earnings



Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 19/9/2025 ; data reflected 10 years)

- ดัชนีตลาดหุ้นของหลายประเทศ เช่น อเมริกา อินเดีย ตลอดจนถึงกลุ่มประเทศเกิดใหม่โดยเฉลี่ย ยังซื้อขายที่ระดับมูลค่าสูงเมื่อเทียบกับอดีตในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา แต่เริ่มลดลงจากความกดดันทางเศรษฐกิจ
- อย่างไรก็ดี มูลค่าของตลาดหุ้นในบางตลาดอย่างยุโรป เกาหลีใต้ ยังอยู่ในกรอบที่เหมาะสม (ไม่เกิน 1 S.D.) ขณะที่บางตลาดก็หลุดต่ำ อย่างเช่นประเทศในกลุ่มอาเซียน

Global Valuation and Earnings - GARP



- มูลค่าตลาดที่เหมาะสมและยังมีการเติบโตในปัจจุบัน หลายตลาดยังยืนอยู่ในระดับกลาง โดยเมื่อเทียบกับ Forward PER แล้วเริ่มแพงขึ้น
- อย่างไรก็ตาม เราพบว่ายุโรปตะวันออกอยู่ในกลุ่มที่มีราคาแพง และการเติบโตต่อไปอาจเติบโตน้อยลง ซึ่งบ่งชี้ถึงการลงทุนที่สอดคล้องกับระยะสั้นมากกว่าระยะยาว
- สำหรับหุ้นไทยอยู่ในระดับต่ำสุด และความคาดหวังของตลาดยังไม่ปรับไปไหนมาก แม้จะถูกแต่ก็ยังไม่น่าลงทุน

Summary of Market Outlook

Market	Indices	Overweight	Neutral	Underweight	Comments
Global Equities	MSCI ACWI	✓			เรายังคงประเมินตลาดหุ้นทั่วโลกด้วยภาพรวมที่เป็นบวก แม้มูลค่าหุ้นโดยเฉลี่ยของตลาดโลกจะยืนอยู่สูงแล้วก็ตาม เนื่องจากเศรษฐกิจโลกยังมีการเติบโตอยู่ แม้ว่าจะช้าลง
Developed Market	MSCI WORLD	✓			กลุ่มประเทศตลาดพัฒนาแล้วเรายังมองเป็นบวกอยู่ เนื่องจากพัฒนาการด้านเทคโนโลยียังเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญอยู่ โดยเฉพาะในกลุ่มเทคโนโลยี
USA	S&P 500	✓			เรายังมีมุมมองเป็นบวกกับหุ้นสหรัฐฯ อย่างไรก็ตามมูลค่าที่สูงขึ้นอาจกดดันและมีการปรับฐานในระยะสั้น
Japan	TOPIX	✓			ญี่ปุ่นยังคงมองเป็นบวกจากปัจจัยการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน แต่สงครามการค้าเป็นปัจจัยลบสำคัญที่อาจทำให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นชะลอตัวในระยะสั้น
Europe	STOXX 600		✓		เราคาดว่าครึ่งปีหลัง ยุโรปจะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า การเติบโตชะลอตัวก่อนจะฟื้นตัวปลายปี
Emerging Markets (ex-China)	MSCI EM ex-China		✓		จนถึงสิ้นปีนี้ เรามองว่า Emerging Markets จะได้ประโยชน์จากการลดดอกเบี้ยเป็นหลัก
India	NIFTY 50	✓			กลุ่มอุตสาหกรรมบริการภายในประเทศเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่สำคัญ ประกอบกับการลดดอกเบี้ยที่จะช่วยสินทรัพย์เสี่ยงในแง่บวก และตราสารหนี้อินเดียให้ดีขึ้น
Korea	KOSPI		✓		ความชัดเจนทางการเมืองและกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์กลับขึ้นมาจากการฟื้นตัวของราคา ทำให้เกาหลีฟื้นตัว
Vietnam	VN Index			✓	เวียดนามยังคงมีปัญหาขยับขึ้นเป็น Emerging Market และค่าเงินที่ยังอ่อนตัวลงต่อเนื่อง กระทบกับกำไร
Thailand	SET Index			✓	กำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนและพื้นฐานเศรษฐกิจยังอ่อนแอ แม้ความชัดเจนทางการเมืองจะเพิ่มขึ้น
Taiwan	TAIEX Index		✓		ยังคงได้ประโยชน์จากกลุ่มปัญญาประดิษฐ์ อย่างไรก็ตามมูลค่าที่ตึงตัวเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เป็นกลาง
Latin America	MSCI LATAM		✓		การลดดอกเบี้ยเป็นประโยชน์กับสินทรัพย์เสี่ยงในละตินอเมริกา แต่สงครามการค้ายังเป็นปัจจัยกดดัน
Eastern Emerging EU	MSCI Eastern Europe		✓		เราประเมินว่าค่าเงินยูโรที่แข็งค่า จะกดดันสินทรัพย์เสี่ยงในตลาด EEU ในระยะสั้น ประกอบกับความสนใจของตลาดไหลไปยังแอฟริกาใต้ เรามองว่า 6 เดือนจากนี้เป็นอย่างน้อย EEU จะยังไม่ใช่ตลาดที่น่าสนใจ
China	CSI 300			✓ (Tradeable)	พื้นฐานเศรษฐกิจยังอ่อนแอและมีความเสี่ยงสูง แม้ทางการเงินพยายามประคองตลาดทุนเอาไว้

Summary of Market Outlook

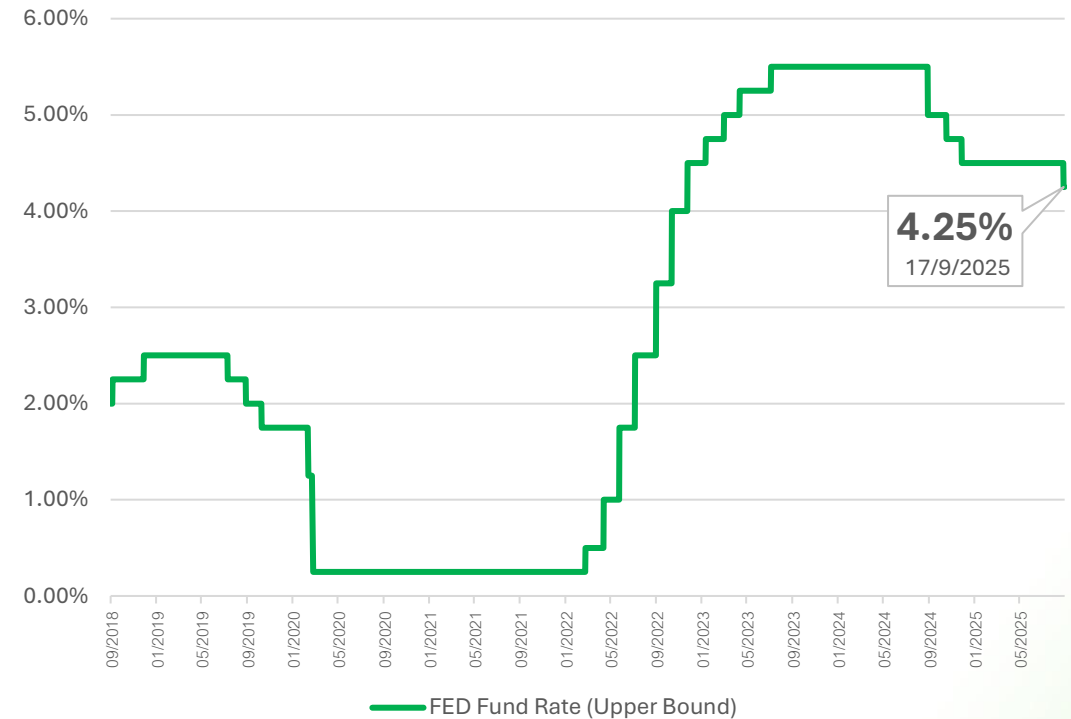
Market	Indices	Overweight	Neutral	Underweight	Comments
Fixed Income	-		✓		ภาพรวมในตราสารหนี้ยังคงเป็นกลาง
Domestic Gov	TBCMTOTR		✓		ตลาดประเมินดอกเบี้ยไทยอยู่ในระดับต่ำแล้วสำหรับสิ้นปีนี้ ทำให้เมื่อเทียบกับตราสารหนี้ภูมิภาคอื่นแล้วไม่มีจุดที่น่าสนใจอีกต่อไป เราจึงปรับตราสารหนี้ไทยลงมาอยู่ในระดับ Neutral
Domestic Corp	TBEMTOTR			✓	ปัจจัยทางเศรษฐกิจไทยยังมีความอ่อนแอสูง หนี้เสียของกลุ่มธนาคารไทยในไตรมาส 2 เริ่มปรับตัวสูงขึ้น บ่งชี้ว่าสำหรับภาคเอกชนยังมีสัญญาณที่ไม่ดี
Global Short Duration	-	✓			ดอกเบี้ยระยะสั้นได้ประโยชน์จากการปรับดอกเบี้ยลง โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีหลังของปีนี้ที่ธนาคารกลางนอกสหรัฐฯ จะต้องลดดอกเบี้ยลงอย่างต่อเนื่องตามเงินเฟ้อที่ปรับตัวลง
Global Long Duration	-		✓		ดอกเบี้ยระยะยาวยังมีความผันผวนที่สูงในทุกภูมิภาค จากปัจจัยเฉพาะตัวโดยเฉพาะอย่างยิ่งญี่ปุ่นที่เศรษฐกิจกลับมาฟื้นตัวอีกครั้งหนึ่ง ทำให้ตลาดต้องปรับดอกเบี้ยขึ้นให้สอดคล้องกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ
Global Emerging Markets Bond	JPEIDIVR Index	✓			ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Yield) ของพันธบัตรประเทศต่างๆ ยังอยู่ในระดับที่สูงกว่าอดีต ในขณะที่คาดการณ์ของตลาดยังมองว่าปีนี้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะลงต่อจากปัจจัยการปรับตัวลดลงของเงินเฟ้อ
Commodities	-		✓		สินค้าโภคภัณฑ์ยังคงมีมุมมองที่เป็นกลาง เนื่องจากสินค้าโภคภัณฑ์แต่ละประเภททิศทางยังปะปนกันไป
Oil	CL1			✓	เรายังมองน้ำมันมีความเสี่ยงลดลงจากการเพิ่มกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ เพื่อลงโทษสมาชิกที่ไม่ลดกำลังการผลิตก่อนหน้านี้ รวมถึงกดดันประเทศนอกกลุ่ม OPEC+ ให้ยุติการผลิตน้ำมัน
Gold	XAU		✓		สถานการณ์โลกที่ไม่ชัดเจนและแน่นอนจะเป็นประโยชน์กับทองคำ แต่ถ้าเหตุการณ์ชัดเจนทองคำจะลดบทบาทลงไป เราประเมินว่าทองคำจะผันผวนอยู่ในกรอบ
Private Asset	-				สถานการณ์โดยรวมยังคงปะปนระหว่างความกังวลเรื่องตราสารหนี้นอกตลาด และราคาของหุ้นนอกตลาด
Priv. Credit	-			✓	มีความเปราะบางจากอัตราดอกเบี้ยที่ยืนสูงในปัจจุบัน ควรเลือกที่มีสินทรัพย์จริง (Real Asset) เป็นหลักประกัน
Priv. Equity	-	✓			หุ้นนอกตลาดยังมีความน่าสนใจอยู่ กิจกรรมการซื้อขายเริ่มกลับมา และมีโอกาสใหม่ๆ เข้ามามากขึ้น
Cash	-		✓		เรามองเงินสดยังเป็นกลาง เนื่องจากตลาดยังมีโอกาสให้ลงทุนได้ โดยเฉพาะในกลุ่มตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่

Key Issues

Issue in Focus



เป็นไปตามคาด FED ลดดอกเบี้ย 0.25% หลังคงดอกเบี้ย 9 เดือนติด



เป็นไปตามคาดการณ์ของเราที่ประเมินว่า FED จะลดดอกเบี้ย 0.25% ในการประชุมครั้งนี้ ซึ่งออกมาตามนั้น โดยหลังจากการประชุม FOMC ได้มีการแถลงข่าวของ Jerome Powell ประธาน FED โดยระบุว่าในการประชุมครั้งนี้มีเพียง 1 คนที่เสนอให้ลด 0.50% (Stephen Miran – คนใหม่ที่แต่งตั้งโดยทรัมป์) นอกนั้นคือ 0.25% ทั้งนี้ Powell ระบุว่า การลดดอกเบี้ยครั้งนี้เป็นการจัดการความเสี่ยง (risk management) เนื่องจาก FED ต้องระมัดระวังเรื่องของเงินเฟ้อที่อาจปรับตัวสูงขึ้นได้ เนื่องจากกำแพงภาษีของทรัมป์กำลังทำให้ราคาสินค้าในบางรายการเริ่มปรับตัวสูงขึ้น

Source: Bloomberg, Reuters, XSpring Asset Management

Picture: Federal Reserve Board

เป็นไปตามคาด FED ลดดอกเบี้ย 0.25% หลังคงดอกเบี้ย 9 เดือนติด

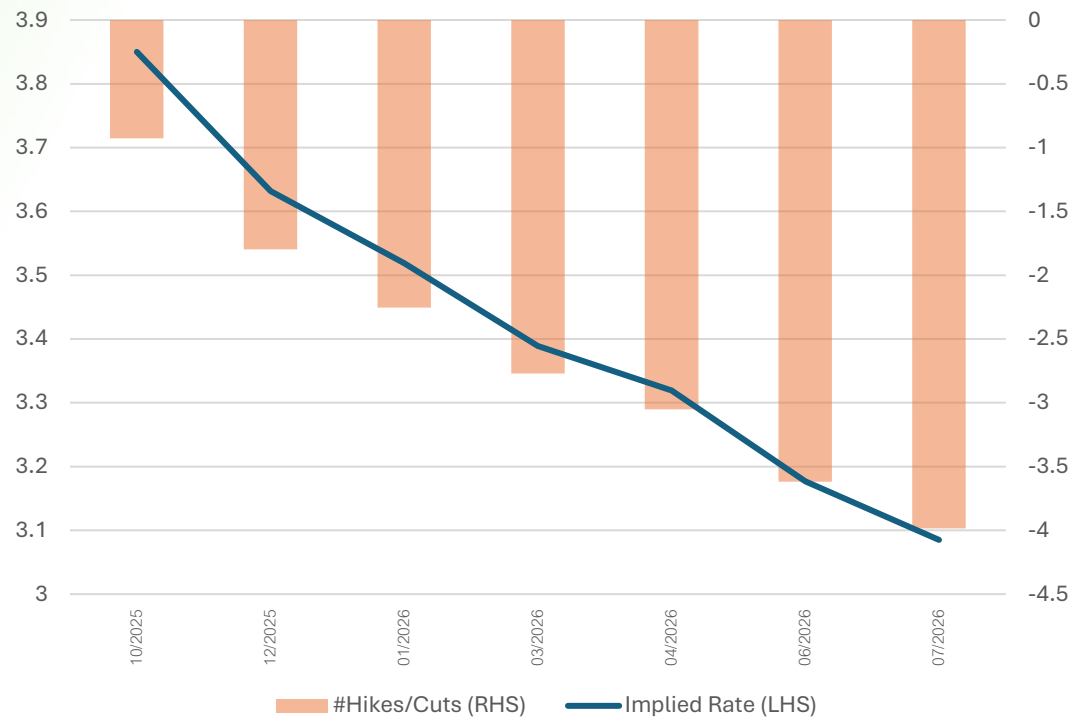
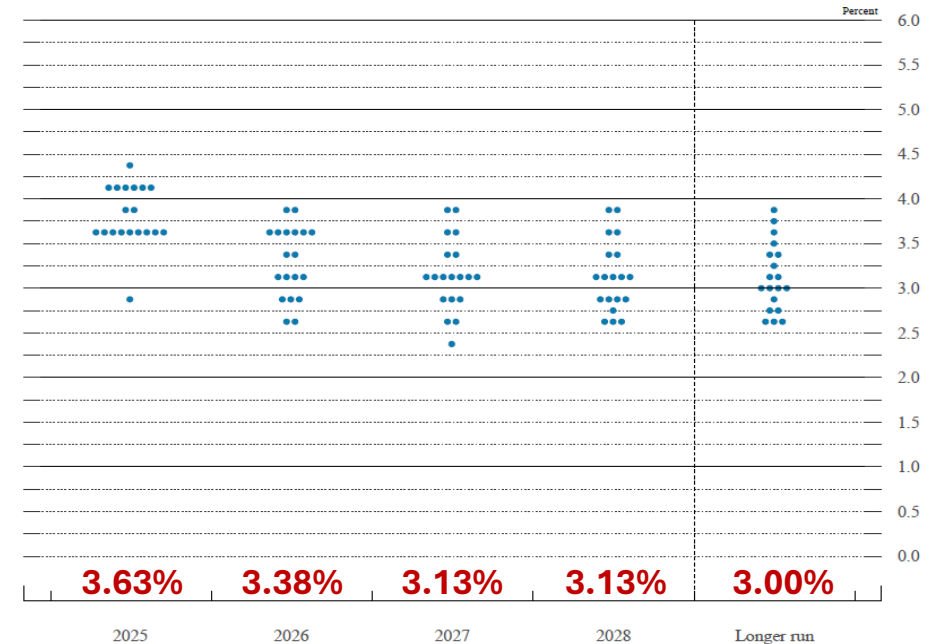


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

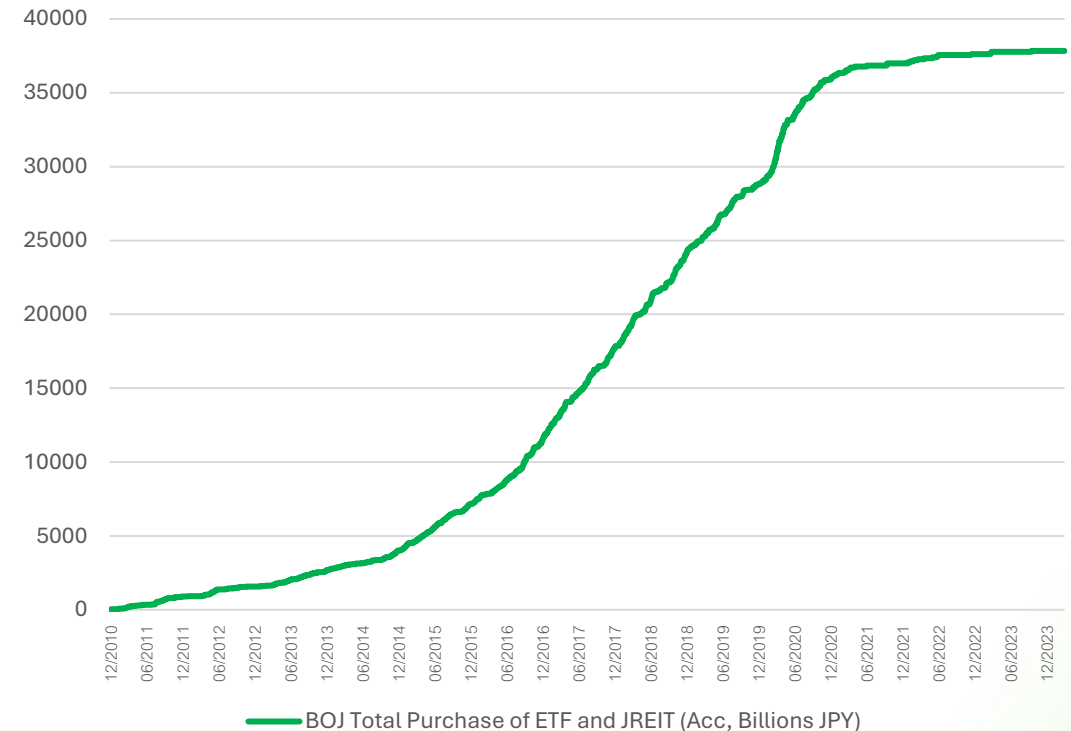
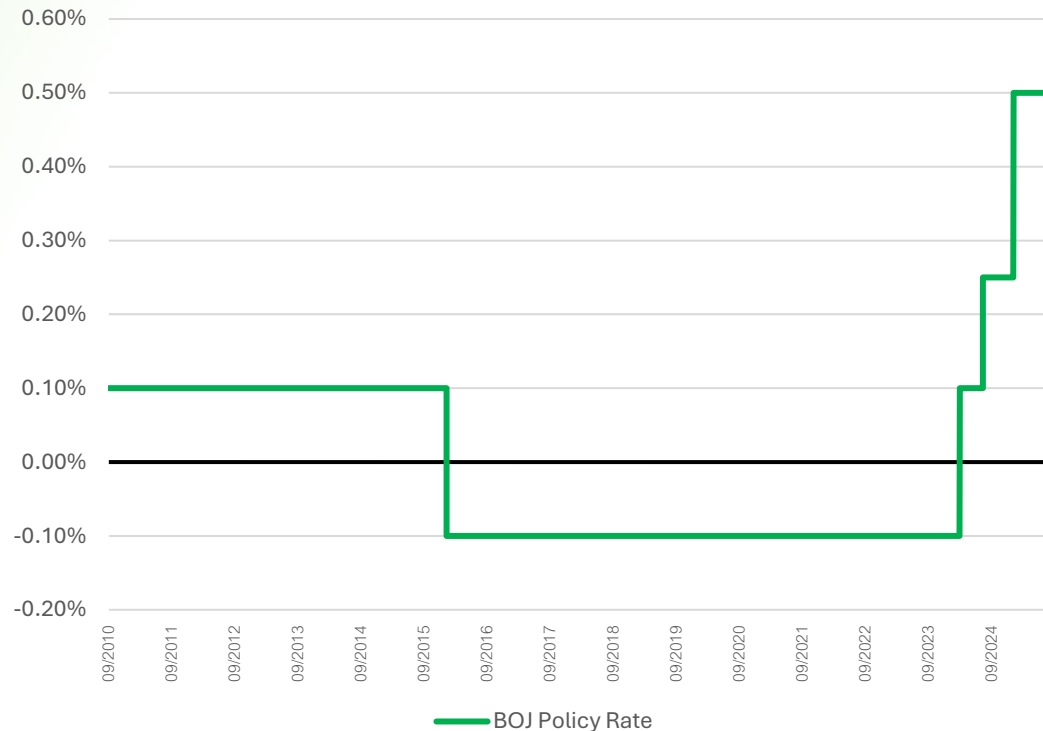


นอกจากการประชุมแล้ว ที่ประชุมยังเผยคาดการณ์ดอกเบี้ยในสิ้นปีนี้ไปจนถึงระยะยาว (Dot Plot) ซึ่งทำให้เห็นว่า FED มองดอกเบี้ยระยะยาวที่ 3.00% โดยสิ้นปีนี้นี้อัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ 3.63% แปลว่า FED มีโอกาสลดดอกเบี้ยลงอีก 2 ครั้งในการประชุมที่เหลือของปีนี้ ตลาดประเมินว่าสิ้นปีนี้อัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ อาจจบปีได้ในช่วง 3.50-3.75% อย่างไรก็ตาม FED ระบุว่า การลดดอกเบี้ยนั้นไม่ได้เกิดขึ้นเสมอไป ประเมินเป็นรายครั้ง ขึ้นอยู่กับตัวเลขแรงงานและเงินเฟ้อที่จะมีส่วนกำหนดการปรับอัตราดอกเบี้ย ทำที่ดังกล่าวทำให้ตราสารหนี้สหรัฐฯ ผันผวนในช่วงนี้

Source: Bloomberg, XSpring Asset Management

Picture: Federal Reserve Board

BOJ คงดอกเบี้ย แต่ประกาศแผนขาย ETF, REITs ที่ซื้อไว้



ผลการประชุม BOJ เรื่องอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา ยังคงดอกเบี้ยเอาไว้ที่ 0.50% อย่างไรก็ตาม BOJ ระบุว่า จะเริ่มค่อยๆ ททยขายกองทุนรวมที่จดทะเบียนในตลาด (ETF) และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (REITs) ออกมา อย่างค่อยเป็นค่อยไปปีละ 3.3 แสนล้านเยน (ปัจจุบันถือไว้ 3.78 ล้านล้านเยน) ทำให้ดัชนีหลักของญี่ปุ่นปรับตัวลดลง (Nikkei 225 -0.57%, TOPIX -0.35%) – เราประเมินว่า BOJ เริ่มเชื่อมั่นในเศรษฐกิจของญี่ปุ่นและค่อยๆ ถอนออกมา ภายใต้ความเสี่ยงที่บริหารจัดการได้ ประเมินว่าหุ้นขนาดกลางและเล็กจะได้ประโยชน์มากกว่ากลุ่มหุ้นใหญ่

Source: Bloomberg, The Japan News by Yomiuri Shimbun, XSpring Asset Management

Picture: Federal Reserve Board



สหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักร บรรลุข้อตกลงพัฒนาเทคโนโลยีร่วมกัน ข้อตกลงดังกล่าวนี้เปิดทางให้ทั้งสองชาติพัฒนาเทคโนโลยีร่วมกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้าน AI, ควอนตัมคอมพิวเตอร์ และ นิวเคลียร์ ด้านสหราชอาณาจักรจะซื้อเทคโนโลยีและการป้องกันประเทศรวมมูลค่ากว่า 8 หมื่นล้านดอลลาร์ รวมถึง Microsoft และ Palantir, GSK จะใช้เงินลงทุน 3 หมื่นล้านดอลลาร์ในการลงทุนด้าน AI ในสหรัฐฯ และ BP ลงทุนในอเมริกากว่า 5 พันล้านดอลลาร์ รวมถึงซื้อบริการ Google Cloud กว่า 5.4 ร้อยล้านดอลลาร์ เพื่อใช้ในกระทรวงกลาโหม มองเป็นบวกกับกลุ่มเทคโนโลยีและนิวเคลียร์

Source: Bloomberg, Aljazeera, The White House, XSpring Asset Management

Picture: UK Prime Minister Office

This week Today

Issue in Focus



Equities

- ในเชิงตลาดโลก เรายังเชื่อมั่นในตลาดสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตามมีความเสี่ยงในการปรับฐานระยะสั้นจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจและจากเงินเฟ้อที่ตื้อขึ้น เมื่อคิดปัจจัยค่าเงินเข้ามาประกอบ หุ่นทั่วโลกนอกสหรัฐฯ ยังเป็นบวกมากกว่า - เรามองบวกกับตลาดญี่ปุ่นจนถึงสิ้นปี

Fixed Income

- ตราสารหนี้ทั่วโลกอายุสั้น ยังคงอยู่ในคำแนะนำในสถานการณ์ที่ดอกเบี้ยระยะยาวยังผันผวน เราประเมินว่าในตลาดพัฒนาแล้วอาจเริ่มมีการลดดอกเบี้ยเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่ลงได้น้อยกว่าตลาดเกิดใหม่ที่เงินเฟ้อจะลงได้มากกว่า ทำให้ดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลงด้วย

Alternative

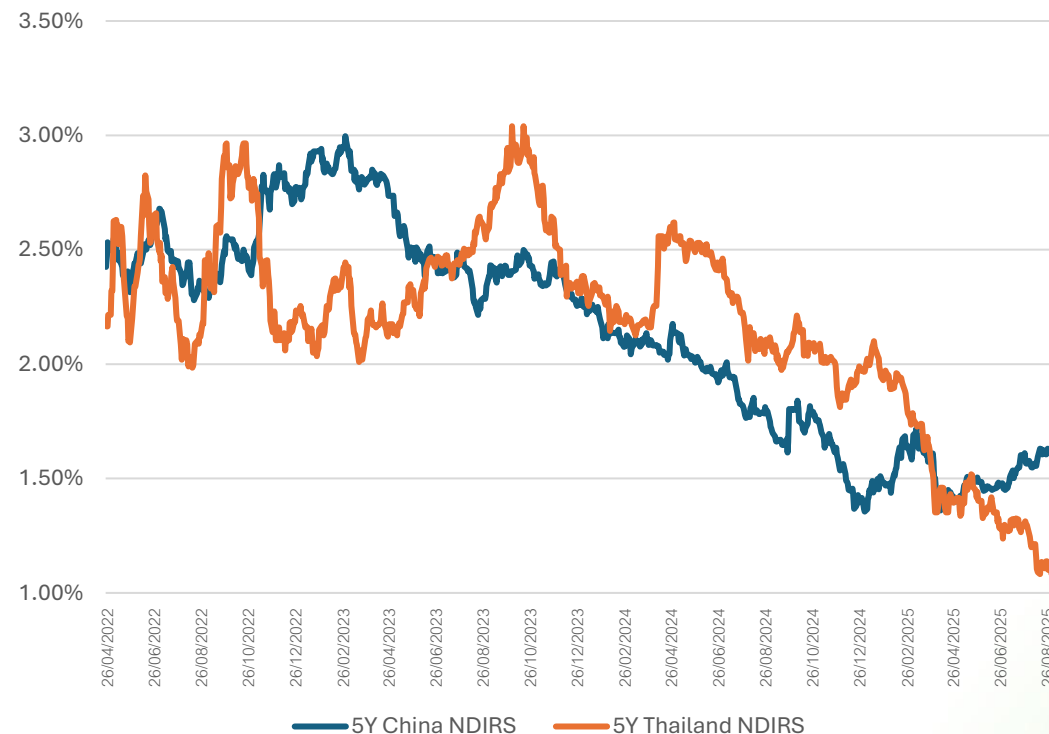
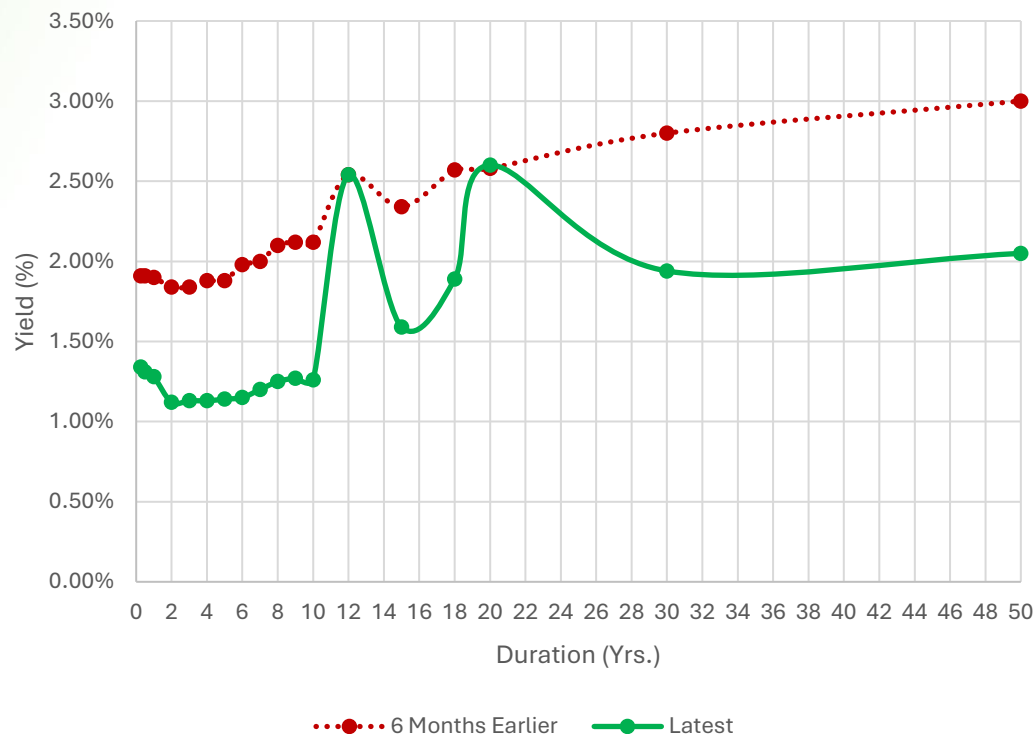
- สงครามการค้าที่คลี่คลายตัวลงไปแล้วจะเป็นส่วนผลักดันให้ราคาทองคำอาจไม่ได้วิ่งขึ้นไปไกลมาก เมื่อเทียบกับโลหะอื่นอย่างเช่นเงิน อย่างไรก็ตามในระยะยาวทองคำยังเป็นที่ต้องการของตลาดอยู่ ส่วนราคาน้ำมันยังคงถูกกดดันจากปริมาณการผลิตของ OPEC+ ที่มากกว่าคาด

What to Watch

วัน	รายละเอียด
จันทร์	การตัดสินใจอัตราดอกเบี้ยของจีน คาดคงดอกเบี้ย Loan Prime Rate ทั้ง 1 และ 3 ปีไว้ที่ 3.0% และ 3.5% ตามลำดับ
อังคาร	Flash Composite PMI, Services PMI และ Manufacturing PMI ในหลายประเทศ คาดของยุโรปอยู่ที่ 50.9 สำหรับ Composite PMI, 50.8 สำหรับ Manufacturing PMI และ 50.9 สำหรับ Services PMI, สุนทรพจน์ของ Jerome Powell
พุธ	ตัวเลข Ifo Business Climate ของเยอรมนี ตลาดคาด 89.2 หน่วย
พฤหัสบดี	ยอดคำสั่งซื้อสินค้าคงทนของสหรัฐอเมริกา ตลาดคาด -0.7% MoM สำหรับเดือนสิงหาคม. ตัวเลข GDP สหรัฐฯ ไตรมาส 2 ครั้งสุดท้ายที่ 3.3%, ยอดผู้ขอรับสวัสดิการคนว่างงานรายใหม่ที่ 2.4 แสนราย ปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย และยอดขายบ้านมือสอง คาด 4 ล้านหลัง
ศุกร์	Core PCE ของสหรัฐอเมริกา ตลาดคาด 0.3% MoM/3.0% YoY, รายได้ครัวเรือนสหรัฐฯ ตลาดประเมิน 0.3% MoM สำหรับรายได้ และ 0.3% สำหรับรายจ่าย
เสาร์/อาทิตย์	-



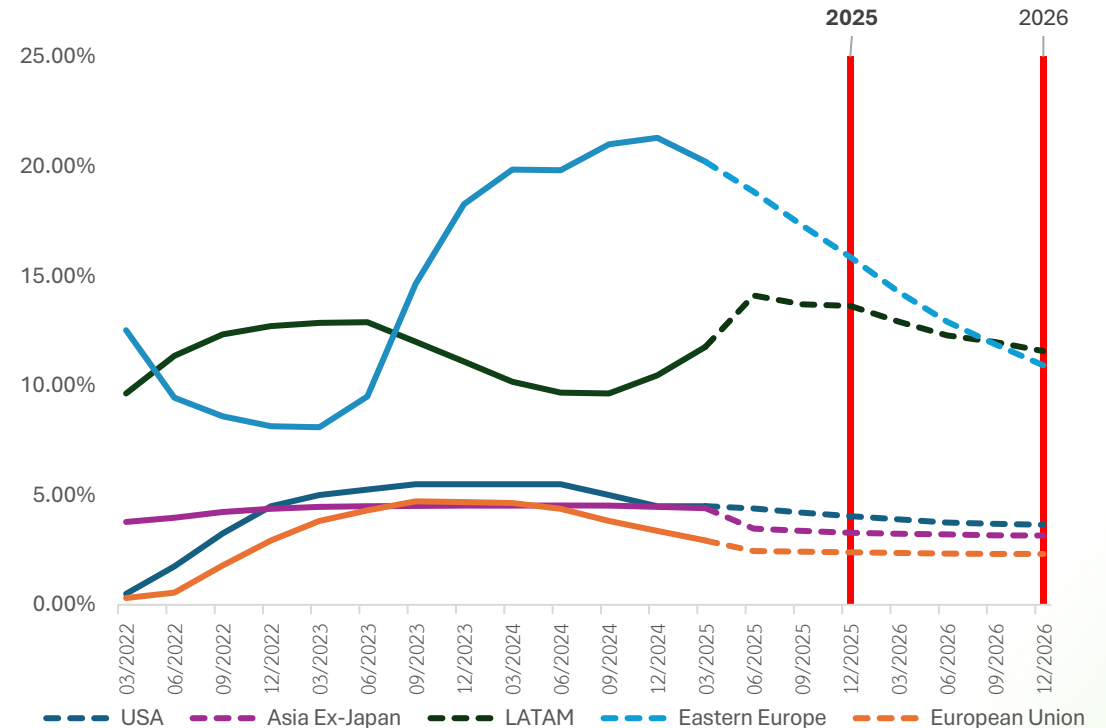
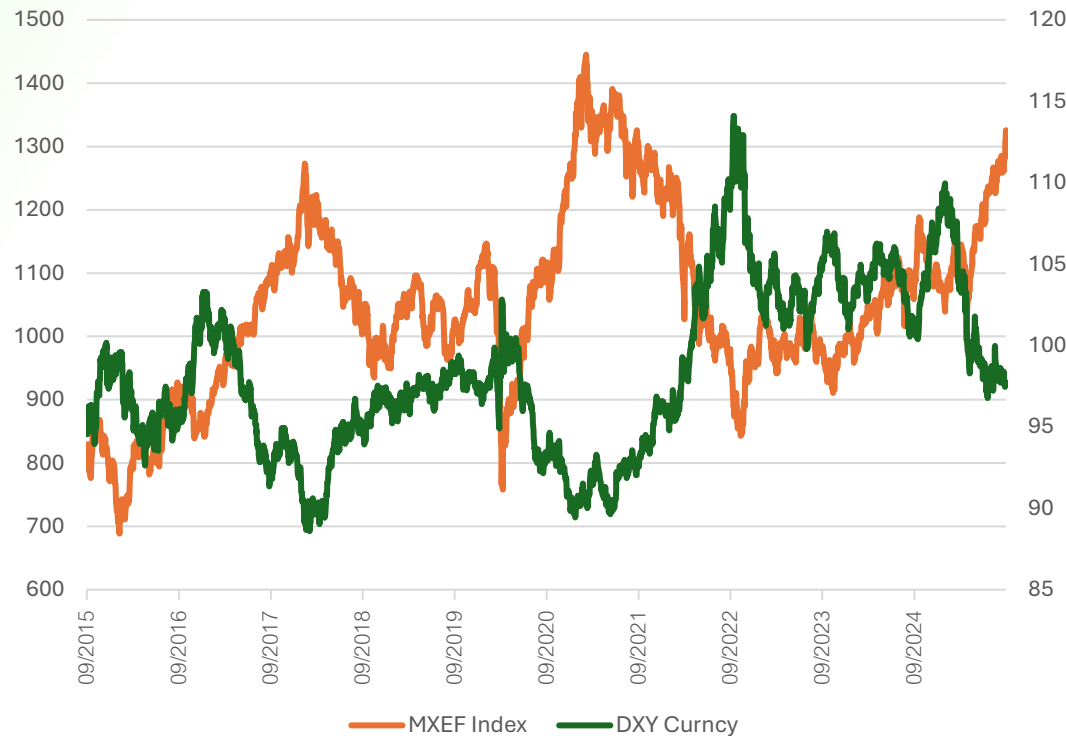
เราลดระดับตราสารหนี้รัฐบาลไทย หลังดอกเบี้ยในตลาดแทบไม่มีส่วนต่างแล้ว



เราปรับมุมมองตราสารหนี้รัฐบาลไทยลงเป็นกลาง (Neutral) หลังตลาดปรับความคาดหวังของดอกเบี้ยลงมาก โดยข้อมูลการซื้อขายล่าสุดของพันธบัตรรัฐบาลไทยตัวสั้นและยังมีสภาพคล่องที่ดีอยู่ใกล้แค่ 1.0% ซึ่งเมื่อเทียบกับตราสารหนี้อื่นๆ ทั้งในภูมิภาคและนอกภูมิภาคแล้ว ไทยเหลือช่องสำหรับดอกเบี้ยน้อยมากแล้วในการลงต่อนับจากนี้ เนื่องจากตลาดประเมินแล้วว่าจนถึงสิ้นปีนี้ ธนาคารแห่งประเทศไทยจะลดดอกเบี้ยลงเหลือเพียง 1.00% ทำให้ตลาดซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลไทยลงไปแตะเส้นดังกล่าว เราไม่เห็นประโยชน์สำหรับตราสารหนี้ไทยระยะยาวที่มากกว่า 1 ปี

Source: Bloomberg, XSpring Asset Management

เราปรับมุมมองตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) เป็นกลาง



หลังจากกลุ่มหุ้นตลาดเกิดใหม่ปรับตัวขึ้นมารุนแรงในบางภูมิภาค เราปรับมุมมองสำหรับกลุ่มหุ้นตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ขึ้นเป็นกลาง (Neutral) จากเดิมที่เป็นต่ำกว่าตลาด (Underweight) ด้วยข้อเสนอ 1) ค่าเงินดอลลาร์จะยังคงอ่อนไปจนถึงท้ายไตรมาส 4 ของปีนี้ ซึ่งความสัมพันธ์สวนทางกับหุ้นตลาดเกิดใหม่ และ 2) การลดดอกเบี้ยที่เริ่มเกิดขึ้น โดยเฟดเริ่มต้นลดดอกเบี้ยแล้ว เราประเมินเป็นผลดีกับกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ ยังคงให้น้ำหนักในตราสารหนี้ที่ได้ประโยชน์ทางตรงมากกว่าในเรื่องการลดดอกเบี้ย และค่าเงิน โดยเน้นไปที่ตลาด LATAM เป็นพิเศษ ความเสี่ยงที่ควรพิจารณาคือ สงครามการค้าหากปะทุขึ้นมาให้ อาจทำให้ตลาดเกิดใหม่ได้รับผลกระทบ

การลดดอกเบี้ยได้ผลบวกมาถึงตลาดเกิดใหม่ด้วย

Periods	Fed Cut Starts	Fed Cut Ends	Total Cut	GEMs	Asia ex. Japan	Emerging Europe	Latin America	USA	EM Bond (HC)	EM Bond (LC)	Dollar
1	2/6/1989	4/9/1992	-6.75%	43.02%	39.29%	23.99%	66.87%	26.23%			-25.04%
2	5/7/1995	31/1/1996	-0.75%	3.06%	4.04%	-6.59%	6.70%	15.24%	21.41%		7.11%
3	28/9/1998	17/11/1998	-0.75%	11.69%	20.08%	9.66%	11.77%	8.40%	8.48%		-1.20%
4	2/1/2001	11/12/2001	-4.75%	-6.57%	-7.07%	-15.54%	-7.30%	-12.37%	9.26%		6.63%
5	5/11/2002	25/6/2003	-0.75%	14.94%	5.83%	23.68%	25.32%	6.37%	19.90%		-11.76%
6	17/9/2007	30/4/2008	-3.25%	8.12%	1.64%	8.28%	24.33%	-5.88%	5.32%		-9.48%
7	7/10/2008	16/12/2008	-1.75%	-14.20%	-14.51%	-24.41%	-8.70%	-8.85%	-7.95%	-2.27%	-0.36%
8	31/7/2019	31/10/2019	-0.50%	0.48%	1.10%	2.49%	-2.36%	1.67%	0.57%	-1.12%	-1.19%
9	2/3/2020	16/3/2020	-1.50%	-19.94%	-15.85%	-30.40%	-42.10%	-26.39%	-13.10%	-9.96%	0.73%
Average			-2.31%	4.51%	3.84%	-0.98%	8.28%	0.49%	5.49%	-4.45%	-3.84%
Period of Positive			-	6	6	5	5	5	6	0	3
Period of Negative			-	3	3	4	4	4	2	3	6
Positive Ratio			-	66.67%	66.67%	55.56%	55.56%	55.56%	75.00%	0.00%	33.33%

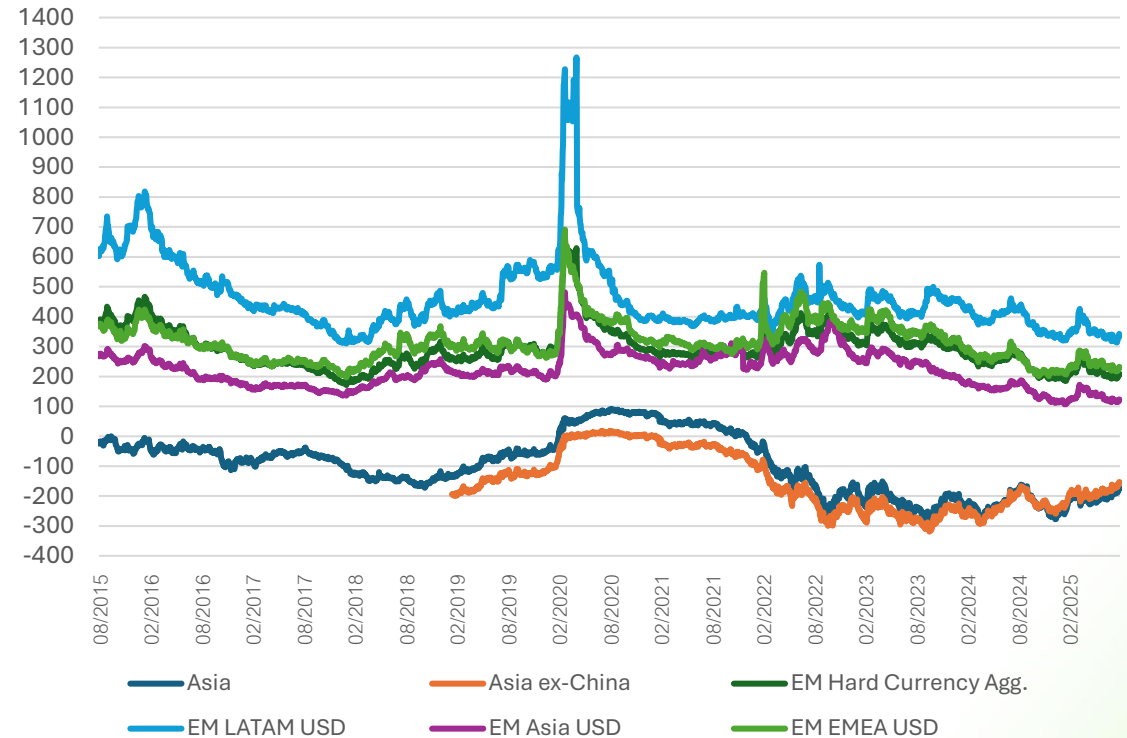
จากสถิติที่เรารวบรวมตั้งแต่ปี 1988 เป็นต้นมา ทุกๆ การลดดอกเบี้ยส่งผลดีต่อสินทรัพย์ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ โดยทั้งหมด 9 ครั้งที่ผ่านมา กลุ่มหุ้นละตินอเมริกาได้ประโยชน์สูงสุด ตามมาด้วยตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่กลุ่มสกุลเงินมั่นคง (Hard Currency) และกลุ่มหุ้นตลาดเกิดใหม่ทั่วโลก เป็นอันดับที่ 3 ส่วนกลุ่มประเทศเกิดใหม่ในยุโรปติดลบเล็กน้อยที่ค่าเฉลี่ย -0.98% แต่ชัดเจนในกลุ่ม ตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่กลุ่มสกุลเงินท้องถิ่น (Local Currency) ที่ -4.45%

Source: Bloomberg, Trading Economics, GlobalData TS Lombard, XSpring Asset Management

Note: Using Price Return, GEMs = MSCI Emerging Market, Asia ex. Japan = MSCI Asia ex-Japan, Emerging Europe = MSCI Emerging Europe, Latin America = MSCI Latin America, USA = MSCI US, EM Bond (HC) = J.P.Morgan EMBI Global Diversified, EM Bond (LC) = J.P. Morgan GBI-EM Core, Dollar = DXY Index

ตารางหนี้เอเชียไม่ใช่คำตอบ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยต่ำไป

ภูมิภาค	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026
ยุโรปตะวันออก	20.60%	18.29%	16.77%	14.75%	13.02%	11.79%
ละตินอเมริกา	12.18%	14.48%	14.07%	13.39%	12.62%	12.09%
เอเชีย	4.28%	3.36%	3.25%	3.20%	3.17%	3.17%
สหรัฐฯ	4.50%	4.35%	4.05%	3.85%	3.65%	3.55%
สหภาพยุโรป	2.46%	2.21%	2.18%	2.15%	2.13%	2.11%

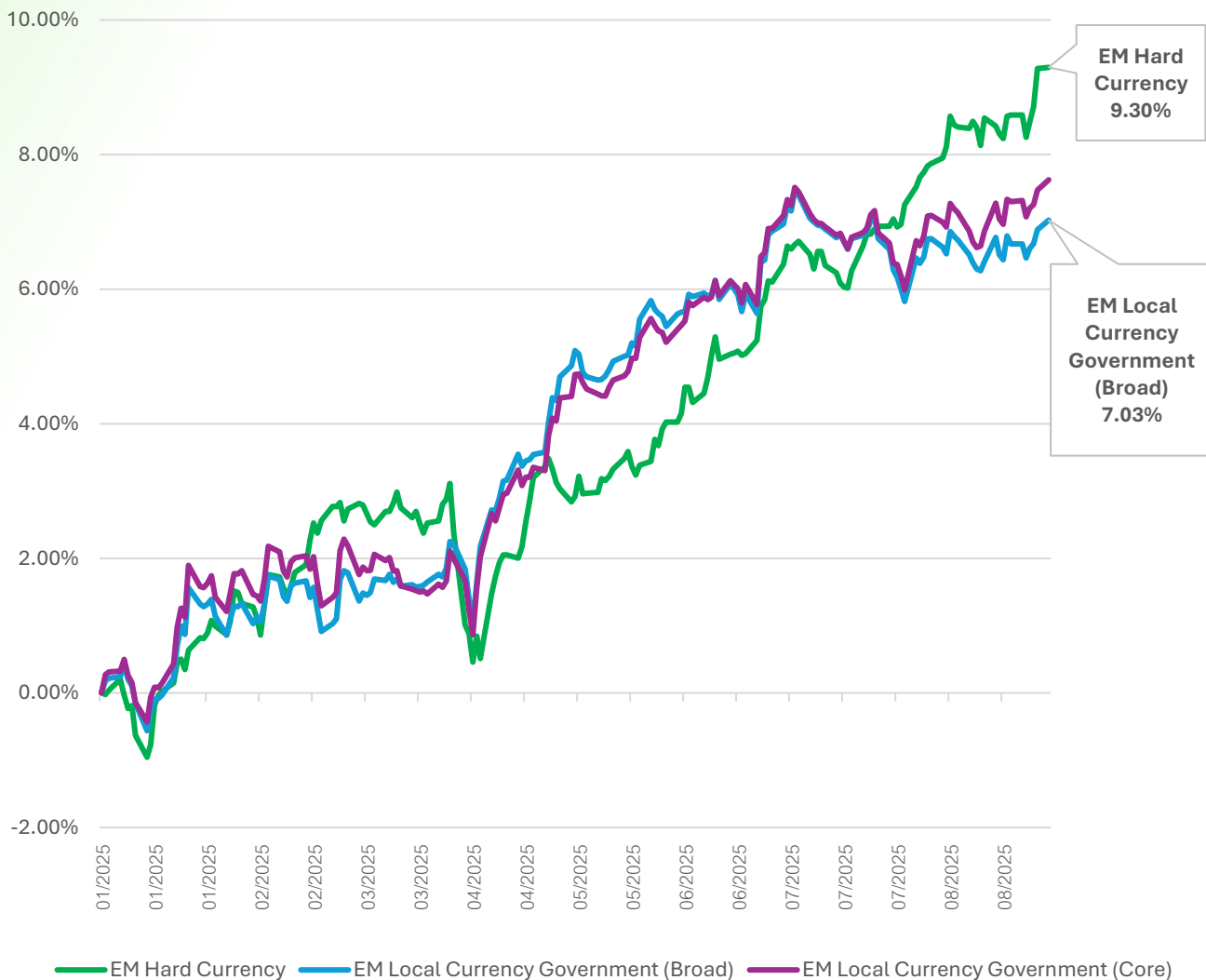


ตารางหนี้กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ยังเป็นมุมมองหลักของเราในครึ่งปีหลังนี้ เราเชื่อว่าการลงทุนในตารางหนี้ในกลุ่มประเทศเกิดใหม่ในละตินอเมริกาและยุโรป-แอฟริกา ยังมีช่องว่างให้มากเพียงพอ ขณะที่ในเอเชียเรากลับพบว่าส่วนต่างเหลือต่ำที่สุด (ราว 100 bps) และในกรณีที่เป็นการรวมทั้งเอเชีย ส่วนต่างดอกเบี้ยเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 5 ปี กลายเป็นติดลบ เราจึงเชื่อว่ากองทุนตารางหนี้ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ที่เน้นหนักเอียงไปทางเอเชีย จะไม่สามารถทำผลงานได้ดีในครึ่งปีหลัง เนื่องจากการลดดอกเบี้ยที่ทำได้น้อย ดอกเบี้ยนโยบายและเงินเฟ้อก็อยู่ในระดับต่ำ

Source: Bloomberg, XSpring Asset Management

Note: Asia = Bloomberg Asian Pacific Aggregate + CNY (Full Weight) Index, Asia ex-China = Bloomberg Asian Pacific Aggregate ex CNY, EM Hard Currency Agg. = Bloomberg EM Hard Currency Aggregate, EM USD Aggregate: LATAM = Bloomberg EM LATAM USD, EM USD Aggregate Asia= Bloomberg EM Asia USD, EM USD Aggregate EMEA = Bloomberg EM EMEA USD

ผลตอบแทน Hard Currency สูงกว่า Local Currency

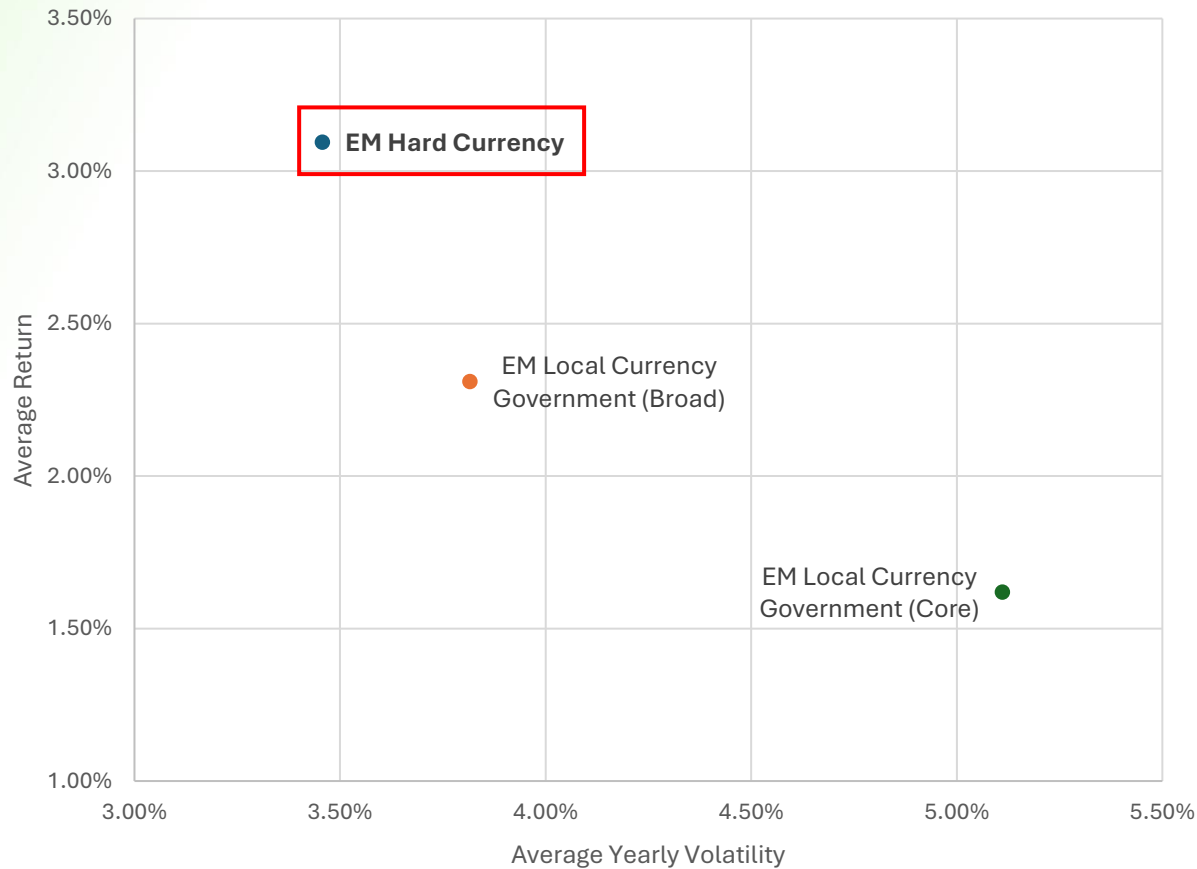


- ตั้งแต่ต้นปี เราเห็นผลงานของกองทุน GEMs Debt Local Currency อยู่ในความสนใจของหลายธนาคาร/บริษัท และกลายเป็นคำแนะนำการลงทุนหลักในการลงทุนของหลายที่ (เช่น TS Lombard, J.P. Morgan)
- อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา กลุ่ม Local Currency ทำผลงานได้ดีในช่วงเมษายน – กลางกรกฎาคม โดย Hard Currency นั้นกลับมามีผลงานที่เด่นชัดเจนหลังจากนั้น

Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 8/9/2025)

Note: EM Hard Currency is Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index, EM Local Currency Government (Core) = Bloomberg EM Local Currency Government Index, EM Local Currency Government (Broad) = Bloomberg EM Local Currency Government Universal Index

ผลตอบแทน Hard Currency สูงกว่า Local Currency



Annualized Daily Volatility			
Years	EM Hard Currency	EM Local Currency Government (Broad)	EM Local Currency Government (Core)
2014	2.56%	3.09%	4.63%
2015	2.63%	4.14%	6.69%
2016	3.57%	4.72%	7.94%
2017	2.06%	3.29%	5.02%
2018	2.46%	3.97%	5.42%
2019	2.03%	2.99%	3.80%
2020	6.74%	4.79%	5.87%
2021	2.30%	3.01%	3.32%
2022	6.06%	5.05%	5.59%
2023	4.34%	4.12%	4.70%
2024	3.27%	2.82%	3.25%
YTD	3.15%	2.89%	3.04%
Average (2014-2024)	3.46%	3.82%	5.11%

เมื่อเปรียบเทียบข้อมูลย้อนหลัง 10 ปี ระหว่างผลตอบแทนรายปี และความผันผวนเฉลี่ย (คำนวณเป็นรายวัน แล้วปรับเป็นรายปี) กลุ่มตราสารหนี้ตลาดเกิดใหม่ที่เป็น Hard Currency อยู่ที่ 3.46% ในขณะที่ Local Currency (Broad) จะอยู่ที่ 3.82% และ Core จะอยู่ที่ 5.11% บ่งชี้ว่าเมื่อเทียบผลตอบแทนกับความผันผวนแล้ว Hard Currency ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ขณะที่ความผันผวนโดยเฉลี่ยของ Local Currency สูงกว่า แต่ผลตอบแทนกลับต่ำกว่า

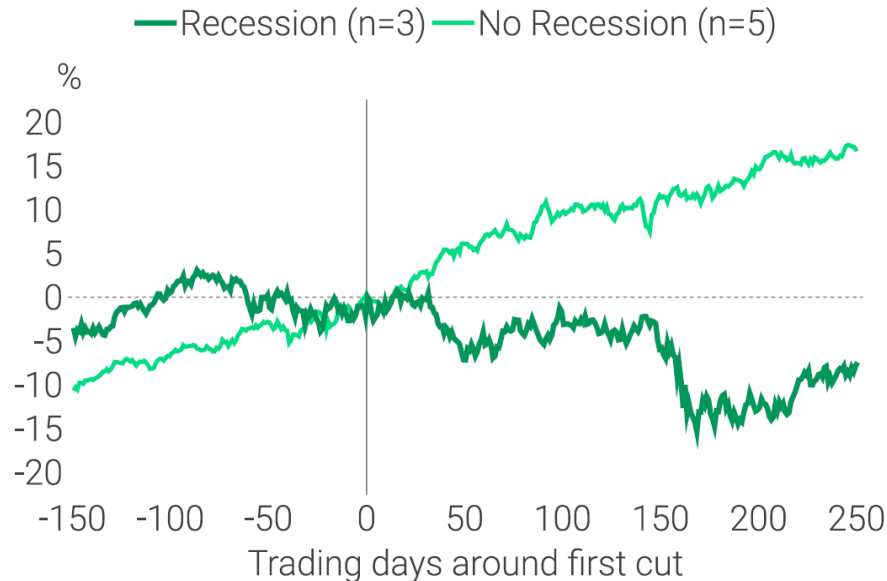
Source: Bloomberg, XSpring AM (as of 8/9/2025)

Note: EM Hard Currency is Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index, EM Local Currency Government (Core) = Bloomberg EM Local Currency Government Index, EM Local Currency Government (Broad) = Bloomberg EM Local Currency Government Universal Index; Data is from 2014-2025.

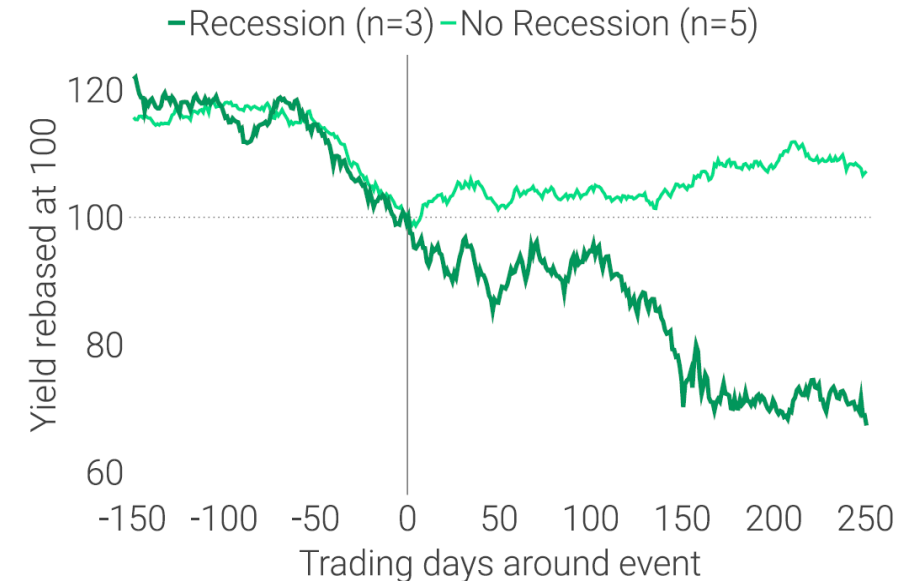
ถ้าลดดอกเบี้ยแล้วไม่ตามมาด้วยเศรษฐกิจตกต่ำ ถือเป็นข่าวดี

In the absence of recession, equities perform well and bonds poorly during easing cycles

S&P 500 performance around first Fed cut (Mean)



US 10y yield around the first Fed cut (Mean)

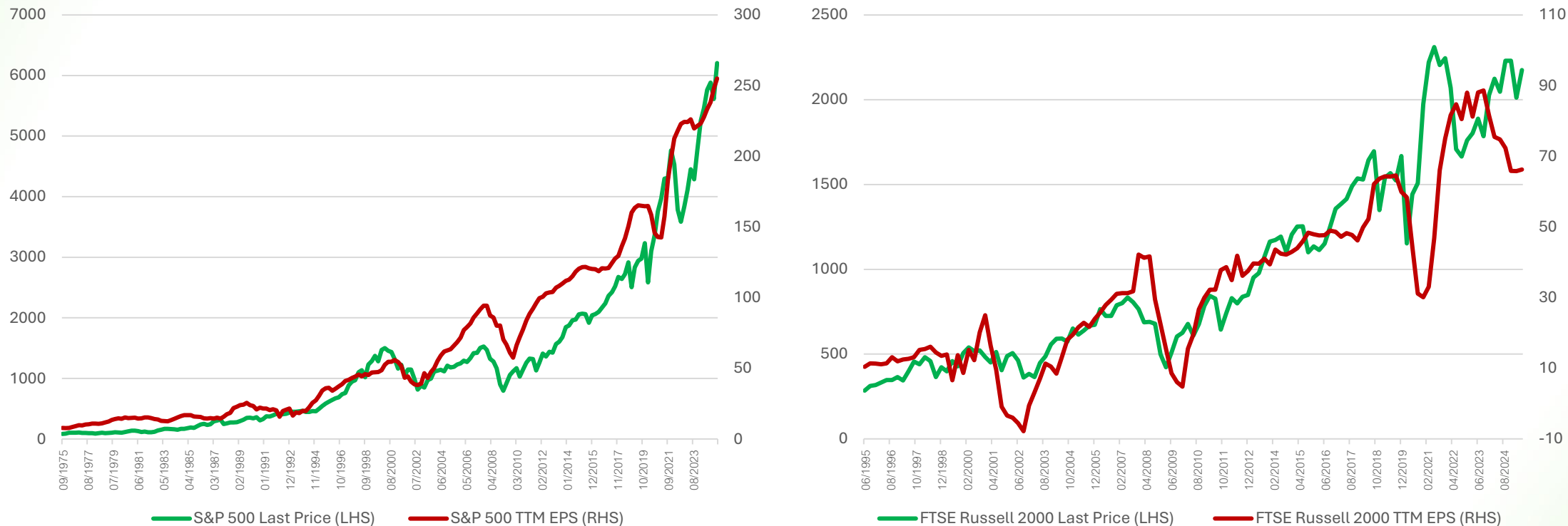


Sources: Bloomberg, GlobalData TS Lombard.

สถิติจาก GlobalData TS Lombard ประเมินว่า การลดดอกเบี้ยหากไม่ตามมาด้วยสถานการณ์ Recession จะเป็นผลดีต่อหุ้นมากกว่าตราสารหนี้สหรัฐฯ โดยหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นหากการลดดอกเบี้ยนั้นไม่มีผลมาจากเศรษฐกิจหดตัว ประกอบกับสถานการณ์ในขณะนี้ตลาดประเมินว่ายังไม่มี Recession แม้จะมีการชะลอตัว (slowdown) ของเศรษฐกิจสหรัฐฯ – เราประเมินเศรษฐกิจสหรัฐฯ เป็น Soft-landing และการลดดอกเบี้ยจะเกิดขึ้น เป็นผลดีกับหุ้นสหรัฐฯ

Source: Bloomberg, Trading Economics, GlobalData TS Lombard, XSpring Asset Management

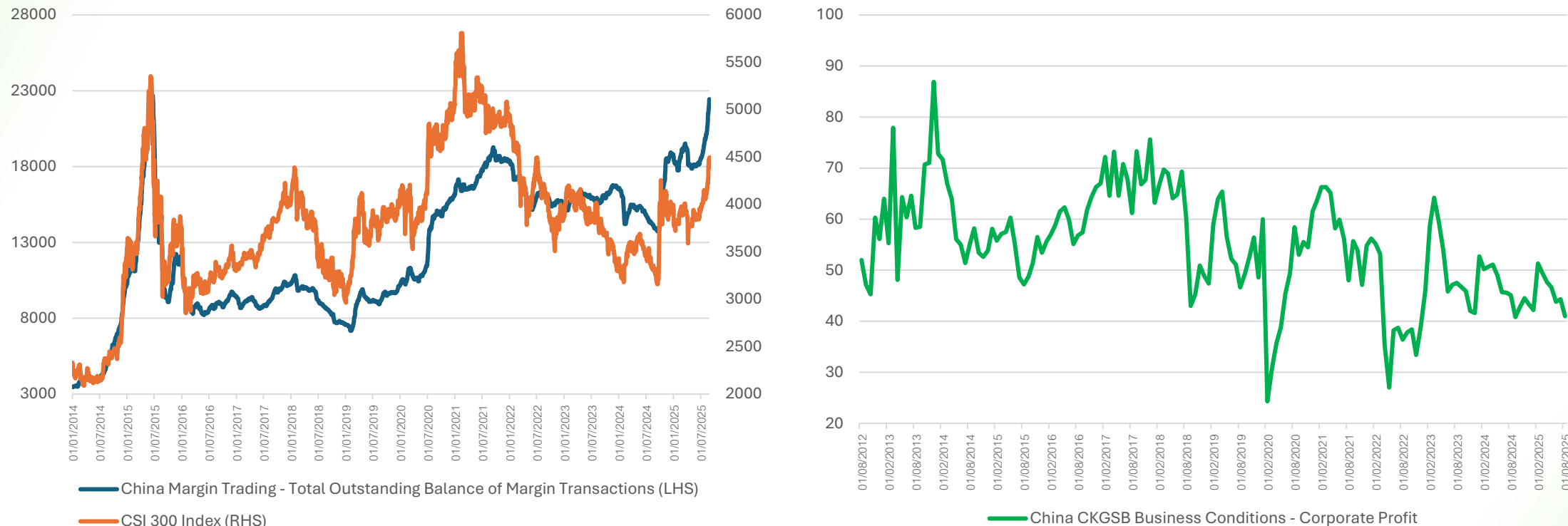
เจ้ามือของตลาดหุ้นคือกำไรต่อหุ้นของดัชนี - มองบวกสหรัฐอเมริกา



เราพบว่าจากข้อมูลย้อนหลัง ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรต่อหุ้นแบบย้อนหลังสะสม 12 เดือน (Trailing 12 Months EPS) มีส่วนโดยตรงกับการขึ้นไปของระดับดัชนีอย่าง S&P 500 และ FTSE Russell 2000 ที่เป็นกลุ่มหุ้นขนาดเล็ก ในกรณีของ Russell 2000 นั้นมีความเหวี่ยงและไม่สัมพันธ์กันในช่วงหลังๆ แต่ยังไปในทิศทางเดียวกัน ยังคงมองบวกสำหรับตลาดสหรัฐอเมริกา โดยคงมุมมองบวกกับกลุ่มดัชนีใหญ่และกลุ่มเทคโนโลยี

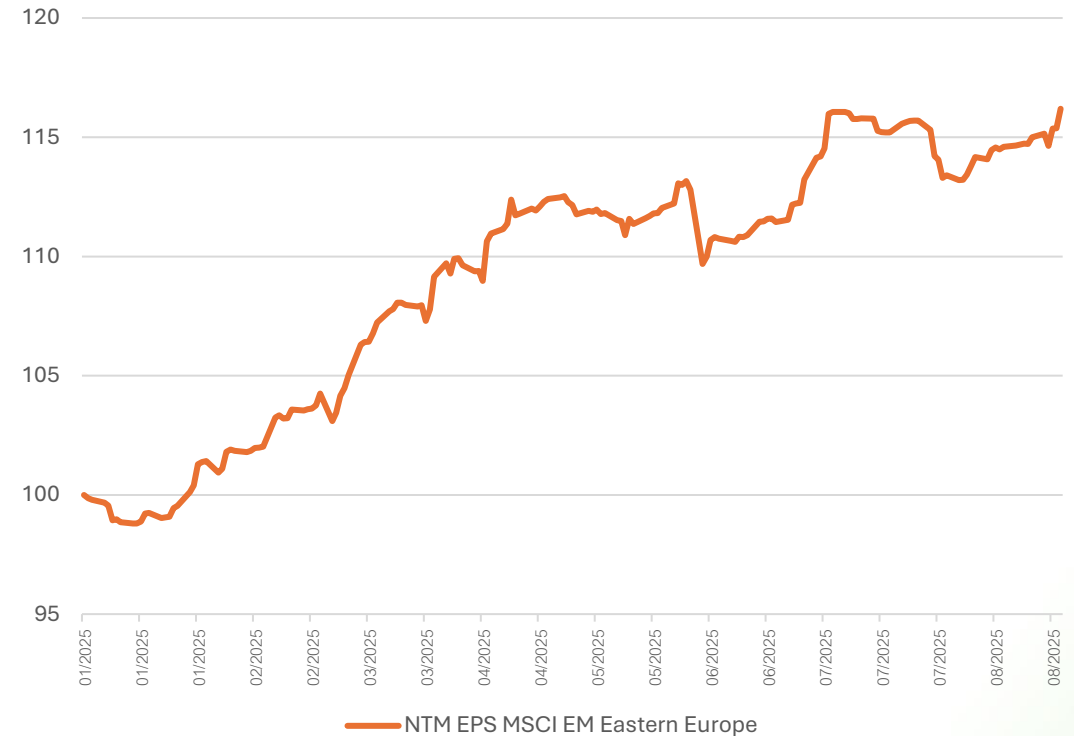
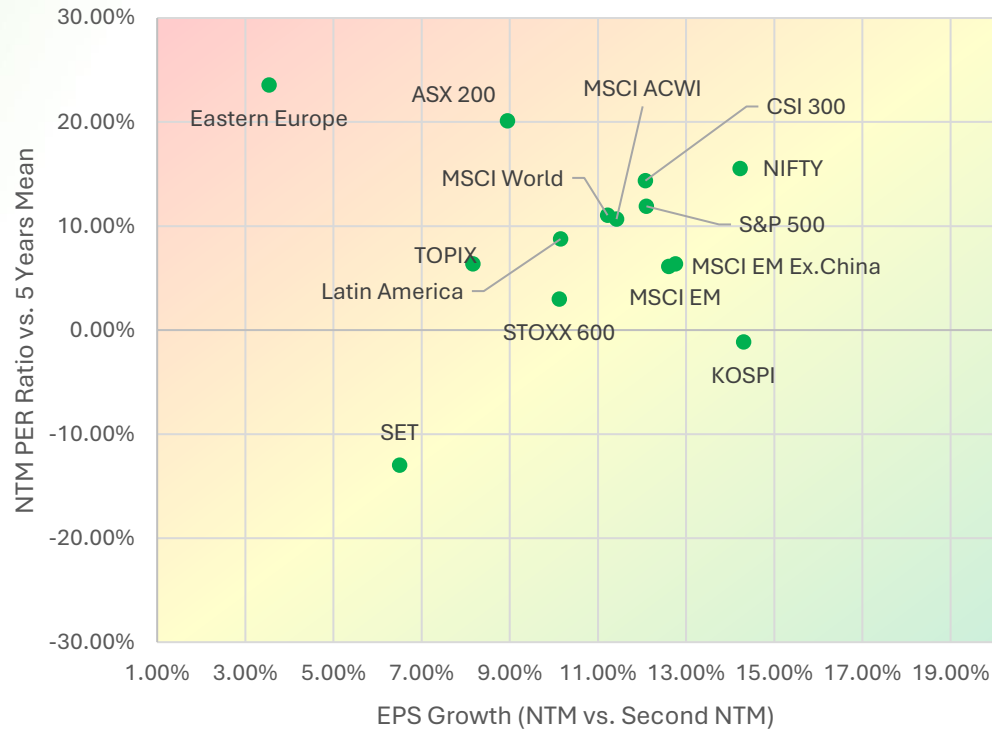
Source: Bloomberg, Trading Economics, GlobalData TS Lombard, XSpring Asset Management

หุ้นจีนขึ้นมามากเพราะการกู้ยืม ไม่ใช่เพราะปัจจัยพื้นฐาน



เรายังคงคำแนะนำ Underweight หุ้นจีน แม้หุ้นจีนจะปรับตัวขึ้นมามากในช่วงที่ผ่านมา แนะนำแค่เก็งกำไรระยะสั้นเท่านั้น โดยปัจจัยที่สำคัญที่ทำให้หุ้นจีนขึ้นมาสูงมากคือการใช้เครื่องมือทางการเงินอย่างการทำ Margin (กู้ยืมมาซื้อหลักทรัพย์) ที่พุ่งขึ้นและสอดคล้องกับการพุ่งขึ้นของดัชนีหุ้นจีนในประเทศ (CSI 300) ในขณะที่ประมาณกำไรต่อหุ้นของจีนสำหรับดัชนี CSI 300 นับไปตั้งแต่ต้นปีปรับขึ้นเพียง 2.32% แต่ Forward PER กลับทะลุ 1 S.D. ไปแล้ว นอกจากนั้นบริษัทจีนยังมีมุมมองกำไรที่ยังแย่จากการสำรวจของ Cheung Kong Graduate School of Business โดยเดือนสิงหาคมอยู่ที่เพียง 41 หน่วย บ่งชี้ว่าบริษัทจีนคาดการณ์เติบโตกำไรที่ยังต่ำลง

เปลี่ยนมุมมองตลาด Eastern Europe เป็น Neutral หลังขึ้นมาสูงมาก



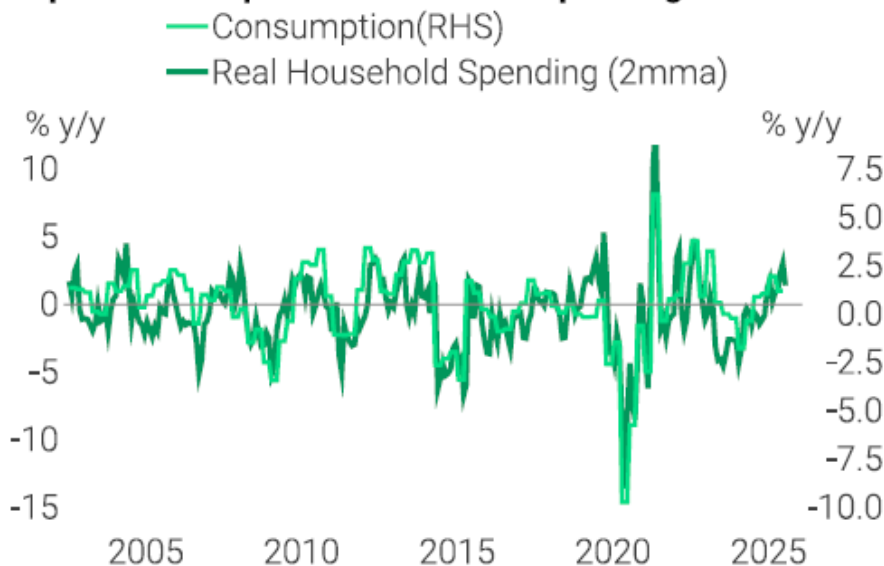
แม้ปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจจะสนับสนุน แต่สำหรับหุ้นยุโรปตะวันออก เราปรับมุมมองเป็น Neutral และแนะนำให้ทำกำไร สาเหตุสำคัญคือการที่มูลค่าหุ้นปรับขึ้นมาสูงมากในช่วงปีที่ผ่านมา ประกอบกับคาดการณ์การเติบโตไปอีก 12-24 เดือนจากนี้ที่เริ่มอยู่ในระดับไม่คุ้มกับ Forward PER ที่ขึ้นมาสูง นอกจากนั้นโพลนด์ยังมีการเสนอเก็บภาษีของกลุ่มธนาคารปรับขึ้นอีก 30% จาก 19% ในปีหน้า กดดันตลาดที่ส่วนใหญ่เป็นกลุ่มธนาคาร โดยยังมีปัจจัยบวกจากการที่สงครามระหว่างยูเครนและรัสเซียยุติลง หากยุติลงจริงจะเป็นด้านบวกให้กับกลุ่ม Eastern Europe

Source: Bloomberg, XSpring Asset Management

เราประเมินเลือกตั้งญี่ปุ่นรอบใหม่มีลุ้น Takaichi ได้เป็น แม้ไม่ง่าย

Japanese household spending is holding up

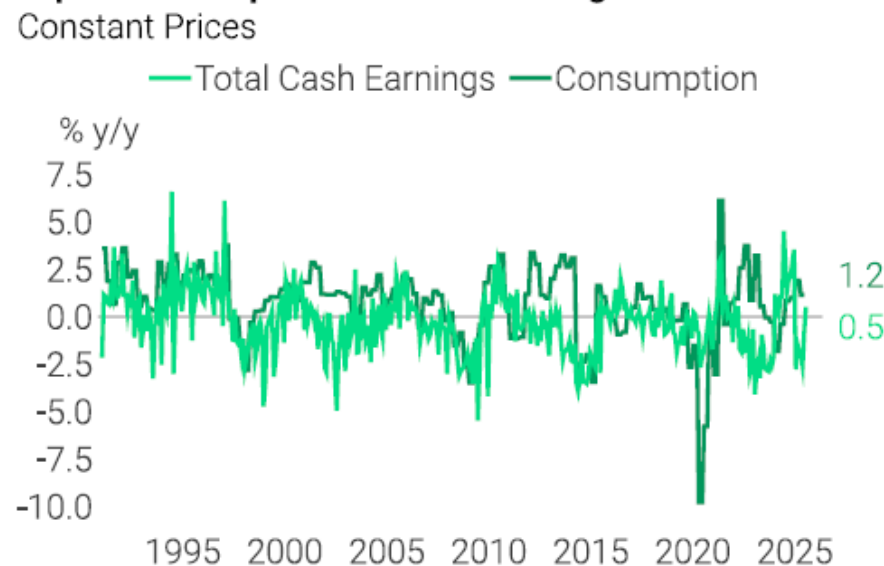
Japan Consumption & Household Spending



Sources: Macrobond, GlobalData TS Lombard.

Real incomes have started to recover

Japan Consumption and Cash Earnings



Sources: Macrobond, GlobalData TS Lombard.

ตัวเลขครัวเรือนญี่ปุ่นเริ่มดีขึ้น โดยตัวเลขการใช้จ่ายของครัวเรือนญี่ปุ่นยังฟื้นตัวได้ดีและรักษาระดับได้อย่างต่อเนื่อง ด้านรายได้ที่แท้จริงเริ่มดีขึ้นเช่นกัน แม้ตัวเลข Retail Sales หรือตัวเลขค้าปลีกยังติดลบอยู่ เช่นเดียวกับตัวเลขของภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่ฟื้นชัดเจน – เรายังคงมองบวกกับกลุ่มเทคโนโลยีของญี่ปุ่นโดยเฉพาะที่เกี่ยวกับการผลิตชิป นอกจากนั้นยังมองว่าการบริโภคภายในประเทศจะได้ประโยชน์ และหากมีการเปลี่ยนนายกรัฐมนตรีได้คนที่มีการสนับสนุนทางเศรษฐกิจ จะทำให้โมเมนตัมทางเศรษฐกิจยังมีโอกาสไปได้ **มองกลุ่มหุ้นญี่ปุ่น โดยเฉพาะกลุ่มขนาดกลางและเล็กเป็นบวก**

Source: GlobalData TS Lombard, XSpring Asset Management

Picture: GlobalData TS Lombard

ข้อสงวนสิทธิ์

- ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ อ้างอิงจากแหล่งที่มาของข้อมูลที่เราเชื่อว่าจะเชื่อถือจะจัดทำ โดยเป็นข้อมูลที่แสดงผล ณ ที่มีอยู่ (as is) และปรากฏอยู่ (as available) ณ วันที่จัดทำเอกสารฉบับนี้ ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้ทราบ และมีได้รับรองหรือรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูล และข้อสงวนสิทธิ์ไม่รับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นหรือเกี่ยวข้องกับการใช้ข้อมูลดังกล่าว
- ข้อมูล ความเห็น หรือคาดการณ์ การประเมิน และข้อข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ เป็นเพียงความเห็นเบื้องต้นและเป็นการทั่วไปเท่านั้น มิใช่คำแนะนำ สัญญา 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