

WEALTH STRATEGY

Thanachart Portfolio Strategy
Quarter 4th 2025



CONTENTS



บทสรุปการลงทุน



03

เศรษฐกิจโลกในช่วงที่ผ่านมา ยังคงแข็งแกร่ง... ส่วนหนึ่ง เป็นผลจากการเร่งรัดการลงทุนก่อนบังคับใช้ Tariff อย่างไรก็ดี หลังจากนั้น น่าจะเห็นภาพการชะลอตัวของเศรษฐกิจชัดเจนขึ้น

การจัดพอร์ตที่เราแนะนำ



06

เราแนะนำสัดส่วนลงทุน ดังนี้ หุ้นไทย 20% (เดิม 25%), หุ้นต่างประเทศ 15%, Asset Funds 10%, ทองคำ 5%, ตราสารหนี้ระยะสั้น 30% (เดิม 15%), ตราสารหนี้ 20% (เดิม 30%)

กองทุนแนะนำไตรมาสนี้



09

- 1) K-GDBOND-A(A) ซึ่งลงทุนตราสารหนี้ทั่วโลก และปรับกลยุทธ์ตามจังหวะตลาด
- 2) KFCYBER-A ที่ลงทุนหุ้นในธีมความปลอดภัยทางไซเบอร์
- 3) ES-INDAE ที่ลงทุนในหุ้นอินเดีย

สรุปมุมมองปัจจัยต่างๆของโลก

14

การประชุม 4th Plenum ของจีน แม้ไม่เปลี่ยนทิศทางใหญ่ แต่ใช้โทนที่เข้มข้น ย้ำชัดเรื่องการพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อพึ่งพาตนเอง และการขับเคลื่อนกำลังซื้อในประเทศ ขณะที่ มีสัญญาณกระชับอำนาจภายในพรรค

เศรษฐกิจโลก



15

ความเสี่ยงที่สหรัฐฯจะเกิด recession ภายใน 1 ปี ยังไม่สูง อย่างไรก็ดี แรงส่งจากการเร่งใช้จ่ายก่อนมาตรการภาษี กำลังค่อยๆ หดไป ถือเป็นความเสี่ยงหลัก ที่อาจทำให้เศรษฐกิจถดถอยลงได้เร็วกว่าที่เราคาด

เศรษฐกิจไทย



20

เศรษฐกิจไทยในช่วงที่ผ่านมา ยังคงอ่อนแอ แต่ใน 4Q25F มีแนวโน้มฟื้นตัวจากมาตรการรัฐที่หนักหน่วง และปัจจัยฤดูกาล

ตลาดหุ้นไทย



22

ปัจจัยบวกส่วนใหญ่สะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นระยะสั้นแล้ว หนุนให้ SET สูงขึ้นจากจุดต่ำสุดกว่า +24% มอง Reward to Risk น่าสนใจน้อยลง

แผนลงทุนโดยทีมธนชาติ



26

ZEAL Sustain สร้างผลตอบแทนได้ดี +2.7% ปีนี้ และตั้งแต่เริ่มจัดตั้ง ม.ค. 2020 ให้ผลตอบแทน 40% ขณะที่ ZEAL Target, Quality, Dynamic ให้ผลตอบแทน 24%, 20% และ -8%



เศรษฐกิจโลกในช่วงที่ผ่านมา ยังคง
แข็งแกร่ง... ส่วนหนึ่ง เป็นผลจาก
การเร่งรัดขึ้นราคาก่อนบังคับใช้
Tariff อย่างไรก็ดี หลังจากนั้น น่าจะ
เห็นภาพการชะลอตัวของเศรษฐกิจ
ชัดเจนขึ้น โดยเฉพาะราคาเริ่ม
ส่งผ่านสู่ราคาผู้บริโภคในสหรัฐฯ

สำหรับเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้ม
อ่อนแอลง โดยเฉพาะในภาคการจ้าง
งาน ที่อัตราการว่างงานกำลังจะเร่งตัว
แต่ความเสี่ยงที่จะเกิด recession
ภายใน 1 ปี ยังไม่สูง เพราะนโยบาย
การเงิน-การคลัง ที่จะผ่อนคลาย
ลงพร้อมกัน

เรามีมุมมองรายสินทรัพย์
ระยะ 3 เดือนข้างหน้า ดังนี้:

- ตราสารหนี้ระยะสั้น: “Overweight”
- ตราสารหนี้: “Underweight”
- หุ้นไทย: “Neutral”
- หุ้นต่างประเทศ: “Underweight”
- Asset Funds: “Neutral”
- กองค้ำ: “Neutral”

สำหรับหุ้นไทย แม้ระยะสั้น Reward
to Risk น่าสนใจน้อยลง หลัง SET
Index ปรับขึ้นแรงกว่า 24% จาก
จุดต่ำสุด แต่ระยะยาว ยังมี
Valuation ต่ำกว่าในอดีตมาก โดย
เราแนะนำลงทุนหุ้นไทย ผ่านกองทุน
ZEAL 4 กองหลัก ได้แก่
ZEAL Sustain, ZEAL Quality,
ZEAL Dynamic และ ZEAL Target

เริ่มลงทุนกับ ZEAL ติดต่อ
02-779-9000

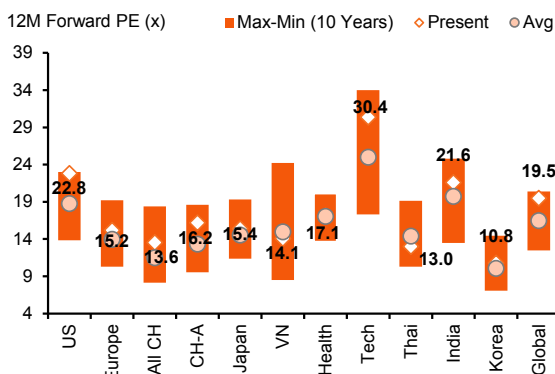


WORLD ECONOMIC OUTLOOK

เศรษฐกิจสหรัฐอ่อนแอลง โดยเฉพาะในภาคการจ้างงาน ที่อัตราว่างงานกำลังจะเร่งตัว และพลจาก Tariff ที่จะตรึงให้เงินเฟ้อสูงกว่าเป้าหมายต่อไป อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่จะเกิด recession ภายใน 1 ปี ยังไม่สูง เพราะนโยบายการเงิน-การคลัง ที่จะผ่อนคลายเป็นพร้อมกัน

ASSET CLASS OUTLOOK

เรามีมุมมองรายสินทรัพย์ ดังนี้
หุ้นไทย: “Neutral” สัดส่วน 20% จากเดิม 25%
หุ้นต่างประเทศ: “Underweight” สัดส่วน 15%
Asset Funds: “Neutral” สัดส่วน 10%
ทองคำ: “Neutral” สัดส่วน 5%
ตราสารหนี้ระยะสั้น: “Overweight” สัดส่วน 30% จากเดิม 15% ขณะที่ ตราสารหนี้: “Underweight” สัดส่วน 20% จากเดิม 30%



PORTFOLIO RECOMMENDATION

Moderate Risk	Weight	Return (%)		
Survey date: 22 Oct 25	(%)	3M	1Y	3Y
				(p.a.)
Fixed income	50			
K-CASH		0.31	1.57	1.53
KFSMART-A		0.40	2.13	2.10
ONE-FFI		2.15	2.37	-
K-GDBOND-A(A)		3.32	3.49	4.71
Thai Equity	20			
SCBSET50		7.30	-8.67	-1.75
Global Equity & Alternative	20			
KFCYBER-A		3.88	22.63	21.34
ES-INDAE		-1.80	-9.59	8.29
UGD		-2.29	-0.69	7.25
K-GOLD-A(A)		24.90	48.99	31.41
Asset Fund	10			
K-PROPI-A(D)		7.05	4.29	5.95
TOTAL	100			



เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยยังคงอ่อนแอ แม้ได้ตัวช่วยจากมาตรการท่องเที่ยว แต่ใน 4Q25F-1Q26F คาดจะฟื้นตัวจากมาตรการรัฐที่หนักหน่วง และปัจจัยฤดูกาล แต่ในระยะกลาง-ยาว ยังต้องเผชิญกับปัญหาเชิงโครงสร้างถดถอย

ตลาดหุ้นไทย

แม้เรามองตลาดหุ้นไทยยังปรับตัวขึ้นต่อได้ แต่ปัจจัยบวกส่วนใหญ่สะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นแล้ว หนุนให้ SET ปรับขึ้นจากจุดต่ำสุดกว่า +24% ขณะที่การเจรจาการค้าสหรัฐ-จีน มีแนวโน้มเข้มข้นขึ้น อาจทำให้ตลาดมีความผันผวนเพิ่มขึ้น



กองทุนรวม น่าสนใจ

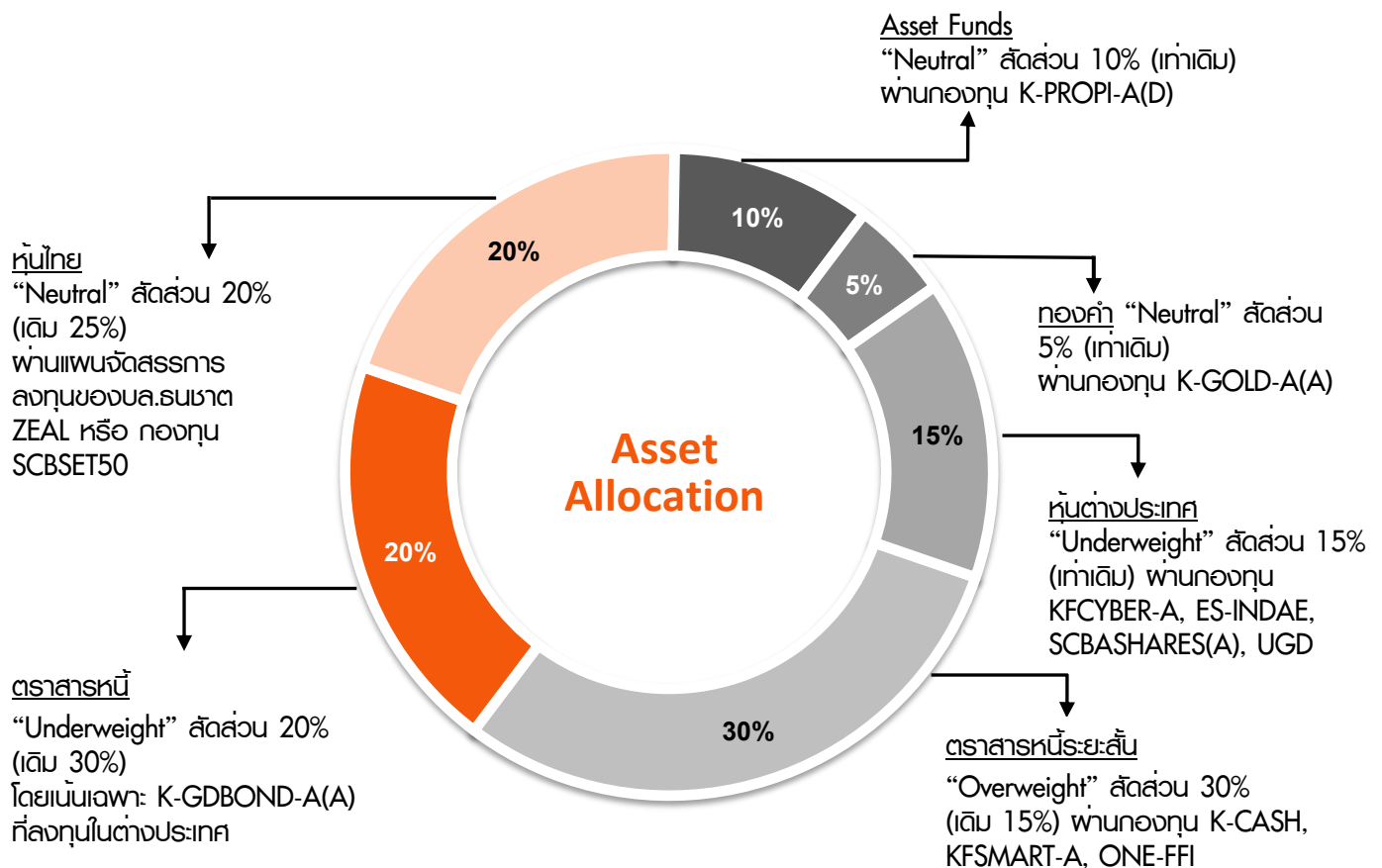
กองทุน Top Pick มีดังนี้:-

- 1) K-GDBOND-A(A) ซึ่งลงทุนตราสารหนี้คุณภาพทั่วโลก และเน้นปรับกลยุทธ์ตามจังหวะตลาด
- 2) KFCYBER-A ที่ลงทุนหุ้นในธีมความปลอดภัยทางไซเบอร์ ซึ่งเป็นธุรกิจที่ทนทานต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ
- 3) ES-INDAE ที่ลงทุนในหุ้นอินเดียคุณภาพสูง

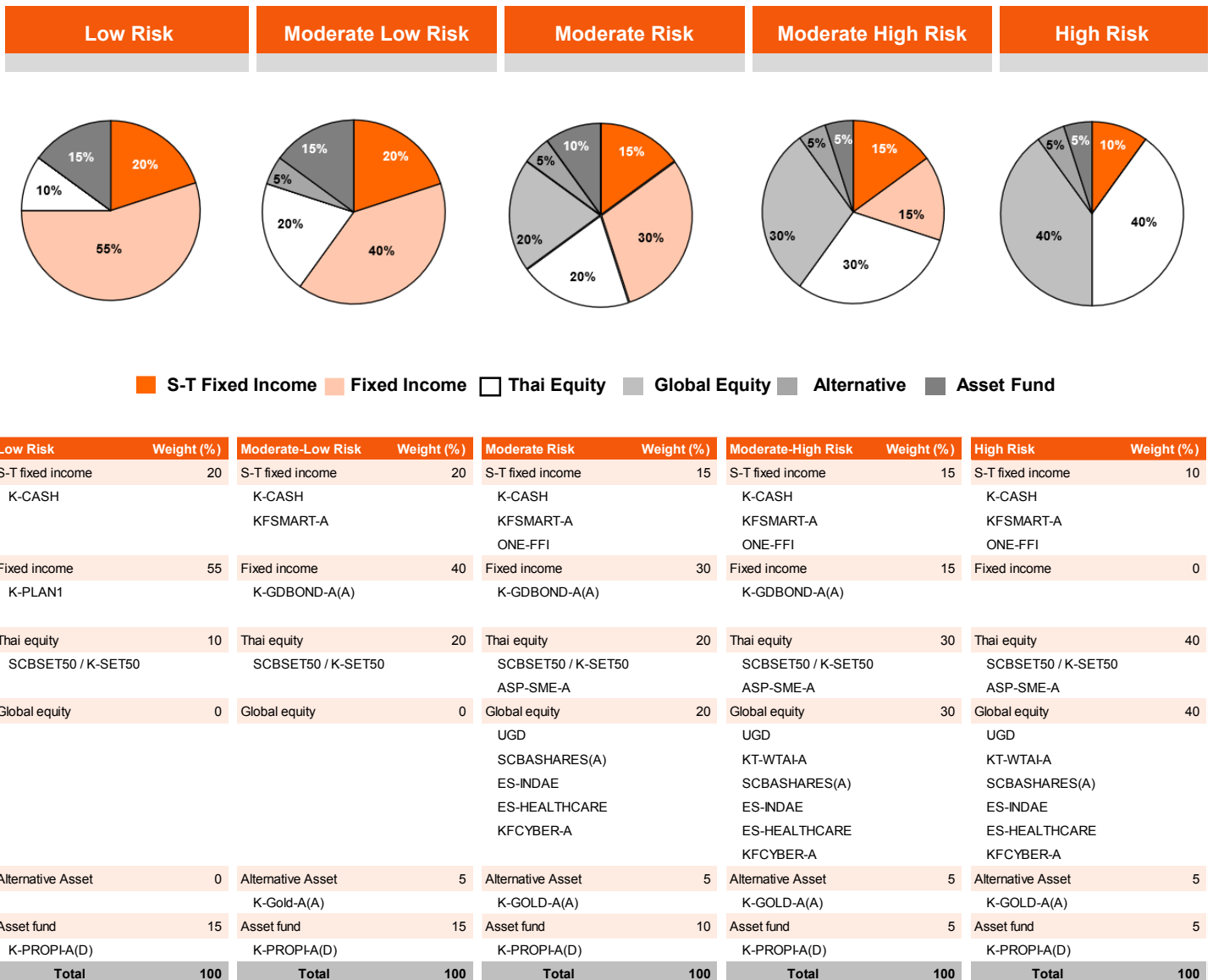




Recommended Portfolio



หรือเลือกเองจาก 5 ระดับความเสี่ยง (Strategic Asset Allocation)



Allocation Update

17 OCT 24: ADD: KFGBRAND-A, KGSELECT-A, ASP-USSMALL ... REMOVE: TCloud, ES-STARTECH, SCBKEQTG

22 JAN 25: ADD: ES-HEALTHCARE, KF-HJAPAND... REMOVE: KT-WTAI-A, ES-GDIV-ACC

22 Apr 25: Add: ES-INDAE, SCBSHARES(A)... Remove: ASP-USSMALL, KT-GREEN-A

23 Jul 25: Add: ONE-FFI, K-GDBOND-A(A), UGD, KT-WTAI-A ... Remove: UGIS-N, KFGBRAND-A, KF-HJAPAND, SCBCHEQA

24 Oct 25: Add: K-PLAN1, KFCYBER-A... Remove: K-FIXED-A, KGSELECT-A, PRINCIPAL VNEQ-A

Individual Fund Recommendations

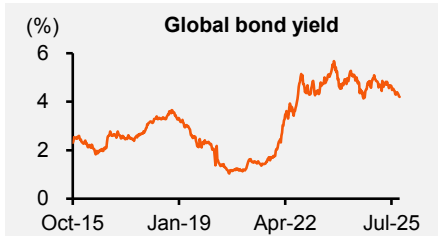
Fund	Recommendation	Open Position	Close Position (%)	Return to Date (%)	Change From Previous Week (%)	Realized Return (%)
Fixed Income						
ES-CASH	Buy	02/01/24	-	3.5	0.0	-
K-FIXED-A	Sell	02/01/24	-	6.7	(0.5)	-
UGIS-N	Hold	19/01/24	-	7.8	0.5	-
K-CASH	Buy	17/07/24	-	2.1	0.0	-
K-GDBOND-A(A)	Buy	25/06/25	-	3.2	0.5	-
ONE-FFI	Buy	25/06/25	-	1.7	0.8	-
K-PLAN1	Buy	20/10/25	-	n.a.	n.a.	-
Global Equity + Alternative						
ES-HEALTHCARE (1st)	Hold	27/11/24	-	(1.0)	2.2	-
KT-WTAI-A	Hold	19/01/25	-	4.8	(0.2)	-
ES-INDAE	Buy	13/02/25	-	5.0	1.4	-
SCBSHARES(A) (2nd)	Buy	14/05/25	-	21.4	(2.0)	-
ES-HEALTHCARE (2nd)	Hold	14/05/25	-	19.3	2.2	-
UGD	Buy	25/06/25	-	(2.5)	(0.5)	-
KFCYBER-A	Buy	24/09/25	-	(0.9)	(1.8)	-
KT-MINING (3rd)	(Closed)	28/02/24	27/03/24	-	-	8.7
ASP-USSMALL	(Closed)	21/02/24	24/07/24	-	-	3.1
SCBKEQTG	(Closed)	13/03/24	31/07/24	-	-	(2.2)
K-EUX	(Closed)	19/06/24	31/07/24	-	-	(1.9)
KT-JAPANSMA	(Closed)	06/08/24	21/08/24	-	-	12.4
KT-MINING (4th)	(Closed)	12/06/24	18/09/24	-	-	(11.2)
UCI (2nd)	(Closed)	15/05/24	30/09/24	-	-	(3.7)
ES-GDIV-ACC	(Closed)	24/01/24	30/10/24	-	-	7.8
KT-ENERGY	(Closed)	30/10/24	13/11/24	-	-	5.6
KT-WTAI-A	(Closed)	12/06/24	11/12/24	-	-	6.5
ASP-USSmall	(Closed)	22/10/24	19/03/25	-	-	(8.4)
KFGBrand-A	(Closed)	14/08/24	30/04/25	-	-	0.1
SCBCHEQA	(Closed)	05/03/25	14/05/25	-	-	0.1
KT-Green-A (3rd)	(Closed)	17/01/25	21/05/25	-	-	2.6
KF-HJAPAND	(Closed)	13/11/24	18/06/25	-	-	10.9
K-GSELECT	(Closed)	18/09/24	13/08/25	-	-	7.1
Principal VNEQ-A (4th)	(Closed)	22/10/24	13/08/25	-	-	13.7
SCBSHARES(A) (1st)	(Closed)	19/03/25	27/08/25	-	-	6.7
ES-STARTECH	(Closed)	20/08/25	27/08/25	-	-	9.9
SCBEV(A)	(Closed)	30/07/25	17/09/25	-	-	14.7
KT-ENERGY	(Closed)	27/08/25	08/10/25	-	-	1.0
Asset Fund						
K-PROPIA(D) (1st)	Buy	02/01/24	-	7.2	1.0	-
K-PROPIA(D) (3rd)	(Closed)	28/02/24	21/05/25	-	-	3.4

Source: Bloomberg, TNS (Survey date: 22 Oct)

ลงทุนอะไรดีในไตรมาสนี้

ตราสารหนี้โลกคุณภาพ

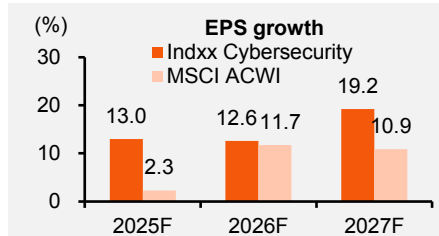
K-GDBOND-A(A)



- เหมาะสำหรับใช้เป็นแกนหลักของพอร์ต สำหรับรับมือเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวเร็วขึ้น และความไม่แน่นอนทางการค้า พร้อมรับอานิสงส์จากวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง และการเตรียมยุติ QT ช่วยหนุนมูลค่าการลงทุนในระยะข้างหน้า
- กองทุนหลัก PIMCO Income เน้นลงทุนตราสารหนี้คุณภาพสูง (เรต AA-) ที่มั่นคงต่อวัฏจักรเศรษฐกิจและมีศักยภาพสร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอในระยะยาว, บริหารโดยทีมงานระดับโลกซึ่งชำนาญตราสารหนี้ และมุ่งปรับกลยุทธ์ให้สอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจในแต่ละช่วงเวลา
- K-GDBOND-A(A) เก็บค่าธรรมเนียมเข้าเพียง 0.5% ขณะที่ โดยปกติจะป้องกันความเสี่ยงค่าเงินเกือบทั้งจำนวน

หุ้น Cyber Security

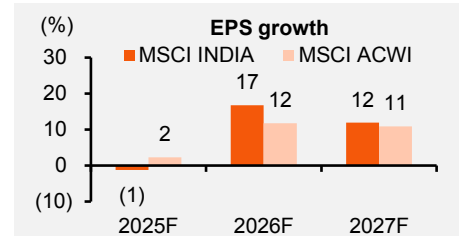
KFCYBER-A



- Cybersecurity เป็นธุรกิจที่รายได้ค่อนข้างมั่นคง-ไม่ผันผวนตามเศรษฐกิจนัก เพราะส่วนใหญ่มีพัสดุรายได้จากค่าสมาชิกรายปี ลูกค้าจำเป็นต้องต่ออายุเสมอ เนื่องจากหากหยุดใช้เท่ากับเปิดช่องให้ถูกโจมตีทันที ขณะที่ การเปลี่ยนผู้ให้บริการก็มีต้นทุนสูงและกระทบต่อการดำเนินงานของผู้ใช้ที่เคยชินกับระบบเดิม
- ยิ่งไปกว่านั้น โลกธุรกิจปัจจุบันที่พึ่งพา Cloud-AI-IoT ยิ่งทำให้ความเสี่ยงไซเบอร์เพิ่มขึ้น องค์กรจึงจำเป็นต้องลงทุนด้านนี้อย่างสม่ำเสมอ เพื่อป้องกันภัยคุกคามที่ซับซ้อน-พัฒนารูปแบบใหม่ตลอดเวลา
- กองทุนหลัก Allianz Cyber Security คัดเฉพาะผู้นำแพลตฟอร์ม ที่มีรายได้ประจำสูงจากค่าสมาชิก ได้อานิสงส์มากจากเมกะเทรนด์ Cloud-AI-IoT และเก่งในการ Cross-sell ลูกค้าเดิม, บริหารโดยทีมงานที่มากประสบการณ์

หุ้นอินเดีย

ES-INDAE



- มีแรงหนุนหลายด้าน 1) การปรับโครงสร้างภาษี GST ให้เหลือเพียง 2 ระดับ (5-18%) จากเดิม 4 ระดับ (5%-28%) ลดความซับซ้อนและหนุนการลงทุนของ SME รวมถึงการใช้จ่ายในประเทศ 2) ธนาคารกลางมีท่าที Dovish ออกมาตรการผ่อนคลาย 22 ข้อ เพื่อกระตุ้นการปล่อยกู้และเพิ่มสภาพคล่อง 3) การขึ้นเงินเดือนข้าราชการครั้งใหญ่ในรอบ 10 ปี ซึ่งมีโอกาสจะเริ่มในปีหน้า 4) การลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และโครงสร้างประชากรวัยทำงานที่เอื้อต่อการเติบโต
- กองทุนหลัก Goldman Sachs India Equity Portfolio เพิ่มโอกาสทั้งในหุ้นใหญ่ และหุ้นขนาดกลางถึงเล็กที่มีคุณภาพองข้าม, มองหากิจการคุณภาพดี ที่อยู่ในธุรกิจที่กำลังโต และมี valuation ที่น่าดึงดูด, บริหารโดยคนอินเดีย Aman Batra ที่เคยดำรงตำแหน่งหัวหน้าฝ่ายวิจัยหุ้นอินเดีย และร่วมงานกับบริษัทตั้งแต่ปี 2009

K-GDBOND-A(A): กองทุนเปิดเค โกลบอล ไดนามิก บอนด์-A ชนิดสะสมมูลค่า ★★★★★

- **PIMCO GIS Income (กองทุนหลัก):** 1) บริหารโดย PIMCO บลจ. ระดับโลกที่เชี่ยวชาญตราสารหนี้โดยเฉพาะ 2) การกระจายการลงทุนในตราสารหลายประเภท เช่น พันธบัตร, หุ้นกู้, MBS เป็นต้น ซึ่งการกระจายการลงทุนดังกล่าว ช่วยให้พอร์ตลงทุนในระดับที่เหมาะสม และมีกระแสเงินสดรับอยู่ในระดับที่น่าพอใจ 3) มุ่งปรับกลยุทธ์การลงทุนให้ยืดหยุ่นเหมาะสมตามสถานการณ์
- **กลยุทธ์การลงทุนของกองทุนหลัก:** โดย 1) เน้นลงทุนตราสารหนี้เป็นสัดส่วนหลัก ซึ่งปัจจุบันให้ผลตอบแทนอยู่ในระดับที่น่าพอใจ และมีความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจจำกัดกว่าภูมิภาคอื่น 2) อันดับความน่าเชื่อถือโดยเฉลี่ย โดยปกติ อยู่ที่ A ถึง AA สะท้อนถึงความเสี่ยงด้านเครดิตที่ต่ำ ช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตรวมได้ดี ยามที่เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัว 3) ปรับ duration อย่างยืดหยุ่นตามจังหวะตลาด มักค่อนข้างยาวกว่ากองทุนตราสารหนี้ทั่วไป จึงมีโอกาสให้ผลตอบแทนโดดเด่นในช่วงที่ดอกเบี้ยเป็นขาลง

Fund Information:

ระดับความเสี่ยง	5
เงินลงทุนขั้นต่ำ	500 บาท
ระยะเวลารับเงินค่าขายคืน	T+4
Hedging Policy	โดยปกติ เกือบทั้งหมด
สกุลเงิน (กองทุนหลัก)	US\$
ค่าใช้จ่ายขาเข้า	0.50%
ค่าใช้จ่ายขาออก	—
ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุน	0.89%/ปี*

*รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว, ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุน

Performance

(%)	Fund	Category
3 Months	3.13%	2.43%
6 Months	5.47%	3.60%
1 Year	3.40%	2.52%
3 Years (p.a.)	4.51%	2.53%
5 Years (p.a.)	—	—

data as of 16 Oct 25, Category: Global Bond Discretionary F/X Hedge or Unhedged

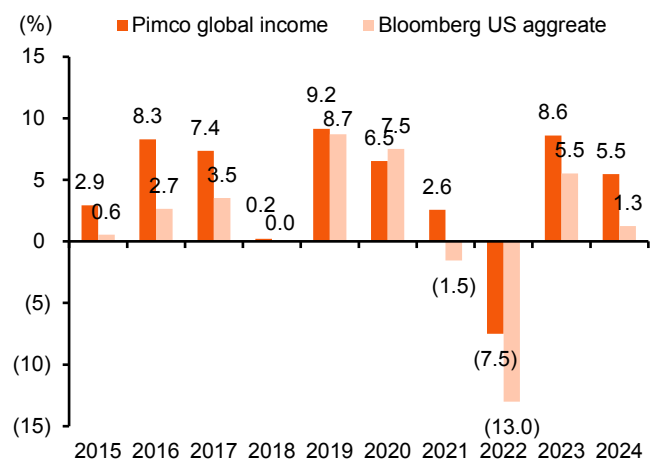
นโยบายการลงทุนโดยสังเขป

ลงทุนในกองทุน PIMCO GIS Income Fund (Class I) กองทุนหลักจัดตั้งและบริหารและจัดการโดย PIMCO Global Advisors (Ireland) Limited

Master Fund 's Portfolio:

Effective duration (yrs)	5.21
Benchmark duration (yrs)	6.04
Estimated yield to maturity (%)	6.25
Annualised distribution yield (%)	5.98
Effective maturity (yrs)	7.34
Average credit quality	AA-

Master Fund 's Performance:



Sources: Bloomberg, Morningstar, AMC

Note: Portfolio as of Sep 25

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนให้เข้าใจ ก่อนการตัดสินใจลงทุน

KFCYBER-A: กองทุนเปิดกรุงศรีไซเบอร์ซีเคียวริตี้ ชนิดสะสมมูลค่า

- **จุดเด่นของธุรกิจ Cybersecurity:** 1) คือ “หัวใจหลักแห่งโลกยุคดิจิทัล” ที่นวัตกรรมก้าวหน้าอย่างรวดเร็ว โลกธุรกิจเชื่อมโยงกันมากขึ้น การทำงานผ่าน Cloud รวมทั้งการใช้ AI, IoT มาพร้อมความเสี่ยงใหม่ๆ ที่แฮกเกอร์สามารถเจาะระบบได้ง่ายกว่าเดิม ส่งผลให้องค์กรต่างๆ จำเป็นต้องลงทุนการด้านนี้อย่างต่อเนื่อง เพื่อป้องกันภัยคุกคามที่ซับซ้อนเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา 2) โมเดลธุรกิจมักสร้างรายได้จากค่าสมาชิก รายปี ซึ่ง “สม่ำเสมอ-ทนทานต่อเศรษฐกิจ” ลูกค้านักไม่กล้าหยุดใช้บริการ เพราะจะเป็นการเปิดช่องโหว่ทันที และความเสียหายจากการถูกโจมตีอาจรุนแรงกว่าค่าบริการหลายเท่า อีกทั้งการเปลี่ยนผู้ให้บริการก็มีต้นทุนสูงและยุ่งยาก เพราะระบบมักฝังลึกอยู่ในเครือข่ายและฐานข้อมูลแล้ว
- **จุดเด่นของกองทุนหลัก Allianz Cyber Security:** 1) คัดเฉพาะผู้นำแพลตฟอร์ม Cybersecurity ที่มีรายได้ประจำสูงจากค่าสมาชิก ได้อานิสงส์เต็มจากเมกะเทรนด์ Cloud-AI-IoT และทำกำไร Cross-sell ลูกค้านัก 2) บริหารโดยทีมมากประสบการณ์เฉพาะด้าน กว่า 20 ปี

Fund Information:

ระดับความเสี่ยง	6
เงินลงทุนขั้นต่ำ	500 บาท
ระยะเวลารับเงินค่าขายคืน	T+4
Hedging Policy	โดยปกติ เกือบทั้งหมด
สกุลเงิน (กองทุนหลัก)	US\$
ค่าใช้จ่ายขาเข้า	1.50%*
ค่าใช้จ่ายขาออก	—
ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุน	1.54% ต่อปี

*รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว, ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนฯ ก่อนตัดสินใจลงทุน

Performance:

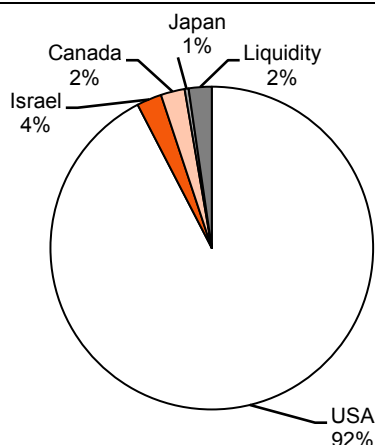
(%)	Fund	Category
3 Months	5.94%	12.98%
6 Months	27.61%	51.41%
1 Year	23.87%	34.44%
3 Years (p.a.)	22.11%	27.91%
5 Years (p.a.)	—	—

data as of 16 Oct 25, Category: Technology Equity

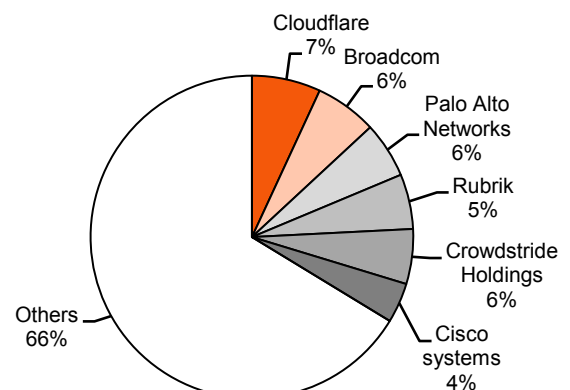
นโยบายการลงทุนโดยสังเขป

ลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศ ชื่อ Allianz Global Investors Fund - Allianz Cyber Security, Class RT (USD) (กองทุนหลัก) บริหารจัดการโดยบริษัท Allianz Global Investors GmbH โดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่า 80% ของ NAV กองทุน กองทุนหลักมีนโยบายลงทุนในตราสารทุนทั่วโลกของบริษัทที่ประกอบธุรกิจหรือได้รับประโยชน์ที่เกี่ยวข้องกับความมั่นคงปลอดภัยทางไซเบอร์ (Cyber Security)

Master Fund's Breakdown:



Master Fund's Top Holding:



Sources: Bloomberg, Morningstar, AMC

Note: Portfolio as of Aug 25

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนให้เข้าใจ ก่อนการตัดสินใจลงทุน

ES-INDAE:

กองทุนเปิดอีเอสอาร์อิง India Active Equity

- จุดเด่นของกองทุนหลัก Goldman Sachs India Equity Portfolio: 1) ผลงานดี โดย กองทุนหลักให้ผลตอบแทนเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี อยู่ที่ +10.3%ต่อปี ขณะที่ MSCI India (US\$) +9.7%ต่อปี (ณ ส.ค. 25) 2) บริหารโดยคนอินเดีย Aman Batra ที่เข้าใจเรื่องภายในประเทศเป็นอย่างดี เคยดำรงตำแหน่งหัวหน้าฝ่ายวิจัยหุ้นอินเดีย และได้ร่วมงานกับ Goldman Sachs ตั้งแต่วันที่ 2009
- แนวทางการลงทุนของกองทุนหลัก: 1) คัดเลือก 70-100 บริษัท จาก universe กว่า 1,000 บริษัท 2) ยึดหยุ่นในการลงทุน เพื่ินหาโอกาสทั้งในหุ้นใหญ่ และหุ้นขนาดกลางถึงเล็กที่นักถกนักลงทุนมองข้ามด้วยสัดส่วน 30-60% ของพอร์ต 3) มองหาคุณภาพที่ดี ที่อยู่ในธุรกิจที่กำลังเติบโต และมี valuation ในระดับที่น่าดึงดูด 4) บริหารความเสี่ยงด้วยการกำหนด sector limit ที่ +/-10% เมื่อเทียบกับ MSCI India

Fund Information:

ระดับความเสี่ยง	6
เงินลงทุนขั้นต่ำ	1 บาท
ระยะเวลารับเงินค่าขายคืน	T+4
Hedging Policy	โดยปกติ เกือบทั้งหมด
สกุลเงินหลักที่ไ้ลงทุน	US\$
ค่าใช้จ่ายขาเข้า	1.50%*
ค่าใช้จ่ายขาออก	—
ค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บจากกองทุน	1.79% ต่อปี

*รวมภาษีมูลค่าเพิ่มแล้ว, ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนฯ ก่อนตัดสินใจลงทุน

Performance:

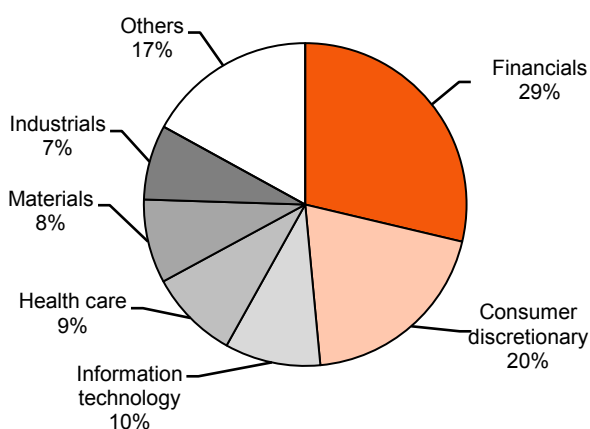
(%)	Fund	Category
3 Months	-3.06%	-2.61%
6 Months	4.41%	3.19%
1 Year	-11.10%	-9.72%
3 Years (p.a.)	8.46%	5.79%
5 Years (p.a.)	10.34%	9.04%

data as of 16 Oct 25, Category: India Equity

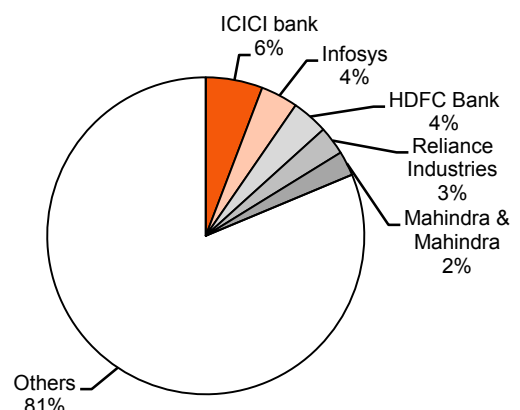
นโยบายการลงทุนโดยสังเขป

กองทุนจะเน้นลงทุนในหน่วยลงทุนของกองทุนรวมต่างประเทศเพียงกองเดียว (Master Fund) คือ กองทุน Goldman Sachs India Equity Portfolio ในหน่วยลงทุนชนิด Class I Shares (Acc.) ซึ่งเป็น Class ที่เสนอขายผู้ลงทุนสถาบัน ไม่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล ในอัตราส่วนโดยเฉลี่ยในรอบปีบัญชีไม่น้อยกว่าร้อยละ 80 ของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุน

Master Fund's Breakdown:



Master Fund's Top Holding:



Sources: Bloomberg, Morningstar, AMC

Note: Portfolio as of Aug 25

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลในหนังสือชี้ชวนให้เข้าใจ ก่อนการตัดสินใจลงทุน



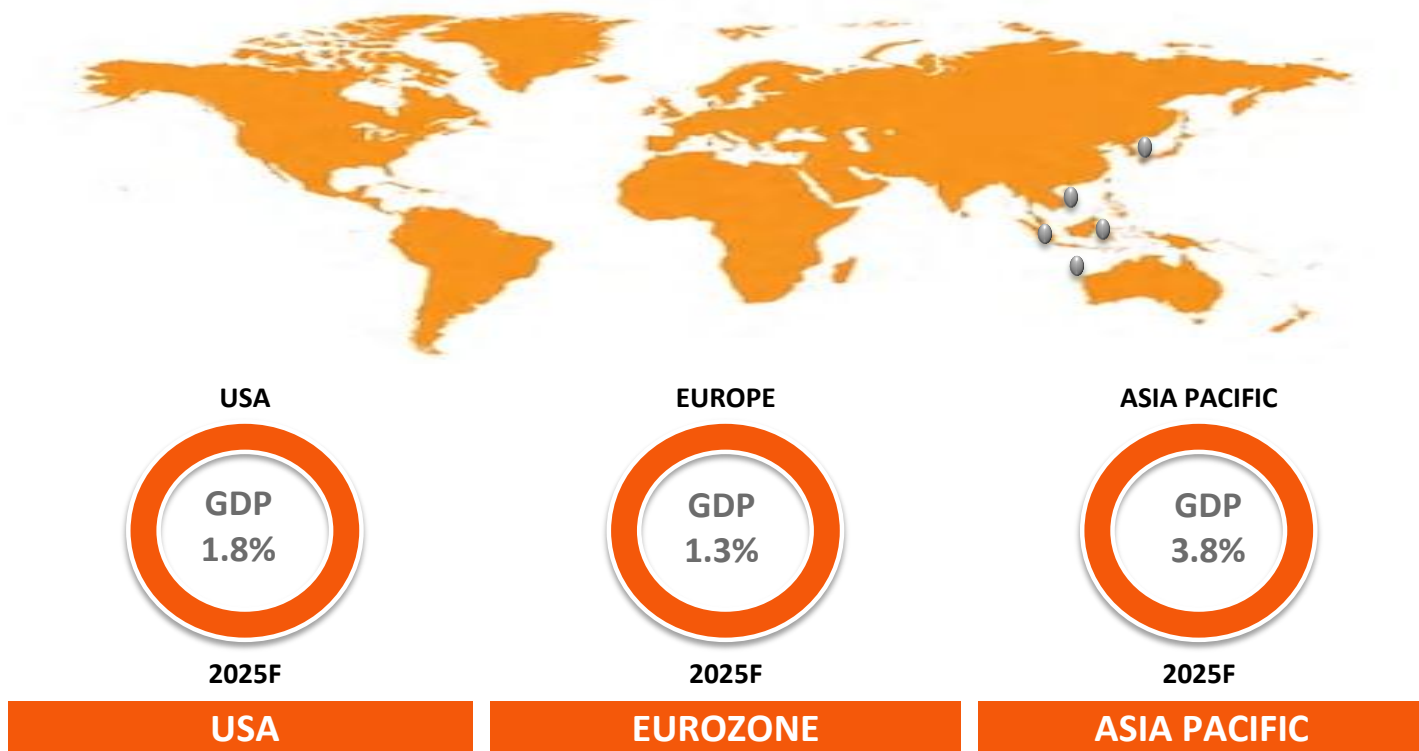
ปัจจัยเศรษฐกิจ
และการลงทุนของโลก

Global Economy

EURO		Weighting 	ในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มเผชิญความเสี่ยง 1) เงินเฟ้อที่กลับมาดีดตัวเหนือ 2% และอาจสูงยืดเยื้อ ส่งผลให้ ECB มีพื้นที่ลดดอกเบี้ยน้อยลง 2) ค่าจ้างแรงงานเริ่มขยายตัวช้าลง 3) ปัญหาเสถียรภาพการเมืองฝรั่งเศส กดดันความสามารถในการกระตุ้นเศรษฐกิจ
THAILAND		Weighting 	เศรษฐกิจไทยในช่วงที่ผ่านมา ยังคงอ่อนแอ แม้ได้ตัวช่วยจากมาตรการท่องเที่ยว แต่ใน 4Q25F-1Q26F คาดจะฟื้นตัวจากมาตรการรัฐที่หนักหน่วง และปัจจัยฤดูกาล แต่ในระยะกลาง-ยาวยังต้องเผชิญกับปัญหาเชิงโครงสร้างกดดัน
USA		Weighting 	เศรษฐกิจสหรัฐฯอ่อนแอลง โดยเฉพาะในภาคการจ้างงาน และผลจาก Tariff ที่จะทำให้เงินเฟ้อทรงตัวสูงกว่าเป้าหมายต่อไป อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่จะเกิด recession ภายใน 1 ปี ยังไม่สูง เพราะนโยบายการเงิน-การคลัง ที่จะผ่อนคลายลงพร้อมกัน
CHINA		Weighting 	ตัวเลขเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณเชิงบวก อาทิ Core CPI ก.ย. +1% ณระดับสูงสุดในรอบ 19 เดือน คลายกังวลเงินเฟ้อ, ยอดนำเข้าก.ย.พุ่งแรงที่ +7.4% สูงสุดในรอบ 7 เดือน, ยอดใช้จ่ายและจำนวนการเดินทางในประเทศช่วง Golden Week โตแรง

Global Stock Markets

EURO		Weighting 	แนวโน้มเศรษฐกิจที่เปราะบางมากขึ้นจากแรงกดดันหลายด้าน อาจฉุดผลประกอบการของบริษัทในภาพรวม โดยเฉพาะกลุ่มการเงินซึ่งมีน้ำหนักสูงในดัชนีหุ้นยุโรป
THAILAND		Weighting 	แม้เรามองตลาดหุ้นไทยยังปรับตัวขึ้นต่อได้ แต่ปัจจัยบวกส่วนใหญ่สะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นระยะสั้นแล้ว หนุนให้ SET ปรับขึ้นจากจุดต่ำสุดกว่า +24% ขณะที่ การเจรจาการค้าสหรัฐฯ-จีน มีแนวโน้มเข้มข้นขึ้น อาจทำให้ตลาดมีความผันผวนเพิ่มขึ้น
USA		Weighting 	Valuation ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยรวม อยู่ในระดับที่ตึงตัวแล้ว เมื่อเทียบกับความเสี่ยงทางเศรษฐกิจที่อาจเร่งตัวขึ้น ในช่วงนี้เราจึงเน้นกลยุทธ์เลือกลงทุนอย่างระมัดระวัง โดยเน้น KFCYBER-A และ UGD ที่ลงทุนในธุรกิจที่ผลประกอบการทนทานต่อสภาวะเศรษฐกิจ
CHINA		Weighting 	แนะนำ “ซื้อ” SCBASHARES(A) รัฐบาลจีนเดินหน้าส่งเสริมการพึ่งพาตนเองด้านเทคโนโลยีอย่างจริงจัง, ทอยออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในหลายมิติ และผลักดันนโยบาย Anti-Involution ซึ่งจะช่วยให้อินเทอร์เน็ตหลุดพ้นจากภาวะเงินเฟ้อที่กดดันเศรษฐกิจมานาน



เศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาอ่อนแอลง โดยเฉพาะในภาคการจ้างงาน ที่อัตราว่างงานกำลังจะเร่งตัว อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงที่จะเกิด recession ภายใน 1 ปี ยังค่อนข้างต่ำ เพราะนโยบายการเงิน-การคลัง ที่ผ่อนคลายลงพร้อมกัน โดย 1) Fed เปลี่ยนท่าทีแล้ว เตรียมที่จะลดดอกเบี้ยต่อเนื่อง และยุติ QT เพื่อไม่ให้สภาพคล่องตึงตัวเกินไป 2) มาตรการทางการคลัง ทั้งภาคธุรกิจ อย่างการให้บริษัทหักค่าเสื่อมของสินทรัพย์ลงทุนได้เต็มจำนวนในปีแรก, เครดิตภาษีเฉพาะด้าน, เพิ่มเพดานหักค่าใช้จ่ายลงทุนสำหรับ SME และภาคประชาชน จากมาตรการกระตุ้นกำลังซื้อ การขยายเพดานหักลดหย่อนภาษี SALT, ลดหย่อนภาษีที่ OT

อย่างไรก็ดี แรงส่งจากการเร่งใช้จ่าย (Front Load) ก่อนมาตรการภาษีเริ่มมี กำลังค่อยๆ หดไป ถือเป็นความเสี่ยงหลัก ที่อาจทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ถดถอยลงได้เร็วกว่าที่เราคาดไว้

เศรษฐกิจยุโรป แข็งแรงกว่าที่คาด แม้จะได้รับแรงกดดันจาก Tariff แต่การผ่อนคลายทางการคลังในหลายประเทศ โดยเฉพาะเยอรมนี ที่อัดฉีดงบลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน และกลาโหม เป็นจำนวนมาก ขณะเดียวกัน อัตราค่าจ้างที่แท้จริง ที่เพิ่มขึ้นช่วยพยุงการบริโภคภาคเอกชนในหลายประเทศ

อย่างไรก็ดี ค่าใช้จ่ายทางการคลังสูงขึ้น จากการพยุงเศรษฐกิจ จะทำให้ หนี้สาธารณะเฉลี่ย Eurozone มีโอกาสเพิ่มขึ้นไปที่ 92% ของ GDP ภายในปี 2030 (+3% จาก 2024)

นอกจากนี้ 1) เงินเฟ้อที่กลับมาดีดตัว เหนือ 2% และอาจสูงยิ่งเยื่อ ส่งผลให้ ECB มีพื้นที่ลดดอกเบี้ยน้อยลง 2) ค่าจ้างแรงงานที่เคยหนุนการบริโภคเริ่มขยายตัวช้าลง ขณะเดียวกันความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังอ่อนแอ 3) ปัญหาเสถียรภาพการเมือง โดยเฉพาะในฝรั่งเศส ที่มีรัฐบาลเสียงข้างน้อยและเผชิญคดีไม่ไว้วางใจหลายครั้ง ทำให้ความสามารถในการผลักดันกฎหมายปฏิรูป-มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจถูกจำกัด

ตัวเลขเศรษฐกิจจีนส่งสัญญาณเร่งบวกจาก Core CPI น.ย. อยู่ที่ +1% และระดับสูงสุดในรอบ 19 เดือน คลายกังวลเงินเฟ้อที่กดดันเศรษฐกิจมานาน, ยอดนำเข้าก.ย.พุ่งแรงที่ +7.4% สูงสุดในรอบ 7 เดือน, ยอดใช้จ่ายและจำนวนการเดินทางในประเทศช่วง Golden Week โตแรงที่ +15% และ +16% ตามลำดับ (ปีก่อนที่ +6.3%, +5.9% ตามลำดับ)

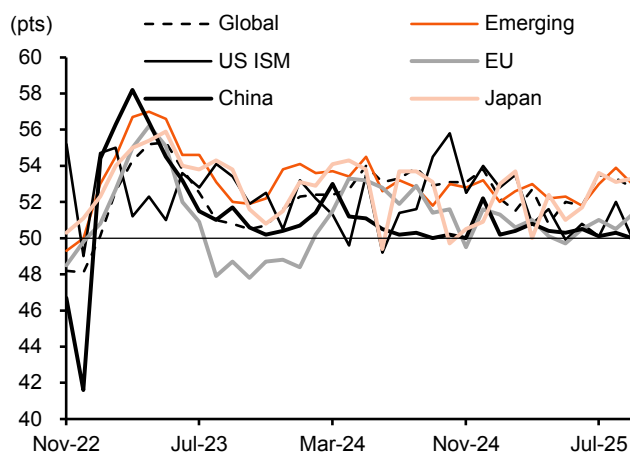
การประชุม 4th Plenum ของจีน แม้ไม่เปลี่ยนทิศทางใหญ่ แต่ใช้โทนที่เข้มข้น ย้ำชัดเรื่องการพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อพึ่งพาตนเอง และการขับเคลื่อนกำลังซื้อในประเทศ ผ่านเงินอุดหนุนสินเชื่อผู้บริโภค-เก่าแก่ใหม่ ขณะที่ มีสัญญาณกระชับอำนาจภายในพรรค จากจำนวนผู้เข้าประชุมที่ค่อนข้างน้อย, มีการดันคนใกล้ชิดขึ้นเพิง ขึ้นเป็นรองประธาน CMC

ภาคอสังหาริมทรัพย์ยังคงน่ากังวลคนแรก ของปีนี้-ยุติภาวะสุญญากาศทางการเมือง แต่รัฐบาลใหม่ยังเผชิญข้อจำกัด เพราะเป็นเพียง “รัฐบาลเสียงข้างน้อย” ที่ภายในพรรคก็ยังไม่เป็นเอกภาพ และจำเป็นต้องพึ่งพาการสนับสนุนจาก Lshin ในการขับเคลื่อนนโยบาย ทำให้การผลักดันมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ อาจไม่เกิดขึ้นได้เต็มที่ตามที่ตลาดคาดหวัง

ภาคการผลิตสหรัฐฯ และจีนดูอ่อนแอหน่อยลง

- ISM สหรัฐฯ ยังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 แม้ตัวเลขล่าสุดจะหดตัวน้อยลง แต่มาจาก supplier deliveries ที่เกิดจากการเร่งนำเข้า-ส่งออกของจีน ส่วนทางกับคำสั่งซื้อใหม่ สะท้อนว่า demand ยังอ่อนแอ
ในระยะถัดไป ต้องจับตา “ระดับสินค้าคงคลัง” ว่าจะบ่งชี้ถึงการระบายสินค้าที่เคยเร่งกักตุนหรือไม่ หากสินค้าคงคลังยังไม่ถูกระบายออก ย่อมกดดันการผลิตรอบใหม่
- PMI จีนขยับขึ้นเป็น 49.8 แม้ยังติดลบแต่ถือว่า “อาการดีขึ้น” โดยการผลิตโตแรงสุดตั้งแต่ มี.ค. และการซื้อวัตถุดิบพุ่งสูงสุดในรอบครึ่งปี อย่างไรก็ดี คำสั่งซื้อใหม่จากต่างประเทศและการจ้างงานยังหดตัวต่อ... เรามองมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ, พลจรัญการค้าฯ จะมีบทบาทสำคัญในระยะถัดไป

Service PMI

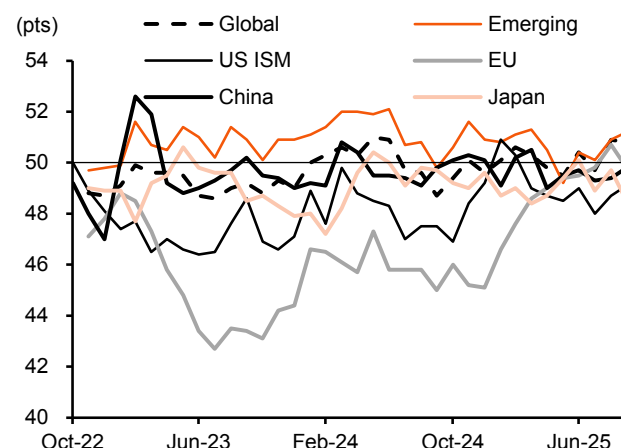


Source: Bloomberg

GDP ประเทศส่วนใหญ่ ถูกปรับประมาณการขึ้น

- นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่เคยพากันปรับลดคาดการณ์ GDP ทั้งโลก ในช่วงที่ยังไม่เห็นความชัดเจนเรื่อง Tariff ซึ่งขณะนั้น มีทั้งฝ่ายที่เลือกปรับตัวเลขลงเพียงเล็กน้อย กับฝ่ายที่ใส่สมมติฐาน “เต็มจำนวน” ตามที่กรมประชาฯ
- อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปลาย พ.ค.-มิ.ย. การปรับประมาณการเริ่มทรงตัวและพลิกกลับขึ้น ตลอดช่วง 3Q25 จนถึงปัจจุบัน
- ถึงกระนั้น คาดการณ์ GDP ของหลายประเทศ ก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่าช่วงก่อน Liberation Day ยกเว้นเพียงจีน ที่ได้แรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายใน และยุโรปโดยเฉพาะเยอรมนี ที่ได้โอนส่งผลกระทบจากการคลังแบบพ่วนคลาย

Manufacturing PMI

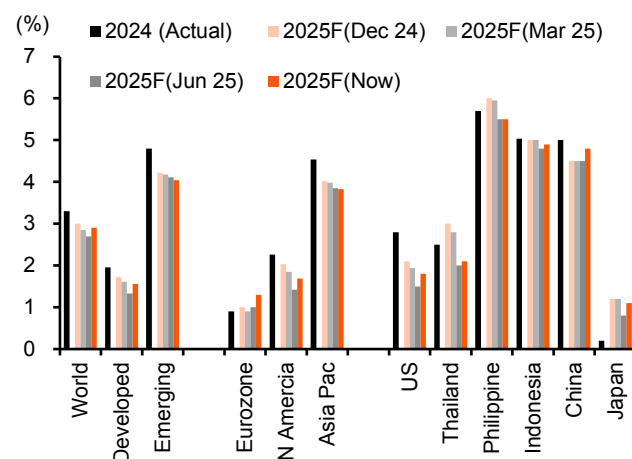


Source: Bloomberg

ภาคบริการสหรัฐฯ ชะลอลงค่อนข้างเร็ว

- ISM สหรัฐฯ อยู่ในเขตขยายตัวต่ำตลอดทั้งปี และด้วยคุณภาพ เพราะถูกพ่วงด้วยหมวด supplier deliveries ขณะที่ดัชนีย่อยอื่นที่สำคัญ กลับไม่แข็งแรงเลย บ่งชี้ว่า demand กำลังถดถอย
ทั้งนี้ หมวดการจ้างงานอ่อนแอต่อเนื่อง และต้นทุนจ่ายอยู่ระดับสูง ทั้งในภาคการผลิต-บริการ ซึ่งไม่ใช่เรื่องดี
- PMI ญี่ปุ่นขยับขึ้นเป็น 53.3 ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 จุดเด่นคือ demand ในประเทศยังแข็งแรง สะท้อนจำนวนนักท่องเที่ยวที่เติบโตต่อเนื่อง ขณะที่ ความเชื่อมั่นปรับขึ้นสูงสุดตั้งแต่ต้นปี ภาคธุรกิจมีแผนขยายกิจการ-ออกสินค้าใหม่ อย่างไรก็ดี แรงกดดันเงินเฟ้อจาก ค่าแรง วัตถุดิบ ยังอยู่ในระดับที่สูงยืดเยื้อ

Revision Up After Tariff Worries Peaking Out

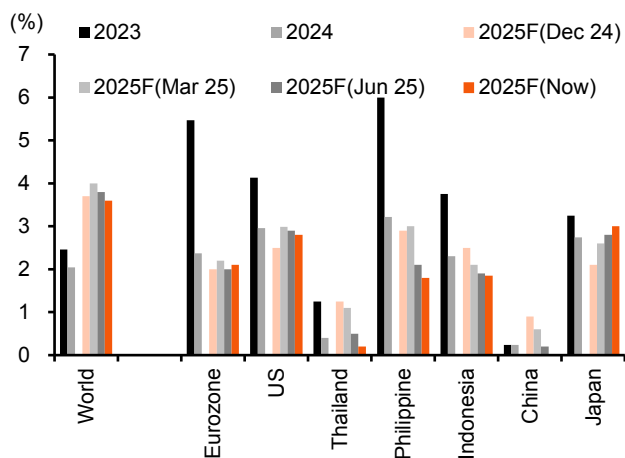


Source: Bloomberg

ภาพเงินเฟ้อ น่าจะทรงตัวค่อนข้างสูง

- ในช่วงต้นปี ภาพเงินเฟ้อโดยรวม เริ่มตัวจากปีที่แล้ว จากราคาพลังงานและสินค้าอุปโภค-บริโภค และค่าจ้างปรับตัวขึ้นในหลายประเทศ
- พอเข้า 2Q25 ราคาพลังงานเริ่มปรับลดลง ขณะที่ พลังงาน Tariff ก็ยังไม่ได้เกิดขึ้นเร็ว นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่จึงปรับประมาณการเงินเฟ้อขึ้นเพียงเล็กน้อยเท่านั้น
- ภาพปัจจุบันไม่ได้เปลี่ยนไปจากเดิม พลังงาน Tariff เหนือกว่าที่ตลาดเคยกังวลในช่วง Liberation Day และราคาพลังงานก็ปรับลดลงต่อเนื่อง โดยรวมแล้ว เงินเฟ้อในประเทศหลักมีแนวโน้มจะทรงตัว แต่สูงกว่าเป้าหมายของธนาคารกลาง

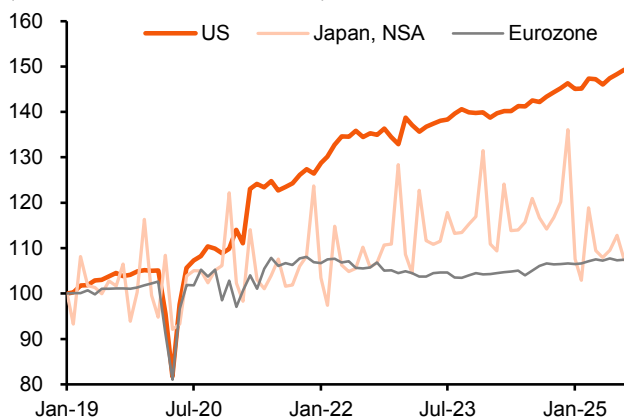
CPI Across Major Countries Still Tame



Source: Bloomberg

US Retail Surprisingly Strong Further

(Retail Sales, Rebase 2019 = 100)



Source: Bloomberg

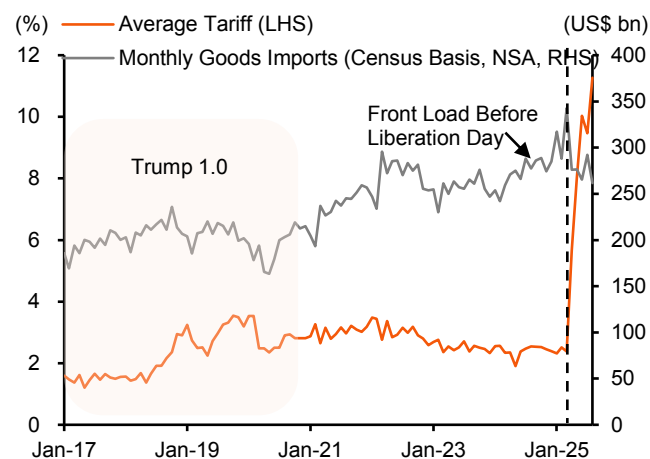
Tariff ของจริง น้อยกว่าที่ขู่ แต่กำลังปรับขึ้นอยู่

- หลังการเจรจากับหลายประเทศ อัตราภาษีการค้าที่ถูกนำมาใช้จริงออกมา “เบากว่า” ที่ทรัมป์เคยขู่จะจัดเก็บ
- อย่างไรก็ตาม เมื่อเริ่มทยอยจัดเก็บจริง อัตรา Tariff กำลังค่อย ๆ ปรับสูงขึ้น และมีแนวโน้มว่าจะถูกส่งผ่านไปยังเงินเฟ้อในระยะถัดไป

ตัวเลขค่าปลีกในสหรัฐฯ แข็งแรงเกินคาด

- ยอดค้าปลีกสหรัฐฯ แข็งแรงมาก จาก 1) ยอดขาย online เติบโตต่อเนื่อง ส่วนหนึ่งเกิดจากการจัด promotion 2) จากราคาน้ำมันปรับลดลง หนุนการใช้ยาน้ำมัน 3) รายได้ของประชากรยังมั่นคง จากการจ้างงานที่ดีมีศักยภาพ นอกจากนี้ ตัวเลขใน 2Q25 ก็ถูกทบทวนขึ้นด้วย
- สำหรับญี่ปุ่น ยอดค้าปลีกถูกกดดันจาก 1) ค่าจ้างเพิ่มขึ้นไม่ทันราคาสินค้า 2) เงินเยนอ่อนค่า ทำให้ต้นทุนสินค้านำเข้าที่จำเป็นหลายชนิดสูงขึ้น กระทั่งกำลังซื้อครัวเรือน 3) ดอกเบี้ยที่สูงขึ้นกดดันการใช้จ่ายของฟุ่มเฟือยที่มีการชะลอตัว

Tariff Still In The Uptrend

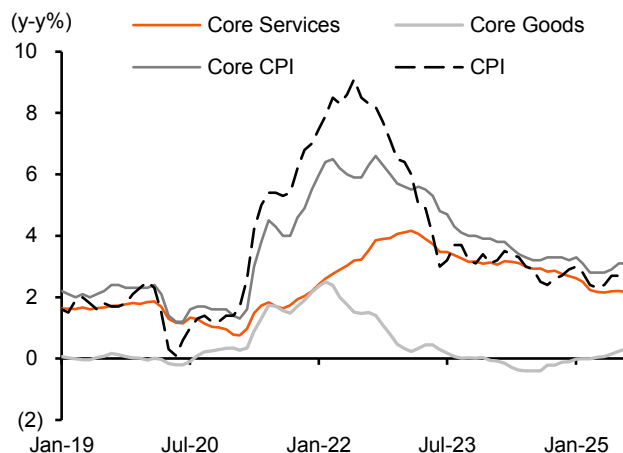


Source: Bloomberg

เงินเฟ้อหมวดสินค้า ยังแทบไม่ได้รับขึ้น

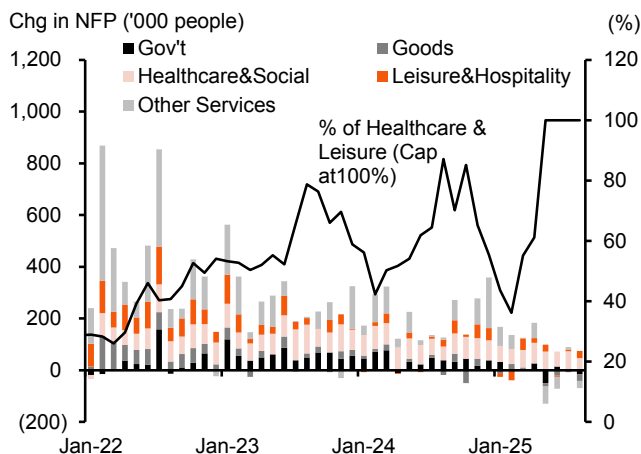
- แม้อัตรา Tariff เฉลี่ย จะปรับขึ้นจากระดับราว 2% ขึ้นมาที่ 11% แล้ว แต่เงินเฟ้อยังตอบรับเพียงเล็กน้อย
- อย่างไรก็ตาม พลสำรวจภาคธุรกิจ เริ่มสะท้อนว่าความสามารถในการตรึงราคา กำลังลดลง ขณะเดียวกันก็เผชิญความยากลำบากในการพลิกการต้นทุนขึ้นสู่ผู้บริโภค
- เรามองว่า ในที่สุดแล้ว สต็อกสินค้าที่ธุรกิจเร่งกักตุนไว้ก่อนหน้านี้ จะทยอยถูกระบายหมด เมื่อถึงตอนนั้นแล้ว ต้นทุนที่สูงขึ้นจาก Tariff จะถูกส่งผ่านเข้าสู่ราคาสินค้ามากขึ้น ซึ่งจะทำให้เงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับลดลงได้ยาก

CPI – Core Goods Still Tame



Source: Bloomberg

Changes In NFP Are Clustering In Health & Leisure



Source: Bloomberg

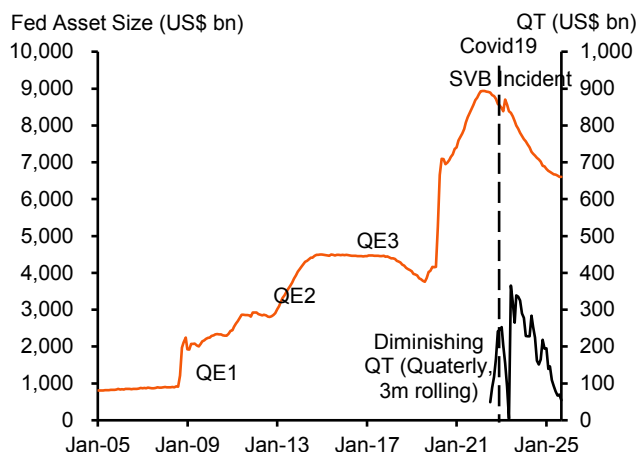
NFP อ่อนแอกว่าคาด

- เรามองล่วงหน้าไว้แล้วว่า NFP จะปรับลดลง เนื่องจาก 1) การจ้างงานค่อนข้างกระจุกตัว อยู่แค่ในบางอุตสาหกรรม 2) นโยบาย Federal Hiring Freeze ที่จำกัดการจ้างงานใหม่ภาครัฐ 3) ผลจาก Tariff ที่จะทำให้ภาคธุรกิจชะลอการจ้างงาน
- อย่างไรก็ตาม ตัวเลขที่เกิดขึ้นอ่อนแอกว่าที่เราคาดไว้ และมีแนวโน้มทรงตัวในระดับต่ำต่อไป ซึ่งปัจจัยนี้กำลังกลายเป็นหนึ่งในเหตุผลหลักที่ทำให้ Fed ต้องกลับมาลดดอกเบี้ยรอบใหม่

การหยุด QT น่าจะเป็นสิ่งที่ตลาดมองไว้อยู่แล้ว

- ประสาน Fed สื่อสารว่าจะหยุด QT ซึ่งเรามองว่า ไม่ใช่เรื่องเหนือความคาดหมาย นักลงทุนส่วนใหญ่ “คาดอยู่แล้ว” ว่าจะต้องเกิดขึ้น เพียงแต่ยังไม่แน่ใจชัดเจนว่าจะเกิดขึ้นเมื่อไร
- เหตุผลที่นักลงทุนพอจะคาดเดาได้ เพราะ 1) ในช่วงที่ผ่านมา Fed ก็ทยอยปรับลด QT จนเกือบจะหยุดแล้ว 2) Fed เริ่มขยับจุดโฟกัสจากเงินเฟ้อที่เริ่มคลายแรงกดดัน มาสู่การรักษาเสถียรภาพการจ้างงานที่กำลังอ่อนแอ
- อย่างไรก็ตาม การที่ Fed ส่งสัญญาณชัดเจน ถือเป็นพลบวกโดยตรงต่อภาคธุรกิจและผู้ซื้อบ้าน เพราะช่วยลดความไม่แน่นอนด้านต้นทุนทางการเงิน เป็นการกระตุ้นกิจกรรมการลงทุนและตลาดที่อยู่อาศัยในระยะข้างหน้า

QT: Not a Surprise

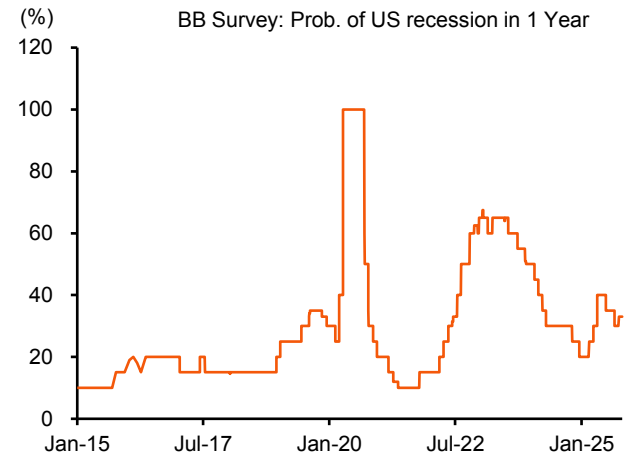


Source: Bloomberg

โอกาสเกิด recession สูงขึ้น แต่ยังคงต่ำ

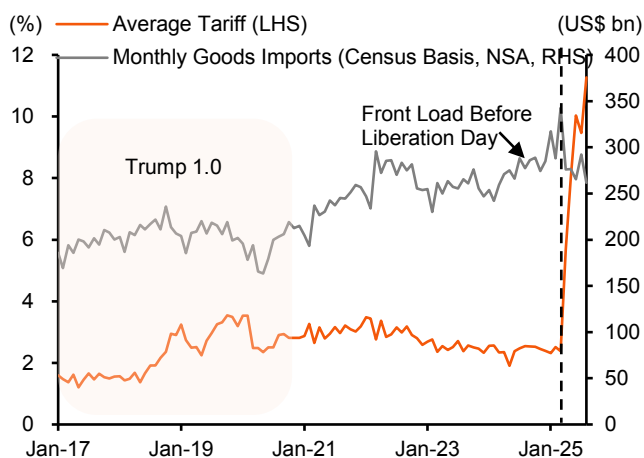
- ภาคจ้างงานสหรัฐฯ ที่อ่อนแอลงเร็ว กดดันให้นักลงทุนกังวลต่อการเกิด recession ในสหรัฐฯ
- อย่างไรก็ดี ภาพการฟื้นคลายทั้งการคลังและการเงิน ทำให้โอกาสดังกล่าวยังไม่สูงมาก (น้อยกว่าช่วง Liberation Day)
- อย่างไรก็ดี ผลกระทบจาก Tariff ยังสะท้อนเข้ามาในระบบเศรษฐกิจไม่มากนัก และเป็นความเสี่ยงหลัก ที่จะเร่งให้โอกาสเกิด recession เพิ่มขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ

Probability of Recession In The US



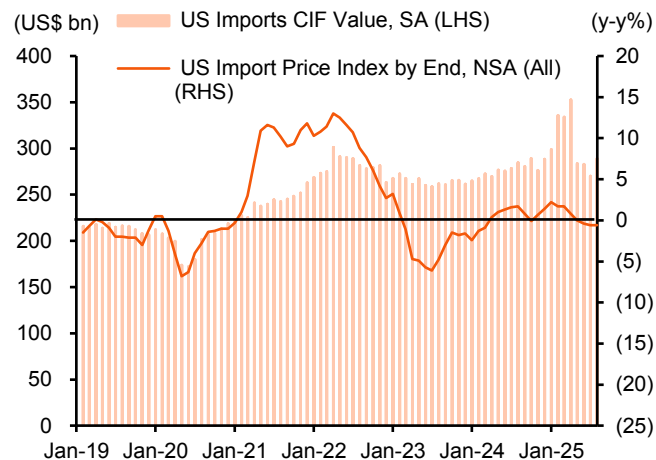
Source: Bloomberg

Tariff Still In The Uptrend



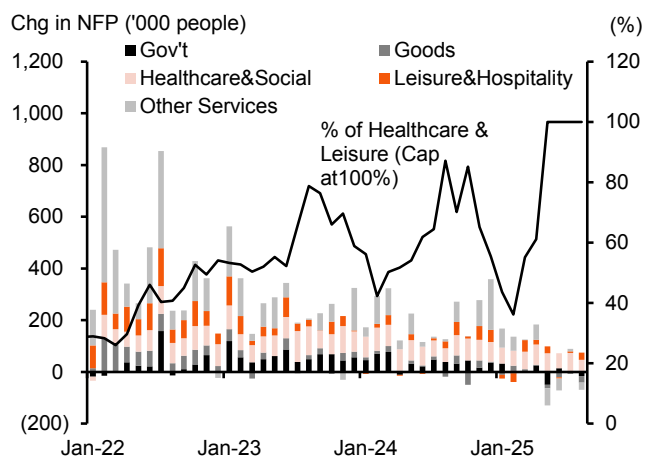
Sources: Fed, Bloomberg, Thanachart Compilation

Low Evidence Of Exporters Prices Absorption



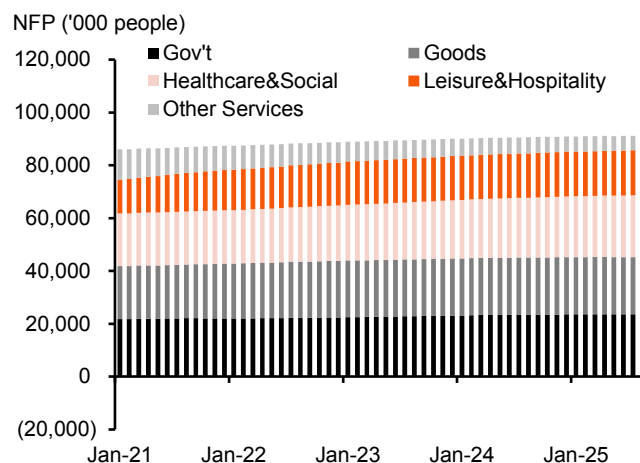
Sources: Fed, Bloomberg, Thanachart Compilation

Changes In NFP Are Clustering In Health & Leisure



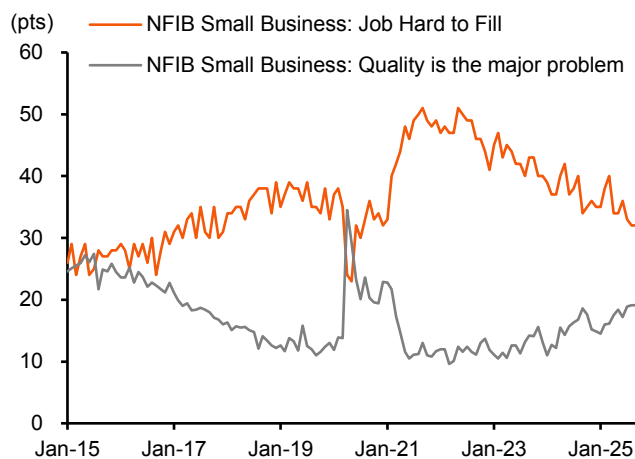
Sources: Fed, Bloomberg, Thanachart Compilation

Breakdown Of Total NFP

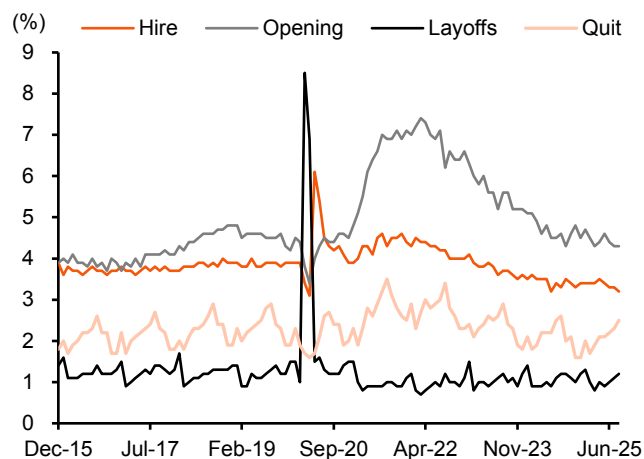


Sources: Fed, Bloomberg, Thanachart Compilation

Job Market Is Not For Job Seekers Anymore



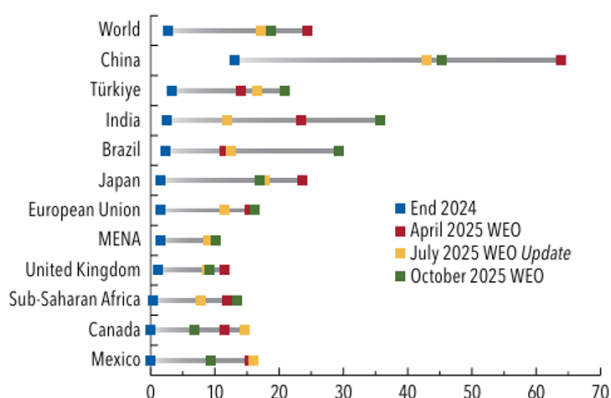
Weaker Job Market With Low Hire & Low Fire..



IMF ปรับคาดการณ์เศรษฐกิจโลกขึ้น ในเดือน ต.ค.

เมื่อกลางเดือนที่ผ่านมา IMF มีการปรับตัวเลขเศรษฐกิจทั้งปี 2025 ขึ้น เนื่องจากเศรษฐกิจใน 1H25 แข็งแรงกว่าคาด... แต่ส่วนใหญ่เป็นผลจากการเร่งรัดต้นทุนสินค้า (front-loading) ก่อนการบังคับใช้ Tariff และหากปัจจัยเหล่านี้เริ่มอ่อนตัว ก็จะเห็นสัญญาณชะลอตัวของเศรษฐกิจชัดเจนขึ้น โดยเฉพาะเมื่อผลของ Tariff เริ่มส่งผ่านสู่ราคาผู้บริโภคในสหรัฐฯ และตลาดแรงงานทั่วโลกเริ่มอ่อนแรง

Ex1 US Effective Tariff Rates by Country



Sources IMF

Note The effective tariff rate is a weighted average of announced statutory rates.

MENA = Middle East and North Africa; WEO = World Economic Outlook;

WTO = World Trade Organization.

นอกจากนี้ การบรรลุผลจากการค้ากับคู่ค้าสหรัฐฯ หลายประเทศ ก็ทำให้สมมติฐานของอัตรา Tariff ในการประเมินเศรษฐกิจดูผ่อนคลายลง ทำให้ IMF ปรับตัวเลขเศรษฐกิจปี 2025 ขึ้นเล็กน้อย จากการประเมินครั้งที่แล้ว (ก.ค. 25)

กลุ่มตลาดเกิดใหม่ ยังเติบโตสูง

IMF มองว่า กลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว จะเติบโตเพียงราว 1.5-1.6% ในปี 2025-26, กลุ่มตลาดเกิดใหม่และกำลังพัฒนามองจะโตเฉลี่ยกว่า 4% ขณะที่ อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยทั่วโลกมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ที่ 4.2% ในปี 2025 และ 3.7% ในปี 2026 ซึ่งแม้เงินเฟ้อในบางประเทศ โดยเฉพาะสหรัฐฯ จะสูงกว่าเป้าหมายของธนาคารกลาง แต่หลายประเทศก็ต่ำกว่า/ใกล้เคียงแล้ว

ความเสี่ยงจากประมาณการของ IMF

ทั้งนี้ IMF เตือนถึงความเสี่ยงต่างๆ โดยเฉพาะ

1. ความไม่แน่นอนเชิงนโยบายการค้าที่ยังสูง, อาจปะทุขึ้นมาอีก
2. ฟองสบู่การลงทุนด้าน AI ที่หุ้นเทคโนโลยีมีโอกาสปรับลงฉับพลัน
3. ปัญหาเชิงโครงสร้างในจีน เช่น ภาคอสังหาริมทรัพย์
4. การกระตุ้นที่สูงขึ้น จากดอกเบี้ยและความต้องการงบประมาณใหม่ๆ เช่น ด้านกลาโหม-ความมั่นคง เศรษฐกิจสีเขียว
5. แรงกดดันต่อความน่าเชื่อถือ และความเป็นอิสระของผู้กำหนดนโยบาย โดยเฉพาะธนาคารกลาง
6. ก้นเหวนทางการคลัง (fiscal buffers) หลังจากหลายประเทศมีหนี้สาธารณะสูงขึ้น
7. ปัญหาระยะยาวอย่าง ประชากรสูงวัยและการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี
8. เงินช่วยเหลือระหว่างประเทศมีแนวโน้มลดลงตามนโยบายรัดเข็มขัดของประเทศพัฒนาแล้วบางแห่ง

Ex2 IMF Oct 2025 Upgrade/Downgrade From July 2025 Forecast

	2024	2025F	Diff vs 2024	2026F	2025F (Diff vs Jul Est.)	2025F (Dif vs Jul Est.)
World Output	3.3	3.2	-0.1	3.1	0.2	0.0
Advanced Economies	1.8	1.6	-0.2	1.6	0.1	0.0
United States	2.8	2.0	-0.8	2.1	0.1	0.1
Euro Area	0.9	1.2	0.3	1.1	0.2	-0.1
Germany	-0.5	0.2	0.7	0.9	0.1	0.0
France	1.1	0.7	-0.4	0.9	0.1	-0.1
Italy	0.7	0.5	-0.2	0.8	0.0	0.0
Spain	3.5	2.9	-0.6	2.0	0.4	0.2
Japan	0.1	1.1	1.0	0.6	0.4	0.1
United Kingdom	1.1	1.3	0.2	1.3	0.1	-0.1
Canada	1.6	1.2	-0.4	1.5	-0.4	-0.4
Other Advanced Economies	2.3	1.8	-0.5	2.0	0.2	-0.1
Emerging Market and Developing Economies	4.3	4.2	-0.1	4.0	0.1	0.0
Emerging and Developing Asia	5.3	5.2	-0.1	4.7	0.1	0.0
China	5.0	4.8	-0.2	4.2	0.0	0.0
India	6.5	6.6	0.1	6.2	0.2	-0.2
Emerging and Developing Europe	3.5	1.8	-1.7	2.2	0.0	0.0
Russia	4.3	0.6	-3.7	1.0	-0.3	0.0
Latin America and the Caribbean	2.4	2.4	0.0	2.3	0.2	-0.1
Brazil	3.4	2.4	-1.0	1.9	0.1	-0.2
Mexico	1.4	1.0	-0.4	1.5	0.8	0.1
Middle East and Central Asia	2.6	3.5	0.9	3.8	0.1	0.3
Saudi Arabia	2.0	4.0	2.0	4.0	0.4	0.1
Sub-Saharan Africa	4.1	4.1	0.0	4.4	0.1	0.1
Nigeria	4.1	3.9	-0.2	4.2	0.5	1.0
South Africa	0.5	1.1	0.6	1.2	0.1	-0.1
European Union	1.1	1.4	0.3	1.4	0.1	0.0
ASEAN-5	4.6	4.2	-0.4	4.1	0.1	0.0
Middle East and North Africa	2.1	3.3	1.2	3.7	0.1	0.3
Emerging Market and Middle-Income Economies	4.3	4.1	-0.2	3.9	0.1	0.0
Low-Income Developing Countries	4.2	4.4	0.2	5.0	0.0	0.0
World Trade Volume (goods and services)	3.5	3.6	0.1	2.3	1.0	0.4
Imports						
Advanced Economies	2.1	3.1	1.0	1.3	0.7	0.3
Emerging Market and Developing Economies	5.6	4.3	-1.3	4.0	1.6	0.0
Exports						
Advanced Economies	1.8	2.1	0.3	1.7	0.9	0.4
Emerging Market and Developing Economies	6.5	5.9	-0.6	3.3	1.0	1.0
Commodity Prices						
Oil	-1.8	-12.9	-11.1	-4.5	1.0	1.2
Nonfuel (avg. based on world import weights)	3.7	7.4	3.7	4.1	-0.5	2.1
World Consumer Prices	5.8	4.2	-1.6	3.7	0.0	0.1
Advanced Economies	2.6	2.5	-0.1	2.2	0.0	0.1
Emerging Market and Developing Economies	7.9	5.3	-2.6	4.7	-0.1	0.2

Source: IMF

สรุปมุมมองเศรษฐกิจของ IMF รายภูมิภาค

North & Latin Americas

สหรัฐฯ ปรับเพิ่มการเติบโตเศรษฐกิจ มองเศรษฐกิจยืดหยุ่นมาก ทำให้ผลจาก Tariff น้อยกว่าที่กังวลไว้ และยังได้แรงหนุนจากค่าเงิน \$US ที่อ่อนค่าช่วงต้นปี, การลงทุนภาคเอกชน จากกระแส AI และจากมาตรการการคลัง/ลดภาษี แต่การเข้มงวดนโยบายผู้อพยพ อาจลดศักยภาพการเติบโตระยะยาวราว 0.3-0.7% และเพิ่มแรงกดดันต่อบางอุตสาหกรรม เช่น ก่อสร้าง เกษตร ขณะที่เงินเฟ้อ มีแนวโน้มอยู่เหนือเป้าหมาย Fed จากผลของค่าแรงและ Tariff

แคนาดา เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอลงกว่าคาดชัดเจน เนื่องจากการพึ่งพาการค้า/ลงทุน จากสหรัฐฯ ในระดับสูง นอกจากนี้ การขึ้นดอกเบี้ยของ BOC ในรอบที่ผ่านมา ก็กดดันภาคอสังหาริมทรัพย์ และการใช้จ่ายครัวเรือน เนื่องจากหนี้ครัวเรือนที่สูงถึง 180% ของรายได้ (99% ของ GDP) ทำให้การบริโภคไวต่ออัตราดอกเบี้ยมาก

ละตินอเมริกาและแคริบเบียน ภาพรวมค่อนข้างทรงตัว ทั้งในปีและปีหน้า จากการผ่อนคลายนโยบายการเงิน หลังเงินเฟ้อผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว รวมถึงราคาสินค้าเกษตรและโลหะอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม ศักยภาพการเติบโตยังถูกจำกัดจากปัญหาเชิงโครงสร้าง เช่น ความไม่เท่าเทียมที่สูง และความไม่แน่นอนทางการเมืองในบางประเทศ

บราซิล การปฏิรูปการคลังของรัฐบาลใหม่ และนโยบายสวัสดิการ อาจช่วยพยุงการบริโภคในระดับหนึ่ง แต่นโยบายการเงินตึงตัวต่อเนื่องเพราะต้องคุมเงินเฟ้อ ขณะที่การส่งออกสินค้าเกษตรขยายตัวช้าลง

เม็กซิโก การเติบโตแม้จะต่ำ แต่ดีกว่าที่เคยวิตก เนื่องจากผลกระทบจาก Tariff จำกัดกว่าคาด และการย้ายฐานการผลิต (near-shoring) มายังเม็กซิโกช่วยหนุนลงทุนภายใน

Europe

เศรษฐกิจยุโรปปรับตัวดีกว่าคาด แม้จะได้รับแรงกดดันจาก Trade Tariff โดยคาด ยูโรโซน จะโต 1.2% ในปี 2025 (ปรับเพิ่มจาก 1.0%) จากการผ่อนคลายของ Fiscal Policy โดยเฉพาะเยอรมนี ที่อัดฉีดงบลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและกลาโหม ขณะเดียวกันค่าจ้างจริงที่เพิ่มขึ้นช่วยพยุงการบริโภคภาคเอกชนในหลายประเทศ อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายทางการคลังสูงขึ้น จากการพยุงเศรษฐกิจจะทำให้หนี้สาธารณะเฉลี่ยของ Eurozone เพิ่มขึ้นไปที่ 92% ของ GDP ภายในปี 2030 (+3% จาก 2024)

ยุโรปเหนือ และตะวันตก แม้ปรับ GDP ของเยอรมนี และอังกฤษขึ้น แต่ภาพรวม GDP ของประเทศหลัก จะเติบโตต่ำในปี และจะค่อยฟื้นตัวขึ้นในปีหน้า

เยอรมนี พ้นจากภาวะถดถอยและคาด GDP จะโต 0.2% ในปีนี้ และจะเร่งขึ้นในปีหน้า จากนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายเป็นพิเศษ (กลาโหม และโครงสร้างพื้นฐาน) และการฟื้นตัวของภาคบริโภค อย่างไรก็ตาม การส่งออกยังเผชิญแรงกดดัน แต่ IMF พบว่าสินค้าส่งออกเยอรมัน เช่น รถยนต์ สามารถส่งผ่านภาษีได้พอสมควร

ฝรั่งเศส เศรษฐกิจเติบโตต่ำลงจากปีก่อน จากทั้งปัญหาการเมืองภายในประเทศ การประท้วงปฏิกิริยาของธนาคารที่ยึดเยื้อ กระบอบความเชื่อมั่นนักลงทุน ขณะที่รัฐบาลมีข้อจำกัดด้านการคลัง เนื่องจากหนี้สาธารณะสูงถึง 110% ของ GDP และน่าจะต้องเริ่มรัดเข็มขัดในปีต่อๆ ไป ต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น ก็จะกดดันการใช้จ่ายภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม แรงกดดันเงินเฟ้อค่อนข้างจำกัด

สรุปมุมมองเศรษฐกิจของ IMF รายภูมิภาค (ต่อ)

อิตาลี คาดเศรษฐกิจจะขยายตัวต่ำในปีหน้า ภาพปัญหาเชิงโครงสร้างจะกดดันเศรษฐกิจในระยะยาว แม้ระยะสั้น จะได้แรงพยุงเล็กน้อยจากเงินกู้ใหม่ของ EU (NextGenEU) แต่ปัญหาประชากรสูงวัย พลิกภาพต่ำ และหนี้สาธารณะกว่า 140% ของ GDP จะลดรั้งศักยภาพการเติบโตในระยะกลาง-ยาว อัตราว่างงานทรงตัวสูงราว 6.7% และมีแนวโน้มสูงขึ้นเล็กน้อยเมื่อภาคส่งออกชะลอ ขณะที่ ความเสี่ยงสำคัญอีกอย่างคือ การปรับขึ้นของ bond yield ที่กดดันให้การฟื้นตัวประปราย

สเปน เศรษฐกิจโตดีเกินคาด ด้วยแรงส่งจากการท่องเที่ยวและการใช้จ่ายภาครัฐ

สหราชอาณาจักร เศรษฐกิจเติบโตปานกลาง จากรายได้เสียครัวเรือนปรับตัวดีขึ้น และวิกฤตค่าครองชีพเริ่มคลี่คลาย แต่แนวโน้มระยะกลาง ยังถูกจำกัดจาก Brexit และตลาดแรงงานที่ตึงตัว นอกจากนี้ เงินเฟ้อของอังกฤษยังคงสูงยิ่งยวดกว่าที่เคยคาดไว้ กดดันให้ BOE ไม่สามารถลดดอกเบี้ยได้เร็ว

สแกนดิเนเวีย สวีเดนและเนเธอร์แลนด์มีสัญญาณฟื้นตัวปานกลาง หลังจากชะลอตัวในปีที่ผ่านมา และจะเร่งตัวในปี 2026 จากการบริโภคภายในที่ปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เงินเฟ้อในยุโรปเหนือยังคงสูงกว่าก่อนวิกฤต

ยุโรปกลางและตะวันออก ประเทศ Emerging Europe เช่น โปแลนด์ โรมาเนีย เพชียแรงกดดันจากอัตราดอกเบี้ยที่สูง และอุปสงค์การส่งออกที่ชะลอ รวมถึงผลกระทบจากสงคราม ทำให้เศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตต่ำกว่าเฉลี่ย และจะเติบโตต่ำลงมากเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว เพียง 1.8% ในปี 2025 (จาก 3.5% ในปี 2024) ส่วนหนึ่งเพราะรัสเซีย อย่างไรก็ดี การเติบโตจะฟื้นขึ้นเป็น 2.2% ในปี 2026

รัสเซีย เติบโตสูงผิดปกติในปีที่แล้ว (4.3%) จากการใช้จ่ายสงครามและการส่งออกพลังงาน คาดปีนี้จะชะลอลงเหลือ 0.6% และ 1.0% ในปี 2026 จากผลของมาตรการกระตุ้นที่เริ่มจางลง และการคว่ำบาตรที่จำกัดศักยภาพเศรษฐกิจ

Asia & Pacific

เอเชียยังคงเป็นภูมิภาคที่เติบโตเร็วที่สุดของโลก แม้แนวโน้มอ่อนตัวลงเล็กน้อยจากความตึงเครียดการค้าและปัจจัยชั่วคราว โดยคาดว่า Emerging Asia จะเติบโต 5.2% ในปี 2025 และชะลอเหลือ 4.7% ในปี 2026 ตามการชะลอตัวของจีน อัตราเงินเฟ้อในเอเชียโดยรวมอยู่ในระดับต่ำกว่าภูมิภาคอื่นๆ โดยเฉพาะบางประเทศ เช่น ไทย ที่เงินเฟ้ออยู่ต่ำกว่าเป้าหมาย

Advanced Asia

ญี่ปุ่น ปรับเพิ่มคาดการณ์เศรษฐกิจปีนี้ เป็น 1.1% นอกจากจะมีการส่งออกสินค้าก่อน Tariff แล้ว ค่าแรงที่เพิ่มขึ้น ก็ช่วยหนุนการบริโภค แต่มองว่าพลบวที่ค่อยๆ หมดไป จะทำให้เศรษฐกิจชะลอลงสู่แนวโน้มระยะยาวในปีหน้า จากปัญหาเชิงโครงสร้าง เช่น ประชากรที่ลดลง ขณะที่ BOJ อาจเริ่มลดระดับการผ่อนคลายนโยบายลง จากเงินเฟ้อที่สูงกว่าเป้าหมาย (ราว 3.3% vs 2%)

เกาหลีใต้และไต้หวัน เช่นเดียวกับ ญี่ปุ่น คาดเศรษฐกิจเร่งตัวจากทั้งการเร่งนำเข้าสินค้าสหรัฐฯ และกระแสการลงทุนใน AI และเซมิคอนดักเตอร์ และมีแนวโน้มชะลอลงในปี 2026

สรุปมุมมองเศรษฐกิจของ IMF รายภูมิภาค (ต่อ)

Emerging Asia

ประเทศส่วนใหญ่ จะได้ประโยชน์จาก ดอกเบี้ยโลกขาลง และหลายประเทศมีกรอบนโยบายที่แข็งแกร่งผ่านวิกฤต และมีภูมิคุ้มกันต่อความผันผวน

จีน แม้รัฐบาลจะใช้นโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ผ่านการลดภาษีและการส่งเสริมการลงทุน แต่ขาดมาตรการส่งออกที่ลดลงได้เพียงบางส่วน มมองเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง โดยเฉพาะในปีหน้า เพราะการส่งออกฯ ในปีนี้ ยังไม่สะท้อน Tariff เต็มที่ นอกจากนี้ ยังมีปัญหาเชิงโครงสร้าง ทั้งจากภาคอสังหาริมทรัพย์ ภาระหนี้ที่มีความเสี่ยงสะสม และ ภาวะ debt-deflation trap จาก demand ที่อ่อนแอ พร้อมกับราคาสินทรัพย์ลดลง มองเสถียรภาพการเงินในจีน มีความเสี่ยงสูงขึ้น

อินเดีย ปรับเพิ่ม GDP ปีนี้ เนื่องจากเศรษฐกิจใน 1H25 แข็งแรงกว่าคาดมาก สามารถหักล้างผลจาก Tariff ได้บางส่วน ปัจจัยสำคัญมาจากการบริโภค, การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล รวมถึงภาคบริการ สำหรับเงินเฟ้อ แม้มีบางช่วงที่เร่งตัวจากราคาพืชและอาหาร แต่โดยรวมมีแนวโน้มลดลงเข้าสู่กรอบเป้าหมาย RBI ที่ 2-6% มองความเสี่ยงหลักของอินเดียคือการส่งออก หากสหรัฐฯ ยกกระดับความขัดแย้งขึ้นจากปัจจุบันที่ให้อภัยภาษีแก่สินค้าสำคัญบางรายการ ขณะเดียวกันอินเดียก็เร่งเจรจาการค้ากับคู่ค้าอื่นๆ

ASEAN-5 (อินโดนีเซีย, มาเลเซีย, ฟิลิปปินส์, สิงคโปร์, ไทย) การส่งออกจะถูกกดดัน โดยเฉพาะ มาเลเซีย และ ไทย, มมองเศรษฐกิจต่ำกว่าคาดเดิม ทั้งนี้ IMF ได้ปรับลด GDP ไทยปีนี้ลงเหลือ 2.0% (Bloomberg consensus ที่ 2.1%) จากภาคต่างประเทศที่อ่อนแอ และกำลังซื้อที่ฟื้นช้า

Middle East & Central Asia ปรับเพิ่มเศรษฐกิจปีนี้ และมี 2026 จากการส่งออกน้ำมันที่กลับมาขยายตัว หลังกลุ่ม OPEC+ ทอยยกลูก การปรับลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจ อย่างไรก็ดี แม้ผลกระทบจาก Tariff จะจำกัด และอุปสงค์/กองทุนฯเข้มแข็ง แต่ยังมีความเสี่ยงสำคัญจากราคาน้ำมันผันผวน และ geopolitics

ซาอุดี การผลิตน้ำมันและการลงทุนภาครัฐเร่งตัวขึ้น เป็นแรงส่งหลักให้ภูมิภาคตะวันออกกลางฟื้นตัว

อียิปต์ มีสัญญาณบวกจาก 1H25 ที่โตดีเกินคาด แต่ยังมีปัญหาเงินเฟ้อสูงและค่าเงินอ่อนค่า

Sub-Saharan Africa

เศรษฐกิจโดยรวมมีสัญญาณฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป จากประเทศผู้ส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์ ที่ได้ประโยชน์จากราคาสินค้าเกษตรและพลังงานที่ยังคงสูง และบางประเทศ เริ่มเห็นผลบวกจากการปฏิรูปเศรษฐกิจภายในประเทศ แต่ยังมีข้อจำกัดด้านการเงินและปัญหาหนี้สาธารณะในหลายประเทศ

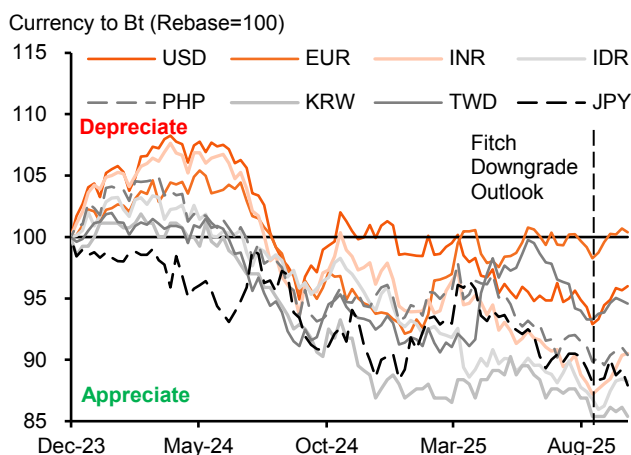
อย่างไรก็ดี การฟื้นตัวยังไม่ทั่วถึง หลายประเทศที่ยากจนยังตามหลัง หนี้สูง และมีความขัดแย้งในภูมิภาค ความเสี่ยงขาดแคลนอาหารและการเปลี่ยนแปลงภูมิอากาศยังคงสูง ซึ่งกระทบราคาสินค้า ทำให้ยิ่งอ่อนไหวต่อการที่ประเทศพัฒนาแล้วจะปรับลดงบช่วยเหลือ

เศรษฐกิจอ่อนแอต่อเนื่อง ถึงแม้ Tariff ในช่วงแรก จะส่งผลกระทบจำกัด

Thai GDP Forecast

% growth	2022 (%)	2023 (%)	2024 (%)	2025F (%)	2026F (%)	2027F (%)
Real GDP growth	2.6	2.0	2.5	2.1	2.1	2.6
Private consumption	6.2	6.9	4.4	2.5	2.0	2.5
Private investment	4.6	3.1	(1.6)	4.4	4.4	4.7
Government investment	(3.9)	(4.2)	4.8	1.0	3.1	2.3
Exports (nominal US\$ growth)	5.4	(1.5)	5.7	5.5	(4.2)	2.7
Imports (nominal US\$ growth)	14.0	(3.8)	6.6	4.2	(2.6)	3.4
Export of services (nominal baht growth)	68.5	43.9	28.8	1.0	2.7	2.0
Import of services (nominal baht growth)	18.7	3.7	13.6	(0.9)	1.5	1.5
Current account (% of GDP)	(3.2)	1.4	2.1	3.4	2.7	3.0
Headline CPI	6.1	1.2	0.4	0.3	1.0	1.5
Bt/US\$ – average	35.1	34.8	35.3	33.1	33.0	33.5
Policy rate	1.25	2.50	2.25	1.25	1.00	1.00

Baht Soften After Downgrade But Still In Strength Zone



Sources: BoT, Thanachart compilations

Action From Rating Agency

สำนัก	วันที่ล่าสุด	Rating Outlook	กรอบเวลาติดตามหลังเปลี่ยน Outlook	กรอบเวลาที่ "เป็นไปได" สำหรับไทย
Moodys	29 เม.ย. 2025	Baa1 Negative (From Stable)	โดยทั่วไป 12-18 เดือน	พ.ค. 2026-ต.ค. 2026
Fitch	24 ก.ย. 2025	BBB+ Negative (From Stable)	โดยทั่วไป 12-18 เดือน	ต.ค. 2026-มี.ค. 2027
S&P	2 มิ.ย. 2025	BBB+ Stable	สูงสุดราว 2 ปี สำหรับ investment grade	มิ.ย. 2026-มิ.ย. 2027; ทั้งนี้ สื่อคาด อาจมีการประเมินราว พ.ย. 2025
JCR	14 มี.ค. 2025	FC: A LC: A+ Stable	ไม่กำหนดระยะเวลาการ	ที่ผ่านมา เม.ย. 2024 และ มี.ค. 2025
R&I	21 ม.ค. 2025	A- Stable	ไม่กำหนดระยะเวลาการ	n.a.

Sources: NESDC; Thanachart estimates

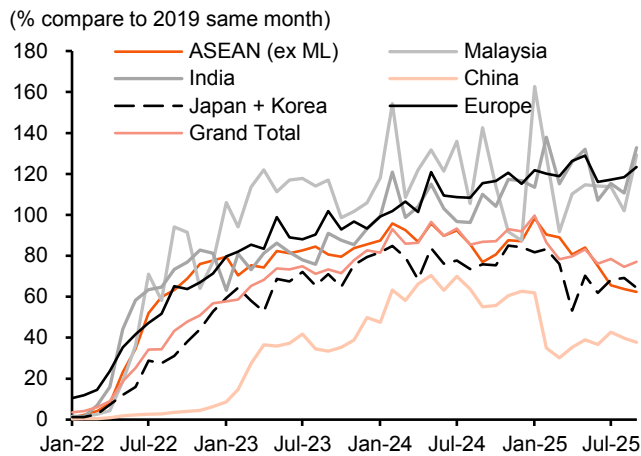
เศรษฐกิจไทย 3Q25 ดูเหมือนทรงตัว แต่รายละเอียดย่ออ่อนแอลง

แม้ว่าใน 3Q25 เศรษฐกิจไทยโดยรวมจะทรงตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า แต่รายละเอียดแสดงถึงสัญญาณอ่อนแอในหลายด้าน สาเหตุที่ภาพรวมยังทรงตัวส่วนหนึ่งมาจากรายได้ภาคท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวจากมาตรการ “เที่ยวไทย คนละครั้ง” และราคาน้ำมันที่ปรับตัวลง แต่กิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยรวมยังคงชะลอตัว สะท้อนถึงแรงส่งพื้นฐานที่ยังไม่เข้มแข็ง ขณะที่ในช่วงข้างหน้าเศรษฐกิจไทยยังต้องเผชิญกับความท้าทายเชิงโครงสร้างเดิมๆ ที่แก้ไขได้ยาก

อุปสงค์ทรงตัว แต่อาจเป็นภาพลวงตา

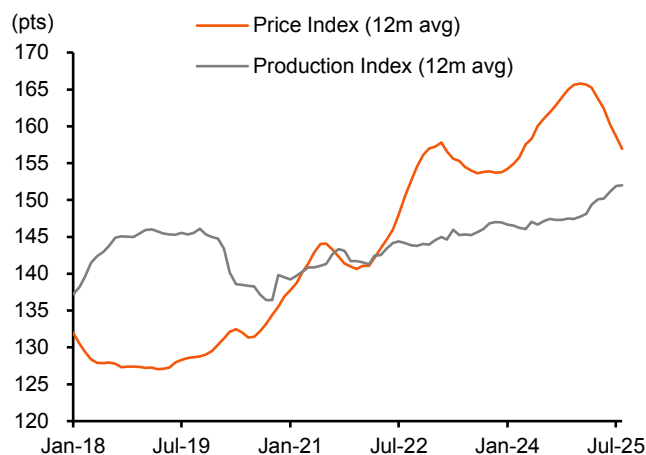
ใน 3Q25 การใช้จ่ายภายในประเทศโดยรวมทรงตัว โดยการท่องเที่ยวเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญ พบกับราคาน้ำมันที่ปรับตัวลง ทำให้การบริโภคสินค้าไม่คงทน และภาคบริการท่องเที่ยว ขณะที่การลงทุน ได้ตัวช่วยจากการขยายกองบินของสายการบิน และการส่งออกยังได้ผลจากการเร่งสั่งซื้อก่อน Tariff จะบังคับใช้ แต่การใช้จ่ายสินค้าในหมวดอื่น ไม่ได้แข็งแกร่งนัก

Seem A New Base Of Foreign Tourist Figures



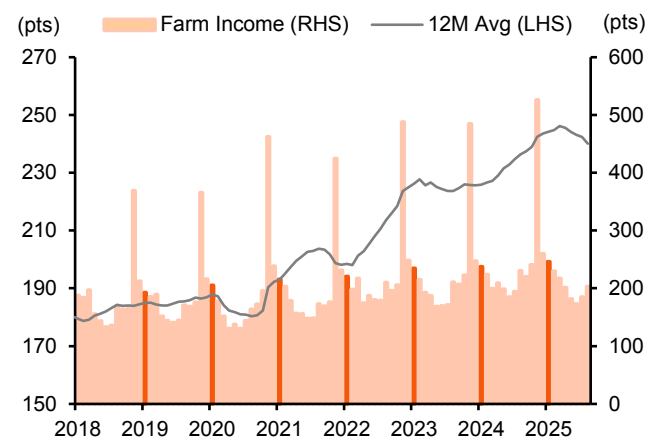
Source: White House's Reciprocal Tariff Annex 1

Good Farm Production Come With Deteriorated Price



Source: Bank of Thailand

Resulting In Softened Farm Income, Still A High Level



Sources: Bank of Thailand, BOI, NESDC, Ministry of Tourism & Sports

การผลิต และเกษตรอ่อนตัว จุดการค้าและภาคขนส่ง

ฟัซอุปทานของเศรษฐกิจไทย อ่อนแรงลง โดยภาคการเกษตร แม้จะทรงตัวระดับสูง เพราะผลผลิตเพิ่มขึ้นจากสภาพอากาศที่เอื้อ (เช่น ทุเรียน-มังคุด-เงาะ ให้ผลผลิตสูงเป็นพิเศษ, ลำไยภาคเหนือ ผลผลิตสูงเป็นประวัติการณ์, ข้าว-ปาล์ม-ปรง ก็มีผลผลิตที่สูงกว่าปกติเช่นกัน) แต่ราคาสินค้าลดลง ทำให้รายได้มูลค่าผลิตภาคเกษตรอ่อนตัวเล็กน้อย ขณะที่ การผลิตภาคอุตสาหกรรมหดตัวต่อเนื่องในหลายหมวดสินค้า โดยเฉพาะหมวดยานยนต์และอาหารและเครื่องดื่ม จากอุปสงค์ทั้งในและต่างประเทศที่ชะลอตัว และระดับสินค้าคงคลังที่สูง หรือบางบริษัท ก็ถือโอกาสปิดไลน์ผลิตเพื่อซ่อมบำรุง/ปรับกระบวนการ ซึ่งทำให้ภาพรวมการผลิตลดลงมากขึ้น พลของภาคการผลิตสินค้าที่ชะลอตัวได้ส่งผ่านไปยังกิจกรรมในการการค้าและภาคขนส่งสินค้าที่ปรับลดลงตาม แม้ว่าบริการที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวจะปรับตัวดีขึ้นบ้างก็ตาม

ภาคต่างประเทศและดุลบัญชี ค่าเงินบาทและเงินเฟ้อต่ำ

ด้านการค้า การส่งออกสินค้า อ่อนตัวจาก 2Q25 แต่ยังคงเติบโต y-y ในเดือน ส.ค. แม้ว่าสินค้าจะเริ่มถูกเก็บภาษี Tariff อัตราใหม่แล้ว อาจเป็นการสะท้อนว่า 1) วงจรการลงทุนด้านเทคโนโลยีให้ทิศทางการ demand รอบใหม่ หรือ 2) พลจากการ front-load ยังไม่คลายตัวเร็ว... แต่การนำเข้าสินค้าที่ชะลอการเติบโตเข้ากว่า ทำให้การเกินดุลการค้าลดลงเร็ว ขณะเดียวกัน ดุลบริการและรายได้เงินโอนขาดดุลน้อยลงจากรายได้การท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล

ค่าเงินบาทอ่อนตัวเล็กน้อย หลังถูกปรับ มุมมองจาก Fitch

สำหรับค่าเงินบาทในช่วงปลายไตรมาส 3 มีสัญญาณการอ่อนตัวเล็กน้อย เชื่อว่าเกิดจาก Fitch ปรับมุมมอง Rating ของประเทศไทยเป็น Negative Outlook ทำให้ค่าเงินบาทอ่อนลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินส่วนใหญ่... การอ่อนค่านี้น่าจะเป็นผลบวกต่อภาคท่องเที่ยว แต่ยังไม่มากพอ ที่จะกระตุ้นภาคท่องเที่ยวให้กลับไประดับก่อน Covid-19... แต่ผลกระทบเชิงลบก็มีเช่นกัน โดยเฉพาะ หากมีการปรับ Rating ตามมา ก็จะทำให้ต้นทุนเงินทุนของธุรกิจไทยสูงขึ้น

Measures From The New Government “Quick Big Win”

กลุ่ม	มาตรการ (สถานะ/ช่วงเวลา)	ขนาด/กลไก
นโยบาย 1: ลดค่าครองชีพ	ลดราคาน้ำมัน: เริ่มเห็นการลดบ้างแล้ว ตั้งแต่ 21 ต.ค. 2025	ลดราคาขายปลีกกระป๋อง (Quick Big Win)
	ดูแลค่าไฟเฉลี่ยใกล้เคียง 3.98/หน่วย	เลี่ยงการขึ้นค่าไฟตามข้อเสนอทางเลือก
นโยบาย 2: กระตุ้นกำลังซื้อ-ท่องเที่ยว	“คนละครึ่ง Plus” (29 ต.ค.-31 ธ.ค. 25) วงเงินไม่เกิน 44,000 ลบ.	รัฐร่วมจ่าย 50% ผ่าน G-Wallet สิทธิไม่เกิน 2,000-2,400/คน
	“เที่ยวดี มีคืน” (29 ต.ค.-15 ธ.ค. 25) บุคคลฯ ลดหย่อน 2-3 หมื่นบาท, นิตยบุคคล/โรงแรมพักจ่าย 1.5-2 เท่า, ขยายลดภาษีสถานบันเทิงเหลือ 5% อีก 1 ปี	สิทธิภาษีสูงใจ “ทั้งใช้จ่ายตอนนี้-ลงทุนอสังหาริมทรัพย์”
นโยบาย 3: คลี่คลายหนี้-หมุนฐานลงทุน	โครงการรับซื้อลูกหนี้เสีย (AMC): ตั้งกองทุน/ใช้ SAM ชื่อ NPL คราวเรือน ระยะแรก 1-2 หมื่นล้านบาท. เป้าหมายพอร์ต 1.2 แสนลบ.	รวมศูนย์หนี้-ปรับโครงสร้าง ลดต้น/ดอกเบี้ย-สร้างช่องทางกลับเข้าสู่สินเชื่อปกติ
	เร่งรัดการเบิกจ่ายปีงบประมาณ 2026 (4.37 แสน.; เป้าเบิก ≥93%, ลงทุน ≥75%)	เน้น front-load ค่าใช้จ่ายรัฐ 4Q25-1Q26
มาตรการ (เร่งเดินหน้า)	Quick Big Win หลังงาน: โซลาร์ชุมชน, โซลาร์สูบน้ำเกษตร, ลดหย่อนติดตั้ง Rooftop คาดจะเสนอ ครม. ปลายเดือนนี้	ลงทุนพลังงานสะอาดภาคครัวเรือน-ชุมชน-เกษตร, ลดค่าไฟฟ้าบางส่วน

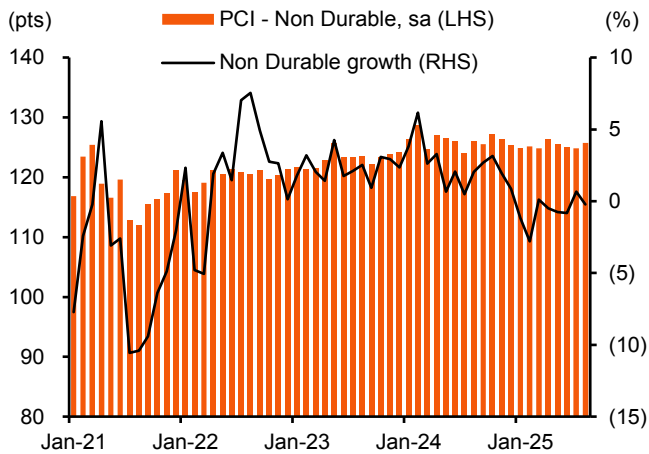
Sources: ThaiPBS, BangkokBisnews, ThaiPublica, Reuters

แนวโน้มเศรษฐกิจไทย 4Q25F

เศรษฐกิจไทยในช่วงปลายปีมีแนวโน้มทรงตัว แม้ในรายละเอียดการบริโภคยังคงอ่อนแอ แต่ใน 4Q25 จะมีตัวช่วยหลายตัวจากทั้ง 1) การเข้าสู่ฤดูท่องเที่ยวช่วงปลายปี ช่วยหนุนรายได้ภาคบริการ 2) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระยะสั้นของรัฐบาลใหม่ อย่าง โครงการคนละครึ่ง ซึ่งเป็นมาตรการที่เบิกเงินสูง และเร่งการใช้จ่ายในระยะเพียง 2 เดือน (พ.ย.-ธ.ค.) 3) มาตรการอื่นๆ ของรัฐบาลใหม่ ที่เน้น “กระตุ้นเงินได้พลาย กระจายตัว” (Quick Big Win) 4) ธปท. มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยในการประชุม กนง. ครั้งสุดท้ายของปี ซึ่งจะช่วยพยุงเศรษฐกิจ

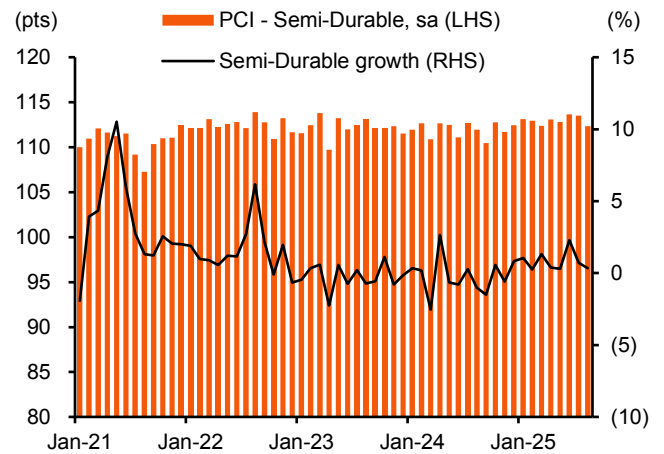
อย่างไรก็ดี แรงส่งบางส่วนอาจเกิดขึ้นเพียงช่วงสั้นๆ ขณะที่ปัจจัยกดดันแน่นอน จากทั้งภาคส่งออก ที่อาจจะแผ่วลง หลังการเร่งส่งออกไปในช่วงที่ผ่านมา ปัญหาเชิงโครงสร้างเดิมๆ ที่ยังคงอยู่ ทั้งหนี้ครัวเรือนสูง (รัฐบาลพยายามจะหามาตรการมาแก้ แต่เราเชื่อว่าต้องใช้เวลา) ขีดความสามารถในการแข่งขันของหลายธุรกิจที่จำกัดลง รวมถึงแรงกดดันจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว ปัจจัยเหล่านี้ทำให้แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปี 2026F น่าจะยังคงอยู่ในระดับต่ำต่อไป

PCI, Non Durable



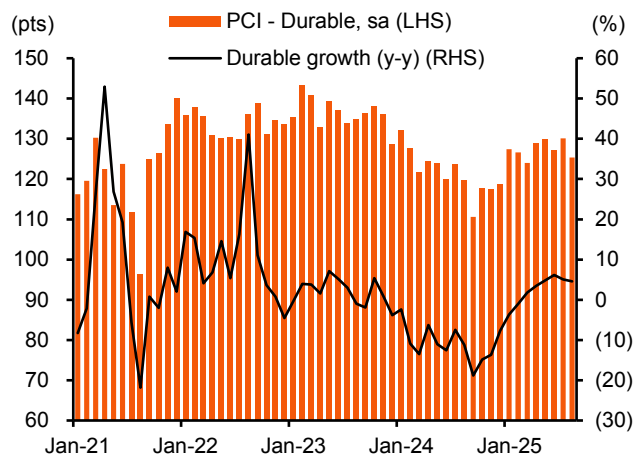
Source: Bank of Thailand

PCI, Semi-Durable



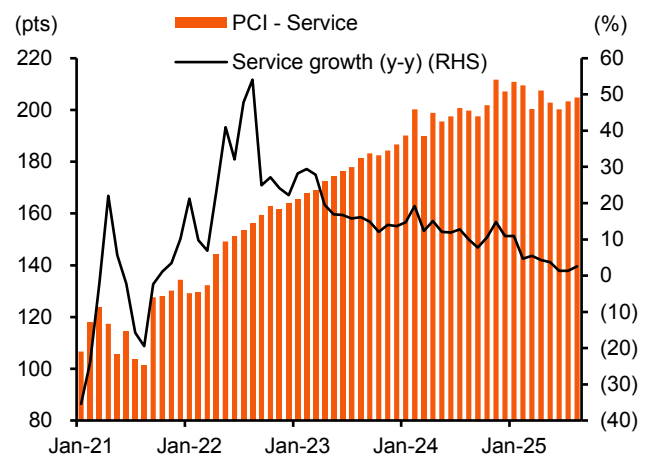
Source: Bank of Thailand

PCI, Durable



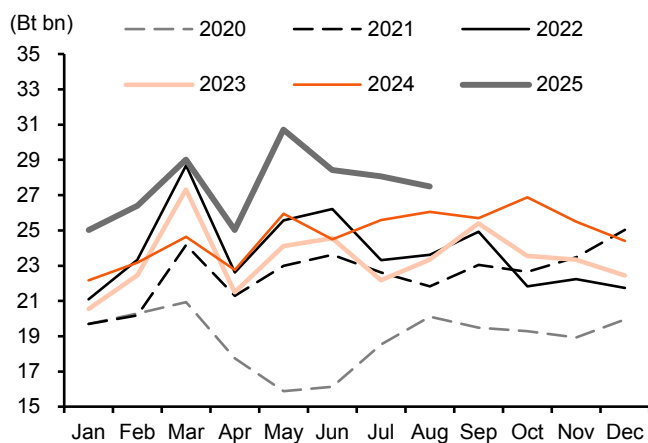
Source: Bank of Thailand

PCI, Services



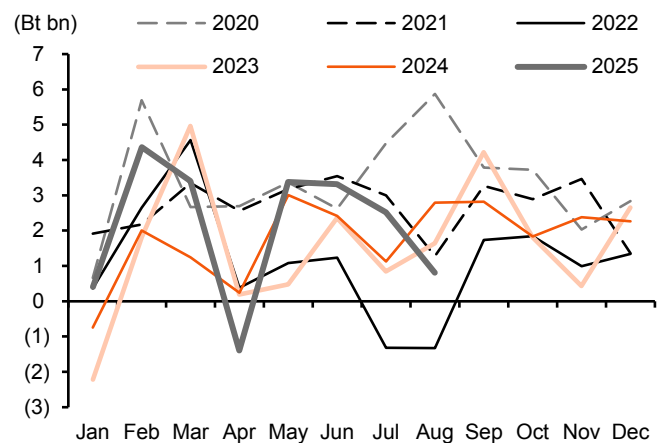
Source: Bank of Thailand

Export Cool From Front-Loaded But Still High



Sources: Bank of Thailand, Thanachart Compilation

Trade Balance Shrink Faster As Import Fall Smaller



Sources: Bank of Thailand, Thanachart Compilation

SET มีแนวโน้ม “พักตัว” หลังวิ่งยาวกว่า 24% จากจุดต่ำสุด...

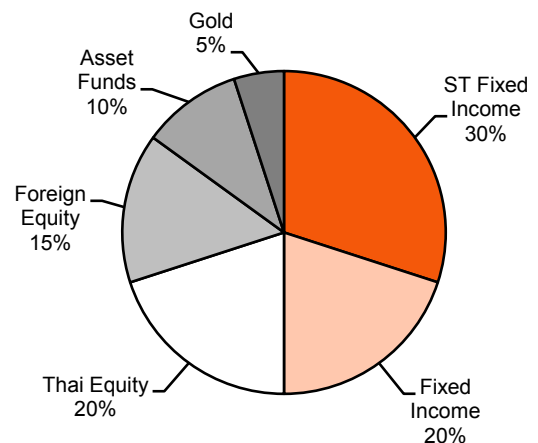
....Reward to Risk น่าสนใจน้อยลง

ภาคการคลังสหรัฐฯ ที่มีความชัดเจน การดำเนินนโยบายการเงินที่สอดคล้องกับนโยบายการคลังมากขึ้นหลังพัวว่า ธปท. คนใหม่ ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยได้อีก และรัฐบาลใหม่ที่น่าโดยคุณอนุทิน แม้มีระยะเวลาในการบริหารงานไม่มากนัก แต่ออกมามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจได้เร็ว ไม่ว่าจะเป็นมาตรการ “คนละครึ่ง” มาตรการกระตุ้น “ท่องเที่ยว” ในประเทศ อย่างไรก็ตามเราปรับน้ำหนักลงทุนหุ้นไทยลง 1 ระดับ หรือ 20% ของพอร์ต ขณะที่คงน้ำหนักลงทุนหุ้นต่างประเทศที่ 15% ของพอร์ต ทำให้ภาพรวม เรา Underweight การลงทุนตราสารทุนลง 1 ระดับ จากระดับปกติ (Moderate Risk Allocation) หรือ 35% ของพอร์ต ขณะที่ Overweight ตราสารหนี้เป็น 50% ของพอร์ต และ Neutral Weight สำหรับ Asset Fund และทองคำที่ 10% และ 5% ของพอร์ต ตามลำดับ ด้วยปัจจัยสนับสนุนดังนี้:

- ปัจจัย “บวก” ส่วนใหญ่ สะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นแล้ว: ตลาดหุ้นไทยปรับสูงขึ้นจากจุดต่ำสุดกว่า 24% และปรับสูงขึ้น 16.9% ใน 3Q25 เป็นตลาดหุ้นที่ให้ผลตอบแทนดีอันดับต้นๆ เป็นรองเพียงตลาดหุ้นเวียดนามเท่านั้น ที่ให้ผลตอบแทน 20.8% โดยเรามองการปรับสูงขึ้นของตลาดหุ้นไทยสะท้อนความชัดเจนภาคการคลังรับปี ความชัดเจนทางการเมืองหลังเปลี่ยนนายกฯ และการส่งสัญญาณนโยบายการเงินผ่อนคลายมากขึ้นไปแล้ว โดยถ้าพิจารณาจากเป้าหมาย SET สิ้นปี 1,350 จุด เทียบกับระดับปัจจุบันที่ 1,290 +/- จุด หรือมี Upside ประมาณ 60 จุด กับปัจจัยเสี่ยงจากการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน ที่เข้มข้นขึ้นก่อนสิ้นสุดระยะเวลาเจรจาขึ้นภาษีการค้า 10 พ.ย.นี้ ที่ 1,230 จุด หรือมี Downside ประมาณ 60 จุด ทำให้ Reward to Risk Ratio ดูไม่น่าสนใจนัก
- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวได้ Fed ลดดอกเบี้ยรอบใหม่ แต่การจ้างงานดู “อ่อนแอ”: เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวได้ดี ขณะที่ Fed เริ่มลดดอกเบี้ย “รอบใหม่” อีกครั้ง และส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งภายในสิ้นปีนี้ แต่การจ้างงานกลับดูอ่อนแอลง ไม่ว่าจะเป็นตำแหน่งงานเปิดใหม่ที่ลดลง หรือการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่อ่อนแอ
- การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน มีแนวโน้มตึงเครียดเพิ่มขึ้น: สหรัฐฯ-จีน ะลอการขึ้นภาษีการค้า เพื่อเปิดทางเจรจาตั้งแต่วันที่ 10 พ.ย. ซึ่งหลังจากจีนประกาศควบคุมการส่งออกแร่หายาก ต้นเดือน ต.ค. ตอบโต้สหรัฐฯ ที่กีดกันการเข้าถึงเทคโนโลยีจีน เป็นการส่งสัญญาณต่อความตึงเครียดทางการค้าที่เพิ่มขึ้น ระหว่างสหรัฐฯ-จีน ปลายปีนี้

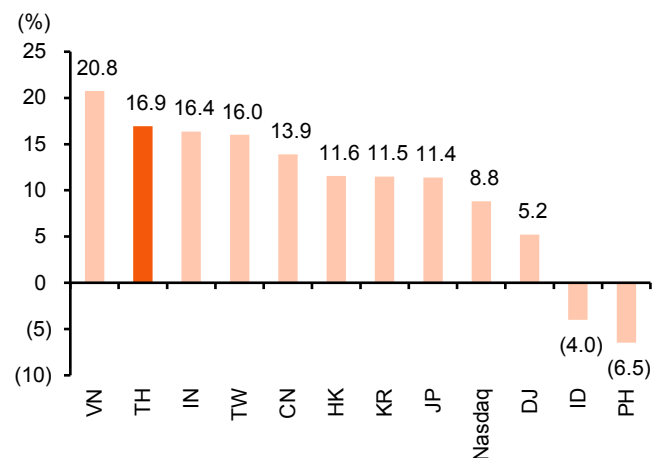


Recommended Moderate Risk Allocation



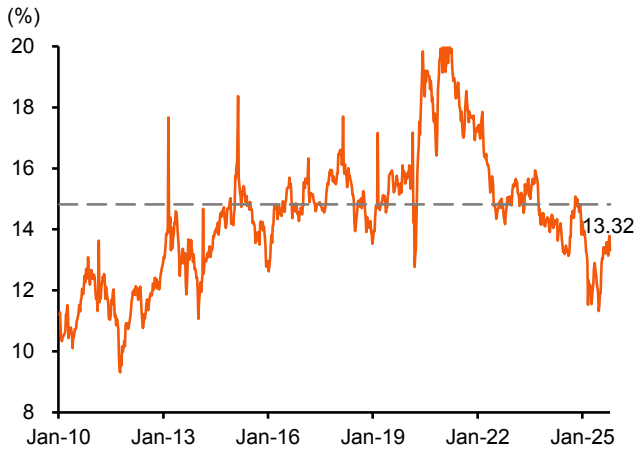
Source: Thanachart research

Global Stock Market Performance 3Q25



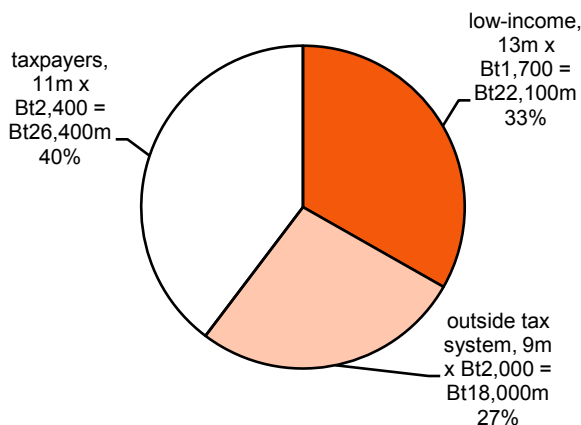
Source: Bloomberg

SET PE Surged To 13.3x From Bottom 11.3x



Sources: SET, Thanachart calculation

Consumption Stimulus Package From Co-Payment



Source: Thanachart compilation

Thai Economy Is Anticipated To Grow 2.1% to 2.6%

% growth	2024	2025F	2026F	2027F
	(%)	(%)	(%)	(%)
Real GDP growth	2.5	2.1	2.1	2.6
Private consumption	4.4	2.5	2.0	2.5
Private investment	(1.6)	4.4	4.4	4.7
Government investment	4.8	1.0	3.1	2.3
Exports (nominal US\$ growth)	5.7	5.5	(4.2)	2.7
Imports (nominal US\$ growth)	6.6	4.2	(2.6)	3.4
Export of services (nominal baht)	28.8	1.0	2.7	2.0
Import of services (nominal baht)	13.6	(0.9)	1.5	1.5
Current account (% of GDP)	2.1	3.4	2.7	3.0
Headline CPI	0.4	0.3	1.0	1.5
Bt/US\$ – average	35.3	33.1	33.0	33.5
Policy rate	2.3	1.3	1.0	1.0

Sources: NESDC, Thanachart estimates

ปัจจัย “บวก” ส่วนใหญ่สะท้อนเข้าไปในราคาหุ้นระยะสั้นแล้ว

ปัจจัยบวกจากภาษีการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับไทย ที่มีความชัดเจน การเปลี่ยนตัวนายกฯ ที่ไม่ได้ทำให้งบประมาณรายจ่ายปี 2026 สะดุด การดำเนินนโยบายการเงินแบบ “ผ่อนคลาย” ของธนาคารกลางทั่วโลก ซึ่งรวมถึง ธปท.ด้วย เป็นปัจจัยสนับสนุนการปรับสูงขึ้นของ SET และตลาดหุ้นโลก ในช่วง 3Q25 โดยตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนสูงถึง 16.9% เป็นรองเพียงตลาดหุ้นเวียดนามเท่านั้น

แม้เรามุมมอง “บวก” ต่อแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่เร่งตัวขึ้นปลายปี นี้ ด้วยมาตรการกระตุ้นกำลังซื้อระยะสั้นของรัฐบาล ไม่ว่าจะเป็นมาตรการ “คนละครึ่งพลัส” มาตรการลดหย่อนภาษี “ท่องเที่ยว” มาตรการลดราคาพลังงาน นอกจากนี้คาดว่าจะมีมาตรการกระตุ้นกำลังซื้อหลังปีใหม่เพิ่มเติม อย่างมาตรการ “Easy E-Receipt” และต่อโครงการ “คนละครึ่งพลัส” ออกไปอีก พลัสก็เป็นได้ อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาจาก Reward to Risk Ratio แล้ว การลงทุน SET ในระยะ 1-3 เดือนข้างหน้า อาจไม่ได้ให้ผลตอบแทนคุ้มกับความเสี่ยง มากนัก ดังนี้:-

1. Upside: เราประเมินเป้าหมาย SET ทางพื้นฐานแบบ Bottom-Up สิ้นปีนี้ที่ 1,350 จุด ซึ่งเป็นเป้าหมายที่รวมผลจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจปลายปีนี้ การลดดอกเบี้ยนโยบายอีก 2 ครั้งภายใน 6 เดือนข้างหน้า การเลือกตั้งจะเกิดขึ้นภายในกลางปี 2026 และ Fed จะลดดอกเบี้ยอีกอย่างน้อย 1 ครั้งภายในสิ้นปีนี้ ซึ่งถ้าพิจารณาจากระดับ SET ปัจจุบันที่ 1,290 +/- จุด จะเห็นว่ามี Upside อยู่ประมาณ 60 จุด
2. Downside: เราประเมินความเสี่ยงจากการ “พักฐาน” ของ SET ที่ 1,230 จุด โดยปัจจัยเสี่ยงหลักในช่วง 3 เดือนข้างหน้าจะมาจากปัจจัยภายนอกเป็นหลัก ได้แก่ การจ้างงานสหรัฐฯ ที่อ่อนแอต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็นจำนวนงานเปิดใหม่ที่ลดลง ตำแหน่งงานนอกภาคเกษตรที่เพิ่มขึ้นต่ำกว่า แส่นตำแหน่ง 3 เดือนติดต่อกัน และการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน ที่ยืดเยื้อมากขึ้น หลังหมดวาระยกเว้นภาษี 90 วัน ถึงวันที่ 10 พ.ย.นี้ ซึ่งถ้าสหรัฐฯ-จีน ยังไม่สามารถบรรลุข้อตกลงการค้าได้ภายใน 1 พ.ย.นี้ ซึ่งถ้าพิจารณาจากระดับ SET ปัจจุบัน จะเห็นว่ามี Downside อยู่ประมาณ 60 จุด เช่นกัน

Reward to Risk Ratio ที่พอๆ กัน สะท้อนให้เห็นว่า ปัจจัย “บวก” ที่คาดการณ์ได้ในปัจจุบัน ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว แต่ในกรณีที่การจ้างงานสหรัฐฯ กลับมาแข็งแรงอีกครั้ง และการเจรจาระหว่างจีน-สหรัฐฯ ประสบความสำเร็จ จะเป็นผลทำให้ Upside ตลาด “เปิดกว้าง” ขึ้นอีกครั้ง

เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตได้ดี Fed เริ่มลดดอกเบี้ยรอบใหม่ แต่การจ้างงานอ่อนแอ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวได้ดี +3.8% q-q ไตรมาส 3/2025 เติบโตขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า สะท้อนความแข็งแกร่งของการบริโภคภายในประเทศ แม้ว่ารัฐบาลได้เริ่มปรับขึ้นภาษีการกำกับดูแลหลักทรัพย์แล้ว 10% ก็ตาม แรงขับเคลื่อนทางเศรษฐกิจยังได้รับการหนุนจาก แผนงบประมาณรายจ่าย “One Big Beautiful Bill (OBBA)” ที่จะเพิ่มงบประมาณอุดหนุนรัฐบาลอีกกว่า US\$ 3-5 ล้านล้าน ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายภาครัฐและภาคเอกชนในช่วงถัดไป อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจากตัวเลขรายละเอียดยของตัวเลขเศรษฐกิจหลายด้าน จะเริ่มเห็นสัญญาณของ “ความอ่อนแอเชิงโครงสร้าง” โดยเฉพาะในตลาดแรงงาน ทั้งจาก ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Non-farm Payrolls) ที่ชะลอตัวลงต่อเนื่อง และ จำนวนตำแหน่งงานเปิดใหม่ (Job Openings) ที่ลดลง ซึ่งสะท้อนความต้องการแรงงานที่เริ่มอ่อนแอ

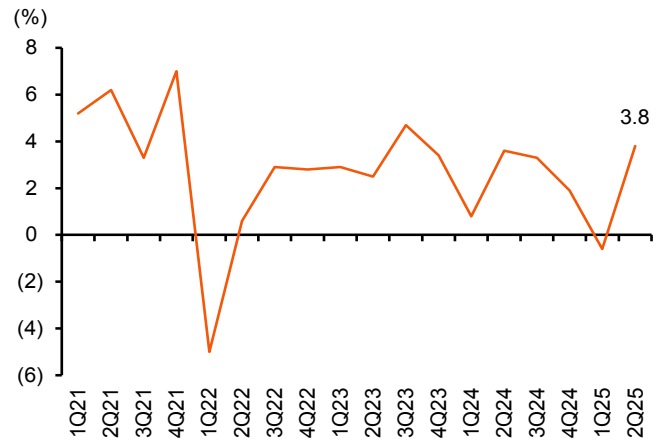
ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติ ลดดอกเบี้ยนโยบาย 0.25% ในการประชุม FOMC เดือนกันยายน ตามที่ตลาดเฝ้าจับตามอง แต่สิ่งที่ตลาดให้ความสนใจมากกว่าคือ “น้ำเสียง” ที่เปลี่ยนไปของประธาน Fed Jerome Powell และข้อมูลจาก Dot Plot ที่สะท้อนถึงแนวโน้มการใช้นโยบายการเงินแบบ Dovish (ผ่อนคลาย) มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจาก

1. J. Powell ให้ความสำคัญกับแนวโน้มตลาดแรงงานมากขึ้น
2. เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น จากภาษีการกำกับดูแลหลักทรัพย์ Fed มองว่าเป็นผลกระทบเพียง “ระยะสั้น” เท่านั้น
3. Dot Plot ส่งสัญญาณลดดอกเบี้ยได้อีก 2 ครั้งภายในปีนี้
4. FedWatch Tool ซึ่งสะท้อนมุมมองของตลาด บ่งชี้ว่าดอกเบี้ย จะลดเร็วขึ้นกว่าเดิม

การจ้างงานนอกภาคเกษตร ลดลงต่ำกว่าระดับ 100,000 ตำแหน่งต่อเนื่องนับตั้งแต่เดือนมิถุนายน จนถึงล่าสุดเดือนสิงหาคมมีเพียง 22,000 ตำแหน่ง ซึ่งถือเป็นสัญญาณ “เตือนล่วงหน้า” ถึงความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจชะลอตัวลงในระยะต่อไป หากพิจารณาจากสถิติย้อนหลังตั้งแต่ปี 1990-2025 พบว่า เมื่อการจ้างงานเฉลี่ย 12 เดือนลดลงต่ำกว่า 100,000 ตำแหน่ง (GDP ปัจจุบันเฉลี่ยเพียง 134,000 ตำแหน่ง) เศรษฐกิจมักจะเข้าสู่ภาวะชะลอตัวภายใน 1-2 ไตรมาสถัดมา เช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นในปี 1990, 2001, 2008 และ 2020

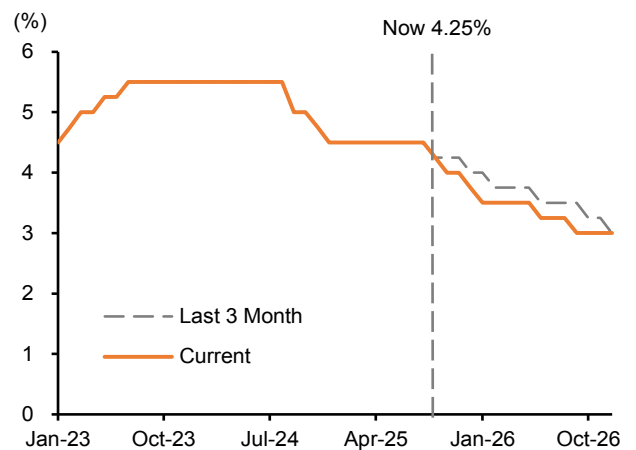
โดยสรุปแล้วจะเห็นว่าการจ้างงานที่เริ่มชะลอตัว อาจเป็นสัญญาณบ่งชี้ล่วงหน้าต่อความจำเป็นในการลดดอกเบี้ย และ เป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการพัฒนาของหุ้นโลกในระยะ 3-6 เดือนข้างหน้า ด้วยเช่นกัน

US Quarterly GDP Growth



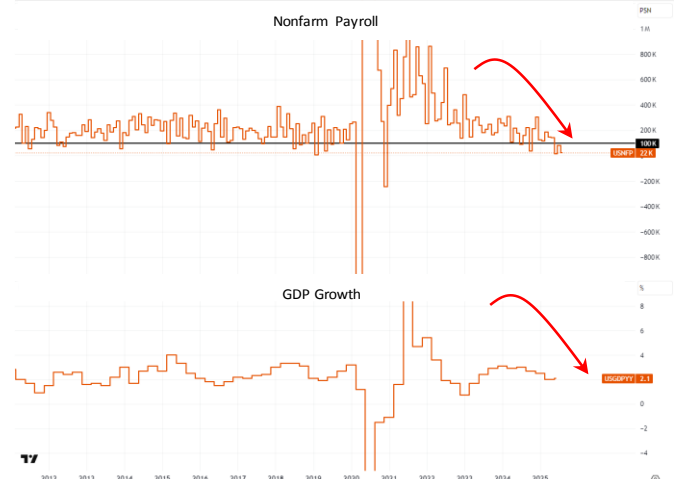
Sources: Bank of Thailand, CEIC

Expected Fed Rate Cut: Faster Than Last 3 Month



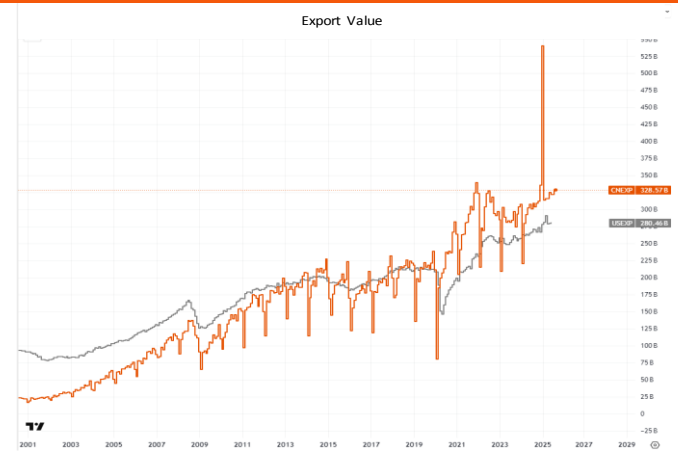
Sources: Bank of Thailand, Ministry of Commerce

Weakening US Nonfarm Payroll



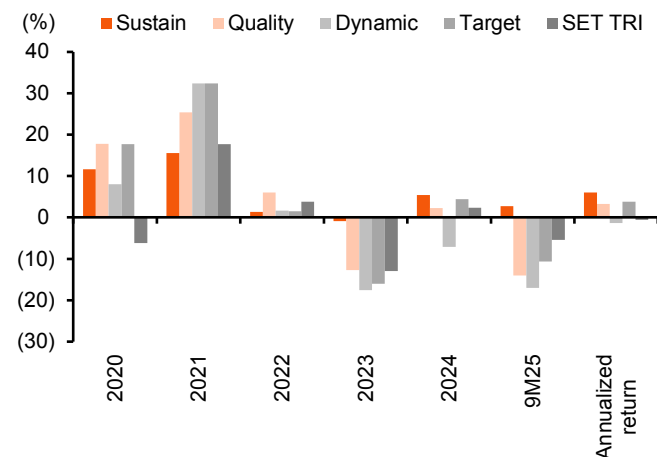
Source: Trading View

US-China Export Value



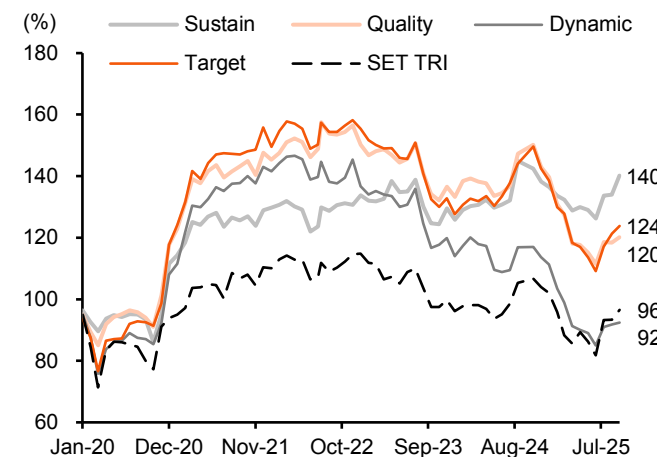
Source: Trading View

ZEAL Performance – Annual Return



Source: Thanachart securities, as of 30 September 2025

ZEAL Performance – Cumulative Return



Source: Thanachart securities, as of 30 September 2025

การเจรจาการค้ารอบใหม่ระหว่างสหรัฐฯ-จีน มีแนวโน้มเข้มข้นมากขึ้น

การเจรจาการค้ารอบใหม่ระหว่างสหรัฐฯ-จีนเริ่มตึงเครียดและเข้มข้นมากขึ้น ก่อนที่จะสิ้นสุดระยะเวลาพักเจรจาการค้า 10 พ.ย.นี้ ล่าสุดจีนตอบโต้การกีดกันการเข้าถึงสินค้าเทคโนโลยีของสหรัฐฯ ด้วยท่าทีแข็งกร้าวโดยเตรียมจำกัด การส่งออกแร่หายาก (Rare Earths) และแร่โลหะสำคัญ เช่น แกลเลียมและเจอร์เมเนียม ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักในอุตสาหกรรมชิปและอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลก การดำเนินการทั้งสองฝั่งอาจสร้างแรงกระเพื่อมต่อห่วงโซ่อุปทานโลก (Global Supply Chain) อีกระลอก เพิ่มแรงกดดันต่อจีนเพื่อและต้นทุนการผลิตในประเทศตะวันตก และกลายเป็นจุดเปลี่ยนสำคัญที่ทำให้ “สงครามการค้า” ระหว่างสองประเทศมหาอำนาจกลับมาปะทุอีกครั้งในช่วงก่อนถึงเส้นตายการเจรจาเดือนพฤศจิกายนนี้

ZEAL มอง Balance มากขึ้นระหว่างเงินสด และหุ้นในพอร์ต รองรับความผันผวนที่อาจเพิ่มขึ้นช่วงปลายปี

ZEAL ปรับพอร์ตให้ Balance มากขึ้น ระหว่างเงินสด และหุ้นในพอร์ต หลัง Reward to Risk Ratio ของการลงทุนหุ้นไทยลดลงต่อเนื่องในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ประกอบกับการจ้างงานสหรัฐฯ แสดงสัญญาณอ่อนแอลง และการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน มีแนวโน้มเข้มข้นมากขึ้น

ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นปี ZEAL 4 แผนหลัก สร้างผลตอบแทน 9M25 ดังนี้:

ZEAL Sustain ให้ผลตอบแทน +2.7%

ZEAL Quality ให้ผลตอบแทน -1.4%

ZEAL Dynamic ให้ผลตอบแทน -1.7%

ZEAL Target ให้ผลตอบแทน -10.7%

เทียบกับ SET TRI (รวมปันผล) ให้ผลตอบแทน -5.4%

ขณะที่พิจารณาตั้งแต่เริ่มลงทุนต้นปี 2000 ZEAL Sustain ให้ผลตอบแทน 40%, ZEAL Quality ให้ผลตอบแทน 20%, ZEAL Dynamic ให้ผลตอบแทน -8% และ ZEAL Target ให้ผลตอบแทน 24% เทียบกับ SET TRI ให้ผลตอบแทน -3.5%

สำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุน ZEAL สามารถดูข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่ <https://info.thanachartsec.com/zeal> หรือ ติดต่อ Call Center ที่ 02-779-9000

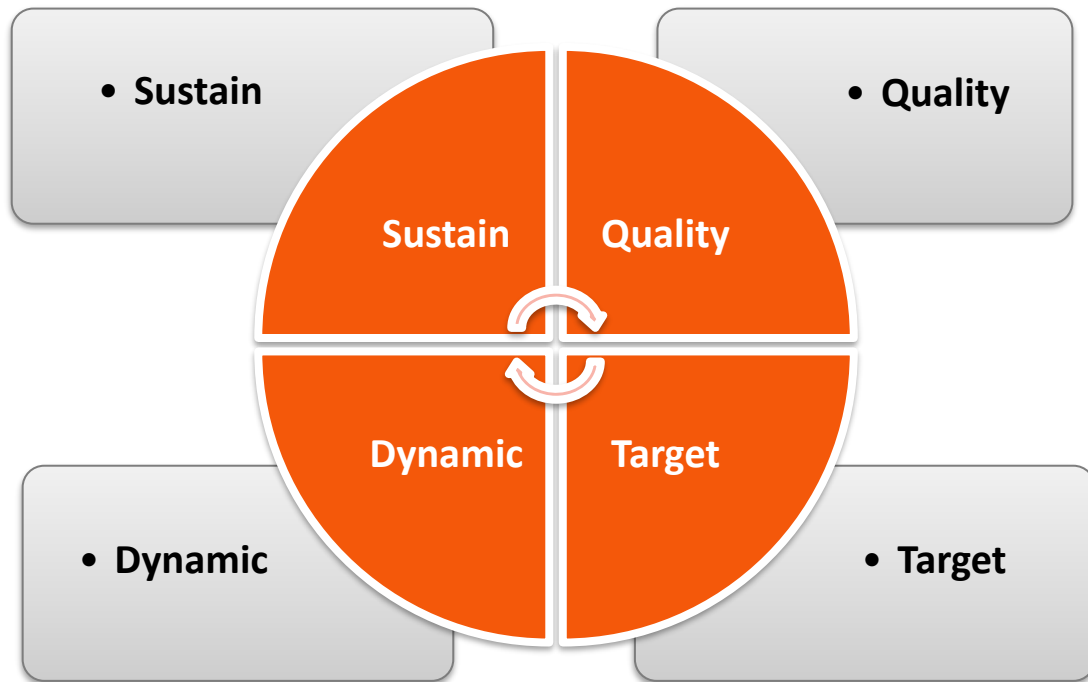
“K-GDBOND-A(A)”

“KFCYBER-A”

“ES-INDAE”

Fund	AMC	Morningstar	Historical Return (%)						NAV	As of	Summary	
			Ytd	3M	6M	1Y	3Y	5Y				
กองทุนตราสารหนี้ระยะสั้น												
K-CASH	KASSET	-	1.2	0.3	0.7	1.6	1.5	1.0	13.8980	2025-10-09	Portfolio Duration ≤3 เดือน เหมาะกับผู้ที่รับความเสี่ยงได้ต่ำ	
ES-CASH	ES	-	1.3	0.3	0.7	1.7	1.8	1.2	14.4248	2025-10-09	Portfolio Duration ≤3 เดือน เหมาะกับผู้ที่รับความเสี่ยงได้ต่ำ	
KFSMART-A	KSAM	-	1.6	0.4	0.9	2.2	2.1	1.5	11.5339	2025-10-09	Portfolio Duration โดยปกติ <1 ปี เหมาะกับการลงทุน 3-6 เดือนขึ้นไป	
KKP PLUS	KKPAM	★★★	1.6	0.5	1.0	2.2	2.1	1.6	15.0743	2025-10-09	Portfolio Duration โดยปกติ <1 ปี เหมาะกับการลงทุน 3-6 เดือนขึ้นไป	
ONE-FFI	ONEAM	★★★	(2.0)	1.0	(5.1)	0.6	-	-	10.1237	2025-10-08	ลงทุนในตั๋วเงินคลังของสหรัฐฯ, ไม่ป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน	
กองทุนตราสารหนี้												
K-PLAN1	KASSET	★★★★★	3.0	0.6	1.6	3.9	2.9	1.9	14.4312	2025-10-09	Portfolio Duration 1-2.5 ปี และสามารถลงทุนในต่างประเทศได้ไม่เกิน 20%	
K-GDBOND-A(A)	KASSET	★★★★	4.0	2.3	5.1	3.0	3.9	-	9.1380	2025-10-08	ลงทุนในตราสารหนี้หลายประเภท-เน้นที่สหรัฐฯ, ป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน	
K-GDBONDUH	KASSET	-	-	-	-	-	-	-	10.1277	2025-10-08	ลงทุนในตราสารหนี้หลายประเภท-เน้นที่สหรัฐฯ, ไม่ป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน	
UGIS-N	UOBAM	★★★★	4.9	2.2	4.2	4.1	4.2	1.1	11.6723	2025-10-08	ลงทุนในตราสารหนี้หลายประเภท-เน้นที่สหรัฐฯ, ป้องกันความเสี่ยงค่าเงิน	
กองทุนหุ้นไทย												
ASP-SME-A	ASP	★★★	(21.4)	8.4	3.7	(25.0)	(11.4)	(0.3)	12.2112	2025-10-09	ค้นหาโอกาสการลงทุนที่นำเสนอจากหุ้นขนาดกลางถึงเล็ก	
SCBSET50	SCBAM	★★★★	(2.7)	19.1	24.8	(4.7)	(0.8)	3.9	18.8735	2025-10-09	ลงทุนในหุ้น SET50, ค่าธรรมเนียมต่ำ และTrack error น้อย	
กองทุนหุ้นต่างประเทศ												
UGD	UOBAM	★★★	6.7	(1.8)	13.2	1.9	7.6	4.5	15.6008	2025-10-08	เน้นลงทุนในกิจการทั่วโลก ที่มีความทนทานต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ	
K-GSELECT	KASSET	-	9.3	4.2	25.9	6.9	-	-	11.0095	2025-10-08	ลงทุนในบริษัทชั้นนำระดับโลกที่มีความสามารถในการแข่งขันสูงและโตอย่างยั่งยืน	
KFCYBER-A	KSAM	★★★	13.2	2.3	38.2	31.7	18.2	-	12.0493	2025-10-08	ลงทุนในบริษัทที่เกี่ยวกับความปลอดภัยทางไซเบอร์ทั่วโลก	
ES-HEALTHCARE	ES	★★★★★	5.4	11.9	17.2	(5.9)	3.4	2.1	13.3254	2025-10-08	ลงทุนในสุขภาพทั่วโลก โดยเน้นสร้างพอร์ตอย่างสมดุลเพื่อโอกาสโตในระยะยาว	
KT-WTAI-A	KTAM	★★★	4.8	9.0	37.0	14.6	12.0	3.3	18.0358	2025-10-08	ลงทุนในหุ้นทั่วโลกที่จะได้รับประโยชน์จากพัฒนาการของ AI	
K-US500X-A(A)	KASSET	★★★★★	11.6	7.5	32.0	14.2	19.2	-	14.3082	2025-10-08	ลงทุนในหุ้นสหรัฐฯแบบ Passive อิง S&P500	
KKP EWUS500-UH	KKPAM	-	4.1	3.6	16.5	-	-	-	9.6582	2025-10-08	ลงทุนในหุ้นสหรัฐฯแบบ Passive อิงS&P 500 Equal Weight	
SCBCHEQA	SCBAM	★★★	31.9	22.7	38.8	14.5	2.3	(5.4)	7.7737	2025-10-08	ลงทุนในหุ้นจีนทั้งที่อยู่ใน-นอกประเทศ, กองทุนมีความยืดหยุ่นในการลงทุนสูง	
MEGA10CHINA-A	TALIS	-	30.6	16.6	21.7	28.7	-	-	15.8454	2025-10-09	ลงทุนในหุ้นจีนชั้นนำ 10 อันดับแรกในตลาดหุ้นฮ่องกง	
ABCNEXT-A	ABERDEEN	★	29.2	19.7	18.9	20.8	(4.2)	-	7.7339	2025-09-30	ลงทุนในหุ้นจีน โดยเน้นธีมที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจจีนยุคใหม่	
SCBASHARES(A)	SCBAM	★★★	27.0	24.0	35.4	14.5	1.6	-	6.7292	2025-10-08	ลงทุนในหุ้นจีน A-Shares โดยไม่เอียงไปยังบริษัทขนาดใหญ่ที่มีศักยภาพเติบโตสูง	
ES-STARTECH	ES	★★★★★	43.2	45.0	41.6	53.4	7.1	-	6.9031	2025-09-30	ลงทุนบริษัทเทคโนโลยีชั้นนำ 50 แห่งในการตลาด STAR Market ของจีน	
ES-INDAE	ES	★★★	(8.6)	(6.3)	5.1	(12.4)	7.3	9.8	15.0689	2025-10-08	ลงทุนหุ้นอินเดีย โดยเน้นหาโอกาสจากอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพเติบโตสูง	
KF-HJAPAND	KSAM	★★★	20.8	12.6	40.3	26.1	22.8	11.4	11.1437	2025-10-08	เลือกหุ้นญี่ปุ่นโดยไม่ยึดติดกับดัชนีตัววัด คัดเฉพาะที่มีศักยภาพเติบโตในระยะยาว	
PRINCIPAL VNEQ-A	PRINCIPAL	★★★★★	10.7	13.2	37.1	10.0	11.3	12.1	14.5930	2025-10-09	เน้นลงทุนหุ้นเวียดนามโดยตรง ที่พื้นฐาน-โมเมนตัมแข็งแกร่ง, valuation น่าสนใจ	
กองทุนประเภทอื่นๆ												
K-PROPI-A(D)	KASSET	★★★★★	10.5	10.6	19.3	4.0	4.1	0.4	8.7746	2025-10-09	เน้นลงทุนใน REIT เอเชียแปซิฟิก ที่คุณภาพดี สถานะการเงินแข็งแกร่ง มีโอกาสโต	
ES-PROPINFRALEX	ES	★★★★★	3.2	12.5	14.4	1.0	0.3	(0.9)	8.1374	2025-10-09	เน้นลงทุน REIT และ Infra Fund ในประเทศ	
K-GOLD-A(A)	KASSET	-	47.9	20.7	28.5	46.5	26.5	12.4	22.0008	2025-10-09	ลงทุนทอง SPDR Gold ETF, ป้องกันความเสี่ยง FX เกือบทั้งหมด	

แผนจัดสรรการลงทุน ZEAL 4 แผน สำหรับนักลงทุนที่ลงทุนในตลาดหุ้นไทยเป็นหลัก



Sustain	Quality	Dynamic	Target
แผนจัดสรรการลงทุน Sustain เน้นบริษัทมีธุรกิจมั่นคง และจ่ายผลตอบแทนปันผลได้สม่ำเสมอ ให้ผลตอบแทน +2.7% ใน 9M25	แผนจัดสรรการลงทุน Quality เน้นบริษัทมีธุรกิจมั่นคง กำไรเติบโตดี ในทุกสถานการณ์ ให้ผลตอบแทน -14% ใน 9M25	แผนจัดสรรการลงทุน Dynamic เน้นปรับพอร์ตรวดเร็วตามกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีเรื่องรวมบวก ให้ผลตอบแทน -17% ใน 9M25	แผนจัดสรรการลงทุน Target เน้นลงทุนหุ้นรายตัว ที่มีเรื่องราวการเติบโต แบบ Bottom-Up ให้ผลตอบแทน -10.7% ใน 9M25

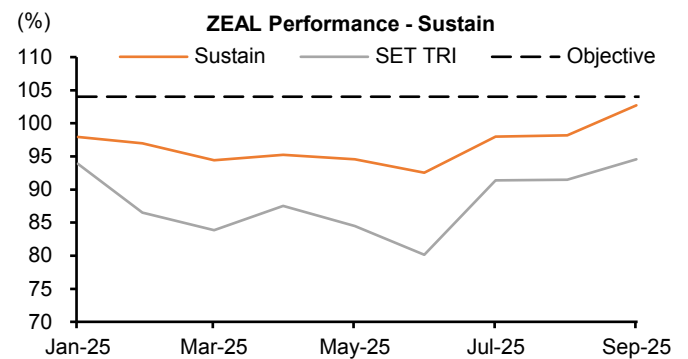
*ณ.วันที่ 30 กันยายน 2025

Sustain

Portfolio Return	1 Month	3 Month	YTD
Sustain	4.6%	11.0%	2.7%
SET TRI	3.4%	18.0%	-5.4%

Relative Return to SET	1 Month	3 Month	YTD
Sustain	1.3%	-4.0%	8.2%

Portfolio Weight (%)	
Equity (%)	79%
Cash (%)	21%

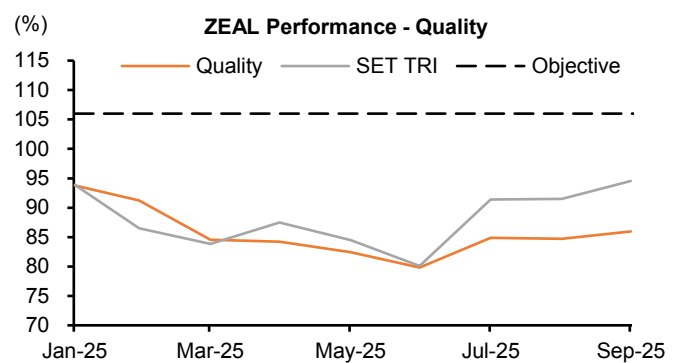


Quality

Portfolio Return	1 Month	3 Month	YTD
Quality	1.5%	7.7%	-14.0%
SET TRI	3.4%	18.0%	-5.4%

Relative Return to SET	1 Month	3 Month	YTD
Quality	-1.9%	-10.3%	-8.6%

Portfolio Weight (%)	
Equity (%)	80%
Cash (%)	20%

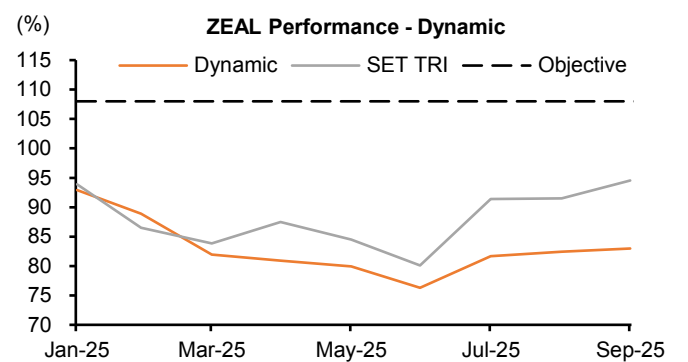


Dynamic

Portfolio Return	1 Month	3 Month	YTD
Dynamic	0.7%	8.7%	-17.0%
SET TRI	3.4%	18.0%	-5.4%

Relative Return to SET	1 Month	3 Month	YTD
Dynamic	-2.7%	-9.3%	-11.6%

Portfolio Weight (%)	
Equity (%)	81%
Cash (%)	19%

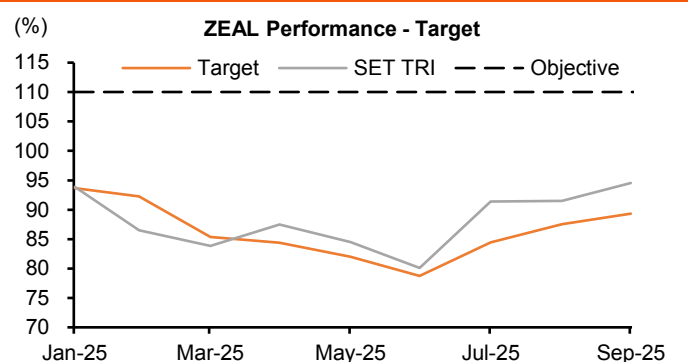


Target

Portfolio Return	1 Month	3 Month	YTD
Target	2.1%	13.5%	-10.7%
SET TRI	3.4%	18.0%	-5.4%

Relative Return to SET	1 Month	3 Month	YTD
Target	-1.3%	-4.6%	-5.2%

Portfolio Weight (%)	
Equity (%)	91%
Cash (%)	9%



Note: Data As of 30 September 2025

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่า น่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

สำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุน ZEAL
และ/หรือ สนใจในบริการซื้อขายกองทุน
สามารถดูข้อมูลเพิ่มเติมได้ที่
<https://info.thanachartsec.com/zeal>
หรือ ติดต่อ Call Center ที่ 02-779-9000

Meet our top quality research team...

Thanachart Research Team

Head of Research

พิมพ์พภา นิจารุณ, CFA

Email: pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Head of Product

อดิศักดิ์ พุฒิพัฒน์ศรีกุล

Email: adisak.phu@thanachartsec.co.th

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Email: pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Email: witchanan.tam@thanachartsec.co.th

สิทธินะฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Email: sittichet.run@thanachartsec.co.th

เกลิงศักดิ์ ฤทธิชัยไพศาล

Email: thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

นลินกรณ คลังเปรมจิตต์, CISA

Email: nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Sector Analysts

ณัฐกมล ประสิทธิ์สุขสันต์

Email: nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

พัทธดนย์ บุณนาค

Email: pattadol.bun@thanachartsec.co.th

พรรณารายณ์ ตียะพิทยรัตน์

Email: phannarai.von@thanachartsec.co.th

รตา ลิ้มสุกธีร์วันภูมิ

Email: rata.lim@thanachartsec.co.th

รวีสราร สุวรรณอำไพ

Email: rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

ศิริพร อรุโณทัย

Email: siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ยุพาพรรณ พลวประเสริฐ

Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ลาภินี กิทยมณฑล

Email: lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Thanachart Research

Tel: 02-779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

