

# MARKET PLAYBOOK 2026

## ECONOMIC TRENDS AND INVESTMENT STRATEGIES

### DEFENSIVE THEME

- HEDGING GOLD & BITCOIN

### GROWTH THEME

- PHYSICAL AI & INFRASTRUCTURE

### REGIONAL THEME

- JAPAN REFORM & INDIA GROWTH

## Investment Highlights

**Macro View:** เศรษฐกิจโลกชะลอตัวสู่ระดับปกติ  
Fed ลดดอกเบี้ยเพื่อประกันความเสี่ยงตลาดแรงงาน  
และเงินเฟ้อผ่านจุดพิกัดไปแล้ว

**US (Slightly Positive)**

การเติบโตเริ่มกระจายตัว (Broad-based)

**China (Slightly Positive)**

จาก "หวังพึ่งรัฐ" สู่ "หวังพึ่งเอกชน"  
ที่ยืดสงครามราคา (Anti-Involution) และเน้นซื้อหุ้นคืน

**Japan (Positive)**

ดาวเด่นจากโครงสร้างใหม่  
บริษัทเน้นคืนกำไรและหลุดพ้นเงินฝืดถาวร

**India (Positive)**

แพงแต่จำเป็นต้องมี



# MARKET PLAYBOOK 2026

## ECONOMIC TRENDS AND INVESTMENT STRATEGIES

By Phillip Fund Analyst

<b>Executive Summary ภาพรวมเศรษฐกิจและมุมมอง</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 : The Economic Landscape</b>	<b>3</b>
• <b>Part 1: Macro &amp; Consumer Reality</b>	<b>3</b>
◦ การชะลอตัวบนรอยร้าว สมดุลใหม่ของเศรษฐกิจ	
• <b>Part 2: The Policy &amp; Fiscal Hand-off</b>	<b>6</b>
◦ การส่งต่อแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจ จากนโยบายการเงินสู่นโยบายการคลัง	
<b>Chapter 2 : Global Battlefield เจาะลึกสมรภูมิการลงทุนในแต่ละประเทศ</b>	<b>10</b>
• <b>US Outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนสหรัฐ</b>	<b>11</b>
◦ Theme: The Great Rotation: From Silicon to Steel “การหมุนเวียนครั้งใหญ่: จากกระแสซอฟต์แวร์ สู่โครงสร้างพื้นฐานและพลังงาน”	
• <b>Japan outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนญี่ปุ่น</b>	<b>14</b>
◦ Theme: The Rising Sun 2.0: (Structural Growth) “อาทิตย์อุทัยยุคใหม่: การเติบโตเชิงโครงสร้าง”	
• <b>India outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนอินเดีย</b>	<b>17</b>
◦ Theme: The Scarcity Premium: High Growth at High Price “ของดีต้องจ่ายแพง: ยอมรับพรีเมียมเพื่อการเติบโตที่หาไม่ได้จากที่อื่น”	
• <b>China outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนจีน</b>	<b>20</b>
◦ Theme: Anti-Involution: Betting on Corporations, Not the Politburo “การสิ้นสุดสงครามราคา: เลิกเดิมพันกับนโยบายรัฐ หันมาโฟกัสการปฏิรูปองค์กร”	
• <b>EU outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนยุโรป</b>	<b>23</b>
◦ Theme: The Old World Awakening: Defense & Deep Value “ยุโรปในมุมมองใหม่: เน้นหุ้นความมั่นคงและของดีราคาถูก”	
• <b>Korea outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนเกาหลีใต้</b>	<b>25</b>
◦ Theme: High Beta AI & Value Up: The Aggressive Play “เดิมพันความผันผวน: ชิป AI และการปลดล็อกมูลค่าหุ้น”	
• <b>Vietnam outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนเวียดนาม</b>	<b>27</b>
◦ Theme: Structural Growth vs. Tactical Overheat “การเติบโตเชิงโครงสร้าง ท่ามกลางความร้อนแรงระยะสั้น”	
• <b>Thailand outlook แนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุนไทย</b>	<b>29</b>
◦ Theme: Cheap is Not Enough: The Fiscal Gap Defense “ถูกอย่างเดียวไม่พอ: กลยุทธ์ตั้งรับในภาวะสุญญากาศทางการคลัง”	
• <b>Global bond outlook มุมมองการลงทุน ตราสารหนี้</b>	<b>31</b>
◦ Theme: The Belly Lock & Safety First “ล็อกช่วงกลาง: จุดสมดุลของผลตอบแทนและความปลอดภัย”	
• <b>Gold outlook มุมมองการลงทุน ทองคำ</b>	<b>34</b>
◦ Theme: Don't fight the Central Banks “อย่าฝืนกระแสเงินทุนของธนาคารกลาง”	
• <b>REITs outlook มุมมองการลงทุน ทรัสต์</b>	<b>36</b>
◦ Theme: Don't Buy Land, Invest in the Cloud: The Digital Landlord “อย่าซื้อที่ดิน แต่จงลงทุนในคลาวด์ เจ้าที่ดินในโลกดิจิทัล”	
<b>Chapter 3 : The 4 Players Strategy กลยุทธ์การจัดพอร์ตตาม “บทบาท” (Functional Roles)</b>	<b>38</b>
<b>Chapter 4 : Idea Asset Allocation &amp; Commentary “พอร์ตการลงทุนแนะนำ”</b>	<b>44</b>
<b>Chapter 5 : Q&amp;A Investor’s Concern รวมคำถามยอดนิยมใน Q4/2025</b>	<b>47</b>

# EXECUTIVE SUMMARY

## The Macro Setup

เมื่อก้าวเข้าสู่ไตรมาสแรกของปี 2026 ภาพเศรษฐกิจโลก ไม่ได้อยู่ในภาวะวิกฤต (Crisis) แต่กำลังเข้าสู่ช่วง **“Cooling with Cracks”** กล่าวคือ การชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ พร้อมรอยร้าวเชิงโครงสร้างในบางภาคส่วน ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ได้ปรับสมดุลจากภาวะร้อนแรงในอดีตเข้าสู่ **“New Normal”** โดยอัตราการว่างงานขยับขึ้นสู่ระดับราว 4.6% ซึ่งยังไม่ใช้สัญญาณของภาวะถดถอย แต่เพียงพอที่จะผลักดันให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เริ่มใช้นโยบาย **“Insurance Cuts”** หรือการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพื่อป้องกันความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจในระยะถัดไป อย่างไรก็ตาม หัวใจสำคัญของปี 2026 ไม่ได้จำกัดอยู่ที่บทบาทของ Fed เพียงฝ่ายเดียวอีกต่อไป หากแต่กำลังเข้าสู่ช่วง **“The Great Hand-off”** หรือการส่งผ่านแรงขับเคลื่อนจาก นโยบายการเงิน ไปสู่ นโยบายการคลัง (Fiscal Policy) ซึ่งจะกลายเป็นตัวแปรหลักในการกำหนดทิศทางของสินทรัพย์การลงทุนทั่วโลกในระยะต่อไป

## The Strategy Shift: Introducing "The 4 Players Portfolio"

ในโลกที่วัฏจักรเศรษฐกิจของแต่ละประเทศเริ่มเคลื่อนไหวน่าไม่สอดคล้องกัน (Desynchronization) การจัดพอร์ตการลงทุนแบบดั้งเดิมที่แบ่งเพียง “หุ้น vs พันธบัตร” อาจไม่เพียงพออีกต่อไปในการรับมือกับความซับซ้อนของตลาดปี 2026

ทีม Phillip Fund Analyst จึงขอเสนอกรอบคิดใหม่ในการจัดพอร์ต ภายใต้กลยุทธ์ **“The 4 Players Portfolio”** ซึ่งปรับมุมมองจากการเลือกลงทุนตามประเภทสินทรัพย์ (Asset Class Allocation) ไปสู่การเลือกตาม **“บทบาทหน้าที่ของสินทรัพย์” (Functional Roles)** เพื่อให้พอร์ตสามารถทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพในทุกสภาวะตลาด

แนวคิดนี้เปรียบเสมือนการจัดทีมฟุตบอลที่สมดุล โดยพอร์ตการลงทุนควรประกอบด้วยผู้เล่น 4 บทบาทหลัก ได้แก่

- **The Striker** (กองหน้า) : สินทรัพย์ที่ทำหน้าที่สร้างผลตอบแทนและการเติบโต
- **The Defender** (กองหลัง) : สินทรัพย์ที่ช่วยรักษาเสถียรภาพเพื่อความปลอดภัย
- **The Midfielder** (กองกลาง) : สินทรัพย์ที่สร้างกระแสเงินสดอย่างสม่ำเสมอ
- **The Goalkeeper** (ผู้รักษาประตู) : สินทรัพย์ที่ทำหน้าที่ป้องกันความเสี่ยงจากความผิดพลาดเชิงนโยบาย

**The Winning Themes: Opportunities in the New World**

ภายใต้กลยุทธ์ทีมฟุตบอลนี้ เรามองเห็นโอกาสการลงทุนที่โดดเด่นที่สุดใน 3 ธีมหลัก:



**Physical AI Revolution:** ในสหรัฐฯ เราเห็นการลงทุนออกจากกลุ่ม Software ไปสู่ “Physical AI” หรือโครงสร้างพื้นฐานที่จับต้องได้ อาทิ โรงไฟฟ้า (Utilities) และทองแดง (Copper) ซึ่งทำหน้าที่เสมือน “เส้นเลือดหลัก” ของระบบ AI และเป็นฐานรองรับการเติบโตระยะยาวของเทคโนโลยี

**Structural Winners:** ญี่ปุ่นยังคงเป็น “The Rising Sun” จากการปฏิรูปธรรมาภิบาลภาคธุรกิจและการหลุดพ้นจากภาวะเงินฝืด ขณะที่อินเดียคือ “The Scarcity Premium” สินทรัพย์การเติบโตคุณภาพสูงที่นักลงทุนต้องยอมจ่ายแพง เพื่อแลกกับศักยภาพการเติบโตสูงที่หาได้ยากจากตลาดอื่น



**The Ultimate Shield:** ทองคำถูกยกระดับเป็น “Strategic Core Holding” ที่ควรมีในพอร์ตการลงทุน ทำหน้าที่เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากนโยบายการเงินและการคลัง โดยมีแรงสนับสนุนจากการสะสมของธนาคารกลางทั่วโลก

# CHAPTER 1

## THE ECONOMIC LANDSCAPE

### PART 1: MACRO & CONSUMER REALITY

การชะลอตัวบนรอยร้าว สมดุลใหม่ของเศรษฐกิจ

### PART 2: THE POLICY & FISCAL HAND-OFF

การส่งต่อแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจ จากนโยบายการเงินสู่นโยบายการคลัง

# CHAPTER 1

# THE ECONOMIC LANDSCAPE

## PART 1: MACRO & CONSUMER REALITY

### ภาพเศรษฐกิจรวม กับความจริงของผู้บริโภค

## "COOLING WITH CRACKS: A NEW ECONOMIC REALITY"

### การชะลอตวบรอยร้าว: สมดุลใหม่ของเศรษฐกิจโลก

เมื่อเราก้าวเข้าสู่ไตรมาสแรกของปี 2026 ภาพเศรษฐกิจโลกไม่ได้อยู่ในภาวะวิกฤต (Crisis) แต่กำลังเผชิญการเปลี่ยนผ่านที่สำคัญ ซึ่งเรียกว่า **"Cooling with Cracks"**<sup>1</sup> หรือการชะลอตวบอย่างมีนัยสำคัญพร้อมกับเกิดรอยร้าวในบางจุด หากพิจารณาข้อมูลล่าสุด เราจะเห็นว่าโครงสร้างเศรษฐกิจกำลังปรับสมดุลจากภาวะที่เคยร้อนแรงเกินไป (Overheated) สู่จุดดุลยภาพใหม่ (New Equilibrium) โดยมีสามแกนหลักดังนี้:

#### 1. Labor Market: From "Overheated" to "Normalized" (ตลาดแรงงาน: การกลับสู่ค่าเฉลี่ยไม่ใช่สัญญาณถดถอย)



สิ่งที่สร้างความกังวลให้ตลาดในช่วงปลายปี 2025 คือ อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) ที่มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นและยืนอยู่เหนือระดับ 4.5% อย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ในมุมมองของเราในปี 2026 ตัวเลขการว่างงานที่ระดับ 4.5-4.6% ถือเป็น "ความปกติใหม่" (New Normal) และไม่ถือเป็นสัญญาณเตือนภัยเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession Signal)

**The Logic (เหตุผล) :** การเพิ่มขึ้นของอัตราการว่างงานในครั้งนี้ไม่ได้เกิดจากการล่มสลายของภาคเอกชน (Private Sector Collapse) แต่เป็นผลจาก "Efficiency Drive"<sup>2</sup> หรือการปรับโครงสร้างเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ

โดยเฉพาะการลดขนาดองค์กรของภาครัฐและการนำ AI เข้ามาแทนที่ในตำแหน่งงานที่ต้องการทักษะต่ำ ซึ่งเป็นผลจากการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจ

**The Verdict (unash) :** ตลาดแรงงานในสหรัฐฯ อยู่ในสถานะ "Fragile but not Freezing" (เปราะบางแต่ไม่แตกหัก) แม้ว่าการจ้างงานจะชะลอตวบลง แต่ก็ไม่ได้หยุดชะงัก (Not Freezing) ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของ Consensus ที่ยังคงคาดการณ์ว่า GDP สหรัฐฯ จะขยายตัวในกรอบ 1.8-2.1% ในปีนี้ สะท้อนให้เห็นว่าเศรษฐกิจยังมีแรงขับเคลื่อนอยู่ เพียงแต่ไม่ได้เติบโตด้วยความเร็วสูงเท่าเดิม

<sup>1</sup> **Cooling with Cracks** คือ เศรษฐกิจจะลดลงอย่างเป็นระบบ แต่เริ่มเผยความเปราะบางเป็นจุด ๆ ระหว่างการปรับเข้าสู่ดุลยภาพใหม่

<sup>2</sup> **Efficiency Drive** คือ กลยุทธ์ที่ภาครัฐหรือภาคธุรกิจมุ่งยกระดับประสิทธิภาพการดำเนินงาน ผ่านการควบคุมต้นทุน ปรับโครงสร้างองค์กร ใช้เทคโนโลยี และเพิ่มผลิตภาพ เพื่อรักษาหรือขยายกำไรในช่วงที่การเติบโตของรายได้ชะลอตัว

**2. The Consumer: "Distorted Stagnation" & The Trade-down Effect**  
(ผู้บริโภค: ภาพลวงตาของการชะลอตัวและพฤติกรรมที่เปลี่ยนแปลง)

หากพิจารณาตัวเลขยอดขายปลีก (Retail Sales) อาจทำให้เรามองเห็นภาพที่น่ากลัวราวกับว่าผู้บริโภคกำลัง "ถั่งแตก" อย่างไรก็ตาม เมื่อเราเจาะลึกลงไปรายละเอียด เราจะพบกับภาวะที่เรียกว่า "ความชะงักงันที่ถูกบิดเบือน" (Distorted Stagnation)

**The Distortion** (ความบิดเบือน): ตัวเลขการบริโภคในบางหมวดหมู่ที่ดูแย่นั้น เกิดจากปัจจัยชั่วคราว เช่น การหมดอายุของมาตรการอุดหนุนรถยนต์ไฟฟ้า (EV Rebates) ในช่วงปลายปีที่ผ่านมา ซึ่งส่งผลให้ยอดขายในกลุ่มสินค้าคงทน (Durables) หดตัวลงทางเทคนิค ไม่ใช่เนื่องจากกำลังซื้อหายไปทั้งหมด



**The Behavior Shift** (การเปลี่ยนแปลงพฤติกรรม) : อย่างไรก็ตาม เราไม่สามารถปฏิเสธได้ว่าผู้บริโภคเริ่มรู้สึกถึงแรงกดดัน ซึ่งนำไปสู่พฤติกรรม "Trade-down" อย่างชัดเจน นั่นคือการ "เปลี่ยนกลุ่มสินค้า" จากแบรนด์พรีเมียมไปยังสินค้าที่เน้นความคุ้มค่า (Value-oriented) และชะลอการใช้จ่ายในภาคบริการที่ฟุ่มเฟือย สิ่งนี้สะท้อนให้เห็นว่าผู้บริโภคยังมีเงิน (Resilient) แต่ "เลือกง่าย" อย่างระมัดระวังมากขึ้น ซึ่งแสดงถึงลักษณะของผู้รอดชีวิตในภาวะ Soft Landing ไม่ใช่เหยื่อของ Recession

**3. Inflation Reality: Sticky is the new Safe**  
(เงินเฟ้อ: ความหนืดคือเรื่องปกติ)

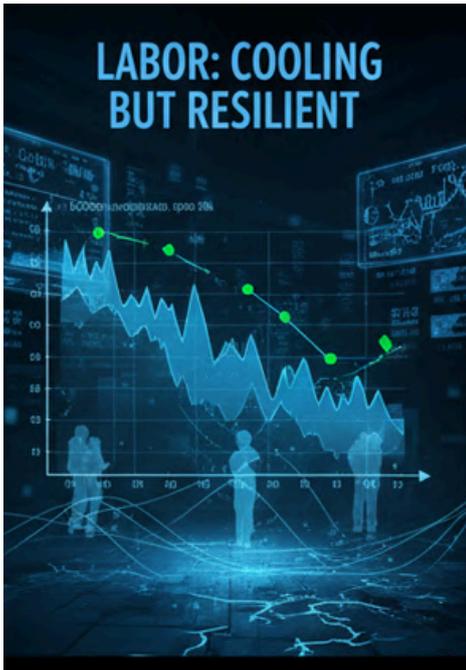


เรื่องราวเกี่ยวกับ "เงินเฟ้อพุ่งแรง" ได้จบสิ้นลงแล้ว แต่เรากำลังเข้าสู่บทใหม่ที่ชื่อว่า "Sticky & Bumpy" (หนืดและขรุขระ)

**The Reality (ความเป็นจริง)** : อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ได้ผ่านจุดสูงสุดมาแล้ว แต่การลดอัตราให้แตะเป้าหมาย 2% นั้นเป็นเรื่องที่ท้าทาย โดยคาดว่าจะคงอยู่ในระดับ 2.5-3.0% ตลอดไตรมาสนี้

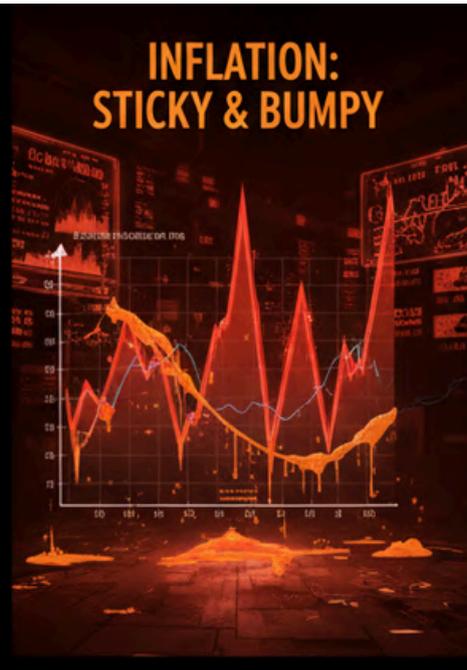
**Why It Matters (ความสำคัญ)** : ข้อมูลจากภาคบริการยังคงแสดงให้เห็นถึงความหนืดของราคา อย่างไรก็ตาม เรา มองว่าระดับเงินเฟ้อในปัจจุบัน "ไม่ใช่ความเสี่ยงหลัก (Non-primary risk)" อีกต่อไป トラบใดที่ไม่มี การดัดกลับอย่างรุนแรง (Re-acceleration) ระดับเงินเฟ้อที่ 3% ถือเป็นสิ่งที่ภาคธุรกิจสามารถจัดการได้ (Manageable) และจะไม่เป็นอุปสรรคต่อการปรับลดดอกเบี้ยแบบเป็นระบบ (Systematic Easing) ของธนาคารกลาง

Strategic Call: Soft Landing with System Easing



**Unemployment:** ~4.6% คือ New Normal, ไม่ใช่ Recession

**Key insight:** การลดขนาดภาครัฐ กดดัน Wage Growth (+0.1% MoM) จนปัญหา Wage-Price Spiral



**Base Case:** เงินเฟ้อผ่านจุดพีคแล้ว แต่ค้างแถว 2.5-3.0%

**Key insight:** เงินเฟ้อไม่ใช่ความเสี่ยงหลักอีกต่อไป



**Action:** Fed จำเป็นต้องลดดอกเบี้ย “อย่างน้อย 2 ครั้ง” เพื่อป้องกันไม่ให้ว่างงานทะลุ 5 %

**Key insight:** เป็น “Insurance Cuts” เพื่อพยุงเศรษฐกิจ ไม่ใช่การกระตุ้น

**Risk Monitor Box**  
 Unemployment > 5.0% = เปลี่ยนแผน  
 Core CPI MoM > 0.3% = Stop buy / ชะลอการลงทุน

## PART 2: THE POLICY & FISCAL HAND-OFF

### การส่งต่อแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจ จากนโยบายการเงินสู่นโยบายการคลัง

ความท้าทายที่สำคัญที่สุดในปี 2026 ไม่ใช่เพียงแค่เรื่องเศรษฐกิจถดถอย แต่คือการเข้าใจ "จังหวะเวลา" (Timing) ในการนำเสนอโยบายเศรษฐกิจที่มีความซับซ้อน เราสามารถมองเห็นภาพการเคลื่อนที่เชิงกลยุทธ์ในลักษณะสองขั้ว (Two-step Move) ที่จะกำหนดทิศทางของสินทรัพย์ทั่วโลก ดังนี้:



#### Phase 1 : Government Efficiency Drag

Now - Q1/26

**กลไก:** รัฐบาลใหม่เน้นลดขนาดองค์กร และงบประมาณ (Government Efficiency) เพื่อกดดันให้เงินเฟ้อต่ำลง (Deflationary pressure)

**ผลกระทบ:** เปิดทางให้ Fed ลดดอกเบี้ยได้ (Enables Fed cuts)

**โอกาส:** เป็นเวลาของหุ้นกลุ่ม Ai และ Healthcare

#### Phase 2 : BBB Stimulus Boom

Pre-Midterm Election

**กลไก:** รัฐบาลอัดฉีดงบประมาณผ่าน "One Big Beautiful Bill" (BBB Act) ก่อนการเลือกตั้งกลางเทอม

**ผลกระทบ:** กระตุ้นเศรษฐกิจจริง (Real Economy) แต่สร้างแรงกดดันเงินเฟ้อ และ Bond Yield

**โอกาส:** เป็นเวลาของหุ้นกลุ่ม Industrials

## 1. The Policy Pivot: "Systematic Easing" (จุดหมุนนโยบายการเงิน: การผ่อนคลายอย่างเป็นระบบ)

เราต้องทำความเข้าใจนิยามของการลดดอกเบี้ยในรอบนี้อย่างถูกต้อง การลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ในปี 2026 ไม่ได้เป็นการลดดอกเบี้ยแบบ "Rescue Cuts" หรือลดดอกเบี้ยเพื่อกู้สถานการณ์ ซึ่งเคยเกิดขึ้นในปี 2008 หรือ 2020 แต่เป็นการลดดอกเบี้ยในลักษณะของ "**Insurance Cuts**" หรือ ลดดอกเบี้ยเชิงป้องกันความเสี่ยง เพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจให้สามารถปรับตัวได้อย่างนุ่มนวล

- **The Mandate Shift (การเปลี่ยนแปลงในพันธกิจ) :**  
คำถามสำคัญคือ "ทำไม Fed ถึงกล้าลดดอกเบี้ย ทั้งที่เงินเฟ้อยังคงอยู่ที่ 3%?" คำตอบคือ "สมการความเสี่ยงได้เปลี่ยนไปแล้ว" Fed ได้เปลี่ยนจุดโฟกัสจากการต่อสู้กับเงินเฟ้อมาสู่**การรักษาเสถียรภาพของตลาดแรงงาน (Labor Market Stability)**
- **Risk Management (การบริหารความเสี่ยง) :**  
เมื่ออัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 4.6% (New Normal) ความเสี่ยงจากการคงดอกเบี้ยสูงไว้นานเกินไป (Over-tightening) ถือว่ามีความน่ากลัวมากกว่าการเผชิญกับเงินเฟ้อเล็กน้อย ดังนั้นการลดดอกเบี้ยจึงเป็นไปเพื่อ "**Normalization**" หรือการปรับต้นทุนทางการเงินให้สอดคล้องกับเงินเฟ้อที่ลดลง (Real Rate Adjustment) ไม่ใช่เพื่อสร้างฟองสบู่ใหม่



**2. The Fiscal Hand-off: "From Efficiency to Stimulus"**  
(การส่งไม้ต่อนโยบายการคลัง: จากการรัดเข็มขัด สู่การอัดฉีด)

นี่คือหัวใจสำคัญของปี 2026 (The Core Narrative) ที่นักลงทุนส่วนใหญ่อาจมองข้าม เราประเมินว่านโยบายการคลังจะมีการดำเนินงานในลักษณะ "กลับทิศ" (U-Turn) โดยแบ่งออกเป็นสองช่วงเวลาอย่างชัดเจน:

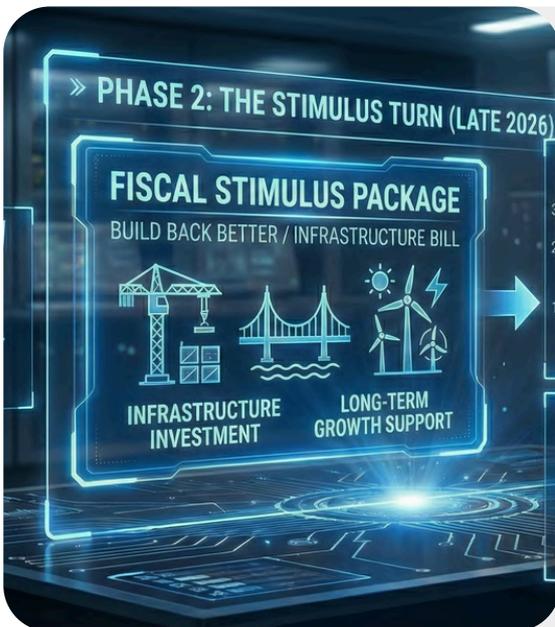


**Phase 1: The Efficiency Drive (Early 2026)**

ในช่วงครึ่งปีแรก เราจะเห็นรัฐบาลสหรัฐฯ มุ่งเน้นนโยบาย "Efficiency & Cost Cutting"<sup>1</sup> ซึ่งรวมถึงการลดขนาดหน่วยงานรัฐและการรัดเข็มขัดทางงบประมาณ สิ่งเหล่านี้จะก่อให้เกิดแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ (Disinflationary Pressure) ในระยะสั้น ซึ่งถือเป็น "ข่าวดี" สำหรับตลาดพันธบัตรและธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เพราะจะเปิดโอกาสให้ Fed สามารถลดอัตราดอกเบี้ยได้อย่างสะดวก (Dovish Path) โดยไม่ต้องวิตกกังวลเกี่ยวกับการกลับมาของเงินเฟ้อในทันที

<sup>1</sup>Efficiency & Cost Cutting คือ รักษาทำไรด้วยประสิทธิภาพและวินัยต้นทุน ในโลกที่รายได้โตยากขึ้น

<sup>2</sup>Disinflationary Pressure คือ ผลตอบแทนส่วนเพิ่ม ที่นักลงทุนคาดหวังจะได้รับจากการลงทุนใน ตลาดหุ้น เมื่อเทียบกับการลงทุนในสินทรัพย์ที่ถือว่า ปราศจากความเสียง (Risk-Free Rate)



**Phase 2: The Stimulus Turn (Late 2026)**

เมื่อผ่านพ้นช่วงการปรับโครงสร้างเศรษฐกิจ เราคาดว่าจะเห็นการกลับมาของ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านการคลัง (Fiscal Stimulus) ผ่านการผลักดันกฎหมายกระตุ้นเศรษฐกิจฉบับใหม่ อาทิ Build Back Better Act (BBB Act) หรือ Infrastructure Bill ( มาตรการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน) ในรอบถัดไป เพื่อพยุงคะแนนนิยมทางการเมืองและสนับสนุนการเติบโตในระยะยาว ทั้งนี้ มาตรการดังกล่าวอาจเป็นจุดเปลี่ยนที่ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวเริ่มปรับตัวตั้งขึ้นอีกครั้ง ส่งผลให้ เส้นอัตราผลตอบแทนมีความชันเพิ่มขึ้น (Steepening Yield Curve) จากความกังวลด้านอุปทานพันธบัตรและแรงกดดันเงินเฟ้อรอบใหม่

<sup>3</sup>Fiscal Stimulus : มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการใช้จ่ายภาครัฐหรือการลดภาษี เพื่อพยุงการเติบโตและความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจ

<sup>4</sup>BBB Act : กฎหมายการคลังของสหรัฐฯ ที่เน้นการลงทุนขนาดใหญ่ด้านโครงสร้างพื้นฐาน สวัสดิการ และอุตสาหกรรมเชิงยุทธศาสตร์

<sup>5</sup>Infrastructure Bill : มาตรการลงทุนภาครัฐเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน เช่น คมนาคม พลังงาน และดิจิทัล เพื่อสนับสนุนการเติบโตระยะยาว

<sup>6</sup>Steepening Yield Curve : ภาวะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับสูงขึ้นเร็วกว่าระยะสั้น ทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนมีความชันเพิ่มขึ้น

กลยุทธ์รับมือสองจังหวะ: “Barbell Defense & Bull Steepener”



**Ai Ecosystem**   
(Growth)

**Healthcare**   
(Defensive)

**หุ้น (Equities): Overweight**  
(ซื้อเมื่อย่อ / Buy on Dip)

**ตราสารหนี้ (Bonds): Neutral**  
(เน้นรับกระแสเงินสด / Income Only)

**กลยุทธ์หลัก:** Barbell Strategy

**มุมมอง:** Bull steepening  
(Yield สิ้นลงเร็วกว่า Yield ยาว)

- **ช่วงแรก:** Ai Ecosystem (Growth) - รับผลประโยชน์จาก Productivity Boom ในระยะยาว
- **ช่วงที่สอง:** Healthcare (Defensive)  
- ป้องกันความเสี่ยงเศรษฐกิจชะลอตัวในช่วงแรก

- **การลงทุน:** ถือเพื่อรับ Coupon (4%+) ในช่วงอายุ 5-7 ปี ไม่เน้นเก็งกำไรส่วนต่างราคา

**⚠ Key Risk Triggers ⚠**

- **Bear Steepening:** 10Y Yield ทะลุ 4.5% (เงินเฟ้อจาก BBB มาแรงเกินไป) → **Action:** ลดพอร์ตหุ้น (Reduce Equity)
- **Growth Score:** AI Monetization ช้า + Stimulus เลื่อน → **Action:** ตลาดอาจปรับฐานลึก (Market may correct deeply)

# CHAPTER 2

## GLOBAL BATTLEFIELD

เจาะลึกสมรรถภูมิการลงทุนในแต่ละประเทศ

# CHAPTER 2

## GLOBAL BATTLEFIELD เจาะลึกสมรรถุมีการลงทุนในแต่ละประเทศ



เจาะลึกสมรรถุมีการลงทุนในแต่ละประเทศ โดยเราได้จัดลำดับความสำคัญตาม "ระดับความเชื่อมั่น" (CONVICTION LEVEL) แบ่งออกเป็นสองกลุ่มหลัก ดังนี้:

"The Giants" ซึ่งเป็นแกนหลักของพอร์ตโฟลิโอ (Core Portfolio)



"The Tactical Plays" ซึ่งเป็นส่วนเสริมโอกาสทำกำไร (Satellite)



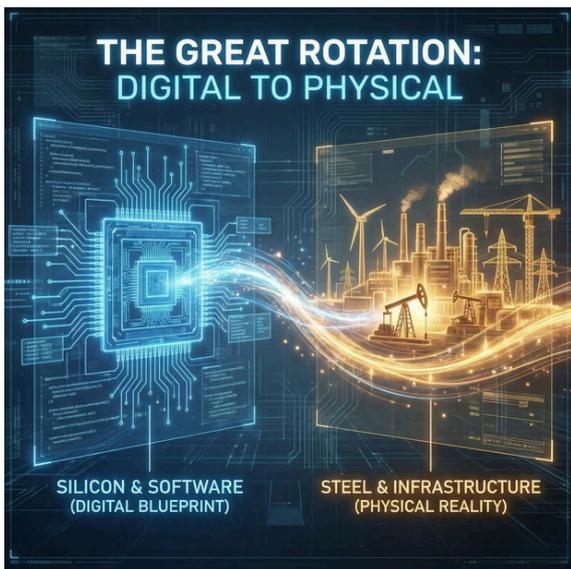
# UNITED STATES OUTLOOK

— Slightly Positive —



## THEME: THE GREAT ROTATION: FROM SILICON TO STEEL

“การหมุนเวียนครั้งใหญ่: จากกระแสซอฟต์แวร์ สู่อุตสาหกรรมพื้นฐานและพลังงาน”



**สำหรับปี 2026** ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ยังคงเป็น "เครื่องจักรทำเงิน" ที่ขาดไม่ได้ อย่างไรก็ตาม โครงสร้างที่ขับเคลื่อนดัชนีจะเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เรากำลังเข้าสู่ยุคที่หุ้นเทคโนโลยี 7 นางฟ้า (Mag 7) จะไม่เป็นตัวขับเคลื่อนตลาดเพียงลำพังอีกต่อไป แต่จะเป็นยุคของ "Earnings Re-convergence"<sup>1</sup> ซึ่งหมายถึงการกระจายกำไรไปยังบริษัทอีก 493 แห่งใน S&P 500 (The Remaining 493) ซึ่งเป็นสัญญาณที่บ่งชี้ถึงตลาดกระทิงที่มีสุขภาพดีขึ้น (Healthy Bull) แม้ว่า Valuation ในปัจจุบันจะดูดีที่ระดับ +1.5SD แต่เรายังคงมองว่าสถานการณ์นี้สมเหตุสมผลตราบดีที่ฐานกำไร (Earnings Breadth) ยังคงขยายตัวตามการคาดการณ์ที่วางไว้

<sup>1</sup>Earnings Re-convergence : ภาวะที่การเติบโตของกำไรบริษัทเริ่มกลับมา สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐานเศรษฐกิจหลังช่วงที่กำไรหรือความคาดหวังเบี่ยงออกจากกัน

**ธีมการลงทุนหลัก** ของเราในปีนี้คือ "Physical AI" หรือปัญญาประดิษฐ์ในโลกกายภาพ เราเชื่อว่าช่วงเวลาที่มีการเก็งกำไรใน Software/Chatbot ได้ผ่านพ้นจุดที่ดีที่สุดไปแล้ว ขณะนี้เงินลงทุนมหาศาลกำลังไหลเข้าสู่ "Real Assets" (สินทรัพย์จริง) ที่จับต้องได้ เนื่องจาก AI ไม่สามารถทำงานได้เพียงบนคลาวด์ แต่ต้องการโครงสร้างพื้นฐานที่แข็งแกร่ง เช่น โรงไฟฟ้า (Utilities) ระบบทำความเย็น และศูนย์ข้อมูลขนาดใหญ่ (Data Centers) ดังนั้น กลยุทธ์แนวทางแบบ "Pick and Shovel" (ขายจอบและเสียมให้นักขุดทอง) โดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์อย่างทองแดง (Copper) ซึ่งเปรียบเสมือนเส้นเลือดใหญ่ของยุค AI Infrastructure

อย่างไรก็ตาม เราไม่ได้มองโลกในแง่ดีจนเกินไปหรือประมาณ ความเสี่ยงที่สำคัญซึ่งเราต้องเฝ้าระวังคือ **"AI ROI Failure"** หรือความล้มเหลวในการคืนทุนจาก AI หาก Tech Giants (บริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่) เริ่มชะลอการใช้จ่าย (Capex) เนื่องจากไม่สามารถสร้างรายได้คืนทุนได้ทันเวลา การเติบโตของกลุ่ม Physical AI อาจได้รับผลกระทบหรือสะดุดได้ ดังนั้น กลยุทธ์ของเราจึงมุ่งเน้นการ **"Buy on dip"** (ทยอยสะสมเมื่อย่อตัว) โดยหลีกเลี่ยงการไล่ราคาสูง ประเมินกรอบเป้าหมาย S&P 500 ที่ระดับ **7,000 - 7,300** จุดในช่วงปลายปี

## Key Sectors:

### 1. The "Physical AI" Ecosystem (The Offense Leg)

เราปรับลดน้ำหนักความคาดหวังในหุ้น Software Pure Play<sup>1</sup> และหันมาให้น้ำหนักกับกลุ่ม Hard Assets ซึ่งเป็นโครงสร้างพื้นฐานสำคัญที่ระบบ AI ไม่สามารถขาดได้ และเป็นแกนหลักของการขยายตัวเชิงกายภาพของ AI Ecosystem

- **Utilities & Power:** เมื่อ AI เข้าสู่ภาวะ Energy Hunger ความต้องการพลังงานเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดด ทำให้หุ้นโรงไฟฟ้าและพลังงานสะอาดกลายเป็นผู้ได้รับประโยชน์โดยตรงจากการเติบโตของ AI
- **Industrials:** ผู้สร้างโครงสร้างพื้นฐาน Data Center ระบบระบายความร้อน และระบบไฟฟ้า ซึ่งเป็นหัวใจของการขยายกำลังประมวลผล
- **Materials:** โดยเฉพาะ "ทองแดง (Copper)" ซึ่งเปรียบเสมือนเส้นเลือดใหญ่ที่ต้องใช้ในการเชื่อมต่อระบบ AI ทั้งหมด

### 2. Healthcare: The "Barbell" Defense

- **Strategy:** เน้นหุ้นกลุ่มการแพทย์ที่มีกระแสเงินสดมั่นคงและไม่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจมากนัก เพื่อลดความผันผวนหาก Tech Sector มีการปรับฐาน
- **Role:** เป็นหลุมหลบภัยในช่วงต้นปีที่เศรษฐกิจอาจชะลอตัวจากนโยบายภาครัฐ (Efficiency Drag)

### 3. Small Cap: "Neutral" (Tactical)

เราคงมุมมองให้เก็งกำไรเพียงระยะสั้น (Tactical) เท่านั้น ไม่แนะนำให้ถือเป็น Core Port

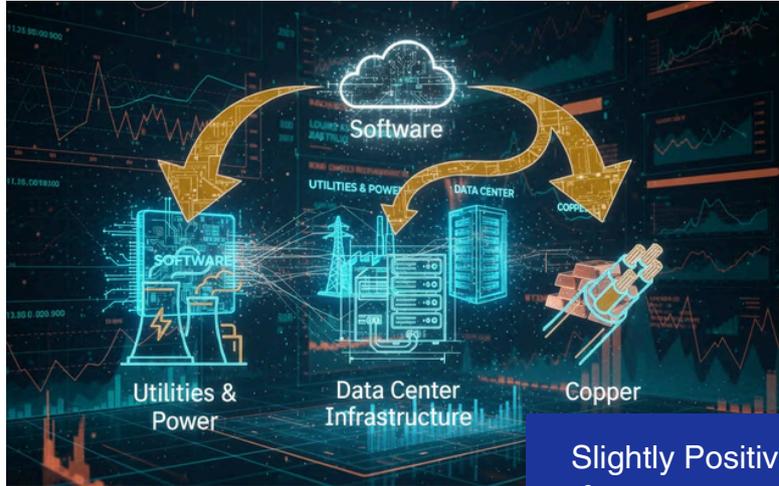
- **The Trap:** แม้ Valuation ของหุ้นเล็ก (Russell 2000) จะดูถูกมาก แต่ไล่ในเต็มไปด้วยความเสี่ยงเรื่อง "Maturity Wall" (กำแพงหนี้ที่ครบกำหนด) และความเสี่ยงจากการล้มละลาย (Insolvencies) ที่ยังสูง ซึ่งหุ้นเล็กทนทานต่อดอกเบี้ยที่อยู่ระดับสูง (ลงช้า) ได้น้อยกว่าหุ้นใหญ่มาก

<sup>1</sup>หุ้น Software Pure Play คือ หุ้นของบริษัทที่มีรายได้หลักเกือบทั้งหมดมาจาก ซอฟต์แวร์โดยตรงไม่ปะปนหรือพึ่งพารัฐกิจฮาร์ดแวร์ อุตสาหกรรมอื่น หรือธุรกิจดั้งเดิมมากนัก

<sup>2</sup>Barbell Strategy คือ การจัดพอร์ตโดยลงทุนในสินทรัพย์ ความเสี่ยงต่ำมั่นคงมาก ควบคู่กับ ความเสี่ยงสูงโอกาสเติบโตสูง แทนการกระจายลงทุนแบบเฉลี่ย ๆ

**หุ้นสหรัฐฯ: The Great Rotation สู่ “Physical AI”**

โฟกัสเปลี่ยนจาก Software ไปสู่สินทรัพย์ที่จับต้องได้ซึ่งเป็นโครงสร้างพื้นฐาน AI



Slightly Positive (Buy on Dip) |  
เป้าหมาย S&P 500 ปี 2026: 7,000 - 7,300

**Sector Focus (The “Picks and Shovels” of AI)**



**Utilities & Power**

โรงไฟฟ้า และ พลังงานสะอาด (เพื่อตอบสนอง AI Energy Hunger)



**Industrials**

โครงสร้างพื้นฐาน Data Center และระบบระบายความร้อน



**Materials**

ทองแดง (Copper) - “The New Oil”



**Healthcare**

(ตามกลยุทธ์ Barbell ที่ระบุไว้ก่อนหน้านี้)

**มุมมองหุ้นขนาดเล็ก (Small Cap View):**

Neutral (เก็งกำไรทางเทคนิคเท่านั้น) - ความเสี่ยงด้านหนี้สิน (Maturity Wall) ยังคงสูง

**Invalidation Trigger:** หาก Big Tech เริ่มประกาศ “ลด Capex” (เพราะ AI ไม่ทำเงิน) → ให้ลดพอร์ตทันที

**Recommend Fund**

 **MEGA10-A**



 **SCBNDQ(A)**

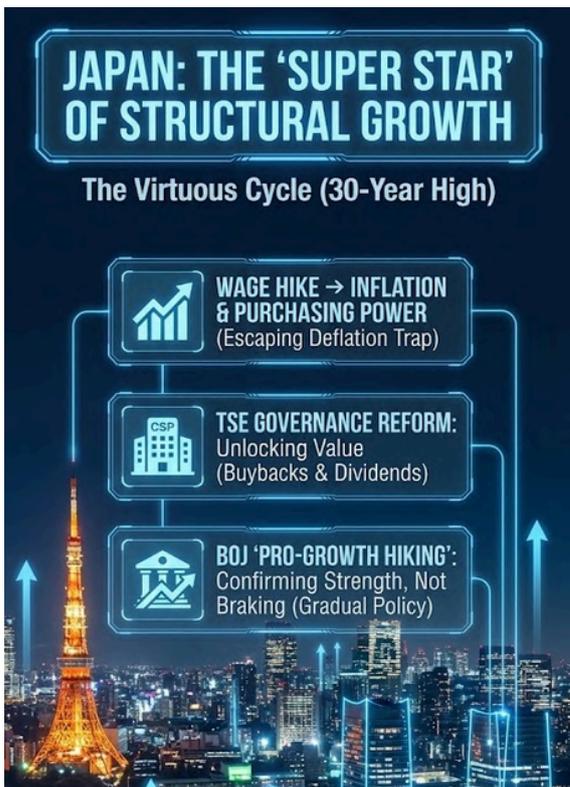


# JAPAN OUTLOOK

— Positive —



## THEME: THE RISING SUN 2.0: (STRUCTURAL GROWTH) “อาทิตย์อุทัยยุคใหม่: การเติบโตเชิงโครงสร้าง”



หากสหรัฐฯ เป็นเครื่องยนต์หลัก ญี่ปุ่นสามารถเปรียบได้กับ "Super Star" ที่แสดงให้เห็นถึงการเติบโตเชิงโครงสร้าง (Structural Growth) ผ่านการก่อตัวของ "วงจรแห่งความมั่งคั่ง" (The Virtuous Cycle) ที่สมบูรณ์แบบในช่วง 30 ปีที่ผ่านมา การปรับขึ้นค่าจ้าง (Wage Hike) ได้ส่งผลต่อกำลังซื้อและเงินเฟ้อ ทำให้ญี่ปุ่นสามารถหลุดพ้นจาก "กับดักเงินฝืด" ได้อย่างถาวร นอกจากนี้ แรงกดดันจากตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (TSE) ยังบีบบริษัทจดทะเบียนให้เร่งดำเนินการ "Governance Reform"<sup>1</sup> รวมถึงการซื้อหุ้นคืน (Buyback) และการเพิ่มปันผล เพื่อปลดล็อกมูลค่าหุ้นที่ต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี (Book Value) อีกทั้ง การปรับขึ้นดอกเบี้ยของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ในครั้งนี้ ถือเป็น "Pro-growth Hiking"<sup>2</sup> ซึ่งหมายถึงการขึ้นดอกเบี้ยเพื่อยืนยันความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจ แทนที่จะเป็นการดึงเบรกเพื่อควบคุมความร้อนแรง ดังนั้น ตราบไคที่นโยบายยังคงดำเนินไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป ตลาดหุ้นญี่ปุ่นจึงมีแนวโน้มที่จะยังคง Outperform ต่อไปอย่างต่อเนื่อง

<sup>1</sup>Governance Reform คือ การปรับปรุงโครงสร้างและกระบวนการกำกับดูแลขององค์กรหรือภาครัฐ เพื่อเพิ่ม ความโปร่งใส ประสิทธิภาพ และความรับผิดชอบ

<sup>2</sup>Pro-growth Hiking คือ การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในลักษณะที่ ยังเอื้อต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ ไม่ได้เข้มงวดจนเกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

## Key Sectors:

### 1. Financials: The "Rate Beneficiaries"<sup>1</sup> (Top Pick)

กลุ่มธนาคารและประกันภัยคือผู้ชนะที่ชัดเจนที่สุด (Direct Winner) จากวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น

- **Banks & Insurers:** การขึ้นดอกเบี้ยจะช่วยปลดล็อก **NIM Expansion** (ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ) หลังจากถูกกดดันยาวนานในช่วงอัตราดอกเบี้ยต่ำหรืออัตราดอกเบี้ยติดลบ ขณะที่ระดับมูลค่าหุ้น (Valuation) ยังคงอยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับกลุ่มการเงินในตลาดโลก ส่งผลให้กลุ่มนี้เป็น น้ำหนักการลงทุนหลัก (Overweight) ในพอร์ตของเรา

<sup>1</sup>Rate Beneficiaries : หุ้นที่ได้านิสงส์จากดอกเบี้ยขาขึ้น



### 2. Domestic Reflation: The "Real Economy" Leg (Core Theme)

เราโฟกัสที่เริ่มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศ (Domestic Reflation) เพื่อลดความผันผวนจากปัจจัยภายนอก

- **Construction & Industrials:** เน้นธีม “Silicon Island” บนเกาะคิวชู (Kyushu) ซึ่งเป็นศูนย์กลางการลงทุนด้านโรงงานผลิตชิปที่กำลังดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจำนวนมาก ส่งผลเชิงบวกโดยตรงต่อกลุ่มก่อสร้างและการฟื้นตัวของภาคอุตสาหกรรม (Re-industrialisation)
- **Real Estate:** ทำหน้าที่เป็นสินทรัพย์ป้องกันเงินเฟ้อ (Inflation Hedge) ในสภาวะที่ราคาสินค้าและราคาที่ดินภายในประเทศเริ่มปรับตัวสูงขึ้นอย่างเป็นรูปธรรม



### 3. Global Exporters: "Buy on Dip" (Tactical)

สำหรับกลุ่มหุ้นส่งออก เราแนะนำใช้กลยุทธ์เชิงจังหวะ (Tactical Allocation<sup>1</sup>) โดยเน้น การ "ตื้รับ" และทยอยสะสมในช่วงที่ค่าเงินเยนมีความผันผวน

- **Tech & Auto:** แม้พื้นฐานบริษัทเหล่านี้คือผู้เล่นระดับโลกในห่วงโซ่อุปทาน AI แต่มีความอ่อนไหวต่อการเคลื่อนไหวของค่าเงินสูง เราแนะนำให้เข้าสะสมเมื่อราคาย่อตัวจากความกังวลเรื่องค่าเงินเยนแข็งค่าชั่วคราว ไม่ใช่การไล่ราคาเหมือนกลุ่มธนาคาร
- **Risk Note (Trigger):** หากธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในจังหวะที่เร่งตัวเกินไป จนส่งผลให้ค่าเงินเยนแข็งค่าหลุดระดับ 130 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ อาจกดดันกำไรของกลุ่มส่งออกอย่างมีนัยสำคัญ และควรพิจารณาปรับลดน้ำหนักการลงทุนทันที

<sup>1</sup>Tactical Allocation : การปรับสัดส่วนการลงทุนในระยะสั้นถึงกลาง เพื่อใช้ประโยชน์จาก ภาวะตลาด แนวโน้ม หรือโอกาสเฉพาะหน้า

## Recommend Fund



ASP-NGF



K-JPX-A(A)



# INDIA OUTLOOK

— Positive —

Negative Neutral Positive



## THEME: THE SCARCITY PREMIUM: HIGH GROWTH AT HIGH PRICE

“ของดีต้องจ่ายแพง: ยอมรับพรีเมียมเพื่อการเติบโตที่หาไม่ได้จากที่อื่น”

### อินเดียคือ "The Only Growth Game"

ในตลาดเกิดใหม่ที่มีการเติบโตอย่างแท้จริงที่ระดับ 6-7% (Real GDP) ขณะที่ส่วนใหญ่ของโลกกำลังประสบภาวะชะลอตัว อินเดียถือเป็นหนึ่งในตลาดที่ "มีราคาแพง" ที่สุดในโลก (Nifty 50 PE > 20 เท่า) อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการประเมินมูลค่านี้สะท้อนถึง "Scarcity Premium" หรือราคาที่ต้องจ่ายสำหรับสินค้าที่มีคุณภาพและหายาก.



**Why pay the premium?** คำตอบอยู่ที่แนวคิด “Decoupling Growth” หรือการแยกตัวของวัฏจักรเศรษฐกิจ โดยอินเดียมีโครงสร้างเศรษฐกิจที่ขับเคลื่อนด้วย อุปสงค์ภายในประเทศ (Domestic Demand Driven) เป็นหลัก และพึ่งพาการส่งออกน้อยกว่าประเทศเพื่อนบ้าน ส่งผลให้เศรษฐกิจมีความทนทานต่อภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอหรือถดถอย (Global Recession) ได้ดีกว่า นอกจากนี้ อินเดียยังมีเกราะป้องกันเชิงโครงสร้างที่สำคัญ คือ “Domestic Liquidity Wall” จากกระแสเงินออกภายในประเทศผ่านกองทุนแบบ SIP Flows ที่ไหลเข้าสู่ตลาดอย่างสม่ำเสมอ ทำหน้าที่เป็น Floor ช่วยพยุงและลดโอกาสการปรับฐานรุนแรงของตลาดเมื่อเทียบกับในอดีต

สำหรับกลยุทธ์การลงทุนในหุ้นอินเดีย ปี 2026 เราใช้แนวทาง “High Conviction, but Patient Entry” คือมีความเชื่อมั่นเชิงโครงสร้างในระยะยาว แต่ไม่แนะนำให้ไล่ราคาในช่วงที่ตลาดอยู่ใกล้ระดับสูงสุดใหม่ (All-Time High) โดยควรรอจังหวะการปรับฐานราว 5–10% เพื่อทยอยเข้าสะสมอย่างมีวินัย เนื่องจากความเสี่ยงที่ต้องจับตา (Risk Factors) ได้แก่

- 1. Regulatory Shock:** หากหน่วยงานกำกับดูแล (SEBI) ออกมาตรการที่รุนแรงกว่าคาด เช่น การขึ้นภาษี Capital Gains แบบก้าวกระโดด จนทำลายความเชื่อมั่น
- 2. Oil Spike:** เนื่องจากอินเดียเป็นผู้นำเข้าน้ำมันสุทธิ การปรับตัวขึ้นอย่างรุนแรงของราคาน้ำมันดิบโลกจะส่งผลกระทบต่อค่าเงินรูปีและแรงกดดันเงินเฟ้อ หากไม่เกิดสองกรณีนี้ เราแนะนำให้ใช้ความผันผวนเป็นโอกาสในการเข้าลงทุนในกลุ่มที่แข็งแกร่งที่สุด



## Key Sectors:

### 1. Energy Transition & Power (Infra Supercycle):

- ธีมหลักของการพัฒนาประเทศคือโครงสร้างพื้นฐาน โดยรัฐบาลอินเดียเดินหน้าลงทุนด้าน พลังงานสะอาดและระบบสาธารณูปโภคอย่างต่อเนื่อง ผ่านงบประมาณภาครัฐ (Capex) ในระดับสูง ส่งผลให้กลุ่มพลังงานและโครงสร้างพื้นฐานกลายเป็นธีมการลงทุนที่เติบโตสอดคล้องกับการขยายตัวของเศรษฐกิจ (GDP-linked Growth) และมีความแข็งแกร่งเชิงโครงสร้างในระยะยาว

### 2. Consumer Discretionary: The "Premiumization<sup>1</sup>" Play:

- เราปรับเปลี่ยนมุมมองจากการบริโภคชนชั้นกลาง (Rural Consumption<sup>2</sup>) ซึ่งยังมีความเปราะบาง มาให้น้ำหนักกับธีม “Premiumization<sup>1</sup>” หรือการบริโภคสินค้าระดับบนที่มุ่งตอบโจทย์กลุ่มผู้มีรายได้สูงและชนชั้นกลางระดับบน ซึ่งมีกำลังซื้อแข็งแกร่งและได้รับผลกระทบจากแรงกดดันเงินเฟ้อน้อยกว่า อาทิ รถยนต์หรู อสังหาริมทรัพย์ระดับบน และสินค้าแบรนด์เนม

<sup>1</sup>Premiumization คือ การเติบโตจากการขยายสินค้าระดับบนให้กลุ่มกำลังซื้อสูง

<sup>2</sup>Rural Consumption คือ การบริโภคภาคชนบทหรือชนชั้นกลางที่ผันผวนตามรายได้เกษตรกรและนโยบายรัฐ



### 3. Large Cap Focus: Safety First

- **Action:** เน้นการลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่เป็นหลัก **โดยมุ่งไปที่กลุ่ม Nifty 50** และ “**หลีกเลี่ยง**” การลงทุนในหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก (Mid/Small Caps) อย่างชัดเจน เนื่องจากระดับมูลค่าหุ้น (Valuation) ที่ตึงตัวเกินไป รวมถึงความเสี่ยงที่หน่วยงาน SEBI<sup>3</sup> อาจออกมาตรการเพิ่มเติมเพื่อสกัดความร้อนแรงของตลาด

<sup>3</sup>SEBI (Securities and Exchange Board of India): หน่วยงานกำกับตลาดทุนอินเดีย

### Recommend Fund



K-INDX



MINDIA



# CHINA OUTLOOK

## — Slightly Positive —



### ANTI-INVOLUTION: BETTING ON CORPORATIONS, NOT THE POLITBURO

“การสิ้นสุดสงครามราคา: เลิกเดิมพันกับนโยบายรัฐ หันมาโฟกัสการปฏิรูปองค์กร”



จีนถือเป็นตลาดที่นักลงทุนทั่วโลก "ผิดหวังซ้ำซาก" อย่างไรก็ตาม ในมุมมองของเราในปี 2026 ขอเสนอจุดยืนใหม่ที่แตกต่างออกไป: "ไม่ควรหวังพึ่งมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ (Bet on Policy) แต่ควรหันมาลงทุนในความสามารถในการปรับตัวของบริษัทเอกชน (Bet on Self-Help)"

เราอมรับข้อเท็จจริงว่า เศรษฐกิจมหภาคของจีนยังคงถูกกดดันจากภาคอสังหาริมทรัพย์ และบทบาทของนโยบายภาครัฐในระยะถัดไปจะอยู่ในลักษณะของการกระตุ้นแบบค่อยเป็นค่อยไป (**Drip-feed Stimulus**) หรือการหยุดแบบน้ำเกลือ เพื่อประคองเสถียรภาพของระบบและจำกัดความเสี่ยงด้านขาลง (Floor the Risk) มากกว่าการอัดฉีดเชิงรุกเพื่อสร้างการเติบโตในรูปแบบเดิม

อย่างไรก็ดี สิ่งที่เราเริ่มเห็นอย่างชัดเจนคือ การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างภายใต้แนวคิดที่เรียกว่า “**Anti-Involution**” หรือการต่อต้านการแข่งขันที่ไร้ประสิทธิภาพ

**Why "Anti-Involution" works?** หัวใจสำคัญคือแนวคิด "Revenue over Everything" โดยภาคเอกชนจีนเริ่มลดการทำสงครามราคา (Price War) และยุติการเผาเงินเพื่อแย่งส่วนแบ่งตลาด (Market Share) หันมาให้ความสำคัญกับการรักษาความสามารถในการทำกำไร (Bottom Line) มากขึ้น พร้อมทั้งนำเงินสดในมือจำนวนมากมาใช้ในกลยุทธ์ **การซื้อหุ้นคืน (Stock Buyback)** ซึ่งเป็นแนวทางที่สะท้อนโมเดลของญี่ปุ่นในอดีต สิ่งเหล่านี้ช่วยยกระดับคุณภาพของกำไร และสร้าง Valuation Floor ให้กับตลาดหุ้นจีน แม้ภาพรวมการเติบโตของ GDP จะยังไม่โดดเด่นก็ตาม



อย่างไรก็ตาม เรายังคงต้องติดตาม ความเสี่ยงที่อาจทำให้สมมติฐานนี้ใช้ไม่ได้ (Invalidation Risks) อย่างใกล้ชิด ได้แก่

- 1. Trade War Shock:** หากสหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนในระดับเกิน 60% จะถือเป็นความเสี่ยงเชิงลบระลอกใหม่ที่อาจจำเป็นต้องชะลอการลงทุน
- 2. Systemic Failure:** ความเสี่ยงร้ายแรงที่สุดคือกรณีที่ ธนาคารพาณิชย์ของรัฐ (SOE Banks) เริ่มงดจ่ายเงินปันผล ซึ่งจะสะท้อนว่าปัญหาในภาคอสังหาริมทรัพย์ได้ลุกลามจนกัดกินเงินกองทุนของระบบธนาคารอย่างมีนัยสำคัญ



## Key Sectors: The "Selective" Strategy

### 1. The Shield: SOE High Dividend (หุ้นกลุ่มมั่นคง)

- **Action:** มองบวกกับหุ้นรัฐวิสาหกิจ (SOE) ในกลุ่ม **พลังงาน ธนาคาร และโทรคมนาคม**
- **Logic:** นี่คือกลุ่มหลบภัยชั้นดีที่ให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) สูงระดับ 6-7% ซึ่งสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลจีน อีกทั้งรัฐบาลจีนเองก็ต้องการเงินปันผลจากบริษัทเหล่านี้ เพื่อนำรายได้ไปสนับสนุนงบประมาณภาครัฐ ส่งผลให้ความเสี่ยงในการงดจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป

### 2. The Sword: Tech Leaders & Consolidators (หุ้นกลุ่มเติบโต)

- **Tech Platforms:** เน้นลงทุนในบริษัทอินเทอร์เน็ตรายใหญ่ที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่ง (Cash Rich) และมีนโยบาย ซื้อหุ้นคืน (Buyback) ที่ชัดเจน (เช่น โมเดลเดียวกับ Tencent/Alibaba) เพราะนี่คือกลุ่มที่รอดพ้นจากการจัดระเบียบ และกลับสู่การเน้นคุณภาพกำไร
- **EV & Solar Survivors:** คัดเลือกเฉพาะบริษัทที่เป็น “ผู้ชนะ” จากกระบวนการควบรวมกิจการ (Consolidation) ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากการที่คู่แข่งล้มหายตายจากไป ส่งผลให้ส่วนแบ่งตลาดและอำนาจในการกำหนดราคาปรับตัวดีขึ้นในระยะถัดไป

### Avoid (กลุ่มที่ต้องระวัง)

- **Property Sector:** หลีกเลี่ยงการลงทุนในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จีนอย่างถาวร และตัดออกจากจักรวาลการลงทุน (Uninvestable) จนกว่ากระบวนการปรับโครงสร้างและการล้างหนี้จะเสร็จสิ้น ซึ่งมีแนวโน้มใช้ระยะเวลาอีกหลายปี

## Recommend Fund



ES-COF



MEGA10AICHINA-A



# EUROPE OUTLOOK

— Neutral —



## THEME: THE OLD WORLD AWAKENING: DEFENSE & DEEP VALUE

“ยุโรปในมุมมองใหม่: เน้นหุ้นความมั่นคงและของดีราคาถูก”

ยุโรป เรายังคงคำแนะนำภาพรวมที่ "Neutral" แต่ปรับเปลี่ยนมุมมองเชิงกลยุทธ์จากความกังวลเรื่อง "เศรษฐกิจเปราะบาง" มาสู่ความเชื่อมั่นเรื่อง "Resilience over Divergence"<sup>1</sup>

<sup>1</sup> **Resilience over Divergence** : หมายถึง การให้น้ำหนักกับความสามารถในการรับมือความผันผวน และฟื้นตัว มากกว่าการมุ่งโฟกัสความแตกต่างของการเติบโตระหว่างกลุ่ม



เรามองว่าเศรษฐกิจยุโรปมีความ “แข็งแกร่งพอ” ที่จะรับมือกับอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบัน ซึ่งส่งผลดีต่อค่าเงินยูโร และหุ้นกลุ่ม Value Stock จุดเด่นที่สำคัญของยุโรปในปี 2026 คือการทำหน้าที่เป็น "Valuation Safety Net" หรือตาข่ายนิรภัยทางมูลค่า โดยมีอัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E) ที่ต่ำกว่าสหรัฐฯ อย่างมาก (The Discounted Alternative) หากหุ้นเทคโนโลยีในสหรัฐฯ ประสบปัญหาการปรับฐานอย่างรุนแรง ยุโรปจะกลายเป็นแหล่งพักเงินที่ปลอดภัยกว่า ไม่เพียงแต่เนื่องจากราคาที่ต่ำ แต่ยังมี "Growth Story" ใหม่ที่เกิดจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่กำลังเติบโตอีกด้วย

**Logic Mechanism: The "Re-industrialization"** ประเด็นหลักที่เรากำลังจับตามองคือแนวโน้มของ “The Old World Capex Boom” โดยยุโรปกำลังก้าวเข้าสู่รอบการลงทุนใหม่อย่างจริงจัง (Re-industrialization) เพื่อ ลดการพึ่งพาภายนอก และรองรับ **อุปสงค์จากเทคโนโลยี AI** ส่งผลให้หุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมหนักที่เคยซบเซา กลับมาได้รับความสนใจและมีโมเมนตัมเชิงบวกอีกครั้ง เพื่อยืนยันมุมมองดังกล่าว ยังจำเป็นต้องติดตามตัวชี้วัดสำคัญอย่างใกล้ชิด ได้แก่

- **Services Inflation:** หากเงินเฟ้อภาคบริการยังไม่ชะลอลง จะจำกัดโอกาสการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ซึ่งถือเป็น ปัจจัยบวกต่อหุ้นกลุ่มธนาคาร ผ่านการรักษาอัตรากำไรส่วนต่างดอกเบี้ย (NIM) แต่เป็น ปัจจัยลบต่อตลาดพันธบัตร
- **Eurozone PMIs (Capital Goods):** ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาค “สินค้าทุน” เพื่อยืนยันว่าการลงทุนด้าน AI และการตั้งโรงงานใหม่เกิดขึ้นจริงในภาคอุตสาหกรรม ไม่ใช่เพียงกระแสความคาดหวังของตลาด

## Key Sectors: Buy Policy & Security, Hold Banks

### 1. Defense : The Security Hedge

- **Logic:** ยกระดับเป็นหนึ่งในธีมหลักของการลงทุนในยุโรป โดยแนวโน้มการเพิ่มงบประมาณด้านกลาโหมของประเทศสมาชิก NATO (NATO Spending) ถือเป็น Structural Growth ที่ชัดเจนที่สุดในภูมิภาค และทำหน้าที่เป็นสินทรัพย์ป้องกันความเสี่ยง (Hedge) ต่อความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์

### 2. Financials (Tactical → Upgrade to Core): The Yield Kings

- **Logic:** เราประเมินว่า ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงนานกว่าที่ตลาดคาด (Higher for Longer) เนื่องจากเงินเฟ้อภาคบริการยังคงอยู่ในระดับหนืด ซึ่งช่วยสนับสนุนการรักษาอัตรากำไรส่วนต่างดอกเบี้ย (NIM) ของภาคธนาคาร ประกอบกับภาพเศรษฐกิจที่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (No Recession) ส่งผลให้ความเสี่ยงด้านหนี้เสีย (NPL) อยู่ในระดับต่ำ สร้างสภาวะ "Perfect Environment" ที่เอื้อต่อหุ้นธนาคารยุโรปอย่างชัดเจน

### 3. Industrial & Utilities (New Entry): The AI Enablers

- **Logic:** ยุโรปเป็นฐานการผลิตเครื่องจักรอุตสาหกรรมและระบบไฟฟ้าที่สำคัญของโลก ภายใต้ธีม Capex Boom ความต้องการ "**AI Infrastructure**" ซึ่งต้องพึ่งพา Hard Assets อาทิ ระบบสายส่งไฟฟ้า โครงข่ายพลังงาน (Grid) และเครื่องจักรโรงงาน พุ่งสูงขึ้น ซึ่งเป็นจุดแข็งโดยตรงของบริษัทในภูมิภาคยุโรป

## Recommend Fund



ES-EG-A



K-EUX



# SOUTH KOREA OUTLOOK

— Neutral —



## THEME: HIGH BETA AI & VALUE UP: THE AGGRESSIVE PLAY “เดิมพันความผันผวน: ชิป AI และการปลดล็อกมูลค่าหุ้น”



ตลาดหุ้นเกาหลีใต้เป็นตลาดที่เราจับตาดูอย่างใกล้ชิดในฐานะ “**High Beta Play**” ของธีม AI กล่าวคือ เป็นตลาดที่มีความผันผวนสูงกว่าตลาดโลก “ขึ้นแรงลงแรง” (Volatility Accelerator) หากคุณเชื่อว่า หุ้นเทคโนโลยีสหรัฐฯ ยังคงเดินหน้าต่อไปได้ เกาหลีใต้คือตัวเร่งผลตอบแทนที่น่าสนใจที่สุด โดยมี 2 เครื่องยนต์หลักขับเคลื่อนท่ามกลางกระแสลมต้านจากเศรษฐกิจโลก:

### Logic Mechanism: Why the "High Beta" works?

- 1. Structural Convergence:** เราเริ่มมองว่าโครงการ “**Corporate Value Up**” ไม่ใช่เพียงปัจจัยเชิงเหตุการณ์ระยะสั้น แต่เป็น **การปฏิรูปเชิงโครงสร้าง (Structural Reform)** ที่มีศักยภาพในการผลักดันอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ของตลาดเกาหลีให้ทยอยปรับตัวเข้าใกล้ค่าเฉลี่ยของตลาดโลก คล้ายกับพัฒนาการที่เกิดขึ้นในญี่ปุ่น
- 2. AI Cycle Visibility:** กำไรของกลุ่ม Semiconductor เกาหลีมีระดับ **ความชัดเจน (Earnings Visibility)** สูงที่สุดในรอบหลายปี จากคำสั่งซื้อของกลุ่ม Big Tech สหรัฐฯ ที่ถูกจองล่วงหน้าเป็นระยะเวลายาว (Backlog) โดยเฉพาะในกลุ่ม High-End Memory ซึ่งเป็นหัวใจสำคัญของวงจรกิจจ AI

**Invalidation Risk (Triggers)** อย่างไรก็ดี เรายังคงต้องระมัดระวังความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก (External Headwinds) ที่อาจทำให้สมมติฐานการลงทุนเปลี่ยนไป ได้แก่

- **Tech War Crossfire:** หากความตึงเครียดทางการค้าระลอกใหม่ (Trade War 2.0) นำไปสู่การจำกัดหรือห้ามส่งออกชิปจากสหรัฐฯ ไปยังจีนเพิ่มเติม เกาหลีใต้จะเผชิญความเสี่ยงเชิงโครงสร้างมากที่สุด เนื่องจากจีนเป็นหนึ่งในตลาดปลายทางหลักของอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ (จีนคือลูกค้ารายใหญ่)
- **China's Legacy Supply:** ต้องติดตามความคืบหน้าในการเร่งผลิตชิปรุ่นเก่า (Legacy Chips) ของจีนอย่างใกล้ชิด หากจีนสามารถเพิ่มอุปทานได้สำเร็จและกดดันราคาของ DRAM<sup>1</sup> ทั่วไป อาจกระทบต่อกำไรโดยรวมของบริษัทเกาหลี แม้ว่ากลุ่ม HBM<sup>2</sup> จะยังคงมีแนวโน้มเชิงบวกก็ตาม

<sup>1</sup>DRAM (Dynamic Random Access Memory): หน่วยความจำที่ใช้เก็บข้อมูลชั่วคราวระหว่างการทำงาน มีบทบาทสำคัญต่อ ประสิทธิภาพและความเร็วของระบบคอมพิวเตอร์  
<sup>2</sup>HBM (High Bandwidth Memory): หน่วยความจำประสิทธิภาพสูง ที่ออกแบบมาเพื่อรองรับการประมวลผลขั้นสูง เช่น AI และการคำนวณประสิทธิภาพสูง (HPC)



## Key Sectors: Stock Selection Focus

### 1. The AI Enablers: Memory Chip (HBM Focus)

- **Action:** เน้น "Pure Play" ในเทคโนโลยี HBM (High Bandwidth Memory)
- **Logic:** HBM คือ "หัวใจ" ของ AI Supply Chain ที่ขาดไม่ได้ (ต้องใช้คู่กับ GPU ของ Nvidia) บริษัทอย่าง SK Hynix และ Samsung อยู่ในจุดยุทธศาสตร์ที่ได้ประโยชน์สูงสุดจากวัฏจักรนี้ และมีอำนาจต่อราคา (Pricing Power) สูงกว่าชิปทั่วไป

### 2. The Value Up Beneficiaries: Unlocking Discount

- **Action:** เน้นบริษัทที่มีกระแสเงินสดดี (Free Cash Flow) และขานรับนโยบายรัฐ
- **Logic:** คัดเลือกบริษัทที่ประกาศแผน "ซื้อหุ้นคืนและจ่ายปันผล" (Buybacks) อย่างชัดเจน เพื่อเก็งกำไรจากการปิด Gap ของ Valuation ที่ต่ำผิดปกติ (Deep Discount) เมื่อเทียบกับคู่แข่งทั่วโลก

## Recommend Fund



SCBKEQTG

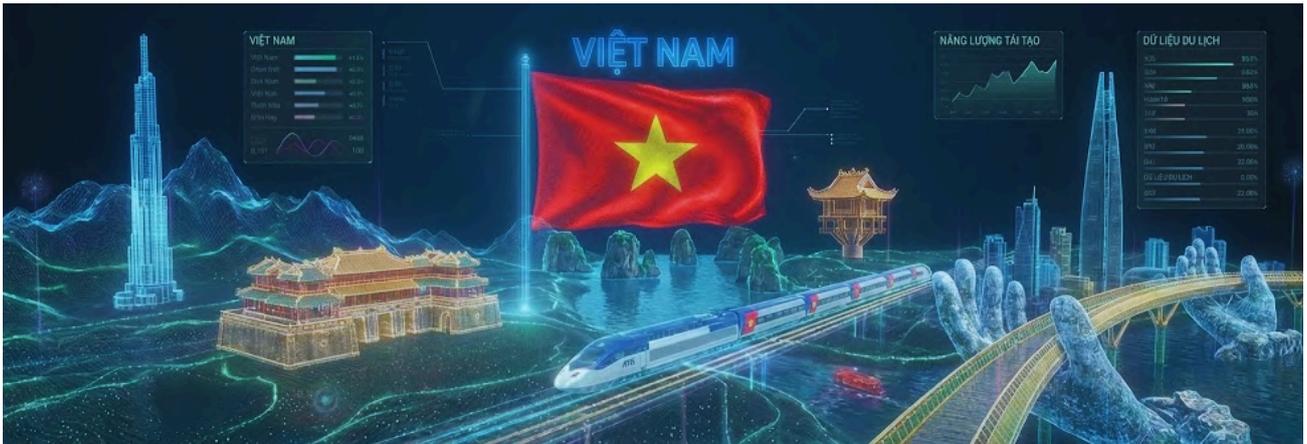


DAOL-KOREAEQ



# VIETNAM OUTLOOK

— Neutral —

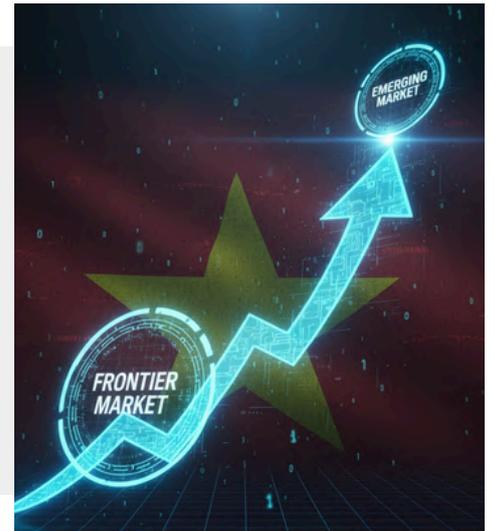


## THEME: STRUCTURAL GROWTH VS. TACTICAL OVERHEAT

“การเติบโตเชิงโครงสร้าง ท่ามกลางความร้อนแรงระยะสั้น”

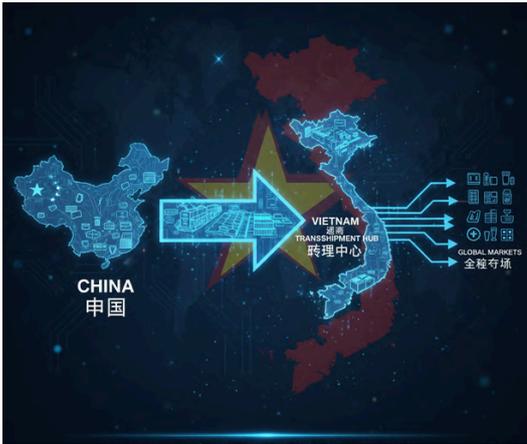
เวียดนามยังคงเป็นหนึ่งในตลาดที่มี ศักยภาพการเติบโตเชิงโครงสร้างสูง จากอัตราการเติบโตของ GDP ในระดับ ประมาณ 8–10% และบทบาทในฐานะ ผู้ชนะของยุทธศาสตร์ China+1 ซึ่งดึงดูดเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ ยังมีปัจจัยบวกระยะยาวจาก “Market Upgrade Catalyst” จากการยกระดับสถานะสู่ตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ของ FTSE ซึ่งมีแนวโน้มหนุนกระแสเงินทุนในระยะยาว

อย่างไรก็ดี สำหรับมุมมองการลงทุนในไตรมาสนี้ เรายังคงให้มุมมองเป็นกลาง (Neutral) ภายใต้อารมณ์ “Good Story, Bad Price” กล่าวคือ พื้นฐานเศรษฐกิจแข็งแกร่ง แต่ระดับราคาแพงเกินไป



### Why "Wait for Correction"?

เราประเมินว่าตลาดกำลังอยู่ในภาวะ Price Dislocation โดยราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากกว่า 70% ในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งถือว่า “เคลื่อนไหวเร็วกว่าปัจจัยพื้นฐาน” (Ran ahead of fundamentals) และข่าวดีส่วนใหญ่ถูกสะท้อนในราคาแล้ว (Priced-in) ส่งผลให้อัตราส่วนความเสี่ยงต่อผลตอบแทน (Risk-to-Reward) ในระดับปัจจุบันไม่จูงใจ เราจึงแนะนำกลยุทธ์ “Strict Buy on Dip” หรือการรอสะสมเมื่อย่อตัวเท่านั้น และ “หลีกเลี่ยงการไล่ราคาอย่างเด็ดขาด”



### Invalidation Risk (Triggers)

นอกเหนือจากความเสี่ยงด้านมูลค่า (ราคาแพง) ความเสี่ยงที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดคือ “Transshipment Crackdown” หากรัฐบาลสหรัฐฯ เพิ่มความเข้มงวดต่อการใช้เวียดนามเป็น “ทางผ่านสินค้าจีน” (Transshipment Hub) เพื่อหลีกเลี่ยงภาษี และนำไปสู่มาตรการกีดกันทางการค้าหรือการตั้งกำแพงภาษีเพิ่มเติม อาจกดดันให้ตลาดหุ้นเวียดนามที่อยู่ในภาวะร้อนแรงปรับฐานได้ลึกกว่าที่คาดไว้

## Key Sectors & Action: The Sniper Approach

### 1. Strategic Buy Zone: -7% to -12%

- **Action:** กำหนดกรอบจังหวะเข้าซื้อเชิงเทคนิคอย่างชัดเจน โดยพิจารณาเข้าสะสมเมื่อดัชนีปรับฐานลงประมาณ 7–12% จากจุดสูงสุด ซึ่งเป็นระดับที่มูลค่าหุ้น (Valuation) เริ่มกลับมาอยู่ในโซนที่สมเหตุสมผล

### 2. The FDI Magnets: Industrial Parks & Tech

- **Target:** เมื่อราคาตลาดเข้าสู่โซนเข้าซื้อ แนะนำโฟกัสที่หุ้นกลุ่ม นิคมอุตสาหกรรม (Industrial Parks) และ เทคโนโลยี ซึ่งเป็นผู้ได้รับประโยชน์โดยตรงจากกระแสการย้ายฐานการผลิตและเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) เป็นแรงหนุนกำไรในระยะยาว แม้ตลาดหุ้นจะมีความผันผวนในระยะสั้นก็ตาม

## Recommend Fund



ASP-VIET-A



KKP VIETNAM



# THAILAND OUTLOOK

## — Cautiously Neutral —

Negative 1 2 3 Neutral 4 Positive 5



### THEME: CHEAP IS NOT ENOUGH: THE FISCAL GAP DEFENSE

“ถูกอย่างเดียวไม่พอ: กลยุทธ์ตั้งรับในภาวะสุญญากาศทางการคลัง”



สำหรับตลาดหุ้นไทย ประเมินมุมมองการลงทุนที่ระดับ “**Cautiously Neutral**” ภายใต้มุมมอง “**Valuation Discount limits downside, but Fiscal Gap limits upside**” กล่าวคือ ระดับมูลค่าหุ้นที่ถูกช่วยจำกัดความเสี่ยงขาลง แต่ข้อจำกัดด้านนโยบายการคลังยังเป็นประเด็นสำคัญที่จำกัดโอกาสขาขึ้นของตลาด

ในเชิงมูลค่า (Valuation) ดัชนี SET Index ปัจจุบันซื้อขายที่ระดับประมาณ **-1.2 SD** ซึ่งสะท้อนว่าตลาดได้รับรู้ปัจจัยลบไปมากแล้ว และมีโอกาสสร้าง Valuation Floor (ผ่านจุดต่ำสุด) ในระดับปัจจุบัน

อย่างไรก็ดี การฟื้นตัวของตลาดยังขาด ปัจจัยกระตุ้นใหม่ (Catalyst) ที่มีน้ำหนัก เนื่องจากข้อจำกัดด้านการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน และภาวะกำลังซื้อภายในประเทศที่ยังอ่อนแอ

ด้วยเหตุนี้ กลยุทธ์การลงทุนจึงเน้น “**Defensive Rotation**” หรือการปรับพอร์ตไปสู่สินทรัพย์ที่มีรายได้มั่นคงและความผันผวนต่ำ มากกว่าการเก็งกำไรในธีมการฟื้นตัว (Recovery Play) ซึ่งยังมีความไม่แน่นอนสูง

Structural Headwinds ปัจจัยกดดันเชิงโครงสร้างที่ทำให้ให้นักการลงทุนยังไม่เป็น Positive มีดังนี้:

**1. Fiscal Cliff 2026:** ความเสี่ยงจากความล่าช้าในกระบวนการจัดทำงบประมาณ (Budget Delay) ในช่วงการเมืองเปลี่ยนผ่านหรือกระแสการเมือง ซึ่งจะส่งผลให้เปิดเงินลงทุนภาครัฐขาดช่วง และกดดันการเติบโตของ GDP ปี 2026 ให้อยู่ในกรอบจำกัดราว 1.8%

**2. Value Trap Risk:** ระดับราคาที่ถูกมองอาจกลายเป็น Value Trap<sup>1</sup> หากกำไรบริษัทไม่สามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืน (Earnings Growth Stagnation) โดยแรงกดดันหลักมาจากหนี้ครัวเรือนสูง และแนวโน้ม NPL ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเริ่มสะท้อนผลลบต่อกำลังซื้อในประเทศอย่างเป็นรูปธรรม

<sup>1</sup> Value Trap คือ ถูกเพราะกำไรไม่โต ไม่ใช่โอกาสลงทุน

**3. Monetary Cushion:** ปัจจัยบวกที่ยังพอช่วยพยุงตลาดคือทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายขาลง ซึ่งมีโอกาสเห็นระดับใกล้ 1.00% ทำหน้าที่เป็น Valuation Support จำกัดความเสี่ยงด้านขาลง แต่ยังไม่เพียงพอที่จะผลักดันตลาดเข้าสู่รอบขาขึ้นใหม่ หากขาดแรงหนุนจากการเติบโตทางเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ดี ปัจจัยชี้ขาดที่จะทำให้มุมมองการลงทุนถูกปรับลดเป็นเชิงลบ (Downgrade to Negative) คือความเสี่ยงด้าน “Export Collapse” หากตัวเลขการส่งออกกลับมาหดตัวเป็นลบ ไม่ว่าจะจากผลกระทบของความตึงเครียดทางการค้า (Trade War) หรือผลของฐานสูงในปีก่อน ย่อมกดดันให้ประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนถูกปรับลดลงอีกครั้ง

## Key Sectors: High Dividend (The Cushion)

- **Focus:** หุ้คนที่ให้ผลตอบแทนเงินปันผลในระดับ 5–6% ขึ้นไป
- **Rationale:** ในสภาวะที่โอกาสสร้างผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) มีจำกัด เงินปันผลจะทำหน้าที่เป็นส่วนชดเชยผลตอบแทน (Yield Cushion) ที่สำคัญ เพื่อช่วยประคองพอร์ตการลงทุน

## Recommend Fund



# GLOBAL BONDS OUTLOOK

— Neutral —

Negative 1 2 3 Neutral 4 5 Positive



## THEME: THE BELLY LOCK & SAFETY FIRST

“ล็อกช่วงกลาง: จุดสมดุลของผลตอบแทนและความปลอดภัย”

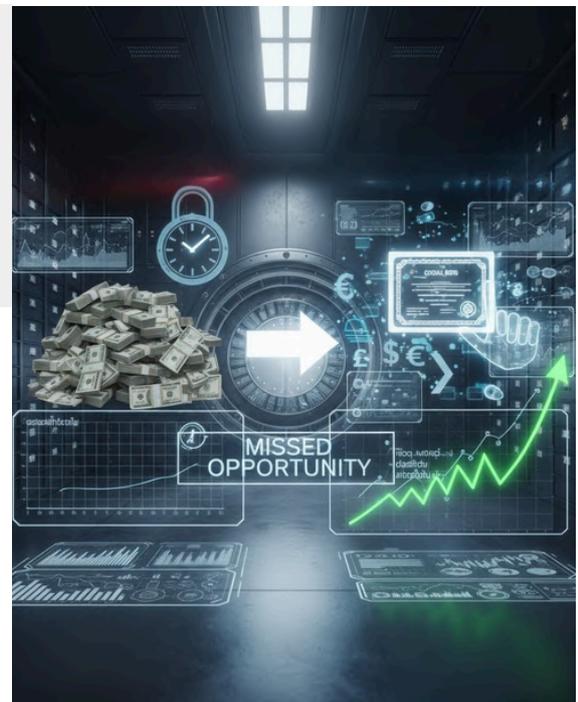
สำหรับกลยุทธ์การลงทุนในตราสารหนี้ปี 2026 เรายังคงคำแนะนำที่ระดับ Neutral โดยปรับจุดเน้นของพอร์ตไปสู่แนวทาง “Quality & Income” วัตถุประสงค์หลักในปีนี้เป็นคือ การรักษาเงินต้น (Return of Capital) และสร้างกระแสรายได้ที่มั่นคง มากกว่าการแสวงหาผลตอบแทนส่วนเพิ่มจากสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง (Reach for Yield)

### Structural Risks:

ปัจจัยเชิงโครงสร้างที่กำหนดทิศทางตลาดตราสารหนี้ปี 2026

#### 1. Reinvestment Risk (ความเสี่ยงจากการลงทุนต่อ)

ในภาวะที่วัฏจักรอัตราดอกเบี้ยผ่านจุดสูงสุดและเริ่มเข้าสู่รอบผ่อนคลาย (Easing Cycle) การถือครองเงินสดหรือกองทุนตลาดเงินเป็นเวลานาน จะทำให้ผู้ลงทุนพลาดโอกาสในการถืออัตราผลตอบแทนในระดับสูง และเผชิญกับรายได้ดอกเบี้ยที่ทยอยลดลงอย่างมีนัยสำคัญในระยะถัดไป





## 2. Maturity Wall 2026 (กำแพงหนี้ครบกำหนด)

บริษัทขนาดเล็กและกลุ่มที่มีภาระหนี้สูง (Leveraged Companies) กำลังเผชิญกับหุ้นกู้จำนวนมากที่จะครบกำหนดไถ่ถอนในปี 2026 การรีไฟแนนซ์ในต้นทศวรรษที่สูงกว่าช่วงก่อนหน้า จะกดดันกระแสเงินสดและเพิ่มความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk)

## 3. Fiscal Floor on the Long End (พื้นรับจากนโยบายการคลัง)

พันธบัตรระยะยาว (Long Duration Bonds) มีแนวโน้มเผชิญแรงกดดันจากปริมาณการออกพันธบัตรภาครัฐ (Bond Supply) เพื่อรองรับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ปัจจัยดังกล่าวทำหน้าที่เป็น แนวรับของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว จำกัดโอกาสที่ Bond Yield ในช่วงปลายเส้นจะปรับลดลงได้มาก เมื่อเทียบกับพันธบัตรระยะสั้นและระยะกลาง

# Bond Strategy Action: “The Belly Lock”

จากปัจจัยความเสี่ยงเชิงโครงสร้างข้างต้น เราแนะนำกลยุทธ์การลงทุนในตราสารหนี้ดังนี้

## 1. Duration: Focus on 3–7 Years (The Belly of the Curve)

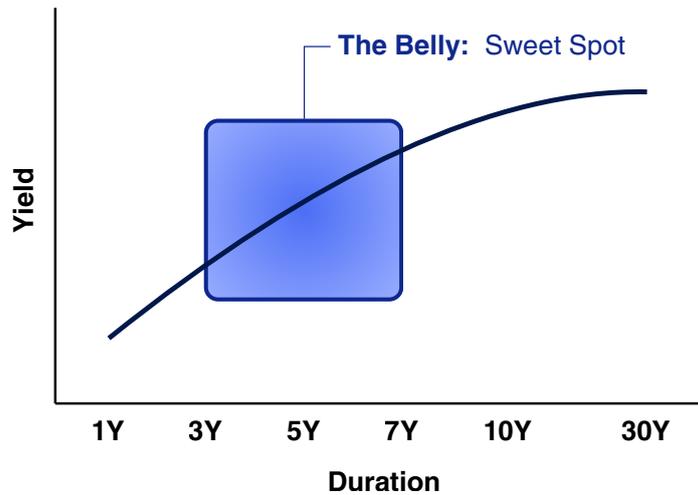
- **Recommendation:** เน้นลงทุนในพันธบัตรช่วงอายุ 3–7 ปี
- **Rationale:** ช่วงอายุพันธบัตรดังกล่าวเป็นจุดที่ Risk/Reward สมดุลที่สุด บนเส้นอัตราผลตอบแทน
  - *Capital Gain Potential:* ได้รับประโยชน์จากการปรับลดของ Bond Yield ตามทิศทางดอกเบี้ยนโยบาย
  - *Volatility Management:* ความผันผวนด้านราคาต่ำกว่าพันธบัตรระยะยาว (10–30 ปี) ซึ่งมีความเสี่ยงจากนโยบายการคลังและปริมาณการออกพันธบัตรใหม่

## 2. Credit: Investment Grade (IG) Only

- **Recommendation:** จำกัดการลงทุนเฉพาะตราสารหนี้ระดับ Investment Grade (IG) และหลีกเลี่ยงตราสารหนี้ High Yield อย่างเด็ดขาด
- **Rationale:** เพื่อลดความเสี่ยงจาก Maturity Wall และ Default Risk ของผู้ออกตราสารคุณภาพต่ำ ขณะที่ส่วนต่างผลตอบแทน (Credit Spread) ของกลุ่ม High Yield ในปัจจุบันยังไม่ให้ผลตอบแทนที่คุ้มค่ากับความเสี่ยงต่อการสูญเสยเงินต้น

## ตราสารหนี้: ถึงเวลา “ลือคผลตอบแทน” ในจุดที่ปลอดภัยที่สุด

**Mantra:** ปี 2026 คือปีแห่งการรักษาเงินต้น (Return of Capital) ไม่ใช่การไล่ล่าผลตอบแทน (Reach of Yield)



**Move:** ย้ายเงินจากเงินสด / กองทุนตลาดเงิน (ที่ดอกเบี้ยกำลังจะลดลง) → สู่พันธบัตรคุณภาพดี (Investment Grade)



**Duration:** เน้นช่วงกลาง “The Belly” (3-7 ปี) เพื่อสมดุลระหว่าง Capital Gain จากดอกเบี้ยขาสูง และความเสียหายจาก Bond Yield ที่อาจดีดตัวช่วงครึ่งปีหลัง



**Credit:** “IG Only” หลีกเลียง High Yield (Junk Bond)

### Recommend Fund



K-GDBONDUH



SCBGSIF



# GOLD OUTLOOK

— Positive —



## "DON'T FIGHT THE CENTRAL BANKS" (อย่าฝืนกระแสเงินทุนของธนาคารกลาง)

เราปรับมุมมองการลงทุนใน ทองคำ ครั้งสำคัญ (Status Upgrade) จากเดิมที่เป็นเพียง “สินทรัพย์ทางเลือก” (Alternative Asset) ขึ้นสู่สถานะ “**สินทรัพย์หลักที่ต้องมี**” (Strategic Core Holding) พร้อมให้น้ำหนัก “**Overweight**” อย่างชัดเจน โดยประเมินเป้าหมายราคาปี 2026 ที่ระดับ **4,850 ดอลลาร์/ออนซ์** ซึ่งสะท้อนการทำจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง (New High)

เรามองว่าทองคำได้เปลี่ยนบทบาทจากสินค้าโภคภัณฑ์ ไปสู่ “**สกุลเงินสำรอง**” ที่ไม่มีความเสี่ยงจากคู่สัญญา (Zero Counterparty Risk) ท่ามกลางความเปราะบางของระบบการเงินโลก

### เหตุผลสนับสนุนในการปรับเพิ่มสถานะทองคำ ประกอบด้วย 3 กลไกหลัก:

- 1. The Floor – ฐานรับที่แข็งแกร่ง** : แรงซื้อสะสมอย่างต่อเนื่องจากธนาคารกลางทั่วโลก โดยเฉพาะจีน อินเดีย และตุรกี เพื่อกระจายทุนสำรอง ทำหน้าที่เหมือน Put Option ที่ช่วยพยุงราคา และยกระดับฐานราคาทองคำในระยะยาว
- 2. The Hedge – เครื่องมือป้องกันความเสี่ยง** : ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ป้องกันความเสี่ยงจาก **Policy Error** ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้ดีที่สุด ไม่ว่าจะเป็นการลดดอกเบี้ยช้าเกินไปจนเศรษฐกิจถดถอย หรือเร็วเกินไปจนเงินเฟ้อกลับมา รวมถึงช่วย Hedge ความเสี่ยงจากการต่ออายุของเงินดอลลาร์ภายใต้ปัญหาหนี้สาธารณะสหรัฐฯ (Fiscal Debasement)
- 3. Macro Tailwinds – แรงแหนุมมหาระยะยาว** : ทิศทางดอกเบี้ยขาลงทั่วโลก ผสานกับความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitics) ที่ยังอยู่ในระดับสูง ยังคงเป็นแรงส่งเชิงบวกต่อราคาทองคำในระยะยาว

## STRATEGIC ACTION: "ACCUMULATE ON DIP"

- **Action:** แนะนำกลยุทธ์ "Accumulate on Dip" ทอยสะสมเมื่อราคาอ่อนตัว ใกล้เคียงระดับ \$4,000
- **Generational Buy Zone:** แต่หากราคาปรับฐานลึกลงสู่โซนระดับราคา \$3,600– \$3,700 (อิง Bear Case ของ World Gold Council) ให้ถือเป็น "Generational Buy" โอกาสเข้าซื้อเชิงโครงสร้างที่ดีที่สุดในรอบทศวรรษ สำหรับการถือครองระยะยาว

### Invalidation Risk (Bear Case)

ความเสี่ยงหลักที่จะทำให้สมมติฐานนี้เปลี่ยนไป คือ "Trump's Reflation Success" หากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของโดนัลด์ ทรัมป์ ประสบความสำเร็จจนเศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตอย่างร้อนแรง (Economic Boom) และบีบให้ Fed ต้อง "กลับมาขึ้นดอกเบี้ย" หรือ "คงดอกเบี้ยสูงยาวนานกว่าคาด" ราคาทองคำอาจเผชิญแรงขาย และการปรับฐานที่ลึกกว่าประเมินไว้



## Recommend Fund

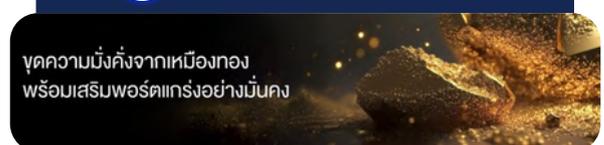


SCBGOLD



A-RING

หลุดความบึงคั่งจากเหมืองทอง  
พร้อมเสริมพอร์ตแกร่งอย่างมั่นคง



# REITS OUTLOOK

— Neutral —

Negative Neutral Positive



## "Don't Buy Land, Invest in the Cloud: The Digital Landlord" (อย่าซื้อที่ดิน แต่ลงทุนในคลาวด์: เจ้าที่ดินในโลกดิจิทัล)

เรามองเห็นการแยกตัวของผลตอบแทนในลักษณะ “K-Shaped” ระหว่างผู้ชนะและผู้แพ้ในภาคอสังหาริมทรัพย์ เราจึงขอนิยามธีมการลงทุนใหม่ว่า “Don't buy Land, Buy the Cloud” เนื่องจากวัฏจักรดอกเบี้ยขาลงรอบนี้ไม่เพียงพอที่จะฟื้นฟูอสังหาริมทรัพย์แบบดั้งเดิม

### STRATEGIC ACTION

**Action:** เน้นลงทุนใน **Data Center & Logistics REITs** (เช่น Equinix, Digital Realty) รวมถึง Cell Towers เพื่อเกาะกระแส Physical AI เนื่องจาก AI ไม่ได้เป็นเพียงซอฟต์แวร์ แต่ต้องพึ่งพาโครงสร้างพื้นฐานที่จับต้องได้ ทั้งพื้นที่วางเซิร์ฟเวอร์ พลังงาน และระบบสื่อสาร

**Avoid (No-Go Zone):** หลีกเลี่ยง **Office REITs** แม้ Dividend Yield จะดูน่าสนใจ แต่สะท้อนลักษณะของ “Yield Trap” จากราคาที่ปรับตัวลงต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุจากเทรนด์ Work From Anywhere (WFA/WFH) ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างถาวร (Structural Decline) ที่ทำให้อุปสงค์พื้นที่สำนักงานลดลงอย่างยั่งยืน

### Recommend Fund

Ⓜ KKP GINFRAEQ-H

Ⓧ X-DATACENEQ

# มุมมองต่อสินทรัพย์ Q1/2026

By Phillip Fund Analyst

Bond					Alternative						
Bond-View	Negative		Neutral		Positive	REITs-View	Negative		Neutral		Positive
	1	2	3	4	5		1	2	3	4	5
Global Bond			●			Global			●	●	
Short Duration			●		●	Asia			●	●	
Long Duration			●			Thai			●		
Corporate Bond			●			<b>Commodity</b>					
Asia-Bond			●				1	2	3	4	5
Thai Bond			●			Gold					●
						Oil (WTI)			●		

Equity											
Equity-View					Equity-View						
	Negative		Neutral		Positive		Negative		Neutral		Positive
	1	2	3	4	5		1	2	3	4	5
Global				●		China				●	
US				●		India					●
EU			●			Korea			●		
Japan					●	Thai			●		
Asia			●			Vietnam			●		
EM			●			Indo			●		

Sector / Theme											
Theme-View					Theme-View						
	Negative		Neutral		Positive		Negative		Neutral		Positive
	1	2	3	4	5		1	2	3	4	5
Growth				●		Semiconductor					●
Value			●			A.I.					●
Large Cap				●		Cloud					●
Mid-small			●			Cybersecurity					●
Global Tech				●		Bank			●		
US Tech				●		Glb. Dividend					●
EU Tech			●			Consumer					●
CH&AsiaTech				●		Health Care					●
Renewable				●		Energy			●		
EV			●			Glb. Travel			●		
ARK Family			●			Industry			●		

# CHAPTER 3

## THE 4 PLAYERS STRATEGY (STRATEGIC ALLOCATIONS)

# CHAPTER 3

# THE 4 PLAYERS STRATEGY (STRATEGIC ALLOCATIONS)

การจัดพอร์ตตาม “บทบาท” (Functional Roles) เป็นการเปลี่ยนกรอบคิดจากการเลือกสินทรัพย์แบบดั้งเดิม มาเป็นการออกแบบพอร์ตโดยเปรียบเทียบเสมือนการจัด “ทีมฟุตบอล” ซึ่งหัวใจสำคัญคือการผสมผสานผู้เล่น 4 บทบาทหลัก ให้ทำงานสอดประสานกัน เพื่อสร้างทั้งการเติบโต ความมั่นคง และการป้องกันความเสี่ยงในสภาพตลาดที่ผันผวน

### The Striker (กองหน้า)



#### สร้างผลตอบแทนเติบโต (Growth Engine)

เป็นตัวทำกำไรหลักของพอร์ตในภาวะที่เศรษฐกิจเติบโตได้ดี และตลาดเป็นขาขึ้น

ทำงานได้ดีที่สุดเมื่อ



ตลาด Bullish



เศรษฐกิจ Soft Landing



เกิด AI บูม

### The Defender (กองหลัง)



#### สร้างความปลอดภัยและเติบโตสวนทางเศรษฐกิจ Safety & Resilience

การทำให้พอร์ต “ไม่เสียประตู” (Winning by not losing) ในช่วงที่ตลาดผันผวน

ทำงานได้ดีที่สุดเมื่อ



ตลาดผันผวน



เกิดสงคราม (Geopolitics)



เศรษฐกิจถดถอย

### The Midfielder (กองกลาง)



#### สร้างกระแสเงินสดและคุมจังหวะเกม Income & Consistency

เป็นตัวสร้างกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ และคุมจังหวะของพอร์ตในภาวะดอกเบี้ยขาลง

ทำงานได้ดีที่สุดเมื่อ



ดอกเบี้ยเป็นขาลง



เงินเพื่อชะลอตัว



ตลาดเคลื่อนไหวในกรอบ (Sideways)

### The Goalkeeper (ผู้รักษาประตู)



#### ประกันความเสี่ยงจากวิกฤต (Insurance against Policy Error)

ปราการด่านสุดท้ายที่ช่วยป้องกันความมั่งคั่งจากวิกฤตค่าเงินหรือความผิดพลาดเชิงนโยบาย

ทำงานได้ดีที่สุดเมื่อ



เกิดวิกฤตค่าเงิน



สงครามรุนแรง



ธนาคารออมทองพิมพ์เงินปริมาณมาก



## The Striker (กองหน้า): The AI Industrial Revolution (บทบาท: สร้างผลตอบแทนเติบโต / Growth Engine)

กองหน้าคือผู้ทำประตู และชัยชนะของพอร์ตการลงทุนขึ้นอยู่กับ “ความคมในแดนหน้า” อย่างแท้จริง ในปี 2026 เรา กำลังเห็นการหมุนเวียนเงินทุนระดับโลก (Global Rotation) จาก “Software AI” ไปสู่ “Physical AI” หรือโครงสร้างพื้นฐานที่จับต้องได้ ซึ่งเปรียบเสมือนกลยุทธ์ “Pick & Shovel Play” ในยุคตื่นทองของ AI

**Logic:** แม้เศรษฐกิจโลกอาจชะลอตัวลงเป็นระยะ แต่การลงทุนใน AI Infrastructure เป็นแนวโน้มระยะยาวที่ไม่สามารถหยุดได้ (Secular Trend) และเป็นแหล่งสร้าง Alpha หลักของพอร์ตในรอบนี้

### Key Components

- **Hardware – The Brain**

เน้นผู้ผลิตชิปขั้นสูง ทั้งกลุ่ม Foundry และ Memory Chip (HBM) ซึ่งเป็นหัวใจของการประมวลผล AI



**ES-GTECH**



**MEGA10AI-A**



- **Power & Utilities – The Food**

AI มีความต้องการพลังงานมหาศาล (Energy Hunger) เรามองบวกต่อโรงไฟฟ้า (เช่น Nuclear และ Gas) รวมถึงระบบสาธารณูปโภคที่ทำหน้าที่ป้อนพลังงานให้ Data Center

- **Materials – The Veins**

เรานิยามว่า “Copper is the New Oil” เพราะโครงข่ายไฟฟ้าและระบบส่งข้อมูลในยุค AI ต้องใช้ทองแดงในปริมาณมหาศาล หากไม่มีทองแดง โครงสร้าง AI ทั้งระบบไม่สามารถเกิดขึ้นได้



**LHNUKZ-A**



**DAOL-RARE**





**The Defender (กองหลัง): The Essential Resilience**  
(บทบาท: สร้างความปลอดภัยและเติบโตสวนทางเศรษฐกิจ / Safety & Resilience)

หน้าที่ของกองหลังไม่ใช่แค่การตั้งรับ แต่คือการทำให้พอร์ต “ไม่เสียประตู” (Winning by not losing) ในช่วงที่ตลาดผันผวน เราจึงเลือกลงทุนในอุตสาหกรรมที่มีความจำเป็นต่อการดำรงชีวิต (Non-cyclical) ซึ่งสามารถสร้างรายได้ และกระแสเงินสดได้ แม้เศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวหรือเข้าสู่ภาวะถดถอย

**Logic:** ในยามที่เศรษฐกิจผันผวน ผู้บริโภคอาจลดการใช้จ่ายสินค้าฟุ่มเฟือย แต่ไม่สามารถลดค่าใช้จ่ายด้านการรักษาพยาบาล หรือความมั่นคงของชาติได้

**Key Components**

**Recommend Fund**

• **Healthcare – The Structural Shield**

สังคมผู้สูงอายุ (Aging Society) และนวัตกรรมทางการแพทย์ โดยเฉพาะ Biotech และยา GLP-1 เป็น Mega Trend ระยะยาว ที่รายได้ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ

 **SCBGHCA**

 **TBIOTECH**



• **European Defense – The Geopolitical Hedge**

การเพิ่มงบประมาณด้านกลาโหมของกลุ่ม NATO กลายเป็น “ฐานใหม่ของการเติบโต” (Structural Growth) ในโลกที่ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ทวีความรุนแรง หุ่นกลุ่มความมั่นคงจึงทำหน้าที่เป็น เกราะป้องกัน (Hedge) ที่มีประสิทธิภาพ

 **DAOL-DEFENSE**

 **ASP-DEFENSE**





**The Midfielder (กองกลาง): The Income Sovereign**  
(บทบาท: สร้างกระแสเงินสดและคุมจังหวะเกม / Income & Consistency)

กองกลางคือหัวใจที่เชื่อมเกมรับและเกมรุก หน้าทีหลักไม่ใช่การทำประตู แต่คือการ **ส่งมอบกระแสเงินสด (Cash Flow) อย่างสม่ำเสมอ** เพื่อควบคุมจังหวะเกม ลดความผันผวน เราไม่แนะนำให้ถือเงินสด “Cash is Trash” แต่ให้ย้ายสภาพคล่องไปอยู่ในสินทรัพย์ที่สร้าง Yield ระดับ 4–6%

**Logic:** เน้นสินทรัพย์คุณภาพสูงที่จ่ายดอกเบี้ยหรือเงินปันผลสม่ำเสมอ เพื่อทำหน้าที่เป็น “กระสุนสำรอง” สำหรับการปรับพอร์ตในช่วงตลาดผันผวน

**Key Components**

**Recommend Fund**

• **Bonds – Investment Grade Only**

เน้นพันธบัตรเอกชนระดับ Investment Grade (IG) อายุ 3–5 ปี (The Belly of the Curve) เพื่อ ล็อกอัตราผลตอบแทน ในระดับที่เหมาะสม หลีกเลี่ยง High Yield / Junk Bonds เนื่องจากความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ (Default Risk)



**K-GDBONDUH**



**SCBGSIF**



• **Stocks – Anti-Involution Theme**

คัดเลือกหุ้นปันผลที่สะท้อนแนวคิด “Anti-Involution” คือ บริษัทที่เล็กแข่งขันด้วยการตัดราคา (Price War) และหันมาโฟกัสที่กำไร กระแสเงินสด และการคืนผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้น



**TISCODS**



**KFGDIV-A**





**The Goalkeeper (ผู้รักษาประตู): The Modern Store of Value**  
(บทบาท: ประกันความเสี่ยงจากวิกฤต / Insurance against Policy Error)

นี่คือ ตำแหน่งที่ “ขาดไม่ได้” ในพอร์ตปี 2026 หน้าหลักคือ ปกป้องพอร์ตจากความผิดพลาดเชิงนโยบาย (Policy Error) ของธนาคารกลาง และความเสี่ยงจากการด้อยค่าของสกุลเงิน (Currency Debasement) เราจัดโครงสร้างในรูปแบบ Barbell Strategy เพื่อผสมผสานสองสินทรัพย์

**Key Components**

**Recommend Fund**

• **Gold – The Shield (70%)**

ทำหน้าที่เป็นสินทรัพย์หลักเพื่อเป็นเกราะป้องกันหลักของพอร์ต (Structural Bull) ได้รับแรงหนุนจากการสะสมทองคำอย่างต่อเนื่องของธนาคารกลางทั่วโลก (Central Bank Put) ป้องกันความเสี่ยงจากสงคราม ภูมิรัฐศาสตร์ และปัญหานี้สาธารณะของสหรัฐฯ



**SCBGOLD**



**A-RING**

ชุดความมั่นคงจากเหมืองทอง



• **Bitcoin – The Sword (30%)**

ทำหน้าที่เป็น Liquidity Sponge ดูดซับสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงิน



**MBTCETF-UI**



**ASP-CRYPTO-UI**



# บทสรุปกลยุทธ์ และสัญญาณที่ต้องจับตา

## The 4 Players Summary



**Striker (AI Industrial Revolution)**  
ทำงานดีที่สุดในภาวะ Soft Landing, AI Boom



**Defender (Essential Resilience)**  
ทำงานดีที่สุดในภาวะ Recession, Geopolitics



**Midfield (Income Sovereign)**  
ทำงานดีที่สุดในภาวะดอกเบี้ยลง, ตลาด Sideways



**Goalkeeper (Modern Store of Value)**  
ทำงานดีที่สุดในภาวะวิกฤตค่าเงิน, Policy Error

## Risk Monitor (Invalidation Points)

**เงินเฟ้อ (CPI)**  
Core CPI MoM > 0.3%  
Fed จะลดดอกเบี้ยไม่ได้

**บอนด์ยีลด์ (Yield)**  
10Y Yield ทะลุ 4.5%  
Fiscal Stimulus แรงเกินไป

**เทคโนโลยี (AI)**  
Big Tech ประกาศ “ลด Capex”  
เริ่ม Physical AI จบ

**สงครามการค้า (Trade war)**  
Trump ขึ้นภาษีจีน > 60%  
กระทบกำไรมัธยัสถ์ส่งออกรุนแรง

# CHAPTER 4

IDEA ASSET ALLOCATION & COMMENTARY  
“พอร์ตการลงทุนแนะนำ”

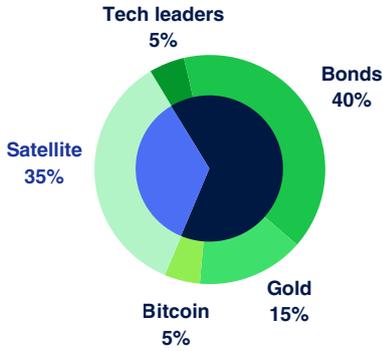
# CHAPTER 4

## กลยุทธ์การจัดพอร์ต ASSET ALLOCATION

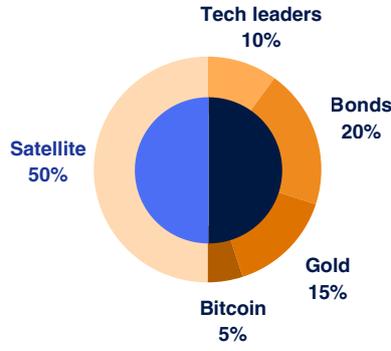
By Phillip Fund Analyst



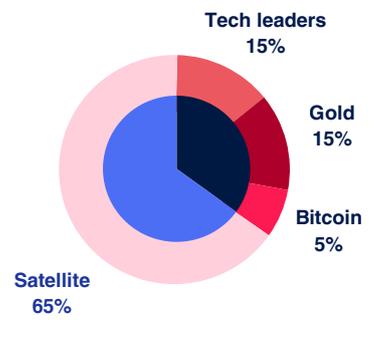
### สัดส่วนพอร์ตการลงทุนแนะนำ



Conservative Model



Balance Model



Aggressive Model

### กลยุทธ์พอร์ตการลงทุนแนะนำ

### Product Highlight

ASSET CLASSES	กลยุทธ์เชิงระมัดระวัง (CONSERVATIVE)			กลยุทธ์ปานกลาง (BALANCE)			Mutual Fund Name
	5.0%	40.0%	15.0%	10.0%	20.0%	15.0%	
CORE PORTFOLIO	TECH LEADERS	5.0%	15.0%	10.0%	15.0%	15.0%	ES-GTECH
	BONDS	40.0%	-	20.0%	-	-	K-GDBONDUH
	GOLD	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	SCBGOLD
	BITCOIN	5.0%	5	5.0%	5	5	MBTCETF-UI
SATELLITE PORTFOLIO	NUCLEAR POWER	5.0%	15.0%	10.0%	15.0%	15.0%	LHNUKZ-A
	HEALTH CARE	5.0%	15.0%	10.0%	15.0%	15.0%	SCBGHCA
	SECURITY & DEFENSE	5.0%	15.0%	10.0%	15.0%	15.0%	DAOL-DEFENSE
	HIGH DIVIDEND	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	TISCODS
	MONEY MARKET	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	SCBMONEY(A)
		Total : 65%	Total : 35%	Total : 50%	Total : 50%	Total : 65%	

\*\*หมายเหตุ : ข้อมูลนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ทั่วไป ผู้ใช้จึงต้องระมัดระวังด้วยวิจารณญาณและรับผิดชอบในความเสี่ยงด้วยตนเอง/กองทุนมีนโยบายป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างกัน (ทั้งหมด/บางส่วน/ไม่ได้ป้องกันความเสี่ยง) ตามที่กำหนดในหนังสือชี้ชวนของแต่ละกองทุน ดังนั้นผู้ลงทุนอาจขาดทุนหรือได้รับกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน/หรือได้รับเงินคืนต่ำกว่าเงินลงทุนเริ่มแรกได้/ผู้ลงทุนโปรดทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทน และความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุนอย่างรอบคอบ หรือติดต่อที่ปรึกษาทางการเงินของท่าน\*\*

# PORTFOLIO STRATEGY & ALLOCATION COMMENTARY Q1/2026

## FY2025 PERFORMANCE REVIEW

ภาพรวมผลการดำเนินงานของกลุ่มพอร์ตโฟลิโอในปี 2025 ปรับตัวต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐาน (Underperformance vs Benchmark) ปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อผลตอบแทนมาจาก 2 ส่วนสำคัญ ดังนี้:

- **Tactical Timing Mismatch (The Whipsaw Effect):** ปัจจัยกดดันหลักเกิดขึ้นในช่วงไตรมาส 1 ต่อเนื่องไตรมาส 2 ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูง การตัดสินใจลดน้ำหนักสินทรัพย์กลุ่ม High Beta (De-risking) ในช่วงที่ตลาดปรับฐานเพื่อจำกัดความเสี่ยงขาลง ส่งผลให้พอร์ตโฟลิโอมีระดับ Beta ต่ำกว่าตลาดในช่วงที่ดัชนีฟื้นตัวแบบ V-Shape ทำให้เกิด Opportunity Cost ในการจับจังหวะการกลับตัวของราคาสินทรัพย์
- **Currency Translation Impact:** แม้การคัดเลือกสินทรัพย์ในต่างประเทศ (Asset Selection) จะสร้างผลตอบแทนในสกุลเงินท้องถิ่นได้ดี แต่เมื่อแปลงค่ากลับเป็นสกุลเงินบาท (THB) ผลตอบแทนสุทธิลดลงจากทิศทางค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินหลัก

**Signs of Stabilization (Q4/2025):** สถานการณ์ของพอร์ตโฟลิโอเริ่มปรับตัวดีขึ้นในช่วงไตรมาส 4 จากการปรับกลยุทธ์กระจายการลงทุน (Diversification) ไปยังตลาดที่มีปัจจัยเฉพาะตัว (Idiosyncratic Drivers) เช่น ญี่ปุ่นและอินเดีย ซึ่งช่วยลดค่าความสัมพันธ์ (Correlation) ของพอร์ตโดยรวม และช่วยสร้างส่วนต่างผลตอบแทน (Alpha) ได้ในช่วงที่ตลาดหุ้นสหรัฐฯ พักตัว

Performance 2025	Return					Std Dev				
	1 MONTH	3 MONTH	6 MONTH	9 MONTH	12 MONTH	1 MONTH	3 MONTH	6 MONTH	9 MONTH	12 MONTH
CONSERVATIVE	3.00%	1.51%	6.04%	12.60%	2.95%	6.63%	13.68%	7.95%	7.82%	9.86%
BALANCE	-0.08%	0.19%	6.35%	17.92%	-0.24%	8.33%	9.79%	10.34%	10.00%	14.96%
AGGRESSIVE	-0.31%	0.61%	7.48%	20.74%	-3.02%	9.53%	13.00%	10.93%	10.87%	18.48%
MSCI ACWI	-1.22%	-0.74%	6.57%	22.25%	8.05%	11.00%	13.00%	11.34%	15.60%	17.40%

\*Time Period: 06/01/2025 to 31/12/2025

\*\*Currency: Baht

## Q1/2026 STRATEGIC OUTLOOK: FUNCTIONAL ROLE ALLOCATION

สำหรับกลยุทธ์ไตรมาส 1/2026 เราได้ปรับโครงสร้างการจัดสรรสินทรัพย์ (Strategic Asset Allocation) โดยเปลี่ยนจากกรอบ Asset Class เดิม มาเป็นการกำหนดตามบทบาทหน้าที่ (Functional Roles) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนควบคู่กับการบริหารสภาพคล่อง ดังนี้:

### A. CORE GROWTH ENGINES ("THE STRIKER")

**Focus on Structural Themes** ในส่วนของสินทรัพย์เสี่ยงที่เป็นตัวขับเคลื่อนผลตอบแทนหลัก เราเน้นการลงทุนใน 3 ตลาดที่มีปัจจัยพื้นฐานสนับสนุนชัดเจน:

- **United States:** เน้นกลุ่ม Technology และ AI Infrastructure ที่ยังมีการเติบโตของ EPS แข็งแกร่ง
- **Japan:** ได้รับอานิสงส์จากการปฏิรูปโครงสร้างบริษัท (Corporate Governance Reform)
- **India:** การเติบโตเชิงโครงสร้างจาก Demographics และการลงทุนภาครัฐ
- **Rationale:** กลุ่มนี้ถือเป็น Priority หลักในการเข้าลงทุนเพื่อสร้าง Capital Gain

### B. ALTERNATIVE STORE OF VALUE ("THE GOALKEEPER")

**Replacing Traditional Bonds** เราปรับลดน้ำหนักตราสารหนี้ (Fixed Income) ลงสู่ระดับ 0% เนื่องจากมองว่า Upside จำกัด ในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น/ทรงตัว และทดแทนด้วยสินทรัพย์ทางเลือก:

- **Allocation:** Gold (15%) และ Bitcoin (5%)
- **Rationale:** เพื่อทำหน้าที่เป็น Uncorrelated Assets ในการป้องกันความเสี่ยงระดับมหภาค และ Hedge ความผันผวนของค่าเงิน (Currency Debasement Hedge) ซึ่งในสภิตที่ย้อนหลังทำหน้าที่รักษามูลค่าได้ดีกว่าพันธบัตรในภาวะ Reflation

### C. TACTICAL LIQUIDITY MANAGEMENT ("THE MIDFIELDER")

**20% Reserve** กำหนดสัดส่วน 20% ของพอร์ตไว้ในรูปของ Money Market และ High Dividend Stocks เพื่อทำหน้าที่เป็น "สภาพคล่องเชิงรุก" (Active Liquidity)

- **Execution Strategy:** เงินส่วนนี้ไม่ได้ถูกสำรองไว้เพื่อรอจังหวะอย่างเดียว (Passive Waiting) แต่มีแผนการใช้สอยแบบ Buy on Dip
- **Hierarchy:** หากตลาดกลุ่ม Priority 1 (US/Japan/India) มีการปรับฐานทางเทคนิค สภาพคล่องส่วนนี้จะถูกแปลงไปเข้าซื้อสินทรัพย์ดังกล่าวทันทีเพื่อเฉลี่ยต้นทุนและเพิ่มโอกาสทำกำไรในขาขึ้น

**Conclusion** โครงสร้างพอร์ต Q1/2026 มุ่งเน้นความสมดุลระหว่างการเติบโต (Growth) และการบริหารความเสี่ยง (Risk Management) ผ่านการถือครองสินทรัพย์ทางเลือกและสภาพคล่องที่เพียงพอ โดยลดการพึ่งพิงการจับจังหวะตลาดระยะสั้น (Market Timing) แต่หันมาใช้ระบบการจัดสรรเงินลงทุนตามระดับ Valuation และปัจจัยพื้นฐานเป็นหลัก เพื่อแก้ไขปัญหาความผันผวนที่เกิดขึ้นในปีที่ผ่านมา

# CHAPTER 5

## SECTION: Q&A INVESTOR CONCERNS Q1/2026

## CHAPTER 5

SECTION: Q&A  
INVESTOR CONCERNS  
Q1/2026

## Part 1: Macro Debates

1. The "Sticky Inflation" Paradox *Sticky Inflation Paradox: เงินเฟ้อยังคงค้าง แต่ดอกเบี้ยต้องลดเพื่อกันเศรษฐกิจจะสะดุด*

**Q:** ในเมื่อเงินเฟ้อยังคงค้างอยู่ที่ระดับ 2.5–3.0% ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) การลดดอกเบี้ยจะเกิดขึ้นได้จริงหรือไม่ และการทำ Insurance Cut<sup>1</sup> ในภาวะที่เงินเฟ้อยังไม่จบ จะมีความเสี่ยงมากเกินไปหรือไม่?

**A:** Fed แทบไม่มีทางเลือกอื่น นอกจากต้อง “ยอมรับความเป็นจริง” (Forced Capitulation)

## Logic &amp; Trigger to Watch

**Logic:** สมการความเสี่ยงในปี 2026 ได้เปลี่ยนไปแล้ว โดย Fed ได้ปรับจุดโฟกัสจาก “สงครามต่อสู้กับเงินเฟ้อ” มาสู่ การปกป้อง “รักษาเสถียรภาพของตลาดแรงงาน” การคงดอกเบี้ยในระดับสูงเป็นเวลานานเกินไป (Over-tightening) เพื่อกดเงินเฟ้อที่เหลื่ออยู่อีกเพียงเล็กน้อย แต่แลกมาด้วย ความเสี่ยงที่ตลาดแรงงานจะเสียหาย ถือเป็นต้นทุนที่ Fed ไม่สามารถยอมรับได้ ดังนั้น การลดดอกเบี้ยในรอบนี้มีเป้าหมายเพื่อปรับ Real Rate ให้กลับสู่ระดับสมดุล (Normalization) ไม่ใช่เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

**Trigger to Watch:** หาก Core CPI ปรับเพิ่มขึ้นเกิน 0.3% MoM ติดต่อกัน จะเป็นสัญญาณเตือนว่า Fed อาจจำเป็นต้องชะลอหรือหยุดการลดดอกเบี้ย

<sup>1</sup>Insurance Cut: ลดดอกเบี้ยเชิงป้องกัน “ประกันความเสี่ยงเศรษฐกิจ” ไม่ใช่เพราะเข้าสู่ภาวะถดถอย

## 2. The Unemployment Scare

**Q:** ตัวเลขการว่างงานที่ปรับขึ้นและยืนเหนือระดับ 4.5% ต่อเนื่อง ตามสถิติของ Sahm Rule มักนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย อะไรทำให้มั่นใจว่ารอบนี้จะเพียง Soft Landing?

**A:** เพราะสาเหตุหลักหรือต้นตอของการว่างงานรอบนี้เกิดจาก “Efficiency Drive” ไม่ใช่การล่มสลายของอุปสงค์ (Demand Collapse)

## Logic &amp; Trigger to Watch

**Logic:** การเพิ่มขึ้นของอัตราการว่างงานในรอบนี้มีลักษณะเฉพาะ คือเกิดจากการปรับโครงสร้างเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ เช่น การลดขนาดภาครัฐ และการนำ AI มาแทนที่แรงงานทักษะต่ำ ไม่ได้เกิดจากการปิดกิจการหรือภาวะขาดทุนของภาคเอกชน เราจึงมองระดับการว่างงานราว 4.6% เป็น “New Normal” ที่เศรษฐกิจยังสามารถขยายตัวได้ (GDP 1.8–2.1%) เพียงแต่ไม่ร้อนแรงเหมือนในอดีต

**Efficiency Drive:** ลดต้นทุน ลดจำนวนพนักงาน ใช้เทคโนโลยีหรือ AI แทนแรงงาน—เพิ่มประสิทธิภาพ เพื่อปกป้องกำไรในช่วงเศรษฐกิจชะลอ

# SECTION: Q&A INVESTOR CONCERNS Q1/2026

## Part 1: Macro Debates

### 3. The Consumer Strength Illusion

**Q:** ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เริ่มหดตัว ขณะที่หนี้บัตรเครดิตเพิ่มสูงขึ้น สะท้อนว่าผู้บริโภคกำลังเข้าสู่ภาวะ ‘ถึงแตก’ หรือไม่?

**A:** ไม่ใช่ภาวะถึงแตก แต่เป็นภาวะ “Distorted Stagnation” หรือความชะงักงันที่ถูกบิดเบือน

#### Logic & Trigger to Watch

**Logic:** การชะลอตัวของการบริโภคในบางหมวด เช่น รถยนต์ ส่วนหนึ่งมาจากปัจจัยชั่วคราว เช่น การสิ้นสุดของมาตรการอุดหนุน (EV Rebates) สิ่งที่เกิดขึ้นจริงคือพฤติกรรม Trade-down ผู้บริโภคยังมีกำลังซื้อ แต่เลือกใช้จ่ายอย่างระมัดระวัง (Selective Spending) โดยหันไปเน้นความคุ้มค่า ไม่ใช่การหยุดใช้จ่ายเพราะวิกฤต

### 4. The Fiscal Gap Risk

**Q:** แนวคิดการส่งไม้ต่อจากนโยบายการเงินสู่นโยบายการคลัง (Fiscal Hand-off) ฟังดูสมบูรณ์แบบ แต่หากกฎหมายกระตุ้นเศรษฐกิจ เช่น BBB Act ออกมาล่าช้า เศรษฐกิจจะเผชิญภาวะสูญญากาศหรือไม่?

**A:** ในระยะสั้น ความล่าช้ากลับเป็น “ผลดี” มากกว่าผลเสีย เพราะช่วยกดดันให้ Fed ลดดอกเบี้ยได้ง่ายขึ้น

#### Logic & Trigger to Watch

**Logic:** ในช่วงครึ่งปีแรก รัฐบาลจะมุ่งเน้นการลดขนาดองค์กรและเพิ่มประสิทธิภาพ (Efficiency Drive) ซึ่งสร้างแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ (Disinflationary Pressure) ภาวะดังกล่าวช่วยเปิดทางให้ Fed สามารถลดดอกเบี้ยได้อย่างมั่นใจ (Dovish Path) ก่อนที่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ (Stimulus Boom) จะเข้ามาบีบหนักในช่วงครึ่งหลังของปี เพื่อพยุงการเติบโตระยะยาว

### 5. The Stagflation Ghost

**Q:** เศรษฐกิจเติบโตต่ำราว 1.8% ขณะที่เงินเฟ้อยังคงค้างอยู่ใกล้ 3.0% นี่คือนิยามของ Stagflation ที่ทำลายผลตอบแทนการลงทุนหรือไม่?

**A:** มีไม่ใช่ Stagflation แต่คือภาวะ “Cooling with Cracks” ซึ่งเป็นกระบวนการปรับสมดุลปกติ

#### Logic & Trigger to Watch

**Logic:** Stagflation หมายถึงเศรษฐกิจถดถอยพร้อมเงินเฟ้อพุ่งสูง แต่ภาพปี 2026 คือเศรษฐกิจยังคง “ขยายตัว” (Growth) เพียงแต่ชะลอลง ขณะที่เงินเฟ้อ “ทรงตัว” ในระดับที่ยังบริหารจัดการได้ (Manageable) トラบใดที่ GDP ยังไม่ติดลบ และเงินเฟ้อไม่กลับไปสู่ระดับ 5-6% ตลาดหุ้นยังสามารถสร้างผลตอบแทนได้จากการเติบโตของกำไรในกลุ่มที่มีศักยภาพเฉพาะตัว เช่น AI และ Healthcare

# SECTION: Q&A

## INVESTOR CONCERNS

### Q1/2026

## Part 2: Investment Strategy

### 1. The AI Bubble Fear

**Q:** เรากำลังอยู่ในฟองสบู่ AI หรือไม่ หลังจากหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีปรับตัวขึ้นแรงต่อเนื่องหลายปี?

**A:** เรามองว่านี่ไม่ใช่ฟองสบู่ (Bubble) แต่เป็น วัฏจักรการลงทุนรอบใหญ่ (Capex Supercycle) ที่ตลาดกำลังให้ค่าพรีเมียมกับผู้เล่นที่มีอำนาจหรือผูกขาด (Monopoly Premium)

#### Logic & Trigger to Watch

**Logic:** หากแยกโครงสร้าง Valuation ออกมาพิจารณา จะเห็นความแตกต่างจากยุค Dot-com ปี 2000 อย่างชัดเจนใน 2 ประเด็นหลัก

#### 1) The Winners vs. The Losers

##### • The Winners (สมเหตุสมผล):

- กลุ่ม Big Tech ที่มีงบดุลแข็งแกร่ง และพิสูจน์แล้วว่าสามารถเปลี่ยน AI เป็นกำไรได้จริง (Proven Monetization) Valuation ที่ดูดีถึงตัวไม่ใช่การปั่นราคา แต่คือ *Premium for Quality* ที่สะท้อนกระแสเงินสด (Free Cash Flow) จำนวนมหาศาล ซึ่งช่วยให้บริษัทสามารถทุ่มงบ Capex เพื่อสร้าง *Economic Moat* ที่คู่แข่งไล่ตามได้ยาก ราบใดที่กำไรยังเติบโตสอดคล้องกับราคา ความแพงนี้สะท้อนอำนาจการผูกขาดในระยะยาว

##### • The Losers (ตั้งตัวเกินไป):

- หุ้นที่ปรับขึ้นจากความคาดหวังหรือกระแส (Hype) แต่ยังไม่มีการชัดเจน กลุ่มนี้มี Valuation ตึงตัวเกินพื้นฐาน และมีความเสี่ยงสูงต่อการถูกปรับฐาน

#### 2) The “Scarcity” Floor – Physical AI

ฟองสบู่มักเกิดในภาวะอุปทานล้นเกิน (Oversupply) แต่ในโลกของ Physical AI เช่น โรงไฟฟ้า ทองแดง และชิป HBM เรากำลังเผชิญกับ ภาวะขาดแคลนเชิงโครงสร้าง (Structural Shortage) ซึ่งทำหน้าที่เป็น Valuation Floor ที่แข็งแกร่ง แรงขับเคลื่อนหลักมาจาก 2 ปัจจัย:

##### • Energy Hunger (Real Demand):

- AI ไม่ได้ลอยอยู่ในอากาศ แต่ต้องการพลังงานในระดับมหาศาล การสร้าง Data Center หนึ่งแห่งใช้ไฟฟ้าเทียบเท่าเมืองขนาดเล็ก ขณะที่ Supply ใหม่ไม่สามารถสร้างได้ทัน Demand นี้คืออุปสงค์จากการใช้งานจริง ไม่ใช่กระแสเกินกำไร

##### • Capex Arms Race (Earnings Visibility):

- การแข่งขันแย่งความเป็นผู้นำบีบให้ Big Tech ต้องลงทุน Capex อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้กลุ่ม “Pick and Shovel” เช่น ผู้ผลิตชิปและโรงไฟฟ้า มีรายได้ที่มองเห็นได้ชัดเจน ไม่ว่าผู้ชนะในสงครามซอฟต์แวร์จะเป็นใคร ทุกฝ่ายต้องพึ่งโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้เสมอ

**Trigger to Watch:** ความเสี่ยงเดียวของรอบนี้คือ Capex Capitulation หาก Big Tech เริ่มประกาศลดงบลงทุน AI หรือหันกลับอย่างจริงจัง จะถือเป็นสัญญาณว่าวัฏจักรการเติบโตสิ้นสุดลง และต้องปรับลดการลงทุนทันที นั่นคือวินาทีที่ต้องขายทุกราคา

# SECTION: Q&A INVESTOR CONCERNS Q1/2026

## Part 2: Investment Strategy

### 2. Physical AI – Priced In?

**Q:** ธีม Physical AI (โรงไฟฟ้า/ทองแดง) ดูสมเหตุสมผล แต่หุ้นกลุ่ม Utilities ปรับขึ้นมามากแล้ว เรากำลังไล่ราคา (Chasing High) ในสินทรัพย์ที่แพงเกินไปหรือไม่?

**A:** ราคาปรับขึ้นจริง แต่ยังไม่แพงเกินพื้นฐาน” เมื่อเทียบกับศักยภาพการเติบโตระยะยาว

#### Logic & Trigger to Watch

**Logic:** ตลาดเพิ่งเริ่มรับรู้ถึงภาวะ Energy Hunger ของ AI ซึ่งเป็นปัญหาภาวะขาดแคลนอุปทาน (Supply Shortage) เชิงโครงสร้าง ไม่ใช่ธีมระยะสั้น การสร้างโรงไฟฟ้าหรือเหมืองทองแดงใหม่ต้องใช้เวลาหลายปี ทำให้ผู้เล่นเดิมมีอำนาจกำหนดราคา (Pricing Power) Valuation ที่ดูดีในตัวในปัจจุบันจึงสอดคล้องกับแนวโน้มกำไรที่คาดว่าจะเติบโตแบบ S-Curve ในช่วง 3–5 ปีข้างหน้า

### 3. China – The Value Trap?

**Q:** ตลาดจีนถูกมองว่าราคาถูกมาตลอด 3 ปีแต่ไม่ฟื้นและผิดหวังซ้ำซาก ครั้งนี้จะไม่ใช่ ‘กับดักมูลค่า’ (Value Trap) อีกใช่หรือไม่?

**A:** เพราะรอบนี้เราไม่ได้พึ่งพา ‘นโยบายรัฐ’ แต่เติมพันกับ ‘การปรับตัวของภาคเอกชน’ (Self-Help)

#### Logic & Trigger to Watch

**Logic:** จุดเปลี่ยนในปี 2026 คือธีม Anti-Involution ภาคเอกชนจีนเริ่มยุติสงครามราคา และหันมาเน้นการรักษากำไร (Profit) การบริหารเงินสด (Cash Flow) และการคืนผลตอบแทนผ่านการซื้อหุ้นคืน (Buyback) คล้ายกับสิ่งที่เคยเกิดขึ้นในญี่ปุ่น เงินปันผลระดับ 6–7% จากหุ้น Tech ขนาดใหญ่และรัฐวิสาหกิจ (SOE) ทำหน้าที่เป็น “Floor” ที่รองรับราคาด้วยกระแสเงินสดจริง ไม่ใช่ความคาดหวังเชิงนโยบาย

**Trigger to Watch:** ความเสี่ยงหลักคือ Trade War Shock หากสหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้าจีนเกิน 60% แนะนำให้ชะลอการลงทุนทันที

# UNIVERSE

ข้อมูลข่าวสารการลงทุน  
BY PHILLIP FUND ANALYST

## INVESTMENT UPDATE & RECOMMENDED FUNDS



★★★★★ Quarter  
**Market Playbook 2025**  
มุมมองการลงทุนรายไตรมาส



★★★★★ Weekly  
**What? You Need to Know This Week**  
สรุปข้อมูลสำคัญ และมุมมองการลงทุน  
พร้อมกลยุทธ์และกองทุนแนะนำ



★★★★★ Weekly  
**Weekly Spotlight**  
ประเด็นเด่นน่าจับตาเพื่อนักลงทุน



★★★★★ Weekly  
**Pick Fund ประจำสัปดาห์**  
กองทุนแนะนำประจำสัปดาห์



★★★★★ Weekly  
**Term Fund**  
กองทุนเทอมฟันด์ เสนอขายประจำสัปดาห์



★★★★★ Quarter  
**FUND MENU**  
กองทุนแนะนำ (BEST IN CLASS)  
รายชื่อกองทุนแนะนำ ในแต่ละ  
Asset Class จากทีมนักวิเคราะห์



★★★★★ Daily  
**Morning Brief**  
โดยทีมนักวิเคราะห์ผ. พลัส  
ฉบับต่อ 5 ประเด็นสำคัญ  
ที่นักลงทุนควรทราบ

## ASSET ALLOCATION FOR PORTFOLIO



★★★★★ Quarter  
**Idea Asset Allocation**  
กลยุทธ์การจัดพอร์ต  
แบบ Asset Allocation



★★★★★ Quarter  
**สร้างพอร์ตการลงทุน  
CORE & SATELLITE**  
การพอร์ตผสมผสานระหว่างการลงทุน  
ในระยะยาว และการลงทุนตามสถานการณ์



★★★★★ Semi-annual  
**จัดพอร์ต TAX SAVING FUND**  
ด้วยกลยุทธ์การลงทุนตามช่วงอายุ  
การจัดพอร์ตตามช่วงอายุ ที่เน้นประโยชน์  
ด้านภาษีและสร้างเสถียรภาพทางการเงิน

## TECHNICAL & STATISTIC



★★★★★ Quarter  
**FUND BOOK ALL STAT**  
เจาะลึกรายละเอียดเชิงลึกของกองทุนแนะนำ  
เพื่อมุมมองประกอบในการตัดสินใจลงทุน



★★★★★ Weekly  
**Global Market valuation**  
ประเมินมูลค่าพื้นฐานตลาดหุ้น  
(P/E) (EPS) (EYG)



จัดลำดับจากความสำคัญของข้อมูล  
เพื่อการใช้งานในการแนะนำการลงทุน

คลิกที่ QR Code (.PDF) หรือสแกน ได้ที่ QR Code

## DISCLAIMER การเปิดเผยข้อมูลและคำสงวนสิทธิ์

การเผยแพร่รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย บริษัท หลักทรัพย์ ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) รายงานฉบับนี้ จัดทำและเผยแพร่เพื่อใช้เป็นข้อมูลอ้างอิงเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการลงทุน สถานะทางการเงิน และตามความต้องการเฉพาะเจาะจงใดๆ ของบุคคลใดบุคคลหนึ่งที่ได้รับรายงานฉบับนี้ นักลงทุนจึงควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาการลงทุนของท่าน เพื่อประกอบการตัดสินใจถึงความเหมาะสมในการเข้าลงทุน หรือกลยุทธ์การลงทุนใดๆ ที่กล่าวถึง หรือแนะนำในรายงานฉบับนี้ พึงตระหนักว่าคาดการณ์แนวโน้มในอนาคตอาจไม่เกิดขึ้นจริง รายงานฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาเพื่อใช้หรือถือเป็นการเสนอขายหรือชักจูงให้ทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ที่อ้างถึงในรายงานดังกล่าวไม่ว่าในกรณีใดๆ ก็ตาม ข้อมูลที่อ้างถึงในรายงานบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจได้มาจากบริการข้อมูลการซื้อขายและสถิติ และจากแหล่งข้อมูลอื่นๆ ซึ่งทางบริษัทฯ พิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือได้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ฟิลลิป (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) หรือบริษัทใดๆ ในกลุ่มบริษัทฯ/บริษัทในเครือไม่รับประกันความถูกต้องหรือความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ด้วยเหตุนี้จึงไม่ควรอ้างอิงข้อมูลดังกล่าว ทั้งนี้ความเห็น การคาดการณ์ สมมติฐาน ประเมินค่า และราคาต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้อาจอิงตามวันที่ระบุไว้ในรายงานดังกล่าวเท่านั้น และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

ทางบริษัทฯ ไม่อาจรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้ โดยผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยง และเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจึงควรขอคำแนะนำการลงทุนก่อนตัดสินใจลงทุน

Market Playbook 2026 | บทวิเคราะห์โดยทีม Phillip Fund Analyst

จัดทำเอกสารโดยทีม Coaching and Competency of Wealth Business

ออกแบบ/กราฟิกดีไซน์ : ชาญวิทย์ เรืองสง, ณพวุฒิ ปันแก้ว

ผู้ช่วยกราฟิกดีไซน์ : สิทธิพงศ์ วีระพลวุฒิกิจ

เรียบเรียง : ชาญวิทย์ เรืองสง, ณพวุฒิ ปันแก้ว

ควบคุมการจัดทำ : ชาญวิทย์ เรืองสง

ที่ปรึกษา : บดินทร์ภัทร์ หยิบมานนท์