

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

เราคาดว่าตลาดหุ้นจะเริ่มเผชิญแรงขายมากขึ้น หลัง Valuation ของหุ้นกลับมาอยู่ในระดับที่ดึงดูด โดย Forward PE ของดัชนี S&P 500 ปรับขึ้นมาสูงเกือบ 22 เท่า ขณะที่ทิศทางเศรษฐกิจโลกยังคงเปราะบางและมีแนวโน้มชะลอลงต่อเนื่อง

แนะนำให้นักลงทุนเริ่มทยอยลดน้ำหนักในกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ อาทิ กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) และมองการฟื้นตัวแรงของตลาดในรอบนี้เป็นโอกาสในการทยอยขายทำกำไรเพื่อบริหารความเสี่ยง

ด้านตราสารหนี้ ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีทรงตัวอยู่ที่ระดับ 4.5% พร้อมทั้งผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 2 ปี ที่ปรับสูงขึ้นมาเป็น 4.0% เรายังมองว่าเป็นระดับที่น่าสนใจในการทยอยลงทุน โดยให้น้ำหนักที่สูงกว่าในพันธบัตรระยะสั้น

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	11
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	16
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	22
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	23
• เศรษฐกิจยุโรป	29
• เศรษฐกิจจีน	34
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	39
• เศรษฐกิจไทย	43

ข้อมูล บทวิเคราะห์ และคำแนะนำ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์ และคำแนะนำทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

เรามองแนวโน้มตลาดหุ้นจะเริ่มชะลอตัว หลังฟื้นแรงกลับสู่ระดับก่อนวัน Liberation Day แล้ว จากบรรยากาศเชิงบวกที่เกิดขึ้นชั่วคราวจากความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนและสหราชอาณาจักร อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าตลาดจะเริ่มเผชิญแรงขายมากขึ้น หลัง Valuation ของหุ้นกลับมาอยู่ในระดับที่ตึงตัว โดย Forward PE ของดัชนี S&P 500 ปรับขึ้นมาสูงเกือบ 22 เท่า ขณะที่ทิศทางเศรษฐกิจโลกยังคงเปราะบาง และมีแนวโน้มชะลอต่อเนื่อง สะท้อนผ่านดัชนี Composite PMI ในหลายประเทศที่เริ่มอ่อนแรง อีกทั้งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่ปรับสูงขึ้นมาทรงตัวที่ระดับ 4.5% จะเป็นแรงกดดันเพิ่มเติมต่อ Valuation ของสินทรัพย์เสี่ยงในระยะข้างหน้า เราจึงแนะนำให้นักลงทุนเริ่มทยอยลดน้ำหนักในหุ้นกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ อาทิ กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) และมองการฟื้นตัวแรงของตลาดในรอบนี้เป็นโอกาสในการทยอยขายทำกำไรบางส่วนเพื่อบริหารความเสี่ยง

ขณะที่ด้านราคาน้ำมัน เราปรับลดคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงที่เหลือของปี จากปัจจัยหลัก 2 ประการ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงเชิงยุทธศาสตร์ของกลุ่มผู้ผลิตน้ำมัน OPEC ที่ยกเลิกกรอบนโยบายเดิมซึ่งมุ่งรักษาระดับราคาน้ำมันไว้ที่ 70-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และหันมาใช้นโยบายการผลิตน้ำมันเพื่อประโยชน์เชิงภูมิรัฐศาสตร์มากขึ้น ประกอบกับ Sentiment เชิงลบของตลาดการเงินต่อตลาดน้ำมัน ซึ่งถูกกดดันหนักกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นจากแนวโน้มสงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น ทำให้เรามองว่าศักยภาพการฟื้นตัวของราคาน้ำมันค่อนข้างจำกัดภายใต้สภาพแวดล้อมปัจจุบัน

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เราคาดว่าตลาดหุ้นจะเริ่มเผชิญแรงขายมากขึ้น หลัง Valuation ของหุ้นกลับมาอยู่ในระดับที่ตึงตัว โดย Forward PE ของดัชนี S&P 500 ปรับขึ้นมาสูงเกือบ 22 เท่า ขณะที่ทิศทางเศรษฐกิจโลกยังคงเปราะบางและมีแนวโน้มชะลอต่อเนื่อง
- แนะนำให้นักลงทุนเริ่มทยอยลดน้ำหนักในหุ้นกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ อาทิ กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) และมองการฟื้นตัวแรงของตลาดในรอบนี้เป็นโอกาสในการทยอยขายทำกำไรบางส่วนเพื่อบริหารความเสี่ยง
- สำหรับตราสารหนี้ ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีทรงตัวอยู่ที่ระดับ 4.5% พร้อมทั้งผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 2 ปี ที่ปรับสูงขึ้นมาเป็น 4.0% ตามที่เราเคยประเมินไว้ ซึ่งเรายังมองว่าเป็นระดับที่น่าสนใจในการทยอยลงทุน โดยให้น้ำหนักที่สูงกว่าในพันธบัตรระยะสั้น

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตลาดตราสารหนี้					
พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ					- เงินเพื่อที่หนีขึ้นจากกำแพงภาษีสินค้าเข้าทำให้ Yield ปรับลงได้ไม่มาก - เน้นลงทุนในพันธบัตรระยะสั้น ขณะที่พันธบัตรระยะยาวเข้าลงทุนเมื่อ Bond yield อยู่ที่ประมาณ 4.5% - คงคำแนะนำ Slightly Underweight พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว
ตราสารหนี้โลก					- คงคำแนะนำ Overweight การลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- พ้นขึ้นมาอยู่ในระดับค่อนข้างแพง ขณะที่ภาพเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงตั้งแต่ช่วงกลางปี - ปรับแนะนำเป็น Neutral และมองการปรับขึ้นอีกครั้งนี้เป็นโอกาสขายทำกำไร
ตลาดหุ้นเกิดใหม่ไม่รวมจีน					- เป็นกลุ่มประเทศที่พึ่งพาโลกาภิวัตน์ค่อนข้างสูง เศรษฐกิจจึงเปราะบางต่อความเสี่ยงการค้าโลกที่อาจมีเสถียรภาพและประสิทธิภาพต่ำลง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน					- Upside ในระยะข้างหน้าค่อนข้างจำกัด จากความเสี่ยงเป็นเป้าหมายหลักของสงครามการค้า - คาดตลาด Price-in มาตรการกระตุ้นการบริโภค และแผนขาดดุลการคลังที่สูงขึ้นแล้ว - คงคำแนะนำ Slightly Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- ได้เปรียบในฐานะพันธมิตรสำคัญของสหรัฐฯ ทั้งในด้านการค้าและความมั่นคง ยังต้องติดตามพัฒนาการเจรจาการค้า - มีปัจจัยบวกจากผลการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างที่สูงกว่า 5% ต่อเนื่องเป็นปีที่สอง ประกอบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่สูงขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป					- ECB คาดปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่อง ตามแนวโน้มความอ่อนแอของภาคเศรษฐกิจ - ตลาด Priced-in การปรับโครงสร้างงบประมาณการคลังครั้งใหญ่ของเยอรมนีไปมากแล้ว ขณะที่ประเทศอื่นในยุโรปไม่ได้มีทรัพยากรการคลังให้กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มได้อีกมาก - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นราย Sector / Style					
Financials					- ได้รับประโยชน์จากแผนการคลังของ Trump ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคล การผ่อนคลายกฎระเบียบ และมีความเสี่ยงต่ำจากการตอบโต้กลับของมาตรการทางการค้า - ได้ประโยชน์จากการเร่งตัวของเงินเฟ้อ - ผลกำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและสั้น (Yield curve steepening) - คงคำแนะนำ Overweight
Energy					- ราคาหุ้นมี Upside ค่อนข้างจำกัดตามคาดการณ์ราคาน้ำมันของเราที่ปรับลดลงมาเป็น 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล - ปรับคำแนะนำเป็น Neutral
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด จากแนวโน้มการเก็บสะสมทองคำเพิ่มขึ้นของธนาคารกลางหลายแห่ง อาทิ จีน อินเดีย ตุรกี และไทย - ปัจจัยเร่ง (Catalyst) ระยะสั้นลดลง หลังพัฒนาการสงครามการค้ามีแนวโน้มไปทางที่ผ่อนคลายมากขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน					- ปรับคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ลงมาเป็น 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล หลัง OPEC ปรับนโยบายการผลิตอย่างมีนัยสำคัญ - Downside ยังค่อนข้างจำกัด จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันมีโอกาสดีบได้ซ้ำ ซึ่งจะช่วยรักษาดุลน้ำมันโลกในปี 2025 ให้อยู่ใกล้เพียงระดับสมดุล - ปรับคำแนะนำเป็น Neutral

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,180	-0.5%	-1.3%	2.3%	-5.3%	-18.4%	-15.7%	-13.7%
Philippines PCOMP	6,385	-1.1%	-1.2%	3.5%	4.7%	-5.8%	-2.2%	-4.1%
Indonesia JCI	7,193	0.3%	1.2%	8.4%	5.7%	-0.0%	1.6%	-0.4%
Singapore STI	3,870	-0.1%	-0.7%	1.0%	-1.5%	3.3%	2.2%	16.5%
Malaysia KLCI	1,534	-1.2%	-2.4%	2.2%	-3.6%	-3.5%	-6.6%	-5.8%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	23,569	-1.2%	1.0%	6.8%	0.4%	22.6%	17.5%	24.9%
China H HSCEI	8,574	-1.2%	1.2%	5.6%	-1.1%	24.5%	17.6%	27.9%
MSCI China	75	-1.0%	0.7%	6.4%	-1.4%	19.6%	16.0%	20.8%
China CSI300	3,889	-0.1%	0.0%	2.7%	-2.2%	0.6%	-1.2%	6.8%
Taiwan TWSE	21,652	-0.6%	-0.9%	10.3%	-8.8%	-5.5%	-6.0%	0.2%
Korea KOSPI	2,593	-1.2%	-1.3%	2.7%	-2.3%	3.7%	8.1%	-4.7%
MSCI Korea	758	-1.3%	-1.7%	1.6%	-4.5%	0.4%	5.7%	-11.1%
India SENSEX	81,770	-0.8%	-0.7%	2.1%	8.6%	3.4%	4.6%	8.4%
MSCI India	2,900	-0.7%	-1.4%	1.3%	8.4%	1.9%	2.0%	4.3%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,361	-0.5%	0.2%	5.6%	0.8%	-0.4%	2.5%	7.0%
Japan TOPIX	2,736	-0.6%	-0.2%	5.9%	-0.0%	1.4%	-1.8%	-0.7%
Japan Nikkei 225	37,134	-0.8%	-1.6%	6.5%	-4.2%	-3.0%	-6.9%	-5.0%
Europe STOXX600	550	-0.6%	0.6%	6.5%	-0.6%	8.2%	8.4%	5.5%
Euro STOXX50	5,424	-0.5%	0.2%	6.4%	-0.9%	13.3%	10.8%	7.7%
US Dow Jones	41,859	-0.0%	-1.1%	5.7%	-3.6%	-5.5%	-1.6%	7.2%
US S&P500	5,842	-0.0%	-1.3%	8.7%	-2.8%	-2.1%	-0.7%	10.9%
MSCI US REITs	1,259	-0.3%	-2.3%	0.6%	-5.9%	-9.9%	-3.6%	7.2%
J-REITs	1,718	0.1%	-0.9%	-0.1%	2.1%	2.2%	3.9%	-2.6%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,739	-0.5%	1.2%	4.0%	0.9%	5.8%	6.9%	4.8%
Germany DAX	23,999	-0.5%	1.3%	9.3%	7.7%	24.2%	20.5%	28.4%
France CAC 40	7,864	-0.6%	0.1%	5.1%	-3.6%	8.4%	6.6%	-2.9%
Switzerland SMI	12,270	-0.9%	0.3%	3.9%	-5.2%	4.7%	5.8%	2.5%
Portugal PSI 20	7,376	0.2%	2.6%	7.9%	9.9%	15.1%	15.7%	6.5%
Spain IBEX 35	14,273	-0.2%	2.5%	8.1%	10.2%	22.4%	23.1%	26.2%
Italy FTSE MIB	40,257	-0.7%	-0.4%	10.4%	4.8%	20.2%	17.8%	16.8%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	137,273	-0.4%	-1.5%	3.8%	8.0%	6.3%	14.1%	10.1%
Chile IPSA	8,368	-0.6%	-1.2%	5.6%	14.4%	27.5%	24.7%	23.4%
Mexico MEXBO	57,895	-1.1%	-0.1%	3.8%	7.7%	14.8%	16.9%	3.5%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	611	-0.9%	-0.5%	6.9%	1.5%	5.8%	7.3%	7.7%
MSCI Latin America	2,245	-0.5%	-1.3%	4.3%	8.3%	7.8%	21.2%	-7.2%
MSCI All Country World	871	-0.3%	-1.1%	7.8%	-0.4%	2.0%	3.5%	10.4%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	60.80	-0.6%	-2.7%	-2.4%	-13.6%	-14.7%	-15.2%	-20.9%
Brent Spot	64.04	-0.7%	-2.1%	-3.1%	-14.0%	-14.8%	-14.2%	-21.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.24	-0.10	0.32	-0.61	-0.79	-0.69	0.32	-1.25
Gold Spot	3325.56	-0.0%	3.8%	0.9%	13.0%	26.5%	26.7%	42.1%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2734.18	0.1%	-0.6%	-1.7%	3.2%	5.8%	6.1%	8.7%
Bloomberg Agri Subindex	57.63	-0.4%	1.9%	-1.3%	-5.8%	2.2%	1.1%	-6.9%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	350.17	0.0%	-0.1%	-0.1%	3.1%	5.6%	3.4%	11.0%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	226.16	0.0%	-0.0%	-0.0%	1.3%	1.8%	1.5%	3.7%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	330.00	0.0%	-0.2%	-0.1%	2.3%	3.2%	2.6%	6.0%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	451.33	0.0%	-0.2%	0.2%	3.6%	5.0%	3.8%	9.5%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	280.13	0.0%	-0.1%	-0.0%	2.1%	3.0%	2.3%	5.7%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.56	-0	-0	-9	-50	-57	-42	-75
2Y	1.61	0	4	8	-42	-45	-41	-78
5Y	1.68	0	3	4	-42	-53	-41	-87
10Y	1.89	1	0	-1	-40	-56	-42	-95
Spread 10Y-2Y	28	0	-3	-9	3	-11	-1	-16
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.53	-7	5	15	10	13	-4	5
Japan 10Y	1.55	5	9	21	12	46	45	55
UK 10Y	4.75	-1	9	21	18	37	18	52
German 10Y	2.62	-0	3	12	15	38	25	2
Spain 10Y	3.24	-0	2	7	14	26	18	-12
Italy 10Y	3.63	1	3	-0	7	13	11	-26
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	20.28	-0.6	2.5	-8.2	2.1	5.0	2.9	7.5
Dollar index	99.62	0.4%	-1.5%	-0.2%	-6.6%	-7.4%	-8.2%	-5.2%
USD/THB	32.64	0.5%	-2.2%	-2.6%	-2.6%	-5.9%	-5.0%	-10.8%
EUR/USD	1.13	-0.6%	1.3%	-0.2%	8.0%	7.9%	9.3%	4.6%
GBP/USD	1.34	-0.2%	1.2%	1.4%	6.4%	7.1%	7.4%	5.8%
USD/JPY	143.48	0.3%	-1.5%	0.3%	-4.1%	-7.0%	-8.8%	-8.6%
USD/CNY	7.20	0.1%	-0.2%	-1.2%	-0.6%	-0.6%	-1.3%	-0.6%
USD/CNH	7.20	0.0%	-0.2%	-1.1%	-0.7%	-0.7%	-1.8%	-0.8%
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)					As of	5/23/2025		

ตลาดหุ้น



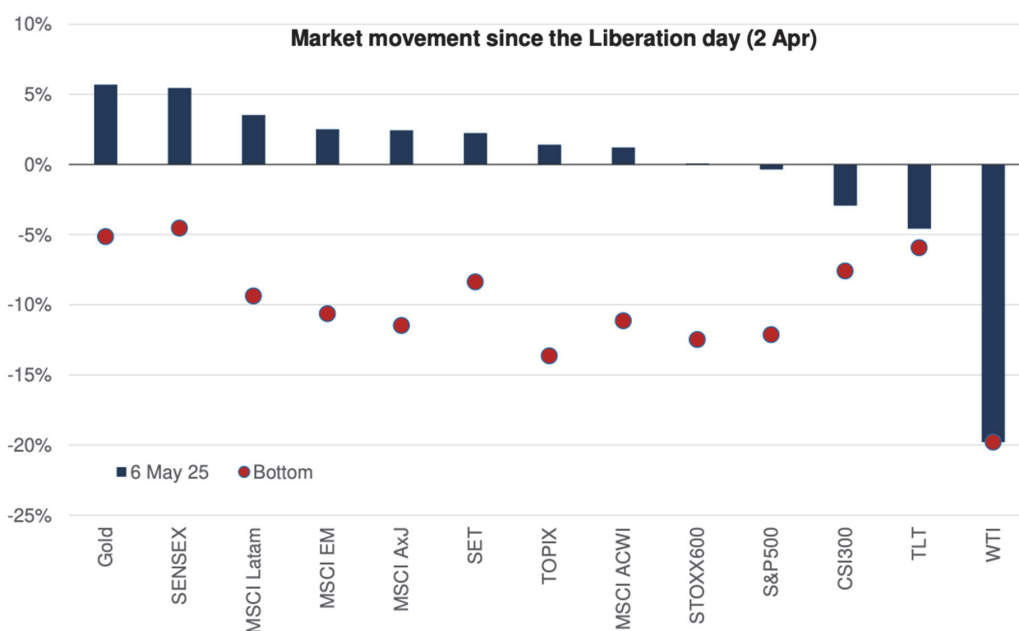
เรามองแนวโน้มตลาดหุ้นจะเริ่มชะลอตัว หลังฟื้นแรงกลับสู่ระดับก่อนวัน Liberation Day แล้ว จากบรรยากาศเชิงบวกที่เกิดขึ้นชั่วคราวจากความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนและสหราชอาณาจักร อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าตลาดจะเริ่มเผชิญแรงขายมากขึ้น หลัง Valuation ของหุ้นกลับมาอยู่ในระดับที่ตึงตัว โดย Forward PE ของดัชนี S&P 500 ปรับขึ้นมาสูงเกือบ 22 เท่า ขณะที่ทิศทางเศรษฐกิจโลกยังคงเปราะบางและมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง สะท้อนผ่านดัชนี Composite PMI ในหลายประเทศที่เริ่มอ่อนแอ อีกทั้งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่ปรับสูงขึ้นมาแรงตัวที่ระดับ 4.5% จะเป็นแรงกดดันเพิ่มเติมต่อ Valuation ของสินทรัพย์เสี่ยงในระยะข้างหน้า เราจึงแนะนำให้นักลงทุนเริ่มทยอยลดน้ำหนักในหุ้นกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจ อาทิ กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) และมองการฟื้นตัวแรงของตลาดในรอบนี้เป็นโอกาสในการทยอยขายทำกำไรบางส่วนเพื่อบริหารความเสี่ยง

ตลาดหุ้นฟื้นตัวขึ้นมาอย่างประหลาดจาก Valuation ที่แพงขึ้น ขณะที่คาดการณ์กำไรถูกปรับลดลง

เรามองว่าการฟื้นตัวของตลาดหุ้นในช่วงเดือนที่ผ่านมาเกิดขึ้นบนฐานที่ค่อนข้างประหลาด โดยเฉพาะในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งปรับเพิ่มขึ้นผ่านการขยายตัวของ Valuation สวนทางกับประมาณการกำไร (Earnings) ของบริษัทจดทะเบียนที่ถูกปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ ค่า P/E ของดัชนี S&P 500 ปรับขึ้นมาใกล้ระดับ 22 เท่า ใกล้เคียงกับช่วงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ อยู่ในภาวะร้อนแรง (Overheat) ที่ GDP ขยายตัวในอัตราสูงกว่า 2-3% ต่อปี

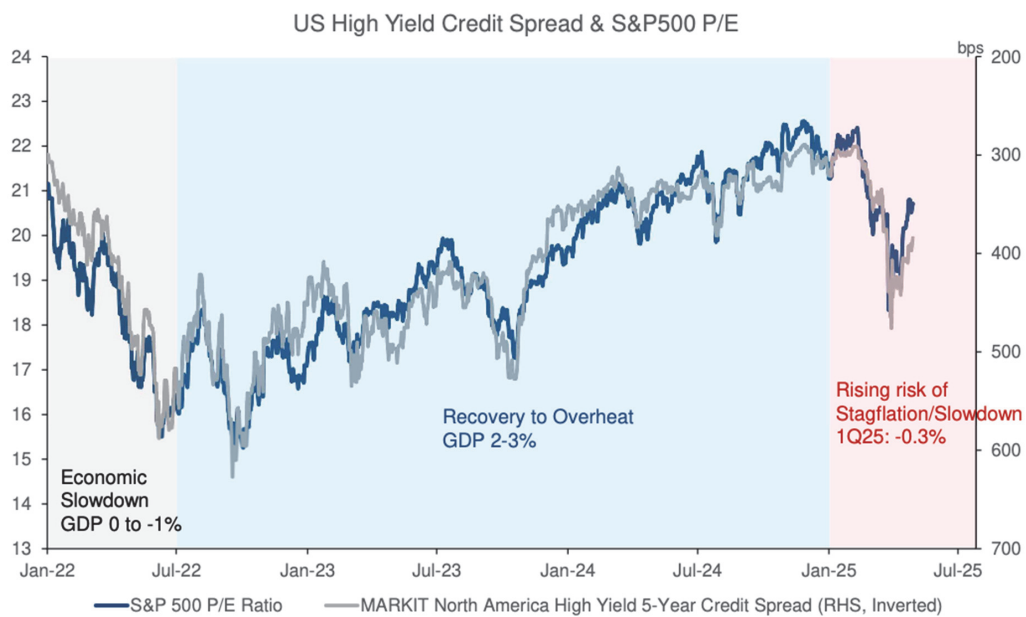
ในบริบทปัจจุบัน เรามองว่า Valuation ดังกล่าวเริ่มแพงเกินไป เมื่อเทียบกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัวตั้งแต่ช่วงกลางปี จากความระมัดระวังในการใช้จ่ายของครัวเรือนและการชะลอลงของการลงทุนภาคเอกชน สาเหตุหลักจากความไม่แน่นอนของผลกระทบจากสงครามการค้าที่มีแนวโน้มยืดเยื้อ โดยแม้การเจรจาระหว่างสหรัฐฯ กับสหราชอาณาจักรจะมีพัฒนาการที่ดี ทว่าก็อาจจะเป็นเพราะสหรัฐฯ เกินดุลการค้ากับสหราชอาณาจักรอยู่แล้ว ขณะที่การเจรจากับประเทศอื่นยังเผชิญความไม่ราบรื่น

แผนภาพที่ 1: ดัชนีหุ้นหลายประเทศฟื้นตัวขึ้นมามากกว่าวัน Liberation Day เมื่อ 2 เม.ย. แล้ว



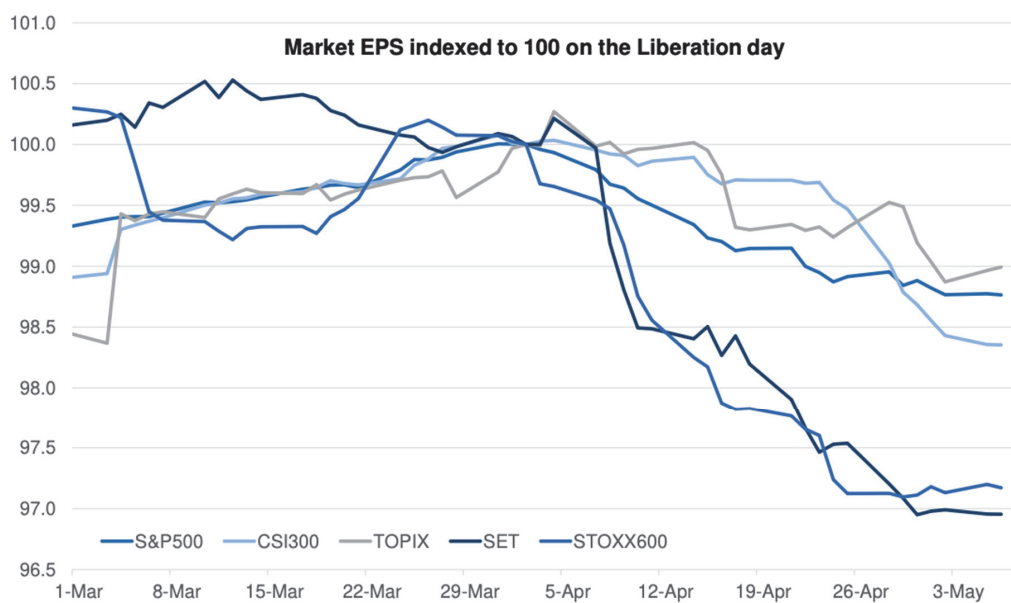
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 2: เรามองการปรับตัวของราคาหุ้นครั้งนี้ค่อนข้างประหลาด เนื่องจากเป็นการปรับเพิ่มขึ้นจาก Valuation เป็นหลัก ทำให้หุ้นมีมูลค่าแพงขึ้น...



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: ...ขณะที่คาดการณ์กำไรกลับถูกปรับลดลงต่อเนื่อง ผลจากคาดการณ์เศรษฐกิจโลกที่มีแนวโน้มชะลอตัว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

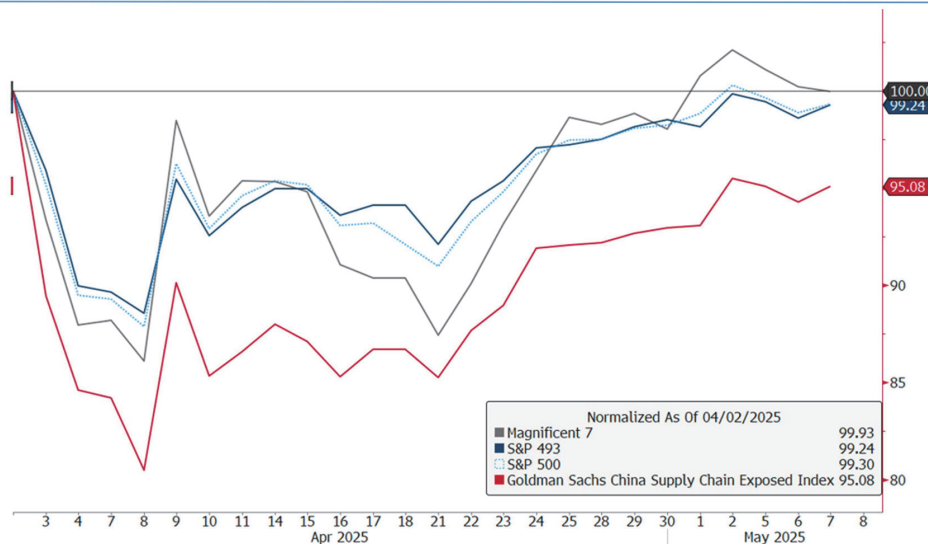
หุ้นสินค้าฟุ่มเฟือยเผชิญแรงกดดันทั้งจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อ่อนแรง และความผันผวนของสถานการณ์สงครามการค้า

เมื่อพิจารณาการเคลื่อนไหวของดัชนีหุ้นในช่วงที่ผ่านมา พบว่าการปรับตัวลงอย่างรุนแรงจาก Sentiment เชิงลบในตลาด ไม่ได้เกิดขึ้นอย่างเท่าเทียมกัน โดยดัชนี China Supply Chain-Exposed Index ซึ่งจัดทำโดย Goldman Sachs ซึ่งประกอบด้วยกลุ่มบริษัทที่มีห่วงโซ่อุปทานในจีนอย่างมีนัยสำคัญ ถูกกดดันหนักกว่าตลาดโดยรวมทั้งในช่วง Sell-off และยังฟื้นตัวได้ช้ากว่ากลุ่มอื่นพอสมควร

ภายในดัชนี China Supply Chain-Exposed ประกอบด้วยหลายบริษัทในกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) ตั้งแต่ผู้ผลิตรถยนต์ ไปจนถึงแบรนด์ของเล่น รองเท้า และของสวมใส่อื่น ๆ ที่พึ่งพาการผลิตในจีนเพื่อส่งออกมายังสหรัฐฯ ซึ่งเรามองว่าบริษัทเหล่านี้เผชิญความเสี่ยงซ้อนทั้งจากแนวโน้มสงครามการค้าที่อาจยืดเยื้อที่จะกระทบต่อห่วงโซ่อุปทาน และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่อ่อนไหวต่อวัฏจักรเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่อ่อนแรงลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้หุ้นกลุ่มดังกล่าวมีแนวโน้มเผชิญแรงกดดันมากเป็นพิเศษในช่วงถัดไป ทั้งจากฝั่งอุปสงค์ที่ชะลอตัวและความไม่แน่นอนของสภาพแวดล้อมทางการค้าโลก 🌐

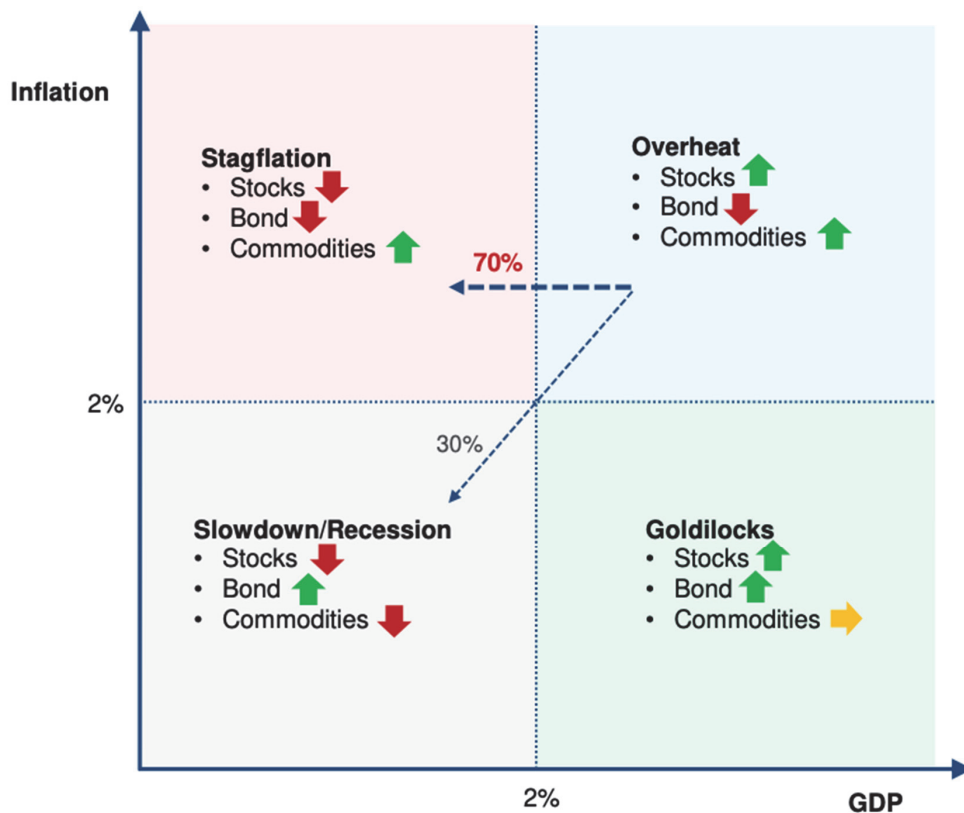
แผนภาพที่ 4: กลุ่มบริษัทที่มีห่วงโซ่อุปทานในจีนอย่างมีนัยสำคัญ ถูกกดดันหนักกว่าตลาดโดยรวมทั้งในช่วง Sell-off และยังฟื้นตัวได้ช้ากว่ากลุ่มอื่นพอสมควร

China-exposed supply chain index includes several consumer discretionary firms, such as automakers (Ford, GM), wearables (Nike, VF Corp, Skechers), and toy manufacturers like Mattel



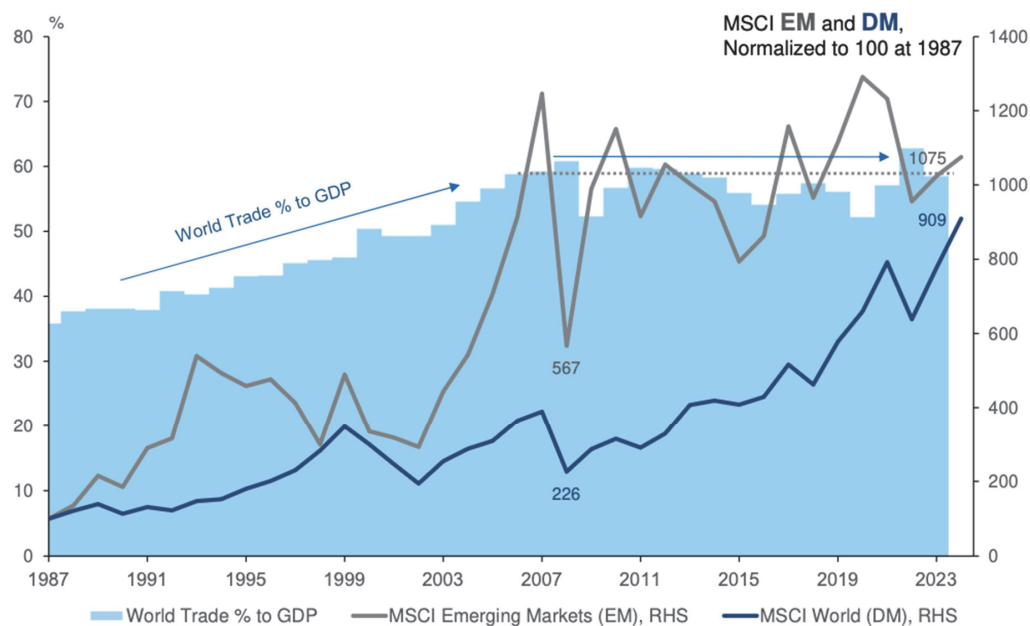
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: ความเป็นไปได้ของภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวควบคู่กับเงินเฟ้อที่ยังทรงตัวในระดับสูง (Stagflation) สำหรับสหรัฐฯ ในปีนี้เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเป็นปัจจัยกดดันต่อทั้งตลาดหุ้นและพันธบัตรระยะยาว



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 6: เราคาดว่าตลาดหุ้นกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets) มีความปลอดภัยสูงกว่ากลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ท่ามกลางกระแสต่อต้านโลกาภิวัตน์ที่เพิ่มสูงขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 4.5% พร้อมทั้งผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 2 ปี ที่ปรับสูงขึ้นมาเป็น 4.0% ตามที่เราเคยประเมินไว้ ซึ่งเรายังมองว่าเป็นระดับที่น่าสนใจในการทยอยลงทุน โดยให้น้ำหนักที่สูงกว่าในพันธบัตรระยะสั้น และยังแนะนำให้นักลงทุนใช้ความระมัดระวังในการลงทุนในพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ โดยเรามองว่าคาดการณ์เงินเฟ้อที่ปรับสูงขึ้นทำให้ Fed ต้องมีความระมัดระวังมากขึ้นในการตัดสินใจ ยังเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ Bond yield ของสหรัฐฯ ปรับลดลงได้ไม่มาก เราจึงยังให้น้ำหนักกับการลงทุนในตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) มากกว่า โดยมองว่าเป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยงที่ต่ำกว่าในกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าค่าหรือความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) เพิ่มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

เราประเมินว่า Bond yield ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ในจุดที่ค่อนข้างสมดุลแล้ว

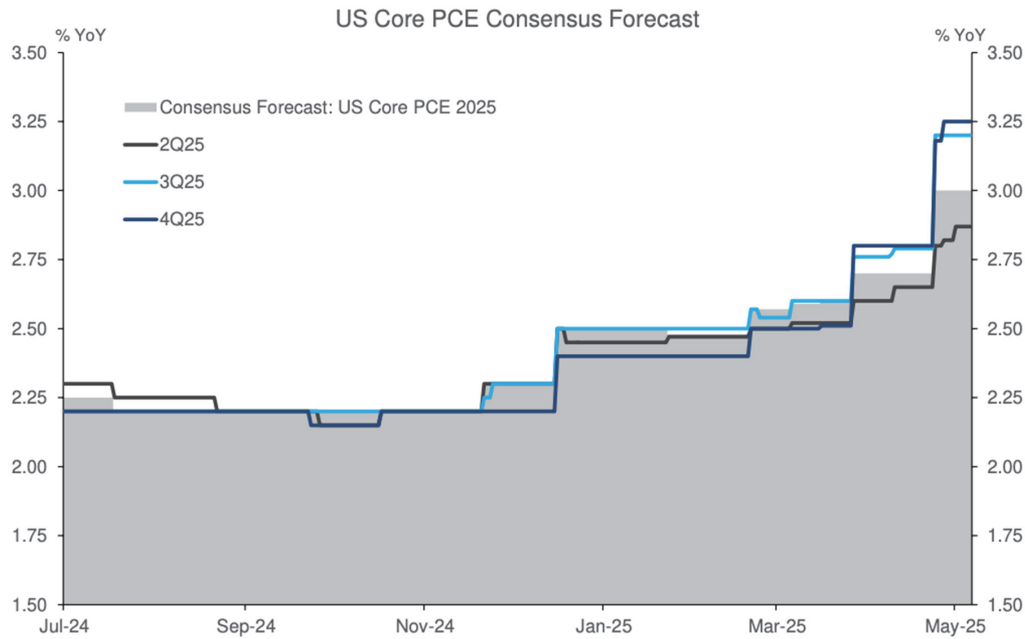
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีปรับขึ้นมาทรงตัวใกล้ระดับ 4.5% ตามที่เราประเมินไว้ พร้อมกับตลาดหุ้นที่ฟื้นตัวขึ้นมาตามความคาดหวังเศรษฐกิจที่ดีขึ้น จากพัฒนาการเชิงบวกของการเจรจาข้อตกลงการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับสหราชอาณาจักร และจีน ส่งผลให้ตลาดเริ่มกลับมาให้น้ำหนักกับแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Growth) ในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์อีกครั้ง

อย่างไรก็ดี ทิศทางการเจรจาที่ยังสะท้อน “อัตราขั้นต่ำ” (Floor tariff rate) ของภาษีศุลกากรที่อาจยากจะต่ำกว่าระดับ 10% ซึ่งเป็นอัตราที่แม้แต่สหราชอาณาจักรซึ่งเป็นพันธมิตรใกล้ชิด และเป็นหนึ่งในไม่กี่ประเทศที่ขาดดุลการค้ากับสหรัฐฯ ยังต้องเผชิญ ขณะที่จีนไม่ได้รับการผ่อนปรนชั่วคราว ลดภาษีนำเข้า

ลงจาก 145% มาเป็น 30% จนกว่าจะเจรจาทางออกสุดท้ายกันได้ ก็ยังถือว่าเป็นอัตราภาษีนำเข้าที่สูงอย่างมาก ทำให้ความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อจากฝั่งต้นทุนยังคงอยู่ในระดับที่ตลาดต้องจับตา

ด้วยบริบทดังกล่าว ทำให้กรรมการ Fed หลายคนแสดงจุดยืนระมัดระวัง และต้องปรับจุดยืนเข้มงวด (Hawkish) มากขึ้นเพื่อควบคุมคาดการณ์เงินเฟ้อ ล่าสุดตลาด Fed Funds Futures จึงปรับน้ำหนักการลดดอกเบี้ยในปีหน้าเหลือเพียง 2 ครั้ง (-50 bps) และเลื่อนคาดการณ์การลดอัตราดอกเบี้ยรอบถัดไปออกไปเป็นเดือน ก.ย. ส่งผลให้ Bond yield ทั้งระยะสั้นและระยะยาวปรับขึ้นกลับเข้าสู่ระดับที่เราประเมินว่าค่อนข้างสมดุลมากขึ้น (4.0% สำหรับพันธบัตรอายุ 2 ปี และ 4.5% สำหรับพันธบัตรอายุ 10 ปี) และเป็นจังหวะที่เหมาะสมในการทยอยลงทุน โดยเรายังให้น้ำหนักกับพันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก

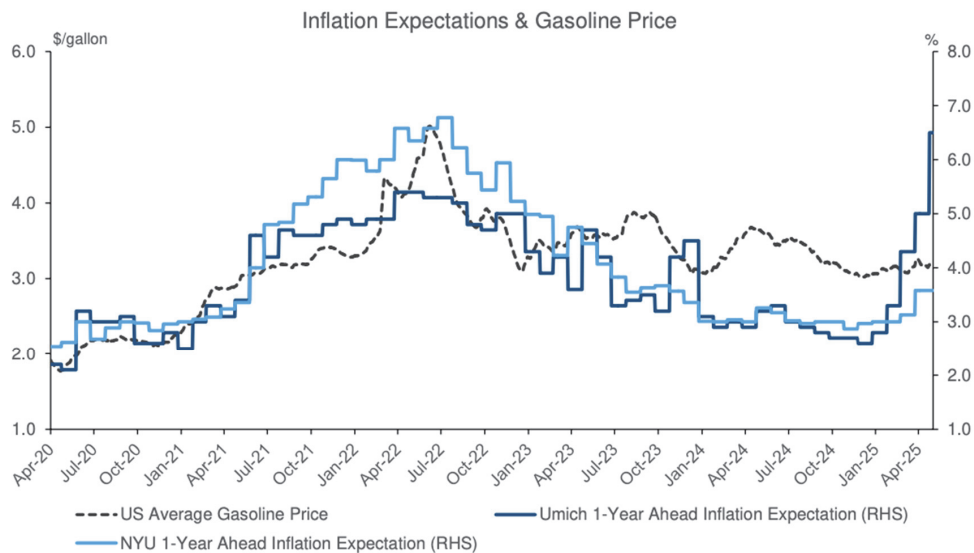
แผนภาพที่ 7: นักเศรษฐศาสตร์ปรับคาดการณ์เงินเฟ้อสหรัฐ (Core PCE) สำหรับปี 2025 ขึ้นมาอยู่ที่ 3.0% แล้ว



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

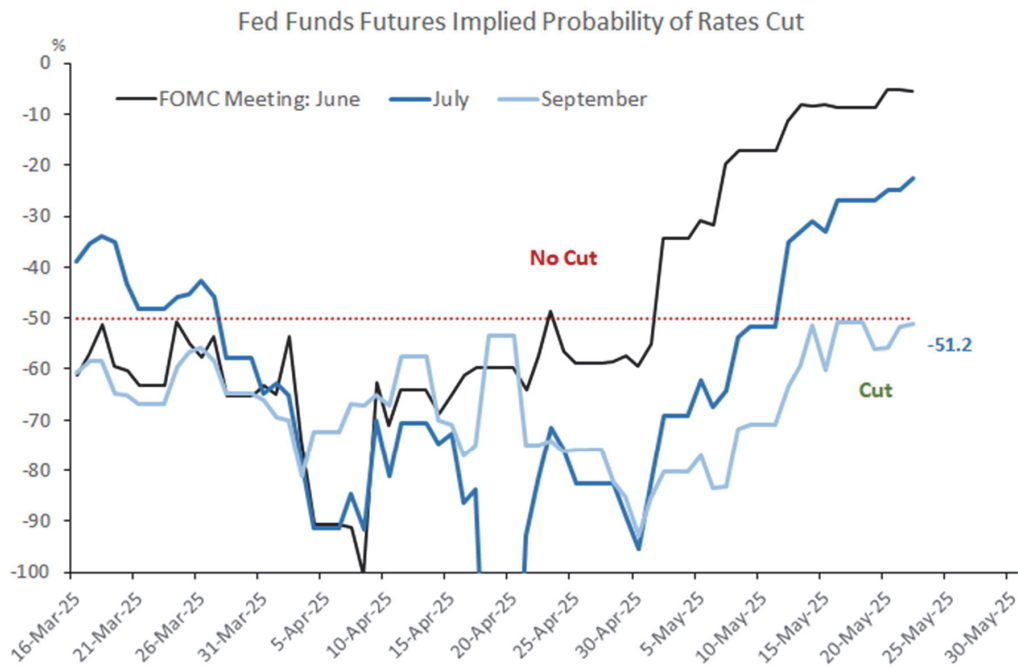
แผนภาพที่ 8: นโยบายการเงินค้ำหนุนให้คาดการณ์เงินเฟ้อสำหรับประชาชนพุ่งสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Survey-based inflation expectations have started to rise materially, even in the absence of a spike in gas prices — a typical trigger for inflation fears



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: ตลาด Fed Funds Futures ปรับคาดการณ์ Fed ลดดอกเบี้ยครั้งต่อไปอยู่ที่เดือน ก.ย. และมีโอกาสที่จะขยับไกลออกไปอีก



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

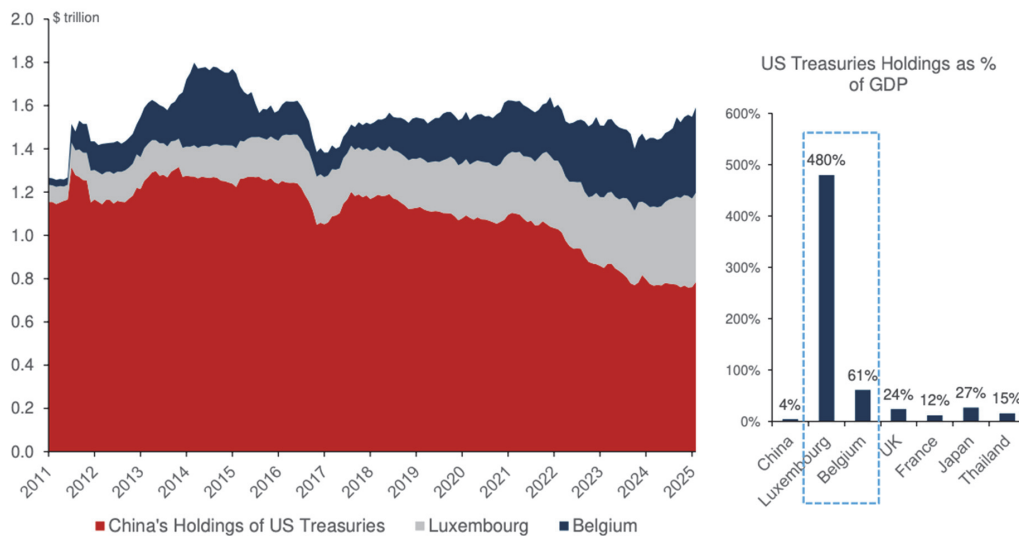
การปรับลดอันดับเครดิตของสหรัฐฯ แม้สร้างแรงกดดันต่อ Sentiment ทว่าคาดการณ์ผลกระทบจำกัด

เมื่อกลางเดือน พ.ค. ที่ผ่านมามี Moody's ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของรัฐบาลสหรัฐฯ จากระดับสูงสุด Aaa สู่ Aa1 (เทียบเท่า AA+) ทำให้ทั้งสามสำนักจัดอันดับชั้นนำของโลก ได้แก่ S&P, Fitch และ Moody's ต่างลดอันดับเครดิตของสหรัฐฯ ลงจากระดับสูงสุดทั้งหมดแล้ว โดยการปรับลดอันดับเครดิตรอบนี้ คาดว่าสาเหตุหลักมาจากข้อเสนอของคณะกรรมการ Ways & Means ที่เสนอแผนลดภาษีเพิ่มเติมทั้งในภาคครัวเรือนและภาคธุรกิจ เช่น การต่ออายุมาตรการลดภาษีบุคคลธรรมดา การยกเลิกภาษีทิปและโอที และสิทธิประโยชน์ด้านภาษีนิติบุคคล ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้สหรัฐฯ ขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นราว 3.8 ล้านล้านดอลลาร์ในช่วงปี 2025-2034

อย่างไรก็ดี สำหรับผลกระทบต่อตลาดการเงิน เราประเมินว่าแรงสะท้อนในระยะสั้นจะอยู่ในกรอบจำกัด แตกต่างจากครั้งที่ S&P ปรับลดเครดิตเป็นเจ้าแรกในปี 2011 ที่ก่อให้เกิดความแตกตื่นขึ้นเป็นวงกว้าง จากความกังวลว่าการถูกลดอันดับเครดิตจะส่งผลให้พันธบัตรสหรัฐฯ ขาดคุณสมบัติในการเป็นสินทรัพย์ค่าประกันตามเงื่อนไขในสัญญาทางการเงินหลายประเภท อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันข้อกำหนดเหล่านั้นได้ถูกปรับให้ยืดหยุ่นตามสถานะ “พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ” แทนการอ้างอิงอันดับเครดิตโดยตรง ทำให้ในปี 2023 ที่ Fitch ปรับลดอันดับเครดิตสหรัฐฯ ลงอีกครั้ง ส่งผลให้เรตติ้งสหรัฐฯ ลดลงจาก “Split AAA” เป็น “Split AA+” ไม่ได้ก่อให้เกิดความตื่นตระหนกเหมือนในอดีต

แผนภาพที่ 10: จีนถูกตั้งข้อสันนิษฐานว่าลดการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ โดยตรง และหันไปถือผ่านตัวแทนอย่างเบลเยียมและลักเซมเบิร์ก เพื่อลดความเสี่ยงถูกแช่แข็งสินทรัพย์ดอลลาร์ ทำให้จำนวนพันธบัตรทั้งหมดที่จีนครอบครองอาจไม่ได้ลดลงอย่างมีนัย

China, long suspected of using Luxembourg and Belgium as proxies to hold its UST in order to mitigate the risk of asset freezes, is still believed to hold over \$1 trillion in total

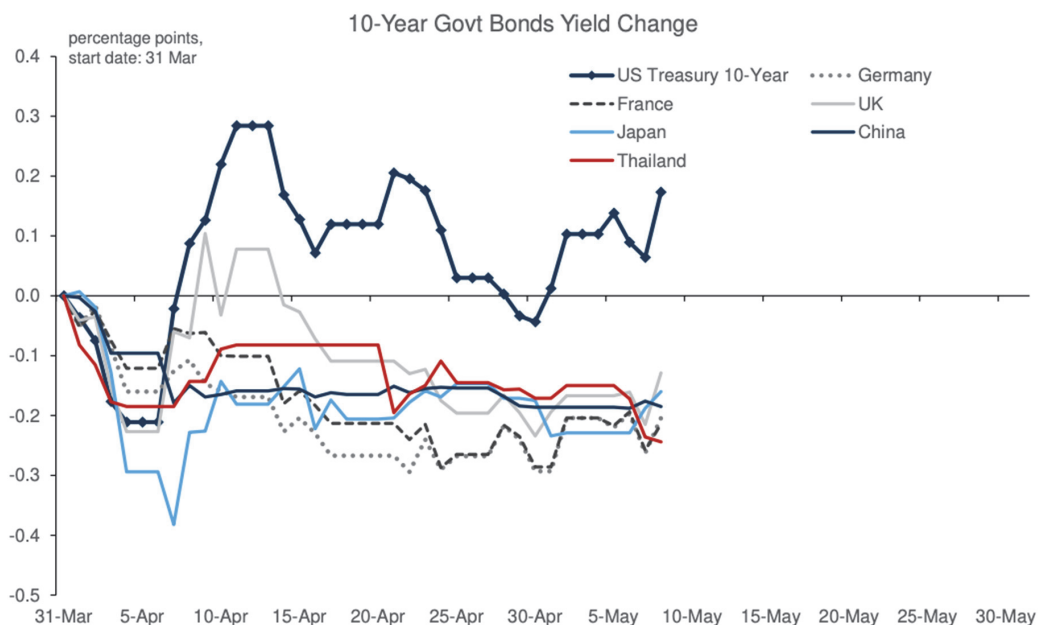


ที่มา: Bloomberg, World Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในภาพรวม เราประเมินว่า Bond yield ที่ปรับสูงขึ้นมาเป็นโอกาสให้ทยอยเข้าลงทุนในพันธบัตรเพิ่มเติม โดยให้น้ำหนักกับพันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก ขณะที่ตราสารนี้ระยะยาว เรายังมองว่าตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เป็นทางเลือกที่เหมาะสมกว่าการกระจุกตัวในพันธบัตรสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียว

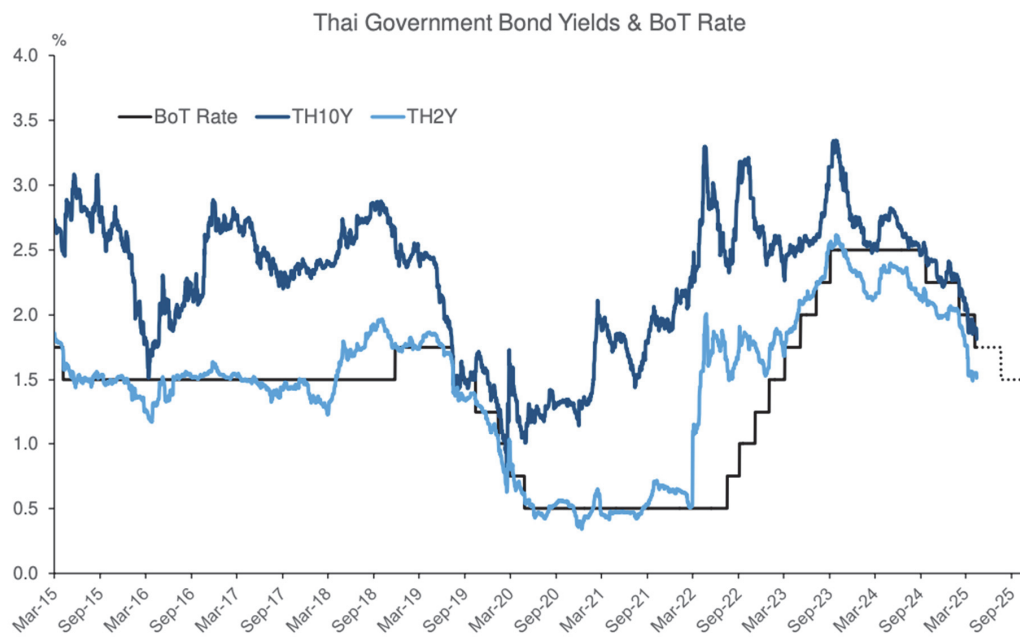
โดยเฉพาะในฐานะเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง (Hedge) หากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงจนเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า ด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อของนานาประเทศที่ต่ำกว่าสหรัฐฯ ทำให้มีช่องว่างในการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายได้มากกว่า

แผนภาพที่ 11: Bond yield ของนานาประเทศ เริ่มปรับลดลงได้มากกว่าสหรัฐฯ ที่เผชิญแรงกดดันเงินเฟ้อสูงตามที่เราคาด



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 12: Bond yields ของพันธบัตรไทยปรับลดลงต่อเนื่อง ตามแนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายที่เราคาดว่า ธปท. จะปรับลดลงอีกครั้งในการประชุมเดือน ส.ค. นี้ สู่ระดับ 1.5%



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรายังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนในทองคำเมื่อเกิดการปรับฐานด้วยความระมัดระวัง เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน โดยเฉพาะจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจตึงเครียดมากขึ้นและความกังวลต่อเศรษฐกิจที่อาจชะลอตัวลง ซึ่งทองคำจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวกเมื่อเทียบกับความเสี่ยง (Sharpe Ratio) ในภาวะที่มีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจสูง ช่วงที่มีความตึงเครียดจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์สูง ช่วงที่ตลาดหุ้นมีความผันผวนสูง หรือในช่วงที่ปัจจัยต่างๆ ขณะที่ด้านราคาน้ำมันดิบ เราปรับลดคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงที่เหลือของปี จากปัจจัยหลัก 2 ประการ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงเชิงยุทธศาสตร์ของกลุ่มผู้ผลิตน้ำมัน OPEC ที่ยกเลิกกรอบนโยบายเดิมซึ่งมุ่งรักษาระดับราคาน้ำมันไว้ที่ 70-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และหันมาใช้นโยบายการผลิตน้ำมันเพื่อประโยชน์เชิงภูมิรัฐศาสตร์มากขึ้น ประกอบกับ Sentiment เชิงลบของตลาดการเงินต่อตลาดน้ำมัน ซึ่งถูกกดดันหนักกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นจากแนวโน้มสงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น

ทองคำ

เรามองว่า ราคาทองคำยังขาดปัจจัยเร่งใหม่ (Catalyst) ที่ชัดเจนในช่วงสั้น

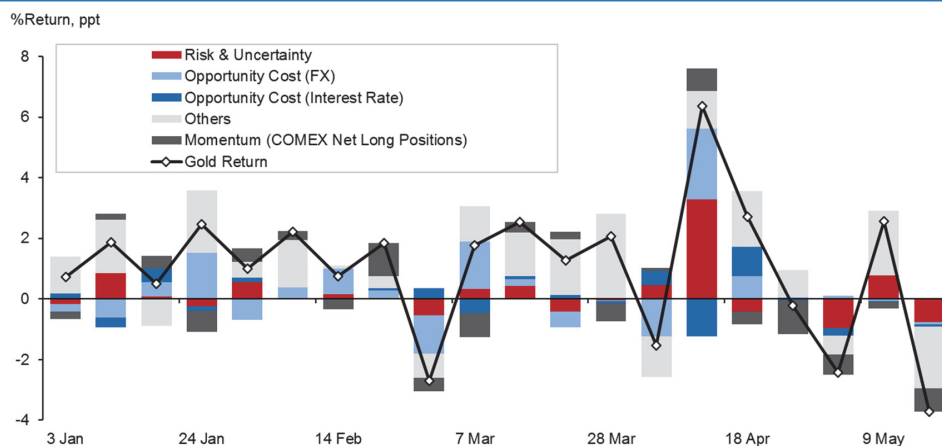
ราคาทองคำลดลงจากราว 3,500 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในเดือน เม.ย. มาเคลื่อนไหวอยู่ที่ระดับ 3,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ หลังปธน. โดนัลด์ ทรัมป์พ่นปรณการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้า โดยเฉพาะสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ผ่อนคลายลง ส่งผลให้ราคาทองคำที่เคยได้แรงหนุนในแง่การป้องกันความเสี่ยง (Risk-off Sentiment) จากนักลงทุนปรับลดลง โดยเรามองว่า ราคาทองคำยังขาดปัจจัยเร่งใหม่ (Catalyst) ที่ชัดเจนในช่วงสั้น จากความไม่แน่นอนของสงครามลดลงหลังจากที่สหรัฐฯ และจีนสามารถบรรลุข้อตกลงลดอัตราภาษีศุลกากรระหว่างกันชั่วคราว ขณะเดียวกัน มาตรการตอบโต้ของประเทศคู่ค้ายังคงค้างง้างจำกัด (ยกเว้นจีนในช่วงก่อน)

อย่างไรก็ดี ในระยะกลางถึงยาว เรามองว่าทองคำยังมีปัจจัยหนุนหลายประการ อาทิ 1) อุปสงค์การเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางในประเทศต่างๆ ที่ยังมีแนวโน้มสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตเพื่อบริหารความเสี่ยงในช่วงที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตร

รัฐบาลมีผันผวนสูง และป้องกันความเสี่ยงท่ามกลางสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน 2) ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risks) จากตะวันออกกลางที่อาจรุนแรงขึ้น, จีน-ไต้หวันที่เป็นความเสี่ยงระยะยาว และรัสเซีย-ยูเครนที่แม้จะดูมีความคืบหน้ามากขึ้น แต่ยังไม่มียุทธสรุปอย่างแน่ชัด 3) ภาระหนี้ของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นสูงต่อเนื่อง หลังพรรคริพับลิกันเสนอแผนเพิ่มการขาดดุลงบกลางอีกกว่า 3 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปี ข้างหน้า ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะยาว โดยสรุป เรายังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนในทองคำเมื่อเกิดการปรับฐานด้วยความระมัดระวัง เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน โดยเฉพาะจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจตึงเครียดมากขึ้น และความกังวลต่อเศรษฐกิจที่อาจชะลอตัวลง ซึ่งทองคำจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวกเมื่อเทียบกับความเสี่ยง (Sharpe Ratio) ในหลากหลายสถานะ ตั้งแต่ช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจสูง มีความตึงเครียดจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์สูง ตลาดหุ้นมีความผันผวนสูง หรือแม้แต่ในช่วงที่ปัจจัยข้างต้นเกิดขึ้นพร้อมกัน

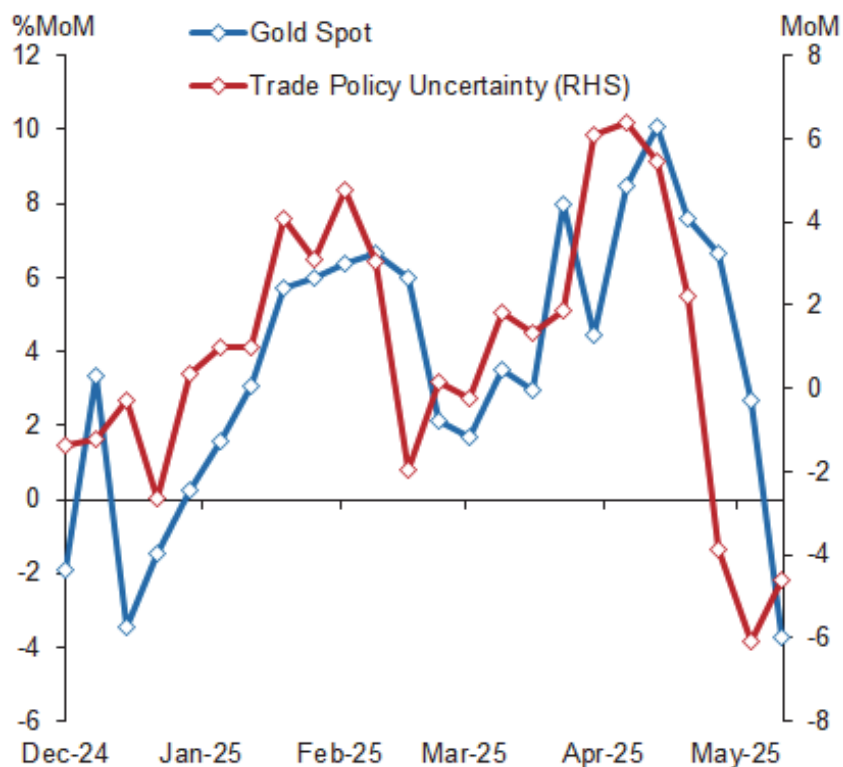
แผนที่ภาพ 13: ทองคำได้รับแรงหนุนในแง่การป้องกันความเสี่ยง (Risk-off Sentiment) จากนักลงทุนปรับลดลง (แท่งสีแดงและเทาเข้มในแผนที่ภาพด้านล่าง)

Weekly gold price return & contribution to percentage change



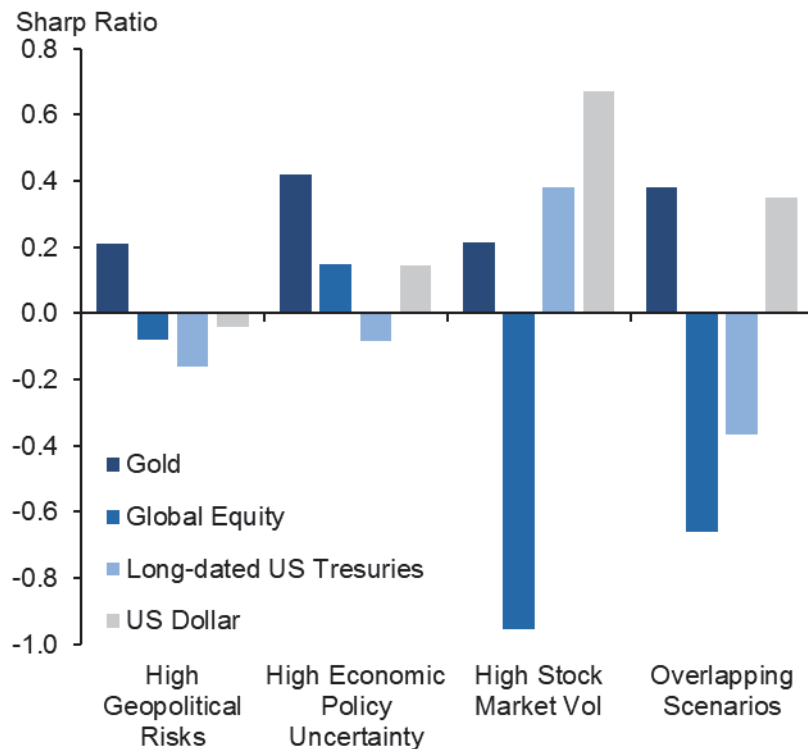
Source: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 14: เรามองว่า ราคาทองคำยังขาดปัจจัยเร่งใหม่ (Catalyst) ที่ชัดเจนในช่วงสั้น จากความไม่แน่นอนในแง่ความรุนแรงของสงครามการค้าที่ค้างสูงในช่วงก่อนเริ่มปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 15: ทองคำจะเป็นสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวกเมื่อเทียบกับความเสี่ยง (Sharpe Ratio) ในภาวะต่างๆ เช่นช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจสูง ช่วงที่มีความตึงเครียดจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์สูง และช่วงที่ตลาดการเงินผันผวนสูง เป็นต้น



Source: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

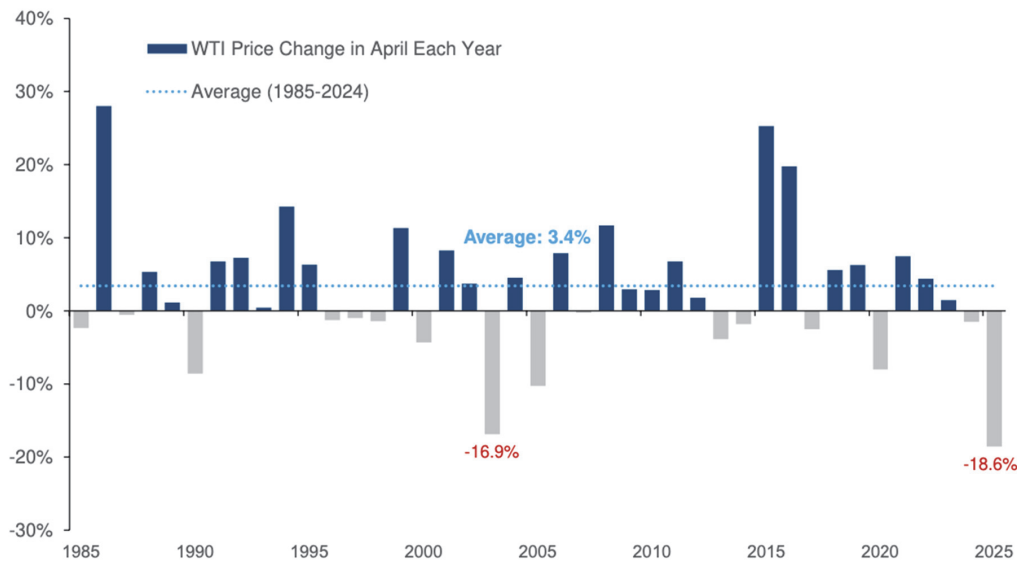
น้ำมัน

เราปรับลดคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงที่เหลือของปี จากปัจจัยหลัก 2 ประการ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงเชิงยุทธศาสตร์ของกลุ่มผู้ผลิตน้ำมัน OPEC ที่ยกเลิกกรอบนโยบายเดิมซึ่งมุ่งรักษาระดับราคาน้ำมันไว้ที่ 70–90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล และหันมาใช้นโยบายการผลิตน้ำมันเพื่อประโยชน์เชิงภูมิรัฐศาสตร์มากขึ้น ประกอบกับ Sentiment เชิงลบของตลาดการเงินต่อตลาดน้ำมัน ซึ่งถูกกดดันหนักกว่าสินทรัพย์ประเภทอื่นจากแนวโน้มสงครามการค้าที่รุนแรงขึ้น ทำให้เรามองว่าศักยภาพการฟื้นตัวของราคาน้ำมันค่อนข้างจำกัดภายใต้สภาวะแวดล้อมปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ปัจจัยระยะยาวอย่างการชะลอตัวของกำลังการผลิตในกลุ่มประเทศ Non-OPEC จากราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงใกล้ระดับต้นทุน ยังคงเป็นแรงหนุนเชิงโครงสร้างที่ช่วยจำกัด Downside ของตลาดน้ำมันในระยะยาว

กลยุทธ์ใหม่ของ OPEC+ เปลี่ยนสมมติฐานตลาดน้ำมันของเราในช่วงที่เหลือของปี

OPEC+ เดินหน้าเร่งแผนการเพิ่มการผลิตน้ำมันดิบอีกครั้งในเดือน มิ.ย. 2025 โดย 8 ประเทศสมาชิกที่เข้าร่วมมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจ ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย อิรัก สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ คูเวต คาซัคสถาน แอลจีเรีย และโอมาน มีมติขยับเพิ่มกำลังการผลิตรวมอีก 411,000 บาร์เรลต่อวัน เร็วกว่ากำหนดเดิมถึง 3 เดือน นับเป็นเดือนที่สองติดต่อกันที่ทางกลุ่มเร่งการเพิ่มกำลังการผลิต และเป็นการตัดสินใจที่เกิดขึ้นแม้ในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบปรับลดลงต่ำกว่าระดับ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งแตกต่างจากรอบก่อนหน้าที่การเร่งการผลิตเกิดขึ้นในช่วงที่ราคาน้ำมันยังทรงตัวอยู่เหนือ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

แผนภาพที่ 16: ราคาน้ำมันดิบ WTI หดตัวรุนแรงกว่า -19% ในเดือน เม.ย. นับเป็นการปรับลดลงในเดือน เม.ย. ที่รุนแรงมากที่สุดเป็นประวัติการณ์



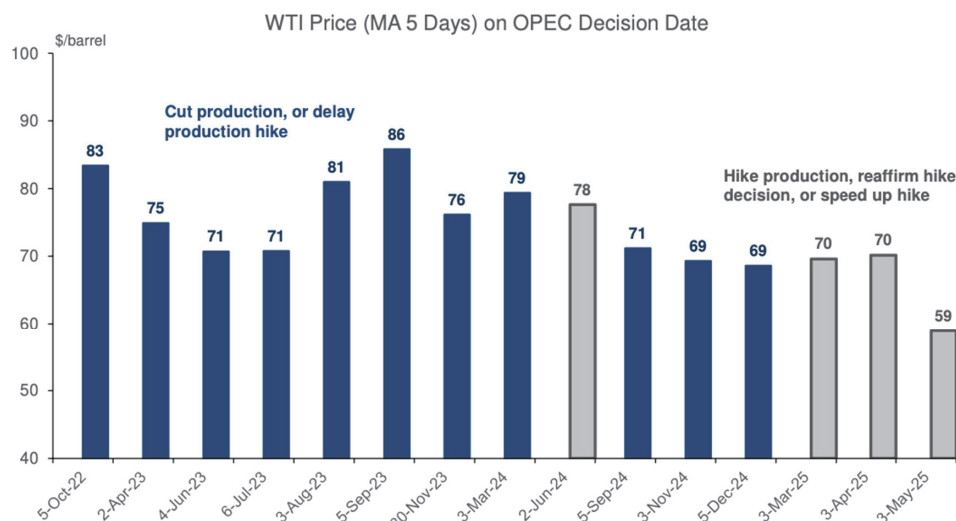
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราเชื่อว่าการตัดสินใจเร่งเพิ่มกำลังการผลิตครั้งนี้สะท้อนเป้าหมายของ OPEC+ ที่ต้องการสร้าง “Policy space” เพื่อไว้สำหรับการกลับมาลดกำลังผลิตในอนาคต หากตลาดน้ำมันอ่อนตัวลงอย่างมีนัย และยังเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกทางภูมิรัฐศาสตร์ ตอบรรกับประธานาธิบดีทรัมป์ที่ยังคงแสดงความสำคัญต่อความสัมพันธ์กับประเทศในตะวันออกกลาง และเลือกซาอุดีอาระเบีย

เป็นจุดหมายแรกของการเยือนต่างประเทศอย่างเป็นทางการอีกครั้ง เฉากเช่นในวาระแรกของการดำรงตำแหน่ง เราจึงมองว่าการประชุม OPEC+ เมื่อต้นเดือน พ.ค. ที่มีมติเร่งการเพิ่มกำลังการผลิต อาจเป็นการเคลื่อนไหวล่วงหน้าเพื่อส่งสัญญาณเชิงบวกก่อนกำหนดการเยือนของผู้นำสหรัฐฯ ในช่วงกลางเดือน

แผนภาพที่ 17: กลยุทธ์ของ OPEC+ ถูกปรับเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ จากเดิมที่พยายามตรึงราคาน้ำมันให้อยู่ในกรอบ 70–90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ผ่านการลดกำลังผลิตในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา กลายเป็นการยอมรับราคาที่ต่ำลงในระยะสั้นเพื่อแลกกับเป้าหมายเชิงโครงสร้างระยะยาว

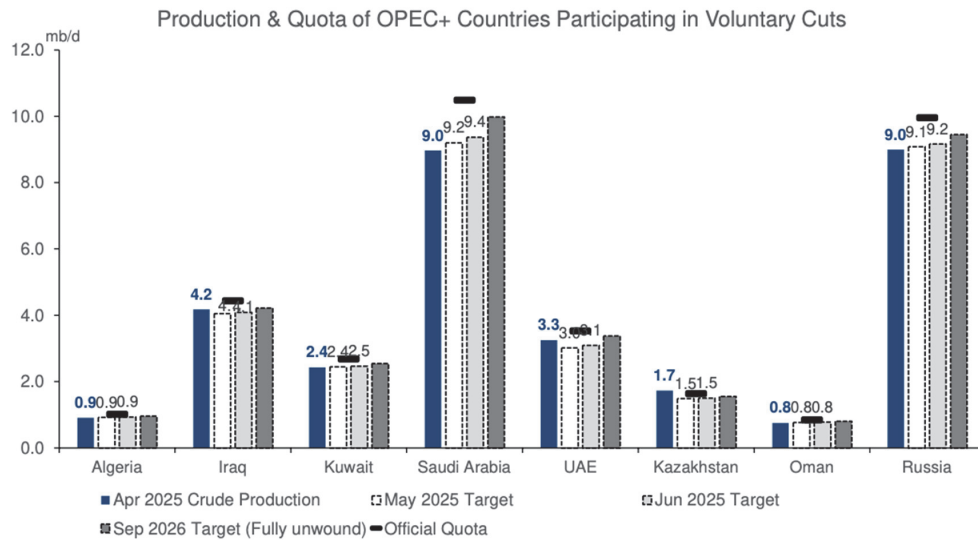
OPEC has abandoned its floor price strategy of maintaining oil prices in the \$70–90/barrel range, which has been in place since late 2022. Combined with depressed market sentiment, this limits upside potential despite a still-healthy market balance



ที่มา: Bloomberg, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 18: เราคาดว่า การผลิตจริงที่จะเพิ่มขึ้นเกือบทั้งหมดระหว่างเดือน พ.ค. – มิ.ย. จะมาจากซาอุดีอาระเบีย ซึ่งยังผลิตน้ำมันต่ำกว่าระดับโควตาใหม่ที่ได้รับราว 400,000 บาร์เรลต่อวัน

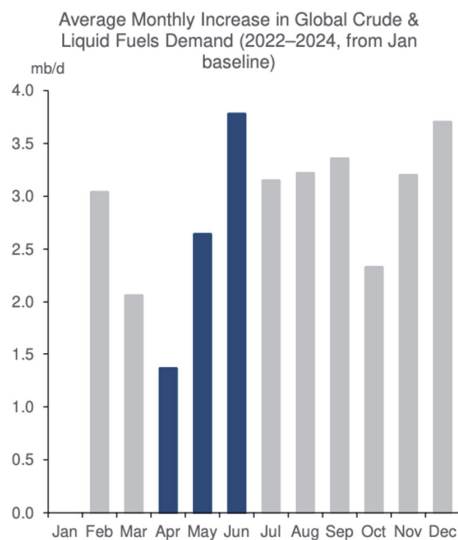
Saudi Arabia is expected to fully reach its new production quota, while uncertainty remains high for Russia due to the prolonged impact of the war



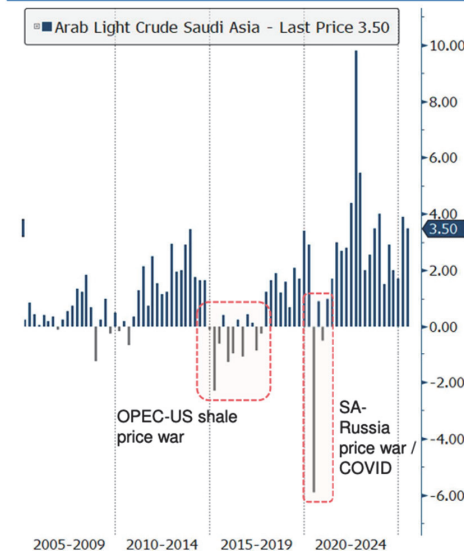
ที่มา: Bloomberg, Rystad, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 19: เราคาดว่าซาอุดีอาระเบียที่ตัดสินใจเร่งการผลิตขึ้นในช่วงกลางปี ซึ่งอุปสงค์น้ำมันมักเร่งตัวขึ้นตามฤดูกาล ขณะที่ยังคงส่วนต่างราคาน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียกับ Benchmark อื่น ไว้ในระดับค่อนข้างสูง สะท้อนว่าซาอุดีอาระเบียยังไม่ต้องการเปิดฉากสงครามราคา

Saudi Arabia is taking advantage of the strongest seasonal demand surge of the year



The Saudi Official Selling Price (OSP) premium remains relatively high in positive territory



ที่มา: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

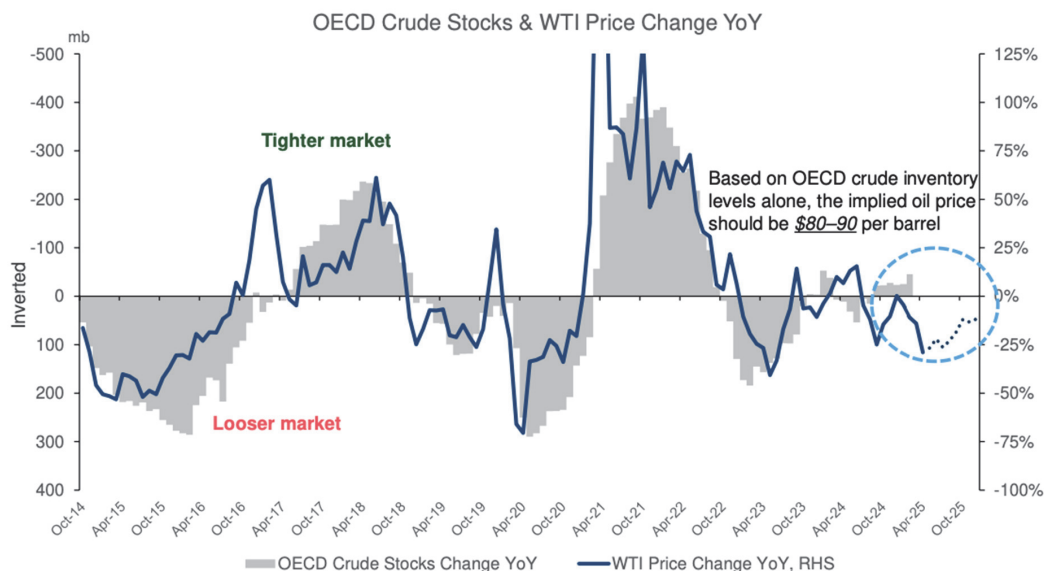
อย่างไรก็ดี สิ่งที่จะสะท้อนชัดจากการเคลื่อนไหวล่าสุดคือการที่ OPEC+ ได้ปรับยุทธศาสตร์ระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ จากเดิมที่พยายามตรึงราคาน้ำมันให้อยู่ในกรอบ 70–90 ดอลลาร์สหรัฐ

ต่อบาร์เรล ผ่านการลดกำลังผลิตในช่วง 2 ปีกว่าที่ผ่านมา กลายเป็นการยอมรับราคาที่ต่ำลงในระยะสั้นเพื่อแลกกับเป้าหมายเชิงโครงสร้าง ได้แก่ การชะลอการเติบโตของอุปทานจากกลุ่ม

Non-OPEC โดยเฉพาะสหรัฐฯ และการลดปริมาณกำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ภายในกลุ่มเอง ซึ่งจะช่วยให้เสริมความสามารถในการควบคุมตลาดในระยะยาว ด้วยบริบท

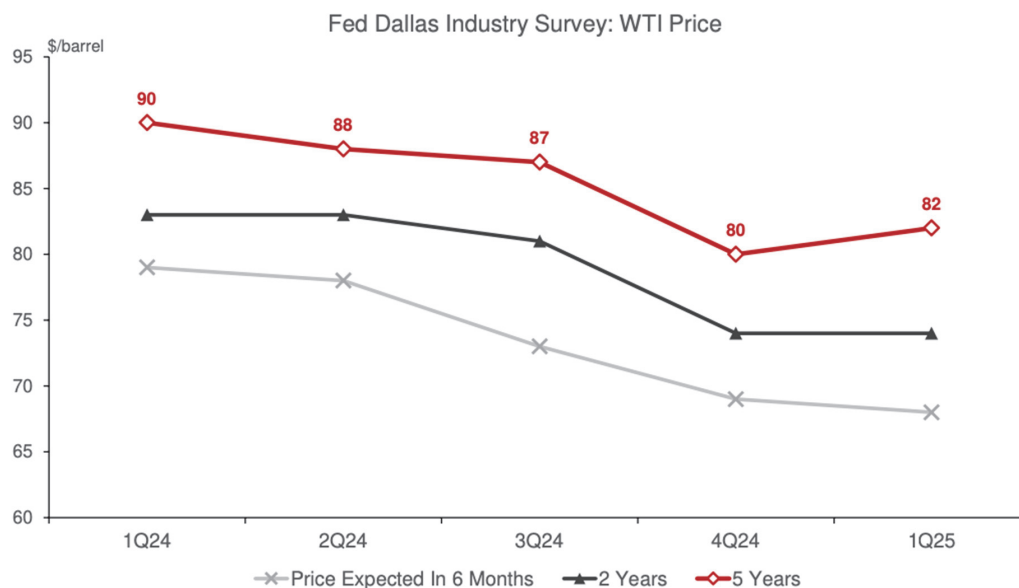
ใหม่นี้ เราจึงปรับมุมมองราคาน้ำมันลงสู่ระดับเป็นกลาง (Neutral) และประเมินกรอบราคาน้ำมันดิบ WTI สำหรับช่วงที่เหลือของปี 2025 ไว้ที่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล 🔄

แผนภาพที่ 20: ราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล Priced-in โอกาสที่สภาวะตลาดจะอ่อนตัวลงอย่างมีนัยไปพอสมควรแล้ว



ที่มา: Bloomberg, IEA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 21: ผู้บริหารในอุตสาหกรรมพลังงานของสหรัฐฯ ประเมินว่าราคาน้ำมันดิบ WTI ในระยะยาวไม่ควรอยู่ต่ำกว่า 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งเป็นระดับราคาที่จะช่วยสร้างภาวะสมดุล (Equilibrium price) ให้กับตลาดน้ำมันโลก ทั้งในด้านแรงจูงใจการลงทุนและการรักษาเสถียรภาพของอุปทานในระยะยาว



ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- GDP สหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่หนึ่งพลิกหัตตัว -0.3% QoQ, saar จาก 2.4% ในไตรมาสก่อน โดยหากพิจารณาในรายละเอียดจะพบว่า การส่งออกสุทธิเป็นปัจจัยฉุดรั้งการเติบโตของเศรษฐกิจมากถึง -4.8ppt ส่วนใหญ่เป็นผลจากภาคธุรกิจที่เร่งนำเข้าเพื่อเตรียมรับมือกับสงครามการค้าที่จะทวีความรุนแรงขึ้น ด้านผลของการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับดัชนีราคาผู้บริโภค ในอดีตช่วงที่ผู้ผลิตเผชิญกับต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น เรามักจะเห็นการส่งผ่านต้นทุนดังกล่าวไปสู่ผู้บริโภคภายในเดือนนั้นๆ แต่การส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของผู้ประกอบการจะกินเวลา 3-4 เดือน ก่อนที่การส่งผ่านจะเริ่มชะลอตัวลง นอกจากนี้ อ้างอิงการสำรวจของ Fed สาขา Dallas ที่สอบถามไปยังบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรม ได้แก่ ภาคการผลิต บริการ และค้าปลีก บริษัทส่วนใหญ่ระบุว่าหากเผชิญกับสงครามการค้า จะส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภค ขณะที่บริษัทส่วนใหญ่จะพยายามส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นภายใน 3 เดือนหลังประกาศมาตรการ เพราะฉะนั้น เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ มีแนวโน้มจะเร่งตัวขึ้นชัดในช่วงไตรมาสที่สามของปีเป็นต้นไป
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน เม.ย. ชะลอตัวลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 50.4 จุด และเป็นผลจากกิจกรรมในภาคบริการที่ชะลอตัวลง อย่างไรก็ดี กิจกรรมในภาคการผลิตเริ่มเห็นสัญญาณบวกมากยิ่งขึ้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตทำระดับสูงสุดในรอบกว่า 32 เดือน ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากกิจกรรมในภาคการผลิตของประเทศเยอรมนี ฝรั่งเศส และอิตาลีที่ทำระดับสูงสุดในรอบกว่า 32, 27 และ 13 เดือน ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ภาวะกดดันเครื่องใช้ในภาคการผลิตอย่างใกล้ชิด หลังปธน. ทรมป์ประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า ซึ่งอาจส่งผลให้อุปสงค์โลกและการค้าชะลอตัว และจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยกดดันกิจกรรมภาคการผลิตของยูโรโซนในระยะข้างหน้า ด้านนโยบายการเงิน เราประเมินว่า ECB มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก -25bps ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย. แม้ดอกเบี้ยนโยบายจะกลับสู่ระดับที่เป็นกลางแล้วก็ตาม โดยหลักเพื่อรองรับกับความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ซึ่งเราคาดว่าในการประชุมครั้งถัดไป ECB มีแนวโน้มปรับประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อลงจากประมาณการรอบเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตของจีนเริ่มได้รับผลกระทบจากการที่สหรัฐฯ ปรับขึ้นอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากจีนในเดือนเมษายนที่ผ่านมา โดยข้อมูลจากกิจกรรมการขนส่งที่ท่าเรือสะท้อนการลดลงของปริมาณเรือบรรทุกสินค้าที่ส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ ในช่วงครึ่งหลังของเดือนเมษายนอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ การเจรจาทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ล่าสุดที่นำไปสู่การปรับลดอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากจีนลงเป็นระยะเวลา 90 วัน มีแนวโน้มสนับสนุนให้การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ กลับมาเร่งตัวขึ้นในระยะสั้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีน โดยตลาดได้เริ่มปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP Growth ของจีนในปีนี้ขึ้นสู่ระดับ 4.5-4.6% จากคาดการณ์เดิมที่ราว 4.0% อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ในประเทศของจีนยังฟื้นตัวอย่างจำกัด แม้ทางการเงินได้เร่งดำเนินนโยบายกระตุ้นทั้งในด้านการคลังและการเงิน แต่อาจยังไม่เพียงพอที่จะรักษาการเติบโตที่ระดับ 5.0% ได้ตามเป้าหมายของทางการ ในขณะเดียวกัน แรงกดดันจากสงครามการค้าที่ลดลงอาจส่งผลให้ทางการเงินประเมินว่าความจำเป็นในการเร่งออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมปรับลดลง ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศในระยะต่อไป
- จากผลการประชุมธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ในวันที่ 1 พฤษภาคม คณะกรรมการ BoJ แสดงความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อาจชะลอตัว จากผลกระทบของสงครามการค้า โดย BoJ ได้ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของ เศรษฐกิจและเงินเฟ้อลง พร้อมทั้งเลื่อนช่วงเวลาที่เราคาดว่าจะบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับ 2% จากปี 2026 ไปเป็นปี 2027 โดยระบุว่าประมาณการดังกล่าวมีความไม่แน่นอนสูง และอาจเปลี่ยนแปลงได้อย่างมาก ขึ้นอยู่กับผลการเจรจาทางการค้ากับสหรัฐฯ ภายหลังการประชุม ตลาดได้รับลดโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้ลง ทั้งนี้ เราคาดว่า หากการเจรจาทางการค้าระหว่างญี่ปุ่นและสหรัฐฯ มีพัฒนาการในทิศทางบวก โดยสหรัฐฯ ยอมปรับลดอัตราภาษีนำเข้าให้แก่ญี่ปุ่นอย่างถาวร โดยเฉพาะในกลุ่มยานยนต์ที่เป็นการส่งออกสำคัญของญี่ปุ่น ก็อาจส่งผลให้ BoJ เดินหน้าขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อไป เนื่องจากโมเมนตัมของเงินเฟ้อและค่าจ้างยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดยคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.75% จากปัจจุบันที่ 0.5% ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ อย่างไรก็ดี BoJ อาจเลื่อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกไปปีหน้า หากความเสี่ยงจากสงครามการค้ายังไม่คลี่คลายและส่งผลกระทบต่อฟื้นตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่น
- เราได้ทำการปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยลงมาจากอยู่ที่ 1.6% ในปี 2025F และ 1.4% ในปี 2026F เพื่อสะท้อนความอ่อนแอของการลงทุนภาคเอกชนในสถานะที่มีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งการใช้จ่ายของภาครัฐฯ ยังอ่อนแอกว่าที่คาด ท่ามกลางพื้นที่การคลังที่เริ่มมีอยู่จำกัด แรงกดดันทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น ปัญหานี้ภาครัฐฯ ที่เร่งตัว และความเสี่ยงของการถูกหน่วงอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของประเทศในระยะข้างหน้า ขณะเดียวกัน การส่งออกสินค้าแม้จะขยายตัวได้ในระดับสูงมาก แต่การผลิตภาคอุตสาหกรรมในประเทศขยายตัวเพียงเล็กน้อย ทำให้เราค่อนข้างกังวลว่าในช่วงครึ่งหลังของปีทำการส่งออกมีแนวโน้มหดตัวสูง ภาคการผลิตจะหดตัวรุนแรงแค่ไหน และจะมีการเลิกจ้างแรงงานในภาคการผลิตมากเพียงใด รวมถึงภาครัฐฯ จะมียุทธศาสตร์เพื่อรักษาระดับของการจ้างงานหรือไม่ นอกจากนี้ เราคาดว่ามีโอกาสสูงขึ้นที่ ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติมอีก 1 ครั้งในไตรมาสสุดท้ายของปี 2025F เป็น 1.25% จากมุมมองในกรณีฐานที่คาดว่า ธปท. จะมีการปรับลดดอกเบี้ยอีกเพียง 1 ครั้งในไตรมาสที่สาม จบที่ 1.50% ในปี 2025F

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

GDP สหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่หนึ่งพลิกหดตัว -0.3% QoQ, saar จาก 2.4% ในไตรมาสก่อน โดยหากพิจารณาในรายละเอียดจะพบว่า การส่งออกสุทธิเป็นปัจจัยจุดรั้งการเติบโตของเศรษฐกิจมากถึง -4.8ppt ส่วนใหญ่เป็นผลจากภาคธุรกิจที่เร่งนำเข้าเพื่อเตรียมรับมือกับสงครามการค้าที่จะทวีความรุนแรงขึ้น ด้านผลของการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับดัชนีราคาผู้บริโภค ในอดีตช่วงที่ผู้ผลิตเผชิญกับต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น เรามักจะเห็นการส่งผ่านต้นทุนดังกล่าวไปสู่ผู้บริโภคภายในเดือนนั้นๆ แต่การส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของผู้ประกอบการจะกินเวลา 3-4 เดือน ก่อนที่การส่งผ่านจะเริ่มชะลอลง นอกจากนี้ อ้างอิงการสำรวจของ Fed สาขา Dallas ที่สอบถามไปยังบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรม ได้แก่ ภาคการผลิต บริการ และค้าปลีก บริษัทส่วนใหญ่ระบุว่าหากเผชิญกับสงครามการค้า จะส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภค ขณะที่บริษัทส่วนใหญ่จะพยายามส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นภายใน 3 เดือนหลังประกาศมาตรการ เพราะฉะนั้น เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ มีแนวโน้มจะเร่งตัวขึ้นชัดในช่วงไตรมาสที่สามของปีเป็นต้นไป

GDP ไตรมาสแรกของปีที่พลิกหดตัวอาจสะท้อนภาพการอ่อนตัวลงของภาวะเศรษฐกิจที่เกินกว่าความเป็นจริง

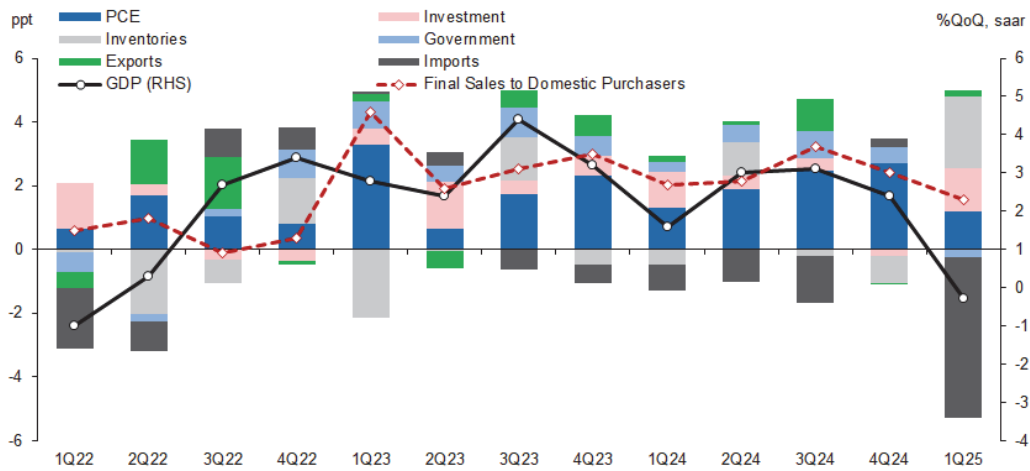
GDP สหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่หนึ่งพลิกหดตัว -0.3% QoQ, saar จาก 2.4% ในไตรมาสก่อน โดยหากพิจารณาในรายละเอียดจะพบว่า การส่งออกสุทธิเป็นปัจจัยจุดรั้งการเติบโตของเศรษฐกิจมากถึง -4.8ppt ส่วนใหญ่เป็นผลจากภาคธุรกิจที่เร่งนำเข้าเพื่อเตรียมรับมือกับสงครามการค้าที่จะทวีความรุนแรงขึ้น อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาเฉพาะอุปสงค์ภายในประเทศเมื่อหักผลของการส่งออกสุทธิ และการเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง (Final Sales to Domestic Purchasers) เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงเป็น 2.3% QoQ, saar เท่านั้น จาก 3.0% ในไตรมาสก่อน โดยสรุปตัวเลข GDP ไตรมาสแรกของปีที่พลิกหดตัวอาจสะท้อนภาพการอ่อนตัวลงของภาวะเศรษฐกิจที่เกินกว่าความเป็นจริง

โดยในทฤษฎี การเร่งนำเข้าจะไม่ส่งผลต่อ GDP เนื่องจากการนำเข้าแม้จะเป็นผลในการคำนวณองค์ประกอบของ GDP แต่ในทางกลับกัน การนำเข้าที่เพิ่มขึ้นอาจเป็นเพราะผู้บริโภคเร่งกักตุนสินค้า (Consumption) ภาคเอกชนเร่งการลงทุน (Investment)

หรือภาคธุรกิจกำลังบริหารจัดการสินค้าคงคลัง (Change in Inventories) ซึ่งจะเป็นผลบวกกับตัวเลข GDP นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลังเป็นปัจจัยที่ประเมินได้ยากจึงคลาดเคลื่อนได้ง่ายกว่าตัวเลขอื่นๆ

ทั้งนี้ ดัชนีที่มีความสัมพันธ์กับวัฏจักรเศรษฐกิจสูง อาทิ การจ้างงาน รายได้ครัวเรือน การใช้จ่ายของผู้บริโภคและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยังบ่งชี้ภาพเศรษฐกิจที่เติบโตขึ้นได้ แม้จะมีชะลอลงในบางภาคส่วน แต่ยังไม่สอดคล้องกับการเกิดภาวะถดถอย โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตรเดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น 1.77 แสนตำแหน่ง สูงกว่าตลาดคาดการณ์ที่ 1.38 แสนตำแหน่ง ขณะเดียวกัน อัตราว่างงานยังทรงตัวอยู่ที่ระดับ 4.2% ส่วนรายได้ครัวเรือนที่แท้จริงเมื่อหักเงินโอนของภาครัฐล่าสุดเดือน มี.ค. เร่งตัวขึ้นสูงถึง 0.7% MoM, sa ด้านดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเดือน เม.ย. ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนหน้า 0.0% MoM, sa นอกจากนี้ การใช้จ่ายของผู้บริโภคที่แท้จริงฟื้นตัวขึ้นได้ในเดือน มี.ค. ที่ระดับ 0.7% MoM, sa

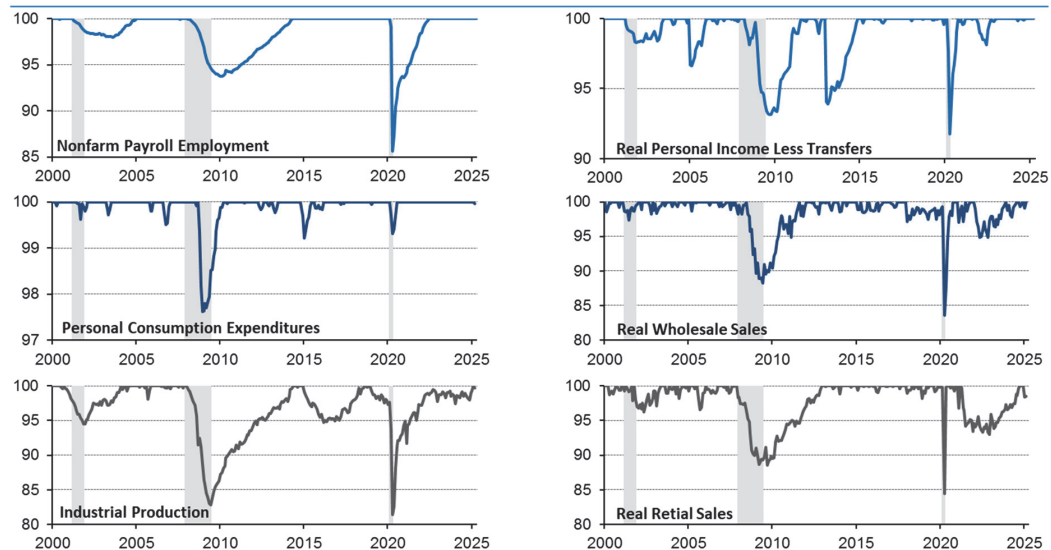
แผนภาพที่ 22: GDP สหรัฐฯ ในไตรมาสที่หนึ่งพลิกหดตัว -0.3% QoQ, saar จาก 2.4% ในไตรมาสก่อน โดยการส่งออกสุทธิเป็นปัจจัยอุดหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจมากถึง -4.8ppt ผลจากภาคธุรกิจที่เร่งนำเข้าเพื่อเตรียมรับมือกับสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 23: ดัชนีที่มีความสัมพันธ์กับวัฏจักรเศรษฐกิจสูง อาทิ การจ้างงาน รายได้ครัวเรือน การใช้จ่ายของผู้บริโภคและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ยังบ่งชี้ภาพเศรษฐกิจที่เติบโตขึ้นได้ แม้จะมีชะลอตัวในบางภาคส่วน

The "Big 6" economic indicators: peak (100) to trough and shaded areas are when recessions occurred



ที่มา: Bloomberg, NBER, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองว่าอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นชัดในช่วงไตรมาสที่สามของปีเป็นต้นไป จนถึงช่วงไตรมาสที่สองของปี 2026F ที่ผลของฐานจะเริ่มเข้ามามีบทบาทส่งผลให้เงินเฟ้อจะกลับมาชะลอตัวลงในช่วงหลังจากนั้น

นับตั้งแต่เข้าปี 2025 ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 4.25-4.50% เรื่อยมาแม้เงินเฟ้อจะชะลอตัวลงสู่ระดับ 2.8% ในเดือน เม.ย. 2025 จาก 3.2% ในเดือน ธ.ค. 2024 ก็ตาม โดยหลักจาก 1) เพื่อรอประเมินพัฒนาการของตัวเลขเศรษฐกิจหลังรัฐบาลของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ กำลังเปลี่ยนแปลงจุดยืนทางนโยบายโดยเฉพาะด้านการค้า 2) เครื่องชี้ตลาดแรงงานเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น ส่วนอัตราว่างงานเริ่มทรงตัวต่างจากช่วงครึ่งหลังของปีที่ผ่านมา 3) นโยบายการเงินของ Fed ไม่ได้ตึงตัวมากเหมือนกับช่วงก่อน

ในกรณีฐาน เรายังคงให้น้ำหนักว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -50bps ในปี 2025F อย่างไรก็ดี เรายังมองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกของปีมีแนวโน้มเกิดขึ้นในช่วงท้ายไตรมาสที่สามเป็นต้นไป หลัง Fed ต้องการเห็นความชัดเจนในแง่ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจจริงและเงินเฟ้อ ก่อนจะปรับเปลี่ยนจุดยืนทางนโยบายการเงิน โดยหากอ้างอิงข้อมูลจากผลการสำรวจและการสัมภาษณ์ต่างๆ (Soft Data) ทั้งดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และมุมมองของภาคธุรกิจที่มีต่อแนวโน้มเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า รวมถึงแนวโน้มการทำงานของภาคธุรกิจ ก็ต่างบ่งชี้ถึงสถานะเศรษฐกิจที่ไม่แข็งแรง อย่างไรก็ดี ข้อมูลเศรษฐกิจจริง (Hard Data) ทั้งการทำงานของ อัตราการว่างงาน ยอดขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรก ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม อัตราการใช้กำลังการผลิต การบริโภคภาคเอกชน ยอดการปล่อยสินเชื่อแก่ครัวเรือน และรายได้ครัวเรือน โดยเครื่องชี้ต่างๆ ยังบ่งชี้สถานะเศรษฐกิจที่เติบโตขึ้นได้แม้จะมีการชะลอตัวลงบ้างจากช่วงก่อนหน้า ขณะที่สงครามการค้ายังไม่ส่งผลกับตัวเลขเศรษฐกิจจริงอย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้ หากย้อนกลับไปในอดีต ช่วงที่เศรษฐกิจเผชิญกับปัจจัยกดดันเฉียบพลัน (Shock) อาทิ การคว่ำบาตรน้ำมัน (1973), การขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วในยุคของพอล วอล์กเกอร์ (1979), สงครามอ่าว (1990) และฟองสบู่ดอทคอม (2001) เพื่อประเมิน

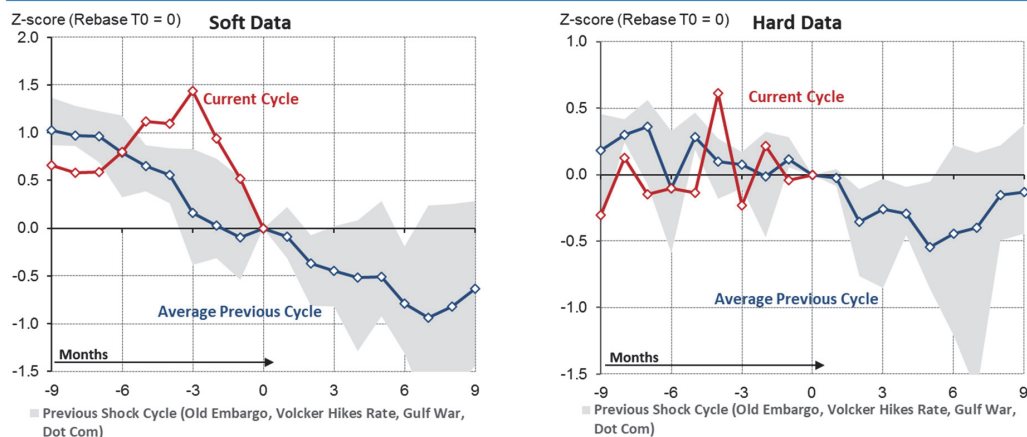
ความแตกต่างของพัฒนาการระหว่างข้อมูลการสำรวจและสัมภาษณ์กับข้อมูลเศรษฐกิจจริง โดยพบว่ามุมมองของครัวเรือนและภาคธุรกิจต่อสถานการณ์ในปัจจุบันและอนาคต ผ่านการสำรวจมักมีความผันผวนที่สูง ซึ่งค่อนข้างสอดคล้องกับปัจจุบันที่หลายฝ่ายมีความกังวลต่อการตั้งกำแพงภาษีของปธน. ทรัมป์ ส่งผลให้ข้อมูลจากการสำรวจต่างๆ ปรับเปลี่ยนอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลเศรษฐกิจจริงมักมีความผันผวนที่น้อยกว่า และโดยเฉลี่ยข้อมูลเศรษฐกิจจริงในภาคส่วนต่างๆ จะปรับแปลงประมาณสองเดือนหลังจากที่เกิดปัจจัยกดดันเฉียบพลัน

ขณะที่หากพิจารณาจากสถานการณ์ในปัจจุบัน ธุรกิจทั้งหลายภาคส่วนต้องเผชิญกับต้นทุนสินค้าที่สูงขึ้น โดยเฉพาะนับตั้งแต่เดือน เม.ย. ที่สหรัฐฯ บังคับใช้มาตรการกำแพงภาษีทั่วหน้า ซึ่งอาจนำไปสู่การรัดเข็มขัด และเริ่มชะลอแผนการจ้างงาน อีกทั้งภาคธุรกิจยังต้องส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภค และในท้ายที่สุดจะกระทบกับอำนาจในการใช้จ่ายใช้สอยของครัวเรือน อย่างไรก็ดี เรายังมองว่าผลของสงครามการค้าต่อเศรษฐกิจอาจต้องใช้ระยะเวลากว่าที่จะเห็นผลอย่างมีนัยมากขึ้น โดยควรจับตาตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ซึ่งในอดีตมักจะเป็นเครื่องชี้ที่ตอบสนองต่อปัจจัยกดดันเฉียบพลันได้รวดเร็วกว่าเครื่องชี้อื่นๆ

ด้านผลของการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับดัชนีราคาผู้บริโภค ในอดีตช่วงที่ผู้ผลิตเผชิญกับต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น เรามักจะเห็นการส่งผ่านต้นทุนดังกล่าวไปสู่ผู้บริโภคภายในเดือนนั้นๆ แต่การส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของผู้ประกอบการจะกินเวลา 3-4 เดือนก่อนที่การส่งผ่านจะเริ่มชะลอลง นอกจากนี้ อ้างอิงการสำรวจของ Fed สาขา Dallas ที่สอบถามไปยังบริษัทในแต่ละอุตสาหกรรม ได้แก่ ภาคการผลิต บริการ และค้าปลีก บริษัทส่วนใหญ่ระบุว่าหากเผชิญกับสงครามการค้า จะส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภค ขณะที่บริษัทส่วนใหญ่จะพยายามส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นภายใน 3 เดือนหลังประกาศมาตรการ เพราะฉะนั้น เรายังมองว่าอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ มีแนวโน้มจะเร่งตัวขึ้นชัดในช่วงไตรมาสที่สามของปีเป็นต้นไป จนถึงช่วงไตรมาสที่สองของปี 2026F ที่ผลของฐานจะเริ่มเข้ามามีบทบาทส่งผลให้เงินเฟ้อจะกลับมาชะลอตัวลงในช่วงหลังจากนั้น

แผนภาพที่ 24: หากย้อนกลับไปในอดีต ช่วงที่เศรษฐกิจเผชิญกับปัจจัยกดดันเฉียบพลัน (Shock) อาทิ การคว่ำบาตรน้ำมัน (1973), การขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วในยุคของพอล วอล์กเกอร์ (1979), สงครามอ่าว (1990) และ ฟองสบู่ดอทคอม (2001) โดยเฉลี่ยข้อมูลเศรษฐกิจจริงในภาคส่วนต่างๆ จะปรับเปลี่ยนแปลงประมาณสองเดือนหลังจากที่เกิดปัจจัยกดดันเฉียบพลัน

Changes in economic indicators around past recessions: “Soft” vs. “Hard” data ^{1\}

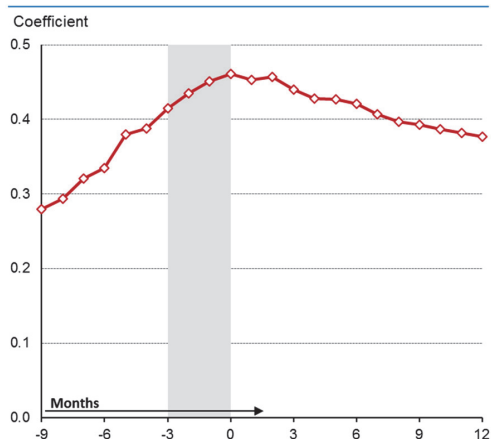


Note: 1\ We use economic data surrounding event-driven recessions, excluding the GFC and the COVID-19 pandemic. Soft data refers to survey-based indicators such as ISM manufacturing activity and employment, the Fed’s general business outlook, the U. Michigan’s consumer sentiment, the Conference Board’s consumer sentiment and expectations, and NFIB’s business outlook. Hard data refers to actual measures such as nonfarm payroll employment, changes in the unemployment rate and initial jobless claims, industrial production and capacity utilization, consumer spending, housing starts, consumer credit growth, and consumer income growth. All series were converted to rates of change and then standardized as z-scores.

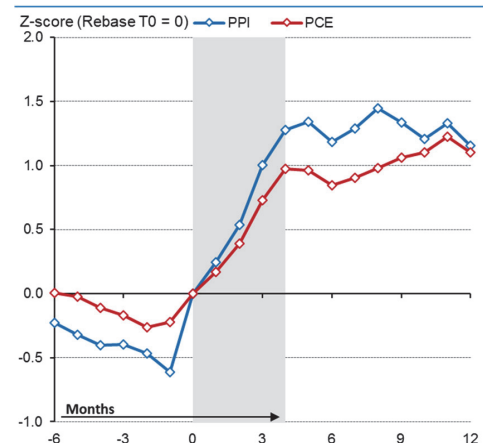
ที่มา: Bloomberg, NBER, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 25: ในอดีตช่วงที่ผู้ผลิตเผชิญกับต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้น มักจะเห็นการส่งผ่านต้นทุนดังกล่าวไปสู่ผู้บริโภคภายในเดือนนั้นๆ แต่การส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของผู้ประกอบการจะกินเวลาหลายเดือนกว่าการส่งผ่านจะเริ่มชะลอลง...

Correlation between PPI at different points in time and current-month PCE prices



PPI & PCE prices during previous cost-shock events ^{1\}

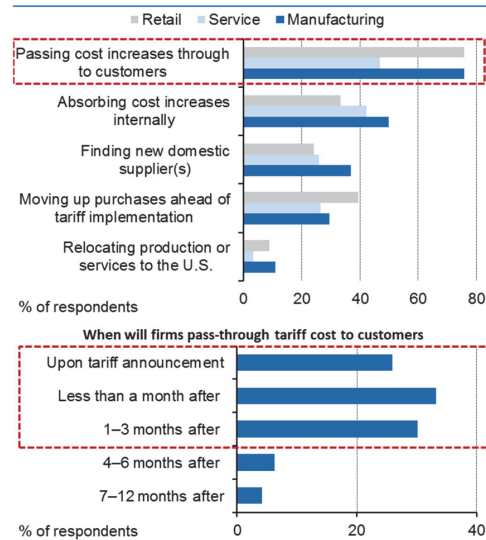


Note: 1\ We use the rate of change for total-commodities PPI and headline PCE prices, transforming both series into z-scores. We define cost-shock events as instances when the PPI change’s z-score exceeds +0.5 standard deviations.

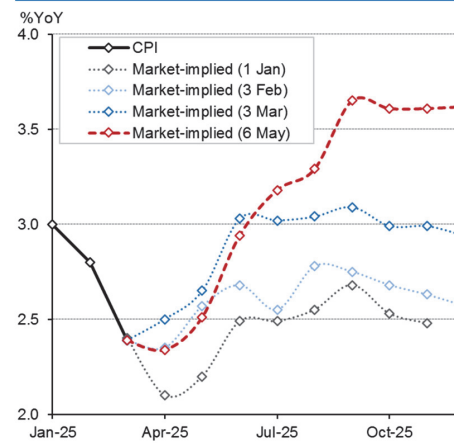
ที่มา: US BEA, Fed, Fred, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: ...ซึ่งค่อนข้างสอดคล้องกับแบบสอบถามที่จัดทำโดย Fed สาขา Dallas ที่ระบุว่าหากผู้ประกอบการเผชิญกับสงครามการค้า จะส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภค และการส่งผ่านจะเกิดขึ้นในช่วง 3 เดือนหลังประกาศมาตรการ

Survey: actions firms plan to take in response to higher tariffs



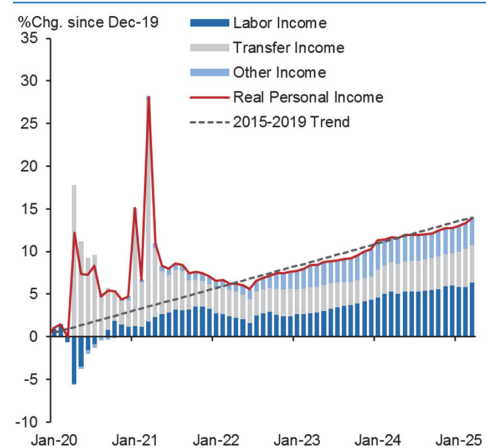
US inflation swap



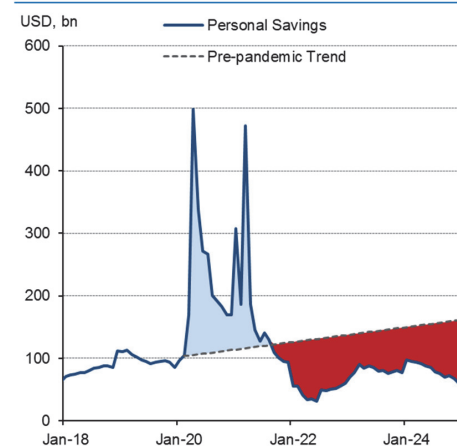
ที่มา: Dallas Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 27: เงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นจากปัจจัยด้านอุปทานมีแนวโน้มกดดันรายได้ที่แท้จริงของครัวเรือน ขณะที่เงินออมส่วนบุคคลที่ทรงตัวในระดับต่ำ ประกอบกับความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับลดลง อาจส่งผลให้ภาคครัวเรือนเริ่มชะลอแผนการใช้จ่ายลงในระยะข้างหน้า

Cumulative change in real personal income



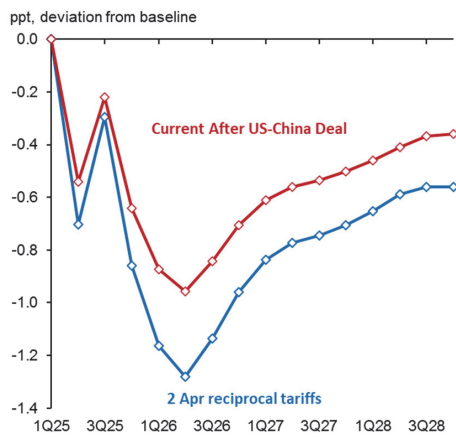
Aggregate personal savings



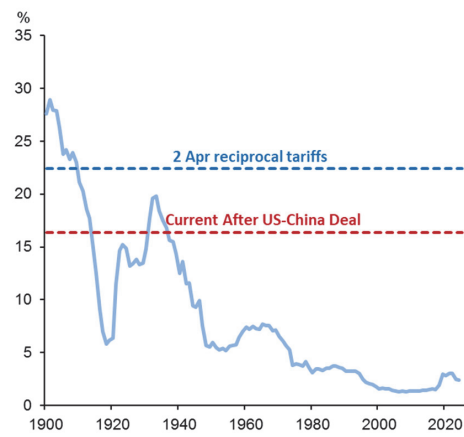
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: อย่างไรก็ดี สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่เริ่มเบาลง จะช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านค่าที่เศรษฐกิจต้องเผชิญ รวมถึงจำกัดโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยลง เมื่อเทียบกับมุมมองในช่วงเดือน เม.ย.

Potential impact of tariffs on US GDP



US potential effective tariff rate



ที่มา: The Budget Lab – GTAP, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน เม.ย. ชะลอตัวลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 50.4 จุด และเป็นผลจากกิจกรรมในภาคบริการที่ชะลอลง อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตเริ่มเห็นสัญญาณบวกมากยิ่งขึ้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตทำระดับสูงสุดในรอบกว่า 32 เดือน ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากกิจกรรมในภาคการผลิตของประเทศเยอรมนี ฝรั่งเศส และอิตาลีที่ทำระดับสูงสุดในรอบกว่า 32, 27 และ 13 เดือน ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้ในภาคการผลิตอย่างใกล้ชิด หลังปธน. ทรมป์ประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า ซึ่งอาจส่งผลให้อุปสงค์โลกและการค้าชะลอตัว และจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยกดดันกิจกรรมภาคการผลิตของยูโรโซนในระยะข้างหน้า ด้านนโยบายการเงิน เราประเมินว่า ECB มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก -25bps ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย. แม้ดอกเบี้ยนโยบายจะกลับสู่ระดับที่เป็นกลางแล้วก็ตาม โดยหลักเพื่อรองรับกับความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ซึ่งเรามองว่าในการประชุมครั้งถัดไป ECB มีแนวโน้มปรับประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อลงจากประมาณการรอบเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา

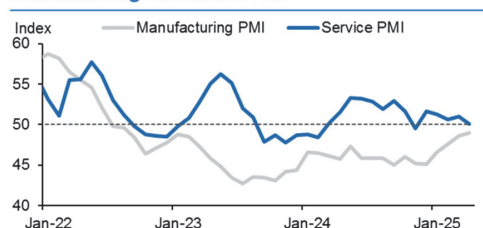
กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน เม.ย. ชะลอตัวลง

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน เม.ย. ชะลอตัวลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวลดลง -0.5 จุด เป็น 50.4 จุด ซึ่งเป็นผลจากกิจกรรมในภาคบริการที่ชะลอลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ปรับตัวลดลง -0.9 จุด เป็น 50.1 จุด อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตเริ่มเห็นสัญญาณเชิงบวกมากยิ่งขึ้น โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น

+0.4 จุด เป็น 49.0 จุด ขณะที่ดัชนีทำระดับสูงสุดในรอบกว่า 32 เดือน ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากกิจกรรมในภาคการผลิตของประเทศเยอรมนี ฝรั่งเศส และอิตาลีที่ทำระดับสูงสุดในรอบกว่า 32, 27 และ 13 เดือน ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้ในภาคการผลิตอย่างใกล้ชิด หลังปธน. ทรมป์ประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า ซึ่งอาจส่งผลให้อุปสงค์โลกและการค้าชะลอตัว และจะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยกดดันกิจกรรมภาคการผลิตของยูโรโซนในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 29: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในเดือน เม.ย. ชะลอตัวลง

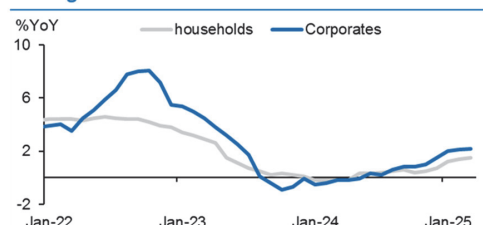
Manufacturing vs. Services PMI



Consumption



Credit growth



Trade



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า ECB มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก -25bps ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย. แม้ดอกเบี้ยนโยบายจะกลับสู่ระดับที่เป็นกลางแล้วก็ตาม

ในการประชุมนโยบายการเงินรอบเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับ 2.25% สำหรับ Deposit Facility Rate ทางคณะกรรมการการเงินพร้อมให้คำปรึกษาที่ระบุว่า “นโยบายการเงินอยู่ในระดับที่ตึงตัว” (Restrictive) ออกไปจากถ้อยแถลง ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ECB ที่เผยแพร่ในช่วงก่อนหน้านี้ ที่ระบุว่าระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Nominal Neutral Rate) อยู่ในกรอบระหว่าง 1.75-2.25% โดย ECB เป็นหนึ่งในธนาคารกลางหลักของโลกที่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงค่อนข้างเร็ว ซึ่งต่างกับ Fed และ BoE ที่ลดดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไป ขณะเดียวกัน การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ ECB ส่วนใหญ่เป็นผลจากความเชื่อมั่นของคณะกรรมการนโยบายการเงินที่มองว่าเงินเฟ้อทั่วไปและพื้นฐานมีแนวโน้มทรงตัวได้ที่ระดับ 2.0% ได้อย่างยั่งยืนในระยะกลาง นอกจากนี้ เครื่องชี้เงินเฟ้อส่วนใหญ่ที่ ECB ให้ความสำคัญ อาทิ เงินเฟ้อที่หักพลังงานและอาหาร, เงินเฟ้อที่หักหมวดสินค้าและบริการที่ราคาลดลงและเพิ่มขึ้นมากที่สุด 10% และ 30% (Trimmed Mean), และเงินเฟ้อที่หักหมวดที่มีความผันผวนจากปัจจัยชั่วคราว (Persistent and Common Component of Inflation) ต่างขยายตัวใกล้เคียงระดับ 2% ขณะที่เครื่องชี้เงินเฟ้อที่สะท้อนปัจจัยภายในประเทศ (Domestic Inflation) ก็เริ่มชะลอตัวลงด้วยเช่นกัน

มองไปในระยะข้างหน้า เราประเมินว่า ECB มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก -25bps ในการประชุม

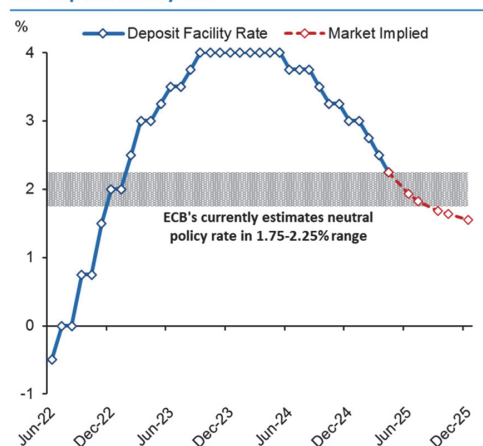
รอบเดือน มิ.ย. แม้ดอกเบี้ยนโยบายจะกลับสู่ระดับที่เป็นกลางแล้วก็ตาม โดยหลักเพื่อรองรับกับความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ซึ่งเรามองว่าในการประชุมครั้งถัดไป ECB มีแนวโน้มปรับประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อลงจากประมาณการรอบเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา

ภายหลังจากที่ปธน. ทรัมป์ ประกาศตั้งกำแพงภาษีในรอบเดือน เม.ย. ไม่เพียงแต่จะกระทบกับเศรษฐกิจยุโรป แต่ยังรวมถึงเศรษฐกิจโลก จึงสร้างความเสี่ยงด้านต่ำต่อภาคการส่งออกโดยรวม อีกทั้งความไม่แน่นอนของนโยบายภาครัฐที่ค้างอยู่ในระดับสูงจะกดดันการลงทุนภาคเอกชนอย่างหลีกเลี่ยงได้ยาก

นอกจากนี้ เงินเฟ้อของยุโรปยังเผชิญแรงกดดันด้านต่ำด้วยเช่นเดียวกัน จากทั้งค่าจ้างแรงงานที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงมากกว่าที่เคยประเมินไว้ทั้งในปี 2025F และ 2026F ซึ่งจะมีส่วนช่วยดึงเงินเฟ้อในบริการให้ชะลอตัวลง ขณะเดียวกัน ราคาพลังงานทั้งน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติยังทรงตัวอยู่ต่ำกว่าที่ ECB ประเมินไว้ ขณะที่ ESU มองราคาน้ำมันดิบมี Upside ค่อนข้างจำกัด ซึ่งจะเป็นอีกปัจจัยที่กดดันเงินเฟ้อในหมวดพลังงานเพิ่มเติมจากประมาณการรอบก่อน ส่วนเศรษฐกิจยุโรปที่มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าศักยภาพในระยะข้างหน้า (อ้างอิงจากการประเมินของ IMF) สะท้อนอุปสงค์ที่ไม่แข็งแกร่งและเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่จะจำกัดการขยายตัวของเงินเฟ้อ โดยสรุป จากความเสี่ยงด้านต่ำต่อการเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ดังที่กล่าวไปข้างต้น เรามองว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติมในการประชุมครั้งถัดไปในเดือน มิ.ย. แม้อัตราดอกเบี้ยจะกลับสู่ระดับที่เป็นกลางแล้วก็ตาม

แผนภาพที่ 30: คณะกรรมการการเงินพร้อมให้คำปรึกษาที่ระบุว่านโยบายการเงินอยู่ในระดับที่ตึงตัวออกไปจากถ้อยแถลง (Restrictive) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ECB ที่เผยแพร่ในช่วงก่อนหน้านี้ ที่ระบุว่าระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Nominal Neutral Rate) อยู่ในกรอบระหว่าง 1.75-2.25%

ECB deposit facility rate



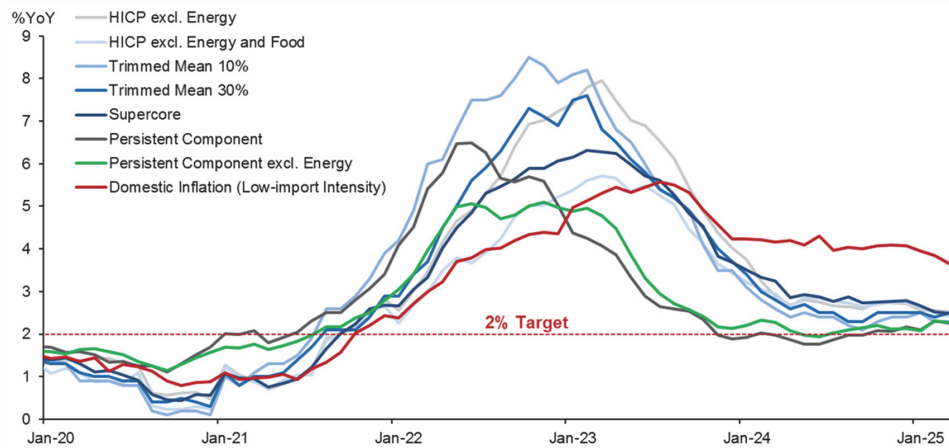
Development of President Lagarde statements

	30 Jan	6 Mar	17 Apr
Policy Stance	• Monetary policy remains restrictive	• Monetary policy is becoming meaningfully less restrictive	• N/A
Price	• The disinflation process is well on track • Domestic inflation remains high	• The disinflation process is well on track • Domestic inflation remains high	• The disinflation process is well on track • Domestic inflation has declined
Risks	• The risks to economic growth remain tilted to the downside	• The risks to economic growth remain tilted to the downside	• Downside risks to economic growth have increased

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: เครื่องชี้เงินเฟ้อส่วนใหญ่ที่ ECB ให้ความสำคัญต่างขยายตัวใกล้เคียงระดับ 2% ขณะที่เครื่องชี้เงินเฟ้อที่สะท้อนปัจจัยภายในประเทศ (Domestic Inflation) ก็เริ่มชะลอตัวลงด้วยเช่นกัน

Measures of underlying inflation ¹⁾

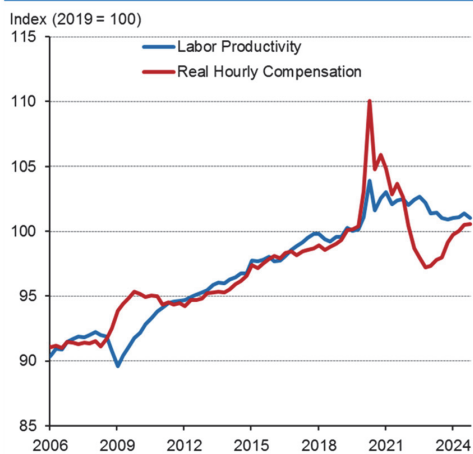


Note: For domestic inflation, we used 4-digit HICP inflation categories that the ECB provides with less than 18% import intensity contents and then applied 10% trimmed mean to those goods and services basket with low import content.

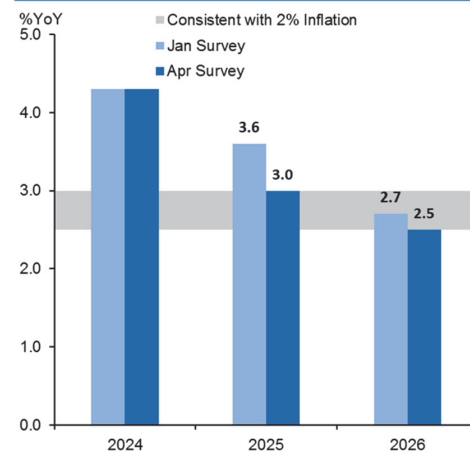
ที่มา: ECB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 32: เงินเฟ้อของยูโรโซนยังเผชิญแรงกดดันด้านต่ำ จากทั้งค่าจ้างแรงงานที่มีแนวโน้มชะลอตัวลงมากกว่าที่ประเมินไว้ทั้งในปี 2025F และ 2026F ซึ่งจะมีส่วนช่วยดึงเงินเฟ้อในภาคบริการให้ชะลอตัวลง...

Real wage & labor productivity

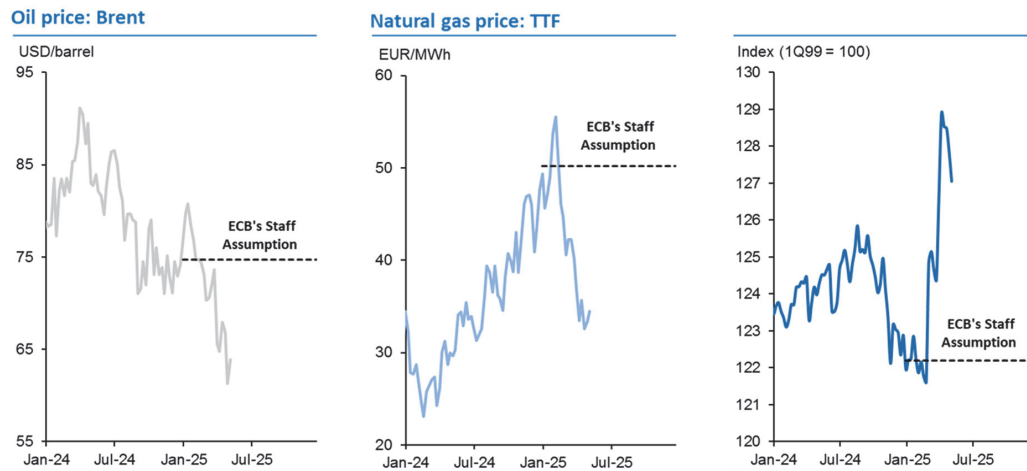


ECB's survey: implied future wage growth



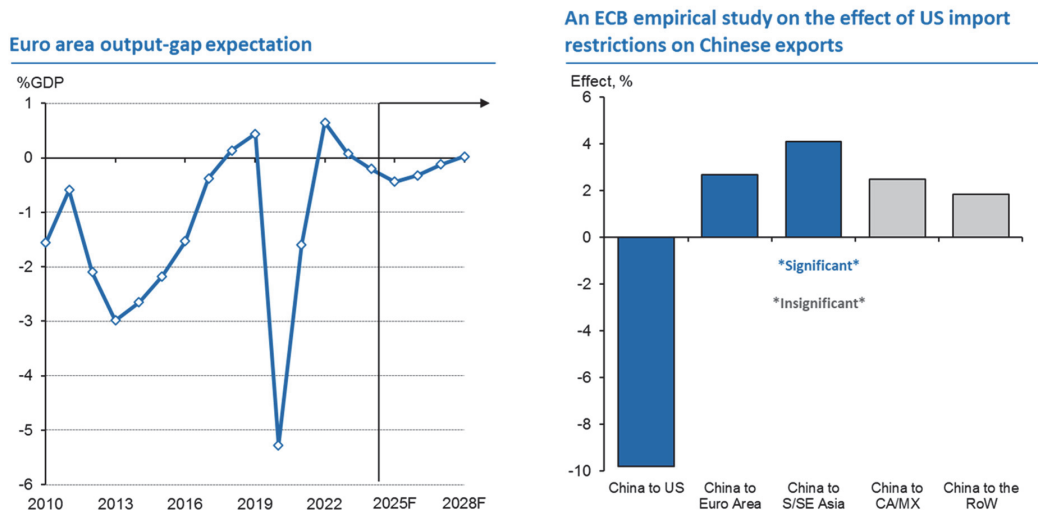
ที่มา: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 33: ... ขณะเดียวกัน ราคาพลังงานทั้งน้ำมันดิบ และก๊าซธรรมชาติ ยังทรงตัวอยู่ต่ำกว่าที่ ECB ประเมินไว้ ขณะที่ ESU มองราคาน้ำมันดิบมี Upside ค่อนข้างจำกัด ซึ่งจะเป็นอีกปัจจัยช่วยกดดันเงินเฟ้อในหมวดพลังงานลงจากประมาณการรอบก่อน...



ที่มา: ECB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: ... ส่วนเศรษฐกิจยูโรโซนที่มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าศักยภาพในระยะข้างหน้า (อิงจากการประเมินของ IMF) สะท้อนอุปสงค์ที่ไม่แข็งแรง และเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่จะจำกัดการขยายตัวของเงินเฟ้อ



Note: 1\ The bars represent the coefficient of US restrictions on imports from China, interacted with dummy variables for bilateral flows from 2019 from a sector gravity regression. The effects are computed by multiplying the estimated elasticities by the observed change in US restrictions on Chinese imports since 2019. Blue bars denote statistically significant elasticities.

ที่มา: IMF, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 35: การสื่อสารของคณะกรรมการนโยบายการเงินส่วนใหญ่ยังโน้มเอียงไปในทางที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมในปี

ECB comments post Apr 2025 meeting



Executive Board Schnabel (10 May): “The appropriate course of action is to keep rates close to where they are today – that is, firmly in neutral territory.”



Governing Council Simkus (9 May): “the June decision is quite clear with another cut needed. There are chances that there might be another cut after June”



Governing Council Rehn (9 May): “Against this background of disinflation on track and growth having weakened,...the right reaction in monetary policy is to cut rates.”



Governing Council Stournaras (5 May): “It seems we will continue with such moves. But we have said that the approach that will apply is that at each meeting we will see the data and decide.”



ECB Vice President de Guindos (2 May): “We’re optimistic that we will sustainably meet our inflation target. Wage growth is slowing. Uncertainty is always bad for the economy.”

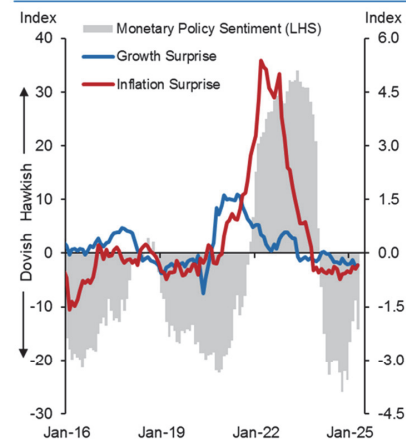


Governing Council Kazaks (29 Apr): “At the moment it looks pretty hopeful that step-by-step cuts could also continue this year.”



Executive Board Cipollone (29 Apr): US trade levies could weigh on euro-zone inflation in the near term. “The short to medium-term effects may even prove disinflationary for the euro area.”

ECB hawk-dove sentiment & economic surprise index



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตของจีนเริ่มได้รับผลกระทบจากการที่สหรัฐฯ ปรับขึ้นอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากจีนในเดือนเมษายนที่ผ่านมา โดยข้อมูลจากกิจกรรมการขนส่งที่ท่าเรือสะท้อนการลดลงของปริมาณเรือบรรทุกสินค้าที่ส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ ในช่วงครึ่งหลังของเดือนเมษายนอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ การเจรจาทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ล่าสุดก็นำไปสู่การปรับลดอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากจีนลงเป็นระยะเวลา 90 วัน มีแนวโน้มสนับสนุนให้การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ กลับมาเร่งตัวขึ้นในระยะสั้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีน โดยตลาดได้เริ่มปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP Growth ของจีนในปีขึ้นสู่ระดับ 4.5-4.6% จากคาดการณ์เดิมที่ราว 4.0% อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ในประเทศของจีนยังฟื้นตัวอย่างจำกัด แม้ทางการจีนได้เร่งดำเนินนโยบายกระตุ้นทั้งในด้านการคลังและการเงิน แต่อาจยังไม่เพียงพอที่จะรักษาการเติบโตที่ระดับ 5.0% ได้ตามเป้าหมายของทางการ ในขณะเดียวกัน แรงกดดันจากสงครามการค้าที่ลดลงอาจส่งผลให้ทางการจีนประเมินว่าความจำเป็นในการเร่งออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมปรับลดลง ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศในระยะต่อไป

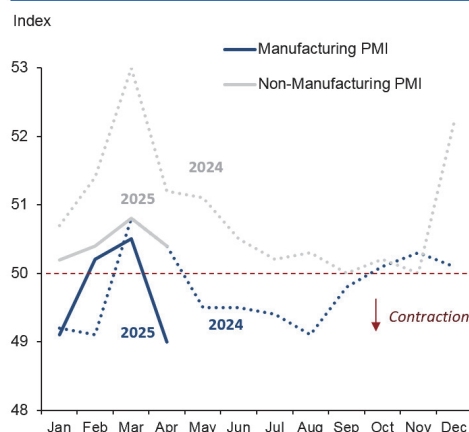
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตของจีนเริ่มได้รับผลกระทบจากการที่สหรัฐฯ ปรับขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนสู่ระดับ 145% ในเดือนเมษายนที่ผ่านมา

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Official Manufacturing PMI) ของจีนในเดือนเมษายนปรับลดลงสู่ระดับ 49.0 จากระดับ

50.5 ในเดือนมีนาคม ซึ่งถือเป็นการลดลงมากที่สุดนับตั้งแต่เดือนธันวาคม 2023 โดยดัชนีย่อยที่สะท้อนยอดคำสั่งซื้อจากต่างประเทศ (New Export Orders) ปรับลดลงแตะระดับต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี

แผนภาพที่ 36: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตปรับลดลงมากที่สุดนับตั้งแต่เดือนธันวาคม 2023 โดยเฉพาะยอดคำสั่งซื้อจากต่างประเทศ ที่ลดลงแตะระดับต่ำสุดในรอบกว่า 2 ปี

China PMIs: 2025 vs. 2024



Manufacturing PMIs: sub-index



ที่มา: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

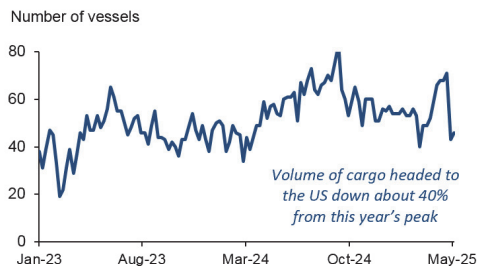
การขนส่งสินค้าจากจีนไปยังสหรัฐฯ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากที่ภาษีนำเข้า 145% มีผลบังคับใช้

กิจกรรมการขนส่งที่ทำเรือสะท้อนการลดลงของปริมาณเรือบรรทุกสินค้าที่ส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญในช่วงครึ่งหลังของเดือนเมษายน อย่างไรก็ตาม การส่งออกโดยรวม

ของจีนยังขยายตัว โดยเฉพาะการส่งออกไปยังประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ รวมถึงยุโรป ซึ่งคาดว่าจะเป็ผลจากการปรับเส้นทางการค้าเพื่อหลีกเลี่ยงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ (Re-routing) เนื่องจากประเทศอื่นได้รับการผ่อนคลา่ยอัตราภาษีสินค้านำเข้าเหลือ 10% ในช่วงที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 37: การขนส่งสินค้าจากจีนไปยังสหรัฐฯ ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

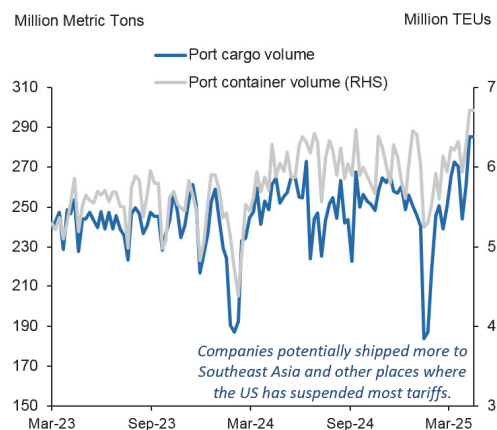
Volume of container ships from China to US



Shipping rates for transpacific containers



Chinese Sea Cargo Trade



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความตึงเครียดทางการค้าที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ เติบโตขึ้นในระยะสั้น

จากการเจรจาทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนช่วงกลางเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมา ส่งผลให้สหรัฐฯ ปรับลดอัตราภาษีสินค้านำเข้าจากจีนลงจาก 145% เหลือ 30% และจีนจะลดภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ จาก 125% เหลือ 10% เป็นระยะเวลา 90 วัน โดยความตึงเครียดทางการค้าที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ เติบโตขึ้นในระยะสั้น เนื่องจากหลาย

โรงงานในจีนกล่าวว่า จะเร่งการผลิตและส่งออกไปยังสหรัฐฯ ในช่วง 90 วันนี้

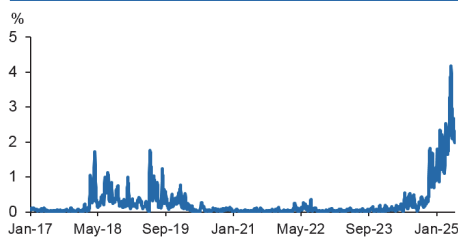
แรงกดดันทางการค้าที่ลดลงจะเป็นปัจจัยบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนในปี โดยตลาดได้เริ่มปรับเพิ่มคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจจีน (GDP Growth) ในปี 2025 ขึ้นจากระดับราว 4.0% สู่ระดับ 4.5–4.6% ทั้งนี้ ความไม่แน่นอนยังอยู่ในระดับสูง ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันความเชื่อมั่นและการลงทุนของภาคธุรกิจ

แผนภาพที่ 38: ความตึงเครียดทางการค้าที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ เติบโตขึ้นในระยะสั้น

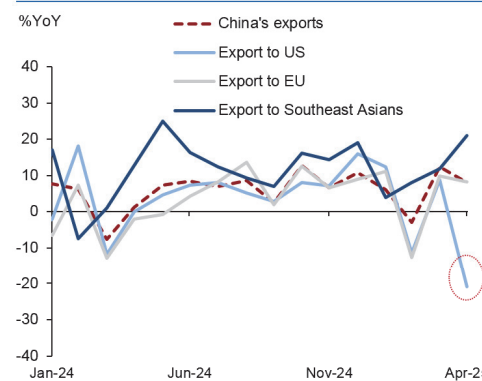
US tariffs on Chinese goods after a de-escalation

Latest (14 May)	Previous
30%	145%
- Reciprocal tariffs 10% (a 90-day period) - Fentanyl related tariffs 20%	- Reciprocal tariffs 125% - Fentanyl related tariffs 20%

China trade policy uncertainty



Chinese exports



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

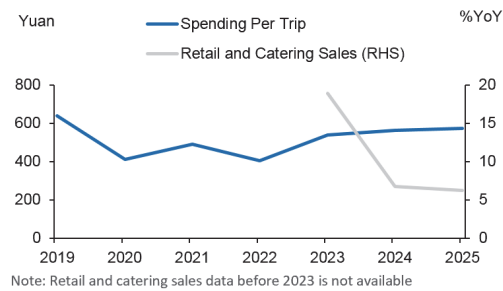
อุปสงค์ในประเทศยังฟื้นตัวอย่างจำกัด แม้ทางการจะเร่งดำเนินนโยบายการคลังและผ่อนคลายนโยบายการเงิน

ด้านอุปสงค์ในประเทศของจีนยังฟื้นตัวอย่างจำกัด แม้ว่าจะมีสัญญาณบวกจากจำนวนคนที่ออกมาท่องเที่ยวในช่วงเทศกาลวันหยุดยาวที่ปรับเพิ่มขึ้น แต่รายจ่ายต่อทริป (Spending Per Trip) ตลอดจนยอดขายปลีกหรือยอดขายอาหารและเครื่องดื่มไม่ได้เร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าการบริโภคภาคครัวเรือนยังไม่สามารถฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่ง แม้รัฐบาลจีนได้เร่งดำเนินนโยบายกระตุ้นทั้งในด้านการคลังและการเงิน สะท้อนจากการออกพันธบัตรรัฐบาลและการใช้จ่ายภาครัฐที่เร็วกว่าในปีที่ผ่านมา รวม

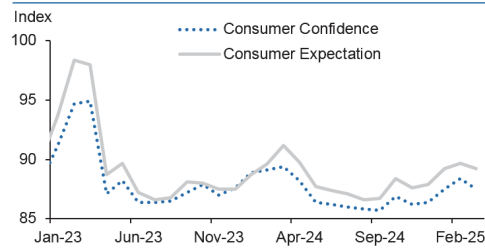
ถึงธนาคารกลางจีนได้ผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ผ่านการลดอัตราดอกเบี้ยและลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมาย (RRR) ตลอดจนสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อ แต่อาจยังไม่เพียงพอที่จะรักษาการเติบโตที่ระดับ 5% ได้ตามเป้าหมายที่ทางการจีนตั้งไว้ ถ้าไม่มีมาตรการกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศเพิ่มเติม ในขณะเดียวกันแรงกดดันจากสงครามการค้าที่ลดลงอาจส่งผลให้ทางการจีนประเมินว่าความจำเป็นในการเร่งออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมปรับลดลง ซึ่งอาจเป็นความเสี่ยงต่อการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 39: แม้จำนวนคนที่ออกมาท่องเที่ยวในช่วงเทศกาลวันหยุดยาวปรับเปลี่ยน แต่รายจ่ายต่อทริปตลอดจนยอดขายปลีกหรือยอดขายอาหารและเครื่องดื่มไม่ได้เร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

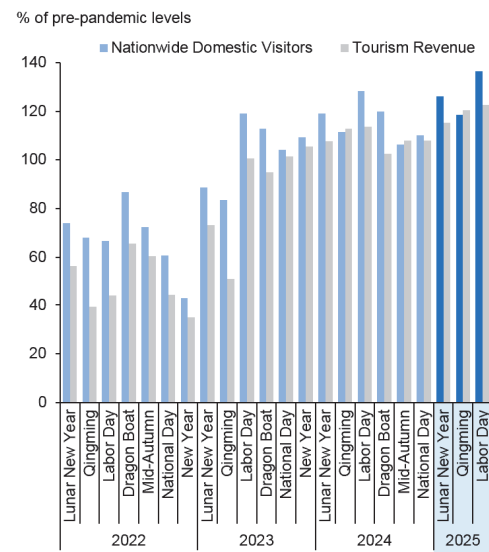
Spending per trip and sales during Labor day holiday



Consumer confidence index



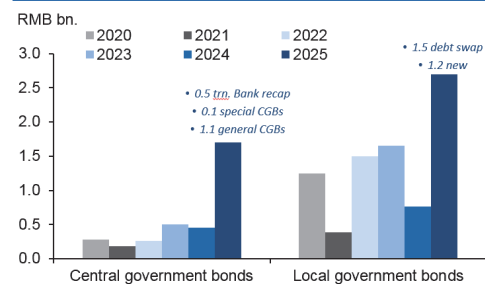
Domestic tourism volume and revenue



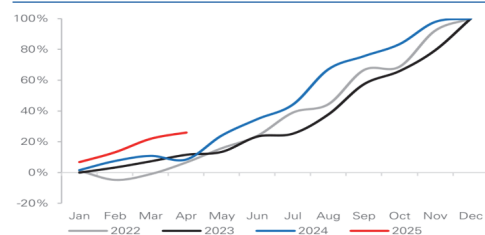
ที่มา: Bloomberg, CEIC, Ministry of Culture and Tourism, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 40: ทางการเงินเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลและเร่งการใช้จ่ายภาครัฐในช่วง 4 เดือนแรกของปีนี้

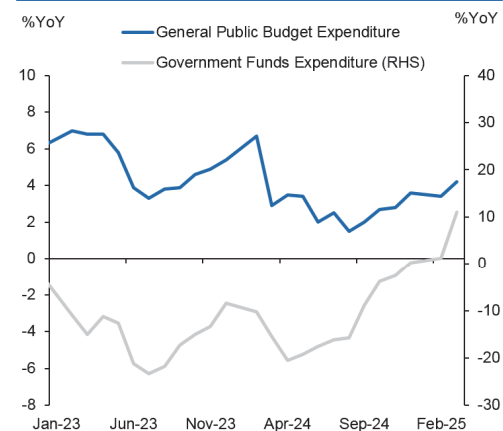
Net government bond issuance in Jan-April



Net funding progress of central government bonds



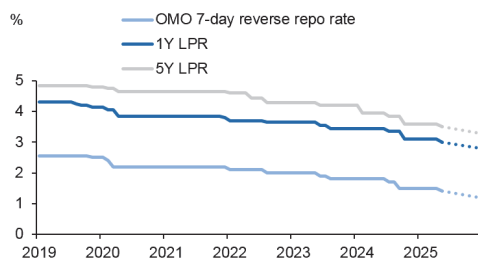
Fiscal expenditure growth



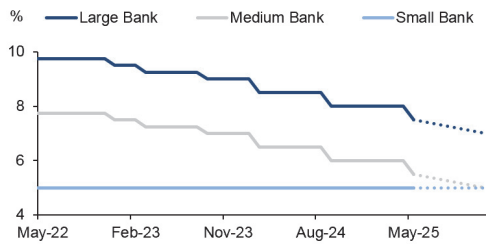
ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank Research, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 41: ธนาคารกลางจีนผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ผ่านการลดอัตราดอกเบี้ยและลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมาย (RRR) ตลอดจนสนับสนุนการปล่อยสินเชื่อ

China's monetary policy: Interest rates



China's Required Reserve Ratio (RRR)



PBOC's policy announcement in May 2025 vs. Sep 2024

Measures	May 2025	Sep 2024
Interest rate	- 10bps policy rate cut - 25bps cut for all structural facilities - 25bp cut for housing provident fund loans	- 20bps policy rate cut - Cut rates on existing mortgage loans
RRR	- 50bps RRR cut - Remove the 5% RRR floor for auto finance companies and leasing firms	- 50bps RRR cut
Relending programs	- CNY 1.1 trn. Services consumption, Tech, Elderly care, Agri, SMEs	- CNY 0.8 trn. Stock markets

ที่มา: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

จากผลการประชุมธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ในวันที่ 1 พฤษภาคม คณะกรรมการ BoJ แสดงความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อาจชะลอตัว จากผลกระทบของสงครามการค้า โดย BoJ ได้ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อลง พร้อมทั้งเลื่อนช่วงเวลาที่คาดว่าจะบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับ 2% จากปี 2026 ไปเป็นปี 2027 โดยระบุว่าประมาณการดังกล่าวมีความไม่แน่นอนสูง และอาจเปลี่ยนแปลงได้อย่างมาก ขึ้นอยู่กับผลการเจรจาทางการค้ากับสหรัฐฯ ภายหลังการประชุม ตลาดได้ปรับลดโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้ลง ทั้งนี้ เรามองว่า หากการเจรจาทางการค้าระหว่างญี่ปุ่นและสหรัฐฯ มีพัฒนาการในทิศทางบวก โดยสหรัฐฯ ยอมปรับลดอัตราภาษีนำเข้าให้แก่วัตถุดิบอย่างกว้าง โดยเฉพาะในกลุ่มยานยนต์ที่เป็นการส่งออกสำคัญของญี่ปุ่น ก็อาจส่งผลให้ BoJ เดินหน้าขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อไปได้ เนื่องจากโมเมนตัมของเงินเฟ้อและค่าจ้างยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดยคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.75% จากปัจจุบันที่ 0.5% ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ อย่างไรก็ตาม BoJ อาจเลื่อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกไปในปีหน้า หากความเสี่ยงจากสงครามการค้ายังไม่คลี่คลายและส่งผลกระทบต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่น

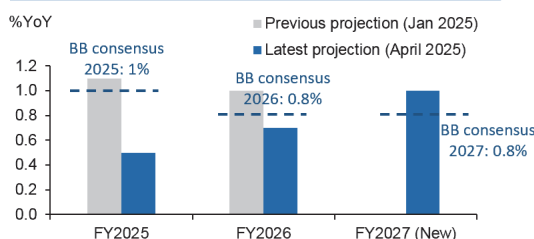
BoJ แสดงความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อาจชะลอตัว จากผลกระทบของสงครามการค้า

ผลการประชุมธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ในวันที่ 1 พฤษภาคม คณะกรรมการ BoJ แสดงความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อาจชะลอตัว จากผลกระทบของสงครามการค้า โดย BoJ ได้ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในปี

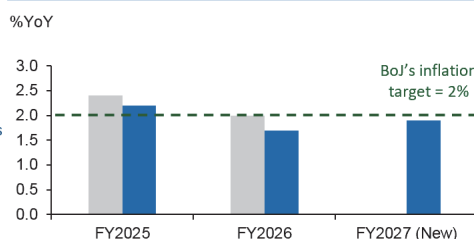
จาก 1.1% เหลือ 0.5% รวมถึงปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อลงตามทิศทางของเศรษฐกิจที่ชะลอตัว พร้อมทั้งเลื่อนช่วงเวลาที่คาดว่าจะบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับ 2% จากปี 2026 ไปเป็นปี 2027 โดยระบุว่าประมาณการดังกล่าวมีความไม่แน่นอนสูง และอาจเปลี่ยนแปลงได้อย่างมาก ขึ้นอยู่กับผลการเจรจาทางการค้ากับสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 42: BoJ ได้ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อลง

BoJ's projections: Real GDP growth



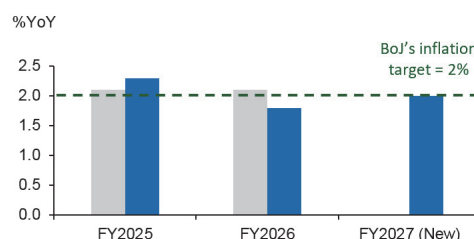
BoJ's projections: Core CPI (ex. Fresh food)



BoJ's risk assessment

	Previous outlook (Jan)	Latest outlook (April)
Risks to economic activity	Balanced	Downside
Risks to prices	Upside	Downside

BoJ's projections: New core CPI (ex. Fresh food & Energy)



ที่มา: BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

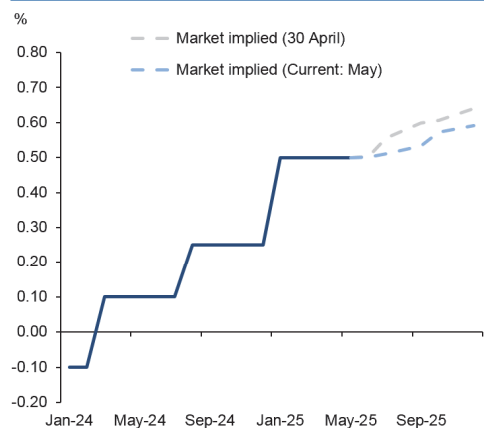
ภายหลังการประชุม ตลาดได้ปรับลดโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้ลง

ภายหลังการประชุมดังกล่าว ตลาดได้ปรับลดโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้ลง ทั้งนี้ เราคาดว่า หากการเจรจาทางการค้าระหว่างญี่ปุ่นและสหรัฐฯ มีพัฒนาการในทิศทางบวก โดยสหรัฐฯ ยอมปรับลดอัตราภาษีนำเข้าให้แก่ญี่ปุ่นอย่างถาวร โดยเฉพาะในกลุ่มยานยนต์ที่เป็นการส่งออกสำคัญของญี่ปุ่น

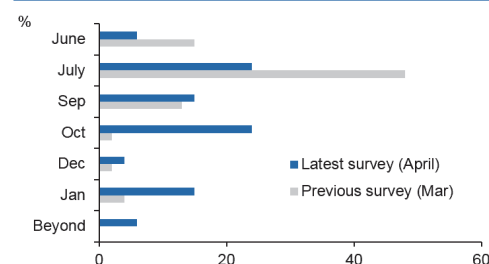
ก็อาจส่งผลให้ BoJ เดินหน้าขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อไปได้ โดยคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.75% จากปัจจุบันที่ 0.5% ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ อย่างไรก็ตาม BoJ อาจเลื่อนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกไปในปีหน้า หากความเสี่ยงจากสงครามการค้ายังไม่คลี่คลายและส่งผลกระทบต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่น

แผนภาพที่ 43: ตลาดได้ปรับลดโอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้ลง

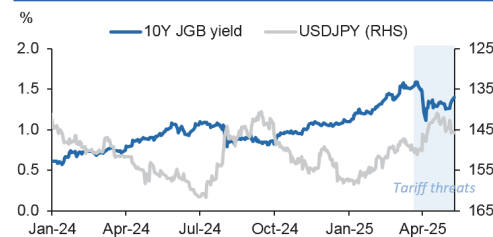
Market implied rate



BOJ watchers' expectations for the next hike



10-year government bond yields and USDJPY



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

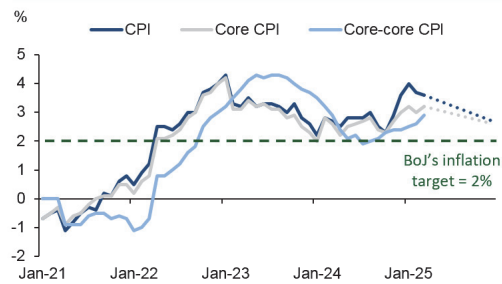
โมเมนตัมของเงินเฟ้อและค่าจ้างยังมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง

แม้เงินเฟ้อจะเริ่มชะลอตัวลงจากจุดสูงสุด แต่ยังมีแนวโน้มอยู่เหนือระดับเป้าหมายที่ 2.0% ของ BoJ โดยจากผลสำรวจพบว่าภาคธุรกิจยังมีแผนที่จะส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้น โดยเฉพาะต้นทุนด้านแรงงาน ไปยังราคาสินค้าของผู้บริโภคอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ พบว่า คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนยังปรับเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกัน ข้อมูลจากผลการเจรจา

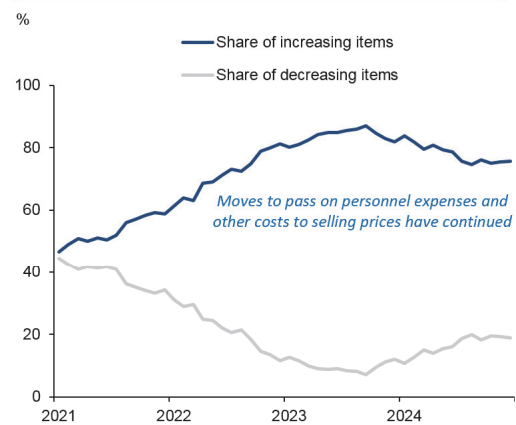
ค่าจ้างประจำปี (Shunto Spring Wage Negotiation) ชี้ว่าภาคธุรกิจมีแนวโน้มปรับเพิ่มค่าจ้างให้แก่แรงงานในอัตราที่สูงกว่าของปีก่อน เพื่อดึงแรงงานเอาไว้ เนื่องจากปัญหาการขาดแคลนแรงงานในญี่ปุ่นยังรุนแรง โดยผลการเจรจาค่าจ้างดังกล่าวจะสะท้อนในเงินเดือนพนักงาน (Payrolls) มากขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปีเป็นต้นไป ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนแรงขับเคลื่อนของเงินเฟ้อในภาคบริการ และช่วยหนุนการใช้จ่ายของผู้บริโภคในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 44: ภาคธุรกิจยังมีแผนที่จะส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังราคาสินค้าของผู้บริโภคอย่างต่อเนื่อง

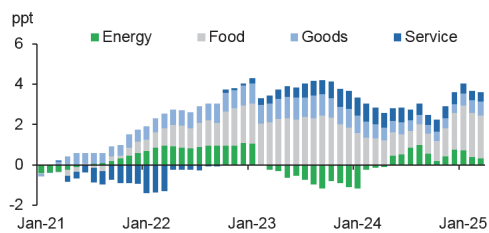
Consumer price index: CPI



Price changes across all CPI items (less fresh food)



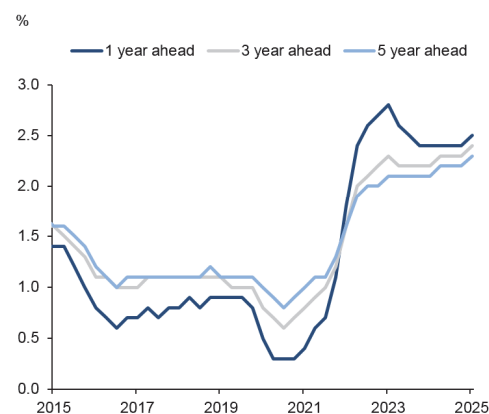
CPI: contribution



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 45: คาดการณ์เงินเฟ้อของทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนยังปรับเพิ่มขึ้น

Inflation expectations of corporates (Tankan)



Inflation expectation of households (BoJ's opinion survey)^{1\}

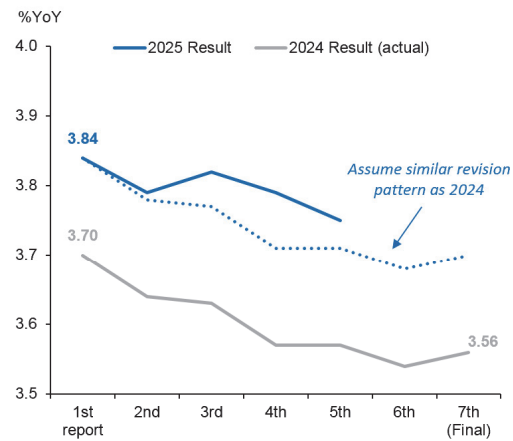


Note: 1\ The survey's question was "by what percent do you think prices will change per year on average over the next one year and five years?"

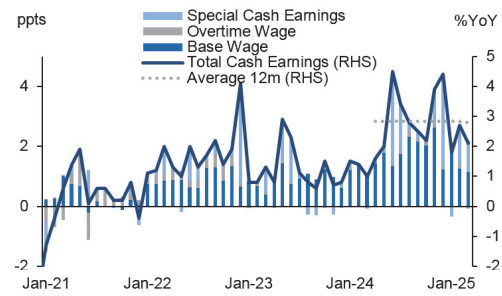
ที่มา: BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 46: ผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี (Shunto Spring Wage Negotiation) ซึ่งภาคธุรกิจมีแนวโน้มปรับเพิ่มค่าจ้างให้แก่แรงงานในอัตราที่สูงกว่าของปีก่อน

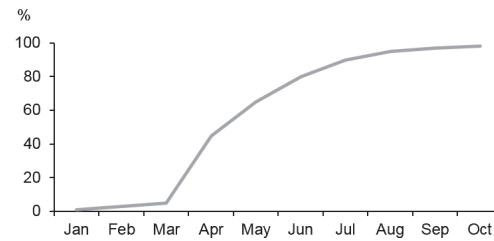
Shunto spring wage negotiation result (Base pay rise)



Wage growth



Progressions rates in reflecting hikes to monthly paychecks



ที่มา: JTUC-RENGO, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

เราได้ทำการปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยลงมาจากอยู่ที่ 1.6% ในปี 2025F และ 1.4% ในปี 2026F เพื่อสะท้อนความอ่อนแอของการลงทุนภาคเอกชนในสภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งการใช้จ่ายของภาครัฐฯ ยังอ่อนแอกว่าที่คาด ท่ามกลางพื้นที่การคลังที่เริ่มมีอยู่จำกัด แรงกดดันทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น ปัญหาหนี้ภาครัฐฯ ที่เร่งตัว และความเสี่ยงของการถูกกดดันอันดับเครดิต ความน่าเชื่อถือของประเทศในระยะข้างหน้า ขณะเดียวกัน การส่งออกสินค้าแม้จะขยายตัวได้ในระดับสูงมาก แต่การผลิตภาคอุตสาหกรรมในประเทศขยายตัวเพียงเล็กน้อย ทำให้เราค่อนข้างกังวลว่าในช่วงครึ่งหลังของปีทำการส่งออกมีแนวโน้มหดตัวสูง ภาคการผลิตจะหดตัวรุนแรงแค่ไหน และจะมีการเลิกจ้างแรงงานในภาคการผลิตมากเพียงใด รวมถึงภาครัฐฯ จะมีนโยบายเพื่อรักษาระดับของการจ้างงานหรือไม่ นอกจากนี้ เราองว่ามีแนวโน้มสูงขึ้นว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติมอีก 1 ครั้งในไตรมาสสุดท้ายของปี 2025F เป็น 1.25% จากมุมมองเดิมที่คาดว่า ธปท. จะปรับลดดอกเบี้ยอีกเพียง 1 ครั้งในไตรมาสที่สาม โดยสรุป เราประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2025F จะอยู่ที่ระดับ 1.25% ขณะเดียวกัน เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2026F มีแนวโน้มที่จะลดลงไปอยู่ที่ 0.75%

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 1 เติบโต 3.1% YoY แรงหนุนจากการเร่งส่งออก และการท่องเที่ยว ขณะที่ภาคการผลิตไม่ได้เติบโตตาม สะท้อนความเปราะบางของเศรษฐกิจ

GDP ไตรมาส 1/2025 ขยายตัว 3.1% YoY จาก 3.3% ไตรมาสก่อน ซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดไว้ที่ 3.2% และสูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 2.9% โดยหากปรับฤดูกาลแล้ว เศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 0.7% QoQ, SA (vs. 0.4% ไตรมาสก่อน) สูงกว่าที่เราคาด (0.6%) และสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 0.5%

ด้านการผลิต: การผลิตในภาคการเกษตรขยายตัวดีขึ้นเป็น 5.7% YoY ขณะที่การผลิตนอกภาคเกษตรชะลอตัวลงเป็น 2.9% YoY (vs 3.6% ไตรมาสก่อน) โดยหลักจากผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ชะลอตัวลงมาก (0.2% YoY vs 1.1% ไตรมาสก่อน) ขณะเดียวกันกิจกรรมในภาคบริการก็ปรับชะลอลง (4.2% vs. 4.7% ไตรมาสก่อน)

การผลิตในภาคการเกษตรขยายตัว 5.7% YoY (vs 1.1% ไตรมาสก่อน) ตามสภาพอากาศและปริมาณน้ำที่เอื้ออำนวยต่อการเพาะปลูก ซึ่งสอดคล้องกับดัชนีผลผลิตสินค้าเกษตรที่ขยายตัว 4.6% YoY โดยพืชผลสำคัญ และสินค้าเกษตรที่มีปริมาณผลผลิตขยายตัวเพิ่มขึ้นได้แก่ ข้าวเปลือก อ้อย ยางพารา ไก่เนื้อ เป็นต้น ขณะที่การผลิต ปาล์มน้ำมัน และมันสำปะหลังปรับลดลงส่วนดัชนีราคาสินค้าเกษตรปรับลดลงครั้งแรกในรอบ 5 ไตรมาส (-1.0% YoY) ตามการลดลงของราคา มันสำปะหลัง (-41.2% YoY) ข้าวเปลือก (-8.2 %YoY)

การผลิตนอกภาคเกษตรชะลอตัวลงเป็น 2.9% YoY (vs. 3.6% ไตรมาสก่อน) โดยผลผลิตภาคอุตสาหกรรมชะลอตัวลงเป็น 0.2% (vs. 1.1% ไตรมาสก่อน) จากการลดลงของการผลิตไฟฟ้า ก๊าซ ไอ้ น้ำและระบบการปรับอากาศ รวมถึงการจัดหาน้ำและการจัดการน้ำเสีย อย่างไรก็ตาม กิจกรรมในภาคการผลิตปรับตัวดีขึ้นเป็น 0.6% (vs. 0.3% ไตรมาสก่อน) ด้านกิจกรรมในภาค

บริการชะลอตัวลงเช่นเดียวกัน สู่ระดับ 4.2% YoY (vs. 4.7% ไตรมาสก่อน) จากกิจกรรมด้านการขนส่งและสถานที่เก็บสินค้า (5.4% vs. 9.0% ไตรมาสก่อน), ที่พักแรมและบริการด้านอาหาร (7.2% vs. 10.4% ไตรมาสก่อน), ข้อมูลข่าวสารและการสื่อสาร (4.9% vs. 6.0% ไตรมาสก่อน), กิจกรรมที่เกี่ยวกับอสังหาริมทรัพย์ (1.1% vs. 1.7% ไตรมาสก่อน), และการศึกษา (0.3% vs. 1.1% ไตรมาสก่อน) ทั้งนี้ กิจกรรมในภาคการก่อสร้างยังคงขยายตัวได้ในระดับเลขสองหลักที่ 16.2% (vs. 18.3% ไตรมาสก่อน) และกิจกรรมในภาคการขนส่งและขายปลีก (4.7% vs. 4.1% ไตรมาสก่อน)

ด้านการใช้จ่าย: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในไตรมาสที่หนึ่งได้แรงหนุนจากการส่งออกสินค้าและบริการ รวมถึงการลงทุนของภาครัฐ อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชนและการอุปโภคบริโภคภาครัฐชะลอตัวลง ส่วนการลงทุนภาคเอกชนยังคงหดตัวต่อเนื่องสู่ไตรมาสติดต่อกัน

อุปสงค์ต่างประเทศ: การส่งออกสินค้าเร่งตัวขึ้นเป็น 13.8% YoY (vs. 8.9% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การส่งออกบริการชะลอตัวลงเป็น 7.0% (vs. 22.9% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้การส่งออกสินค้าและบริการเร่งตัวขึ้นเป็น 12.3% (vs. 11.5% ไตรมาสก่อน)

อุปสงค์ในประเทศ: การลงทุนภาครัฐยังคงขยายตัวในระดับเลขสองหลักที่ 26.3% YoY (vs. 39.4% ไตรมาสก่อน) โดยการบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวลงเป็น 2.6% (vs. 3.4% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การอุปโภคบริโภคภาครัฐชะลอตัวลงเป็น 3.4% (vs. 5.4% ไตรมาสก่อน) อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาคเอกชนยังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 4 ที่ระดับ -0.9% (vs. -2.1% ไตรมาสก่อน)

ด้าน สศช. ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวในกรอบ 1.3-2.3% ค่ากลาง 1.8% (vs. 1.6% ESUe) ในปี 2025F ส่วนเงินเฟ้อประเมินว่าจะขยายตัวอยู่ในกรอบ 0.0-1.0% (vs. 0.5% ESUe)

ข้อสังเกตสำคัญสำหรับ GDP ที่ประกาศในไตรมาสนี้คือการที่ภาคการผลิตอุตสาหกรรมในประเทศ ขยายตัวเพียงแค่ 0.6% ซึ่งไม่สอดคล้องกับภาคการส่งออกสินค้าที่ขยายตัวกว่า 13.8% อีกทั้งแม้จะรวมผลจากการดึงสินค้าคงคลังออกมาจำหน่าย ก็ยังมีความคลาดเคลื่อนอยู่มาก ทำให้ตัวเลขดังกล่าวสะท้อนว่าประเทศไทยเป็นเพียงประเทศทางผ่านของสินค้าจากต่างประเทศเพื่อสิทธิประโยชน์ด้านภาษีก่อนที่จะส่งต่อไปยังประเทศปลายทาง (Re-routing)

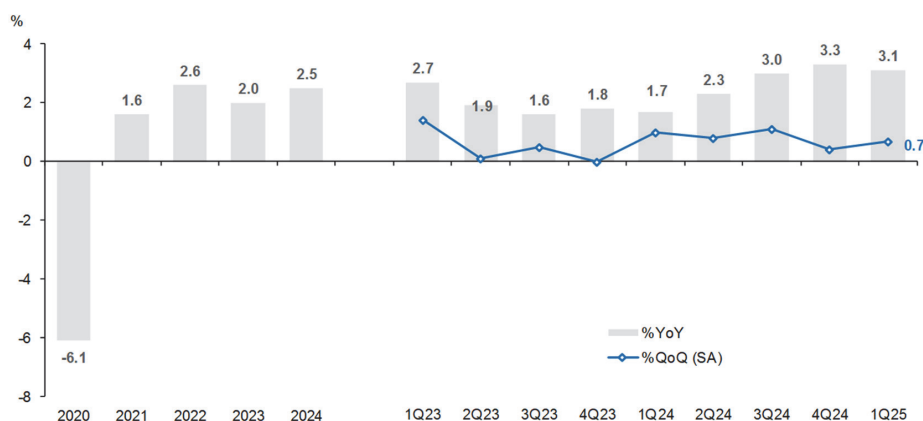
เราได้ทำการปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยลงมาอยู่ที่ 1.6% ในปี 2025F และ 1.4% ในปี 2026F เพื่อสะท้อนความอ่อนแอของการลงทุนภาคเอกชนในสถานะที่มีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งการใช้จ่ายของภาครัฐ ยังอ่อนแอกว่าที่คาดท่ามกลางพื้นที่การคลังที่เริ่มมีอยู่จำกัด แรงกดดันทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น ปัญหาหนี้ภาครัฐ ที่เร่งตัว และความเสี่ยงของการถูกหั่นอันดับเครดิตความน่าเชื่อถือของประเทศในระยะข้างหน้า ขณะเดียวกัน การส่งออกสินค้าแม้จะขยายตัวได้ในระดับสูงมาก แต่การผลิตภาคอุตสาหกรรมในประเทศขยายตัวเพียงเล็กน้อย ทำให้เราค่อนข้างกังวลว่าในช่วงครึ่งหลังของปีที่มีการส่งออกมีแนวโน้มหดตัวสูง ภาคการผลิตจะหดตัวรุนแรงแค่ไหน และจะ

มีการเลิกจ้างแรงงานในภาคการผลิตมากเพียงใด รวมถึงภาครัฐ จะมียุทธศาสตร์เพื่อรักษาระดับของการจ้างงานหรือไม่

ด้านความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจไทยที่น่าจับตาอย่างใกล้ชิด ประกอบด้วย 1) ภาระหนี้ครัวเรือนที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องภายใต้สภาวะการเงินที่ตึงตัว และสถาบันการเงินยังเข้มงวดกับการปล่อยสินเชื่อ 2) การชะลอตัวของเศรษฐกิจและการค้าโลก อันเนื่องมาจากความไม่แน่นอนและผลกระทบจากสงครามการค้า 3) จำนวนและการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่อาจน้อยกว่าที่ประเมิน ผลจากทั้งการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และปัจจัยเฉพาะตัวภายในประเทศ อย่างเช่น การขาดความเชื่อมั่นด้านความปลอดภัยในการมาท่องเที่ยวภายในประเทศของนักท่องเที่ยวจีน จากสภาวะเศรษฐกิจที่มีการชะลอตัวลงแรง และทิศทางเงินเฟ้อที่คาดว่าจะมีแนวโน้มที่จะอยู่ต่ำกว่ากรอบล่างของเป้าหมาย ธปท. (<1%) ดังนั้น เราจึงทำการปรับมุมมองต่อการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท. ในระยะข้างหน้า โดยคาดว่า ธปท. มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติมอีก 1 ครั้ง (-25 bps) ในไตรมาสที่ 4 เพิ่มเติมจากมุมมองเดิมที่คาดว่าจะมีการปรับลดอีกเพียง 1 ครั้ง (-25 bps) ในไตรมาสที่ 3 ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี คาดว่าจะลดลงมาอยู่ที่ระดับ 1.25%

แผนภาพที่ 47: GDP ไตรมาส 1/2025 ขยายตัว 3.1% YoY จาก 3.3% ไตรมาสก่อน ซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดว่าจะ 3.2% และสูงกว่าที่ตลาดคาดว่าจะ 2.9%

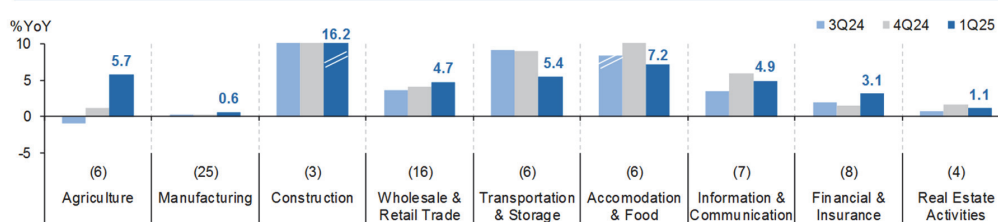
YoY and QoQ (seasonally adjusted) growth



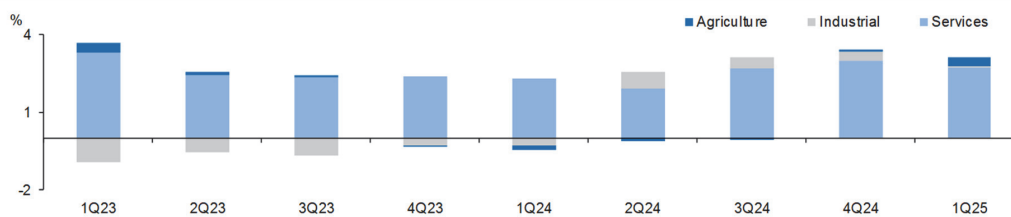
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 48: การผลิตในภาคการเกษตรขยายตัวขึ้นเป็น 5.7% YoY ขณะที่การผลิตนอกภาคเกษตรชะลอตัวลงเป็น 2.9% YoY (vs 3.6% ไตรมาสก่อน) โดยหลักจากผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ชะลอตัวลงมาก (0.2% YoY vs 1.1% ไตรมาสก่อน) ขณะเดียวกันกิจกรรมในภาคบริการก็ปรับชะลอลง

YoY growth of supply-side indicators ^{1\}



Contribution to GDP growth from supply-side indicators

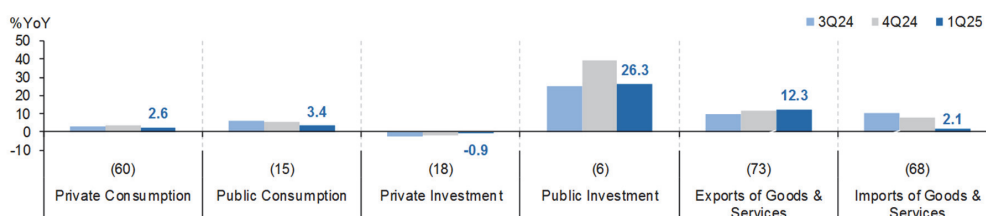


Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2024 GDP (CVM).

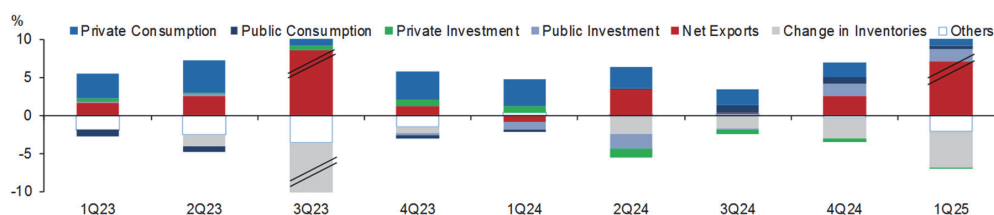
ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 49: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในไตรมาสที่หนึ่งได้แรงหนุนจากการส่งออกสินค้าและบริการ รวมถึงการลงทุนของภาครัฐ

YoY growth of demand-side indicators ^{1\}



Contribution to GDP growth from demand-side indicators



Note: 1\ Figures in parentheses represent a share of 2024 GDP (CVM).

ที่มา: NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

แผนภาพที่ 50: เราได้ทำการปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยลงมาอยู่ที่ 1.6% ในปี 2025F และ 1.4% ในปี 2026F เพื่อสะท้อนความอ่อนแอของการลงทุนภาคเอกชนในสถานะที่มีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งการใช้จ่ายของภาครัฐฯ ยังอ่อนแอกว่าที่คาด ท่ามกลางพื้นที่การคลังที่เริ่มมีอยู่จำกัด

Summary of Actual GDP and Forecasts

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU	BOT 2025F		NESDC	FPO
			2025F	Reference	Alternative	2025F	2025F
GDP	%	2.5	1.6	2.0	1.3	1.3 - 2.3	2.1
Private Consumption	%	4.4	2.8	3.0	2.5	2.4	3.2
Public Consumption	%	2.5	1.6	1.2	1.2	1.3	1.2
Private Investment	%	-1.6	0.3	-1.0	-4.1	-0.7	0.4
Public Investment	%	4.8	5.1	6.2	6.2	5.5	2.8
Exports (f.o.b)	%	4.4	1.3	0.8	-1.3	1.8	2.3
Imports (f.o.b)	%	5.2	1.1	1.0	-0.8	2.3	1.0
Tourist Arrivals	Million	35.5	36.5	37.5	37.0	37.0	36.5
CA Balance	US\$, Bn	11.1	11.6	13.0	11.0	13.7	12.5
Headline Inflation	%	0.4	0.5	0.5	0.2	0.0 - 1.0	0.8
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	79.7	70.0	71.0	68.0	65.0 - 75.0	65.8
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.50	--	--	--	--
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	34.5	--	--	33.5 - 34.5	34.6

Note: The forecasted numbers are as of recent available updates by each institution

ที่มา: BoT, FPO, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

สถาบันจัดอันดับเครดิตมูดีส์ (Moody's) ปรับลดแนวโน้มอันดับเครดิตของไทยเป็น “เชิงลบ” ขณะที่คงอันดับเครดิตไว้ที่ “Baa1” ตามเดิม

สถาบันจัดอันดับเครดิต มูดีส์ (Moody's) ได้ทำการปรับลดแนวโน้มอันดับเครดิตของไทยเป็น “เชิงลบ” ขณะที่คงอันดับเครดิตไว้ที่ “Baa1” ตามเดิม โดยให้เหตุผลถึงฐานะทางการคลังที่อ่อนแอลง โดยหากพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงฐานะทางการคลังของไทยในช่วง 10 ปี ที่ผ่านมา จะพบว่า รัฐบาลไทยมีการขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้น และหนี้สาธารณะปรับสูงขึ้นเช่นเดียวกัน อีกทั้งยังคงมีการปรับเพดานหนี้สาธารณะตามกฎหมายเพิ่มจากระดับ 60% เป็นระดับ 70% เมื่อวันที่ 20 กันยายน 2021 เพื่อรองรับการใช้จ่ายในการฟื้นฟูเศรษฐกิจจากสถานการณ์โควิด-19 และให้รัฐบาลมีพื้นที่ทางการคลังในการกู้เงินเพิ่มเติม โดยรัฐบาล

ยังไม่ได้มีแผนที่ชัดเจนในการลดสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP แต่อย่างใด ปัจจัยดังกล่าวทำให้เราคาดว่าเป็นเหตุผลหลักที่ทำให้สถาบันจัดอันดับเครดิตในต่างประเทศมีความกังวล

เราประเมินว่า ประเทศไทยมีความเสี่ยงสูงที่จะถูกปรับลดอันดับเครดิตลงเป็น ‘Baa2’ จากระดับ ‘Baa1’ ในปัจจุบัน ในอีก 2 ปีข้างหน้า เนื่องจากแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะ (+7.2% CAGR) ที่รวดเร็วกว่าการเติบโตของเศรษฐกิจ (+3.2% CAGR) ทำให้เราประเมินว่าหนี้สาธารณะจะพุ่งแตะเพดาน 70% ภายในปี 2027 ขณะที่หากรัฐบาลดำเนินการกู้เงินเพิ่มเติมอีก 5 แสนล้านบาท เพื่อนำมาใช้จ่ายในการกระตุ้นเศรษฐกิจ และรองรับผลกระทบจากนโยบายสงครามการค้า อาจส่งผลให้เพดานหนี้สาธารณะแตะระดับ 70% ภายในปี 2026 ซึ่งจะเร็วขึ้น 1 ปี

แผนภาพที่ 51: สถาบันจัดอันดับเครดิตมูดี้ส์ (Moody's) ปรับลดแนวโน้มอันดับเครดิตของไทยเป็น “เชิงลบ” ขณะที่คงอันดับเครดิตไว้ที่ “Baa1” ตามเดิม

Moody's comments on 24 April 2025

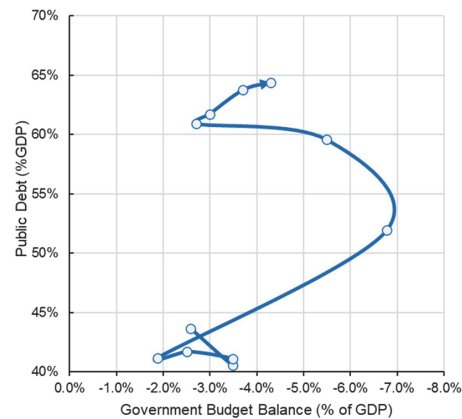
FACTORS THAT COULD LEAD TO AN UPGRADE

- Given the negative outlook on the rating, it is unlikely that the rating would be upgraded in the near-term. The outlook would likely be changed to stable if Thailand displays a stronger-than-expected resilience to shocks. This could come from persistently stronger growth outcomes compared to our expectations, which would also contribute to better fiscal outcomes.

FACTORS THAT COULD LEAD TO A DOWNGRADE

- The rating would likely be downgraded if Thailand's economic strength were to be eroded further, putting greater downward pressures on Thailand's already declining potential growth since the pandemic.
- This could come from persistently weak economic growth because of structural challenges or factors outside the government's control such as a global tariffs shock. There would also be downward pressures on the rating if it becomes increasingly likely that Thailand's government debt burden were to continue increasing for some years. This could come from a negative growth shock outside the government's control.
- Downward pressure on the rating could also occur if political tensions increased to materially weaken institutions and significantly hamper policymaking.

Dynamics of Public Debt (% of GDP) and Government Budget Balance

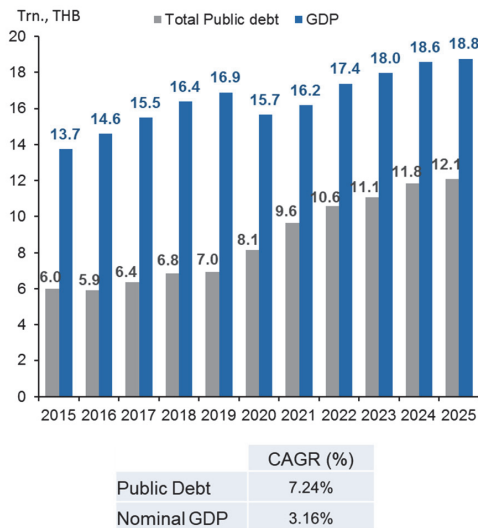


Thailand	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25
Budget Balance to GDP (%)	-2.6	-3.5	-3.5	-2.5	-1.9	-6.8	-5.5	-2.7	-3.0	-3.7	-4.3
Public Debt to GDP (%)	43.7	40.6	41.1	41.7	41.2	52.0	59.6	60.9	61.7	63.8	64.4

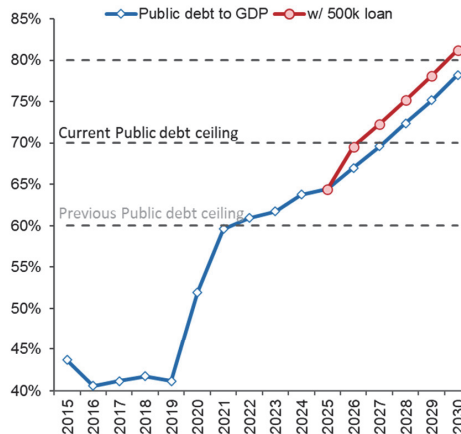
ที่มา: Bloomberg, CEIC, FPO, Moody's, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 52: ไทยมีความเสี่ยงสูงที่จะถูกปรับลดอันดับเครดิตลงเป็น 'Baa2' จากระดับ 'Baa1' ในปัจจุบัน ในอีก 2 ปีข้างหน้า

Total Public Debt vs. Nominal GDP (value)



(%) Public Debt to GDP with and without additional borrowing of 500 Bn, THB. ^{1\}



Note: 1\ projection of w/ 500 Bn., THB loan and from 2026 onwards are based on CAGR growth rate during 2015-2025

ที่มา: FPO, PDMO, Author's calculation, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประเทศไทยอาจถูกใช้เป็นฐานสำหรับการส่งออกของจีนเพื่อหลีกเลี่ยง / ลดทอน ผลกระทบจากสงครามการค้า

ภาคการส่งออกสินค้า นับว่าเป็นหนึ่งในภาคส่วนที่สำคัญต่อเศรษฐกิจไทยเป็นอย่างมาก โดยนับตั้งแต่หลังเกิดวิกฤติการเงินเอเชีย (วิกฤติต้มยำกุ้ง) เป็นต้นมา ประเทศไทยมีการพึ่งพาภาคการส่งออกสินค้ามากขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากระดับราว 32% ของ GDP เป็นราว 59% ของ GDP (Real) ในปี 2024 ที่ผ่านมา ซึ่งคิดเป็นการเติบโตต่อปีแบบทบต้น (CAGR) ที่ 5.1% ขณะที่ Real GDP ของไทยมีอัตราการขยายตัวเพียง 3.1% CAGR เท่านั้น (ข้อมูลจากปี 1993-2024)

การส่งออกไทยในเดือน มี.ค. 2025 ขยายตัวได้ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 และมูลค่าการส่งออกมีการเติบโตที่สูงถึง 17.7% YoY ขณะที่ หากมองยอดรวมในช่วง 3 เดือนแรกของปี (3M2025) จะขยายตัวได้กว่า 14.9% ส่วนหนึ่งคาดว่าเป็นผลจากการเร่งนำเข้าสินค้าของผู้ประกอบการในต่างประเทศหลังมีความกังวลต่อนโยบายกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม แม้ว่าการส่งออกไทยจะเติบโตในช่วงที่ผ่านมา แต่ประเทศไทยถูกกังขาว่าอาจถูกใช้เป็นเพียงแหล่งสำหรับการเปลี่ยนเส้นทาง (Re-routing) การส่งสินค้าจากประเทศจีนไปยังสหรัฐฯ

หากพิจารณาจากการค้าระหว่างประเทศสำหรับ ไทย-จีน-สหรัฐฯ พบว่า ตั้งแต่หลังปี 2019 ที่สหรัฐฯ ตั้งกำแพงภาษีกับจีนรอบแรก (Trade war 1.0) ประเทศไทยนับเป็นหนึ่งในประเทศที่ได้ประโยชน์จากสงครามการค้าครั้งนั้น ผ่านนโยบาย China Plus One ที่สนับสนุนผู้ประกอบการและนักลงทุนจีน ขยายการลงทุนไปยังประเทศอื่น นอกจากประเทศจีนเพียงอย่างเดียว ทำให้ต่อมา มูลค่าการส่งออกของไทยไปสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นต่อเนื่องอย่างก้าวกระโดด จากที่เคยมีสัดส่วน 11% ในปี 2015 เป็นราว 18% ของการส่งออกทั้งหมดในปี 2024

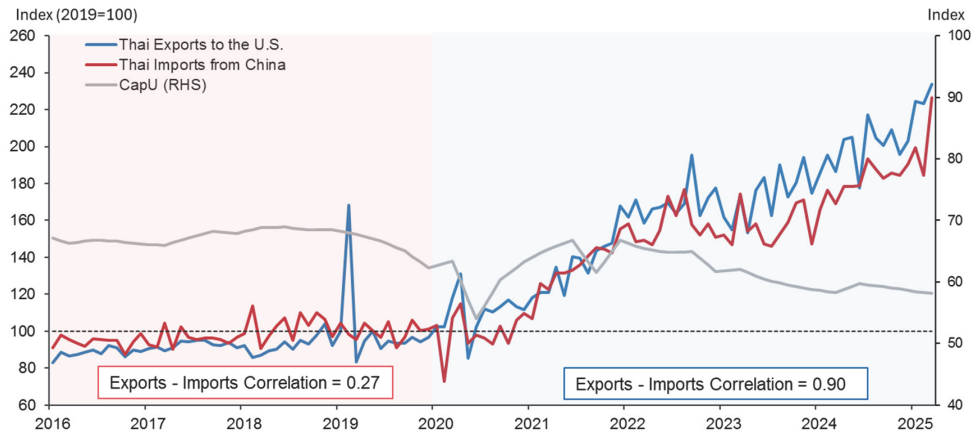
อย่างไรก็ดี ประเทศไทยอาจถูกใช้เป็นฐานสำหรับการส่งออกของจีนเพื่อหลีกเลี่ยง / ลดทอน ผลกระทบจากสงครามการค้า โดยไทยนำเข้าสินค้าจากจีนเพิ่มขึ้นเป็น 26% ในปี 2024 (vs. 20% ช่วงปี 2015) และหากพิจารณาจากค่าสหสัมพันธ์ของการนำเข้าจากจีน และการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่มีค่าสูงถึง 0.90 ในช่วงปี 2020 - 2025M3 ขณะที่ค่าสหสัมพันธ์ในช่วงก่อนหน้านั้น (2015-2019) อยู่ในระดับที่ต่ำเพียง 0.27 ดังนั้น การที่หลายฝ่ายตั้งคำถามว่าไทยนั้นเป็นเพียงประเทศทางผ่านของสินค้าจีนที่ต้องการจะส่งออกไปยังสหรัฐฯ โดยใช้สิทธิประโยชน์ต่างๆ ของประเทศไทย อาจไม่เกินจริงนักหากอิงจากข้อมูลที่ได้กล่าวไปข้างต้น โดยเรามองว่าอาจไม่เป็นผลดีกับภาคการผลิตอุตสาหกรรมในประเทศในระยะยาว

หากพิจารณาข้อมูลอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Rate) ที่ปรับตัวลดลงเรื่อยมานับตั้งแต่ปี 2022 แม้มูลค่าการส่งออกสินค้าโดยรวมจะเติบโตราว 7% ต่อปี (CAGR ปี 2020-2024) และการส่งออกไปสหรัฐฯ จะเติบโตราว 10% ต่อปี (CAGR ปี 2020-2024) ซึ่งสะท้อนว่าการส่งออกสินค้าของไทยไม่ได้มีมูลค่าเพิ่มภายในประเทศมากนัก แต่เป็นเพียงการเข้ามาของสินค้าจากต่างประเทศ เพื่อหลีกเลี่ยงผลของสงครามการค้า

ทั้งนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า เราคาดว่า การส่งออกยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ต่อเนื่องในเดือน พ.ค. อย่างไรก็ตาม คาดว่าการเติบโตจะเริ่มชะลอตัวลงแล้ว หลังจากนี้แนวโน้มการเร่งผลิตและส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ ก่อนอัตราภาษีจะมีผลบังคับใช้นั้นจะเริ่มเบาบางและบางส่วนอาจยุติลงแล้ว ทั้งนี้ เรื่องของการ re-routing เป็นหนึ่งในปัญหาที่ต้องแก้ไขอย่างเร่งด่วน เนื่องจากระยะยาวจะส่งผลให้อุตสาหกรรมการผลิตในประเทศเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรง

แผนภาพที่ 53: ไทยนำเข้าสินค้าจากจีนเพิ่มขึ้นเป็น 26% ในปี 2024 (vs. 20% ช่วงปี 2015) และหากพิจารณาจากค่าสหสัมพันธ์ของการนำเข้าจากจีน และการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่มีค่าสูงถึง 0.90 ในช่วงปี 2020 - 2025M3

Thailand's trade with the US and China (SA) ^{1\} vs. Capacity Utilization Rate (SA, Disaggregated) ^{2\}



Note: 1\ Trade data are as of March 2025, 2\ CapU data from Jan2021 onwards is based on CUR 2021=100 (ISIC Rev.4) while the historical data prior to Jan2021 onwards is based on 2016=100 (ISIC Rev.4) and prior to Jan2021 is based on 2000=100. CapU Index are disaggregated from quarterly basis to a monthly basis based on linear interpolation method.
ที่มา: CEIC, MOC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองว่า กนง. มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงเพิ่มเติมอีก 1 ครั้งในไตรมาสที่สี่ ลงสู่ระดับ 1.25% จากเดิมที่คาดว่าจะปรับลดอีกเพียง 1 ครั้งในช่วงไตรมาสที่สาม

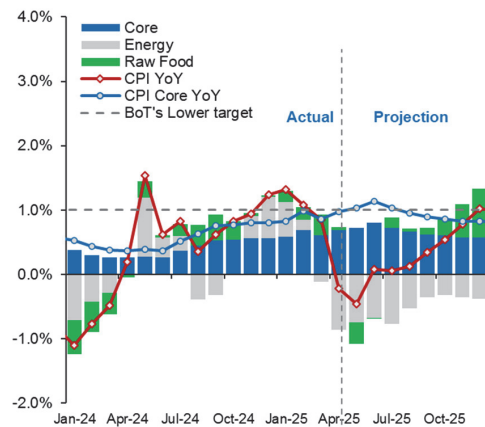
เราคาดว่าผลกระทบจากนโยบายสงครามการค้าต่ออัตราเงินเฟ้อในประเทศไทย จะมีผลทำให้อัตราเงินเฟ้อต่ำลงกว่าเดิม จากอุปสงค์ในด้านพลังงานที่ลดลงตามปริมาณการค้าโลก นอกจากนี้รัฐบาลไทยยังมีแนวโน้มที่จะดำเนินนโยบายลดค่าครองชีพ ผ่านการประกาศตรึง/ลดราคาค่าไฟฟ้า ทำให้เราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2025F มีแนวโน้มที่จะลดต่ำลงเป็น 0.5% จากเดิมที่คาดว่าจะ 0.8% ดังนั้น จึงเป็นการเปิดทางให้ ธปท. สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้เพิ่มเติมจากมุมมองเดิม

โดยหากพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริง (อัตราดอกเบี้ย - อัตราเงินเฟ้อ) ซึ่งเป็นเครื่องมือที่สามารถสะท้อนความตึงตัวของภาวะการเงินได้อย่างหนึ่ง และหากมองไปในช่วงปลายปี

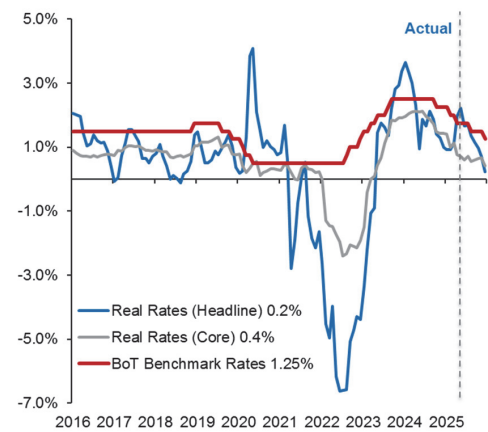
2025F แม้ ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปที่ 1.25% แต่สภาวะการเงินเฟ้อที่ต่ำลง จะยังส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงไม่ต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไป หรืออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ก็ยังคงเป็นบวก ซึ่งเป็นการสะท้อนว่าภาวะการเงินในช่วงนั้นก็จะยังคงมีความตึงตัว ดังนั้น เราจึงได้ทำการปรับคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายใหม่ โดยคาดว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติมอีก 1 ครั้งในไตรมาสสุดท้ายของปี 2025F เป็น 1.25% จากมุมมองเดิมที่คาดว่า ธปท. จะมีการปรับลดดอกเบี้ยอีกเพียง 1 ครั้งในไตรมาสที่สาม เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มต่ำกว่าที่เคยประเมินไว้ นอกจากนี้ เราประเมินว่าในระยะ 12 เดือนข้างหน้า อัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มที่จะถูกปรับลดลงไปอยู่ที่ระดับราว 0.75% ซึ่งเป็นระดับที่คาดว่าจะกลายเป็นปลายทาง (Terminal Rate) ของวัฏจักรการลดดอกเบี้ยในรอบนี้ 🔄

แผนภาพที่ 54: แม้ว่า กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปที่ 1.25% ก็คาดว่าอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะยังคงสะท้อนว่าภาวะการเงินในประเทศยังมีความตึงตัว

Contribution to Headline and Core Inflation



Benchmark Rates vs. Real Interest Rates ^{1\}



	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Avg.
Headline Inflation	1.32%	1.08%	0.84%	-0.22%	-0.46%	0.08%	0.06%	0.13%	0.35%	0.53%	0.78%	1.03%	0.5%
Core Inflation	0.83%	0.99%	0.86%	0.98%	1.03%	1.14%	1.03%	0.95%	0.89%	0.86%	0.82%	0.82%	0.9%
Policy Rates	2.25%	2.00%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.25%	

Note: 1\ Real rates were deflated by headline and core CPI

ที่มา: CEIC, MOC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team



คอมสร ประกอบพล
Head of Economic Strategy Unit
(66) 2633 6250
komsorn@tisco.co.th



เมธัส รัตนช้อน
Senior Economist
(66) 2633 6486
methas@tisco.co.th



ธนัธ ศรีสวัสดิ์
Strategist
(66) 2633 6428
thanathat@tisco.co.th



นิชนันท์ โลกะวิฑู
Economist
(66) 2633 6474
nichananl@tisco.co.th



ธนภัทร ธนชาติ
Research Assistant
(66) 2633 6488
tanapatd@tisco.co.th



ธนวัฒน์ ธนัณธิกร
Research Assistant
(66) 2633 6470
thanawatn@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป

ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3	:	02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2	:	02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	:	02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	:	02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	:	02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	:	02 745 6360
	เมกะบางนา ชั้น 1	:	02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2	:	02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4	:	02 193 8080
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4	:	02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3	:	02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3	:	02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G	:	02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2	:	02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3	:	02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน	:	02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5	:	02 550 1335	พรอมานาด ชั้น 3	:	02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5	:	02 056 4168						
	สำนักงานใหญ่	:	02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	:	02 318 3717	อาคารภคินท์	:	02 633 4333
	ศรีนครินทร์	:	02 006 5000	เยาวราช	:	02 623 2212	ราชวงศ์	:	02 622 8220
	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	:	02 623 9141						
จันทร์ - ศุกร์									

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	:	034 145 000	สระบุรี	:	036 222 449	อยุธยา	:	035 909 000	จันทบุรี	:	039 606 000
ชลบุรี	:	033 079 000	พัทธยา	:	038 416 525	ระยอง	:	033 065 000	เชียงใหม่	:	053 211 112
นครสวรรค์	:	056 052 000	พิษณุโลก	:	055 055 000	ขอนแก่น	:	043 055 000	นครราชสีมา	:	044 075 000
โลดส์ ไคราช	:	044 012 000	สุรินทร์	:	044 068 000	อุดรธานี	:	042 155 000	อุบลราชธานี	:	045 995 000
ตรัง	:	075 825 000	ภูเก็ต	:	076 635 000	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	:	076 354 545	สงขลา	:	074 815 000
ถนนนิพัทธ์อุทิศ 2 หาดใหญ่	:			:	074 238 855	สุราษฎร์ธานี	:	077 275 633			