Monthly

September 2025

SCB WEALTH | BlackRock

โอกาสการลงทุน

เมื่อ Fed ลดดอกเบี้ยรอบใหม่

EPS

ECONOMICS AND PORTFOLIO STRATEGY

เอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)


SCB WEALTH | BlackRock
ASSET CLASS
RETURNS

Asset class returns

SCB WEALTH | BlackRock

Ranking	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD	2013 - 2024 Annualized
1	US Equity 32.4%	Global REITs 22.8%	US Equity 1.4%	Oil 45.0%	EM Equity 37.8%	Gov Bond -0.4%	Oil 34.5%	Gold 25.1%	Oil 55.0%	Oil 6.7%	US Equity 26.3%	Gold 27.2%	Gold 39.3%	US Equity 15.7%
2	DM Equity ex.US 23.3%	US Equity 13.7%	Global REITs 0.6%	HY Bond 14.3%	DM Equity ex.US 25.6%	TIPS -1.5%	US Equity 31.5%	EM Equity 18.7%	Global REITs 32.5%	Gold -0.3%	DM Equity ex.US 18.9%	US Equity 25.0%	DM Equity ex.US 24.3%	DM Equity ex.US 7.0%
3	HY Bond 7.3%	TIPS 4.4%	DM Equity ex.US -0.4%	US Equity 12.0%	US Equity 21.8%	Gold -1.6%	Global REITs 24.5%	US Equity 18.4%	US Equity 28.7%	TIPS -12.6%	HY Bond 14.0%	HY Bond 9.2%	EM Equity 21.9%	Global REITs 6.5%
4	Oil 7.2%	IG Bond 2.9%	TIPS -1.7%	EM Equity 11.6%	Gold 13.5%	IG Bond -3.2%	DM Equity ex.US 22.7%	TIPS 11.5%	DM Equity ex.US 11.8%	HY Bond -12.7%	Gold 13.1%	EM Equity 8.1%	US Equity 11.4%	Gold 5.0%
5	Global REITs 2.8%	HY Bond 0.0%	HY Bond -2.7%	Gold 8.1%	Oil 12.5%	HY Bond -4.1%	EM Equity 18.9%	IG Bond 10.0%	TIPS 6.0%	DM Equity ex.US -14.0%	Global REITs 11.5%	DM Equity ex.US 4.3%	IG Bond 9.6%	HY Bond 4.7%
6	IG Bond -0.1%	Gov Bond -0.8%	Gov Bond -3.3%	Global REITs 6.9%	HY Bond 10.4%	US Equity -4.4%	Gold 18.3%	Gov Bond 9.5%	HY Bond 1.0%	IG Bond -17.0%	EM Equity 10.3%	Global REITs 3.9%	HY Bond 9.2%	EM Equity 4.2%
7	EM Equity -2.3%	Gold -1.4%	IG Bond -3.6%	TIPS 4.8%	IG Bond 8.9%	Global REITs -4.8%	HY Bond 12.6%	DM Equity ex.US 8.3%	EM Equity -2.2%	Gov Bond -17.5%	IG Bond 9.2%	TIPS 1.8%	Global REITs 8.4%	Oil 2.4%
8	Gov Bond -4.3%	EM Equity -1.8%	Gold -10.4%	IG Bond 3.7%	Global REITs 8.6%	DM Equity ex.US -13.4%	IG Bond 10.7%	HY Bond 7.0%	IG Bond -3.2%	US Equity -18.1%	Gov Bond 4.2%	IG Bond 0.7%	Gov Bond 7.6%	TIPS 1.6%
9	TIPS -9.3%	DM Equity ex.US -4.5%	EM Equity -14.6%	Gov Bond 1.7%	Gov Bond 7.3%	EM Equity -14.2%	TIPS 8.8%	Global REITs -8.1%	Gold -3.6%	EM Equity -19.7%	TIPS 3.8%	Oil 0.1%	TIPS 7.2%	IG Bond 1.6%
10	Gold -28.3%	Oil -45.9%	Oil -30.5%	DM Equity ex.US 1.5%	TIPS 3.3%	Oil -24.8%	Gov Bond 5.6%	Oil -20.5%	Gov Bond -6.6%	Global REITs -23.6%	Oil -10.7%	Gov Bond -3.6%	Oil -12.5%	Gov Bond -0.7%

Source: Bloomberg (All data represents in total return), SCB CIO

data as of: 09 Sep 2025

Equity index returns

SCB WEALTH | BlackRock

Ranking	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD	2013 - 2024 Annualized
1	Japan 59.3%	China onshore 55.8%	Japan 11.0%	Thai 23.8%	Vietnam 48.0%	India 4.6%	China onshore 39.2%	Korea 30.8%	Vietnam 35.7%	India 5.7%	Japan 31.0%	China offshore 31.5%	Korea 35.9%	US large 15.7%
2	US small 38.8%	India 32.9%	China onshore 7.2%	US small 21.3%	India 30.3%	Indonesia -2.5%	US large 31.5%	China onshore 29.9%	US large 28.7%	Indonesia 4.1%	US large 26.3%	US large 25.0%	China offshore 30.4%	Japan 15.3%
3	US large 32.4%	Indonesia 22.3%	Vietnam 6.1%	Indonesia 15.3%	China offshore 29.6%	US large -4.4%	US small 25.5%	US small 20.0%	India 25.6%	Thai 3.5%	India 21.3%	Japan 21.3%	Vietnam 29.3%	India 14.1%
4	Europe 27.0%	Thai 19.1%	Korea 2.4%	Vietnam 14.8%	Europe 26.6%	Thai -8.1%	Europe 25.3%	US large 18.4%	Thai 17.7%	Japan -7.3%	Europe 20.6%	China onshore 18.2%	Europe 26.9%	Vietnam 11.6%
5	Vietnam 22.0%	China offshore 15.5%	US large 1.4%	US large 12.0%	China onshore 24.3%	Vietnam -9.3%	Japan 20.7%	Japan 18.3%	Europe 16.7%	China offshore -15.6%	Korea 18.7%	Vietnam 12.1%	China onshore 16.1%	US small 11.0%
6	India 8.1%	US large 13.7%	Europe -1.1%	India 4.4%	US large 21.8%	China offshore -9.9%	China offshore 14.5%	India 16.1%	US small 14.8%	Europe -15.7%	US small 16.9%	US small 11.5%	US large 11.4%	China onshore 8.7%
7	Korea 0.7%	Japan 9.0%	India -3.0%	Korea 3.3%	Korea 21.8%	Japan -10.3%	India 13.5%	Vietnam 14.9%	Indonesia 10.1%	US large -18.1%	Vietnam 12.2%	India 10.1%	Japan 10.2%	Europe 7.4%
8	Indonesia -1.0%	Vietnam 8.1%	US small -4.4%	Japan 2.4%	Japan 21.3%	US small -11.0%	Korea 7.7%	Europe 7.4%	Japan 6.7%	China onshore -19.8%	Indonesia 6.2%	Europe 2.6%	US small 8.4%	Indonesia 4.7%
9	China offshore -1.5%	US small 4.9%	Thai -11.2%	China offshore 1.5%	Indonesia 20.0%	Europe -14.5%	Vietnam 7.7%	China offshore 0.0%	Korea 3.6%	US small -20.4%	China onshore -9.1%	Thai 2.3%	Indonesia 7.8%	Thai 3.9%
10	Thai -3.6%	Korea -4.8%	Indonesia -12.1%	Europe -0.6%	Thai 17.3%	Korea -17.3%	Thai 4.3%	Indonesia -5.1%	China onshore -3.5%	Korea -24.9%	China offshore -10.7%	Indonesia -2.7%	India 5.9%	Korea 2.7%
11	China onshore -5.3%	Europe -5.3%	China offshore -16.9%	China onshore -9.3%	US small 14.6%	China onshore -23.6%	Indonesia 1.7%	Thai -5.2%	China offshore -21.2%	Vietnam -32.8%	Thai -12.7%	Korea -9.6%	Thai -6.2%	China offshore 1.4%

Source: Bloomberg (All data represents in total return *except Korea and VNI are represent in price return), SCB CIO

US large: S&P500/ US small: Russell 2000/ Europe: STOXX Europe 600/ Japan: Nikkei 225/ China onshore: CSI 300/ China offshore: HSCEI/ Thai: SET Index/ India: NSE Nifty 50/ Korea: KOSPI and Vietnam: VN Index

data as of: 09 Sep 2025


SCB WEALTH
BlackRock
KEY
HIGHLIGHTS

สรุปประเด็นสำคัญประจำเดือน ก.ย. 2025

SCB WEALTH | BlackRock

1

คาด Fed จะลดดอกเบี้ย 25 bps ในการประชุมฯ วันที่ 16-17 ก.ย.นี้ โดยจะอิงข้อมูลเศรษฐกิจเป็นหลัก แต่ความกังวลบนความเป็นอิสระของ Fed เงินเฟ้อ และขาดดุลการคลัง ทำให้ UST Yield ระยะยาวเพิ่มขึ้น (Term Premium เพิ่มสูงขึ้น) ลงทุนตราสารหนี้สหรัฐฯ ระยะสั้น-กลาง

2

เงินดอลลาร์ สรอ. ยังมีแนวโน้มอ่อนค่าในช่วง 4Q2025 จากความไม่แน่นอนด้านนโยบายของสหรัฐฯ และการเติบโตเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ชะลอตัว ช่วยหนุนเงินทุนไหลเข้า เอื้อต่อการลดดอกเบี้ย รวมทั้ง ส่งผลบวกต่อตลาดหุ้นกลุ่มเกิดใหม่ เอเชีย (EM Asia)

3

นโยบายต่อต้านการแข่งขันที่ไม่สร้างมูลค่า (anti-involution) ของทางการจีน จะช่วยหนุนอัตรากำไรอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องในประเทศจีน ด้านนโยบายลดการพึ่งพาต่างชาติ โดยเฉพาะในด้านเทคโนโลยี จะหนุนกลุ่ม AI และ เซมิคอนดักเตอร์ ซึ่งช่วยสนับสนุนการลงทุนในตลาดหุ้นจีน

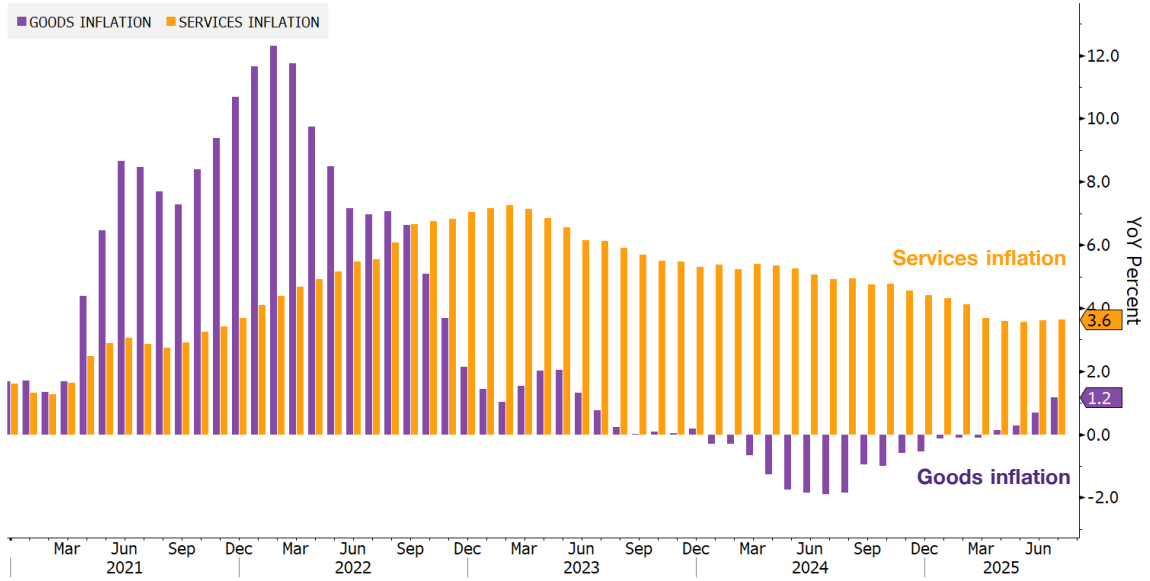
1 ที่ประชุม Fed มีแนวโน้มลดดอกเบี้ย 25 bps ลงสู่ระดับ 4.00-4.25% ในการประชุมฯ วันที่ 16-17 ก.ย.

- ตลาดตีความถ้อยแถลงของ Powell ประธาน Fed ที่ Jackson Hole เป็นสัญญาณ dovish แต่การตีความข้างต้นอาจเกินจริงไปเล็กน้อย เนื่องจาก Powell ยังย้ำชัดว่า Fed จะอิงข้อมูลเศรษฐกิจ (data-dependent) โดยเฉพาะทิศทางเงินเฟ้อ ผลนโยบายภาษีนำเข้า และการเปลี่ยนแปลงตลาดแรงงาน
- อย่างไรก็ดี เบื้องต้น ถ้อยแถลงของ Powell ที่ Jackson Hole เอียงไปทางลดดอกเบี้ยในเดือน ก.ย.นี้ ตามที่ระบุว่า “แนวโน้มเศรษฐกิจพื้นฐานและความเสี่ยงที่เปลี่ยนไป อาจทำให้ต้องปรับจุดยืนนโยบายการเงิน” จึงทำให้เราคาด Fed จะลดดอกเบี้ย 2 ครั้งในปีนี้ (รวม 50 bps) โดยที่ลดครั้งถัดไปในเดือนนี้
- ทั้งนี้ ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อฝั่งอุปทานสหรัฐฯ ที่มีอยู่ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการกีดกันผู้อพยพ และจากกำแพงภาษี (เริ่มสะท้อนในเงินเฟ้อภาคสินค้า) จึงทำให้โอกาสที่ Fed จะลดดอกเบี้ยเชิงรุก ลดลง เพราะเสี่ยงทำให้เงินเฟ้อภาคบริการกลับมาเร่งตัว และบั่นทอนความน่าเชื่อถือด้านนโยบาย นอกจากนี้ ความเสี่ยงการเมืองต่อ Fed เริ่มมีนัย หลังมีข่าวการปลดหรือเปลี่ยนผู้ว่าการ Fed โดยหากเกิดขึ้นจริง อาจกระทบภาพลักษณ์ความเป็นอิสระของ Fed

Markets repricing on expectations of further Fed cuts in 2025

Source: Bloomberg (data as of 10 Sep 2025), SCB CIO

Goods prices start rising again on tariffs



Source: Bloomberg (data as of 31 Jul 2025), SCB CIO

1 โครงสร้าง FOMC อาจเอนเอียง Dovish มากขึ้น หากมีการเปลี่ยนแปลงผู้นำตามแนวทางของ Trump

SCB WEALTH | BlackRock

Hawk-dove stances for Fed voters through 2027

Dove-Hawk: Dove Dovish Centrist Hawkish Hawk

	Permanent voting members	Appointing President
	Jerome Powell, Chair	Donald Trump
	Philip Jefferson, Vice Chair	Joe Biden
	Michael Barr, Governor	Joe Biden
	Christopher Waller, Governor	Donald Trump
	Michalle Bowman, Vice Chair of Supervision	Donald Trump
	Stephen Miran*, Governor	Donald Trump
	Lisa Cook, Governor	Joe Biden
	Williams, New York	

2025 Voters	2026 Voters	2027 Voters
Goolsbee, Chicago	Hammack, Cleveland	Goolsbee, Chicago
Collins, Boston	Paulson, Philadelphia	Barkin, Richmond
Musalem, St. Louis	Logan, Dallas	Bostic, Atlanta
Schmid, Kansas City	Kashkari, Minneapolis	Daly, San Francisco

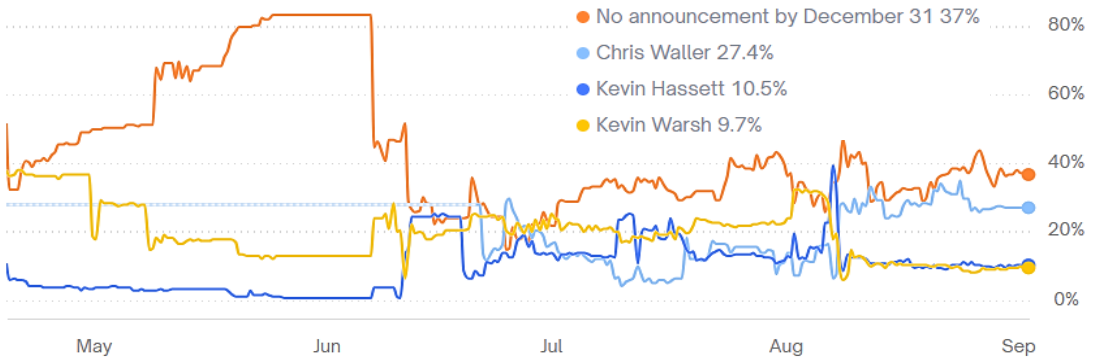
*Miran ถูกเสนอชื่อให้ดำรงตำแหน่ง Fed Governor แต่ยังอยู่ระหว่างกระบวนการพิจารณาจากวุฒิสภา

Source: FRB, SCB CIO

- ปัจจุบัน คณะกรรมการของ Fed มีสมาชิกที่ประธานาธิบดี Trump แต่งตั้งแล้ว 2 คน (Waller และ Bowman) และกำลังจะมี Miran เพิ่มเข้ามา และหาก Cook ต้องพ้นจากตำแหน่งผู้ว่าการ Fed จริง บอร์ดจะมีเสียงข้างมากที่ Dovish ขณะที่ ประธาน Fed ประจำสาขาทั้งหมดจะหมดวาระลงพร้อมกันในเดือน ก.พ.2026 ทำให้เสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายที่อาจเอียงไปทาง Dovish มากขึ้น (การโหวตของ FOMC ใช้หลักเสียงข้างมาก อย่างน้อย 7 จาก 12 เสียง)
- SCB CIO มองว่า หากเปลี่ยนตัวผู้นำ และ การลดดอกเบี้ยเป็นไปอย่างรวดเร็ว อาจทำให้ตลาดพันธบัตรผันผวน โดยนักลงทุนต้องการ term premium ที่สูงขึ้น บนพันธบัตรตัวยาว สะท้อนความกังวลความเป็นอิสระของ Fed รวมถึง ความเสี่ยงหนี้สาธารณะสหรัฐฯ ดังนั้น ควรเลี่ยงพันธบัตร และหุ้นกู้ของสหรัฐฯ ตัวยาว แต่เน้นลงทุนตัวสั้น-กลาง

The Fed horse race

If there's a nomination this year, Polymarket now thinks it'll be Chris Waller

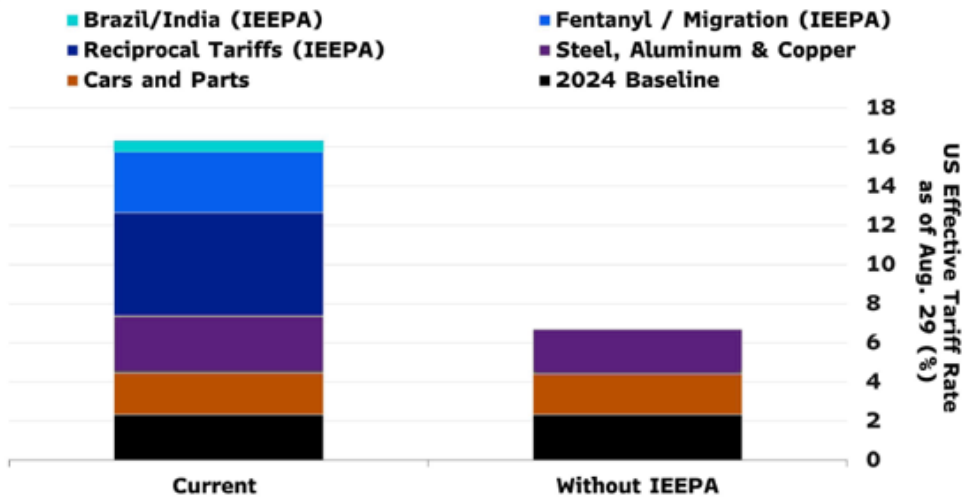


Source: Polymarket (data as of 2 Sep 2025), Bloomberg, SCB CIO

1 กรณีที่ Trump สูญเสีย IEEPA ซึ่งเป็นเครื่องมือหลักในการเก็บภาษี จะช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อสหรัฐฯ

SCB WEALTH | BlackRock

IEEPA-based tariffs make up most of the Trump 2.0 shock



Source: US Census Bureau, Bloomberg Economics (data as of 1 Sep 2025), SCB CIO

- ศาลอุทธรณ์สหรัฐฯ ยืนยันคำตัดสินศาลการค้าระหว่างประเทศ ที่ว่า IEEPA ไม่ได้ให้อำนาจประธานาธิบดี Trump ในการเก็บภาษีนำเข้าตอบโต้ และ เก็บภาษีที่เกี่ยวกับเฟนทานิล กับ การอพยพ ทั้งนี้ ศาลสูงสุดจะตัดสินขั้นสุดท้าย โดยที่ Bloomberg คาด หาก Trump แพ้ จะทำให้ภาษีนำเข้าเฉลี่ยของสหรัฐฯ ลดลงอย่างน้อยครึ่งหนึ่ง จากปัจจุบันที่ 16.3% และจะถูกบังคับให้คืนเงินภาษีนำเข้า ที่เรียกเก็บจากมาตราการที่เกี่ยวข้อง
- แม้ Trump อาจเลือกใช้มาตราการอื่นๆ (232, 201, 301, 121 และ 232) มาแทน IEEPA ได้ แต่มาตรการอื่นๆ ก็ยังมีข้อจำกัด ทั้งเวลา เพดานภาษี และขั้นตอนสอบสวน ทำให้ความรุนแรงน้อยกว่าใช้ IEEPA

IEEPA-based tariffs make up most of the Trump 2.0 shock

มาตรา	เหตุผลในการขึ้นภาษี	ต้องมีการสืบสวนจากหน่วยงานรัฐบาลกลาง?	ข้อจำกัดด้านระยะเวลา	ข้อจำกัดด้านอัตราภาษี
Section 232	เพื่อปกป้องความมั่นคงของชาติ	ต้อง โดยกระทรวงพาณิชย์	ไม่มี	ไม่มี
Section 201	ป้องกันความเสียหายร้ายแรงต่ออุตสาหกรรมในประเทศจากการนำเข้า	ต้อง คณะกรรมาธิการการค้าระหว่างประเทศสหรัฐฯ (ITC)	4 ปี แต่ขยายได้สูงสุด 8 ปี	เพิ่มได้มากเกิน 50% และต้องค่อยๆ ลดลงหลังจาก 1 ปี
Section 301	ประเทศคู่ค้าเลือกปฏิบัติต่อธุรกิจสหรัฐฯ หรือไม่ทำตามข้อตกลงการค้า	ต้อง โดยผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR)	4 ปี แต่ขยายต่อได้ไม่จำกัด	ไม่มี
Section 122	ถ้าสหรัฐฯ ประสบปัญหาการขาดดุลการชำระเงินรุนแรง	ไม่ต้อง	150 วัน และขยายได้หากสภาอนุมัติ	สูงสุด 15%
Section 338	หากมีการเลือกปฏิบัติต่อการค้าและภาคธุรกิจสหรัฐฯ	ไม่ต้อง	ไม่มี	สูงสุด 50%

Source: Congressional Research Service, Bloomberg (data as of 1 Sep 2025), SCB CIO

นัยต่อ Fed SCB CIO คาด หากท้ายที่สุด ภาษีนำเข้าตาม IEEPA ถูกยกเลิก จะลดแรงกดดันเงินเฟ้อสหรัฐฯ ส่วนความไม่แน่นอนด้านนโยบายของสหรัฐฯ ที่ยังสูง (Trump อาจหันไปใช้อำนาจตามมาตราอื่น) จะกดดันโมเมนตัม GDP สหรัฐฯ ดังนั้น ด้วยสถานการณ์ข้างต้น จะเอื้อต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed

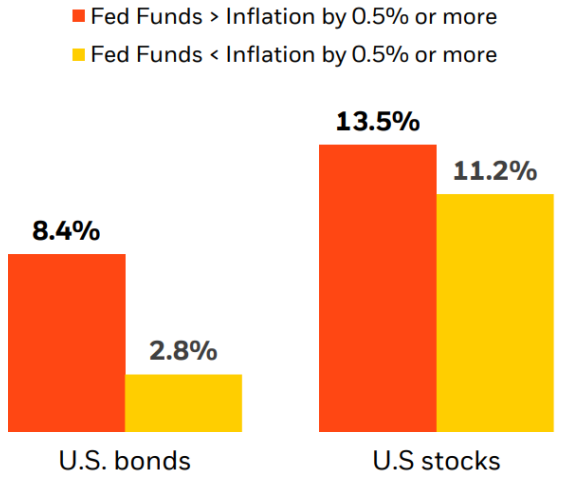
1 Fed funds ที่สูงกว่าเงินเฟ้อ และการกลับมาลดดอกเบี้ยของ Fed ถือเป็นสัญญาณบวกต่อสินทรัพย์ลงทุน

SCB WEALTH | BlackRock

- ปัจจุบัน Fed Funds อยู่ที่ระดับ 4.3% สูงกว่า CPI สหรัฐฯ ล่าสุด ที่ 2.7% ส่งผลให้ส่วนต่างเป็นบวกราว 1.6% และสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยส่วนต่างระยะยาวที่เพียงราว 0.5% ซึ่งสะท้อนว่า Fed ยังมี room ที่จะลดดอกเบี้ยลง โดยไม่ทำให้นโยบายการเงินพลิกไปสู่โหมดผ่อนคลายมากเกินไป ประกอบกับสถิติชี้ว่า เมื่อ Fed Funds สูงกว่า CPI มากกว่า 0.5% หุ้น และตราสารหนี้สหรัฐฯ ให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ย 1 ปีต่อมา ที่ 13.5% และ 8.4% ตามลำดับ
- ส่วนประเด็นการกลับมาลดดอกเบี้ยของ Fed หลังหยุดพัก (pause) โดยในอดีตการ pause ของ Fed ก่อนที่จะกลับมาลดดอกเบี้ย มีระยะเวลาไม่นานนัก (3–7 เดือน) แต่รอบปัจจุบัน หาก Fed ลดดอกเบี้ย เดือน ก.ย. จริง จะเท่ากับว่าช่วง pause ยาวถึง 9 เดือน (เป็นครั้งที่ยาวนานสุด) โดยสถิติพบว่า เมื่อ Fed กลับมาลดดอกเบี้ย หลังจากที่ pause ส่งผลดีต่อทั้งหุ้นและตราสารหนี้ โดยเฉพาะดัชนีหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งให้ผลตอบแทนโดยเฉลี่ย 1 ปีต่อมา ถึง 23.1%

Performance 1 year later

Avg.1 yr forward performance (since 1/1/1986)



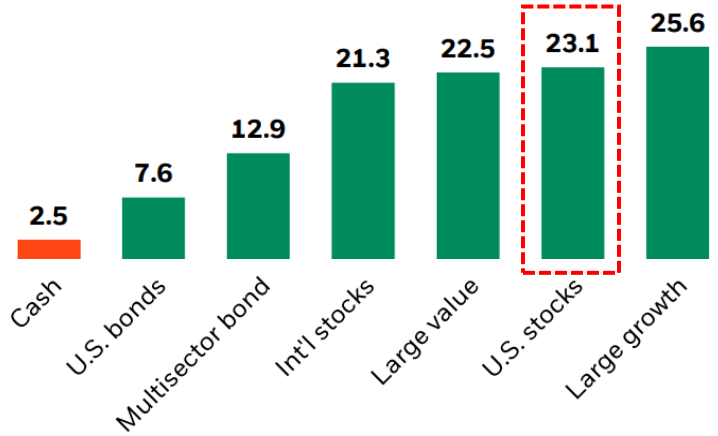
Historically, Fed rate cut pauses don't last long

3 months or more between Fed rate cuts

Dates between Fed rate cuts	Length of pause
7/13/90 - 10/29/90	3.5 months
12/20/91 - 4/9/92	3.5 months
7/6/95 - 12/19/95	5 months
11/6/02 - 6/25/03	7 months
4/30/08 - 10/18/08	6.5 months
10/31/19 - 3/3/20	4 months
12/18/24 - ?	?

Stocks & bonds have done well when Fed cuts resume

1 yr avg. forward returns after Fed began to cut rates again



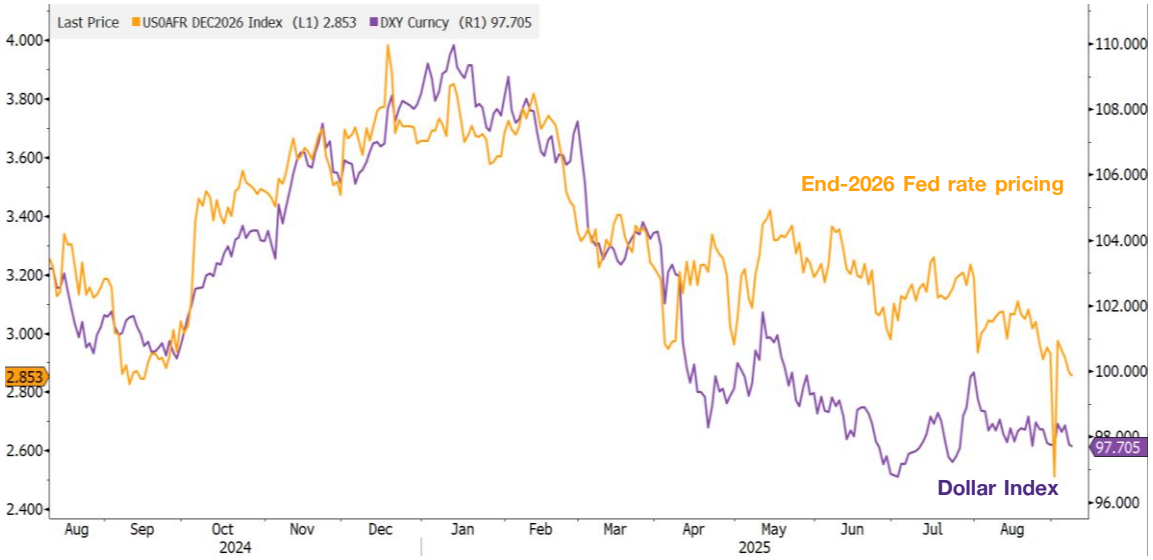
Source: BlackRock, Morningstar as of 6/30/25. U.S. bonds represented by the Bloomberg U.S. Agg Bond Intermediate TR Index, and all bond categories represented by their respective Morningstar category average. Past performance does not guarantee or indicate future results. Index performance is for illustrative purposes only. You cannot invest directly in the index.

Source: BlackRock, Morningstar and the St Louis Federal Reserve as of 7/31/25. U.S. bonds represented by the Bloomberg U.S. Agg Bond TR Index, U.S. stocks represented by the S&P 500 index, Cash represented by the Taxable Money Market fund category as defined by Morningstar, Multisector bond represented by the Multisector bond fund category as defined by Morningstar, Int'l stocks represented by the MSCI EAFE Index, Large growth represented by the Russell 1000 Growth TR index and Large value represented by the Russell 1000 Value TR index. Past performance does not guarantee or indicate future results. Index performance is for illustrative purposes only. You cannot invest directly in the index.

2 เงินดอลลาร์ สรอ. มีแนวโน้มอ่อนค่า จากแนวโน้มลดดอกเบี้ยของ Fed และโมเมนตัม GDP สหรัฐฯ ที่แผ่ว

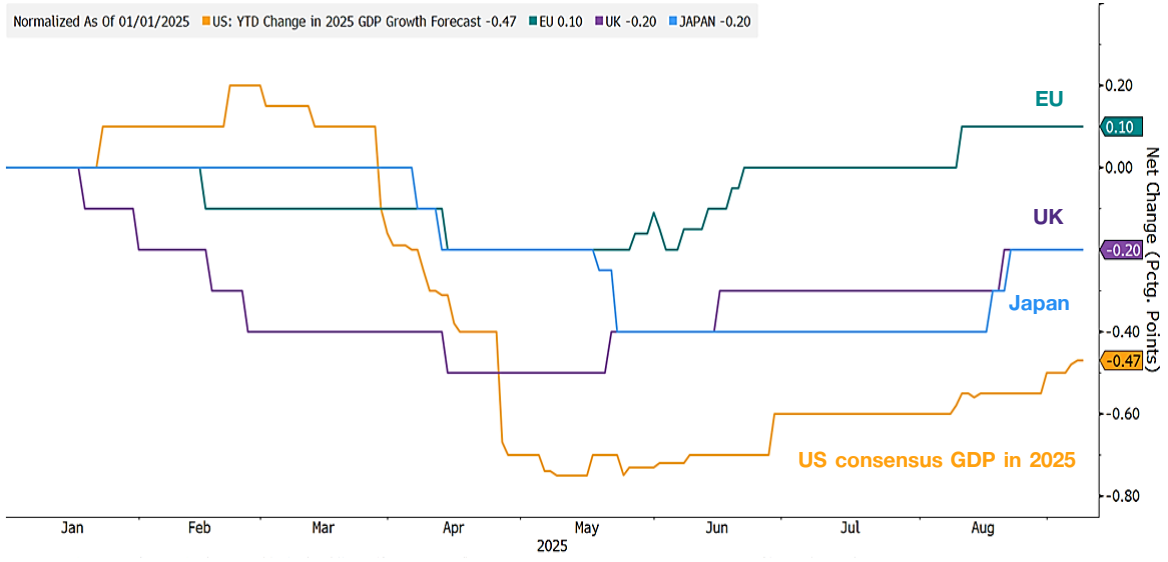
- เงินดอลลาร์ สรอ. ยังมีแนวโน้มอ่อนค่า โดยมีปัจจัยกดดันหลักจากการที่ 1) Fed มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ย ซึ่งคาดว่า จะเริ่มในเดือน ก.ย. และการผ่อนคลายทางการเงินเพิ่มเติมหลังจากนั้น 2) เศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มแผ่วลง บ่งชี้จากข้อมูลตลาดแรงงานที่อ่อนแอลง ขณะที่ โมเมนตัมการเติบโตของที่อื่นๆ ที่เริ่มดีกว่าสหรัฐฯ 3) ความกังวลเสถียรภาพการคลังสหรัฐฯ และความเป็นอิสระของ Fed โดยรัฐบาลสหรัฐฯ ต้องการที่จะเห็นอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง และเงินดอลลาร์ สรอ. ที่อ่อนค่าลง และ 4) ความต้องการการป้องกันความเสี่ยงค่าเงินของนักลงทุนต่างชาติที่ถือสินทรัพย์สหรัฐฯ
- นอกจากนี้ เงินยูโรมีแนวโน้มแข็งค่าเทียบเงินดอลลาร์ สรอ. จากปัจจัยเฉพาะ อย่าง 1) การที่ ECB มีแนวโน้มยุติการลดดอกเบี้ย แต่ Fed มีแนวโน้มลดดอกเบี้ยต่อ และ 2) แนวโน้มการผ่อนคลายการคลัง ที่เน้นลงทุน (เงินออมถูกใช้เพื่อลงทุนในยุโรปเป็นหลัก แทนที่จะเป็นนอกยุโรป) ของกลุ่ม EU ด้านเงินเยนมีแนวโน้มแข็งค่าเทียบเงินดอลลาร์ สรอ. จาก 1) แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไปของ BoJ ซึ่งคาดจะขึ้นดอกเบี้ยครั้งถัดไปในเดือน ม.ค. 2026 และ 2) แนวโน้มความชัดเจนทางการเมืองที่มากขึ้น แม้ช่วงสั้น การเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP ที่ใกล้เข้ามา อาจกดดันค่าเงิน ก็ตาม

USD moves in tandem with end-2026 Fed cut pricing



Source: Bloomberg (data as of 8 Sep 2025), SCB CIO

Key DM economies are gaining GDP momentum over US



Source: Bloomberg (data as of 8 Sep 2025), SCB CIO

2 เงินดอลลาร์ สรอ. ที่อ่อนค่า จะช่วยหนุนเสถียรภาพเศรษฐกิจ และเพิ่ม room การลดดอกเบี้ยใน EM Asia

SCB WEALTH | BlackRock

แนวโน้มการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์ สรอ. ถือเป็นผลดีต่อตลาดหุ้น EM Asia เนื่องจาก ส่งเสริมให้เงินทุนไหลเข้าภูมิภาคมากขึ้น เพิ่มสภาพคล่อง และหนุน valuation ขณะที่ การผ่อนคลายทางการเงินของ Fed เป็นปัจจัยสนับสนุนต่อตลาดการเงิน และเสถียรภาพเศรษฐกิจของประเทศ EM Asia

ประเทศ	แนวโน้มค่าเงิน	นัยต่อตลาดหุ้น
จีน	(+) เงินหยวนมีแนวโน้มแข็งค่า เนื่องจาก • Sentiment ตลาดหุ้นจีนที่ดีขึ้น • การออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากทางการจีน	(+) แม้เงินหยวนแข็งค่า แต่กำไรกลุ่ม Tech ที่มีแนวโน้มเติบโต ตามพัฒนาการ AI ในจีน จะถูกกระทบจำกัด ขณะที่ หุ้นจีนได้ผลบวกจากเงินทุนไหลเข้าหุ้น EM และสภาพคล่องในจีน ซึ่งมีแนวโน้มเข้าสินทรัพย์การเงิน รวมถึงหุ้น
เกาหลีใต้	(+) เงินวอนมีแนวโน้มได้แรงหนุนจาก • เงินทุนที่ยังไหลเข้าตลาดหุ้น จาก Value-Up program • ความไม่แน่นอนการค้าสหรัฐฯ ลดลง • การเตรียมเข้าสู่ ดัชนีพันธบัตรโลก (คาด 4Q2025)	(+) แม้เงินวอนที่แข็งค่า เป็นปัญหาต่อตลาด ซึ่งพึ่งพาการส่งออกสูงอย่างเกาหลีใต้ แต่ตลาดยังได้แรงหนุนจากการปฏิรูปธรรมาภิบาล เงินทุนไหลเข้า การส่งเงินกลับ การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ และการเติบโตของ EPS
ไทย	(+) เงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าเล็กน้อย • แนวโน้มการลดดอกเบี้ยของกนง. ควบคู่กับ การกระตุ้นทางการคลังจะช่วยหนุน GDP	(/) แม้เงินบาทที่แข็งค่า จะกดดันภาคส่งออก แต่การที่ทางการให้จูงใจในการลงทุนใน EVs และเศรษฐกิจดิจิทัล รวมทั้ง นโยบายการเงินการคลังที่ผ่อนคลาย จะลดผลลบที่มีต่อหุ้น
อินเดีย	(-) เงินรูปีมีแนวโน้มเผชิญแรงกดดันจากกำแพงภาษีสหรัฐฯ ที่ 50% ซึ่งจะกระทบต่อดุลบัญชีเดินสะพัด ขณะที่ RBI ไม่น่าใช้ทุนสำรองจำนวนมาก เพื่อพยุงค่าเงิน	(/) แม้เงินรูปีที่อ่อนค่าลง จะเพิ่มต้นทุนนำเข้าพลังงาน (กดดัน margins) และ จะเพิ่มความเสี่ยงเงินทุนไหลออก แต่ตลาดยังได้แรงหนุนจากแนวโน้มอุปสงค์ในประเทศที่ยังแข็งแกร่ง

Source: SCB CIO

อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และเงินเฟ้อประเทศหลักใน EM Asia (คาดโดย SCB CIO)

	อัตราดอกเบี้ยนโยบายล่าสุด	สิ้นปี 2025E	สิ้นปี 2026E	อัตราเงินเฟ้อล่าสุด	เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ
PBoC	1.40%	1.30%	1.10%	0.0%	2.0%
BoK	2.50%	2.25%	2.25%	1.3%	2.0%
BoT	1.50%	1.25%	1.00%	-0.8%	2.5% ± 0.5%
RBI	5.50%	5.25%	5.25%	2.1%	4.0% ± 2.0%

*China (7d OMO rare), Korea (base rate), BoT & RBI (repo rate) / **CPI for all except South Korea use Core CPI

มาตรวัดด้านการคลังของประเทศหลักใน EM Asia (คาดโดย Consensus)

	หนี้สาธารณะต่อ GDP	ดุลการคลัง GDP ใน 2025E	สัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อหนี้สาธารณะ	อายุคงเหลือเฉลี่ยของหนี้
จีน	96%	-5.6%	0%	6.1 ปี
เกาหลีใต้	54%	-2.3%	1%	10.1 ปี
ไทย	65%	-4.4%	1%	8.2 ปี
อินเดีย	30%	-4.4%	0%	11.9 ปี
สหรัฐฯ	122%	-6.3%	0%	5.8 ปี

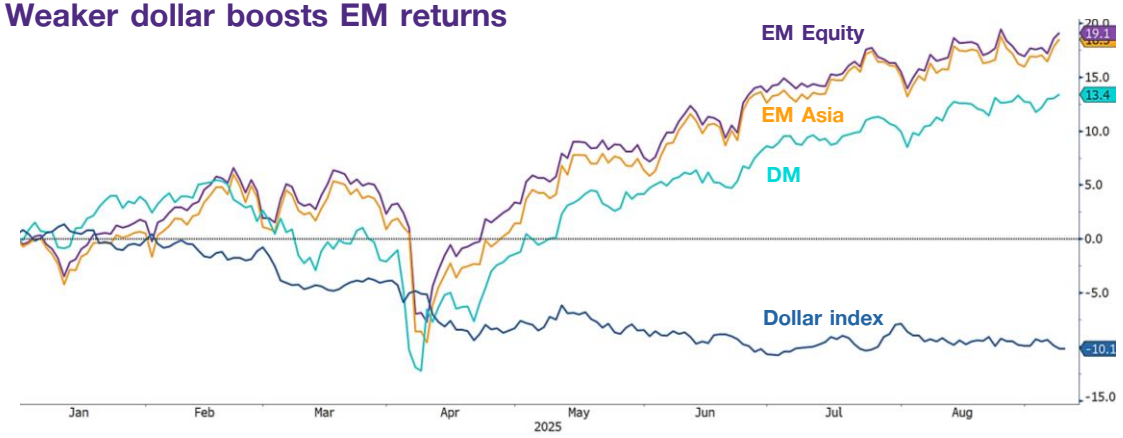
ธนาคารกลางใน EM Asia มีแนวโน้มลดดอกเบี้ย ตามที่มุ่งเน้นกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ และตามเงินเฟ้อส่วนใหญ่ซึ่งยังอยู่ในกรอบเป้าหมาย ส่วนรัฐบาลใน EM Asia มี room กระตุ้นการคลัง ตามที่หนี้ต่อ GDP ยังไม่สูงเมื่อเทียบประเทศหลักใน DM และ GDP ที่มีศักยภาพเติบโตสูง

Source: Bloomberg, MSCI, FactSet, I/B/E/S, (data as of 6 Sep 2025), SCB CIO

2 เงินดอลลาร์ สรอ. ที่มีแนวโน้มอ่อนค่า จะส่งผลบวกต่อตลาดหุ้น EM Asia ผ่าน EPS และ inflows ที่เพิ่มขึ้น

SCB WEALTH | BlackRock

Weaker dollar boosts EM returns



Source: Bloomberg (data as of 9 Sep 2025), SCB CIO

EM performance during periods of USD weakness

Start Date	End Date	# of Days	Start	End	Chg.	MSCI EM	EM Asia
3/21/2003	6/13/2003	82	101.4	95.5	-5.8	17.0	13.7
9/3/2004	1/14/2005	131	94.6	89.7	-5.2	19.4	15.3
8/17/2007	11/23/2007	96	85.6	81.1	-5.2	23.8	23.5
11/21/2008	12/19/2008	28	91.7	87.2	-5	24.5	25.0
3/6/2009	6/12/2009	96	93.3	85.9	-7.9	61.8	60.4
8/27/2010	11/5/2010	68	84.6	80.3	-5.2	19.2	19.6
12/17/2010	4/29/2011	132	82.2	77.2	-6.1	7.9	7.9
1/22/2016	4/29/2016	97	102	96.4	-5.5	18.2	11.6
5/5/2017	9/8/2017	123	101.7	95.5	-6.1	11.5	12.3
6/26/2020	1/8/2021	192	106.5	98.3	-7.7	35.5	38.2
3/28/2025	8/29/2025	151	113.7	108.3	-4.8	12.3	12.7
Median		**97**			**-5.5**	**19.2**	**15.3**

Source: MSCI, Bloomberg, SCB CIO

MSCI	Valuations (P/E)		Consensus EPS		FII net buying (US$mn)		
	F12m	F24m	2025E	2026E	1W	1M	YTD
China	12.8	11.2	1.8%	15.9%	4,238	14,254	129,772
Korea	10.3	9.0	17.8%	16.4%	549	-237	-5,352
Thailand	15.4	14.5	10.3%	2.4%	-10	-765	-2,519
India	22.2	19.3	10.5%	15.1%	-371	-4,295	-15,692

EM FX is supported by growth premium over DM (Consensus estimates)

Real GDP	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
EM	4.9%	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%	4.1%	4.2%
DM	2.3%	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%	1.7%	1.8%
EM-DM	**2.6%**	**3.1%**	**2.7%**	**2.5%**	**2.2%**	**2.4%**	**2.4%**

- เงินดอลลาร์ สรอ. ที่อ่อนค่า ช่วยลดต้นทุนชำระหนี้ USD หนุนกำไร และเพิ่มผลตอบแทนของนักลงทุนเมื่อแปลงกลับมาเป็น USD
- สถิติในอดีต ในช่วงที่ค่าเงินดอลลาร์ สรอ. อ่อนค่าลง บ่งชี้ว่า ทั้งดัชนีหุ้น EM และดัชนีหุ้น EM Asia ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่เป็นบวก
- Consensus คาด EPS ดัชนีหุ้นหลักใน EM Asia ปี 2025-2026 มีแนวโน้มเติบโตดี ส่วนเงินดอลลาร์ สรอ. ที่มีแนวโน้มอ่อนค่าเทียบสกุลเงินส่วนใหญ่ใน EM Asia จะช่วยหนุนเงินทุนไหลเข้าภูมิภาคนี้

Source: Bloomberg, MSCI, FactSet, I/B/E/S, (data as of 9 Sep 2025), SCB CIO

3 Anti-involution ที่ลดสงครามราคา และกำลังผลิตส่วนเกิน อาจกดดัน GDP จีน ช่วงสั้น แต่จะหนุนเงินเฟ้อ

SCB WEALTH | BlackRock

เปรียบเทียบ การปฏิรูปด้านอุปทานปี 2015–2016 กับ แนวนโยบาย Anti-involution

	การปฏิรูปด้านอุปทาน 2015-2016	Anti-involution ตั้งแต่ปี 2025
ภูมิหลัง	ภาคอสังหาฯ ชะลอลงรุนแรง และมีการออกมาตรการกระตุ้นขนาดใหญ่ หลังช่วงวิกฤติการเงินโลก	ภาคอสังหาฯ ชะลอตัวลงยาวนาน ขณะเดียวกัน มีกำลังการผลิตส่วนเกิน จากผลพวงของอุปสงค์โลกที่มากหลังโควิด
ปัจจัยภายนอก	สภาพแวดล้อมภายนอก ยังไม่ได้กดดันมากนัก และไม่มีสงครามการค้า	เผชิญสงครามการค้า และเสียงวิจารณ์จากชาติต่าง ต่อการส่งออกจีนที่เร่งตัว
แนวทางนโยบาย	บังคับใช้มาตรการเพื่อลดกำลังการผลิตโดยตรง โดยเฉพาะในถ่านหินและเหล็ก พร้อมกับคุมเข้มมาตรฐานกฎและสิ่งแวดล้อม	ครอบคลุมและขับเคลื่อนการผลิตด้วยกลไกตลาดมากขึ้น มีแนวโน้มผสมผสานบทบาทรัฐ สมาคมอุตสาหกรรม และผู้เล่นรายใหญ่ โดยความสมัครใจ
อุตสาหกรรมเป้าหมาย	ถ่านหิน เหล็ก และสินค้าอุตสาหกรรมอื่นๆ (ปูนซีเมนต์ กระจกแผ่นเรียบ และการต่อเรือ) ซึ่งส่วนใหญ่เป็น SOEs	ครอบคลุมมากขึ้น ทั้งต้นน้ำ กลางน้ำ และปลายน้ำ รวมถึงอุตสาหกรรมเกิดใหม่ และมีสัดส่วน POEs มากขึ้น

SCB CIO คาด จีนจะทยอยออกมาตรการ anti-involution แบบค่อยเป็นค่อยไป ผ่านกลไกตลาด และ ลดกำลังการผลิต โดยมาตรการปฏิรูปเชิงโครงสร้าง จะชัดเจนขึ้นในการเผยแพร่ 5 ปี ในช่วงเดือน ต.ค.นี้

ผลกระทบมหภาค: การลดกำลังผลิต อาจกดดันการจ้างงาน และ GDP จีนในระยะสั้น ขณะที่ รัฐบาลอาจเพิ่มการสนับสนุนการคลัง เช่น ยกเว้นภาษี หรือ ให้เงินอุดหนุนแก่บริษัท เพื่อรักษาเสถียรภาพในตลาดแรงงาน ด้านเงินเฟ้ออาจฟื้นตัว โดยเฉพาะหากออกมาตรการกระตุ้นอุปสงค์ควบคู่

Source: SCB CIO

เหตุการณ์หลักที่เกี่ยวกับประเด็น Anti-Involution

ก.ค.

- 01 ที่ประชุม CFEAC ยกระดับประเด็น anti-involution เป็นนโยบายหลัก
- 16 ครม. ประกาศมาตรการทั้งระยะสั้นและระยะยาว เพื่อควบคุมการแข่งขันในอุตสาหกรรมรถยนต์ไฟฟ้า
- 18 SAMR เรียกแพลตฟอร์มจัดส่งอาหารรายใหญ่เข้าหารือ
- 19 MIIT ประกาศปฏิรูปด้านอุปทานสำหรับ 10 อุตสาหกรรมหลัก อาทิเช่น โลหะนอกกลุ่มเหล็ก, ปิโตรเคมี และวัสดุก่อสร้าง
- 22 NEA ออกประกาศจำกัดการผลิตถ่านหินส่วนเกินใน 8 มณฑลหลัก
- 30 ผลการประชุม Politburo ย้ำ anti-involution เป็นธีมสำคัญ

ก.ย.

- 3 การจัดสวนสนามทางทหารที่ปักกิ่ง อาจทำให้การผลิตในพื้นที่ใกล้เคียงหยุดชะงัก เช่น อุตสาหกรรมเหล็ก และเหมืองถ่านหิน

ต.ค.

- / ประชุม 4th Plenum: คาดเผยแพร่แผนพัฒนา 5 ปี ซึ่งครอบคลุมนโยบายอุตสาหกรรม และ การปฏิรูปเชิงโครงสร้าง

ธ.ค.

- / ประชุม CEWC: คาดกำหนดภารกิจหลักด้าน anti-involution สำหรับปี 2026 และอาจประกาศ แผนควบรวมกิจการในระดับอุตสาหกรรม

3 ในระยะกลางถึงยาว คาด มาตรการ anti-involution จะช่วยหนุนอัตรากำไรในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง

SCB WEALTH | BlackRock

มาตรการที่คาด จะเกิดขึ้นภายใต้นโยบาย anti-involution ในแต่ละอุตสาหกรรมเป้าหมาย

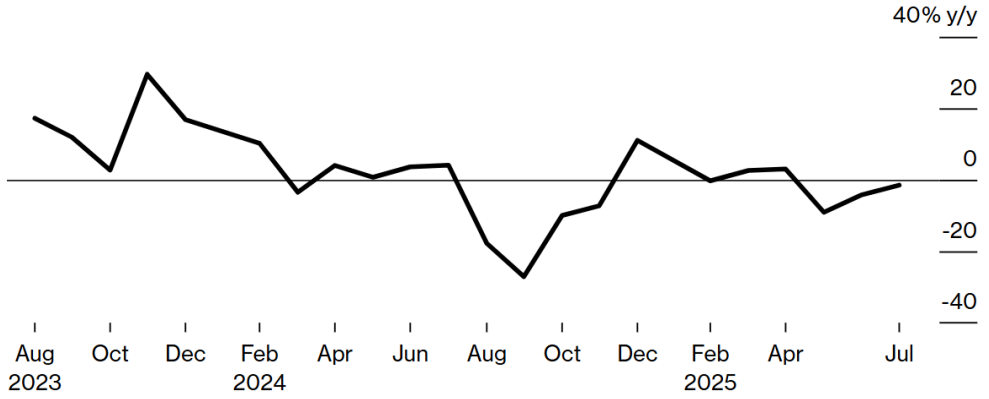
กลุ่มอุตสาหกรรม	ลักษณะอุตสาหกรรม	มาตรการที่คาดว่าจะใช้
อุตสาหกรรมต้นน้ำ	ถ่านหิน, เหล็ก, ลิเทียม และโซลาร์ซิลิคอน	• จำกัดกำลังการผลิตและการควบคุม output อย่างเข้มงวด • ตรวจสอบเข้มงวดด้านสิ่งแวดล้อมและความปลอดภัย • ยกเลิกกำลังการผลิตล้าสมัย • capacity cut หรือควบรวมกิจการ
อุตสาหกรรมกลางน้ำและปลายน้ำแบบดั้งเดิม	ซีเมนต์ เหล็กกล้าแปรรูป เคมีภัณฑ์	• ควบคุมโครงสร้างราคา และการแข่งขัน • ใช้กฎระเบียบการตลาดอย่างเข้มงวด • หนุนการควบรวมและลดกำลังการผลิต
อุตสาหกรรมเกิดใหม่ / เศรษฐกิจใหม่	รถยนต์ไฟฟ้า, แบตเตอรี่ และแพลตฟอร์มดิจิทัล	• ปรับการแข่งขันจากสงครามราคา เป็นเน้นคุณภาพและนวัตกรรม • หนุนกลยุทธ์ going global เพื่อแข่งขันระดับสากล • กำกับดูแลลูกจ้างและรูปแบบการจ้างงาน • กำกับดูแลแพลตฟอร์มดิจิทัลเพื่อสร้างการแข่งขันที่เป็นธรรม

ในเดือน ก.ค. กระทรวงอุตสาหกรรมและเทคโนโลยีสารสนเทศจีน ประกาศปฏิรูปด้านอุปทานสำหรับ 10 อุตสาหกรรมเป้าหมาย ได้แก่ *เหล็ก, โลหะที่ไม่ใช่เหล็ก, ปิโตรเคมี, เคมีภัณฑ์, วัสดุก่อสร้าง, เครื่องจักร, ยานยนต์, อุปกรณ์พลังงาน, อุตสาหกรรมเบา และอิเล็กทรอนิกส์* ส่วนรายละเอียดมาตรการต่างๆ ของแต่ละอุตสาหกรรมฯ คาดว่า จะออกมาในระยะอันใกล้

Source: SCB CIO

China's industrial profits contract in July

Companies record narrower fall in profits than previous month



Source: NBS, Bloomberg (data as of 27 Aug 2025), SCB CIO

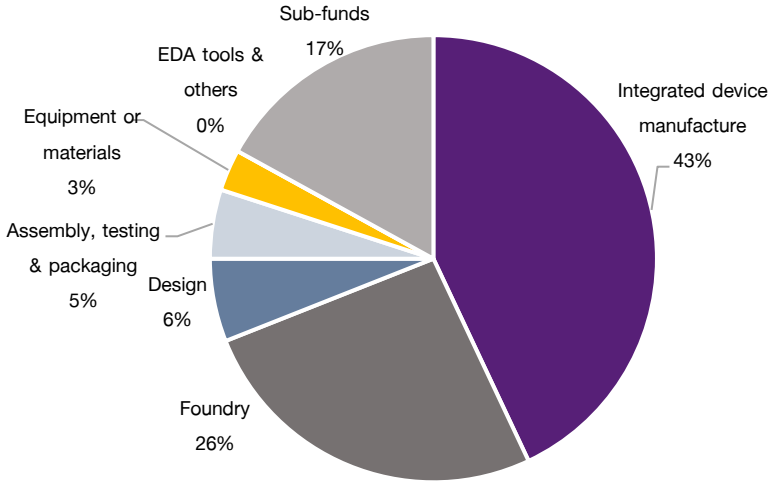
นัยต่อตลาดหุ้นจีน: ระยะสั้น ผลบวกจากนโยบาย anti-involution ต่อพื้นฐานบริษัทอาจยังจำกัด แต่ระยะกลางถึงยาว มีโอกาสหนุนกำไรและ ROE จากการฟื้นตัวของอัตรากำไร โดยสถิติชี้ว่า การเพิ่มขึ้นของ PPI ช่วยหนุนกำไรของกลุ่มที่ไม่ใช่การเงิน **คาดกลุ่มที่จะได้อานิงส์ คือ**

1) **บริษัทรายใหญ่ที่มีเทคโนโลยี และประสิทธิภาพสูง** - ได้ประโยชน์จากแนวโน้มการควบรวมกิจการที่เพิ่มขึ้น
2) **กลุ่มโซลาร์, เคมีภัณฑ์ และลิเทียม** – แม้ในปัจจุบัน มีกำไรต่ำ แต่มีศักยภาพเติบโตระยะยาวจากการปรับโครงสร้าง และมูลค่าน่าสนใจ
3) **กลุ่มเหล็กและซีเมนต์** – เป็นกลุ่มต้นน้ำที่คาดว่าจะมีการควบคุมการผลิตเข้มงวด หนุนอัตรากำไรดีขึ้น

3 ทางการจีนกำลังเร่งผลักดันภาคเทคโนโลยี โดยเฉพาะ AI และเซมิคอนดักเตอร์ เพื่อลดการพึ่งพาต่างชาติ

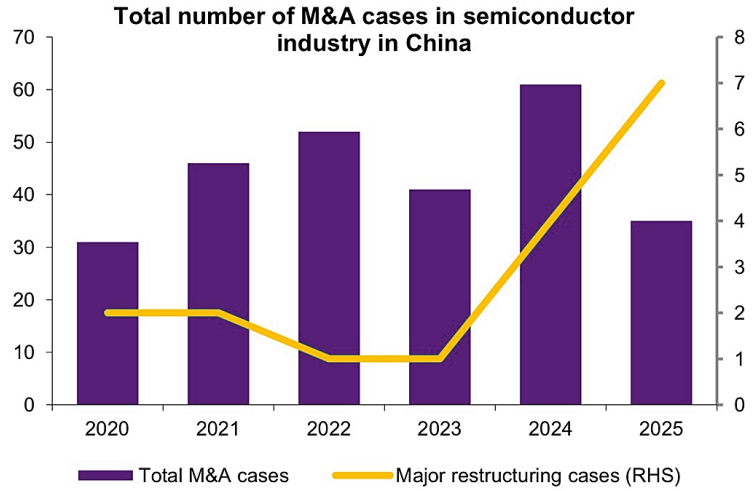
- จีนออกนโยบาย AI+ ซึ่งมีแผนงานเชิงกลยุทธ์สำคัญ 6 ข้อ 1) พัฒนาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี 2) พัฒนาอุตสาหกรรม 3) ปรับปรุงคุณภาพการบริโภค 4) ยกระดับความเป็นอยู่ที่ดี 5) เสริมสร้างความสามารถในการกำกับดูแล และ 6) ความร่วมมือในระดับโลก สำหรับเป้าหมายของ AI+ เป็นดังนี้
  - ตั้งเป้าสำหรับการใช้งาน AI ให้ครอบคลุมกว่า 70% ของอุปกรณ์ และแอปพลิเคชันอัจฉริยะ ภายในปี 2027 และกว่า 90% ภายในปี 2030
  - ส่งเสริมการพัฒนารถยนต์อัจฉริยะ หุ่นยนต์ โทรศัพท์ และคอมพิวเตอร์ที่ขับเคลื่อนด้วย AI ซึ่งสะท้อนการบูรณา AI ในระดับอุตสาหกรรม
  - สนับสนุนนวัตกรรมในชิป AI พร้อมทั้ง เรียกร้องให้มีการสนับสนุนทางการเงิน และการออกกฎหมายเพิ่มขึ้น
- จีนเปิดตัว Big Fund III ที่มีทุนจดทะเบียนสูงถึง 344 พันล้านหยวน (มากกว่า Big Fund I และ II รวมกัน) เพื่อเสริมความแข็งแกร่งและลดการพึ่งพาเทคโนโลยีต่างประเทศในเซมิคอนดักเตอร์ ผ่านการ 1) พลิตแผ่นเวเฟอร์ 2) แก้ไขปัญหาคอขวดในภาคเซมิคอนดักเตอร์ และ 3) สนับสนุนเทคโนโลยี AI
- ก่อนหน้านี้ จีนยังมี Six M&A Guidelines ที่ส่งเสริม M&A ในอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ เพื่อเสริมห่วงโซ่อุปทาน และขีดความสามารถเทคโนโลยี
- **ดังนั้น SCB CIO จึงมีมุมมองบวกต่อหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีจีน จากแนวนโยบายสนับสนุนจากทางการจีนที่เน้นพัฒนา AI และพึ่งพาตนเองด้านเทคโนโลยี**

Share of Big Fund I and II investment by segment



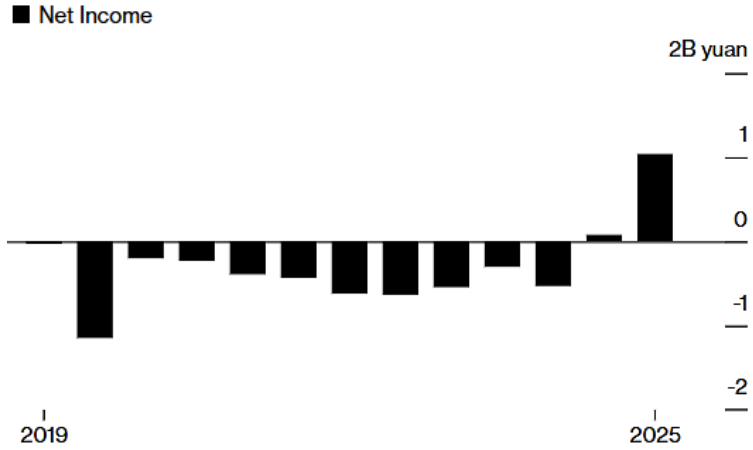
Source: Semiconductor Industry Association (as of Aug 2025), SCB CIO

China policy push for industry consolidation



Source: STCN (as of Aug 2025), SCB CIO

Cambricon EPS turnaround with High AI demand



Source: Bloomberg (as of Aug 2025), SCB CIO


SCB WEALTH | BlackRock.
MARKET OVERVIEW
By SCB CIO

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ

Investment Outlook

- เดือน ก.ย. ตลาดหุ้นสหรัฐฯ อาจพักฐาน จากปัจจัยฤดูกาล ตามสถิติ 10 ปีที่ผ่านมา ดัชนี S&P 500 ลดลงเฉลี่ย -4.3% เดือน ก.ย. ซึ่งมีปัจจัยเอื้อ เช่น 1) เป็นช่วงงดซื้อหุ้นคืน 2) ปรับพอร์ตสิ้นไตรมาสกับขายเพื่อลดภาษี 3) มีโอกาสที่บจ.จะออก EPS warning ก่อนเผยงบ และ 4) สภาพคล่องตึงตัว อย่างไรก็ดี สถิติชี้ ตลาดฯ สามารถกลับมาฟื้นตัวได้ในไตรมาสที่ 4
- ใน 2Q2025 EPS ดัชนี S&P 500 +11%YoY (ก่อนเผยงบคาดที่ +4%) ช่วยหนุนแนวโน้ม EPS ทั้งปี 2025 และ 2026 ยังโตดีที่ 9% และ 15% ตามลำดับ อีกทั้ง การนำ AI มาใช้มากขึ้น สะท้อนศักยภาพการโตในระยะยาว ทั้งนี้ Nvidia เผยงบที่ชี้ว่า การเติบโต AI ยังดำเนินต่อ โดยคาดการใช้จ่ายโครงสร้างพื้นฐานด้าน AI ที่ $3-4 ล้านล้าน ภายในสิ้นปี 2030
- แม้ S&P 500 Fwd P/E สูงกว่า ค่าเฉลี่ยและดัชนีหุ้น DM อื่น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการจัดสรรสินทรัพย์ของนักลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ แตะระดับ all-time high แต่ P/E อาจยังทรงตัวระดับสูง ตาม EPS และ ROE ที่โดดเด่น

Market Implication

- แม้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ เสี่ยงพักฐานระยะสั้น แต่ SCB CIO ยังแนะนำลงทุนระยะยาวในพอร์ตหลัก สอดคล้องกับ BLK ที่ยัง Overweight ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ตามที่ยังได้รับอานิสงส์หลักจากธีม AI และการขยายตัวของ EPS

Catalyst

(+) Fed อาจส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยต่อเนื่อง หลังน่าจะปรับลดในเดือน ก.ย.

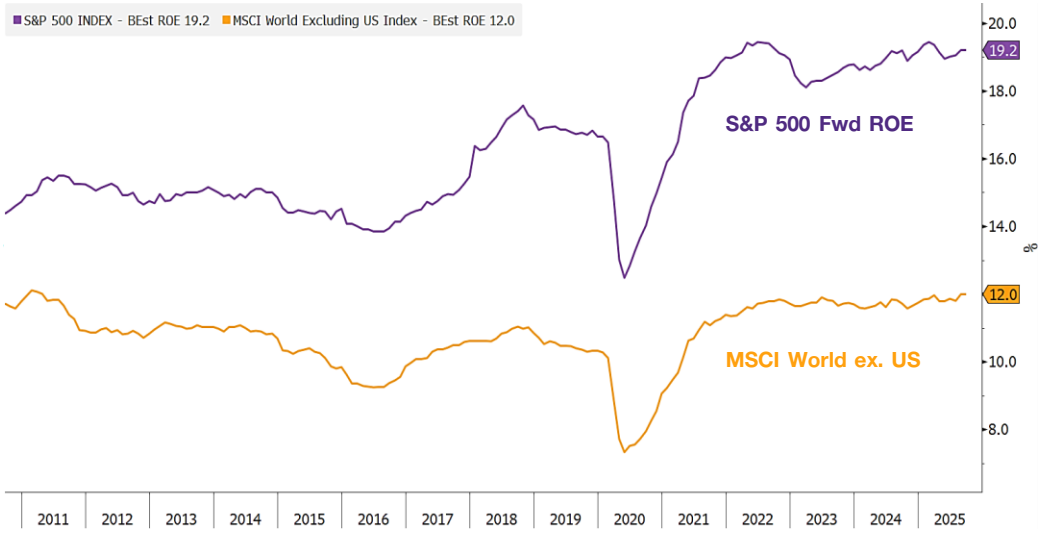
(-) ความเสี่ยงสหรัฐฯ อาจจัดเก็บภาษีนำเข้าเซมิคอนดักเตอร์ในอัตราที่สูง

September's negative seasonality for US equity market

	S&P 500 Seasonality			
	Sep	Oct	Nov	Dec
	10-year average			
Up-move	1.5%	5.5%	4.7%	3.3%
Hit rate	40%	50%	90%	60%
Down-move	-4.3%	-3.0%	-0.8%	-4.8%
Hit rate	60%	50%	10%	40%

Source: Bloomberg, SCB CIO

Return on equity (ROE): US vs World



Source: Bloomberg (data as of 5 Sep 2025), SCB CIO

ตลาดหุ้นยุโรป

Investment Outlook

- ความไม่แน่นอนทางการเมืองในฝรั่งเศสลดลง หลังการแต่งตั้งนายกฯ คนใหม่ ทำให้สามารถนำเสนอร่างงบประมาณปี 2569 ในเดือน ต.ค. ได้ตามกำหนดการ เพื่อแก้ปัญหาขาดดุลการคลัง ทั้งนี้ SCB CIO มองว่าการปรับลดการขาดดุลงบประมาณแบบค่อยเป็นค่อยไป จะช่วยลดความเสี่ยงทางการเมืองในระยะถัดไปได้
- ECB ประกาศคงดอกเบี้ยที่ 2% หลังอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายของ ECB ที่ 2% คาดว่าจะมีการปรับลดดอกเบี้ยอีกเพียงหนึ่งครั้งในช่วง 4Q2025-1Q2026
- กำไรบริษัทจดทะเบียนยุโรปใน 2Q2025 สะท้อนการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ในขณะที่แนวโน้มใน 3Q2025 คาดว่า จะได้รับผลกระทบจากภาษีนำเข้าสหรัฐฯ และค่าเงินยูโรที่แข็งค่าขึ้น โดย SCB CIO คาดว่า กำไรจะสามารถเติบโตเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2026

Market Implications

- SCB CIO มองว่า ตลาดหุ้นยุโรปที่ปรับตัวลดลง ได้สะท้อนความเสี่ยงเรื่องปัจจัยการเมืองฝรั่งเศสไปแล้วบางส่วน ในขณะที่ นโยบายการคลังนำโดยเยอรมนี ยังหนุนภาพการเติบโตระยะยาว ทั้งนี้ BLK มีมุมมองเป็นกลางต่อการลงทุนในยุโรป โดยเน้นลงทุนในกลุ่ม Financial, Defense และ Infrastructure ที่ได้รับประโยชน์จากนโยบายภาครัฐ

Catalyst

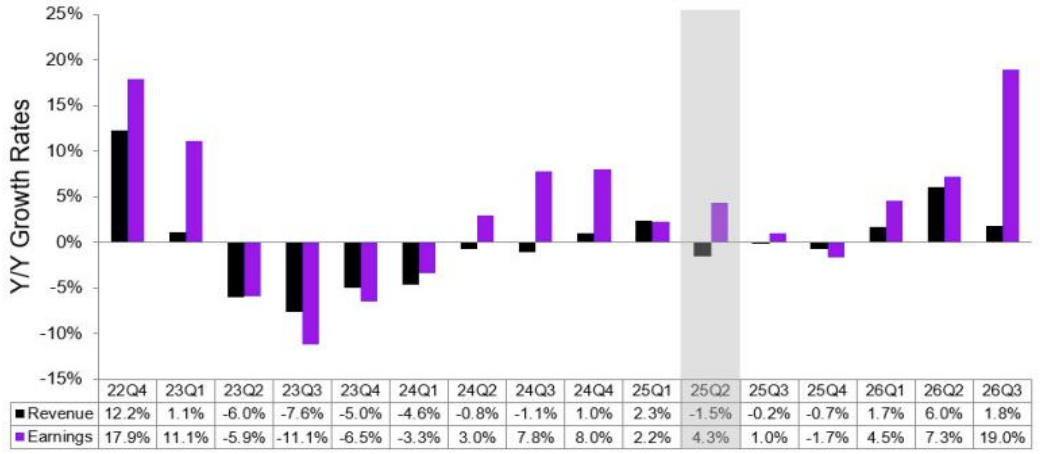
(+) การเจรจาเพื่อยุติสงครามรัสเซีย-ยูเครน

(+) Valuation ที่อยู่ในระดับต่ำกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ หนุนเงินทุนไหลเข้า

10Y French – Bund Spread

Source: Bloomberg (data as 2 Sep 2025), SCB CIO

STOXX 600 Earnings Growth %YoY



	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
Revenue	12.2%	1.1%	-6.0%	-7.6%	-5.0%	-4.6%	-0.8%	-1.1%	1.0%	2.3%	-1.5%	-0.2%	-0.7%	1.7%	6.0%	1.8%
Earnings	17.9%	11.1%	-5.9%	-11.1%	-6.5%	-3.3%	3.0%	7.8%	8.0%	2.2%	4.3%	1.0%	-1.7%	4.5%	7.3%	19.0%

Source: LSEG I/B/E/S (data as 26 Aug 2025), SCB CIO

ตลาดหุ้นญี่ปุ่น

Investment Outlook

- แม้ยังมีความไม่แน่นอนที่พรรคร่วมรัฐบาลจะบริหารงานได้ต่อเนื่องหรือไม่ โดยการเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP ช่วงต้นเดือน ต.ค. ซึ่งหากเปลี่ยนผู้นำและรัฐบาลกลับมาได้เสียงข้างมาก จะช่วยหนุนเสถียรภาพ และความเชื่อมั่น
- กำไรสุทธิดัชนี TOPIX ใน 2Q2025 อยู่ที่ -17%YoY ถูกกดดันหลักจากภาษีนำเข้าสหรัฐฯ ส่วน Guidance คาดกำไรใน FY2025 อยู่ที่ -6% ทั้งนี้ตลาดคาด EPS ของ TOPIX ใน FY2025 อยู่ที่ 1.1%YoY แต่มีโอกาสที่ EPS จะถูกปรับขึ้น ตามภาษีที่ลดลง และมาตรการรับมือของบริษัทต่างๆ
- แม้ Fwd P/E ของ TOPIX เทรดเหนือค่าเฉลี่ยระยะยาว แต่ด้วย EPS ที่มีแนวโน้มถูกปรับประมาณการดีขึ้น การปฏิรูปธรรมาภิบาลที่คืบหน้าขึ้น และ BoJ ที่ยังไม่รีบเร่งขึ้นดอกเบี้ย จะช่วยหนุนให้ valuation ยังเพิ่มขึ้นได้ต่อ
- แม้ว่า YTD เงินทุนต่างชาติไหลเข้าตลาดหุ้นญี่ปุ่นต่อเนื่อง แต่การถือครองยังต่ำกว่าระดับ peak เมื่อปี 2015 จึงยังมีช่องว่างที่ flows ต่างชาติ จะเข้ามาลงทุนญี่ปุ่น ท่ามกลางพัฒนาการ EPS และการปฏิรูปธรรมาภิบาล

Market Implication

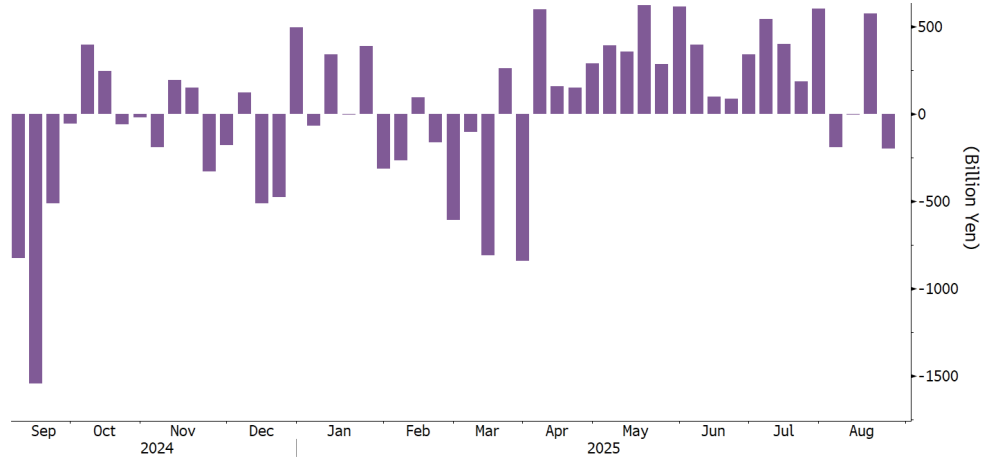
- SCB CIO แนะนำลงทุนตลาดหุ้นญี่ปุ่นในพอร์ตหลัก สอดรับกับมุมมอง Overweight ของ BLK จากแรงกดดันเงินเฟ้อญี่ปุ่นที่กลับมา กำไรบริษัทจดทะเบียนญี่ปุ่นที่ฟื้นตัว และการปฏิรูปธรรมาภิบาลญี่ปุ่นซึ่งเห็นผลชัดขึ้น

Catalyst

(+) Trump รับรองข้อตกลงทางการค้าฉบับใหม่กับญี่ปุ่นอย่างเป็นทางการ

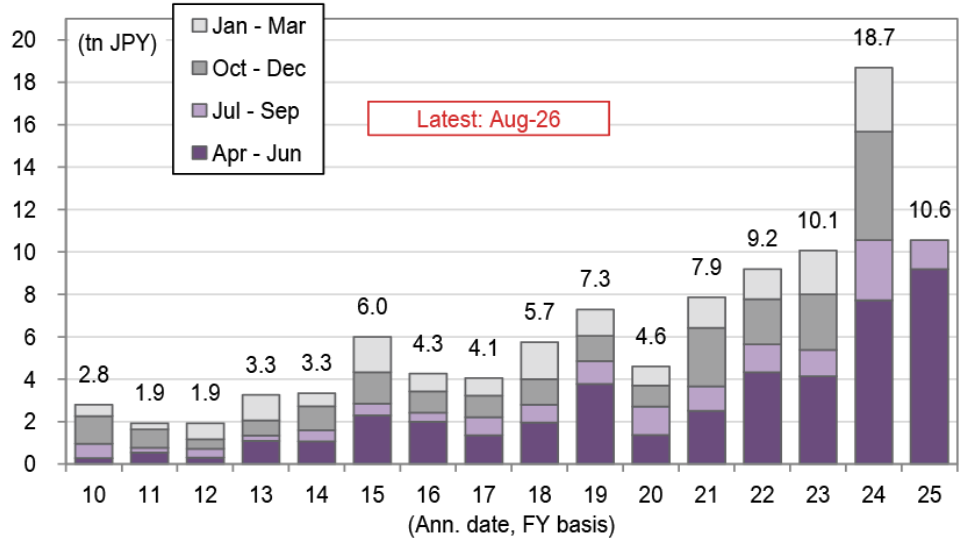
(-) ตลาดอาจผันผวนก่อนทราบผลการเลือกตั้งหัวหน้าพรรค LDP คนใหม่

Ongoing inflow from overseas investors in Japan's market



Source: Bloomberg (data as of 3 Sep 2025), SCB CIO

Amount of share buyback announcements for TOPIX stocks



Source: QUICK (data as of 26 Aug 2025), SCB CIO

ตลาดหุ้นจีน

Investment Outlook

- สภาพคล่องในตลาดที่มีอยู่ ตามการเสริมสภาพคล่องของ PBoC และการใช้จ่ายของรัฐบาล จะช่วยหนุนให้ครัวเรือนจีนมีเงินเหลือเพื่อลงทุนมากขึ้น นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และ CGB Yield ที่ต่ำ รวมทั้ง ตลาดอสังหาฯ ที่ยังซบเซา ช่วยส่งเสริมให้หุ้นจีนกลับมาเป็นทางเลือกที่น่าสนใจ
- ทางการจีนเร่งผลักดันตลาดทุน ผ่านเครื่องมือที่หนุนการลงทุนในหุ้น การซื้อหุ้นคืน รวมทั้ง ยังให้กองทุนรวมเพิ่มสัดส่วนถือหุ้นจีนอย่างน้อย 10% ต่อปี ส่วนบริษัทประกัน SOE ต้องลงทุนหุ้นจีน 30% ของเบี้ยประกันใหม่
- EPS ดัชนีหุ้นจีน ยังมีแนวโน้มขยายตัว ทั้งจากนโยบาย anti-involution ที่ช่วยเพิ่ม margin จากภาคส่งออกจีนที่เสี่ยงลดลงตามความคืบหน้าการค้ากับสหรัฐฯ และ จากความสามารถในการแข่งขันของจีนในตลาดโลกที่ยังสูง ตลาดคาดการณ์ EPS ของดัชนี CSI 300 ในปี 2025 เพิ่มขึ้น +15%YoY
- แม้ Fwd P/E ของ CSI 300 ปรับเพิ่มขึ้นเร็วและสูงกว่าค่าเฉลี่ย แต่ด้วย Earnings yield gap ที่ยังใกล้ค่าเฉลี่ย และ AH premium ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย จึงสะท้อนว่า Valuation ของหุ้นจีน A-shares ยังมีแนวโน้มปรับขึ้นได้ต่อ

Market Implication

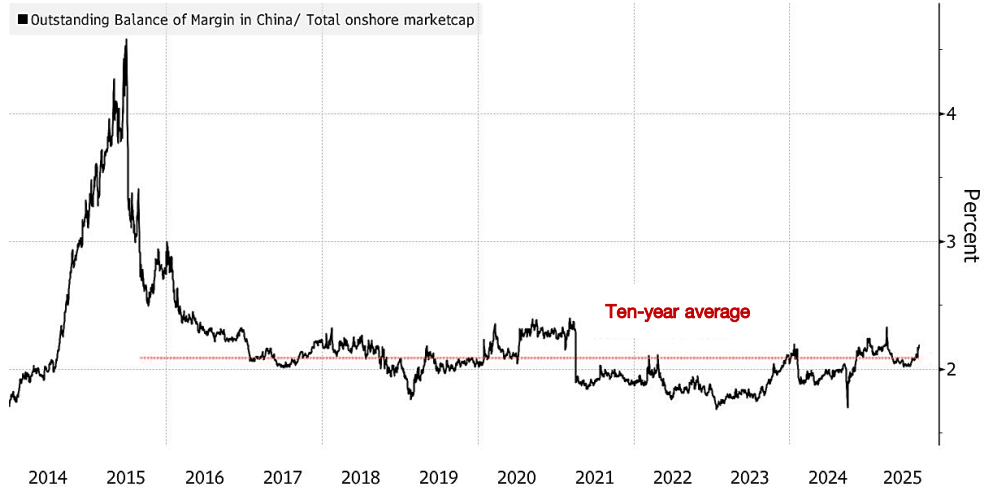
- SCB CIO แนะนำลงทุนตลาดหุ้นจีน All-share ในพอร์ตหลัก และตลาดหุ้นจีน A-share ในพอร์ตเสริม ในขณะที่ BLK มีมุมมอง Neutral ต่อหุ้นจีน

Catalyst

(-) ความเสี่ยงที่ทางการจะออกมาตรการชะลอความร้อนแรงในตลาดหุ้น

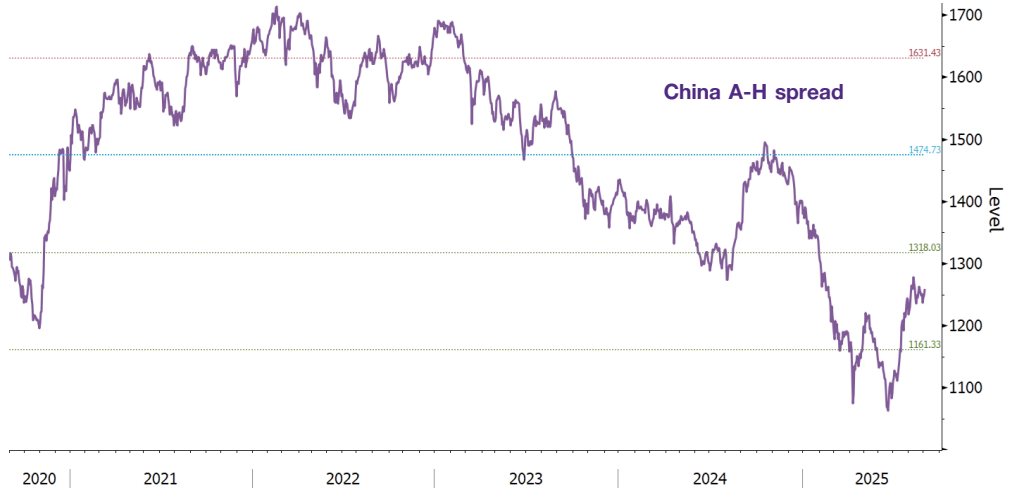
(+) ความหวังมาตรการกระตุ้นจากการประชุม 4th plenum ในเดือน ต.ค.

China margin level as of market cap far from peak



Source: Bloomberg (data as of 2 Sep 2025), SCB CIO

China AH premium could rebound with higher retail inflow



Source: Bloomberg (data as of 3 Sep 2025), SCB CIO

ตลาดหุ้นอินเดีย

Investment Outlook

- สภาภาษีสินค้าและบริการ (GST) อนุมัติปรับโครงสร้างภาษีครั้งสำคัญ มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 22 ก.ย. โดยยกเลิกอัตราภาษีเดิม 12% และ 28% รวมทั้ง กำหนดอัตราภาษีใหม่ 40% สำหรับสินค้าที่เป็นโทษต่อสุขภาพและสินค้าฟุ่มเฟือย ขณะที่ สินค้าส่วนใหญ่จากกลุ่ม 12% จะย้ายไป 5% และจากกลุ่ม 28% จะลดลงเหลือ 18% ซึ่งช่วยกระตุ้นการบริโภคในประเทศ และยังช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อ หนุนโอกาสลดดอกเบี้ยเพิ่มเติมของ RBI
- อินเดียเผชิญกำแพงภาษีจากสหรัฐฯ ที่ 50% (อัตราสูงสุดในกลุ่มเอเชีย) ซึ่งถ้าภาษีที่สูงยังคงอยู่ จะกระทบภาคส่งออก และความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ อย่างไรก็ดี ยังมีความคาดหวังการเจรจาเพื่อผ่อนปรนภาษี ภายในสิ้นปีนี้
- ความเสี่ยงที่ EPS ดัชนีหุ้นอินเดีย จะถูกปรับลงมาก เริ่มมีจำกัด ผลจากการฟื้นตัวในหุ้นที่เน้นอุปสงค์ในประเทศ ตามปัจจัยในประเทศที่เอื้อ ขณะที่ PE ดัชนีฯ เทรด premium ดัชนีหุ้นเอเชีย ลดลงเมื่อเทียบค่าเฉลี่ยในอดีต
- นักลงทุนสถาบันในประเทศเป็นผู้ซื้อสุทธิเป็นเดือนที่ 25 ติดต่อกัน สะท้อนการเพิ่มขึ้นการออมครัวเรือนในรูปแบบสินทรัพย์การเงิน ที่ยังดำเนินต่อ

Market Implication

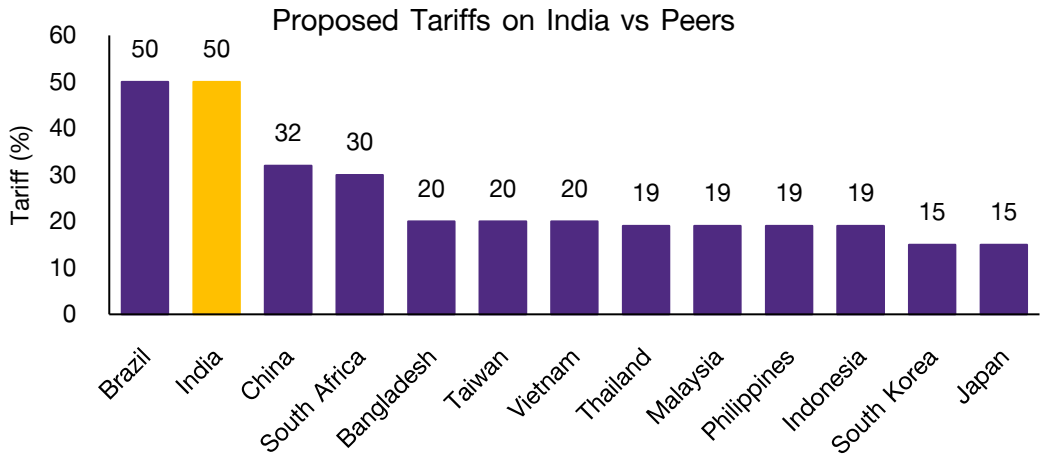
- แม้ว่า ตลาดหุ้นอินเดียมีแนวโน้มผันผวนในระยะสั้น จากความไม่แน่นอนบนข้อพิพาทการค้ากับสหรัฐฯ แต่ SCB CIO ยังคงแนะนำตลาดหุ้นอินเดียในพอร์ตหลัก สอดรับกับ BLK ที่ยังมีมุมมองบวกต่อหุ้นอินเดียในระยะยาว

Catalyst

(-) ความไม่แน่นอนการค้ายังมีอยู่ แม้ล่าสุด Trump พยายามอ่อนท่าทีลง

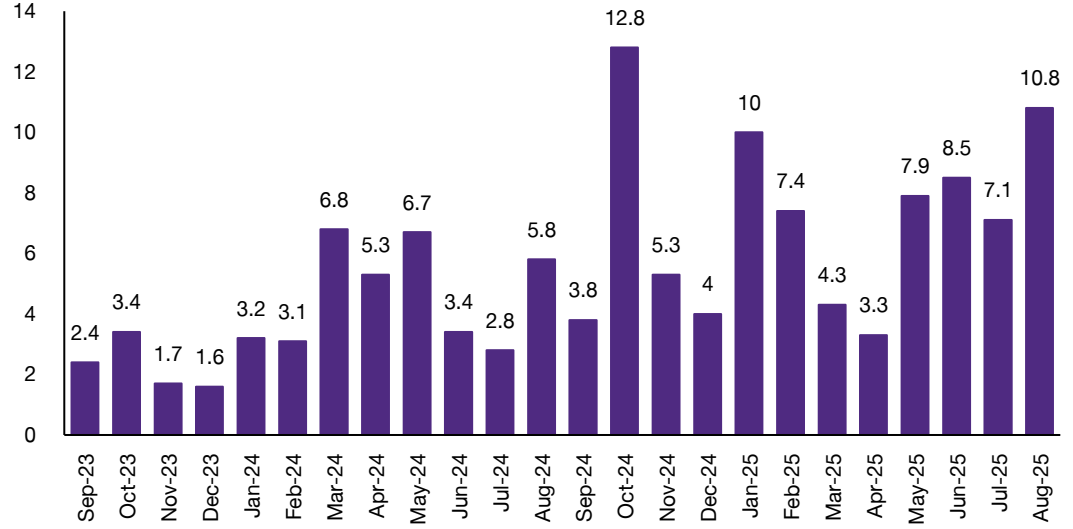
(+) ความคาดหวังการออกมาตรการผ่อนคลายการเงินการคลังเพิ่มเติม

The tariffs on India are significantly higher than on Asian peers



Source: White House, SCB CIO

Domestic institutional investor net equity purchases (US$ bn)



Source: Bloomberg (data as of Aug 2025), SCB CIO

ตลาดหุ้นเกาหลีใต้

Investment Outlook

- ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น 1.7%YoY ชะลอลงจาก 2.1% ในเดือน ก.ค. และ Core CPI เพิ่มขึ้นเพียง 1.3% ต่ำสุดในรอบ 4 ปี สนับสนุนแนวโน้มการลดดอกเบี้ยในเดือน ต.ค.นี้ โดยเฉพาะหากราคาอสังหาริมทรัพย์และหนี้ครัวเรือนเริ่มลดลง ธนาคารกลางเกาหลีใต้ คาดว่า GDP ในปี 2025 และ 2026 จะเติบโต 0.9% และ 1.6% ตามลำดับ
- นโยบายการคลังที่เร่งตัวขึ้นในปี 2026 จะช่วยบรรเทาผลกระทบจากภาษีนำเข้าสหรัฐฯ โดยรัฐบาลได้เสนอร่างงบประมาณปี 2026 เพิ่มขึ้น 8.1% YoY (ไม่รวมงบประมาณเสริม) สูงกว่างบฯปี 2025 ที่เพิ่มขึ้น 2.5%YoY โดยเน้นสนับสนุนอุตสาหกรรมส่งออกหลัก เช่น เซมิคอนดักเตอร์
- แผนการลงทุนด้าน AI มูลค่า 100 ล้านล้านวอนของรัฐบาล ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของยุทธศาสตร์ชาติ ช่วยหนุนหุ้นกลุ่ม Hardware AI โดยเฉพาะ Samsung และ SK Hynix ที่เป็นผู้นำในอุตสาหกรรม HBM ซึ่งเป็นองค์ประกอบสำคัญในห่วงโซ่อุปทาน AI ระดับโลก

Market Implications

- SCB CIO แนะนำลงทุนในดัชนีตลาดหุ้นเกาหลีใต้ (MSCI Korea) หนุนโดยนโยบายการเงิน การคลัง และอุปสงค์ด้าน AI กับเซมิคอนดักเตอร์ ที่เพิ่มขึ้น โดยมูลค่าตลาดฯ ยังน่าสนใจ ที่ P/E 10 เท่า ต่ำกว่า MSCI EM

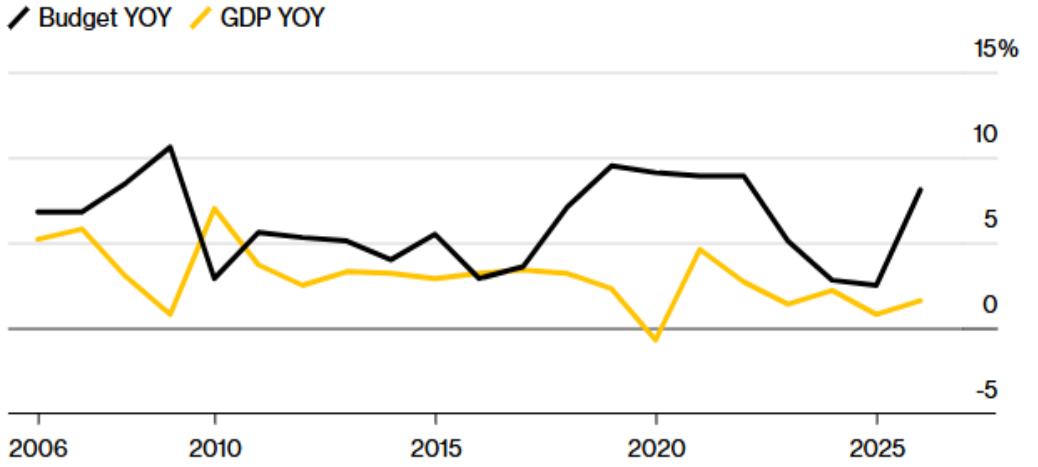
Catalyst

(+) นโยบาย Corporate Value-Up Program ลด Korean Discount

(+) การเติบโตของอุปสงค์ AI ทั่วโลก ส่งผลบวกต่อภาคส่งออกเกาหลีใต้

Sluggish Growth, Bigger Spending

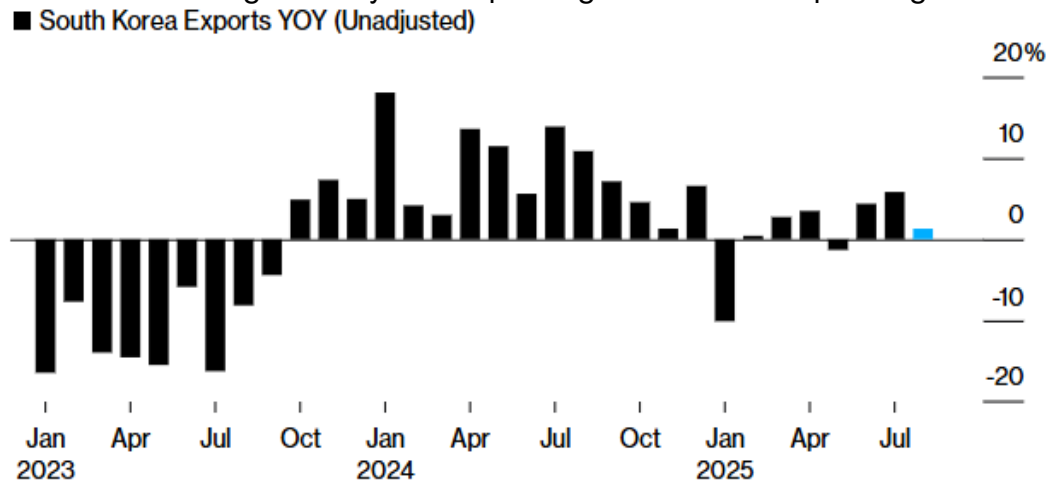
South Korea has tended to buttress slowing economy with more spending



Source: Customs Service, Bloomberg (data as of 1 Sep 2025), SCB CIO

Export Momentum Stays Resilient

Korea continues growth cycle despite higher US tariffs spending



Source: Customs Service, Bloomberg (data as of 1 Sep 2025), SCB CIO

Investment Outlook

- ความชัดเจนทางการเมืองที่มีมากขึ้น หลังจากมีการแต่งตั้งนายกฯ และจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่ โดยนักลงทุนคาดหวังนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลพรรคภูมิใจไทยในระยะสั้น เช่น คนละครึ่ง (ก่อนยุบสภาภายใน 4 เดือน) ทั้งนี้ แนวโน้มเศรษฐกิจและตลาดหุ้นไทย ขึ้นอยู่กับ นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ การเบิกจ่ายงบประมาณปี 2026 และเสถียรภาพรัฐบาล
- มูลค่าการส่งออก เดือน ก.ค. ขยายตัวดี 11%YoY ทำให้มูลค่าส่งออกไทยช่วง 7M2025 ขยายตัวสูงที่ 14.4%YoY โดย SCB EIC คาดว่าการส่งออกจะขยายตัว 3.0%YoY ในปี 2025 ขณะที่ มีแนวโน้มหดตัว -1.5%YoY ในปี 2026 จากผลกระทบด้านภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ
- คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยอีก 1 ครั้ง 25 bps. ในช่วง 4Q2025 อยู่ที่ 1.25% เนื่องจาก อัตราเงินเฟ้อในเดือน ส.ค. ที่หดตัว อยู่ที่ -0.8%YoY มากกว่าตลาดคาดที่ -0.7%YoY เนื่องจาก ราคาพลังงานที่ลดลง และมาตรการลดค่าไฟฟ้า

Market Implications

- SCB CIO มองว่า ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น จากความชัดเจนทางการเมือง หนุนความเชื่อมั่นของนักลงทุน ทั้งนี้ ติดตามการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ และการออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะสั้น

Catalyst

(0) เสถียรภาพทางการเมือง ที่ส่งผลต่อการดำเนินนโยบายเศรษฐกิจ

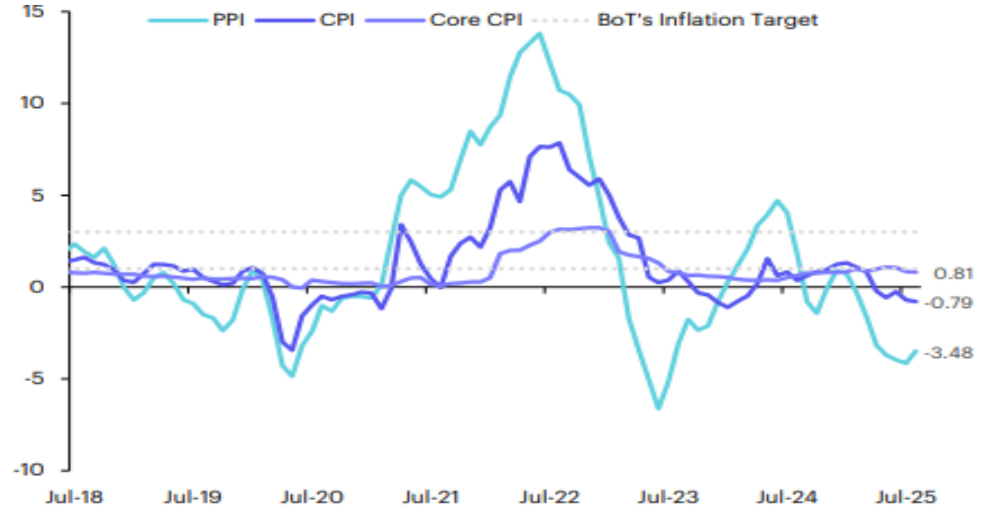
(+) กนง. มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ย 25 bps. ใน 4Q2025

New Economic Polices and Industries

นโยบายพรรคภูมิใจไทย	ผลต่ออุตสาหกรรม
มาตรการพักหนี้ 3 ปี หยุดต้น ปลอดดอก	(-) กลุ่มธนาคาร
ส่งเสริมการท่องเที่ยวและธุรกิจ Wellness	(+) กลุ่มสนามบิน โรงแรม ค้าปลีก
พัฒนา Land Bridge อ่าวไทยเชื่อมอันดามัน	(+) กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง นิคมฯ
ส่งเสริมพลังงานสะอาดและรถเมล์ไฟฟ้า	(+) กลุ่มโรงไฟฟ้า
เกษตรกรร่ำรวย ส่งเสริม Contract Farming	(+) กลุ่มเกษตรและค้าปลีก

Source: ฐานเศรษฐกิจ, InnovestX Research

Thailand's Consumer and Producer Price Index (CPI and PPI)



Source: InnovestX Research

ทองคำ

Investment Outlook

- แนวโน้มการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ในเดือน ก.ย. ที่มีโอกาสเพิ่มขึ้นหลังตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะการจ้างงานนอกภาคเกษตร เป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำ
- ราคาทองคำได้รับแรงหนุนระยะสั้นจาก จากความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้า (คำสั่งศาลอุทธรณ์สหรัฐฯ) และ การแทรกแซงความเป็นอิสระของ Fed ส่งผลทำให้เงินดอลลาร์ สรอ. ยังมีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่อง
- แรงซื้อจากกองทุน Gold ETF เป็นแรงหนุนสำคัญ โดย SPDR Gold Shares (GLD) มีเงินทุนไหลเข้าในช่วง 9M2025 อยู่ที่ 11,000 ล้านดอลลาร์ สรอ. เทียบกับทั้งปี 2024 ที่มีเงินไหลเข้าสุทธิเพียง 454 ล้านดอลลาร์ สรอ.ทำให้ AUM ของ GLD แตะ 113 พันล้านดอลลาร์ สรอ.
- อุปสงค์บนทองคำจากธนาคารกลางทั่วโลก หนุนราคาทองคำในระยะยาว โดยสัดส่วนการถือครองทองคำในทุนสำรอง มากกว่า สัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เป็นครั้งแรกในรอบ 30 ปี

Market Implications

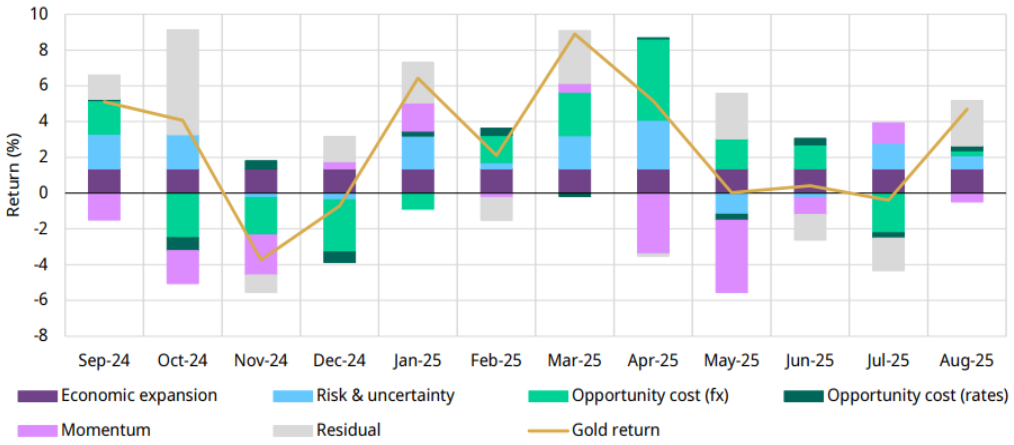
- SCB CIO แนะนำลงทุนทองคำในพอร์ตหลัก เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนด้านนโยบายและเศรษฐกิจ รวมถึง ทิศทางเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น

Catalyst

(+) การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed ในเดือน ก.ย.

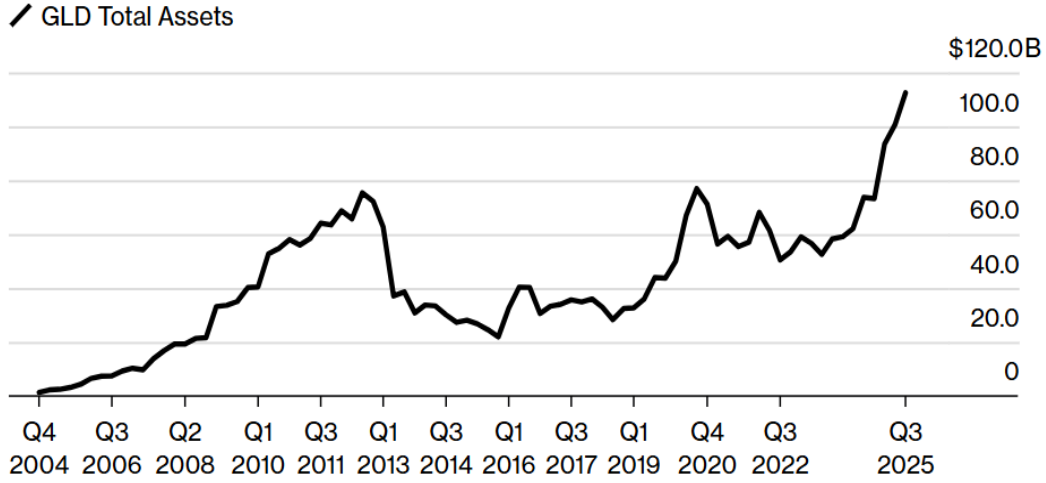
(+) ปัจจัยความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ และ ความไม่แน่นอนนโยบายการค้าที่มีอยู่

Key drivers of gold's return by month



Source: World Gold Council (data as of Aug 2025), SCB CIO

Assets in Gold ETF Hit Record High



Source:, Bloomberg (data as of 3Q2025), SCB CIO


SCB WEALTH
BlackRock
ASSET ALLOCATION
By SCB CIO

Core Portfolio (จัดสรรสินทรัพย์ลงทุนในระยะยาว มากกว่า 1 ปีขึ้นไป)

Asset Class฿	มุมมองต่อสินทรัพย์
เงินสด / สภาพคล่อง	ให้อัตราผลตอบแทนใกล้เคียงกับอัตราดอกเบี้ยสหรัฐฯ ที่ยังสูง และได้อานิสงส์จากความไม่แน่นอนนโยบายการค้าของสหรัฐฯ และสถานการณ์ตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังอยู่ โดยล่าสุดกองทัพโปแลนด์ได้ส่งเครื่องบินรบขึ้นปฏิบัติการยิงสกัดโดรนของรัสเซียที่ล่วงล้ำเข้ามาในน่านฟ้าจากฝั่งยูเครน
ตราสารหนี้ / เงินฝากระยะยาว	UST Yield ตัวยาว มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากความกังวลความเป็นอิสระของ Fed ตามที่รัฐบาลสหรัฐฯ ยื่นอุทธรณ์ เพื่อผลักดันการปลด Cook พ้นผู้ว่า Fed ด้านตราสารหนี้ไทย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรมีแนวโน้มลดลง จากการที่ กนง.น่าจะลดอัตราดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งใน 4Q2025 หลังอัตราเงินเฟ้อยังติดลบและต่ำกว่าคาด
• US Treasury & IG	แนะนำลงทุนบน UST และ US IG bonds ที่มี duration ระยะสั้นถึงกลาง รับความหวังของตลาดบนแนวโน้มการลดดอกเบี้ยของ Fed และช่วยลดความเสี่ยงพอร์ต โดยการแทรกแซงความเป็นอิสระของ Fed และความเสี่ยงการคลังสหรัฐฯ จะหนุนให้ US term premium เพิ่มขึ้น ขณะที่ US IG bond ยังมีปัจจัยพื้นฐานดี
High Yield Bond	ความเสี่ยงตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น หลังตัวเลขจ้างงานนอกภาคเกษตร เดือน เม.ย. 2024-มี.ค. 2025 ถูกปรับลง 911,000 ตำแหน่ง อาจเพิ่มความเสี่ยงที่ HY default rate กับและ HY credit spread จะเพิ่มขึ้น จนกดดัน HY แม้ UST yield ตัวสั้น ยังลดลงต่อ ตามการลดดอกเบี้ยของ Fed ก็ตาม
สินทรัพย์ผสม / กึ่งหนี้กึ่งทุน / REITs	กองทุนสินทรัพย์ผสม ช่วยกระจายความเสี่ยงให้กับพอร์ตลงทุน โดยลงทุนในสินทรัพย์หลากหลายประเภท ลดผลกระทบจากความผันผวนของตลาดและสถานการณ์ภายนอก อีกทั้ง บริหารจัดการโดยผู้เชี่ยวชาญที่สามารถปรับสัดส่วนการลงทุนได้อย่างยืดหยุ่นตามภาวะเศรษฐกิจและความเสี่ยง
• Global Infrastructure	การลงทุนในสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐาน สามารถสร้างกระแสเงินสดให้พอร์ตได้อย่างสม่ำเสมอ โดยมี Correlation กับสินทรัพย์หลักอื่นๆ ค่อนข้างต่ำในอดีต ทำให้สามารถช่วยลดความผันผวนของพอร์ต และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ เนื่องจาก เป็นสัญญาระยะยาว และมีโครงสร้างรายได้ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ
• Private Asset*	Private Asset ช่วยลดความผันผวนของพอร์ต และสร้างผลตอบแทนระยะยาว โดยเรามองบวกต่อ Private Equity ตามการลดลงของดอกเบี้ย รวมทั้ง การเพิ่มขึ้นของ M&A และ IPO ที่ช่วยเพิ่มผลตอบแทน ด้าน Private credit เน้นที่ปล่อยกู้ในฐานะเจ้าหนี้ที่มีสิทธิเรียกร้องหลักประกันเป็นลำดับแรก

* สำหรับนักลงทุน Ultra High Net worth เท่านั้น

Source: SCB CIO

Continued next page

Core Portfolio (จัดสรรสินทรัพย์ลงทุนในระยะยาว มากกว่า 1 ปีขึ้นไป)

Asset Class	มุมมองต่อสินทรัพย์
หุ้นประเทศพัฒนาแล้ว	หุ้นสหรัฐฯ ได้อานิสงส์หลักจากกระแส AI ในสหรัฐฯ ที่คึบหน้า และ EPS ที่แนวโน้มเติบโตดี / เศรษฐกิจยุโรปได้แรงหนุนจากความไม่แน่นอนด้านการเมืองฝรั่งเศสที่ผ่อนคลายลง และแรงหนุนจากนโยบายการคลังในปีหน้า/ หุ้นญี่ปุ่น ได้แรงหนุนจากการปฏิรูปธรรมาภิบาล และความหวังการผ่อยคลายการคลัง
• ดัชนีหุ้นสหรัฐฯ	แม้ว่า Valuation ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังค่อนข้างตึงตัว แต่ตลาดฯ ยังมีแนวโน้มได้แรงหนุนจาก 1) กระแส AI ที่ยังดำเนินต่อ 2) Fed ที่มีแนวโน้มทยอยลดดอกเบี้ย 3) ผลบวกมาตรการกระตุ้นการคลังภายใต้ OBBBA และการผ่อนคลายกฎระเบียบ และ 4) EPS ตลาดฯ ในปี 2025 และ 2026 ที่เติบโตดี
• ดัชนีหุ้นยุโรป	ตลาดหุ้นยุโรปได้แรงหนุนจากความไม่แน่นอนการเมืองของฝรั่งเศสที่ลดลง หลังแต่งตั้งนายกรัฐมนตรีใหม่ เพื่อเสนอร่างงบประมาณในการแก้ปัญหาขาดดุลการคลัง เดือน ต.ค. เราคาดว่า ECB มีแนวโน้มจะปรับลดดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งจนถึง 1Q2026 ทั้งนี้ เราคาดว่า มาตรการการคลังยังเป็นแรงหนุนระยะยาวของเศรษฐกิจยุโรป
• ดัชนีหุ้นญี่ปุ่น	ดัชนีหุ้นญี่ปุ่นได้รับแรงหนุนจาก 1) ความไม่แน่นอนการค้ากับสหรัฐฯ ที่ลดลง หลังสหรัฐฯ จะลดภาษีนำเข้าสินค้าญี่ปุ่น รวมถึงรถยนต์และชิ้นส่วน มีผล 16 ก.ย. นี้ 2) การปฏิรูปบรรษัทภิบาลในญี่ปุ่น และ 3) BoJ ที่มีแนวโน้มไม่รีบขึ้นดอกเบี้ย แม้ประเด็นการเมืองในญี่ปุ่น อาจสร้างความผันผวน ก็ตาม
หุ้นประเทศตลาดเกิดใหม่	หุ้นตลาดเกิดใหม่ในเอเชียมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากเงินดอลลาร์ สรอ. ที่ยังมีแนวโน้มอ่อนค่าเทียบสกุลเงินคู่ค้าในเอเชีย ทั้งนี้ เรามอง ตลาดฯ ยังได้แรงหนุนจากเงินทุนไหลเข้าเนื่องจาก แนวโน้มเศรษฐกิจเติบโตดี และมีโอกาสในการลดดอกเบี้ยเพิ่มเติมจากแรงกดดันเงินเฟ้อที่ลดลง
• ดัชนีหุ้นอินเดีย	แม้ตลาดหุ้นอินเดียมีแนวโน้มพักฐานในระยะสั้น หลังสหรัฐฯ เตรียมกดดันชาติ G7 ให้ขึ้นภาษีอินเดีย เพื่อตอบโต้ที่ยังซื้อน้ำมันจากรัสเซีย แต่เรายังมีมุมมองบวกต่อหุ้นอินเดียในระยะยาว จาก RBI ที่มีแนวโน้มลดดอกเบี้ย และทางการที่มีแนวโน้มลดภาษีสินค้าและบริการ (GST) เพื่อกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ
• ดัชนีหุ้นไทย	ตลาดหุ้นไทยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นระยะสั้น จากความคาดหวังในเรื่องนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นจากรัฐบาลใหม่ ทั้งนี้ การปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาดในระยะถัดไป ขึ้นอยู่กับ การดำเนินนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีหลัง และเสถียรภาพทางการเมืองหลังการยุบสภา
• ดัชนีหุ้นจีน (All Share)	ดัชนีหุ้นจีนได้แรงหนุนจากความหวังการออกมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติมจากการทางการ ในการประชุม 4th plenum เดือน ต.ค. ด้านกระแส AI จีน มีความคืบหน้า หลัง Alibaba ออกหุ้นกู้แปลงสภาพ 3.2 พันล้านดอลลาร์ สรอ. เพื่อหนุนงบลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน AI และ Cloud ที่ใหญ่ที่สุดของจีน
สินค้าโภคภัณฑ์	ราคาทองคำมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น จากการที่ตลาดให้น้ำหนักเพิ่มขึ้นเป็น 100% ว่า Fed จะลดดอกเบี้ยในเดือน ก.ย. หลังตัวเลขเงินเฟ้อสหรัฐฯ (CPI) เดือน ส.ค. เพิ่มขึ้นตามคาด โดยธนาคารกลางจีน (PBOC) ยังคงซื้อทองคำต่อเนื่อง และเพิ่มการถือครองทองคำในเดือน ส.ค. เป็นเดือนที่ 10

Source: SCB CIO

Continued next page

ซื้อ Opportunistic Portfolio (พอร์ตเพิ่มโอกาสลงทุนในระยะสั้น ไม่เกิน 1 ปี)

Asset Class	มุมมองต่อสินทรัพย์
ดัชนีหุ้นจีน A-Share	ดัชนีหุ้นจีน A-Share ได้อานิสงส์จาก 1) แรงซื้อนักลงทุนในประเทศทั้งสถาบันและครัวเรือน 2) ความหวังมาตรการกระตุ้นและปฏิรูปจากทางการจีน โดยที่ล่าสุด ทางการเตรียมออกมาตรการช่วยเหลือรัฐบาลท้องถิ่น เพื่อจัดการหนี้ค้างชำระจำนวนมากต่อภาคเอกชน และ 3) AH premium มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น
ดัชนีหุ้น Nasdaq 100	ดัชนีฯ ได้แรงหนุนจากงบกลุ่ม Tech ที่ยังมีแนวโน้มแข็งแกร่ง เห็นได้จากล่าสุด Oracle เผย guidance รายได้ไตรมาสถัดไป และปีงบประมาณถัดไป ดีกว่าตลาดคาด ประกอบกับ แผนการใช้จ่าย AI capex ของ Hyperscalers ต่างๆ ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามความต้องการการประมวลผล AI ที่แข็งแกร่ง
ดัชนีหุ้นเกาหลีใต้	ดัชนีหุ้นเกาหลีใต้ได้รับปัจจัยบวกจาก แนวโน้มยกเลิกการปรับลดเกณฑ์ขั้นต่ำในการเรียกเก็บภาษีกำไรจากการลงทุนในหุ้น รวมถึง เงินดอลลาร์ สรอ.ที่อ่อนค่า หนุนเงินทุนไหลเข้าตลาดเกิดใหม่ นอกจากนี้ การพัฒนาชิปรุ่นใหม่ HBM4 ของ SK Hynix เป็นปัจจัยบวกต่อแนวโน้มผลประกอบการระยะกลางถึงยาว หนุนหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์
หุ้นกลุ่มเทคโนโลยี	หุ้นกลุ่มเทคโนโลยีมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จาก EPS กลุ่มฯ โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับ AI ที่มีศักยภาพเติบโต ตามความต้องการใช้ AI ที่กระจายไปสู่หลายภาคส่วน สอดรับกับการที่ Oracle จับมือกับ OpenAI, Meta, Nvidia, AMD, Google และ Microsoft เพื่อต่อยอดการให้บริการ AI บนโครงสร้างพื้นฐาน Cloud

Source: SCB CIO

- แนะนำจัดสรรสัดส่วนการลงทุนในพอร์ต Core และ Opportunistic ตามความเสี่ยงที่ลูกค้าประเมินได้
- โดย Opportunistic Portfolio สำหรับลูกค้าที่รับความเสี่ยงได้ในระดับ ปานกลาง/สูง ขึ้นไปเท่านั้น
- เนื่องจากคำแนะนำอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตามสถานการณ์ตลาด ควรติดตามคำแนะนำอย่างสม่ำเสมอ

CONTRIBUTORS

SCB Chief Investment Office

Investment Research

เกษรี อายุตตะกะ CFP®
Team Head Investment Research

ภรภัทร ตรัยพุฒิภัทร
Investment Research

จตุรภัทร ทนาบุตร*
Investment Research

*นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานหลักทรัพย์

คำชี้แจงที่สำคัญ (Disclaimer)

SCB WEALTH | BlackRock

1. ภายใต้บังคับของคำชี้แจงที่สำคัญฉบับนี้ “เอกสาร” หมายความรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงเอกสารในรูปแบบกระดาษ ตลอดจนเอกสารในรูปแบบ ข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ เช่น จดหมายอิเล็กทรอนิกส์ โทรสาร ข้อความเสียง ภาพ หรือ เอกสารในรูปแบบอื่นใดที่สื่อความหมายได้โดยสภาพของสิ่งนั้นเองหรือโดยผ่านวิธีการใดๆ
2. เอกสารนี้เป็นเพียงการเสนอแนะทางเลือกในการลงทุน โดยมิได้เป็นการจัดการการลงทุน เสนอขาย หรือเชื้อเชิญท่าน เพื่อให้ซื้อผลิตภัณฑ์หรือใช้บริการใดๆ ทั้งสิ้น ในกรณีที่ท่านประสงค์จะลงทุนในผลิตภัณฑ์การลงทุนอย่างใดอย่างหนึ่ง โดยเฉพาะ โปรดติดต่อผู้จัดการธุรกิจสัมพันธ์ หรือเจ้าหน้าที่การตลาดของธนาคาร เพื่อรับการนำเสนอผลิตภัณฑ์การลงทุนนั้นๆ ซึ่งรวมถึงคำอธิบายความเสี่ยงในการลงทุน ค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่าย รวมถึงผลการดำเนินงานที่ผ่านมา (ถ้ามี) ที่อาจมีผลต่อการตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ไม่ว่ากรณีใดๆ ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นการรับประกันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต และผลการดำเนินงานในอนาคต อาจไม่เป็นไปตามที่ได้คาดการณ์ไว้ ซึ่งขึ้นอยู่กับภาวะทางเศรษฐกิจ ภาวะตลาด และปัจจัยอื่นๆ ประกอบด้วย
3. แม้ว่าข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ เป็นข้อมูลที่ได้มาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ก็ตาม แต่ทั้งนี้ข้อมูลดังกล่าวอาจจะไม่ถูกต้อง หรือไม่ครบถ้วน หรือไม่สมบูรณ์ หรืออาจมีการเปลี่ยนแปลงไปแล้ว และเอกสารนี้ไม่อาจใช้เป็นหลักฐานอ้างอิง หรือใช้เป็นเอกสารประกอบการทำธุรกรรมใดๆ ได้ โดยธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร และ/หรือ BlackRock ไม่ได้รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน และความสมบูรณ์ของข้อมูลในเอกสารดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลในเอกสารดังกล่าว ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งนี้ หากมีข้อมูลใด ในเอกสารไม่ถูกต้อง โปรดแจ้งให้ผู้จัดการธุรกิจสัมพันธ์ของธนาคารทราบ เพื่อพิจารณาปรับปรุงข้อมูลดังกล่าวตามที่เห็นสมควรต่อไป
4. การลงทุนมิใช่การฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ จึงไม่ได้รับความคุ้มครองจากสถาบันคุ้มครองเงินฝาก หรือองค์กรอื่นใดของรัฐบาล ทั้งนี้ ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร ไม่มีภาระผูกพันและไม่รับประกัน ในการลงทุนใดๆ แม้ว่า ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร จะเป็นผู้จำหน่ายผลิตภัณฑ์การลงทุนนั้นก็ตาม ทั้งนี้ การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนอาจได้รับเนลงทุนคืนน้อยกว่าเงินลงทุนเริ่มแรกก็ได้
5. ตัวเลข และ/หรือ จำนวนใดๆ ที่ปรากฏในเอกสารนี้ เป็นเพียงประมาณการของข้อมูลทางการเงิน ณ วันที่จัดทำเอกสารนี้เท่านั้น ทั้งนี้ ประมาณการของข้อมูลทางการเงินดังกล่าว อาจคลาดเคลื่อนหรือแตกต่างจากข้อเท็จจริงที่มีอยู่ได้
6. เอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้น หรือจัดส่งให้แก่บุคคลใดๆ นอกเหนือจากบุคคลตามที่ได้ระบุชื่อไว้โดยชัดแจ้งในเอกสารนี้เท่านั้น หากบุคคลใดๆ ซึ่งมิใช่บุคคลตามที่ได้ระบุชื่อไว้โดยชัดแจ้งในเอกสารนี้ นำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ และ/หรือ บุคคลอื่นใดที่เกี่ยวข้องละเมิดข้อมูลส่วนบุคคล และต้องมีโทษ ตลอดจนความรับผิดชอบตามกฎหมาย รวมถึงจะต้องมีความรับผิดในความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นต่อธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร และ/หรือ บุคคลตามที่ได้ระบุชื่อไว้ในเอกสารนี้ และ/หรือ บุคคลอื่นใดที่เกี่ยวข้อง
7. ธนาคารได้จัดทำเอกสารนี้ขึ้นโดยนำบทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) และ/หรือ บทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBAM”) และ/หรือ บริษัทอื่นใดตามที่ธนาคารเห็นสมควร มาระบุไว้ในเอกสารนี้ เพื่อให้มุมมองการลงทุนทั่วไปของในตลาดแก่ลูกค้าของธนาคารเท่านั้น โดยไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับสถานการณ์ทางการเงินที่เฉพาะเจาะจง หรือตอบสนองความต้องการของท่านหรือลูกค้าคนใดคนหนึ่งของธนาคาร ตลอดจนไม่ได้รับประกันเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ ภายหลังจากที่ท่านได้ศึกษาเอกสารนี้แล้ว ท่านควรระมัดระวังว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ จะมีความเสี่ยงเข้ามาเกี่ยวข้อง ซึ่งอาจทำให้ท่านได้รับกำไรหรือขาดทุน บางส่วนหรือทั้งหมด ของเงินลงทุน ทั้งนี้ ท่านต้องใช้ความระมัดระวังด้วยวิจารณญาณของตนเอง และท่านต้องรับผิดชอบในความเสี่ยงต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นด้วยตนเองแต่ผู้เดียว
8. สำหรับประเด็นทางภาษี ท่านต้องขอความเห็นหรือคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางภาษีของท่านเองโดยตรง ทั้งนี้ ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคารไม่มีหน้าที่ให้ความเห็นหรือคำแนะนำใดๆ ในประเด็นทางภาษี และหากธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร มีการให้ข้อมูลใดที่เกี่ยวข้องกับประเด็นทางภาษี จะไม่ถือว่าข้อมูลดังกล่าว เป็นความเห็นหรือคำแนะนำในประเด็นทางภาษีแต่อย่างใด โดยธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร จะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม
9. การคำนวณผลตอบแทนการลงทุนใดๆ ที่ปรากฏในเอกสารนี้ ถูกจัดทำขึ้นโดยอาศัยข้อมูลที่ธนาคารเก็บรวบรวมและมีอยู่ในระบบของธนาคารเท่านั้น อีกทั้งยังขึ้นอยู่กับข้อสมมติฐานหลายประการ นอกจากนี้ สูตรที่ใช้ในการคำนวณดังกล่าว เป็นสูตรที่ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคารกำหนดขึ้นเพื่อความเหมาะสมในการแสดงอัตราผลตอบแทนการลงทุนของธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร ดังนั้น วิธีการคำนวณที่ใช้ในเอกสารนี้ จึงอาจเป็นวิธีที่แตกต่างจากวิธีที่ใช้คำนวณผลตอบแทนการลงทุนของสถาบันอื่นซึ่งทำให้ลูกค้าไม่สามารถนำผลการคำนวณดังกล่าว มาเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้นลูกค้าแต่ละรายจะต้องวิเคราะห์และเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนของลูกค้าที่ได้จากสถาบันต่างๆ ด้วยตนเอง
10. ธนาคารอาจจะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารเสนอแนะต่อท่านตามเอกสารนี้ (เช่น ธนาคารจะได้รับค่าตอบแทน สำหรับการทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์การลงทุนดังกล่าว และ/หรือบริษัทจัดการ ที่เป็นบริษัทในเครือของธนาคาร ทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุนที่ออกผลิตภัณฑ์การลงทุน และได้รับค่าธรรมเนียมสำหรับการบริหารจัดการกองทุน ที่ออกผลิตภัณฑ์การลงทุนดังกล่าว หรือกรณีอื่นใดที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นต้น) ดังนั้นท่านควรใช้เอกสารนี้เป็นเพียงข้อมูลส่วนหนึ่งเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างระมัดระวัง แต่อย่างไรก็ตาม ธนาคารได้ให้ความสำคัญในการขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยกำหนดมาตรการในการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ซึ่งรวมถึงการแบ่งแยกหน่วยงานต่างๆ ให้มีความเหมาะสม โดยธนาคารแยกหน่วยงานที่ทำหน้าที่เป็นผู้เสนอแนะผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารไม่มีส่วนได้เสียโดยตรง (เช่น ผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารทำหน้าที่เป็นผู้สนับสนุนการขายและรับซื้อคืนเพียงประการเดียว หรือกรณีอื่นใดที่ธนาคารไม่มีส่วนได้เสียโดยตรง เป็นต้น) ซึ่งในขณะนี้คือ หน่วยงาน CIO Office แต่ต่อไปอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามที่ธนาคารเห็นสมควรออกจากหน่วยงานที่ทำหน้าที่เป็นผู้เสนอแนะผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารมีส่วนได้เสียโดยตรง (เช่น ผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์การลงทุนดังกล่าว หรือผลิตภัณฑ์การลงทุนของกองทุนที่บริหารจัดการโดยบริษัทจัดการที่เป็นบริษัทในเครือของธนาคาร หรือกรณีอื่นใดที่ธนาคารมีส่วนได้เสียโดยตรง ซึ่งในขณะนี้ คือ หน่วยงาน Segment Owner แต่ต่อไปอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามที่ธนาคารเห็นสมควร