

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

เราประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้อาจชะลอตัวแต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) และความเสี่ยงขาลงของตลาดยังอยู่ในระดับที่ควบคุมได้ เราจึงประเมินแนวโน้มการปรับฐานครั้งนี้จะลงไประดับต่ำสุดราว 5,000 จุด

Downside Risk ต่อตลาดหุ้นโดยรวมขึ้นอยู่กับท่าทีของสหรัฐฯ และนานาประเทศ โดยหากบรรยากาศการเจรจายังไม่ชัดเจน หรือมีสัญญาณของความขัดแย้งที่รุนแรงขึ้นอาจส่งผลให้ความต้องการรับความเสี่ยง (Risk Appetite) ของนักลงทุนลดลงเพิ่มเติมได้

สำหรับตราสารหนี้ เรายังให้น้ำหนักกับการลงทุนในตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) มากกว่าการกระจุกตัวอยู่ในพันธบัตรสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียว โดยมองว่าเป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยงที่ดีกว่าในกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าคาด

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	12
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	16
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	24
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	25
• เศรษฐกิจยุโรป	32
• เศรษฐกิจจีน	37
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	43
• เศรษฐกิจไทย	49

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

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

ดัชนี S&P 500 ปรับลดลงกว่า -16% จากจุดสูงสุดที่ประมาณ 6,140 จุดในเดือน ก.พ. นับเป็นการปรับฐานครั้งใหญ่ที่สุดในรอบเกือบ 3 ปี โดยมีแรงกดดันหลักมาจากความกังวลต่อผลกระทบจากมาตรการภาษีนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ ที่อาจกระทบต่ออัตรากำไรของบริษัทจดทะเบียน และแนวโน้มเศรษฐกิจจะหลุดจากผลของสงครามการค้าและกระแสต่อต้านโลกาภิวัตน์ (De-globalization) ที่ทวีความรุนแรงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้อาจชะลอตัวแต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) และความเสี่ยงของตลาดยังอยู่ในระดับที่ควบคุมได้ เราจึงประเมินแนวโน้มการปรับฐานครั้งนี้จะลงไปที่ระดับต่ำสุดราว 5,000 จุด

ในเชิงกลุ่มอุตสาหกรรมที่ยังน่าสนใจประเมินว่าคือกลุ่มที่เน้นพึ่งพารายได้จากตลาดภายในประเทศ และมีปัจจัยบวกเฉพาะตัว ได้แก่ กลุ่มสถาบันการเงิน และกลุ่มพลังงาน อย่างไรก็ตาม Downside Risk ต่อตลาดหุ้นโดยรวมขึ้นอยู่กับท่าทีของสหรัฐฯ และนานาประเทศ โดยหากบรรยากาศการเจรจาไม่ชัดเจนหรือมีสัญญาณของความขัดแย้งที่รุนแรงขึ้นอาจส่งผลให้ความต้องการรับความเสี่ยง (Risk Appetite) ของนักลงทุนลดลงเพิ่มเติมได้

ด้านตราสารหนี้ เรายังแนะนำให้ลงทุนใช้ความระมัดระวังในการลงทุนในพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ เนื่องจากแม้เศรษฐกิจจะมีแนวโน้มชะลอตัว แต่เงินเฟ้อที่หนืดขึ้นจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากกำแพงภาษีสินค้านำเข้าอาจทำให้ Bond yield ปรับลดลงได้ไม่มาก เราจึงยังให้น้ำหนักกับการลงทุนในตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) มากกว่า โดยมองว่าเป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยงที่ดีกว่าในกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าคาดหรือความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) เพิ่มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เราประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้อาจชะลอตัวแต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) และความเสี่ยงขาลงของตลาดยังอยู่ในระดับที่ควบคุมได้ เราจึงประเมินแนวโน้มการปรับฐานครั้งนี้จะลงไปที่ระดับต่ำสุดราว 5,000 จุด
- Downside Risk ต่อตลาดหุ้นโดยรวมขึ้นอยู่กับท่าทีของสหรัฐฯ และนานาประเทศ โดยหากบรรยากาศการเจรจายังไม่ชัดเจนหรือมีสัญญาณของความขัดแย้งที่รุนแรงขึ้น อาจส่งผลให้ความต้องการรับความเสี่ยง (Risk Appetite) ของนักลงทุนลดลงเพิ่มเติมได้
- สำหรับตราสารหนี้ เรายังให้น้ำหนักกับการลงทุนในตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) มากกว่าการกระจุกตัวอยู่ในพันธบัตรสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียว โดยมองว่าเป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยงที่ดีกว่าในกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าคาด

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตลาดตราสารหนี้					
พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ					- เงินเพื่อที่หนีตขึ้นจากกำแพงภาษีสินค้าเข้าทำให้ Yield ปรับลงได้ไม่มาก - เน้นลงทุนในพันธบัตรระยะสั้น ขณะที่พันธบัตรระยะยาวเข้าลงทุนเมื่อ Bond yield อยู่ที่ประมาณ 4.5% - คงคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว
ตราสารหนี้โลก					- Yield ของพันธบัตรรัฐบาลหลายประเทศยังไม่ Price-in ความเปราะบางด้านเศรษฐกิจของแต่ละที่มากนัก - Overweight การลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงต้นปี โดยเฉพาะจากการเร่งนำเข้าสินค้าก่อนการตั้งกำแพงภาษี แต่ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยยังไม่สูงมาก - คงแนะนำ Overweight โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและพลังงาน
ตลาดหุ้นเกิดใหม่ไม่รวมจีน					- เป็นกลุ่มประเทศที่พึ่งพาโลกาภิวัตน์ค่อนข้างสูง เศรษฐกิจจึงเปราะบางต่อความเสี่ยงการค้าโลกที่อาจมีเสถียรภาพและประสิทธิภาพต่ำลง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน					- Upside ในระยะข้างหน้าค่อนข้างจำกัด จากความเสี่ยงเป็นเป้าหมายหลักของสงครามการค้า - คาดตลาด Price-in มาตรการกระตุ้นการบริโภค และแผนขาดดุลการคลังที่สูงขึ้นแล้ว - ปรับคำแนะนำเป็น Slightly Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- อยู่ในฐานะพันธมิตรสำคัญของสหรัฐฯ ทั้งในด้านการค้าและความมั่นคง เป็นประเทศแรก ๆ ที่สหรัฐฯ เจจาด้วยอย่างเป็นทางการ - มีปัจจัยบวกจากผลการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างที่สูงกว่า 5% ต่อเนื่องเป็นปีที่สอง ประกอบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่สูงขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป					- ECB คาดปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่อง ตามแนวโน้มความอ่อนแอของภาคเศรษฐกิจ - แนวโน้มสงครามรัสเซีย-ยูเครนส่อแววยืดเยื้อ แม้แรงสนับสนุนยูเครนจากสหรัฐฯ จะแผ่วลง ความไม่แน่นอนยังคงสูง - ตลาด Priced-in การปรับโครงสร้างประมาณการคลังครั้งใหญ่ของเยอรมนีไปมากแล้ว ขณะที่ประเทศอื่นในยุโรปไม่ได้มีทรัพยากรการคลังให้กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มได้อีกมาก - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นราย Sector / Style					
Financials					- ได้รับประโยชน์จากแผนการคลังของ Trump ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคล การผ่อนคลايกฎระเบียบ และมีความเสี่ยงต่ำจากการตอบโต้กลับของมาตรการทางการค้า - ได้ประโยชน์จากการเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อ - ผลกำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและสั้น (Yield curve steepening) - คงคำแนะนำ Overweight
Energy					- หุ้นกลุ่มพลังงานมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นเมื่อ Sentiment โดยรวมของตลาดกลับมาเป็น Risk-on อีกครั้ง - ได้รับผลประโยชน์จากราคาน้ำมันที่คาดว่าจะปรับสูงขึ้นด้วยแรงหนุนจากปัจจัยฤดูกลางช่วงกลางปี - คงคำแนะนำ Overweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด จากแนวโน้มการเก็บสะสมทองคำเพิ่มขึ้นของธนาคารกลางหลายแห่ง อาทิ จีน อินเดีย ตุรกี และไทย - ประกอบกับมาตรการทดลองของจีนที่อนุญาตให้บริษัทประกันขนาดใหญ่สามารถลงทุนในทองคำได้ ช่วยลดความผันผวนของราคาจากกระแสเงินของนักลงทุนสถาบัน - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน					- คาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ฟื้นตัวขึ้นไปใกล้ระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงกลางปี - Downside ค่อนข้างจำกัด จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันมีโอกาสดิบได้ช้า ซึ่งจะช่วยรักษาลาดน้ำมันโลกในปี 2025 ให้อยู่ใกล้เคียงระดับสมดุล - คงคำแนะนำ Overweight

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,148	0.8%	0.6%	-3.6%	-15.2%	-21.4%	-18.0%	-15.7%
Philippines PCOMP	6,158	0.4%	-0.4%	-0.5%	-2.2%	-15.4%	-5.7%	-6.3%
Indonesia JCI	6,598	1.5%	3.1%	7.1%	-7.9%	-14.5%	-6.8%	-8.0%
Singapore STI	3,836	1.0%	4.7%	-2.5%	0.8%	6.4%	1.3%	16.5%
Malaysia KLCI	1,506	1.0%	1.5%	0.2%	-4.3%	-7.7%	-8.3%	-4.2%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	21,910	2.4%	2.1%	-8.3%	9.2%	6.9%	9.2%	27.4%
China H HSCEI	8,057	2.1%	0.9%	-9.0%	10.2%	9.5%	10.5%	32.1%
MSCI China	71	2.3%	3.3%	-8.2%	9.3%	5.3%	9.1%	23.5%
China CSI300	3,784	0.1%	0.3%	-3.8%	-1.3%	-3.7%	-3.8%	7.5%
Taiwan TWSE	19,479	4.5%	0.7%	-11.9%	-17.2%	-16.0%	-15.4%	-3.2%
Korea KOSPI	2,522	1.6%	2.1%	-4.2%	-0.6%	-2.3%	5.1%	-5.7%
MSCI Korea	746	1.7%	2.3%	-6.0%	-1.7%	-4.3%	4.1%	-11.8%
India SENSEX	79,818	0.7%	3.6%	2.4%	4.8%	-0.3%	2.1%	8.1%
MSCI India	2,863	0.8%	4.0%	3.1%	4.8%	-2.0%	0.7%	7.2%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,968	1.3%	2.7%	0.4%	-5.2%	-2.9%	-2.3%	3.7%
Japan TOPIX	2,593	2.1%	2.5%	-7.1%	-5.8%	-1.6%	-6.9%	-4.4%
Japan Nikkei 225	35,039	1.9%	1.9%	-6.8%	-12.3%	-8.1%	-12.2%	-8.9%
Europe STOXX600	513	1.8%	1.0%	-6.5%	-3.2%	-1.1%	1.1%	1.5%
Euro STOXX50	5,049	2.8%	1.6%	-6.8%	-3.3%	2.3%	3.1%	1.2%
US Dow Jones	39,607	1.1%	-1.9%	-7.0%	-10.8%	-6.5%	-6.9%	3.0%
US S&P500	5,376	1.7%	-0.4%	-6.8%	-11.9%	-7.5%	-8.6%	6.0%
MSCI US REITs	1,252	0.5%	1.9%	-4.5%	-5.6%	-10.3%	-4.2%	8.2%
J-REITs	1,705	-0.2%	-0.6%	-0.2%	2.6%	1.5%	3.1%	-5.3%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,380	0.9%	1.6%	-3.0%	-1.4%	1.3%	2.5%	4.2%
Germany DAX	21,759	3.1%	2.4%	-4.8%	1.7%	11.9%	9.3%	20.3%
France CAC 40	7,418	2.1%	1.1%	-7.5%	-6.4%	-1.1%	0.5%	-8.3%
Switzerland SMI	11,770	1.4%	1.4%	-9.5%	-4.2%	-3.3%	1.5%	3.5%
Portugal PSI 20	6,853	0.1%	2.2%	1.2%	5.4%	5.6%	7.5%	4.9%
Spain IBEX 35	13,153	1.5%	2.1%	-1.3%	9.8%	11.1%	13.4%	19.3%
Italy FTSE MIB	36,432	1.4%	1.6%	-6.5%	0.6%	5.0%	6.6%	6.3%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	132,216	1.3%	2.1%	0.7%	8.0%	1.7%	9.9%	6.0%
Chile IPSA	7,923	1.4%	3.0%	3.8%	12.1%	17.8%	18.1%	24.5%
Mexico MEXBO	55,767	1.8%	6.4%	5.9%	8.6%	7.7%	12.6%	-1.2%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	571	2.2%	2.6%	-3.4%	-0.8%	-4.7%	0.3%	7.0%
MSCI Latin America	2,152	2.1%	6.1%	1.9%	8.2%	-0.8%	16.2%	-11.1%
MSCI All Country World	808	1.5%	1.9%	-5.1%	-7.4%	-4.4%	-3.9%	6.4%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	62.91	-3.2%	0.7%	-9.0%	-15.7%	-10.4%	-12.3%	-24.0%
Brent Spot	66.70	-2.0%	1.3%	-8.6%	-15.0%	-10.3%	-10.6%	-24.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.79	0.73	0.41	-0.10	-0.05	-0.40	0.87	-1.42
Gold Spot	3332.04	-2.9%	0.5%	10.8%	20.3%	21.9%	27.0%	43.3%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2779.80	-0.0%	-0.0%	1.8%	7.2%	6.2%	7.9%	10.0%
Bloomberg Agri Subindex	58.43	0.3%	-0.4%	1.0%	-0.9%	3.9%	2.5%	-2.6%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	350.40	-0.0%	0.1%	1.4%	3.6%	6.1%	3.4%	10.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	226.21	-0.0%	0.0%	0.6%	1.5%	2.2%	1.6%	3.9%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	330.38	0.0%	0.1%	1.0%	2.6%	3.6%	2.7%	6.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	450.56	-0.0%	0.3%	1.3%	3.8%	5.2%	3.6%	9.1%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	280.17	0.0%	0.1%	0.9%	2.3%	3.3%	2.3%	5.8%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.65	-1	-4	-21	-39	-52	-33	-64
2Y	1.53	-0	-4	-24	-54	-57	-50	-83
5Y	1.60	-4	-7	-22	-52	-60	-50	-90
10Y	1.90	1	-5	-14	-41	-51	-40	-81
Spread 10Y-2Y	38	1	-1	10	13	6	9	2
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.35	-2	3	2	-27	14	-22	-29
Japan 10Y	1.33	2	1	-22	9	36	23	42
UK 10Y	4.55	1	-2	-17	-8	31	-2	21
German 10Y	2.48	5	1	-29	-9	22	12	-11
Spain 10Y	3.15	3	-2	-26	-4	19	8	-24
Italy 10Y	3.61	2	-4	-26	-5	13	9	-38
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	29.20	0.8	-3.4	11.7	14.4	10.1	11.9	13.2
Dollar index	99.37	0.9%	-0.0%	-4.7%	-7.5%	-4.5%	-8.4%	-6.1%
USD/THB	33.52	0.2%	0.5%	-1.4%	-0.3%	-0.6%	-2.4%	-9.6%
EUR/USD	1.14	-0.8%	0.2%	5.5%	8.4%	5.2%	9.9%	6.4%
GBP/USD	1.33	-0.6%	0.3%	3.0%	6.5%	2.6%	6.2%	6.8%
USD/JPY	142.67	1.2%	0.1%	-5.3%	-8.5%	-5.9%	-9.3%	-8.0%
USD/CNY	7.29	-0.3%	-0.1%	0.5%	0.7%	2.5%	-0.1%	0.7%
USD/CNH	7.29	-0.4%	-0.1%	0.4%	0.7%	2.4%	-0.6%	0.3%

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

As of

4/24/2025

ตลาดหุ้น

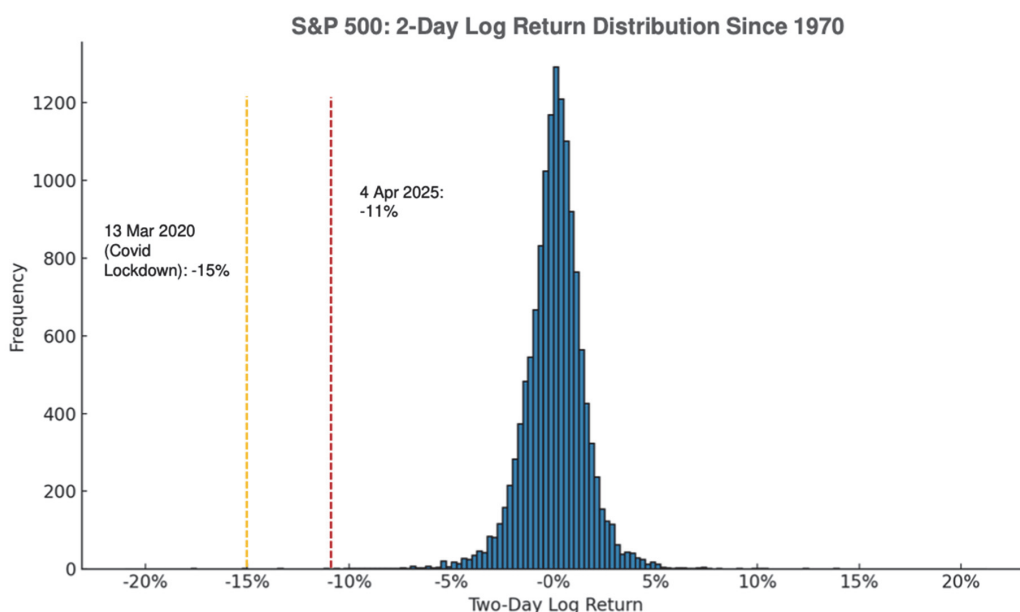
ดัชนี S&P 500 ปรับลดลงกว่า -16% จากจุดสูงสุดที่ประมาณ 6,140 จุดในเดือน ก.พ. นับเป็นการปรับฐานครั้งใหญ่ที่สุดในรอบเกือบ 3 ปี โดยมีแรงกดดันหลักมาจากความกังวลต่อผลกระทบจากมาตรการภาษีนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ ที่อาจกระทบต่ออัตรากำไรของบริษัทจดทะเบียน และแนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัวจากผลของสงครามการค้าและกระแสต่อต้านโลกาภิวัตน์ (De-globalization) ที่ทวีความรุนแรงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้อาจชะลอตัวแต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) และความเสี่ยงของตลาดยังอยู่ในระดับที่ควบคุมได้ เราจึงประเมินแนวโน้มการปรับฐานครั้งนี้จะลงไปแตะระดับต่ำสุดราว 5,000 จุด ขณะที่มองกลุ่มอุตสาหกรรมที่ยังน่าสนใจคือกลุ่มที่เน้นพึ่งพารายได้จากตลาดภายในประเทศ และมีปัจจัยบวกเฉพาะตัว ได้แก่ กลุ่มสถาบันการเงิน และกลุ่มพลังงาน อย่างไรก็ตาม Downside Risk ต่อตลาดหุ้นโดยรวมขึ้นอยู่กับท่าทีของสหรัฐฯ และนานาประเทศ โดยหากบรรยากาศการเจรจายังไม่ชัดเจนหรือมีสัญญาณของความขัดแย้งที่รุนแรงขึ้นอาจส่งผลให้ความต้องการรับความเสี่ยง (Risk Appetite) ของนักลงทุนลดลงเพิ่มเติมได้

ตลาด Junk Bond บ่งชี้ว่านักลงทุนมีความระมัดระวังมากขึ้น แต่ยังไม่ลุกลามจนกลายเป็นภาวะตื่นตระหนก

ตลาดหุ้นทั่วโลกอยู่ในภาวะผันผวนสูงจากสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรง โดยเฉพาะหลังจากจีนประกาศตอบโต้การเก็บภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ทำให้ประธานาธิบดีทรัมป์ออกมาแถลงว่าจะเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนในอัตราสูงถึง 145% ซึ่งหมายความว่าผู้นำเข้าสินค้าจากจีนในสหรัฐฯ จะต้องจ่ายภาษีศุลกากรในราคาสูงกว่าราคาสินค้าเสียอีก ถือเป็นการยกระดับมาตรการทางการค้าครั้งใหญ่ สร้างแรงกดดันต่อตลาดการเงินทั่วโลก และส่งผลให้นักลงทุนเริ่มประเมินความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกอย่างจริงจัง

ดัชนี S&P 500 ปรับตัวลดลงรุนแรงกว่า -11% สองวันหลังจากการประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าเป็นวงกว้างที่ทรัมป์ขนานนามว่าเป็น “วันปลดแอก” หรือ Liberation Day และลดลงต่ำกว่า 5,000 จุดเป็นครั้งแรกในรอบเกือบหนึ่งปี สะท้อนความกังวลต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และโลกโดยรวม อย่างไรก็ตาม ตลาดตราสารหนี้ประเภท High Yield ซึ่งมักตอบสนองไวต่อความเสี่ยงเศรษฐกิจ ยังไม่ได้แสดงภาวะ Panic ชัดเจน โดย Credit Spread ของดัชนี MARKIT High Yield 5-Year ขยับขึ้นมาเคลื่อนไหวในรอบประมาณ 400-450 bps แม้จะสูงกว่าระดับปกติ แต่ก็ยังต่ำกว่าช่วงวิกฤติเช่นเหตุการณ์ธนาคาร Silicon Valley ล้มในปี 2023 หรือช่วง COVID-19 ที่เคยพุ่งทะลุ 500-700 bps

แผนภาพที่ 1: ดัชนี S&P 500 ปรับตัวลดลงรุนแรงกว่า -11% สองวันหลังจากการประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าเป็นวงกว้าง เป็นการ Sell-off ที่รุนแรงมากที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์



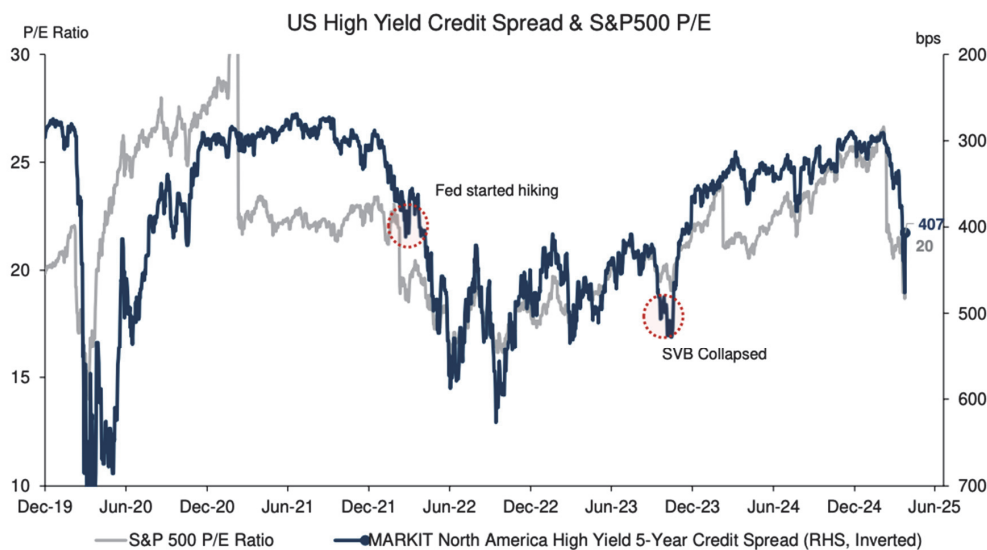
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ระดับ Credit Spread ที่ขยับขึ้นมากอยู่ในกรอบที่สอดคล้องกับค่า P/E ของตลาดหุ้นที่ลดลงมาใกล้ระดับ 19 เท่า แสดงให้เห็นว่าแม้ Sentiment ของนักลงทุนจะค่อนข้างเปราะบาง แต่ยังไม่เกิดภาวะตื่นตระหนกเต็มรูปแบบ ท่ามกลางความไม่แน่นอนทางการเมืองและเศรษฐกิจระหว่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ประสิทธิภาพในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ทั้งปรากฏการณ์ลืดอกวน

เพื่อรับมือกับ COVID-19 การขึ้นดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วของ Fed และความเสี่ยงในภาคธนาคาร ทำให้ตลาดมีความยืดหยุ่นและอดทนมากขึ้นต่อปัจจัยเสี่ยง ขณะที่สัญญาณการเร่งเข้าสู่ภาวะระหว่างประเทศ และความชัดเจนมากขึ้นหลัง “Liberation Day” อาจเป็นจุดเริ่มต้นของการฟื้นตัวของความเชื่อมั่นในช่วงถัดไป แม้ว่ายังมีความท้าทายรออยู่อีกมากในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 2: ระดับ Credit Spread ที่ขยับขึ้นมากอยู่ในกรอบที่สอดคล้องกับค่า P/E ของตลาดหุ้นที่ลดลงมาใกล้ระดับ 19 เท่า แสดงให้เห็นว่าแม้ Sentiment ของนักลงทุนจะค่อนข้างเปราะบาง แต่ยังไม่เกิดภาวะตื่นตระหนก

The junk bond market—typically highly sensitive to economic slowdowns—still has credit spreads of around 400 bps, consistent with cheaper equity P/E, indicating an economic slowdown is expected, not a full-blown recession



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

เราประเมินว่าดัชนี S&P 500 มีแนวโน้มปรับฐานไปที่บริเวณต่ำสุดประมาณ 5,000 จุด ในกรณีฐาน ทว่าความเสี่ยงสงครามการค้าบานปลายยังคงต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

การปรับฐานรุนแรงในรอบเกือบ 3 ปีของดัชนี S&P 500 ที่ปรับลดลงจากจุดสูงสุดสุทธาว 6140 จุดในเดือน ก.พ. กว่า -16% เรามองว่าสะท้อนจากความกังวลหลักสองประเด็น ได้แก่ 1) ผลกระทบจากมาตรการภาษีนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ ที่อาจกดดันอัตรากำไรของภาคธุรกิจ และ 2) ความเสี่ยงจากเศรษฐกิจที่ชะลอลงตามแนวโน้มสงครามการค้าท่ามกลางกระแสต่อต้านโลกาภิวัตน์ (De-globalization) ที่ทวีความรุนแรงขึ้นต่อเนื่อง

ทั้งนี้ หากพิจารณาจากสถานการณ์ภาษีศุลกากรที่อาจเพิ่มขึ้นราว +15 percentage points (ppts) เมื่อเทียบกับฐานเดิม เราประเมินว่าอาจส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทในสหรัฐฯ ประมาณ

-6 ppts โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าผู้นำเข้าและผู้ส่งออกแบ่งภาระภาษีในสัดส่วนใกล้เคียงกัน

ทว่าหากรัฐบาลสามารถเดินหน้านโยบายปรับลดภาษีนิติบุคคลจากระดับ 21% ลงมาอยู่ที่ 15% ได้ตามแผนของประธานาธิบดีทรัมป์ ก็อาจช่วยบรรเทาผลกระทบจากต้นทุนภาษีนำเข้า และเป็นแรงหนุนต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนได้ระดับหนึ่ง ขณะเดียวกัน ในกรณีฐาน (Base case) เราประเมินว่าสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวทางเศรษฐกิจแต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) อย่างรุนแรง ส่งผลให้ตลาดเข้าสู่โหมดระมัดระวังมากขึ้น และกดดันค่า P/E ของตลาดปรับลดลงมาใกล้ระดับ 19 เท่า ด้วยสมมติฐานดังกล่าว เราจึงคาดว่าดัชนี S&P 500 อาจมีแนวโน้มปรับฐานไปที่บริเวณต่ำสุดประมาณ 5,000 จุด

แผนภาพที่ 3: ภาษีศุลกากรที่อาจเพิ่มขึ้นราว +15 percentage points (ppts) เมื่อเทียบกับฐานเดิม เราประเมินว่าอาจส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทในสหรัฐฯ ประมาณ -6 ppts ขณะที่มาตรการลดภาษีนีติบุคคลอาจช่วยให้ผลกระทบลดลงเหลือ -2 ppts...

Effective tariff increase	15.1%
US total imports (USD, bn)	3,260
Tariff amount (USD, bn)	492
% of US corporate profit	-12%
Tariff impact on profit (assuming exporters absorb 50% of tariff cost)	-6%
Corporate tax cut impact on profit	+4%
Net impact	-2%

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

แผนภาพที่ 4: ...ขณะที่สหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวทางเศรษฐกิจแต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) อย่างรุนแรง คาดว่าจะส่งผลให้ตลาดเข้าสู่โหมดระมัดระวังมากขึ้น และกดดันค่า P/E ของตลาดปรับตัวลงมาถึงระดับ 19 เท่า...



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

แผนภาพที่ 5: ...ซึ่งจะทำให้ดัชนี S&P 500 มีแนวโน้มปรับฐานไปที่บริเวณต่ำสุดประมาณ 5,000 จุด

S&P500 Short term downside		Recession (-10% YoY)	Tariff (-6% from Cons)	Tariff + tax cut (-2% from Cons)	2025 Consensus
	PE\EPS	220	253.8	264.6	270
Post Covid average (5y average)	20	4,400	5,076	5,292	5,400
Base case Econ slowdown + 3 rate cuts	19	4,180	4,822	5,027	5,130
Recession fears 2023's low	17	3,740	4,315	4,498	4,590
Stagflation fears 2022's low	15	3,300	3,807	3,969	4,050

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

กระนั้น Downside Risk เพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันยังขึ้นอยู่กับท่าทีของสหรัฐฯ และนานาชาติ รวมถึงผลการเจรจา นโยบายการค้าที่ยังไม่ชัดเจน หลังจากทีประธานาธิบดีทรัมป์ ประกาศเลื่อนการบังคับใช้มาตรการ Reciprocal Tariff แบบเต็มรูปแบบออกไปอีก 90 วัน เพื่อเปิดทางให้มีการเจรจาต่อรอง แม้จะเป็นสัญญาณของความพยายามประนีประนอม แต่ก็ยังสะท้อนความไม่แน่นอนสูงต่อแนวโน้มในระยะข้างหน้า และอาจส่งผลให้ความต้องการรับความเสี่ยง (Risk Appetite) ของนักลงทุนลดลง ซึ่งจะกดดันระดับค่า P/E ของตลาดให้ปรับตัวลงต่ำกว่าที่เราประเมินไว้ในกรณีฐาน เพิ่มความเสี่ยงต่อการปรับฐานเพิ่มเติมในระยะสั้น หากบรรยากาศการเจรจายังไม่ชัดเจนหรือมีสัญญาณของความขัดแย้งที่รุนแรงขึ้นอีกครั้ง

หุ้นการเงิน-พลังงาน เน้นพึ่งพารายได้จากภายในประเทศ และมีปัจจัยบวกเฉพาะตัวที่โดดเด่น

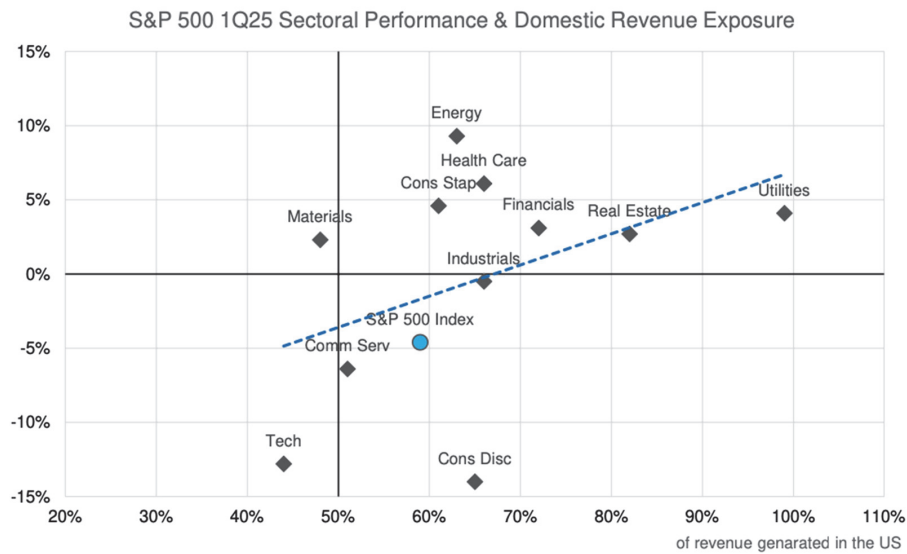
ดัชนี S&P 500 ปรับลดลงประมาณ -5% ในไตรมาส 1/2025 ท่ามกลางแรงกดดันจากสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น ส่งผลให้ดัชนี S&P 500 ที่ประกอบไปด้วยบริษัทนานาชาติขนาดใหญ่จำนวนมาก และมีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศสูงถึง 40% ได้รับผลกระทบหนัก จากความอ่อนไหวต่อกระแส De-globalization และความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกชะลอตัวเป็นวงกว้าง

อย่างไรก็ดี ในช่วงที่ตลาดโดยรวมเผชิญแรงกดดัน หลายกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีรายได้หลักจากภายในประเทศสหรัฐฯ ยังคงให้ผลตอบแทนดีกว่าดัชนี เช่น พลังงาน สุขภาพ การเงิน และสาธารณูปโภค ขณะที่แนวโน้มระยะข้างหน้าคาดว่าจะสงครามการค้าและกระแสต่อต้านโลกาภิวัตน์จะยังยืดเยื้อ แม้จะเริ่มมีการผ่อนคลายด้วยมาตรการยกเว้นภาษีนำเข้าชั่วคราวและเริ่มต้นการเจรจากับบางประเทศ แต่กลุ่มอุตสาหกรรมที่เคยได้แรงหนุนจากโลกาภิวัตน์อาจเผชิญแรงกดดันต่อ Valuation มากขึ้นในระยะยาว สวนทางกับกลุ่มที่เน้นรายได้ภายในประเทศ

กลุ่มอุตสาหกรรมที่เราประเมินว่ายังมีความน่าสนใจในภาวะตลาดปัจจุบันคือกลุ่มที่เน้นรายได้จากภายในประเทศสหรัฐฯ และมีปัจจัยบวกเฉพาะตัวหนุน ได้แก่ 1) กลุ่มสถาบันการเงิน ซึ่งได้รับานิสงส์จากนโยบายผ่อนคลายกฎระเบียบในภาคการเงิน (Bank De-regulation) รวมถึงโครงสร้างอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield curve) ที่ปรับตัวขึ้น ช่วยหนุนอัตรากำไรของธนาคารให้ฟื้นตัวได้ดี และ 2) กลุ่มพลังงาน ซึ่งมีแนวโน้มฟื้นตัวตามทิศทางราคาน้ำมัน นอกจากนี้ คุณลักษณะของหุ้นพลังงานที่เคลื่อนไหวตามราคาลิควิดิตี โกลด์มินท์ ยังช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตได้อย่างมีประสิทธิภาพ เมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีที่กำลังเผชิญแรงกดดันจาก Valuation ที่สูงและกระแส De-globalization

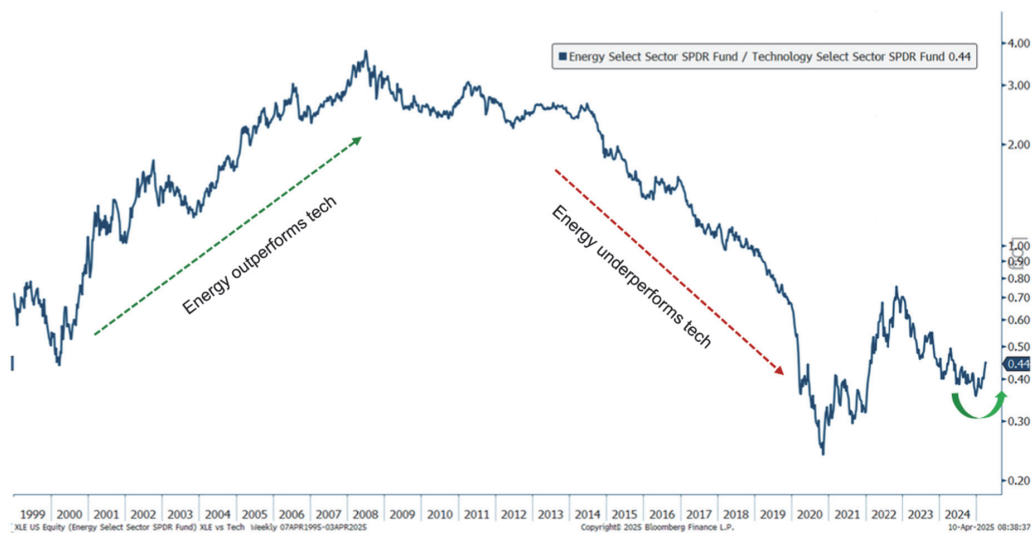
แผนภาพที่ 6: ในช่วงไตรมาส 1/2025 ที่ตลาดโดยรวมเผชิญแรงกดดัน หลายกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีรายได้หลักจากภายในประเทศสหรัฐฯ ยังคงให้ผลตอบแทนดีกว่าดัชนี

As deglobalization accelerates, sectors that benefit less from globalization are likely to be more resilient



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

แผนภาพที่ 7: หุ่นพลังงานที่เคลื่อนไหวตามราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตได้อย่างมีประสิทธิภาพ เมื่อเปรียบเทียบกับหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีที่กำลังเผชิญแรงกดดันจาก Valuation ที่สูงและกระแส De-globalization



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

ตลาดตราสารหนี้



ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) ปรับขึ้นมาใกล้ระดับ 4.5% ตามที่เราเคยประเมินไว้ว่าเป็นระดับที่น่าสนใจในการทยอยลงทุน โดยระดับ Yield ปัจจุบันได้สะท้อนความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ รวมถึงความผันผวนจากประเด็นภูมิรัฐศาสตร์และสงครามการค้าที่เพิ่มขึ้นไปในระดับหนึ่งแล้ว อย่างไรก็ตาม เรายังแนะนำให้นักลงทุนใช้ความระมัดระวังในการลงทุนในพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ เนื่องจากแม้เศรษฐกิจจะมีแนวโน้มชะลอตัว แต่เงินเฟ้อที่หนีคืบขึ้นจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากกำแพงภาษีสินค้านำเข้าอาจทำให้ Bond yield ปรับลดลงได้ไม่มาก เราจึงยังให้น้ำหนักกับการลงทุนในตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) มากกว่า โดยมองว่าเป็นทางเลือกในการป้องกันความเสี่ยงที่ต่ำกว่าในกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าคาดหรือความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) เพิ่มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

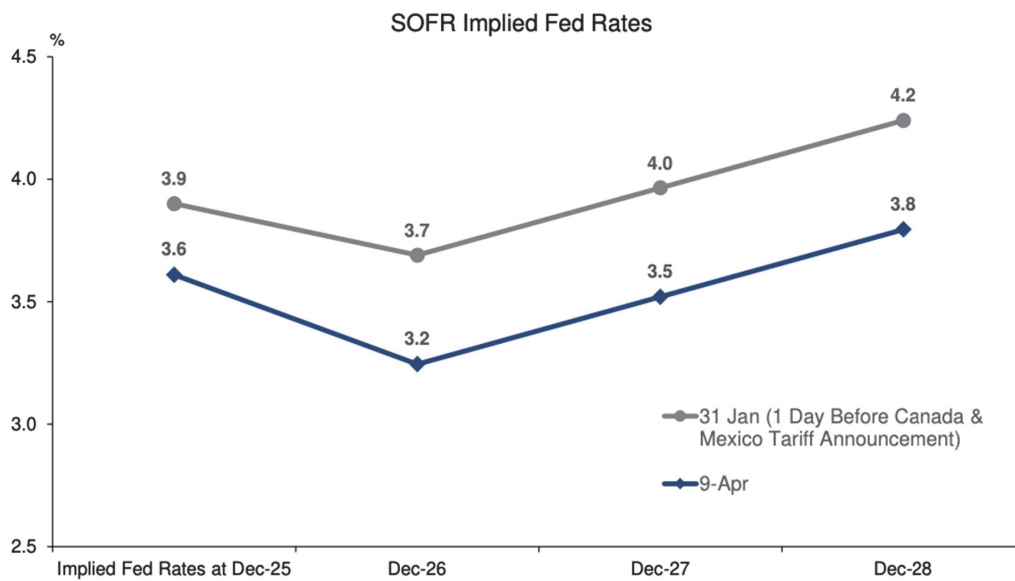
การปรับลดดอกเบี้ยของ Fed เหนือข้อจำกัดที่มากขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ

แม้ความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชัดเจนขึ้น หลังจากสงครามการค้าทวีความรุนแรง แต่ตลาดยังคงมองว่าแนวโน้มการปรับลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีข้อจำกัดอยู่มาก สะท้อนผ่านสัญญา SOFR Swap Rates ล่าสุดที่บ่งชี้ว่าแม้ Fed จะปรับลดดอกเบี้ยลงได้ในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว โดยอาจลดลงต่ำสุดที่ระดับ 3.00–3.25% ภายในปี 2026F แต่ภายหลังจากนั้น ดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มต้องทยอยกลับสู่ระดับใกล้ 4% อีกครั้ง ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและแรงกดดันเงินเฟ้อเชิงโครงสร้างที่เปลี่ยนแปลง

สาเหตุหลักมาจากนโยบายกำแพงภาษีของประธานาธิบดีทรัมป์ที่ขยายขอบเขตการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าครอบคลุมประเทศคู่ค้าและกลุ่มสินค้าที่กว้างขวางมากขึ้น ส่งผลให้แม้จะผ่านพ้นขั้น

ตอนการเจรจาหรือเพื่อลดหย่อนภาษีศุลกากรลงได้บ้าง ทว่าอัตราภาษีสินค้านำเข้ารวม (Effective Tariff Rate) ก็มีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นไม่ต่ำกว่า +10 percentage point และคงอยู่ในระยะยาว เป็นปัจจัยหนุนเงินเฟ้อในระดับโครงสร้าง (Structural change) ขณะเดียวกัน แรงผลักดันให้เกิดการลงทุนกลับมายังสหรัฐฯ (Re-shoring) เพื่อเสริมความมั่นคงด้านห่วงโซ่อุปทาน ก็ยังผลักดันให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น พร้อมทั้งอุปสงค์การลงทุนที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ดอกเบี้ยที่เป็นกลางของเศรษฐกิจ (Neutral Rate) ขยับสูงขึ้นในระยะยาวเช่นกัน ภายใต้บริบทนี้ เรามองว่า Fed อาจลดดอกเบี้ยลงได้ในระยะสั้นเพื่อรับมือกับเศรษฐกิจที่ชะลอตัว แต่แนวโน้มโดยรวมของดอกเบี้ยยังมีโอกาสกลับขึ้นอีกในปีถัด ๆ ไป จากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจและภาวะเงินเฟ้อที่ยังไม่คลี่คลาย

แผนภาพที่ 8: ตลาด SOFR Swap Rates สะท้อนคาดการณ์ว่าแม้ Fed อาจปรับลดดอกเบี้ยลงต่ำสุดที่ระดับ 3.00–3.25% ภายในปี 2026F แต่หลังจากนั้น ดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มต้องทยอยกลับสู่ระดับใกล้เคียง 4% อีกครั้ง

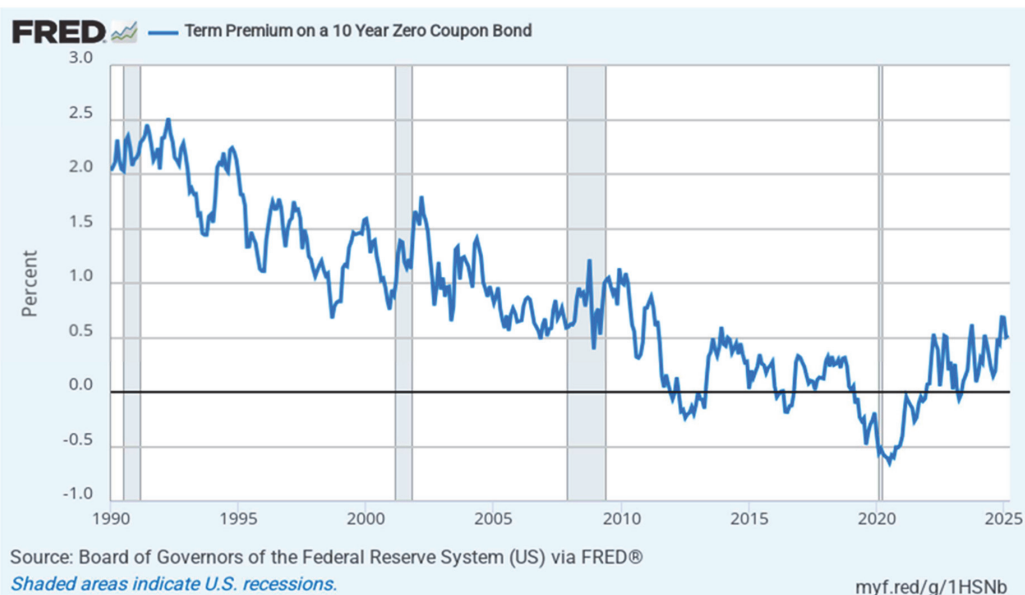


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่เมื่อพิจารณาค่าชดเชยความเสี่ยงของการถือครองพันธบัตรระยะยาว (Term premium) จะพบว่าค่า Term premium ไม่ได้ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญแม้ในช่วงที่เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย เนื่องจากในช่วงเวลาดังกล่าว รัฐบาลมักใช้นโยบายการคลังแบบขาดดุลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้ต้องออกพันธบัตรเพิ่ม

ขึ้นอย่างมากในระยะเวลาอันสั้น กลายเป็นแรงกดดันที่หนุนให้ Term premium ทรงตัวหรือปรับสูงขึ้น เราจึงยังคงความระมัดระวังในการลงทุนในพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ โดยเฉพาะจากปัจจัยแรงกดดันจากฝั่งอุปทานที่อาจเพิ่มขึ้นในช่วงที่ Sentiment ตลาดยังเปราะบาง

แผนภาพที่ 9: Term premium ไม่ได้ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญแม้ในช่วงที่เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย



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

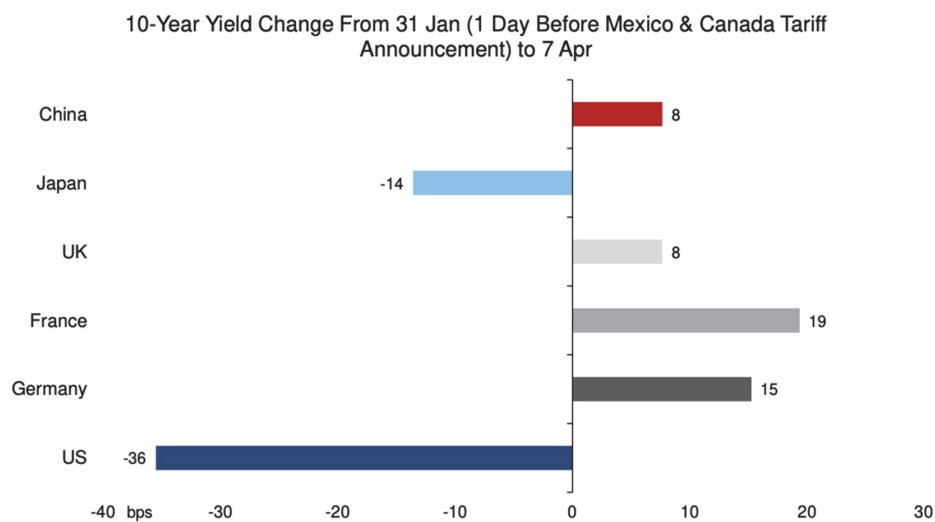
ตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เป็นทางเลือกที่เหมาะสมกว่าในฐานะเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงหากเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession)

ในภาวะที่เศรษฐกิจโลกกำลังเผชิญความเสี่ยงจากแนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัว และสหรัฐฯ ต้องเผชิญแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่ฝังลึกขึ้นจากสงครามการค้า เรามองว่าการกระจายการลงทุนสู่ตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เป็นทางเลือกที่เหมาะสมกว่า โดยเฉพาะในฐานะเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง (Hedge)

หากเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ในระยะข้างหน้า ความได้เปรียบของตราสารหนี้โลกอยู่ที่ความเสี่ยงเงินเฟ้อที่ต่ำกว่าสหรัฐฯ ในหลายประเทศ เนื่องจากแรงกดดันด้านราคาสินค้าในประเทศเหล่านั้นน่าจะลดลง หากสินค้านำเข้าถูกจากจีนซึ่งถูกกันออกจากตลาดสหรัฐฯ เบี่ยงมาสู่ตลาดโลกแทน (Trade diversion) ทำให้จีน และกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วอื่น ๆ อย่างยุโรปและญี่ปุ่น มีช่องว่างในการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายได้มากกว่าสหรัฐฯ

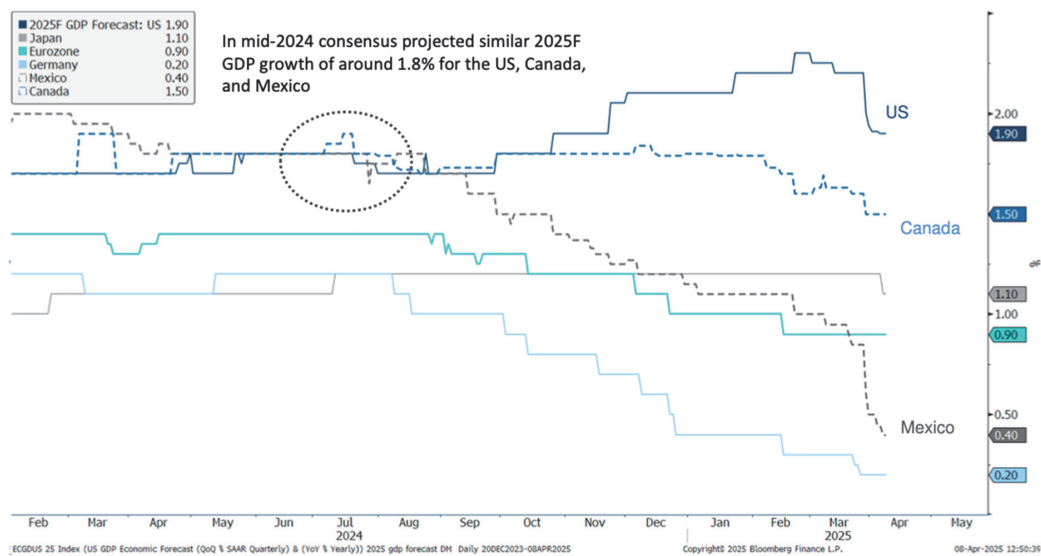
แผนภาพที่ 10: Bond yield ของจีน และประเทศพัฒนาแล้วอื่น ๆ อย่างยุโรปและญี่ปุ่น ไม่ได้ปรับลดลงสอดคล้องกับ Yield ของสหรัฐฯ หลังจากสงครามการค้าเริ่มขึ้น...

Government bond yields, particularly in Europe & China, remain higher than they were before the trade war began



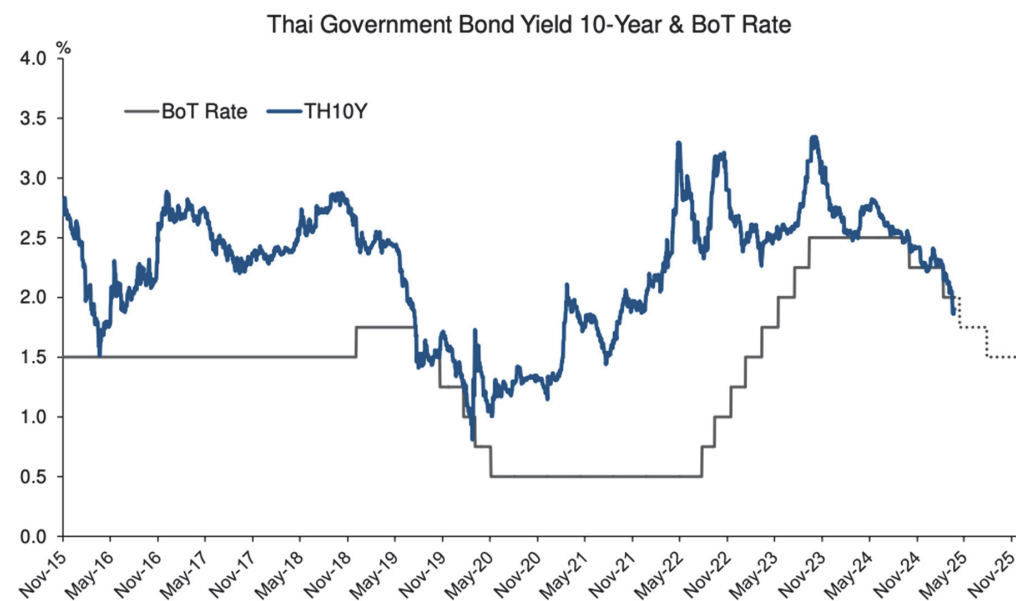
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: ...แม้แนวโน้มเศรษฐกิจของหลายประเทศจะเปราะบางกว่าสหรัฐฯ มาก และมีความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อต่ำกว่า



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

แผนภาพที่ 12: Bond yield อายุ 10 ปีของไทย มีแนวโน้มลดลงสู่ระดับ 1.5-1.6% ตามภาวะเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่เผชิญความเสี่ยงด้านต่ำ และมีช่องว่างให้ BoT ลดดอกเบี้ยได้อย่างน้อย 2 ครั้งในปี



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำในช่วงเดือน เม.ย. เด่นหน้าปรับตัวเพิ่มขึ้นไปทำระดับสูงสุดใหม่อีกครั้งที่ระดับ 3,400 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อออนซ์ จากปัจจัยสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้นกว่าที่ทุกฝ่ายประเมินไว้ ส่งผลให้โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนในเดือน เม.ย. กลับปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องจากเดือน ก.พ. และ มี.ค. สะท้อนการป้องกันความเสี่ยง (Risk-off Sentiment) ของนักลงทุนท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจและนโยบายภาครัฐที่ไม่แน่นอน ด้านตลาดน้ำมัน เรามองว่าราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มปรับตัวกลับไปใกล้ระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 2 นี้ โดยประเมินว่าการปรับลดลงอย่างรุนแรงในช่วงที่ผ่านมา ส่วนใหญ่เกิดจากแรงกดดันเชิงจิตวิทยาจากความผันผวนของตลาดและการปรับลดลงของความต้องการรับความเสี่ยงของนักลงทุน (Risk Appetite) ท่ามกลางสถานการณ์สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น มากกว่าที่จะเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานในตลาดน้ำมันโดยตรง

ทองคำ

ปริมาณการถือครองทองคำสุทธิผ่านกองทุน ETF (“Physically-backed gold exchange-traded funds: gold ETFs”) ในเดือน เม.ย. อ้างอิงจากข้อมูลถึงวันที่ 17 เร่งตัวขึ้นสูงถึง 108 ตัน จาก 92 ตัน ในเดือน มี.ค. ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2024 เป็นอย่างมากที่โดยสุทธิลดการถือครองทองคำลงราว -0.6 ตันต่อเดือน

ราคาทองคำในช่วงเดือน เม.ย. เด่นหน้าปรับตัวเพิ่มขึ้นไปทำระดับสูงสุดใหม่อีกครั้งที่ระดับ 3,400 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อออนซ์ จากปัจจัยสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้นกว่าที่ทุกฝ่ายประเมินไว้ ส่งผลให้โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ตลาดการเงินเพิ่มน้ำหนักการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed เป็น 4 ครั้งในปี (100bps) พร้อมกับการอ่อนค่าของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (DXY) ในเดือน เม.ย. ที่ปรับตัวลดลงไปสู่ระดับ 99 จุด จาก 104 จุด เดือนก่อน ขณะเดียวกัน การปรับตัวลดลงของสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลก พร้อมกับการปรับเพิ่มขึ้นของส่วนต่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชนเทียบกับพันธบัตรรัฐบาล ส่วนอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนในเดือน เม.ย. กลับปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญต่อเนื่องจากเดือน ก.พ. และ มี.ค. สะท้อนการป้องกันความเสี่ยง (Risk-off Sentiment) ของนักลงทุนท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจและนโยบายภาครัฐที่ไม่แน่นอน โดยปริมาณการถือครองทองคำสุทธิผ่านกองทุน ETF (“Physically-backed gold exchange-traded funds: gold ETFs”) ในเดือน เม.ย. อ้างอิงจากข้อมูลถึงวันที่ 17 เร่งตัวขึ้นสูงถึง 108 ตัน จาก 92 ตัน ในเดือน มี.ค. ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2024 เป็นอย่างมากที่โดยสุทธิลดการถือครองทองคำลงราว -0.6 ตันต่อเดือน

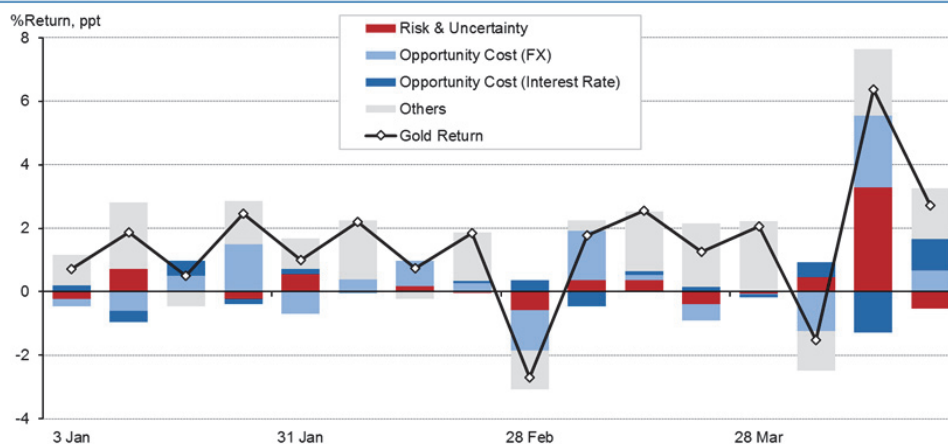
เรามองว่าราคาทองคำมี Upside จำกัด แม้จะมีปัจจัยหนุนจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่แท้จริง (Real Yield) ของสหรัฐฯ ซึ่งปัจจุบันทรงตัวอยู่ที่ระดับ 2.1% และมีความเสี่ยงด้านสูง (Upside) อีกไม่มาก หากปธน. ทรัมป์ยังเดินหน้าดำเนินนโยบายกำแพงภาษีอย่างเข้มงวดกับทุกประเทศ รวมถึงความไม่แน่นอนของนโยบายภาครัฐที่อาจสร้างแรงกดดันเพิ่มเติมต่อเศรษฐกิจและสินทรัพย์เสี่ยง จะส่งผลให้นักลงทุนเข้าถือครองทองคำมากขึ้นเพื่อป้องกันความเสี่ยง ขณะเดียวกัน อุปสงค์การเข้าซื้อทองคำจากธนาคารกลางยังแข็งแรง โดยในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา ธนาคารกลางของหลายประเทศทั่วโลกเพิ่มสัดส่วนการถือครองทองคำในทุนสำรองของประเทศ ซึ่งในปี 2024 ธนาคารกลางเข้าซื้อทองคำกว่า 1045 ตัน หรือคิดเป็นประมาณ 21% ของอุปสงค์ทองคำในปี 2024 เพิ่มขึ้นจากค่าเฉลี่ยในช่วงปี 2010-19 ที่เข้าซื้อเฉลี่ยปีละ 500 ตัน เท่านั้น และอ้างอิงจากการตอบแบบสอบถามไปยังธนาคารกลางเมื่อกลางปีที่ผ่านๆ มา ประมาณ 81% ของผู้ตอบแบบสอบถามระบุว่ายังเพิ่มการเข้าถือครองทองคำในช่วง 12 เดือนข้างหน้าขึ้น ประกอบกับความผันผวนของนโยบายเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น อาจเป็นอีกหนึ่งแรงส่งให้กับอุปสงค์ทองคำจากธนาคารกลางในปีนี้อีกด้วย อย่างไรก็ดี ทองคำยังมีความเสี่ยงด้านต่ำที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิด จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาทองคำในช่วงที่ผ่านมาเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐและความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจ ซึ่งราคาทองคำอาจต้องเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำได้หากปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ เริ่มเปลี่ยนแปลงจุดยืนและท่าทีในการดำเนินนโยบายกับประเทศต่างๆ อาทิ เริ่มกลับไปเจรจาข้อตกลงการค้ากับประเทศต่างๆ โดยเฉพาะจีน อีกทั้ง หากแรงกดดันจากปธน. ทรัมป์ กับธนาคารกลางสหรัฐฯ เริ่มเบาบาง ทองคำอาจได้รับปัจจัยหนุนน้อยลง

สำหรับแนวโน้มในระยะกลางถึงยาว เรามองว่าราคาทองคำยังมีปัจจัยหนุน อาทิ นโยบายการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ที่เป็นนโยบายหลักของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ จะเป็นส่วนเร่งอัตราเงินเฟ้อขึ้น ซึ่งทองคำเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีคุณสมบัติป้องกันเงินเฟ้อ (Hedge) มักจะปรับตัวขึ้นสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งขึ้น ประกอบกับเศรษฐกิจที่หากชะลอตัวลง และกดดันแนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียน การลงทุนในทองคำยังสามารถช่วยกระจายความเสี่ยงจากสินทรัพย์อื่นๆ ได้ ขณะที่ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risks) ที่แม้สงครามรัสเซีย-

ยูเครนจะมีความคืบหน้าในการเจรจายุติสงคราม แต่ความขัดแย้งระหว่างจีน-ไต้หวัน และสถานการณ์ในตะวันออกกลางที่มีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งภาระหนี้สาธารณะที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะยาว ซึ่งหนุนการเข้าถือสินทรัพย์ปลอดภัย โดยสรุป เรายังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนในทองคำเมื่อเกิดการปรับฐานด้วยความระมัดระวัง เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนไม่ใช่เพื่อเก็งกำไร โดยเฉพาะจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่ตึงเครียดมากขึ้นและความกังวลต่อเศรษฐกิจที่อาจชะลอตัว

แผนภาพที่ 13: ราคาทองคำในเดือน เม.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงส่วนหนึ่งจากความเสี่ยงด้านนโยบายเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น พร้อมกับการอ่อนค่าของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

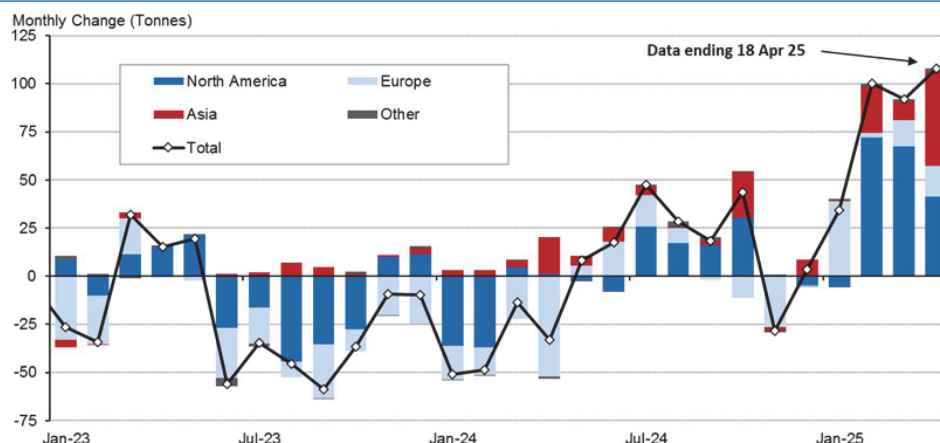
Weekly gold price return & contribution to percentage change



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

แผนภาพที่ 14: การปรับตัวลดลงของสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลก พร้อมกับการปรับเพิ่มขึ้นของส่วนต่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชนเทียบกับพันธบัตรรัฐบาล ส่วนอุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนในเดือน เม.ย. กลับปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเนื่องจากเดือน ก.พ. และ มี.ค. สะท้อนการป้องกันความเสี่ยง (Risk-off Sentiment) ของนักลงทุนท่ามกลางสถานะเศรษฐกิจและนโยบายภาครัฐที่ไม่แน่นอน

Monthly gold ETF flows by region: MTD ending 18-Apr



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

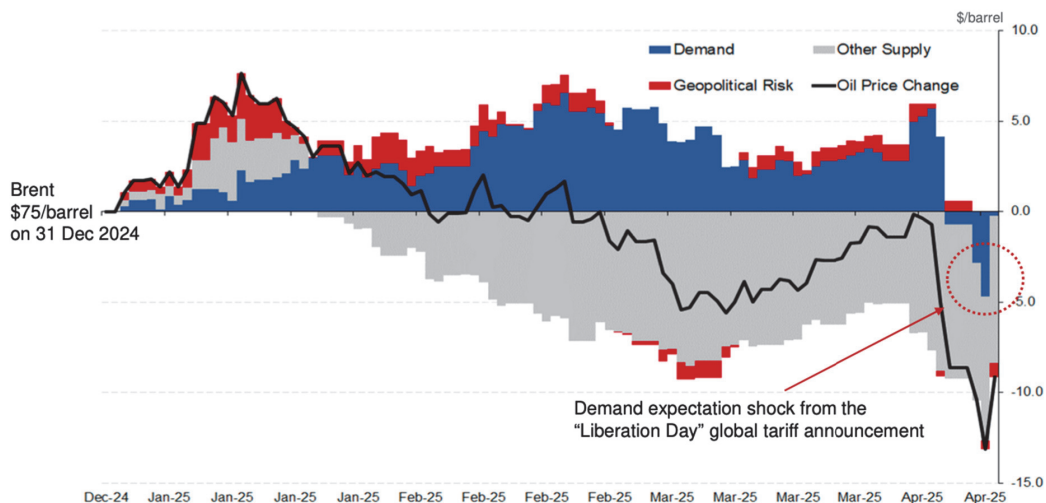
น้ำมัน

เรามองว่าราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มฟื้นตัวกลับไปใกล้ระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงไตรมาส 2 นี้ โดยประเมินว่าการปรับลดลงอย่างรุนแรงในช่วงที่ผ่านมา ส่วนใหญ่เกิดจากแรงกดดันเชิงจิตวิทยาจากความผันผวนของตลาดและการปรับลดลงของความต้องการรับความเสี่ยงของนักลงทุน (Risk Appetite) ท่ามกลางสถานการณ์สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น มากกว่าที่จะเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานในตลาดน้ำมันโดยตรง เราจึงมองว่าความเสี่ยงด้านราคาน้ำมันในระยะสั้นโน้มไปทางด้านบวก โดยเฉพาะในช่วงไตรมาส 2 ซึ่งเป็นช่วงที่อุปสงค์น้ำมันมักเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล ขณะที่เพิ่มขึ้นของการผลิตน้ำมันของ OPEC+ จะไม่สูงเท่าตัวเลขที่เป็นข่าว นอกจากนี้ การผลิตน้ำมันในกลุ่มประเทศ Non-OPEC โดยเฉพาะสหรัฐฯ ก็มีแนวโน้มชะลอตัวลงตามราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงมาอยู่ใกล้ระดับต้นทุนการผลิต เป็นอีกปัจจัยที่ช่วยพยุงราคาและจำกัด Downside ของตลาดน้ำมันในระยะข้าง

เรามองแผนการผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้น 411,000 บาร์เรลต่อวันของ OPEC+ ในเดือน พ.ค. เป็นเพียงการปรับตัวเลขเป้าหมายให้สอดคล้องกับระดับการผลิตจริงในปัจจุบัน แต่ในทางปฏิบัติแล้วการผลิตคาดว่าจะยังเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป

ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับตัวลดลงรุนแรงในช่วงต้นเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา สู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล พร้อมกับความผันผวนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก จากทั้งความกังวลอุปสงค์น้ำมันโลกจะชะลอลงจากผลของสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรง ประกอบกับปัจจัยเฉพาะตัวอย่างการตัดสินใจของกลุ่มผู้ผลิตและส่งออกน้ำมัน OPEC+ ที่มีมติให้ประเทศสมาชิกที่เข้าร่วมมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจเพิ่มการผลิตในเดือน พ.ค. นี้ สูงขึ้นถึง 411,000 บาร์เรลต่อวัน มากกว่ากรอบเดิมที่วางแผนไว้ว่าจะเพิ่มเพียง 140,000 บาร์เรลต่อวันอย่างมาก ส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับลดลงมากกว่า -7% ภายในวันเดียวหลังแถลงการณ์ นับเป็นการร่วงลงในวันเดียวที่แรงที่สุดนับตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2022

แผนภาพที่ 15: ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลงรุนแรงในช่วงต้นเดือน เม.ย. พร้อมกับความผันผวนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก จากความกังวลอุปสงค์น้ำมันโลกจะชะลอลงจากผลของสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรง



Note: Latest data as of 10 April

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

อย่างไรก็ดี แม้แผนการเพิ่มการผลิตตามหน้าข่าวจะมีตัวเลขที่สูง แต่ในทางปฏิบัติเรามองว่าการเพิ่มกำลังการผลิตจริงจะต่ำกว่าตัวเลขตามข่าวอย่างมีนัย ส่วนหนึ่งเนื่องจากความซับซ้อนของระบบโควตาในกลุ่ม OPEC+ ซึ่งปัจจุบันมีถึง 3 ระดับ ได้แก่ โควตาทางการ (Official Quota), โควตาที่รวมการลดโดยสมัครใจครั้งที่ 1 และครั้งที่ 2 (1st & 2nd Voluntary Cuts) โดยการผ่อนคลายเป็นที่เกิดขึ้นเป็นการทยอยยกเลิกส่วนลดโดยสมัครใจครั้งที่ 2

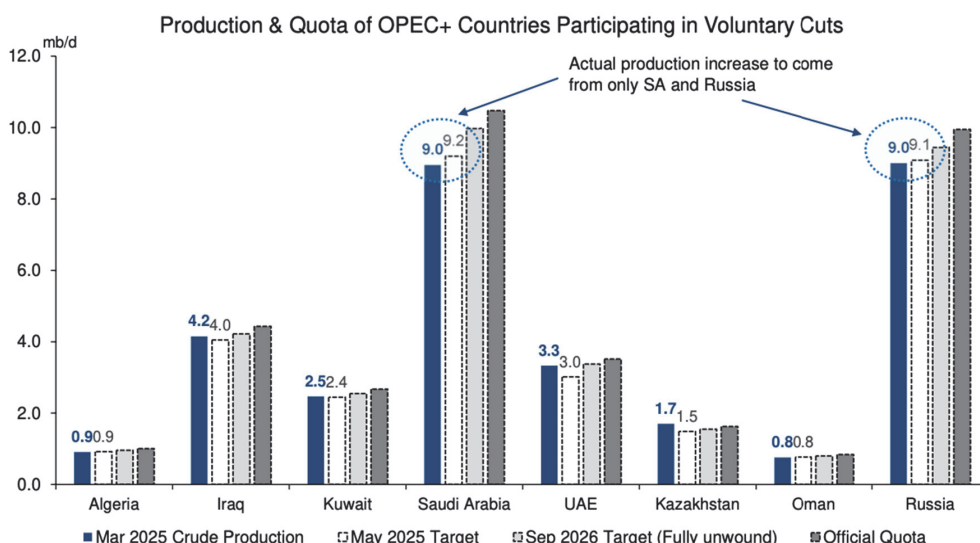
ในช่วงที่ผ่านมา ประเทศสมาชิกที่เข้าร่วมมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจทั้งครั้งที่ 1 และครั้งที่ 2 หลายประเทศผลิตน้ำมันดิบในระดับที่สูงกว่าที่เคยระบุไว้ในแผนการลดการผลิตครั้งที่ 2 แต่ยังคงอยู่ในกรอบของแผนการครั้งที่ 1 และโควตาทางการ เมื่อเปรียบเทียบเป้าหมายการผลิตของเดือน พ.ค. ที่ OPEC รายงานเมื่อวานนี้ กับระดับการผลิตจริงเมื่อเดือน มี.ค. ที่ผ่านม พบว่าเป็นการปรับตัวเลขเป้าหมายให้ใกล้เคียงกับระดับการผลิต

จริงเสียเป็นส่วนมาก ขณะที่การผลิตน้ำมันดิบที่จะเพิ่มขึ้นจริงจะมาจากเพียงซาอุดีอาระเบียและรัสเซียเป็นหลัก และเมื่อรวมกับการผลิตที่จะเพิ่มขึ้นตามแผนในเดือน เม.ย. ทำให้เราประเมินว่าในเดือน พ.ค. อุปทานน้ำมันของ OPEC+ จะเพิ่มขึ้นจริงเพียงประมาณ 100,000 บาร์เรลต่อวันเท่านั้น ต่ำกว่าตัวเลข 411,000 อย่างมาก

เรามองการตัดสินใจของ OPEC ครั้งนี้เป็นเพียงการปรับเป้าหมายเพื่อให้สอดคล้องกับตัวเลขระดับการผลิตจริง และไม่ได้เปลี่ยนแปลงปัจจัยพื้นฐานอย่างมีนัย แต่จังหวะ (Timing) ของการแถลงเกิดขึ้นในช่วงที่ Sentiment ของตลาดกำลังเปราะบางอย่างมากจากประเด็นสงครามการค้าทวีความรุนแรง ทำให้เราคาในระยะสั้นได้รับอานิสงส์ลบหนัก อย่างไรก็ดี เรายังมองราคาน้ำมัน WTI มีโอกาสฟื้นตัวกลับสู่ระดับประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงกลางปีนี้จากอุปสงค์ที่จะเพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล ขณะที่อุปทานจะไม่ได้เพิ่มขึ้นมากอย่างที่ตลาดกังวล

แผนภาพที่ 16: การผลิตน้ำมันดิบที่จะเพิ่มขึ้นจริงจะมาจากเพียงซาอุดีอาระเบียและรัสเซียเป็นหลัก และคาดว่าจะในเดือน พ.ค. อุปทานน้ำมันของ OPEC+ จะเพิ่มขึ้นจริงเพียงประมาณ 100,000 บาร์เรลต่อวันเท่านั้น

We anticipate the output rise of not more than 100,000 b/d in May 2025 will come mainly from Saudi Arabia and Russia, as both are underproducing relative to the newly announced quotas



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

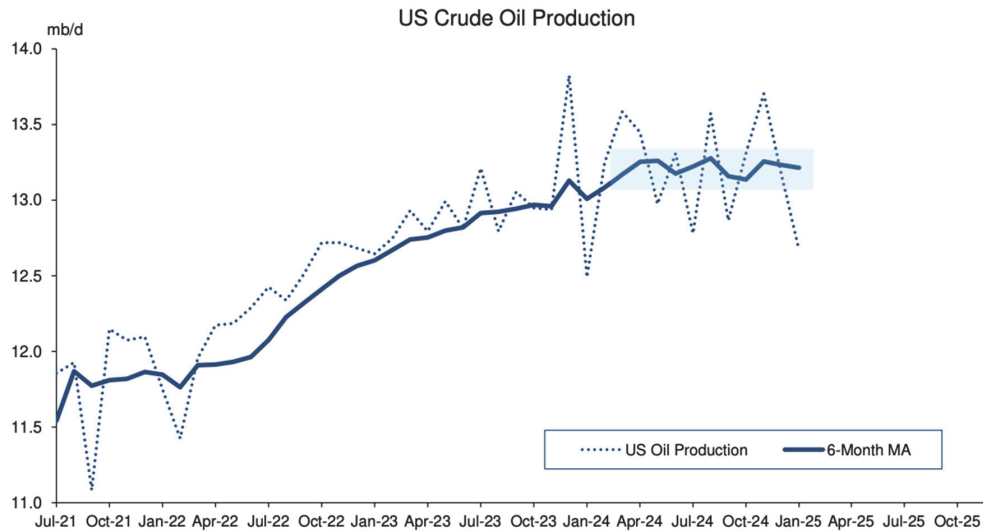
อุปทานน้ำมันจากประเทศ Non-OPEC โดยเฉพาะสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวชัดเจน ช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านต่ำของราคา

เราคาดว่า การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะเริ่มชะลอตัวลงอย่างชัดเจนในช่วง 2-3 เดือนข้างหน้า และกลายเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านต่ำของราคาน้ำมันดิบได้อย่างมีนัย โดยเมื่อพิจารณาการะดับการผลิตตลอดปี 2024 จะพบว่า การผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ แทบไม่ได้ขยายตัว แม้ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหว

อยู่ในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลตลอดทั้งปี สะท้อนว่าราคาน้ำมันระดับดังกล่าวเริ่มไม่จูงใจให้มีการลงทุนเพิ่มมากนัก ดังนั้น หลังจากราคาน้ำมันปรับตัวลงแรงจากแรงกดดัน Sentiment ของตลาดการเงิน สู่ระดับใกล้ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เราจึงมองว่าเป็นระดับที่เริ่มเข้าสู่จุดที่ผู้ผลิตบางรายอาจต้องลดการผลิตลง โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาต้นทุนการขุดเจาะที่เพิ่มสูงขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจหลัง COVID-19

แผนภาพที่ 17: ระดับการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ทรงตัวในปี 2024 แม้ราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

If WTI stays near \$60/barrel, US crude production is likely to decline materially in the next 1-2 quarters, having already plateaued in 2024 despite WTI trading at \$70-80/barrel



Note: The US oil production data includes EIA's adjustment factor

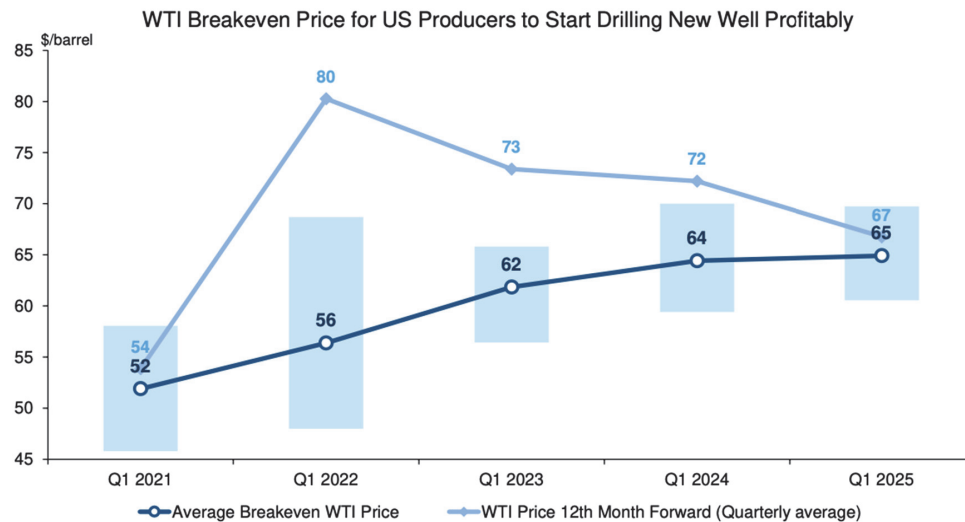
ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ข้อมูลจากแบบสำรวจของธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขาดัลลัส (Dallas Fed) ซึ่งสอบถามผู้บริหารของบริษัทในกลุ่ม Exploration & Production (E&P) พบว่า ราคาน้ำมันดิบที่บริษัทสามารถขุดเจาะและทำกำไรได้ (Breakeven Price) ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 65 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลแล้ว ขณะที่ผู้บริหารบางรายได้กล่าวไว้อย่างน่าสนใจว่า “\$70 is the new \$50” หมายถึงระดับราคาที่เป็นจุดตัดสินใจลงทุนใหม่ได้ปรับตัวสูงขึ้นจากอดีต โดยในช่วงปี 2015–2019 บริษัทพลังงานจะชะลอการลงทุนหากราคา

น้ำมันต่ำกว่า 50 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ทว่าในปัจจุบัน ระดับนั้นขยับขึ้นมาใกล้ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลแล้ว ปัจจัยหลักคือการเพิ่มขึ้นของต้นทุน วินัยทางการเงิน (Capital Discipline) ที่สูงขึ้น และกลยุทธ์ของอุตสาหกรรมที่เปลี่ยนจากการเน้นปริมาณเป็นการรักษากระแสเงินสดและอัตรากำไร เราจึงเชื่อว่าในกรณีฐานที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวแต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอยรุนแรง ราคาน้ำมันดิบมี Downside ค่อนข้างจำกัดจากระดับปัจจุบัน 🔄

แผนภาพที่ 18: ราคาน้ำมันดิบที่บริษัทสามารถขุดเจาะและทำกำไรได้ (Breakeven Price) ในสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 65 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

Rising trade tensions, cost pressures, and weak oil prices, alongside tighter capital discipline, are likely to weigh heavily on CAPEX decisions



Note: Executives from 124 oil and gas firms answered this question during the survey collection period, March 12–20, 2025

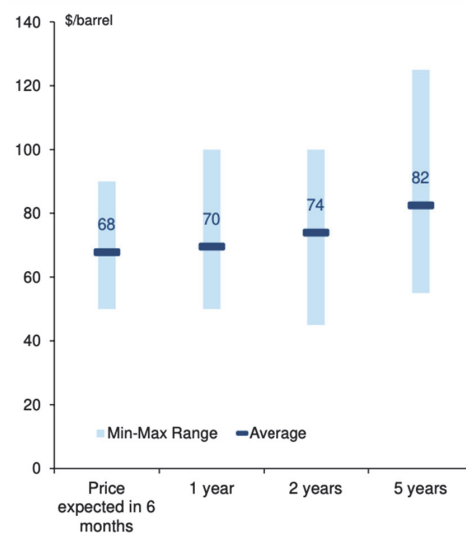
ที่มา: Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 19: ผู้บริหารบริษัทพลังงานมองว่าราคาน้ำมันดิบที่ต่ำกว่าประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ไม่ยั่งยืน และยังคงมองแนวโน้มราคาระยะยาวที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

Comments from E&P Executives

- There cannot be "U.S. energy dominance" and \$50 per barrel oil; those **two statements are contradictory**
- At \$50-per-barrel oil, we **will see U.S. oil production start to decline immediately** and likely significantly (1 mb/d within a couple quarters)
- The U.S. oil cost curve is in a different place than it was five years ago; **\$70 per barrel is the new \$50 per barrel**
- Oil-weighted companies will decrease capital spending with the current pressure on oil pricing for 2025
- "Drill, baby, drill" **does not work with \$50 per barrel oil**. Rigs will get dropped, employment in the oil industry will decrease, and U.S. **oil production will decline** as it did during COVID-19
- Oil prices have decreased while **operating costs have continued to increase**. To stimulate new activity, oil prices need to be in the **\$75-\$80 per barrel** range
- Unstable capital markets are affecting oil prices
- "Drill, baby, drill" is nothing short of a myth and populist rallying cry. **Tariff policy is impossible for us to predict** and doesn't have a clear goal

WTI Price Forecasts from Survey Respondents

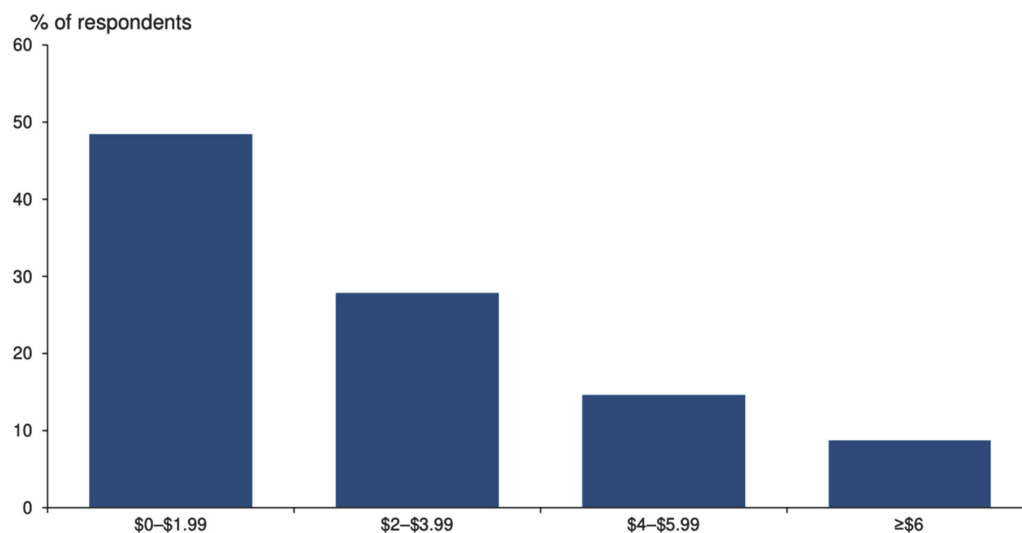


Note: Executives from 81 E&P firms answered this question during the survey collection period, March 12–20, 2025

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

แผนภาพที่ 20: แม้จะเกิดการผ่อนคลายมาตรการต่าง ๆ (De-regulation) ลงในอุตสาหกรรม ก็สามารถช่วยลดต้นทุนลงได้เพียงประมาณ 1-4 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลเท่านั้น

On a net production basis, how much do you estimate is your firm's cost of regulatory compliance, broadly defined, in terms of dollar-per-barrel?



Note: Executives from 81 E&P firms answered this question during the survey collection period, March 12–20, 2025. Respondents were asked to use a broad definition of regulatory compliance as applicable to their firm, including permitting costs, environmental, hiring and labor practices, but excluding tax payments

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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน โดยการใช้จ่ายของผู้บริโภค สะท้อนผ่านยอดขายปลีก (Retail Sales) ในช่วงไตรมาสที่หนึ่งขยายตัวเพียง 0.3% QoQ, sa ชะลอลงจาก 1.8% ในไตรมาสก่อน ขณะที่การใช้จ่ายในภาคบริการช่วงสองเดือนแรกของปีขยายตัวเพียง 0.3% MoM, sa ชะลอลงจาก 0.5% ในช่วงไตรมาสที่ 4 ขณะเดียวกัน นโยบายกำแพงภาษีสินค้านำเข้าที่มีแนวโน้มจะรุนแรงขึ้นนับตั้งแต่ปธน. ทรัมป์กลับเข้ามาดำรงตำแหน่งส่งผลให้ภาคธุรกิจมีการเร่งนำเข้าสินค้า (Fornt-loading) ก่อนที่อัตราภาษีจะเพิ่มขึ้น โดยยอดการนำเข้าในช่วงสองเดือนแรกของปีที่เร่งตัวขึ้นในระดับเลขสองหลัก นำมาซึ่งการขาดดุลการค้าในระดับที่สูงเป็นประวัติการณ์ ด้านนโยบายภาครัฐ การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ ที่ครอบคลุมเกือบทุกหมวดสินค้าจากเกือบทุกประเทศทั่วโลกไม่เพียงแต่จะกดดันการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าเท่านั้น แต่ได้สร้างความเสี่ยงด้านค่าเพิ่มเดิมอย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เองอีกด้วย นอกจากนี้ ความผันผวนของนโยบายภาครัฐยังอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจและการลงทุนภาคเอกชน โดยมาตรการกำแพงภาษีจะส่งผลให้ภาคครัวเรือนในสหรัฐฯ ต้องเผชิญกับปัญหาค่าครองชีพที่มีแนวโน้มสูงขึ้น ขณะเดียวกัน กิจกรรมในภาคการผลิตจะเผชิญกับความเสี่ยงด้านค่าเพิ่มเดิมจากต้นทุนสินค้าที่แพงขึ้นอย่างรวดเร็ว รวมถึงหากประเทศคู่ค้ามีการตอบโต้ จะกระทบกับยอดคำสั่งซื้อใหม่ กำลังการผลิต และอาจลามไปยังการปลดแรงงานในบางภาคส่วน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบกิจการที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกและนำเข้าสินค้า
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนในช่วงเดือน มี.ค. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 50.9 จุด จากกิจกรรมในภาคบริการ (Service PMI) ที่เร่งตัวขึ้น (+0.4, 51.0 จุด) ไปที่ระดับสูงสุดในรอบ 2 เดือน ขณะเดียวกัน ดัชนีราคาต้นทุนในภาคบริการและดัชนีราคาขายชะลอตัวลงไปที่ระดับต่ำสุดในรอบ 4 เดือน ซึ่งสอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อในภาคบริการของยูโรโซนที่เริ่มชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่กิจกรรมในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) หดตัวในอัตราที่น้อยลง (+1.0, 48.6 จุด) และดัชนีที่ระดับสูงสุดในรอบ 26 เดือน อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจของยูโรโซนกำลังเผชิญกับความเสี่ยงด้านค่าเพิ่มเดิมหลังจากที่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนในปี 2022 ที่ส่งผลให้ยุโรปต้องเผชิญกับวิกฤตพลังงาน ทั้งครัวเรือนและอุตสาหกรรมผลิตต้องแบกรับต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นมหาศาล ซึ่งต่อมาในปี 2023 ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 4.0% สำหรับ Deposit Facility Rate ส่งผลให้นโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะตึงตัว และกดดันกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม แม้ ECB จะทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2024 แต่อุปสงค์ภายในประเทศยังคงฟื้นตัวอย่างล่าช้า ทั้งนี้ ในปี 2025 สงครามการค้าของสหรัฐฯ จะกระทบภาคการส่งออกและภาคการผลิต อีกทั้งหากความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้ายังอยู่ในระดับสูง อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มเติมอีก
- สงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ในเดือนที่ผ่านมามีความตึงเครียดมากขึ้น โดยสหรัฐฯ ขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนสูงถึง 145% ขณะที่จีนตอบโต้โดยการขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากลับกับสินค้าสหรัฐฯ กว่า 125% ซึ่งสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นจะส่งผลให้การค้าระหว่าง 2 ประเทศนี้มีแนวโน้มลดลงอย่างมาก โดยในช่วงที่ผ่านมา ผู้นำเข้าชาวจีนเริ่มลดการนำเข้าสินค้าในกลุ่มที่โดนขึ้นกำแพงภาษีนำเข้า และหันไปพึ่งพาการนำเข้าจากประเทศอื่นที่มีต้นทุนถูกกว่าแทน ด้านผลกระทบของสงครามการค้า คาดว่าการส่งออกที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนกว่า 2.0 ppt จากทั้งผลกระทบทางตรง (Direct Impact) และผลกระทบทางอ้อม (Indirect Impact) ทั้งนี้ รัฐบาลจีนอาจบรรเทาผลกระทบจากสงครามการค้าดังกล่าวผ่านการเร่งการใช้จ่ายภาครัฐ (Government Spending) รวมถึงธนาคารกลางจีนอาจปล่อยกู้ให้ค่าเงินหยวนอ่อนตัวลงบ้างเพื่อตัดเชลยผลทางลบบางส่วนและเพิ่มความสามารถในการส่งออก ส่งผลให้เมื่อรวมผลของมาตรการบรรเทาดังกล่าวแล้ว คาดว่า GDP ของจีนในปีนี้อาจได้รับผลกระทบสุทธิประมาณ 1.0 ppt ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มเติบโตเพียง 4.0% ชะลอลงจาก 5.0% ในปีที่ผ่านมา
- การประกาศขึ้นกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกที่สำคัญของญี่ปุ่น ขณะเดียวกัน ความไม่แน่นอนในนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ มีแนวโน้มกระทบต่อความต้องการลงทุนในหลายประเทศทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการลงทุนสินทรัพย์ (Capital Goods) ซึ่งเป็นหนึ่งในสินค้าส่งออกหลักของญี่ปุ่น นอกจากนี้ การส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัว ประกอบกับความไม่แน่นอนที่สูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนและผลักดันการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป โดยเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัวราว 0.7-1.0% ในปี 2025 (ภายใต้สมมติฐานอัตราภาษีในกลุ่มเหล็ก/อะลูมิเนียม และกลุ่มยานยนต์ที่อัตรา 25% และอัตราภาษีตอบโต้ในอัตรา 10%) ด้านธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% ในการประชุมเดือนนี้ เพื่อติดตามความชัดเจนของการเจรจาการค้าระหว่างญี่ปุ่นและสหรัฐฯ โดยคาดว่าจะภายในระยะเวลา 90 วันนี้ ผลการเจรจาจะมีความชัดเจนมากขึ้น และสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับลดอัตราภาษีนำเข้าให้แก่ญี่ปุ่น ซึ่งจะส่งผลให้ BoJ สามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาสที่ 3 สู่ระดับ 0.75% ได้
- TISCO ESU คาดเศรษฐกิจไทยในปี 2025F มีแนวโน้มขยายตัวได้ต่ำลงเป็น 2.1% ลดลงจากเดิมที่คาดว่าจะ 2.8% โดยมีปัจจัยกดดันหลักจากนโยบายสงครามการค้าของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อขยายตัวของเศรษฐกิจไทยราว 0.6ppt ภายใต้สมมติฐานที่คาดว่าหลังช่วงชงพ่นปรน 90 วัน ไทยจะสามารถเจรจาต่อรองให้อัตราภาษีลดลงมาอยู่ที่ระดับราว 20-25% ได้ ขณะเดียวกัน ภาพการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่ล่าช้ากว่าที่คาด ส่งผลให้คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตได้ช้าลงกว่าที่เคยประเมินไว้ราว 0.1ppt ขณะที่ ภาพของการลงทุนภาคเอกชนยังมีความไม่แน่นอนสูงเนื่องจากอัตราภาษีสุดท้ายยังมีความไม่ชัดเจนว่าเป็นเท่าไร และแนวทางการเจรจากับทางสหรัฐฯ จะนำมาซึ่งความขัดแย้งกับการจัดระเบียบบริษัทข้ามชาติที่ลักลอบเข้ามาสวมสิทธิ์สินค้าไทยเพียงใด นอกจากนี้ ประเด็นเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างประเทศกับทางฝั่งจีนถือเป็นเรื่องละเอียดอ่อน ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อการตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาติในระยะต่อไป ดังนั้น เราประเมินว่าประมาณการเศรษฐกิจไทยที่ 2.1% ในครั้งนี้ ยังเผชิญกับความเสี่ยงด้านค่า ด้านนโยบายการเงิน กนง. มีมติปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% พร้อมกับทบทวนการคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจไทยลงมาอยู่ที่ x.x% โดยเรามองว่าในระยะต่อไป นโยบายการเงินยังมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายลงได้อีกในช่วงครึ่งหลังของปี เพื่อให้สอดคล้องกับบริบทที่เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ต่ำลงจากแรงกดดันภายนอก และมีความเสี่ยงสูงขึ้นที่อัตราเงินเฟ้อจะชะลอตัวลงจากเดิม

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน โดยการใช้จ่ายของผู้บริโภค สะท้อนผ่านยอดขายปลีก (Retail Sales) ในช่วงไตรมาสที่หนึ่งขยายตัวเพียง 0.3% QoQ, sa ชะลอลงจาก 1.8% ในไตรมาสก่อน ขณะที่การใช้จ่ายในภาคบริการช่วงสองเดือนแรกของปีขยายตัวเพียง 0.3% MoM, sa ชะลอลงจาก 0.5% ในช่วงไตรมาสที่ 4 ขณะเดียวกัน นโยบายกำแพงภาษีสินค้านำเข้าที่มีแนวโน้มจะรุนแรงขึ้นนับตั้งแต่ประธานาธิบดีทรัมป์กลับเข้ามาดำรงตำแหน่งส่งผลให้ภาคธุรกิจมีการเร่งนำเข้าสินค้า (Forint-loading) ก่อนที่อัตราภาษีจะเพิ่มขึ้น โดยยอดการนำเข้าในช่วงสองเดือนแรกของปีก็เร่งตัวขึ้นในระดับเลขสองหลัก นำมาซึ่งการขาดดุลการค้าในระดับที่สูงเป็นประวัติการณ์ ด้านนโยบายภาครัฐ การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ที่ครอบคลุมเกือบทุกหมวดสินค้าจากเกือบทุกประเทศทั่วโลกไม่เพียงแต่จะกดดันการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าเท่านั้น แต่ได้สร้างความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมอย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ เองอีกด้วย นอกจากนี้ ความผันผวนของนโยบายภาครัฐยังอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจและการลงทุนภาคเอกชน โดยมาตรการกำแพงภาษีส่งผลให้ภาคครัวเรือนในสหรัฐฯ ต้องเผชิญกับปัญหาค่าครองชีพที่มีแนวโน้มสูงขึ้น ขณะเดียวกัน กิจกรรมในภาคการผลิตจะเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมจากต้นทุนสินค้าที่แพงขึ้นอย่างรวดเร็ว รวมถึงหากประเทศคู่ค้ามีการตอบโต้ จะกระทบกับยอดคำสั่งซื้อใหม่ กำลังการผลิต และอาจลามไปยังการปลดแรงงานในบางภาคส่วน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบกิจการที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกและนำเข้าสินค้า

กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน โดยการใช้จ่ายของผู้บริโภค สะท้อนผ่านยอดขายปลีก (Retail Sales) ในช่วงไตรมาสที่หนึ่งขยายตัวเพียง 0.3% QoQ, sa ชะลอลงจาก 1.8% ในไตรมาสก่อน ขณะที่ข้อมูลการใช้จ่ายในภาคบริการของผู้บริโภค โดยเฉลี่ยในช่วงสองเดือนแรกของปีขยายตัวเพียง 0.3% MoM, sa ชะลอลงจาก 0.5% ในช่วงไตรมาสที่ 4

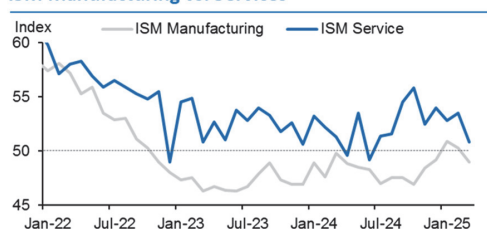
นอกจากนี้ กิจกรรมในภาคบริการเดือน มี.ค. ยังส่งสัญญาณชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Services) ที่ปรับตัวลดลง -2.7 จุด สู่ระดับ 50.8 จุด ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคซึ่งเป็นดัชนีชี้การใช้จ่ายในระยะข้าง

หน้าเองก็ปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน โดยหลักจากความกังวลของภาคครัวเรือนที่มีต่อนโยบายภาครัฐ อาทิ การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าและการปลดข้าราชการ ซึ่งนโยบายดังกล่าวอาจส่งผลให้ภาคครัวเรือนต้องรัดเข็มขัดแน่นขึ้นจากปัญหาค่าครองชีพที่สูงและความไม่มั่นคงด้านอาชีพ

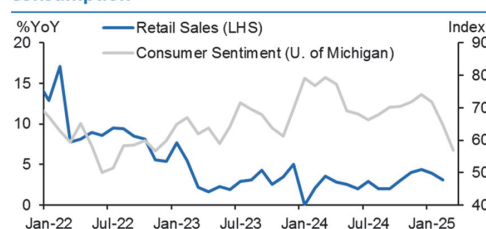
ขณะเดียวกัน นโยบายกำแพงภาษีสินค้านำเข้าที่เข้มข้นมากขึ้นนับตั้งแต่ประธานาธิบดีทรัมป์กลับเข้ามาดำรงตำแหน่ง ส่งผลให้ภาคธุรกิจเร่งการนำเข้าสินค้าก่อนจะมีการขึ้นภาษีในวงกว้าง สะท้อนผ่านยอดการนำเข้าในช่วงสองเดือนแรกของปีที่เร่งตัวขึ้นในระดับเลขสองหลัก ส่งผลให้สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่กดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสแรกของปี

แผนภาพที่ 21: กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน

ISM Manufacturing vs. Services



Consumption



Investment



Goods trade



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

การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าในช่วงเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา สะท้อนแนวคิดและความจริงจังของประธานาธิบดีทรัมป์ ที่ต้องการลดการขาดดุลการค้ากับประเทศต่างๆ ลง และเพิ่มบทบาทของอุตสาหกรรมการผลิตภายในประเทศขึ้น

ในวันที่ 2 เม.ย. ที่ผ่านมา ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับหลายประเทศ โดยมี 57 ประเทศที่เผชิญอัตราภาษีศุลกากรตอบโต้ “Reciprocal Tariffs” (แต่ละประเทศจะได้รับอัตราภาษีที่แตกต่างกัน) ขณะที่ประเทศอื่นๆ ที่ไม่โดนภาษีศุลกากรตอบโต้จะเผชิญอัตราภาษีศุลกากรเพิ่มขึ้นอีก 10% โดยมาตรการมีผลบังคับใช้ในวันที่ 5 เม.ย. สำหรับประเทศที่โดนตั้งกำแพงภาษีในอัตรา 10% และ 9 เม.ย. สำหรับประเทศที่ถูกตั้งกำแพงภาษีศุลกากรตอบโต้ ทั้งนี้ จะมีบางกลุ่มสินค้าที่ได้รับข้อยกเว้นจะการขึ้นภาษี อาทิ กลุ่มพลังงาน เซมิคอนดักเตอร์ ผลิตภัณฑ์ยา ทองแดงและทองคำ เป็นต้น และมีบางประเทศที่ถูกตั้งกำแพงภาษีไปในรอบก่อนจะถูกละเว้นจากการขึ้นภาษีในรอบเดือน เม.ย. อาทิ เม็กซิโกและแคนาดา

อย่างไรก็ตาม เมื่อวันที่ 9 เม.ย. ที่ผ่านมา ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ประกาศเลื่อนการปรับขึ้นภาษีศุลกากรตอบโต้ (Reciprocal tariffs) ออกไป 90 วัน และเปลี่ยนไปเก็บภาษีขั้นต่ำที่ 10% (Universal tariffs) กับเกือบทุกประเทศที่ถูกตั้งภาษีศุลกากรตอบโต้ในวันที่ 2 เม.ย. โดยสหรัฐฯ จะให้เวลาประเทศต่างๆ 90 วัน เพื่อเจรจาต่อรองให้อัตราภาษีศุลกากรลดลง อย่างไรก็ตาม ประธานาธิบดีทรัมป์ประกาศเพิ่มอัตราภาษีสินค้านำเข้ากับประเทศจีนอีกหลายรอบในช่วงเดือน เม.ย. รวมเป็น 125% และหากรวมกับการขึ้นภาษีในรอบเดือน ก.พ. และ มี.ค. จะส่งผลให้สหรัฐฯ จัดเก็บภาษีสินค้าที่มาจากประเทศจีนในอัตราสูงถึง 145%

โดยการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าในช่วงเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา สะท้อนแนวคิดและความจริงจังของประธานาธิบดีทรัมป์ ที่ต้องการลดการขาดดุลการค้ากับประเทศต่างๆ ลง และเพิ่มบทบาทของอุตสาหกรรมการผลิตภายในประเทศขึ้น ขณะเดียวกัน

ประธานาธิบดีทรัมป์ยังมีมุมมองว่า การที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าในระดับสูงนั้นเป็นผลจากการใช้มาตรการทางการค้าที่ไม่เป็นธรรมของประเทศต่างๆ ซึ่งมีการเอารัดเอาเปรียบสหรัฐฯ มาเป็นระยะเวลานาน สะท้อนผ่านวิธีการคำนวณอัตราภาษีศุลกากรตอบโต้ ที่ใช้เพียงสองตัวแปรหลัก ประกอบด้วยตัวเลขดุลการค้า และยอดการนำเข้าระหว่างประเทศสหรัฐฯ และคู่ค้า โดยรายชื่อประเทศสำคัญที่ถูกตั้งภาษีศุลกากรตอบโต้มีดังต่อไปนี้ (อ้างอิงข้อมูลของวันที่ 3 เม.ย.)

- ประเทศจีนถูกเพิ่มภาษีศุลกากรตอบโต้ในอัตรา 34%, ขณะที่สหรัฐฯ นำเข้าจากจีนคิดเป็น 13% ของการนำเข้าทั้งหมดในปี 2024 (มูลค่าราว 4.6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)
- สหภาพยุโรปถูกเพิ่มในอัตรา 20%, สหรัฐฯ นำเข้าคิดเป็น 18% (มูลค่าราว 6.1 แสนล้าน)
- ญี่ปุ่นถูกเพิ่มในอัตรา 24%, สหรัฐฯ นำเข้าคิดเป็น 4.5% (มูลค่าราว 1.5 แสนล้าน)
- เวียดนามถูกเพิ่มในอัตรา 46%, สหรัฐฯ นำเข้าคิดเป็น 4.2% (มูลค่าราว 1.4 แสนล้าน)
- เกาหลีใต้ถูกเพิ่มในอัตรา 25%, สหรัฐฯ นำเข้าคิดเป็น 4% (มูลค่าราว 1.3 แสนล้าน)
- ไต้หวันถูกเพิ่มในอัตรา 32%, สหรัฐฯ นำเข้าคิดเป็น 3.5% (มูลค่าราว 1.2 แสนล้าน)
- อินเดียถูกเพิ่มในอัตรา 26%, สหรัฐฯ นำเข้าคิดเป็น 3% (มูลค่าราว 9.1 หมื่นล้าน)
- ไทยถูกเพิ่มในอัตรา 36%, สหรัฐฯ นำเข้าคิดเป็น 2% (มูลค่าราว 6.6 หมื่นล้าน)

สำหรับกลุ่มสินค้าที่ถูกตั้งกำแพงภาษีไปในช่วงก่อน อาทิ เหล็กและอลูมิเนียม และยานยนต์จะไม่ได้รับผลกระทบจากการตั้งภาษีในครั้งนี้ ขณะที่กลุ่มสินค้า อาทิ เซมิคอนดักเตอร์ ผลิตภัณฑ์ยา ท่อนไม้ และทองแดง ที่ได้รับการยกเว้นจากการตั้งภาษีในครั้งนี้ทางสหรัฐฯ กำลังพิจารณาอัตราภาษีแยกสำหรับกลุ่มนี้

แผนภาพที่ 22: การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าในช่วงเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา สะท้อนแนวคิดและความจริงจังของประธานาธิบดีทรัมป์ ที่ต้องการลดการขาดดุลการค้ากับประเทศต่างๆ ลง และเพิ่มบทบาทของอุตสาหกรรมการผลิตภายในประเทศขึ้น

Reciprocal tariff calculation, according to USTR

$$\Delta\tau_i = \frac{x_i - m_i}{\varepsilon * \varphi * m_i}$$

Explanation:

Δτ: Change in tariffs rates

Xi: Total exports

Mi: Total imports

ε: Elasticity of imports == 4

φ: Pass through rate == 0.25

Example: China

Imports value = 439

Exports value = 144

Trade balance = -295

Reciprocal tariffs =

$$-1 * ((144 - 439) / (4 * 0.25 * 439)) = 67\% * 0.5 = 34\%$$

In other words:

$$\text{Reciprocal tariffs} = (\text{Trade balance}) / (\text{Imports}) * \text{Discounted rate of 50\%}$$

Select countries: discounted tariffs & exposure

Country	US Trade Balance (USD, bn)	Country exports to US in %GDP	US Discounted Tariffs
Vietnam	-123	29%	46%
Taiwan	-74	14%	32%
Thailand	-46	10%	36%
Malaysia	-25	10%	24%
Switzerland	-38	8%	31%
S. Korea	-66	7%	25%
Japan	-68	4%	24%
China	-295	3%	34%
EU	-235	3%	20%
Philippine	-5	3%	17%
India	-46	2%	26%
Indonesia	-18	2%	32%

ที่มา: White House, United States Trade Representative, Census Bureau, Trademap.org, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ไม่เพียงแต่จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจคู่ค้า แต่ยังได้สร้างความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมอย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศ

การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ไม่เพียงจะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจคู่ค้า แต่ยังได้สร้างความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมอย่างมีนัยสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศ จากอัตราภาษีศุลกากรที่ปรับเพิ่มสูงขึ้นเป็นอย่างมากและยังครอบคลุมการนำเข้าในเกือบทุกหมวดสินค้า นอกจากนี้ จากความไม่แน่นอนของนโยบายภาครัฐ โดยเฉพาะในด้านการค้าที่ค้างอยู่ในระดับสูงจะกระทบต่อความเชื่อมั่นภาคธุรกิจและการลงทุนภาคเอกชน อีกทั้งมาตรการกำแพงภาษีจะส่งผลให้ภาคครัวเรือนในสหรัฐฯ ต้องเผชิญกับปัญหาค่าครองชีพที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นสูง ขณะเดียวกัน กิจกรรมในภาคการผลิตต้องเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมจากต้นทุนสินค้าที่แพงขึ้นอย่างรวดเร็ว รวมถึงหากประเทศคู่ค้ามีการตอบโต้ จะกระทบกับยอดคำสั่งซื้อใหม่ กำลังการผลิต และอาจลามไปยังการปลดแรงงานในบางภาคส่วน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบกิจการที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกและนำเข้า

โดยเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะเติบโตชะลอลงมาอยู่ที่ระดับราว 1.4% ในปี 2025F จาก 2.8% ในปี 2024 (อ้างอิงจากการตอบแบบสอบถามของนักเศรษฐศาสตร์หลังการประกาศกำแพงภาษีในช่วงต้นเดือน เม.ย. ซึ่งจัดทำโดย Bloomberg) ขณะเดียวกัน โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วง 12 เดือนข้างหน้า

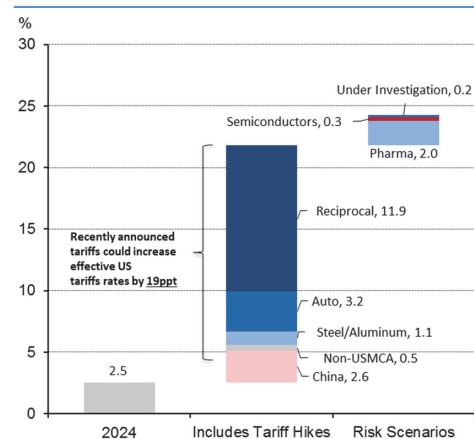
ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 40% จาก 25% ในเดือนก่อน โดยหลักเป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบายภาครัฐ โดยเฉพาะด้านการค้า ซึ่งประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ประกาศขึ้นทั้งอัตราภาษีศุลกากรตอบโต้ (Reciprocal Tariffs) และเฉพาะกลุ่ม (Sectoral Tariffs) อาทิ เหล็ก อลูมิเนียม และยานยนต์ ขณะที่มาตรการดังกล่าวเริ่มส่งกระทบกับภาคเศรษฐกิจจริงเป็นที่เรียบร้อยแล้ว ผ่านการเร่งนำเข้าสินค้า ส่งผลให้สหรัฐฯ ขาดดุลการค้ามากเป็นประวัติการณ์ และกดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1/2025 แม้สงครามการค้าในช่วงนั้นจะยังไม่รุนแรง ขณะเดียวกันดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและมุมมองของภาคธุรกิจปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า การประกาศขึ้นภาษีศุลกากรตอบโต้ของประธานาธิบดีทรัมป์ หากไม่มีการผ่อนปรนใดๆ จะส่งผลให้ภาคครัวเรือนต้องเผชิญกับภาวะค่าครองชีพที่สูงขึ้น ซึ่งกระทบกับรายได้ที่แท้จริง (Real Income) ส่งผลให้เครื่องยนต์หลักที่เป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจในช่วงก่อนหรือการใช้จ่ายของผู้บริโภคมีแนวโน้มชะลอตัวลงจากปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มเผชิญแรงกดดันด้านต่ำเช่นเดียวกัน จากระดับความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจที่ปรับเพิ่มสูงขึ้นเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะในด้านการค้า ที่ยังไม่เป็นที่แน่ชัดว่าจะขึ้นกับแต่ละประเทศในอัตราเท่าใด และหลังจากช่วงการเจรจา จะมีประเทศใดบ้างที่จะออกมาตรการเพื่อตอบโต้สหรัฐฯ ขณะที่ภาวะการเงินโดยรวมเริ่มตึงตัวขึ้นจากช่วงก่อน ซึ่งจะกระทบกับการระดมทุน และกิจกรรมในภาคการเงิน รวมถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจของภาคเอกชนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

แผนภาพที่ 23: การประกาศภาษีศุลกากรตอบโต้ของประธานาธิบดีทรัมป์ ในวันที่ 2 เม.ย. หากไม่มีการผ่อนปรน อาจดันอัตราภาษีศุลกากรขึ้นไปได้สูงถึงราว 20% จากเพียง 2.5% ในปี 2024

Trade-war timeline & impacts on effective US tariff rates

Effective Date	Partners	Type of goods	Import value, USD bn	Tariffs rate shock	Chg. in effective rate
4 Feb	China	All	439	10%	1.3ppt
4 Mar	China	All	439	10%	1.3ppt
4 Mar	Canada/Mexico	Non-USMCA	64	25%	0.5ppt
12 Mar	All	Steel/Aluminum	200	17.7%	1.1ppt
3 Apr	All	Auto/Parts	415	25%	3.2ppt
5-9 Apr	All	Reciprocal	1,997	19.4%	11.9ppt
Expected					
N/A	All	Pharma	262	25%	2.0ppt
N/A	All	Semi-conductors	45	25%	0.3ppt
Nov	All	Timber/Lumber/Copper	33	25%	0.2ppt

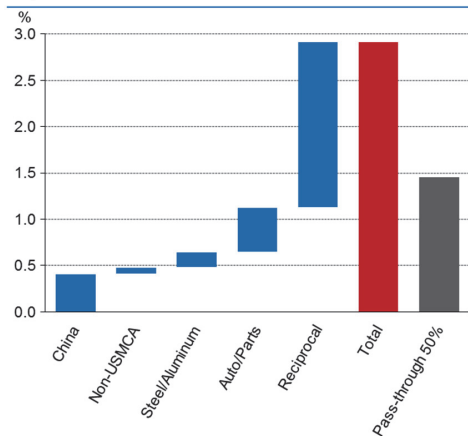
Changes in effective US tariff rates



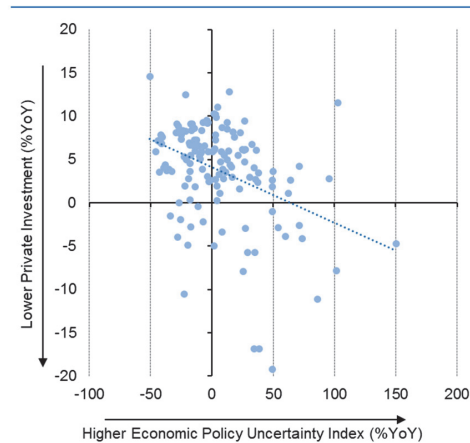
ที่มา: Bloomberg, Census Bureau, White House, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 24: จากความไม่แน่นอนของนโยบายภาครัฐ โดยเฉพาะในด้านการค้าที่ค้างอยู่ในระดับสูง จะกระทบต่อความเชื่อมั่นภาคธุรกิจและการลงทุนภาคเอกชน อีกทั้งมาตรการกำแพงภาษีจะส่งผลให้ภาคครัวเรือนในสหรัฐฯ ต้องเผชิญกับปัญหาค่าครองชีพที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นสูง

Tariff revenue amount relative to household disposable income ^{1\}



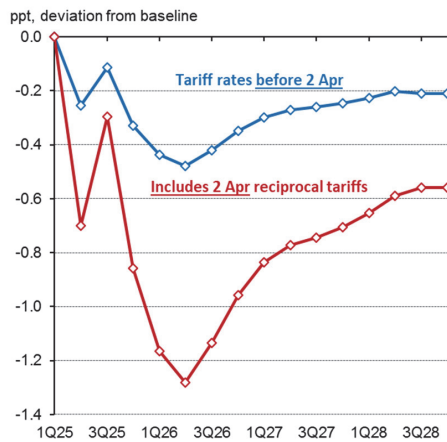
Change in economic uncertainty 1Q lead & private investment



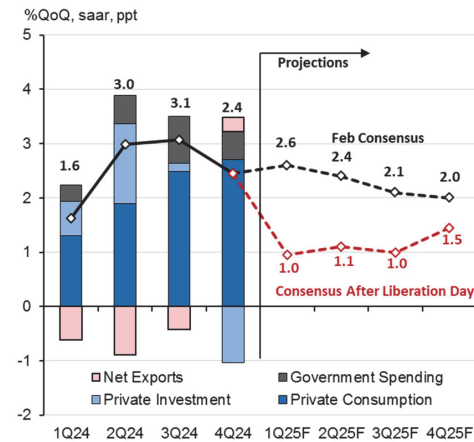
Note: 1\ Although tariffs are not directly a taxation on US consumer but rather the importers, however, firms will eventually pass-on these burdens to consumer
 ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 25: นักเศรษฐศาสตร์ทยอยปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ลงไปสู่ระดับราว 1% ในปี 2025F จากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัวราว 2% ในปี 2025F

Potential impact of tariffs on US GDP



2025 GDP projections



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

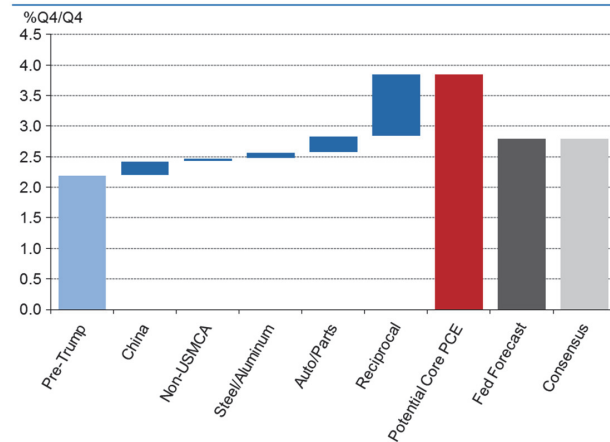
เรามองว่าแม้เศรษฐกิจจะมีแนวโน้มชะลอตัวลง และโอกาสของการเกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจจะเพิ่มขึ้น แต่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) อาจไม่สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากเหมือนกับที่ตลาดการเงินให้น้ำหนักที่ราว 4 ครั้งได้ (-100bps ในปี 2025)

สำหรับการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ในช่วงที่เหลือของปี 2025F เรา มองว่าแม้เศรษฐกิจแนวโน้มชะลอตัวลง และโอกาสของการเกิดภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจจะเพิ่มขึ้น แต่ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) อาจไม่สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากเหมือนกับที่ตลาดการเงินให้น้ำหนักที่ราว 4 ครั้งได้ (-100bps ในปี 2025) จากเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเร่งตัวสูงขึ้น โดยเราประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) อาจเร่งขึ้นสู่ระดับราว 3.5% YoY ในช่วงไตรมาสที่ 4/2025 จากผลของกำแพงภาษี ซึ่งมาตรการดังกล่าวจะเป็นการเพิ่มต้นทุนให้กับภาคธุรกิจ เนื่องจากภาษีนำเข้าคือภาษีที่ภาครัฐเรียกเก็บจากผู้นำเข้าสินค้าเข้ามาในประเทศ ไม่ว่าจะเป็นทางบก ทางน้ำหรือทางอากาศก็ตาม ส่งผลให้ผู้ประกอบการจะส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปสู่ผู้บริโภคในท้ายที่สุดไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือทั้งหมด ขึ้นกับความยืดหยุ่นของอุปสงค์ต่อราคาของสินค้านั้นๆ

โดยเรามองว่า Fed จำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินด้วยความระมัดระวัง ท่ามกลางความผันผวนของนโยบายจากภาครัฐ และ Fed ต้องคำนึงถึงความเสี่ยงทั้งสองด้าน (Balance of risks) กล่าวคือหาก Fed รีบร้อนที่จะปรับลดดอกเบี้ยเร็วและมากเกินไป อาจส่งผลให้การคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะยาว (Long-term Inflation Expectations) และอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าเป้าหมายเป็นเวลานาน ขณะเดียวกัน หาก Fed ปรับลดดอกเบี้ยช้าเกินไป อาจส่งผลให้เศรษฐกิจและตลาดแรงงานอ่อนตัวลงอย่างไม่จำเป็น โดยเรายังคงให้น้ำหนักในกรณีที่ Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงได้ -50bps ในปีนี้ หากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ส่วนคณะกรรมการนโยบายการเงินในช่วงที่ผ่านมา มีท่าทีที่ค่อนข้างเข้มงวด (Hawkish) ในการสื่อสาร โดยระบุว่าไม่จำเป็นต้องรีบร้อนปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอยากจะรอเห็นความชัดเจนของนโยบายภาครัฐรวมถึงผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับเศรษฐกิจก่อนจะตัดสินใจปรับเปลี่ยนจุดยืนด้านนโยบายการเงิน ด้าน Jerome Powell ประธาน Fed ยังได้ออกมาเน้นย้ำถึงการควบคุมคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวให้อยู่ที่ระดับ 2.0% (Well-anchored) เพื่อให้มั่นใจได้ว่าผลจากสงครามการค้าที่มีต่อเงินเฟ้อจะไม่เป็นปัญหาที่บานปลาย

แผนภาพที่ 26: เราประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) อาจเร่งตัวขึ้นสู่ระดับราว 3.5% YoY ในช่วงไตรมาสที่ 4/2025 โดยหลักจากผลของการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ซึ่งมาตรการดังกล่าวจะเป็นการเพิ่มภาระทางต้นทุนให้กับภาคธุรกิจ ส่งผลให้ผู้ประกอบการจะส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปสู่ผู้บริโภคในท้ายที่สุด

Potential impacts of announced tariffs on 2025 core PCE inflation ^{1\}



Fed funds rates by scenario ^{2\}

Input	Unemployment	Core PCE
2025F	4.5-5.0%	3.5-4.0%
Fed Fund Rates	Taylor Rule	Balanced Approach Rule
High-rate Scenario	5.7	5.4
Low-rate Scenario	4.5	3.7
Current Fed effective rates		4.3%
Ranges of estimates from policy rules		3.7-5.7% or max of 3 cuts
Fed funds futures for YE25		3.3% or 4 cuts

Note: 1\ Fed projection from March meeting and consensus data as of 4 April. 2\ Formula for monetary policy rules (Taylor and Balance Approach rule) can be retrieved from Fed February 2025 Monetary Policy Reports and for R-star and rate of unemployment expected in the longer run can be retrieved from median estimates of FOMC projections.

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

แผนภาพที่ 27: Jerome Powell ประธาน Fed ยังได้ออกมาเน้นย้ำถึงการควบคุมคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาวให้อยู่ที่ระดับ 2.0% (Well-anchored) เพื่อให้มั่นใจได้ว่าผลจากสงครามการค้าต่อเงินเฟ้อจะไม่เป็นปัญหาถาวร...

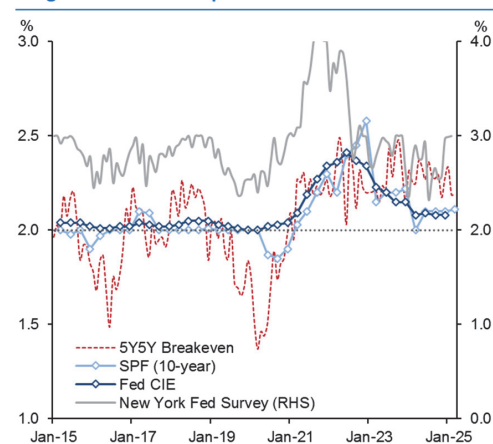
Fed chair Powell's key remarks after "Liberation Day"

- While uncertainty remains elevated, it is now becoming clear that the tariff increases will be significantly larger than expected.
- While tariffs are highly likely to generate at least a temporary rise in inflation, it is also possible that the effects could be more persistent.
- Our obligation is to keep longer-term inflation expectations well anchored and to make certain that a one-time increase in the price level does not become an ongoing inflation problem.
- We are well positioned to wait for greater clarity before considering any adjustments to our policy stance.

--- Jerome Powell ---
Chair of the Federal Reserves
04 Apr 2025



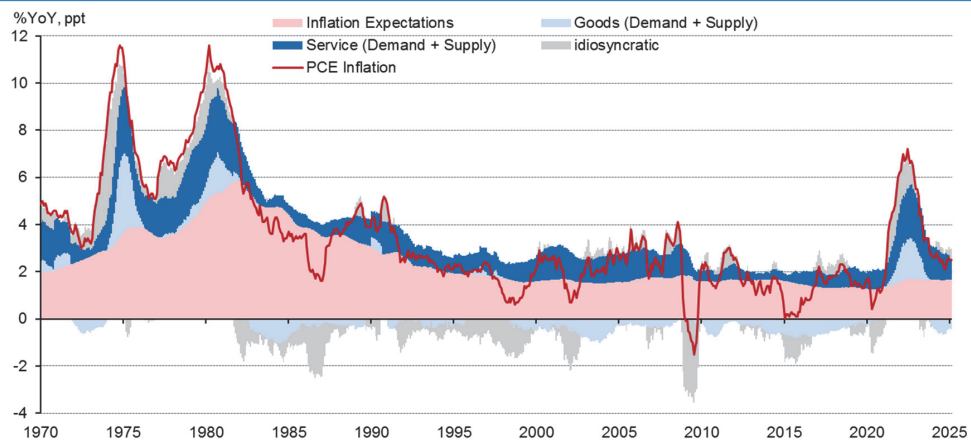
Long-term inflation expectations



ที่มา: Bloomberg, Fed, Photo: Joshua Roberts/Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: ...ซึ่ง Fed เคยมีบทเรียนจากสมัยปี 1970-1980 ที่ในช่วงนั้น คาดการณ์เงินเฟ้อในระยะยาว เป็นส่วนสำคัญที่ส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง อ้างอิงตามแบบจำลองในการคำนวณของ Fed

PCE Inflation decomposition by Fed



ที่มา: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, University of Michigan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยุโรปในช่วงเดือน มี.ค. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 50.9 จุด จากกิจกรรมในภาคบริการ (Service PMI) ที่เร่งตัวขึ้น (+0.4, 51.0 จุด) ไปทำระดับสูงสุดในรอบ 2 เดือน ขณะเดียวกัน ดัชนีราคาต้นทุนในภาคบริการและดัชนีราคาขายชะลอตัวลงไปทำระดับต่ำสุดในรอบ 4 เดือน ซึ่งสอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อในภาคบริการของยุโรปที่เริ่มชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่กิจกรรมในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) หดตัวในอัตราที่น้อยลง (+1.0, 48.6 จุด) และดัชนีทำระดับสูงสุดในรอบ 26 เดือน อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจของยุโรปกำลังเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำอีกครั้งหลังจากที่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนในปี 2022 ที่ส่งผลให้ยุโรปต้องเผชิญกับวิกฤตพลังงาน ทั้งครัวเรือนและอุตสาหกรรม การผลิตต้องแบกรับต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นมหาศาล ซึ่งต่อมาในปี 2023 ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 4.0% สำหรับ Deposit Facility Rate ส่งผลให้นโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะตึงตัวและกดดันกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม ECB จะทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2024 แต่อุปสงค์ภายในประเทศยังคงฟื้นตัวอย่างล่าช้า ทั้งนี้ ในปี 2025 สงครามการค้าของสหรัฐฯ จะกระทบภาคการส่งออกและภาคการผลิต อีกทั้งหากความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้ายังอยู่ในระดับสูง อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มเติมอีก

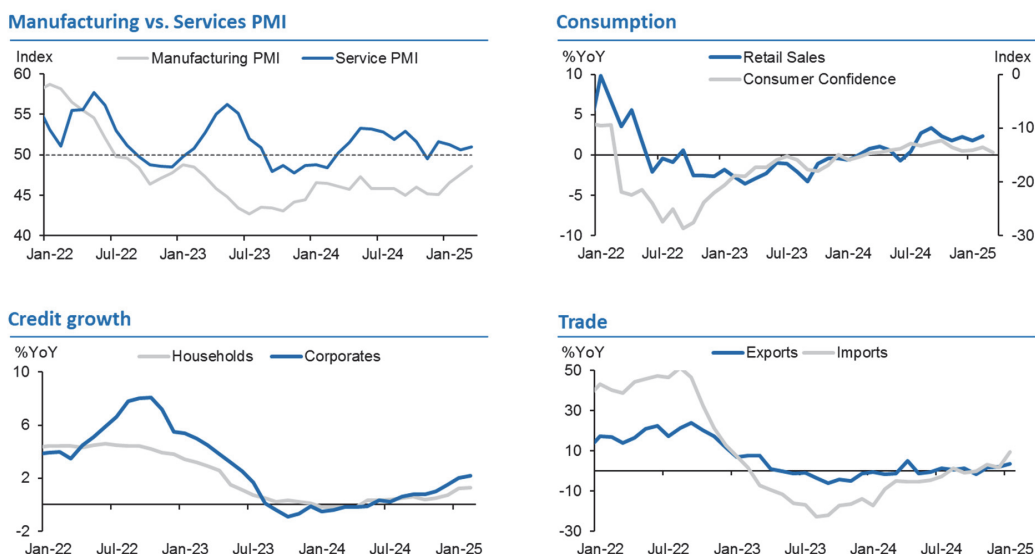
การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยุโรปในช่วงเดือน มี.ค. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยุโรปในช่วงเดือน มี.ค. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.7 จุด เป็น 50.9 จุด จากกิจกรรมในภาคบริการ (Service PMI) ที่เร่งตัวขึ้น (+0.4, 51.0 จุด) ไปทำระดับสูงสุดในรอบ 2 เดือน ขณะเดียวกัน ดัชนีราคาต้นทุนในภาคบริการและดัชนีราคาขายชะลอตัวลงไปทำระดับต่ำสุดในรอบ 4 เดือน ซึ่งสอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อในภาคบริการของยุโรปที่เริ่มชะลอตัวลงในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่กิจกรรมในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) หดตัวในอัตราที่น้อยลง (+1.0, 48.6 จุด) และดัชนีทำระดับสูงสุดในรอบ 26 เดือน นอกจากนี้ สัญญาณของการฟื้นตัวในภาคการผลิตเริ่มชัดเจนขึ้น จากดัชนีผลผลิตที่พลิกกลับเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน มี.ค. 2023 โดยผลผลิตที่เพิ่มขึ้นในเดือน มี.ค. สะท้อนว่าอาจเป็นผลจากปัจจัยภายในประเทศ เนื่องจากดัชนียอดคำสั่งซื้อใหม่ภายนอกประเทศ (New Exports Orders) ยังคงปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ หากไปมองไปในระยะข้างหน้า เรามองว่าควรจับตาเครื่องชี้ในภาคการผลิตอย่างใกล้ชิดว่าการฟื้นตัวยังเป็นไปอย่างต่อเนื่องหรือไม่ โดยเฉพาะหลังจากประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ เพิ่งประกาศอัตราภาษีขึ้น

ต่ำกับหลายประเทศในอัตรา 10% ซึ่งจะสร้างแรงกดดันด้านต่ำต่อภาคการผลิต โดยเฉพาะกับกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความเกี่ยวเนื่องกับการส่งออกและนำเข้า

ด้านการใช้จ่ายของผู้บริโภคมีสัญญาณของการฟื้นตัวแม้จะยังไม่แข็งแกร่งนักก็ตาม โดยหลักได้แรงหนุนจากตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง โดยอัตราการว่างงานในยุโรปปรับตัวลดลงไปสู่ระดับ 6.1% ในช่วงเดือน ก.พ. ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดนับตั้งแต่จัดเคยมานาน ส่วนค่าจ้างแรงงานที่ยังขยายตัวสูงประกอบกับเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลงไปใกล้เคียงระดับ 2% ส่งผลให้ค่าจ้างที่แท้จริงแม้หักผลของเงินเฟ้อ (Real Wage) ปรับเพิ่มสูงขึ้น ขณะเดียวกัน การทยอยลดความตึงตัวของนโยบายการเงินจากการลดอัตราดอกเบี้ยของ ECB ยังเป็นอีกหนึ่งแรงหนุนไปสู่กิจกรรมของภาคเอกชน โดยยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน ก.พ. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.3% MoM จาก 0.0% เดือนก่อน โดยหากเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกจะเร่งตัวขึ้นเป็น 2.3% YoY จาก 1.8% เดือนก่อน นอกจากนี้ การขยายตัวของสินเชื่อภาคครัวเรือนและธุรกิจ (Household & Corporate Credit Growth) ยังคงส่งสัญญาณเชิงบวกได้อย่างต่อเนื่อง โดยสินเชื่อครัวเรือนเดือน ก.พ. ขยายตัว 1.3% YoY จาก 1.2% เดือนก่อน ขณะที่สินเชื่อธุรกิจขยายตัว 2.2% จาก 2.0% เดือนก่อน

แผนภาพที่ 29: การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนในช่วงเดือน มี.ค. ปรับดีขึ้นเล็กน้อย



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

ในปี 2025 เศรษฐกิจยูโรโซนต้องเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำอีกครั้ง จากสงครามการค้าของสหรัฐฯ ซึ่งจะกดดันการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

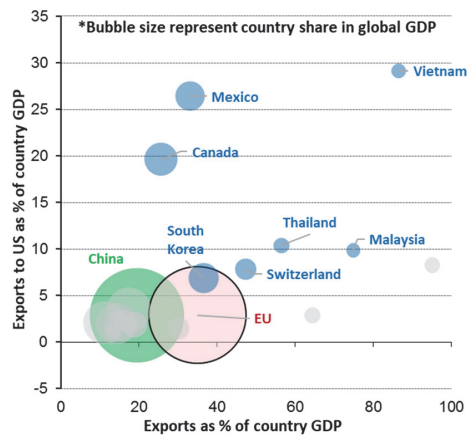
เศรษฐกิจของยูโรโซนกำลังเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำอีกครั้งหลังจากที่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนในปี 2022 ที่ส่งผลให้ยุโรปต้องเผชิญกับวิกฤตพลังงาน ทั้งครัวเรือนและอุตสาหกรรม การผลิตต้องแบกรับต้นทุนทางการเงินที่เพิ่มขึ้นมหาศาล ซึ่งต่อมาในปี 2023 ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 4.0% สำหรับ Deposit Facility Rate ส่งผลให้นโยบายการเงินเข้าสู่ภาวะตึงตัวและกดดันกิจกรรมทางเศรษฐกิจเพื่อจัดการกับปัญหาเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม แม้ ECB จะทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2024 แต่อุปสงค์ภายในประเทศยังคงฟื้นตัวอย่างล่าช้า ทั้งนี้ ในปี 2025 สงครามการค้าของสหรัฐฯ จะกระทบภาคการส่งออกและภาคการผลิต อีกทั้งหากความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้ายังอยู่ในระดับสูง อาจส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนเพิ่มเติมอีก

โดยในวันที่ 2 เม.ย. ที่ผ่านมา ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ประกาศขึ้นภาษีศุลกากรตอบโต้กับสหภาพยุโรปในอัตรา 20% แต่ต่อมาในวันที่ 9 เม.ย. ประธานาธิบดีทรัมป์ ได้เลื่อนการตั้งกำแพงภาษีศุลกากรตอบโต้ออกไป 90 วัน กับเกือบทุกประเทศ ซึ่งรวมถึงสหภาพยุโรปเพื่อเจรจาต่อรอง และได้เพิ่มอัตราภาษีศุลกากรชั่วคราวที่ระดับ 10% ส่งผลให้ตลาดมีการปรับคาดการณ์การ

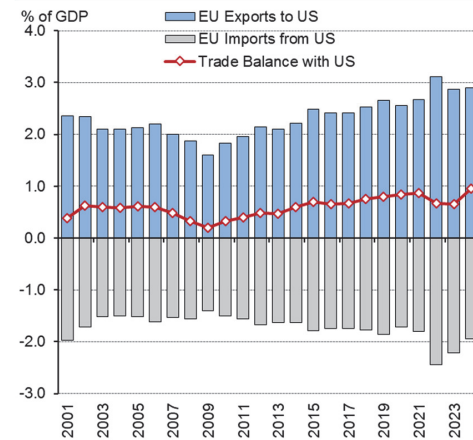
เติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนลงสู่ระดับราว 0.8% ในปี 2025F ชะลอลงจาก 0.9% ปี 2024 (อ้างอิงจากการตอบแบบสอบถามของนักเศรษฐศาสตร์จัดทำโดย Bloomberg รอบเดือน เม.ย.) โดยหลักจากการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ ซึ่งจะกระทบกับภาคการส่งออกของยูโรโซน ขณะเดียวกัน หากความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจ (Economic Uncertainty Index) ยังค้างอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน อาจส่งผลให้เศรษฐกิจยูโรโซนเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมจากที่คาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน โดยสหรัฐฯ ประกาศตั้งกำแพงภาษีกับสหภาพยุโรปในอัตรา 10% (เป็นอัตราภาษีที่ได้รับชั่วคราว ซึ่งอาจได้รับอัตราภาษีใหม่ในเดือน ก.ค.) ขณะที่สหภาพยุโรปส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ คิดเป็นราว 3% ของ GDP ซึ่งหากสหรัฐฯ เดินหน้าขึ้นอัตราภาษีอย่างถาวร อาจสร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจราว 0.1-0.2ppt นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนจากนโยบายการค้าได้สร้างแรงกระตุ้นไปทั่วโลก โดยเฉพาะธุรกิจในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาคการส่งออกและนำเข้า ซึ่งภาคธุรกิจมีแนวโน้มชะลอแผนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรออกไปชั่วคราว จนกว่าจะเห็นความชัดเจนจากทางสหรัฐฯ ซึ่งเป็นอีกปัจจัยที่จะกดดันการลงทุนภาคเอกชน และสร้างความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจเพิ่มเติม โดยอ้างอิงจากงานศึกษาของคณะกรรมการการยุโรป หากดัชนีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ +1 S.D. จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนเพิ่มเติมอีกราว -0.3ppt

แผนภาพที่ 30: สหภาพยุโรปส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ คิดเป็นเพียง 3% ของ GDP เท่านั้น ส่งผลให้ผลกระทบต่อเศรษฐกิจค่อนข้างจำกัดเมื่อเทียบกับเศรษฐกิจเปิดขนาดเล็ก อาทิ เวียดนาม ไทย และมาเลเซีย

Total exports/exports to the US as % of GDP



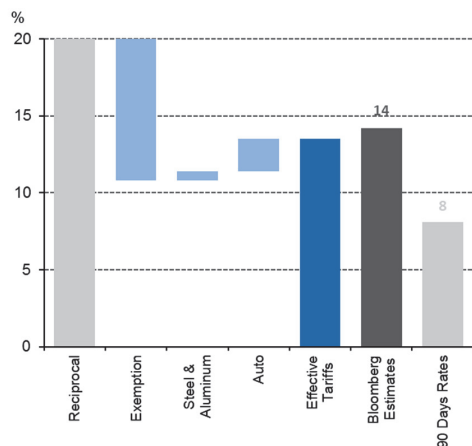
EU exports, imports and trade balance with the US as % of GDP



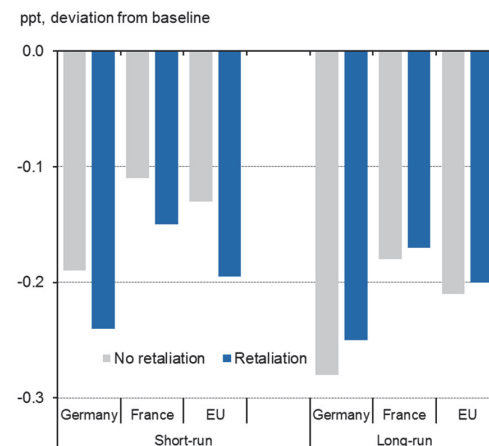
ที่มา: Trademap.org, IMF, US Census Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: หากสหรัฐฯ เดินหน้าขึ้นอัตราภาษีอย่างถาวร อาจสร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจสหภาพยุโรปราว 0.1-0.2ppt

Change in effective US tariff rates on EU



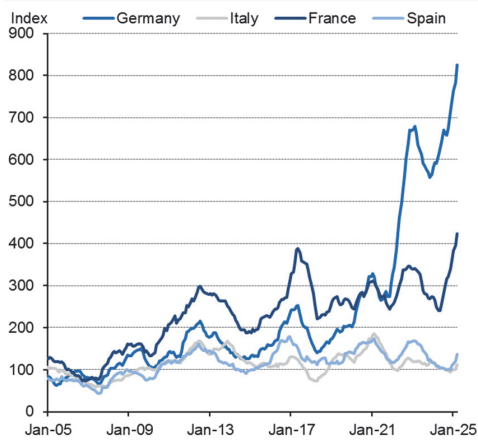
Impacts on EU economy from a 10% tariff hike



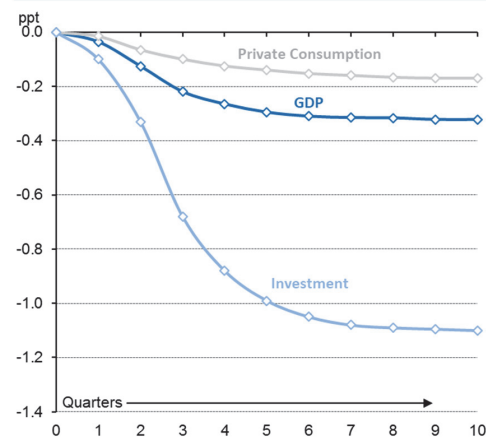
ที่มา: Bloomberg, KIEL Institute, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 32: อ้างอิงจากงานศึกษาของคณะกรรมการมาดริดยุโรป หากดัชนีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ +1 S.D. จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนเพิ่มเติมอีกราว -0.3ppt

Economic policy uncertainty index: 12mma



Impulse response to one standard deviation shock in uncertainty to the Euro area economy ^{1/}



Note: 1\ The model is estimated over the period from 1Q01-4Q20.

ที่มา: European Commission, Policy Uncertainty, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คณะกรรมการนโยบายการเงินได้นำประโยคที่ระบุว่า นโยบายการเงินอยู่ในระดับที่เข้มงวด (Restrictive) ออกไปจากถ้อยแถลงในการประชุมเมื่อวันที่ 17 เม.ย.

ธนาคารกลางยุโรปมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลง -25bps สู่ระดับ 2.25% ในการประชุมเมื่อวันที่ 17 เม.ย. 2025 หลังพลวัตของเงินเฟ้อส่วนใหญ่ยังบ่งชี้ถึงการชะลอกลับสู่เป้าหมายของ ECB ที่ 2% ได้อย่างยั่งยืนในระยะกลาง โดยคณะกรรมการนโยบายการเงินได้นำประโยคที่ระบุว่า “นโยบายการเงินอยู่ในระดับที่เข้มงวด (Restrictive)” ออกไปจากถ้อยแถลง ซึ่งสอดคล้องกับการงานวิจัยที่ ECB ได้ตีพิมพ์ในช่วงก่อน ที่ระบุว่าระดับของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางและสอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะยาว (Nominal Neutral Rate) อยู่ในกรอบระหว่าง 1.75-2.25% ซึ่งเป็นการสะท้อนว่า ECB จะหันมาให้ความสนใจกับข้อมูลพัฒนาการทางด้านเศรษฐกิจ มากขึ้นแล้วเนื่องจากได้ผ่อนคลายนโยบายการเงินมาอย่างต่อเนื่องสู่ระดับที่ ECB เชื่อว่าเป็นกลาง

ด้านการประเมินความเสี่ยง: (Risk Assessment) ECB ประเมินว่าความเสี่ยงด้านต่ำที่เศรษฐกิจต้องเผชิญมีเพิ่มมากขึ้น (“Downside risks to economic growth have increased.”) โดยมีปัจจัยหลักได้แก่

1. สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรง ประกอบกับความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจ จะกระทบกับภาคการส่งออก รวมถึงการลงทุนและการบริโภคภาคเอกชน
2. ความผันผวนที่เพิ่มขึ้นและความเชื่อมั่นที่ลดลงในตลาดการเงิน อาจนำไปสู่ภาวะการเงินโดยรวมที่ตึงตัวขึ้น
3. ความไม่แน่นอนที่ยังค้างอยู่ในระดับสูงจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ ทั้งจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน และความขัดแย้งในตะวันออกกลาง

ความเสี่ยงต่อทิศทางเงินเฟ้อ: ECB ประเมินว่าความเสี่ยงด้านต่ำมาจากสามส่วนหลักได้แก่

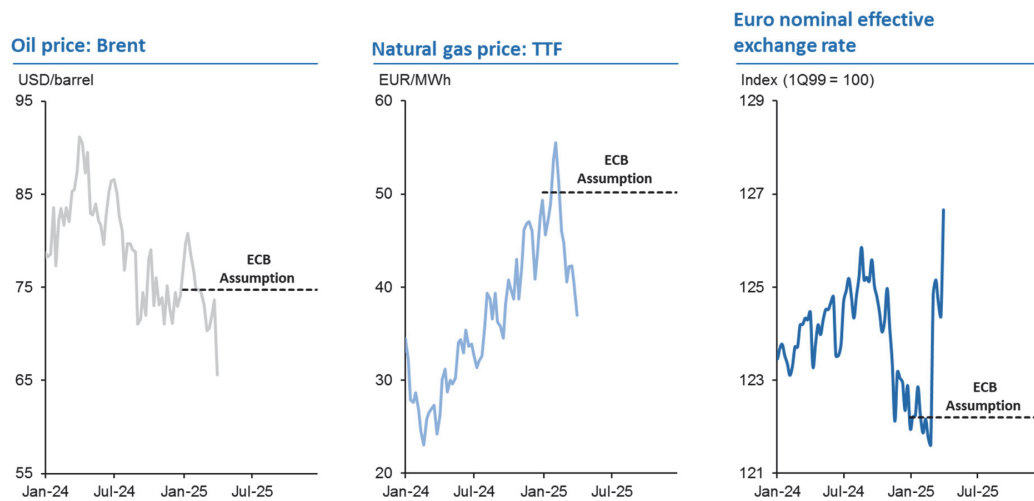
1. การปรับตัวลดลงของราคาพลังงานโลกและการแข็งค่าของค่าเงินยูโร จะสร้างความเสี่ยงด้านต่ำต่ออัตราเงินเฟ้อ
2. อุปสงค์จากต่างประเทศที่ลดลงจากการตั้งกำแพงภาษีของสหรัฐฯ และการไหลเข้ามาของอุปทาน (สินค้า) จากประเทศที่มีกำลังการผลิตส่วนเกิน อาจสร้างความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมต่ออัตราเงินเฟ้อ
3. การปรับตัวลดลงของราคาสินทรัพย์ในตลาดการเงินอาจกระทบกับอุปสงค์ภายในประเทศ ซึ่งเป็นอีกความเสี่ยงด้านต่ำต่ออัตราเงินเฟ้อ

โดยสรุป เรามองว่าการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ในระยะข้างหน้าจะขึ้นอยู่กับข้อมูลที่เข้ามาและแนวโน้มเศรษฐกิจกับเงินเฟ้อในระยะถัดไปเป็นสำคัญ หลังอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ปรับตัวเข้าสู่ระดับที่เป็นกลางแล้ว อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำอีกหลายประการ อาทิ ราคาพลังงานทั้งน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติที่ปรับตัวลงต่ำกว่าที่ ECB เคยประเมินไว้ ขณะที่ดัชนีค่าเงินยูโรถ่วงน้ำหนัก (Trade-weighted Euro) แข็งค่าขึ้นมาก นับตั้งแต่ประธานาธิบดีทรัมป์ประกาศตั้งกำแพงภาษีกับเกือบทุกประเทศในโลกไม่เว้นชาติพันธมิตร นอกจากนี้ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ทวีความรุนแรงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งส่งผลให้ปริมาณการค้าระหว่างทั้งสองประเทศมีแนวโน้มปรับตัวลดลง ซึ่งประเทศจีนที่มีกำลังการผลิตส่วนเกิน อาจมุ่งหาตลาดใหม่เพื่อส่งออกไปแทนส่วนที่หายไปของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านต่ำต่อเงินเฟ้อที่ยูโรโซนต้องเผชิญ นอกจากนี้ อ้างอิงจากการสำรวจของ ECB บริษัทในยุโรปหลายแห่งมีแนวโน้มขึ้นค่าจ้างแรงงานในอัตราที่ลดลงจากปีก่อน ซึ่งเป็นอีกปัจจัยกดดันราคาในภาค

บริการ ขณะเดียวกัน การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโดยรวมแม้จะมีสัญญาณของการฟื้นตัว แต่โดยรวมยังไม่แข็งแกร่งนัก ส่วน GDP ยังขยายตัวต่ำกว่าศักยภาพที่สามารถทำได้ และหากมองไปในระยะข้างหน้า เศรษฐกิจยูโรโซน โดยเฉพาะในภาคการส่งออกจะโดนผลกระทบจากการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ ขณะที่ภาคธุรกิจมีแนวโน้มชะลอแผนการลงทุนหลังความไม่แน่นอน

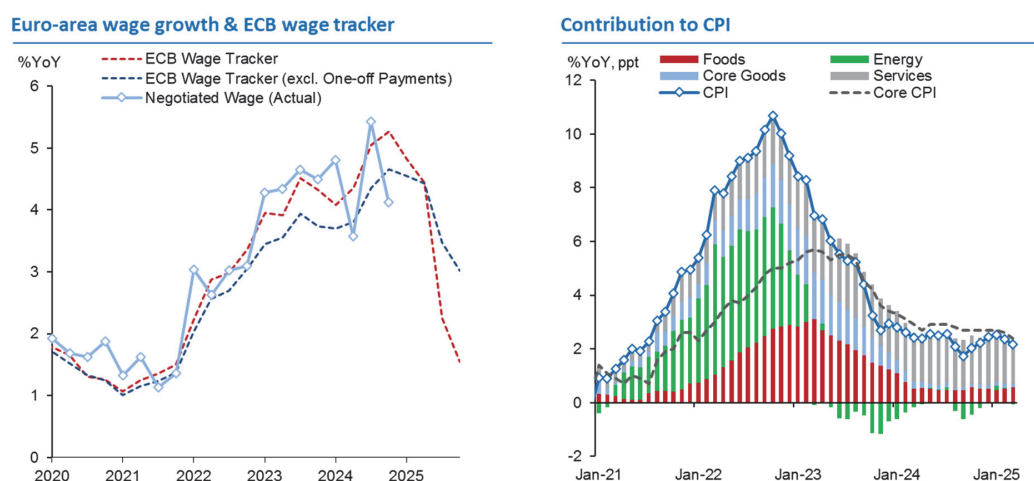
ของนโยบายเศรษฐกิจที่ปรับเพิ่มขึ้นสูง ซึ่งเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงต่อการเติบโตของเศรษฐกิจที่ควรจับตาอย่างใกล้ชิด โดยเรามองว่า ECB มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก -50bps ในปี 2025F จากความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจและเงินเฟ้อตามที่กล่าวไปข้างต้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณสิ้นปีจะอยู่ที่ 1.75% สำหรับ Deposit Facility Rate

แผนภาพที่ 33: อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำอีกหลายประการ อาทิ ราคาพลังงานทั้งน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติที่ปรับตัวลงต่ำกว่าที่ ECB เคยประเมินไว้ ขณะที่ดัชนีค่าเงินยูโร (Trade-weighted Euro) แข็งค่าขึ้นมาก นับตั้งแต่ประธานาธิบดีประกาศตั้งกำแพงภาษีกับเกือบทุกประเทศในโลกไม่เว้นชาติพันธมิตร



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

แผนภาพที่ 34: อ้างอิงจากการสำรวจของ ECB บริษัทในยุโรปหลายแห่งมีแนวโน้มขึ้นค่าจ้างแรงงานในอัตราที่ลดลงจากปีก่อน ซึ่งเป็นอีกปัจจัยกดดันราคาในภาคบริการ



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

เศรษฐกิจจีน

สงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ในเดือนที่ผ่านมามีความตึงเครียดมากขึ้น โดยสหรัฐฯ ขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนสูงถึง 145% ขณะที่จีนตอบโต้โดยการขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากลับกับสินค้าสหรัฐฯ กว่า 125% ซึ่งสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นจะส่งผลให้การการค้าระหว่าง 2 ประเทศนี้มีแนวโน้มลดลงอย่างมาก โดยในช่วงที่ผ่านมา ผู้นำเข้าชาวจีนเริ่มลดการนำเข้าสินค้าในกลุ่มที่โดนขึ้นกำแพงภาษีนำเข้า และหันไปพึ่งพาการนำเข้าจากประเทศอื่นที่มีต้นทุนถูกกว่าแทน ด้านผลกระทบของสงครามการค้า คาดว่าการส่งออกที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนกว่า 2.0 ppt จากทั้งผลกระทบทางตรง (Direct Impact) และผลกระทบทางอ้อม (Indirect Impact) ทั้งนี้ รัฐบาลจีนอาจบรรเทาผลกระทบจากสงครามการค้าดังกล่าวผ่านการเร่งการใช้จ่ายภาครัฐ (Government Spending) รวมถึงธนาคารกลางจีนอาจปล่อยกู้ให้ค่าเงินหยวนอ่อนตัวลงบ้างเพื่อชดเชยผลทางลบบางส่วนและเพิ่มความสามารถในการส่งออก ส่งผลให้เมื่อรวมผลของมาตรการบรรเทาดังกล่าวแล้ว คาดว่า GDP ของจีนในปีนี้อาจได้รับผลกระทบสุทธิประมาณ 1.0 ppt ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มเติบโตเพียง 4.0% เปรียบเทียบกับ 5.0% ในปีที่ผ่านมา

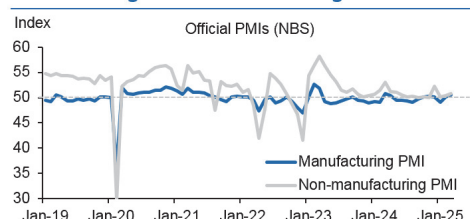
เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน มี.ค. ยังขยายตัวต่อเนื่องและออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Official Manufacturing PMI) เดือน มี.ค. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 50.5 จากระดับ 50.2 ในเดือน ก.พ. ขณะที่ดัชนี PMI นอกภาคการผลิต ซึ่งรวมภาคบริการและการก่อสร้าง ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 50.8 และเพิ่มขึ้นจากระดับ 50.4 ในเดือน ก.พ. โดยดัชนี PMI ภาคบริการอยู่ที่ 50.3 เพิ่มขึ้นจากระดับ 50.0 ในเดือนก่อน และดัชนี PMI ภาคการก่อสร้างอยู่ที่ระดับ 53.4 เพิ่มขึ้นจากระดับ 52.7 ในเดือนก่อน จากโครงการก่อสร้างและค่าใช้จ่ายด้านโครงสร้างพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้นในภูมิภาคต่าง ๆ ของจีน

ด้านตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนเดือน มี.ค. ในภาพรวมขยายตัวต่อเนื่องและออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยยอดขายปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 5.9% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 4.3% ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 7.7% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 5.9% และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ขยายตัว 4.2% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 4.1% นอกจากนี้ การส่งออกเร่งตัวขึ้นในเดือน มี.ค. สู่ระดับ 12.4% YoY (vs. 2.3% ในเดือน ม.ค.-ก.พ.) และการนำเข้าปรับลดลง -4.3% YoY (vs. -8.4% ในเดือน ม.ค.-ก.พ.)

แผนภาพที่ 35: เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน มี.ค. ยังขยายตัวต่อเนื่องและออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้

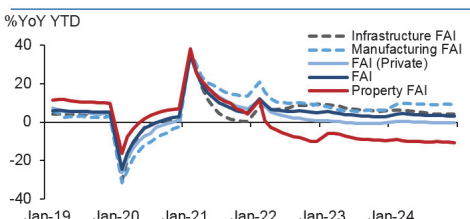
Manufacturing vs. Non-manufacturing PMIs



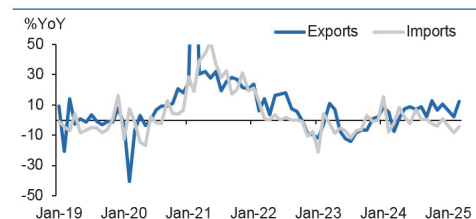
Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

สงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ มีความตึงเครียดมากขึ้น โดยสหรัฐฯ ขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนสูงถึง 145% ขณะที่จีนตอบโต้โดยการขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากลับกับสินค้าสหรัฐฯ กว่า 125%

ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ในเดือนที่ผ่านมา มีความรุนแรงกว่าที่หลายฝ่ายคาดการณ์ไว้ โดยปัจจุบัน

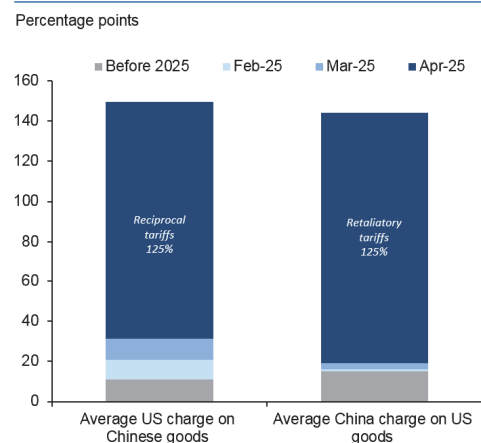
สหรัฐฯ ได้ปรับขึ้นอัตราภาษีนำเข้าสินค้าจากจีน 145% (รวมการปรับขึ้นอัตราภาษีในเดือน ก.พ. - มี.ค. 20% และอัตราภาษีตอบโต้ในเดือน เม.ย. 125%) ขณะที่จีนได้ตอบโต้ด้วยการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ กว่า 125%

แผนภาพที่ 36: สหรัฐฯ ขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนสูงถึง 145% ขณะที่จีนตอบโต้โดยการขึ้นกำแพงภาษีนำเข้ากลับกับสินค้าสหรัฐฯ กว่า 125%

Developments in US-China trade tensions

	US	China
April 2025	- Reciprocal tariff of 125% - 25% tariff on Autos & Auto parts	- Retaliatory tariffs of 125% on imports of US goods
Mar 2025	- Another 10% tariff on all Chinese goods - 25% tariffs on Steel & Aluminum	- Additional 15% tariff on US chicken, wheat, corn, and cotton - Additional 10% tariff on US sorghum, soybeans, pork, beef, aquatic products, fruits, vegetables, and dairy products
Feb 2025	- Additional 10% tariff on all Chinese goods	- Additional 15% tariff on US coal and LNG - Additional 10% tariff on US crude oil, agricultural machinery, large-displacement cars and pickup trucks

Average effective tariff rates



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

การปรับขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ และจีนจะส่งผลให้การค้าระหว่าง 2 ประเทศนี้มีแนวโน้มลดลงอย่างมากในระยะต่อไป

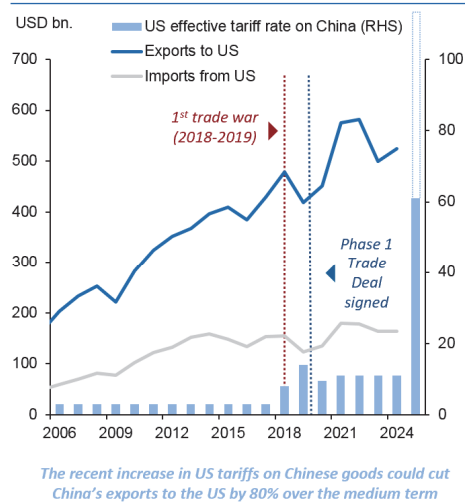
มาตรการภาษีนำเข้าดังกล่าวส่งผลให้การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลงอย่างมากในระยะต่อไป โดยสหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกสำคัญของจีน ซึ่งมีสัดส่วนราว 15% ของการส่งออกทั้งหมดของจีน โดยตั้งแต่สงครามการค้ารอบก่อน จีนได้พยายามลดการพึ่งพาตลาดสหรัฐฯ ลง และหันไปพึ่งพาตลาดส่งออกใหม่ในภูมิภาคเอเชียมากขึ้น เช่นเดียวกับในรอบนี้ ที่จีนมีแนวโน้มที่จะเร่งสร้างความสัมพันธ์ทางการค้ากับประเทศต่าง ๆ

โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศอาเซียน เพื่อระบายสินค้าส่งออกและชดเชยผลกระทบจากภาษีนำเข้าที่สูงขึ้นของสหรัฐฯ

หากพิจารณารายละเอียดของสินค้าหลักที่จีนและสหรัฐฯ ทำการค้ากัน จะพบว่า สินค้าส่งออกหลักของจีนไปยังสหรัฐฯ ได้แก่ สินค้าอิเล็กทรอนิกส์ เครื่องจักร ของเล่น พลาสติก และเฟอร์นิเจอร์ ขณะที่จีนมีการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ ในกลุ่มชิป/เซมิคอนดักเตอร์ สินค้าเกษตร และสินค้าในกลุ่มพลังงาน โดยการปรับขึ้นกำแพงภาษีระหว่าง 2 ประเทศในระดับที่รุนแรงนี้จะส่งผลให้การค้าระหว่างสองประเทศลดลง และทั้งสองฝ่ายมีแนวโน้มที่จะหันไปพึ่งพาคู่ค้ารายอื่นแทน

แผนภาพที่ 37: การปรับขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ และจีนจะส่งผลให้การค้าระหว่าง 2 ประเทศนี้มีแนวโน้มลดลงอย่างมากในระยะต่อไป

China's trade with US



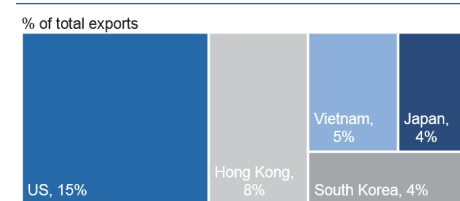
Note: The US-China phase one trade deal required China to increase purchases of US exports by \$200bn over a two-year period. Average US tariff on China was 2-3% before 2017.

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

US share of China's total exports and imports

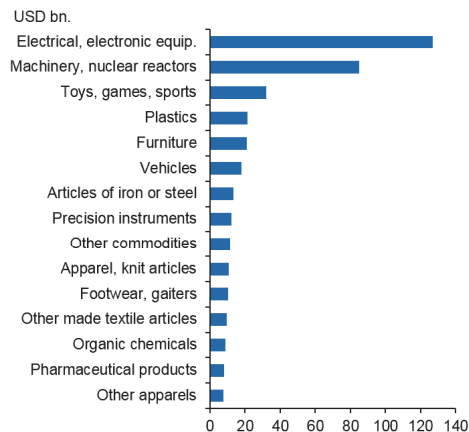


China top 5 export destinations

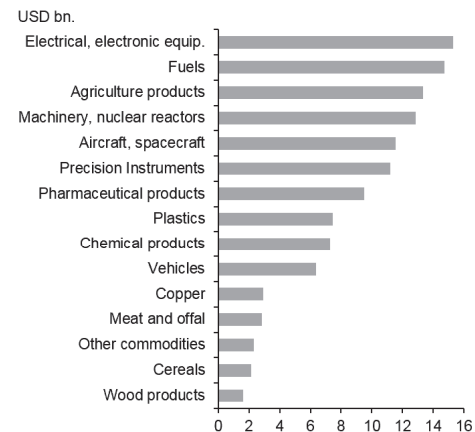


แผนภาพที่ 38: การปรับขึ้นกำแพงภาษีระหว่าง 2 ประเทศในระดับที่รุนแรงนี้ จะส่งผลให้การค้าระหว่างสองประเทศลดลง และทั้งสองฝ่ายมีแนวโน้มที่จะหันไปพึ่งพาคู่ค้ารายอื่นแทน

China's top exports to the US in 2024



China's top imports from the US in 2024



China's top five import categories from the US include soybeans (7% of China's total imports from US), chips (7%), petroleum gas (7%), motor cars (4%) and turbojets (4%)

ที่มา: Trading Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

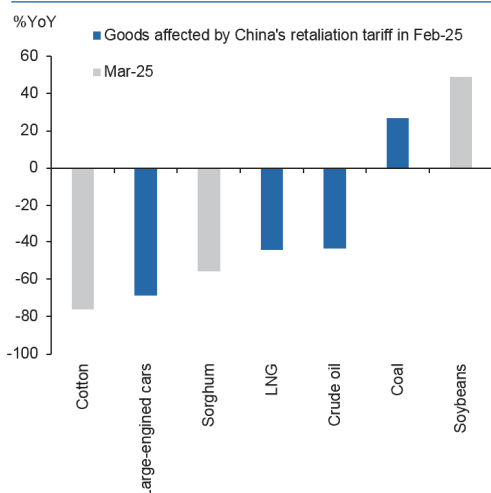
ผู้นำเข้าชาวจีนเริ่มลดการนำเข้าสินค้าในกลุ่มที่โดนขึ้นกำแพงภาษีนำเข้า และหันไปพึ่งพาการนำเข้าจากประเทศอื่นที่มีต้นทุนถูกกว่าแทน

หลังจากที่ทางการจีนได้ตอบโต้ผ่านการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ รอบแรกในเดือนกุมภาพันธ์ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าในกลุ่มพลังงานและยานยนต์บางประเภท พบว่าผู้นำเข้าชาวจีนได้ลดการนำเข้าสินค้าดังกล่าวจากสหรัฐฯ ลง นอกจากนี้สำหรับสินค้าเกษตร โดยเฉพาะถั่วเหลือง (Soybean) ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกสำคัญของสหรัฐฯ และทางการจีนได้มีการตอบโต้ด้วยการขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าเกษตรจากสหรัฐฯ ตั้งแต่ในสงครามการค้ารอบแรกช่วงปี 2017-2018 ทำให้ผู้นำเข้าของจีนได้ลดการนำเข้าสินค้าดังกล่าวจากสหรัฐฯ เนื่องจากต้นทุนที่สูงขึ้น และ

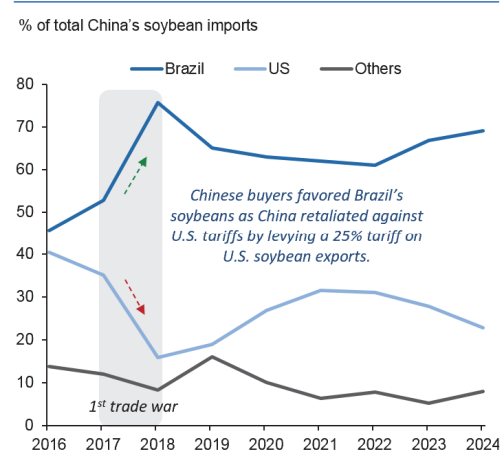
หันไปนำเข้าจากประเทศอื่น เช่น บราซิล มากขึ้น (ทั้งนี้ การนำเข้าของจีนจากสหรัฐฯ กลับมาเพิ่มขึ้นในช่วงปี 2020 หลังสหรัฐฯ และจีนได้มีการทำข้อตกลงทางการค้า Phase One Deal ซึ่งกำหนดให้จีนเพิ่มการนำเข้าสินค้าในภาคการผลิต สินค้าเกษตร และสินค้าพลังงานจากสหรัฐฯ ในช่วงปี 2020-2021) โดยหลังจากที่ทางการจีนประกาศขึ้นภาษีนำเข้าจากสหรัฐฯ เพิ่มเติมในเดือนมีนาคม 2025 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นกลุ่มสินค้าเกษตรและอาหาร พบว่า คำสั่งซื้อถั่วเหลือง (Soybean) จากบราซิลของผู้นำเข้าชาวจีนได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก ซึ่งสถานการณ์นี้มีแนวโน้มที่จะดำเนินต่อไปในระยะยาวหากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนยังมีความรุนแรง โดยจีนมีแนวโน้มลดการพึ่งพาการนำเข้าจากสหรัฐฯ และหันไปหาผู้ผลิตรายอื่นที่มีต้นทุนการนำเข้าต่ำกว่า

แผนภาพที่ 39: ผู้นำเข้าชาวจีนเริ่มลดการนำเข้าสินค้าในกลุ่มที่โดนขึ้นกำแพงภาษีนำเข้า และหันไปพึ่งพาการนำเข้าจากประเทศอื่นที่มีต้นทุนถูกกว่าแทน

Changes in China's imports from US (Jan-Feb 2025 data)



China's soybean imports



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

สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อในทางลบต่อเศรษฐกิจจีน โดยคาดว่าจะการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปีนี้จะชะลอตัวลงเหลือราว 4.0% จากที่เติบโตได้ 5.0% ในปี 2024

ด้วยอัตราภาษีนำเข้าที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ จึงมีแนวโน้มลดลงอย่างมาก ซึ่งสงครามการค้าอาจส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจจีนกว่า 2.0 ppt จากทั้งผลกระทบทางตรง (Direct Impact) ผ่านการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่ลดลง และผลกระทบทางอ้อม (Indirect Impact) ผ่านความไม่แน่นอนที่ปรับสูงขึ้น ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจของทั้งภาคธุรกิจและผู้บริโภค ตลอดจนรายได้และการลงทุนที่มีแนวโน้มปรับลดลง อย่างไรก็ตาม รัฐบาลจีนอาจบรรเทาผลกระทบจากสงครามการค้าดังกล่าวผ่านการเร่งการใช้จ่ายภาครัฐ (Government Spending) โดยจากงานศึกษาพบว่า การเพิ่มงบ

ประมาณภาครัฐในการกระตุ้นเศรษฐกิจราว 2 ล้านล้านหยวนจะช่วยบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจได้ราว 0.7ppt ทั้งนี้ แม้งบประมาณภาครัฐจะเพิ่มขึ้น 2.9 ล้านล้านหยวนในปีนี้ แต่เม็ดเงินบางส่วนไม่ได้ถูกใช้สำหรับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจโดยตรง ซึ่งจะทำให้เกิดผลบวกต่อเศรษฐกิจลดลง (เนื่องจากเม็ดเงินบางส่วนจะถูกใช้สำหรับการแก้หนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นและการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่สถาบันการเงิน) รวมถึงธนาคารกลางจีนอาจปล่อยให้ค่าเงินหยวนอ่อนตัวลงบ้างในระดับที่เหมาะสม (ใน Trade-weighted term) เพื่อชดเชยผลทางลบบางส่วนและเพิ่มความสามารถในการส่งออก ส่งผลให้เมื่อรวมผลของมาตรการบรรเทาดังกล่าวแล้ว (assume ค่าเงินหยวนอ่อนค่าลง 5%) คาดว่า GDP ของจีนในปีนี้อาจได้รับผลกระทบสุทธิประมาณ 1.0 ppt ส่งผลให้เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มเติบโตเพียง 4.0% ชะลอตัวลงจาก

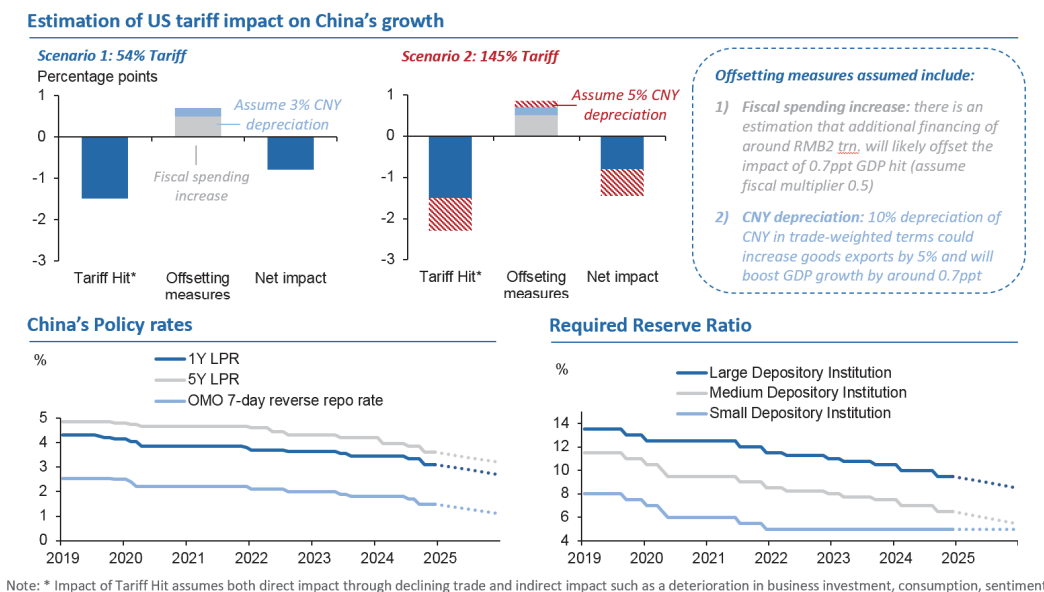
5.0% ในปีที่ผ่านมา (ทั้งนี้ การประเมินดังกล่าวยังไม่รวมการยกเว้นภาษีในกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ล่าสุดของสหรัฐฯ ที่จะช่วยลดผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นได้บางส่วน)

ทางการเงินมีแนวโน้มใช้นโยบายการคลังและการเงินแบบผ่อนคลายมากขึ้นเพื่อลดแรงกดดันทางเศรษฐกิจ

ด้วยแรงกดดันจากสงครามการค้า มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมยังมีความจำเป็น โดยเฉพาะในด้านการคลัง ซึ่งตลาดคาด

ว่ารัฐบาลจีนอาจอนุมัติงบประมาณเพิ่มเติมในช่วงครึ่งปีหลัง นอกจากนี้ ธนาคารกลางจีน (PBoC) มีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ผ่านการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 20 bps และลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมายของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลง 50 bps ภายในไตรมาสนี้ และอาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก 20 bps และลดอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมายของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงอีก 50 bps ในช่วงครึ่งปีหลังเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจ

แผนภาพที่ 40: สงครามการค้าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนอย่างมีนัยสำคัญ โดยมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมยังมีความจำเป็น



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

หนึ่งในทางออกของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนอาจเป็นการกลับมาเจรจาตามข้อตกลง Phase One Deal ในปี 2020

หนึ่งในแนวทางที่สหรัฐฯ และจีนสามารถเจรจากันได้อาจเป็นการกลับไปทำตามข้อตกลง "Phase One Deal" ที่ได้ลงนามในปี 2020 โดยข้อตกลงดังกล่าวกำหนดให้จีนต้องนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 200 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ระหว่างปี 2020-2021 ในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม สินค้าเกษตร และสินค้า

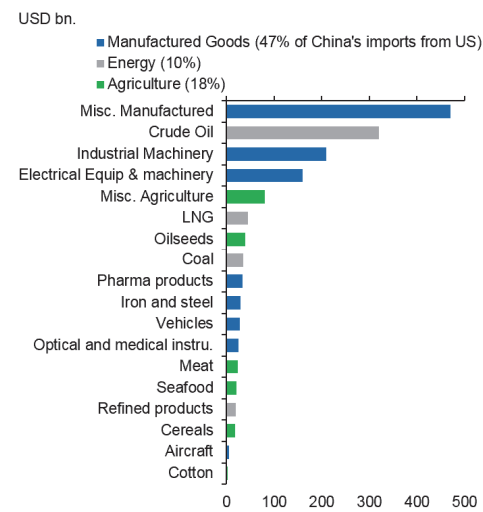
พลังงาน อย่างไรก็ตาม จีนไม่สามารถบรรลุข้อตกลงดังกล่าวได้ในขณะนั้นเนื่องจากผลกระทบจากการระบาดของโควิด-19 ทั้งนี้ จากข้อมูลในปีที่ผ่านมา พบว่าจีนมีการนำเข้าสินค้าในกลุ่มที่ตรงกับข้อตกลงดังกล่าวจากประเทศอื่นในปริมาณมาก ซึ่งหากสหรัฐฯ และจีนตกลงเจรจากัน จีนอาจสามารถเพิ่มการนำเข้าสินค้าในกลุ่มดังกล่าวจากสหรัฐฯ ได้ ซึ่งอาจเป็นหนึ่งในแนวทางที่ทั้งสองฝ่ายสามารถพิจารณาเพื่อผ่อนคลายความตึงเครียดทางการค้าในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 41: การกลับไปทำตามข้อตกลง “Phase One Deal” อาจเป็นหนึ่งในแนวทางเจรจาเพื่อลดความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ และจีน

China's imports of US goods under Phase One Deal



China's imports of goods under Phase One deal from non-US countries in 2024



Note: The US–China phase one trade deal required China to increase purchases of US exports by \$200bn over a two-year period.

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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

การประกาศขึ้นกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกที่สำคัญของญี่ปุ่น ขณะเดียวกัน ความไม่แน่นอนในนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ มีแนวโน้มกระทบต่อความต้องการลงทุนในหลายประเทศทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อส่งออกสินค้าทุน (Capital Goods) ซึ่งเป็นหนึ่งในสินค้าส่งออกหลักของญี่ปุ่น นอกจากนี้ การส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัว ประกอบกับความไม่แน่นอนที่สูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนและมีผลกดดันการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะต่อไป โดยเศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัวราว 0.7-1.0% ในปี 2025 (ภายใต้สมมติฐานอัตราภาษีในกลุ่มเหล็ก/อะลูมิเนียม และกลุ่มยานยนต์ที่อัตรา 25% และอัตราภาษีตอบโต้ในอัตรา 10%) ด้านธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% ในการประชุมเดือนนี้ เพื่อติดตามความชัดเจนของการเจรจาการค้าระหว่างญี่ปุ่นและสหรัฐฯ โดยคาดว่าภายในระยะเวลา 90 วันนี้ ผลการเจรจาจะมีความชัดเจนมากขึ้น และสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับลดอัตราภาษีนำเข้าให้แก่ญี่ปุ่น ซึ่งจะส่งผลให้ BoJ สามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาสที่ 3 สู่ระดับ 0.75% ได้

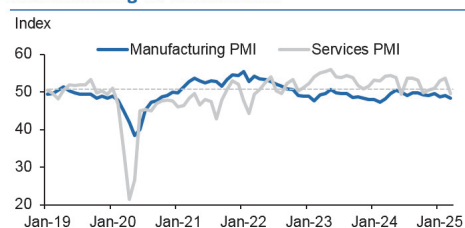
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในเดือน มี.ค. ปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ด้านการส่งออกชะลอตัวลงหลังจากเร่งตัวขึ้นมากในเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตเดือน มี.ค. ปรับลดลงสู่ระดับ 48.4 จากระดับ 49.0 ในเดือน ก.พ. หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 ติดต่อกัน โดยการผลิต (Production) และยอดคำสั่งซื้อใหม่ (New orders) ยังคงปรับลดลงตามทิศทางของอุปสงค์จากทั้งในและต่างประเทศ ด้านดัชนีในภาคบริการปรับลดลงสู่ระดับ 49.5 จากระดับ 53.7 ในเดือนก่อน โดยทั้งยอดคำสั่งซื้อ

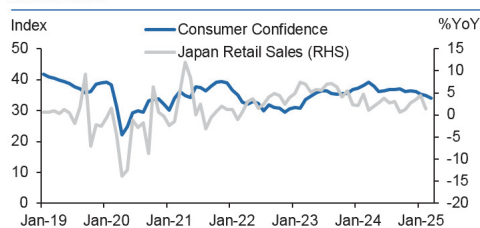
ใหม่ (New orders) ยอดขายจากต่างประเทศ (Overseas sales) และการจ้างงาน (Employment) อ่อนแอลง ขณะที่แรงกดดันด้านต้นทุนปรับเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ภาคธุรกิจ มีการปรับขึ้นราคาขายด้านยอดค้าปลีกในเดือน ก.พ. ชะลอตัวลงสู่ระดับ 1.4% YoY (vs. 4.4% ในเดือนก่อน) ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน มี.ค. ลดลงสู่ระดับ 34.1 จุด (vs. 34.8 ในเดือนก่อน) ด้านการค้าระหว่างประเทศ การส่งออกในเดือน มี.ค. ชะลอตัวลงสู่ระดับ 3.9% YoY (vs. +11.4% ในเดือนก่อน) ขณะที่การนำเข้าเพิ่มขึ้น 2.0% YoY (vs. -0.7% ในเดือนก่อน)

แผนภาพที่ 42: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในเดือน มี.ค. ปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ด้านการส่งออกชะลอตัวลงหลังจากเร่งตัวขึ้นมากในเดือน ก.พ. ที่ผ่านมา

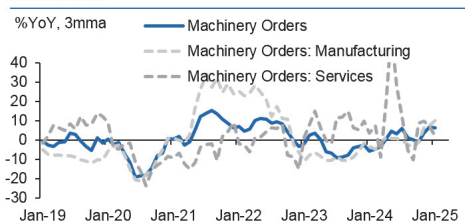
Manufacturing vs. Services PMI



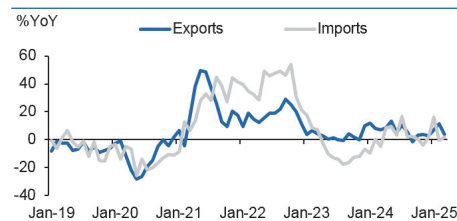
Retail sales



Investment



Trade



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

มาตรการขึ้นกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ส่งผลกระทบในทางลบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น เนื่องจากสหรัฐฯ เป็นคู่ค้ารายใหญ่ของญี่ปุ่น

การประกาศขึ้นกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสหรัฐฯ เป็นตลาดส่งออกที่สำคัญของญี่ปุ่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาคอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งถือเป็นสินค้าส่งออกหลักของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ ที่มีสัดส่วนราว 30% ของการส่งออกไปยังสหรัฐฯ และมีสัดส่วนคิดเป็นเกือบ 7% ของการส่งออกทั้งหมด โดยญี่ปุ่นได้

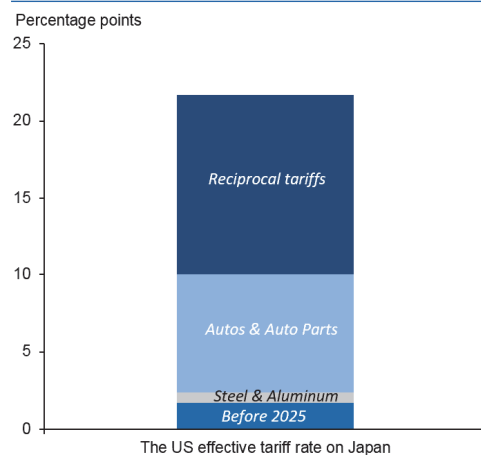
รับผลกระทบจากการที่สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าในกลุ่มเหล็ก/อะลูมิเนียม และสินค้าในกลุ่มยานยนต์ที่อัตรา 25% รวมถึงมาตรการภาษีตอบโต้ (Retaliatory Tariff) ในอัตรา 24% ซึ่งเป็นอัตราที่สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้มาก แม้ว่าล่าสุดสหรัฐฯ จะประกาศลดภาษีตอบโต้ชั่วคราวลงเหลือ 10% เป็นระยะเวลา 90 วัน เพื่อเปิดให้มีการเจรจาต่อรอง แต่สถานการณ์ยังมีความไม่แน่นอนสูงว่าผลการเจรจาระหว่างญี่ปุ่นและสหรัฐฯ จะออกมาในรูปแบบใด

แผนภาพที่ 43: สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าในกลุ่มเหล็ก/อะลูมิเนียม และสินค้าในกลุ่มยานยนต์ที่อัตรา 25% รวมถึงมาตรการภาษีตอบโต้ (Retaliatory Tariff) ในอัตรา 24%

US tariff announcement to affect Japan's exports

Date	Type of goods	Tariff rate
April-25	Reciprocal tariffs	+24% (will drop to 10% for 90 days)
April-25	Autos & Auto Parts	+25%
Mar-25	Steel & Aluminum	+25%

US effective tariff rate on Japan



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

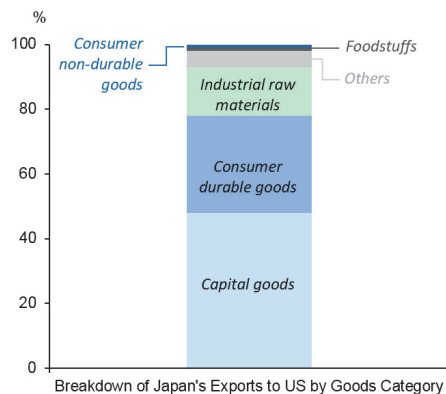
ความไม่แน่นอนในนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ มีแนวโน้มกระทบต่อความต้องการลงทุนในหลายประเทศทั่วโลก ซึ่งจะส่งผลลบต่อการส่งออกของญี่ปุ่น

ความไม่แน่นอนในทิศทางนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ มีแนวโน้มกดดันแผนการลงทุนของภาคธุรกิจหลายประเทศทั่วโลก ทั้งในและนอกสหรัฐฯ โดยเมื่อพิจารณาถึงโครงสร้างการส่งออกของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ (เฉพาะส่วนที่ได้รับผลกระทบจากมาตรการภาษีตอบโต้) พบว่า สินค้าส่งออกของญี่ปุ่นไปยังสหรัฐฯ

ส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มสินค้าทุน (Capital Goods) ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (CAPEX) เช่น เครื่องจักร นอกจากนี้ ญี่ปุ่นมีสัดส่วนการส่งออกไปยังกลุ่มประเทศเอเชียคิดเป็นกว่า 50% ของการส่งออกทั้งหมด ซึ่งสินค้าส่งออกหลักอยู่ในกลุ่มสินค้าทุน (Capital Goods) เช่นกัน ดังนั้น หากความไม่แน่นอนจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ ยังคงดำเนินต่อไป การลงทุนของภาคธุรกิจทั่วโลกอาจจะลดลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อคำสั่งซื้อสินค้าทุน และกระทบต่อการส่งออกของญี่ปุ่นในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 44: นอกจากการส่งออกยานยนต์ สินค้าส่งออกหลักของญี่ปุ่นอยู่ในกลุ่มสินค้าทุน (Capital Goods)

Japanese Exports to US by Goods Category ^{1\}

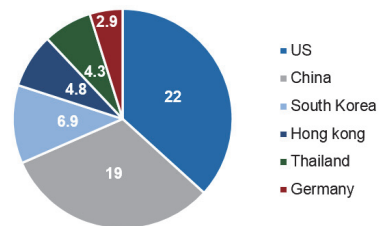


Japan's exports to Asia account for >50% of its total exports, and as with exports to the US, about half of these exports are capital goods.

Note: 1\ only the items subject to the reciprocal tariff

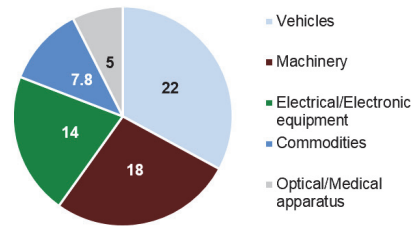
Japan's main export destinations

% of total export



Japanese exports by category

% of total export



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

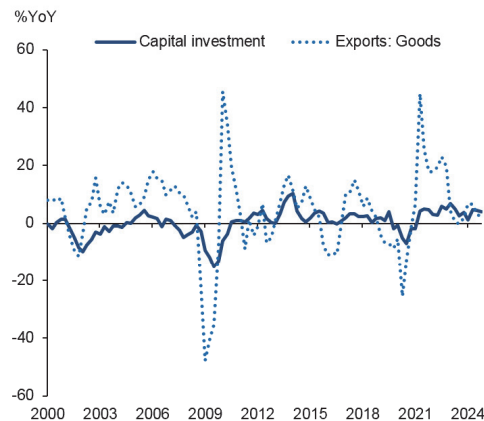
นอกจากนี้ การส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัว ประกอบกับความไม่แน่นอนที่สูงขึ้น จะส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชนของญี่ปุ่น

การส่งออกที่มีแนวโน้มชะลอตัวลง ประกอบกับความไม่แน่นอนที่ปรับสูงขึ้น ส่งผลให้ภาคเอกชนของญี่ปุ่นมีแนวโน้มระมัดระวังและอาจชะลอการลงทุน โดยจากข้อมูลสะท้อนว่า การส่งออกเปรียบเสมือนตัวชี้นำล่วงหน้า (Leading Indicator) ของการลงทุนภาคเอกชน (Capital Investment) ดังนั้น หากการส่งออกชะลอตัวลงอาจส่งผลให้การลงทุนของภาคธุรกิจปรับลดลงตาม ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อทางเศรษฐกิจในภาพรวม นอกจากนี้ แม้ดัชนีภาวะทางธุรกิจ (Business Conditions) โดย

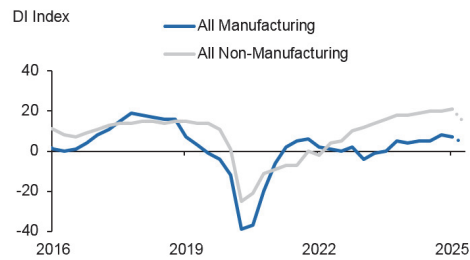
รวมในไตรมาส 1/2025 ยังอยู่ในเกณฑ์ดี แต่คาดการณ์แนวโน้มของภาคธุรกิจในอนาคต (Outlooks) เริ่มปรับแย่ลง ทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ ตลอดจนในอุตสาหกรรมยานยนต์และเหล็ก ที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากการขึ้นภาษี 25% ของสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม แบบสำรวจนี้จัดทำขึ้นในช่วงกลางเดือนมีนาคม ซึ่งเป็นระยะเวลาก่อนที่สหรัฐฯ จะประกาศขึ้นภาษี 25% สำหรับอุตสาหกรรมยานยนต์และภาษีตอบโต้ในเดือนเมษายน ดัชนีดังกล่าวจึงยังไม่สะท้อนผลกระทบจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ ได้ทั้งหมด ซึ่งคาดการณ์แนวโน้มของภาคธุรกิจในอนาคต (Outlooks) อาจปรับลดลงมากยิ่งขึ้นในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 45: การส่งออกเปรียบเสมือนตัวชี้นำล่วงหน้า (Leading Indicator) ของการลงทุนภาคเอกชน (Capital Investment) ขณะที่คาดการณ์แนวโน้มของภาคธุรกิจในอนาคต (Outlooks) เริ่มปรับแย่ลง

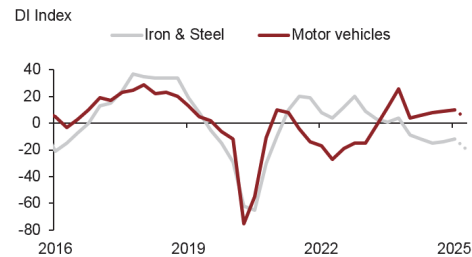
Exports vs. CAPEX



BoJ Tankan: Business conditions and outlook



BoJ Tankan: Business conditions and outlook



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

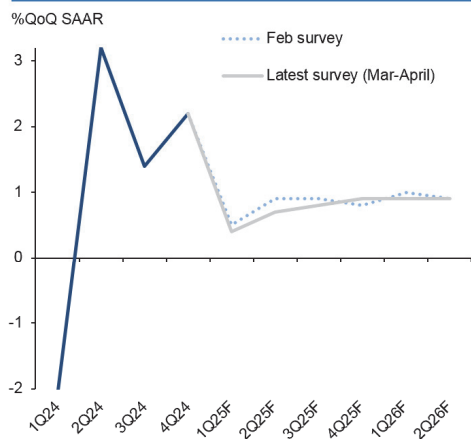
ตลาดเริ่มปรับลดคาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นลงจากผลกระทบของมาตรการกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ

จากการคาดการณ์ล่าสุดใน Bloomberg Consensus (ช่วงปลายเดือนมีนาคม - ต้นเดือนเมษายน) สะท้อนว่าตลาดเริ่มปรับลดคาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นลงจากผลกระทบของมาตรการกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ โดยการขึ้นกำแพงภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ (ภายใต้สมมุติฐานอัตราภาษีในกลุ่มเหล็ก/อะลูมิเนียม และกลุ่มยานยนต์ที่อัตรา 25% และอัตรา

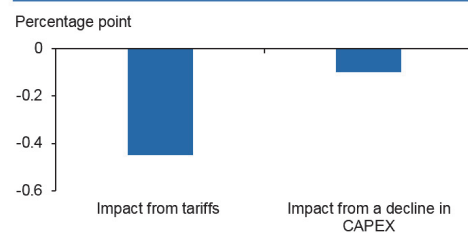
ภาษีตอบโต้ในอัตรา 24%) จะกระทบ GDP ของญี่ปุ่นราว 0.4-0.5ppt อย่างไรก็ตาม หากอัตราภาษีตอบโต้ลดลงเหลือ 10% ผลกระทบต่อ GDP ญี่ปุ่นอาจลดลงเหลือราว 0.2-0.3ppt ส่งผลให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นมีแนวโน้มขยายตัวราว 0.7-1.0% ในปี 2025 นอกจากนี้ การเติบโตทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นยังมีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก โดยจากการประเมินของ BoJ พบว่า หากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกลดลง 1% จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นราว 0.6%

แผนภาพที่ 46: ตลาดเริ่มปรับลดคาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจญี่ปุ่น หลังการส่งออกมีแนวโน้มได้รับผลกระทบจากภาษีนำเข้าที่สูงขึ้นของสหรัฐฯ

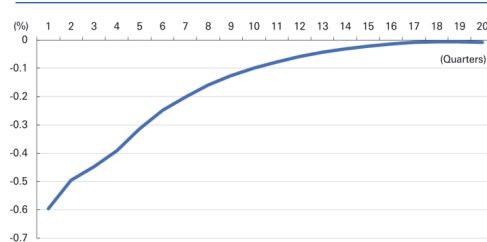
GDP projections for Japan



Estimation of US tariff impact on Japan's growth



Response of real GDP to a 1% permanent decrease in foreign GDP



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

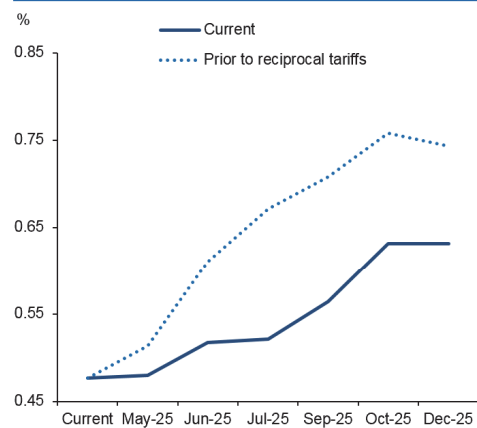
ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมเดือนนี้ โดยหากสถานการณ์มีความชัดเจนมากขึ้น คาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อในไตรมาส 3/2025

ภายหลังจากที่ญี่ปุ่นเผชิญกับอัตราภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ ในอัตรา 24% ซึ่งสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ตลาดได้ปรับลดโอกาสที่ BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในไตรมาส 2/2025 และในปีนี้อย่างมีนัยสำคัญ โดยเรามองว่า BoJ มีแนวโน้มคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 0.5% ในการประชุมวันที่ 30 เมษายน - 1 พฤษภาคมนี้ เพื่อติดตามความชัดเจนของการเจรจาการค้าระหว่างญี่ปุ่นและสหรัฐฯ โดยคาดว่าภายในระยะ

เวลา 90 วันนี้ ผลการเจรจาจะมีความชัดเจนมากขึ้น และสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับลดอัตราภาษีนำเข้าให้แก่ญี่ปุ่น ซึ่งจะส่งผลให้ BoJ สามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาสที่ 3 สู่ระดับ 0.75% ได้ เนื่องจากเศรษฐกิจยังสามารถเติบโตได้ในระดับที่สูงกว่าศักยภาพ (Potential Growth) ที่ราว 0.5% ประกอบกับแนวโน้มเงินเฟ้อและค่าจ้างยังขยายตัวสูงต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม หากแนวโน้มเศรษฐกิจและตลาดการเงินในเวลานั้นยังมีความไม่แน่นอนสูง หรือค่าเงินเยนยังปรับแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องซึ่งก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านต่ำต่อเศรษฐกิจเพิ่มเติม อาจส่งผลให้ BoJ ต้องชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายออกไปก่อนได้

แผนภาพที่ 47: ตลาดได้ปรับลดคาดการณ์การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ BoJ ลงอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ เราคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่อในไตรมาส 3/2025

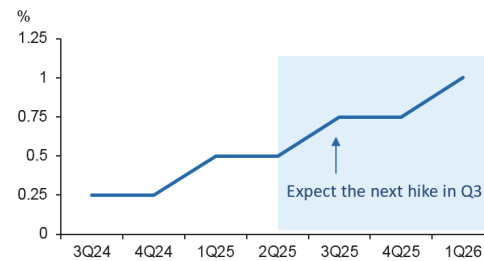
Market implied rate



Market implied chance of BoJ rate hike

Meeting	Current	Prior to reciprocal tariffs
May 25	+1.4%	+14.4%
June 25	+14.7%	+38.7%
July 25	+1.7%	+24.5%
Sep 25	+17.2%	+14.8%
Oct 25	+26.7%	+20.0%

BoJ rate hike forecasts



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

เศรษฐกิจไทย

TISCO ESU คาดเศรษฐกิจไทยในปี 2025F มีแนวโน้มขยายตัวได้ต่ำลงเป็น 2.1% ลดลงจากเดิมที่คาดว่าจะ 2.8% โดยมีปัจจัยกดดันหลักจากนโยบายสงครามการค้าของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยราว 0.6ppt ภายใต้สมมติฐานที่คาดว่าหลังจบช่วงผ่อนปรน 90 วัน ไทยจะสามารถเจรจาต่อรองให้อัตราภาษีลดลงมาอยู่ที่ระดับราว 20-25% ได้ ขณะเดียวกัน ภาพการฟื้นตัวของภาคการส่งออกที่ล่าช้ากว่าที่คาด ส่งผลให้คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตได้ช้าลงกว่าที่เคยประเมินไว้ราว 0.1ppt ขณะที่ ภาพของการลงทุนภาคเอกชนยังมีความไม่แน่นอนสูงเนื่องจากอัตราภาษีสุดท้ายยังมีความไม่ชัดเจนว่าจะเป็นเท่าไร และแนวทางการเจรจาทางสหรัฐฯ จะนำมาซึ่งความขัดแย้งกับการจัดระเบียบบริษัทข้ามชาติที่ลักลอบเข้ามาสวมสิทธิ์สินค้าไทยเพียงใด นอกจากนี้ ประเด็นเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างประเทศกับทางฝั่งจีนถือเป็นเรื่องละเอียดอ่อน ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อการตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาติในระยะต่อจากนี้ ดังนั้น เราประเมินว่าประมาณการเศรษฐกิจไทยที่ 2.1% ในครั้งนี้ ยังเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำ ด้านนโยบายการเงิน กนง. มีมติปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% พร้อมกับขึ้นคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจไทยลงมาจาก 2.0% ในกรณีที่ Tariff ต่ำ และ 1.3% ในกรณีที่ tariff กลับมาเพิ่มขึ้น โดยเรามองว่าในระยะต่อไป นโยบายการเงินยังมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายลงได้อีกในช่วงครึ่งหลังของปี เพื่อให้สอดคล้องกับบริษัทที่เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ต่ำลงจากแรงกดดันภายนอก และมีความเสี่ยงสูงขึ้นที่อัตราเงินเฟ้อจะชะลอตัวลงจากเดิม

เราทำการปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 2025F ลงเป็น 2.1% จากเดิมที่คาดว่าจะ 2.8% ท่ามกลางความเสี่ยงจากภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ และภาคการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มฟื้นตัวช้ากว่าที่ประเมินไว้

ในช่วงต้นเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา สหรัฐฯ ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าชิ้นส่วนจากเกือบทุกประเทศในอัตรา 10% (Universal tariffs) ยกเว้นเม็กซิโกและแคนาดา โดยให้เริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 5 เม.ย. และยังคงประกาศใช้ขึ้นภาษีตอบโต้เพิ่มเติม (Reciprocal tariffs) กับ 57 ประเทศ/กลุ่มเศรษฐกิจที่เกินดุลการค้าสหรัฐฯ ด้วยอัตราที่แตกต่างกัน ขึ้นกับดุลการค้าของสหรัฐฯ กับประเทศนั้นๆ ซึ่งเดิมจะเริ่มมีผลบังคับใช้ในวันที่ 9 เม.ย. 2025

อย่างไรก็ตามเมื่อวันที่ 9 เม.ย. ที่ผ่านมา ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ประกาศเลื่อนการปรับขึ้นภาษีศุลกากรตอบโต้รายประเทศ (Reciprocal tariffs) ออกไป 90 วัน เป็นเริ่มมีผล 8 ก.ค. แต่ยังคงเก็บภาษีขึ้นต่ำทุกประเทศเพิ่ม 10% (Universal tariffs) โดยสหรัฐฯ จะให้เวลาประเทศต่างๆ เพื่อเจรจาต่อรองให้อัตราภาษี Reciprocal tariffs ลดลง อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศจีน ประธานาธิบดีทรัมป์กลับประกาศขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนอีกหลายรอบ ทำให้อัตราภาษี Reciprocal กับจีนอยู่ที่ 125% และหากรวมกับภาษีเฉพาะกลุ่มที่ประกาศในช่วงก่อนจะรวมเป็น 145% เพื่อตอบโต้จีนที่ประกาศขึ้นภาษีตอบโต้กลับสหรัฐฯ หลายครั้ง

สำหรับบริบทของประเทศไทย เราคาดว่าอัตราภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ ส่งผลกระทบทั้งทางตรง และทางอ้อมผ่านหลายช่องทางด้วยกัน ไม่ว่าจะเป็นการส่งออกสินค้าที่จะลดลง โดยเฉพาะตลาดสหรัฐฯ และอุปสงค์โลกที่ชะลออาจส่งผลทางอ้อมกับคำสั่งซื้อจากประเทศอื่นๆ นอกจากนี้ นักลงทุนอาจชะลอการตัดสินใจลงทุนออกไปก่อน เพื่อรอความชัดเจนของอัตราภาษี และเงื่อนไขที่ต้องแลกเพื่อการเจรจาต่อรองกับทางสหรัฐฯ จึงอาจส่งผลให้การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มที่จะชะลอตัว ด้านการบริโภคภายใน

ประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวบ้างจากรายได้ที่จะลดลง สำหรับผู้ที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบ ด้านตลาดการเงิน ความไม่แน่นอนส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยนเงินตรามีแนวโน้มผันผวน ซึ่งเป็นผลให้การบริหารจัดการทางการเงินและการลงทุนมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้น รวมถึงอาจส่งผลในเชิงจิตวิทยาต่อผู้ลงทุน และทำให้คนมีความระมัดระวังด้านการใช้จ่ายมากขึ้นได้

เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2025F มีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ต่ำลงเป็น 2.1% จากเดิมที่คาดว่าจะ 2.8% โดยเป็นผลกระทบจากนโยบายภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ ราว -0.6ppt (ผลกระทบไม่เต็มปี) ภายใต้สมมติฐานที่ว่าหลังจบช่วง 90 ที่ทรัมป์ประกาศเลื่อน ไทยจะสามารถเจรจาต่อรองให้อัตราภาษีนับปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับราว 20-25% ได้ ทั้งนี้ เรามองว่าภาพการลงทุนของภาคเอกชนยังมีความไม่แน่นอนสูง เนื่องจากอัตราภาษีสุดท้ายยังมีความไม่ชัดเจนว่าจะเป็นเท่าไร และแนวทางการเจรจาของภาครัฐ จะมีการจัดการกับบริษัทข้ามชาติที่เข้ามาสวมสิทธิ์สินค้าไทยอย่างเข้มข้นแค่ไหน ซึ่งเรื่องนี้จะส่งผลโดยตรงต่อการตัดสินใจของนักลงทุนต่างชาติในระยะต่อจากนี้ ดังนั้น ประมาณการเศรษฐกิจไทยที่ 2.1% ในครั้งนี้ ยังคงเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำ

นอกจากนี้ เรามีการปรับลดคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลงมาจาก 36.5 ล้านคน จากเดิมที่ประเมินไว้ 38.5 ล้านคน เนื่องจากสัญญาณของการฟื้นตัวที่ล่าช้าในไตรมาส 1 ที่ผ่านมา โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจีน ซึ่งส่งผลต่อเศรษฐกิจไทยราว -0.1ppt.

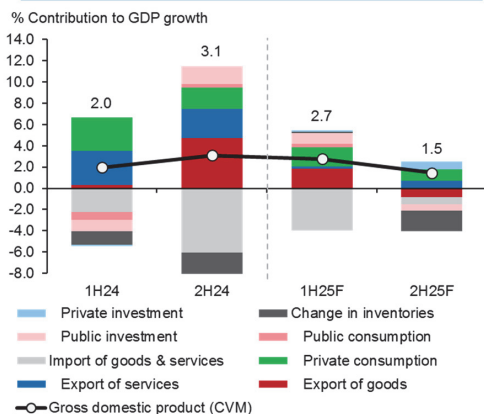
ขณะที่ในกรณีเลวร้าย (Worst case) เศรษฐกิจไทยมีโอกาสที่จะเติบโตได้เพียงราว 1.5% เท่านั้น หากไม่สามารถต่อรองอัตราภาษีกับทางสหรัฐฯ ได้และอัตราภาษีส่วนเพิ่มกลับมายู่ที่ 36% คาดว่ามีโอกาสที่การลงทุนภาคเอกชนและการส่งออกสินค้าในปีนี้จะพลิกเป็นหดตัว ขณะที่การบริโภคในประเทศอาจชะลอตัวเพิ่มเติมจะประมาณการปัจจุบัน

ด้านมุมมองนโยบายการเงิน กนง. มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอีก 25 bps ในการประชุมครั้งที่ 2 ของปีหลังนโยบายสงครามการค้าส่งผลกระทบเชิงลบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างชัดเจน (Negative shock) พร้อมกับปรับลดประมาณการเศรษฐกิจไทยลงมายู่ที่ 2.0% ในกรณีที่ Tariff ต่ำ และ 1.3% ในกรณีที่ tariff กลับมาเพิ่มขึ้น โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันอยู่ที่ 1.75%

และหากมองไปในระยะข้างหน้า เราคาดว่า กนง. มีแนวโน้มที่จะให้น้ำหนักกับความสำคัญของพื้นที่ในการดำเนินนโยบายการเงินมากขึ้น และคาดว่าจะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งถัดไป แต่มีแนวโน้มที่จะยังปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงได้อีก 25 bps ในการประชุมเดือน ส.ค. ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย ณ สิ้นปี 2025F จะอยู่ที่ 1.50%

แผนภาพที่ 48: เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2025F มีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้ต่ำลงเป็น 2.1% จากเดิมที่คาดไว้ 2.8%

Actual and projected GDP growth forecasts



Summary of GDP forecasts and estimated impact of US tariffs on Thailand under different scenarios

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU 2025F		
			Latest	Old	Δ
GDP	%	2.5	2.1	2.8	-0.7
Private Consumption	%	4.4	2.4	2.6	-0.2
Public Consumption	%	2.5	2.1	2.1	0.0
Private Investment	%	-1.6	2.7	2.9	-0.2
Public Investment	%	4.8	3.3	3.3	0.0
Exports (f.o.b)	%	4.3	0.9	2.0	-1.1
Imports (f.o.b)	%	5.3	3.6	4.2	-0.6
Tourist Arrivals	Million	36.0	36.5	38.5	-2.0
CA Balance	US\$, Bn	12.5	11.6	14.0	-2.4
Headline Inf.	%	0.4	1.0	1.0	0.0
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	80.0	75.0	80.0	-5.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.50	2.00	-0.5
USD/THB (AoP)	B/US\$	35.3	34.5	33.8	0.7

	Best		Base		Worst	
Tariff rate after 90 day postpone (%)	10%	15%	20%	25%	30%	36%
Downside to GDP (deviation from 2.8% baseline)	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-0.9%	-1.0%
2025F GDP growth	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%

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

เราประเมินว่าหากรัฐฯ สามารถเข้ามามีการจัดการกับสินค้าต่างชาติดีที่เข้ามาสวมสิทธิ์สินค้าไทยเพื่อให้ได้สิทธิประโยชน์เชิงภาษีกับคู่ค้าที่มีการตกลง FTA กับไทย อาจเป็นอีกหนึ่งข้อเสนอสื่อที่สำคัญในการเจรจาในครั้งนี้

ข้อมูลจาก Trademap ระบุว่า ในปี 2024 ที่ผ่านมามีการนำเข้าสินค้าเกษตรจำพวก ถั่วเหลือง (\$1.9 Bn) ข้าวสาลี (\$1.1 Bn) และข้าวโพด (\$0.6 Bn) เป็นจำนวนทั้งสิ้นราว 3.6 พันล้านดอลลาร์ โดยสินค้าเหล่านี้ เป็นสินค้านำเข้าจากประเทศอื่นๆ แต่สามารถที่จะทดแทนการนำเข้าทั้งหมดด้วยสินค้าจากสหรัฐฯ ได้ ซึ่งเป็นหนึ่งในข้อเสนอที่ภาครัฐ และเอกชนไทยต่างให้ความสนใจกันมากในช่วงที่ผ่านมา แต่ทว่า มูลค่าการนำเข้าที่จะเพิ่มขึ้นเพียง 3.6 พันล้านดอลลาร์อาจไม่เพียงพอต่อการเจรจาในการลดภาษีกับทางฝั่งสหรัฐฯ เนื่องจากประเทศไทยเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ มากกว่า 4.5 หมื่นล้านดอลลาร์ จึงนำมาสู่ข้อเสนอของการนำเข้าสินค้าประเภทพลังงานเพิ่มเติม

ประเทศไทยมีการนำเข้าพลังงานเพื่อใช้ในอุตสาหกรรม และการผลิตกระแสไฟฟ้าตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน โดยไทยนำเข้าน้ำมันดิบในปี 2024 กว่า 3.37 หมื่นล้านดอลลาร์ จากแหล่งนำ

เข้าที่หลากหลาย ทั้งตะวันออกกลาง และอินโดนีเซีย โดยการนำเข้าจากสหรัฐฯ คิดเป็นราว 11.4% ของสัดส่วนการนำเข้าน้ำมันดิบทั้งหมด ขณะเดียวกัน ไทยนำเข้าก๊าซธรรมชาติในปี 2024 กว่า 6.7 พันล้านดอลลาร์ โดยมีการนำเข้าจากสหรัฐฯ กว่า 17% ของทั้งหมด ซึ่งหากมองจากตัวเลขเพียงผิวเผิน การเปลี่ยนมานำเข้าน้ำมันดิบ และก๊าซธรรมชาติจากสหรัฐฯ ทั้งหมด แทนการนำเข้าจากประเทศอื่นๆ อาจช่วยให้การขาดดุลการค้าที่มีอยู่กับสหรัฐฯ แทบจะลดลงได้ทั้งหมด แต่ในความเป็นจริงนั้น ยังมีข้อจำกัดมากมายที่ส่งผลให้ไม่สามารถที่จะทำได้ อาทิ

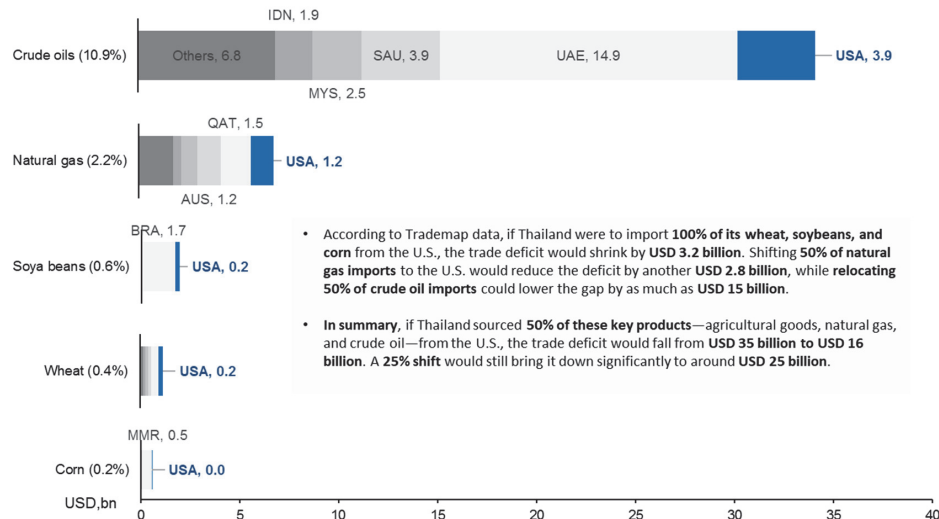
1. โรงกลั่นน้ำมันในประเทศสามารถรองรับน้ำมันเบาจากสหรัฐฯ ได้แค่ไหน
2. สัญญาซื้อ-ขายพลังงานระยะยาวที่ไทยทำไว้กับประเทศต่างๆ จะสามารถยกเลิกได้ทันทีหรือไม่
3. ความสำคัญของการกระจายแหล่งนำเข้า เพื่อความมั่นคงทางด้านพลังงานของประเทศมีความจำเป็นหรือไม่
4. ราคานำเข้าก๊าซธรรมชาติสุทธิที่รวมค่าขนส่งจากสหรัฐฯ คู่ค้าที่จะซื้อหรือไม่ หากเทียบกับคู่ค้ารายอื่นๆ เป็นต้น

ดังนั้น ทางออกของปัญหาเหล่านี้จึงนำมาสู่ข้อเสนอของการซื้อพลังงานจากสหรัฐฯ ในส่วนที่จะมีความต้องการเพิ่มขึ้นในแต่ละปี โดยรณว. คลัง คุณพิชัยระบุว่า บริษัท ปตท. มีแผนที่จะซื้อ LNG รว 1 ล้านตัน มูลค่า 500-600 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งอาจอาจเป็นมูลค่าที่ยังถือว่าน้อย เมื่อเทียบกับตัวเลขดุลการค้า

ระหว่างไทยกับสหรัฐฯ จึงอาจยังไม่เพียงพอที่จะเจรจาเพื่อให้อัตราภาษีตอบโต้ปรับลดลงมาจาก 36% ได้ เพราะฉะนั้น เราประเมินว่าหากสหรัฐฯ สามารถเข้ามาจัดการกับสินค้าต่างชาติที่เข้ามาสวมสิทธิ์สินค้าไทยเพื่อให้ได้สิทธิประโยชน์เชิงภาษีกับคู่ค้าที่มีการตกลง FTA กับไทย อาจเป็นอีกหนึ่งข้อเสนอสื่อที่สำคัญในการเจรจาในครั้งนี้

แผนภาพที่ 49: มูลค่าการนำเข้าสินค้าเกษตรและพลังงานที่เป็นสินค้าส่งออกหลักของสหรัฐฯ

Thailand imports by origin and product: a potential for shifting import sources to the United States



Note: () % of Total imports

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

การฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ยังเป็นไปอย่างล่าช้า เติบโตแรงกดดันด้านต่ำจากทั้งพฤติกรรมของนักท่องเที่ยวจีนที่เปลี่ยนแปลงไป

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยในปี 2025 เติบโตแรงกดดันด้านต่ำจากทั้งพฤติกรรมของนักท่องเที่ยวจีนที่เปลี่ยนแปลงไป โดยนักท่องเที่ยวชาวจีนเคยมาไทยกว่า 11 ล้านคนในปี 2019 หรือคิดเป็นราวหนึ่งในสี่ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวในช่วงที่ผ่านมาเป็นไปอย่างล่าช้า โดยในปี 2024 ที่ผ่านมามีจำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนที่เข้ามาท่องเที่ยวในประเทศไทยเพียง 6.7 ล้านคน หรือคิดเป็นเพียง 19% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด โดยข้อมูลล่าสุดชี้ให้เห็นว่า นักท่องเที่ยวชาวจีนต่างเลือกที่จะเดินทางไปท่องเที่ยวในจุดหมายระยะไกล (Long-haul) อาทิ เยอรมัน อิตาลี ฝรั่งเศส สหรัฐฯ มากกว่าการท่องเที่ยวในจุดหมายระยะใกล้ สะท้อนจากสัดส่วนการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวขาออกของประเทศจีนไปยังจุดหมายต่างๆ ขณะเดียวกัน ความเชื่อมั่นต่อความปลอดภัยของการมาไทยในมุมมองนักท่องเที่ยวชาวจีนอาจเปลี่ยนแปลงจากเหตุการณ์ในช่วงต้นปี ซึ่งได้สร้างกระแสในสื่อสังคมออนไลน์จีนอย่างแพร่หลาย

นอกจากนี้ อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยยังอาจเผชิญความเสี่ยงทางอ้อมจากผลของสงครามการค้าเพิ่มเติมอีกในปีนี้

จากทั้งประเทศต่างๆ ในโลกที่อาจพยายามผลักดันอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวภายในประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะจีน สะท้อนจากจำนวนเที่ยวบินในประเทศที่ฟื้นตัวดีกว่าเที่ยวบินขาออก โดยภาครัฐต่างมุ่งเน้นนโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวภายในประเทศเพื่อชดเชยผลกระทบเชิงลบจากปัจจัยภายนอก ขณะเดียวกันประเทศที่พึ่งพาภาคการท่องเที่ยว และเป็นแหล่งท่องเที่ยวท่องเที่ยวที่สำคัญของโลก ต่างพยายามที่จะผลักดันนโยบาย และโครงการต่างๆ เพื่อดึงดูดนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มเติม ทำให้การแข่งขันในระดับนานาชาติมีความเข้มข้นขึ้นมาก นอกจากนี้ สงครามการค้าที่จะกระทบกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจ อาจส่งผลให้ภาคครัวเรือนปรับเปลี่ยนพฤติกรรมและระมัดระวังในการใช้จ่ายมากยิ่งขึ้น ซึ่งอาจหมายรวมถึงการท่องเที่ยวด้วยเช่นกัน

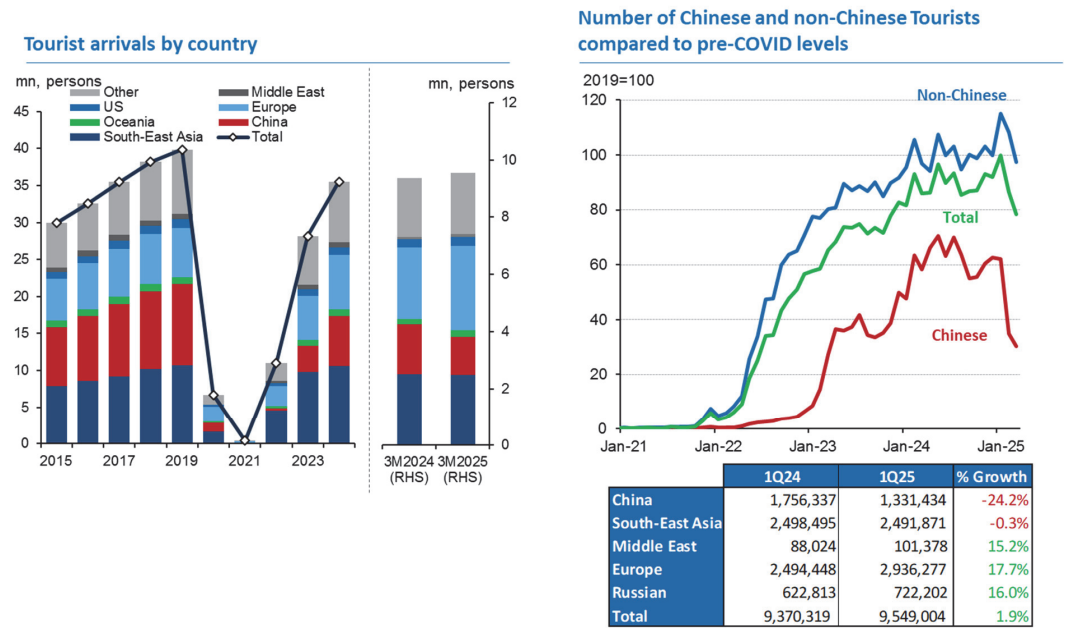
ขณะเดียวกัน การฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ยังเป็นไปอย่างล่าช้า โดยมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาราว 9.55 ล้านคน (vs. 9.37 ล้านคนในช่วงไตรมาสที่ 1/2024) ซึ่งนับเป็นการขยายตัวเพียง 1.9% YoY ขณะที่หากนับรวมช่วงเทศกาลสงกรานต์ (วันที่ 1 ม.ค. - 20 เม.ย.) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้าไทยมาราว 11.27 ล้านคน และหากอ้างอิงจากจำนวนนักท่องเที่ยวในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 พบว่ามีนักท่องเที่ยวชาวจีนเข้ามาเพียง 1.3 ล้านคน หรือหดตัวกว่า

-24.2% YoY ซึ่งเป็นปัจจัยกดดันการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวของไทยเข้าสู่ปี 2025 เป็นต้นมา แม้จะได้แรงหนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวชาวยุโรปและรัสเซียที่ฟื้นตัวขึ้นดีก็ตาม

โดยหากพิจารณาข้อมูลที่มีความถี่สูงอย่างยอดการค้นหาสถานที่ท่องเที่ยวในไทยเทียบกับประเทศอื่นๆ จะเห็นการชะลออย่างชัดเจนตั้งแต่เข้าปี 2025 เป็นต้นมา ขณะที่ราคาที่พักแรมก็ส่งสัญญาณถึงอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงเช่นเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่เป็นไปอย่างล่าช้า

ดังนั้น เรา (TISCO ESU) จึงได้ทำการปรับลดคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลงมาอยู่ที่ 36.5 ล้านคน จากเดิมที่ประเมินไว้ 38.5 ล้านคน เนื่องจากสัญญาณของการฟื้นตัวที่ล่าช้าในไตรมาส 1 ที่ผ่านมา โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจีน รวมถึงผลกระทบและอ้อมจากสงครามการค้า ซึ่งส่งผลกระทบต่อประมาณการเศรษฐกิจไทยของเราที่ราว 0.1ppt.

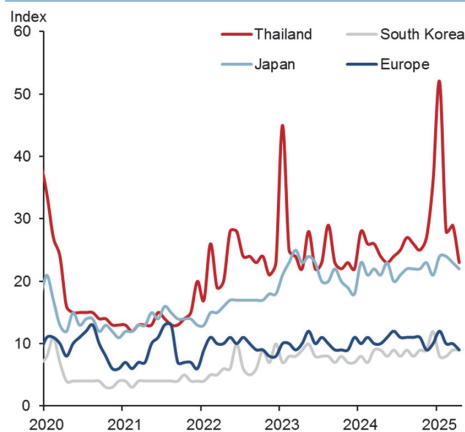
แผนภาพที่ 50: การฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วงไตรมาสที่ 1/2025 ยังเป็นไปอย่างล่าช้า



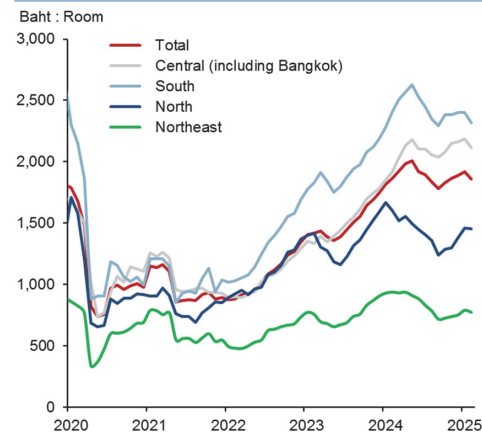
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: ยอดการค้นหสถานที่ท่องเที่ยวในไทยเทียบกับประเทศอื่นๆ จะเห็นการชะลอตัวอย่างชัดเจนตั้งแต่เข้าปี 2025 เป็นต้นมา ขณะที่ราคาที่พักเริ่มก็ส่งสัญญาณถึงอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงเช่นเดียวกัน

Google Search: Tourist Destinations ^{1\}



Average room rental rates



Note: 1\ The number represents search interest relative to the top of the chart for the given region and time. A value of 100 indicates the most popular word, a value of 50 means the word is only half popular, and a value of 0 means there is not enough data for the word.

ที่มา: BoT, Google Trends, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่าในระยะสั้น ค่าเงินบาทมีแนวโน้มที่จะเห็นการอ่อนค่าแตะระดับ 35-36 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

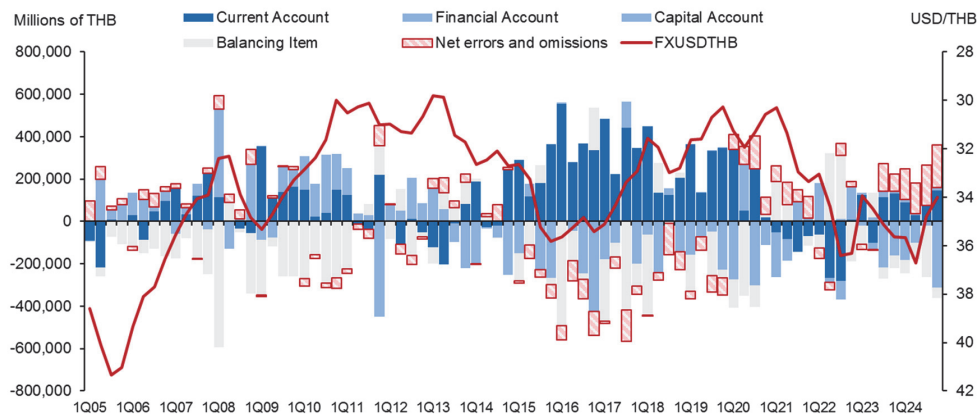
ค่าเงินบาทในช่วงที่ผ่านมามีการเคลื่อนไหวค่อนข้างไปในทิศทางแข็งค่าเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานอย่างการไหลเข้า ออกของเงินผ่านข้อมูลดุลการชำระเงิน โดยจะสังเกตได้ว่าในช่วงกลางปี 2023 ที่ผ่านมา มีเงินทุนไหลออก (Outflow) ผ่านการขาดดุลบัญชีการเงิน (Financial Account) ซึ่งสอดคล้องกับช่วงที่ต่างชาติมีสถานะขายสุทธิในตลาดหุ้นไทย และตลาดพันธบัตร -ขณะที่การส่งออกสินค้าที่ฟื้นตัว และการภาคการท่องเที่ยวที่ทยอยกลับมาหลังเปิดประเทศ ส่งผลให้ไทยมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัด และมีเงินไหลเข้า อย่างไรก็ตาม ดุลบัญชีเดินสะพัดที่มีการเกินดุลยังไม่สามารถชดเชยกับดุลบัญชีการเงินที่ขาดดุลได้ แต่ค่าเงินบาทก็ไม่ได้มีทิศทางอ่อนค่ารุนแรงนัก และยังสามารถกลับมาแข็งค่าได้อีกด้วย ส่วนหนึ่งเราประเมินว่าเป็นผลจากเม็ดเงินที่ไม่สามารถอธิบายได้ หรือไม่ถูกจัดเก็บในข้อมูลของทางการ ซึ่งสะท้อนจาก Net Errors and Omissions ที่มีขนาดใหญ่ขึ้นอย่างต่อเนื่อง มีการคาดการณ์ว่าส่วนนี้อาจเป็นผลมาจากเงินทุนสีเทาที่อาจเข้ามาผ่านการโอนเงินสดข้ามชายแดน หรือผ่านช่องทางคริปโตเคอเรนซี ดังนั้น ภาพระยะยาวของค่าเงินบาท เราประเมินว่าค่าเงินบาทจะยังมีทิศทางแข็งค่าได้ในระยะกลางถึงยาว

ตราบเท่าที่ค่าความคลาดเคลื่อนดังกล่าวยังเป็นปริมาณที่มหาศาลกว่าไตรมาสละ 2 แสนล้านบาทต่อไป แม้พื้นฐานทางเศรษฐกิจที่อาจมีการส่งออกสินค้าได้ลดลง ท่องเที่ยวฟื้นตัวช้าลง และเศรษฐกิจเติบโตได้ชะลอจากในอดีตก็ตาม

ทั้งนี้ เราประเมินว่าในระยะสั้น ค่าเงินบาทมีแนวโน้มที่จะเห็นการอ่อนค่าแตะระดับ 35.0 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ ได้เนื่องจากผลของฤดูกาลที่มักจะส่งผลให้ค่าเงินบาทเคลื่อนไหวในทิศทางอ่อนค่าจากปัจจัย อาทิ 1. การโอนเงินปันผลกลับของบริษัทข้ามชาติที่เข้ามาลงทุนในไทย หลังช่วงประกาศจ่ายเงินปันผล 2. การที่ภาคการท่องเที่ยวมักจะเป็นนอกฤดูท่องเที่ยว เป็นต้น อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการเร่งส่งออกสินค้าก่อนที่จะต้องเผชิญกับกำแพงภาษีสหรัฐฯ อาจส่งผลให้ค่าเงินบาทนั้นปรับแข็งค่าขึ้นได้ในระยะสั้น ประกอบกับราคาทองคำที่ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งมีทิศทางที่สัมพันธ์ (High Correlation) กับการแข็งค่าของเงินบาทเนื่องจากประเทศไทยเป็นแหล่งการค้า (Trading Hub) และแหล่งส่งออกทองคำ (Non-monetary gold) ที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย (EM Asia) ดังนั้น ปัจจัยเรื่องของการคลี่คลายความกังวลของสงครามการค้าโดยเฉพาะระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และท่าทีของยุโรป จะเป็นอีกปัจจัยหลักที่กระทบต่อการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาท ซึ่งเรามองว่าจุดพีคที่สุดของความกังวลได้ผ่านไปแล้ว

แผนภาพที่ 52: เงินบาทแข็งเกินปัจจัยพื้นฐาน ส่วนหนึ่งจากปัจจัยที่อธิบายไม่ได้ ซึ่งอาจมาจากเงินทุนสีเทาหรือการเก็บสถิติที่ผิดพลาด

Thailand's Balance of Payments (Mn. THB) on a quarterly basis vs. USD/THB



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

แผนภาพที่ 53: ปัจจัยด้านฤดูกาล ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าในช่วงเดือน เม.ย. - พ.ค.

USD/THB month-on-month, percentage change

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
10-year average	-0.9%	-0.1%	0.7%	0.5%	0.6%	0.0%	0.9%	-0.4%	0.2%	0.5%	-0.7%	-0.6%
2025	0.3%	-1.3%	-0.1%									
2024	0.7%	1.8%	0.3%	2.3%	-0.4%	0.2%	-1.3%	-4.1%	-4.3%	0.5%	3.1%	-0.9%
2023	-4.6%	2.7%	1.1%	-0.7%	-0.1%	2.1%	-1.0%	1.3%	2.5%	1.6%	-2.9%	-1.2%
2022	-1.0%	-1.7%	1.8%	1.6%	1.9%	1.5%	4.2%	-1.6%	3.4%	2.3%	-3.9%	-4.5%
2021	-0.3%	0.1%	2.6%	1.7%	-0.2%	0.5%	3.9%	1.3%	0.0%	1.0%	-1.0%	1.4%
2020	0.9%	2.8%	2.5%	1.6%	-1.6%	-2.9%	0.9%	-0.7%	0.6%	-0.4%	-2.5%	-1.3%
2019	-2.8%	-1.4%	1.3%	0.4%	-0.2%	-2.2%	-1.0%	-0.2%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.1%
2018	-2.3%	-1.2%	-0.7%	0.2%	2.1%	1.6%	2.4%	-0.8%	-1.3%	0.6%	0.6%	-0.7%
2017	-1.0%	-1.2%	-0.4%	-1.2%	0.0%	-1.4%	-0.8%	-1.4%	-0.3%	0.2%	-1.0%	-0.8%
2016	0.4%	-1.5%	-1.1%	-0.4%	1.0%	-0.4%	-0.6%	-0.9%	0.0%	1.0%	0.8%	1.3%
2015	-0.5%	-0.5%	0.2%	-0.3%	3.1%	0.6%	1.9%	3.0%	1.7%	-0.9%	0.3%	0.6%

Stronger THB Neutral Weaker THB

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

Our Team



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



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



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



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



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



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



สิทธวัฒน์ เจริญสถาพร
Research Assistant
(66) 2633 6497
sittiwat@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
	เมกาบางนา 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				
จันทร์ - ศุกร์	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				

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
โลตัส โคราช	: 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			