

TIPS | December 2025

TISCO Investment Portfolio Strategy

TISCO

ESU

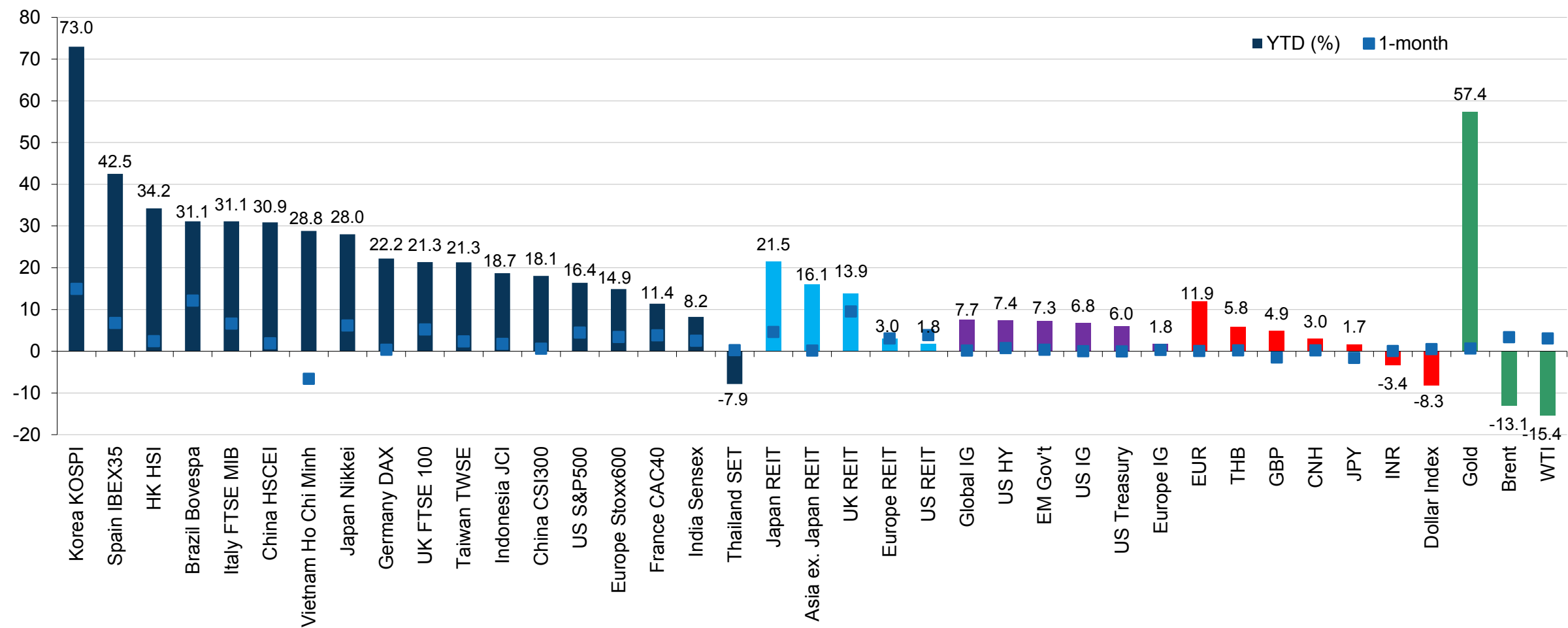
Economic Strategy Unit

The run-up

ตลาดหุ้นญี่ปุ่นให้ผลตอบแทนโดดเด่นในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (Developed Markets) จาก
อานิสงส์ธีมเทคโนโลยี ประกอบกับความหวังต่อทิศทางการคลังของผู้นำคนใหม่



Market Performance as of 12 November 2025



ตลาดหุ้นมีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งจากผลประกอบการบริษัทในไตรมาส 3/2025 ทว่าเผชิญแรงกดดันจากสภาพคล่องในตลาดที่ลดลง



Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
Fixed Income				
US Treasury				คงน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก เพื่อรับประโยชน์จากการลดดอกเบี้ยของ Fed
Global Bonds				ภูมิทัศน์ทางการเมืองในยุโรปและญี่ปุ่นกำลังกดดันให้ Bond yield โลกปรับตัวสูงขึ้น
Equity Markets: Regions				
US				ได้รับแรงหนุนช่วงท้ายปีจากสภาพคล่องที่สูงขึ้นจากผลของการลดดอกเบี้ย
EM ex.China				เผชิญแรงกดดันจากการส่งออกส่วนเกินของจีนกระทบอุตสาหกรรมในประเทศ
China				การอัดฉีดสภาพคล่องจากภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงช่วงปลายปี 2025
Japan				แรงหนุนจากนโยบายการคลังหลังเปลี่ยนตัวนายกรัฐมนตรีและพรรคร่วม ประกอบกับมูลค่าเชิงเปรียบเทียบที่น่าสนใจ
Europe				มูลค่าหุ้นยังตึงตัวขึ้น ท่ามกลางการปรับลดประมาณการกำไรอย่างต่อเนื่อง
Equity Markets: Sectors and Styles				
Utilities				ช่วยลดความเสี่ยงจากการปรับฐานของตลาด พร้อมรักษาการลงทุนในโอกาสการเติบโตเชิงโครงสร้างของ AI
Healthcare				รายได้และกำไรแข็งแกร่งกว่าคาด ขณะที่แรงกดดันจากปัจจัยการเมืองเริ่มลดลง
Alternative Investments				
Gold				แรงหนุนจากความเสี่ยงต่อความเป็นอิสระของธนาคารกลาง และแนวโน้มการคลังที่ผ่อนคลายในเศรษฐกิจหลักหลายประเทศ
Oil				การเปลี่ยนแปลงนโยบายของ OPEC จำกัดโอกาสที่ราคาน้ำมันจะปรับขึ้นในปี 2025

Global overview and key themes

US



Key theme

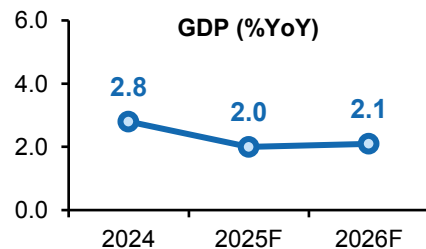
- ปัญหาสภาพคล่องในตลาดการเงิน

Headwinds

- ความไม่แน่นอนเชิงนโยบาย
- กำแพงภาษี
- มาตรการกีดกันผู้พวยพ
- ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดลง
- การชะลอตัวของตลาดแรงงาน

Tailwinds

- ยุติการตั้งสภาพคล่อง
- มาตรการลดภาษีผ่าน OBBBA
- สภาพการเงินที่ผ่อนคลาย



Europe



Key theme

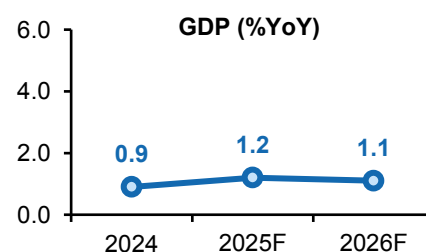
- ทิศทางเศรษฐกิจฟื้นตัวได้ชัดเจนมากขึ้น

Headwinds

- ความไม่แน่นอนเชิงนโยบาย
- กำแพงภาษี
- ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาคธุรกิจที่ทรงตัวในระดับต่ำ

Tailwinds

- เงินเฟ้อชะลอลง
- สภาพการเงินที่ผ่อนคลายลง
- นโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายขึ้น



Japan



Key theme

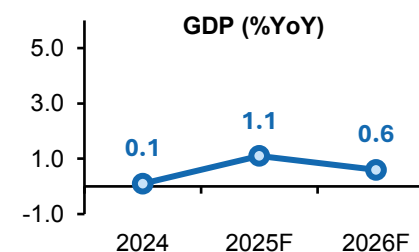
- การเพิ่มขึ้นของอัตราค่าจ้างมีความไม่แน่นอน

Headwinds

- ค่าครองชีพที่สูงยังเป็นปัจจัยกดดันรายได้ที่แท้จริงและการใช้จ่ายของภาคครัวเรือน
- ผลกระทบจากกำแพงภาษีของสหรัฐฯ

Tailwinds

- นโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น
- การเพิ่มขึ้นของอัตราค่าจ้าง



China



Key theme

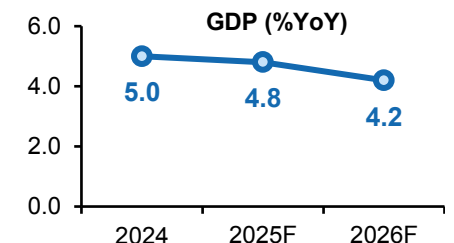
- แผนพัฒนาเศรษฐกิจระยะ 5 ปี

Headwinds

- ความเปราะบางของอุปสงค์ในประเทศ ทั้งการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน
- ความเชื่อมั่นภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนที่ต่ำ

Tailwinds

- สงครามการค้ามีความผ่อนคลายมากขึ้น
- ภาครัฐ เตรียมแผนออกมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติม



Note: GDP estimates from IMF's WEO October 2025 update.
Source: IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สภาพคล่องในตลาดกู้ยืมเงินระยะสั้นของสหรัฐฯ เริ่มมีความตึงตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา



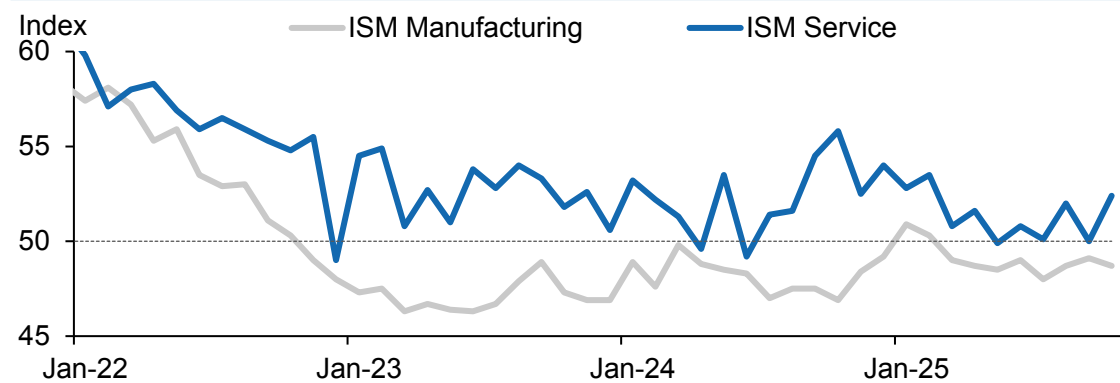
- ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติอย่างไม่เป็นเอกฉันท์ (10-2) ให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps สู่ระดับ 3.75-4.00% ในการประชุมวันที่ 28-29 ต.ค. โดยนาย Stephen Miran เสนอให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง -50bps ส่วนนาย Jeffrey Schmid เสนอให้คงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ระดับเดิม นอกจากนี้ การสื่อสารของนาย Jerome Powell ประธาน Fed โน้มไปทางเข้มงวดกว่าที่คาดการณ์ไว้ โดยเน้นย้ำว่าการปรับอัตราดอกเบี้ยลงในการประชุมรอบเดือน ธ.ค. ยังไม่ใช่สิ่งที่แน่ชัดและยังห่างไกลกว่าจะได้ข้อสรุป ด้านงบดุล (Balance Sheet) กรรมการมีมติให้หยุดการลดขนาดงบดุลเริ่มต้นวันที่ 1 ธ.ค. 2025 โดยเรามองว่าการตัดสินใจยุติการลดขนาดงบดุลเป็นผลจากสภาพคล่องในตลาดกู้ยืมเงินระยะสั้นของสหรัฐฯ ที่เริ่มมีความตึงตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา
- อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ข้ามคืนของสหรัฐฯ ทั้งแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (SOFR) และไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Fed Funds Rate) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ สะท้อนว่าสภาพคล่องในระบบเริ่มมีน้อยลงเมื่อเทียบกับปริมาณความต้องการกู้ยืม โดยตั้งแต่ Fed เริ่มลดขนาดงบดุล (QT) ในปี 2022 สภาพคล่องส่วนใหญ่ถูกดึงออกผ่านกลไก “ON RRP Facility” ซึ่งเป็นตัวแทนของสภาพคล่องส่วนเกินในระบบ อย่างไรก็ตาม หลังจากสภาอนุมติการขยายเพดานหนี้สาธารณะขึ้นในช่วงกลางปี 2025 กระทรวงการคลังสหรัฐฯ ได้เร่งออกพันธบัตรเพื่อเติมเงินกลับเข้าสู่บัญชีเงินฝากของรัฐ (Treasury General Account) แต่เมื่อรัฐบาลเข้าสู่ภาวะการปิดทำการ (Government Shutdown) เงินบางส่วนไม่สามารถเบิกจ่ายกลับเข้าสู่ระบบได้ ส่งผลให้สภาพคล่องส่วนเกินของตลาด (RRP) หดลง และกระทบกับเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ ซึ่ง Fed เคยระบุว่าควรอยู่ที่ระดับประมาณ 10-11% ของ GDP หรือประมาณ 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม เงินสำรองของธนาคารกลับปรับตัวลดลงเหลือเพียง 2.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่ผ่านมา และจากงานศึกษาของเรา เมื่อเงินสำรองของธนาคารลดลงต่ำกว่า 10% ของ GDP อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสถานการณ์ในปัจจุบัน ทั้งนี้ หากมองไปข้างหน้า เราประเมินว่า Fed จำเป็นต้องกลับมาใช้มาตรการขยายงบดุลเพื่อรักษาระดับเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ไม่ให้ต่ำเกินไป โดยการขยายงบดุลในระยะข้างหน้าจะมีความแตกต่างจากอดีตสองประการ 1) ปริมาณสภาพคล่องที่จะอัดฉีดเข้าสู่ระบบนั้นไม่ใหญ่เท่าอดีต โดยประเมินว่าจะอยู่ที่ปีละประมาณ 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อให้งบดุลเติบโตใกล้เคียงกับอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ และ 2) Fed มีแนวโน้มเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นเป็นหลัก

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

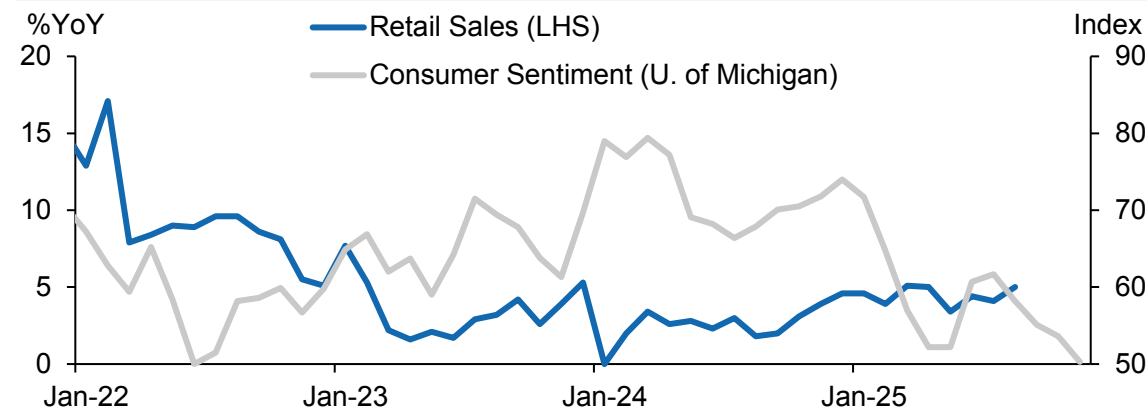
กิจกรรมภาคบริการฟื้นตัวขึ้นในเดือน ต.ค. สวนทางกิจกรรมในภาคการผลิตที่ยัง ซึ่มลงต่อเนื่อง



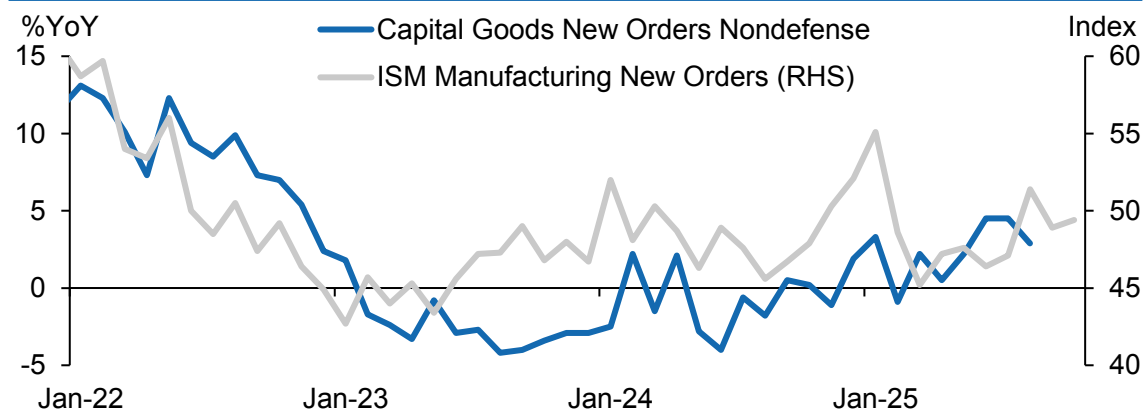
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



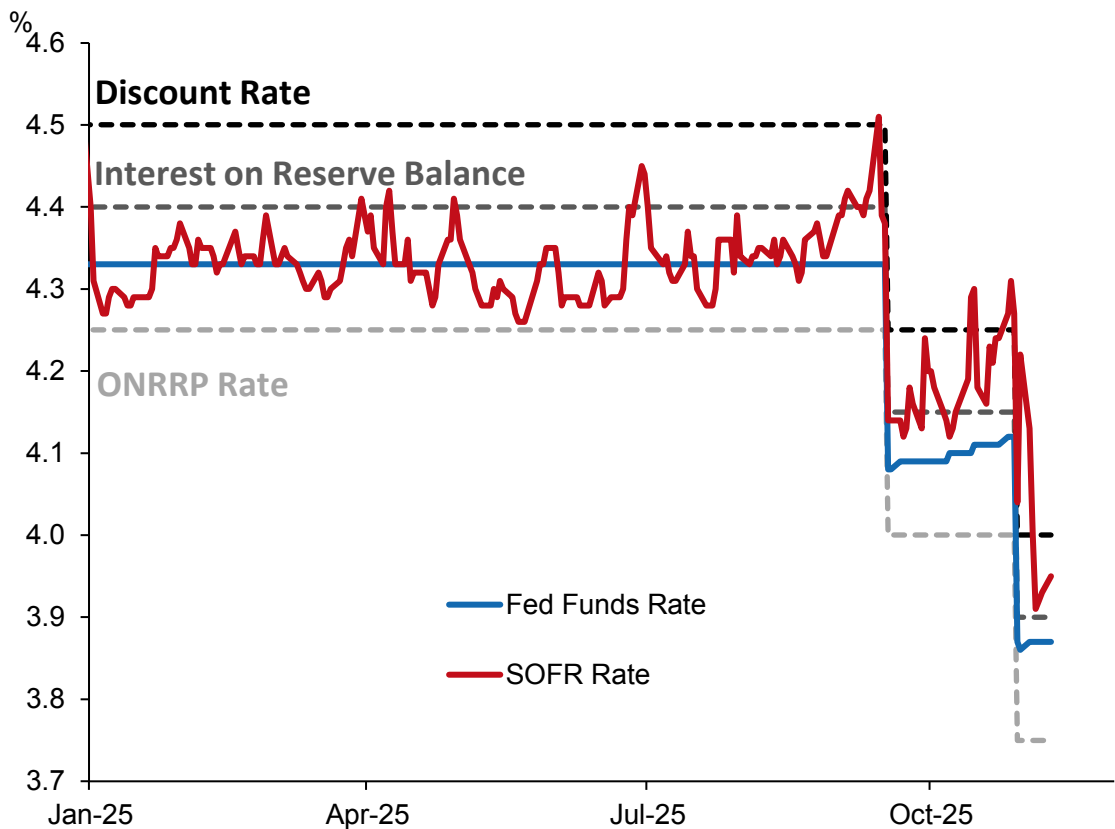
เครื่องชี้การลงทุน



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

อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ข้ามคืนของสหรัฐฯ ทั้งแบบมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (SOFR) และไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน (Fed Funds Rate) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ สะท้อนว่าสภาพคล่องในระบบเริ่มมีความตึงตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ เทียบกับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นของตลาดการเงิน



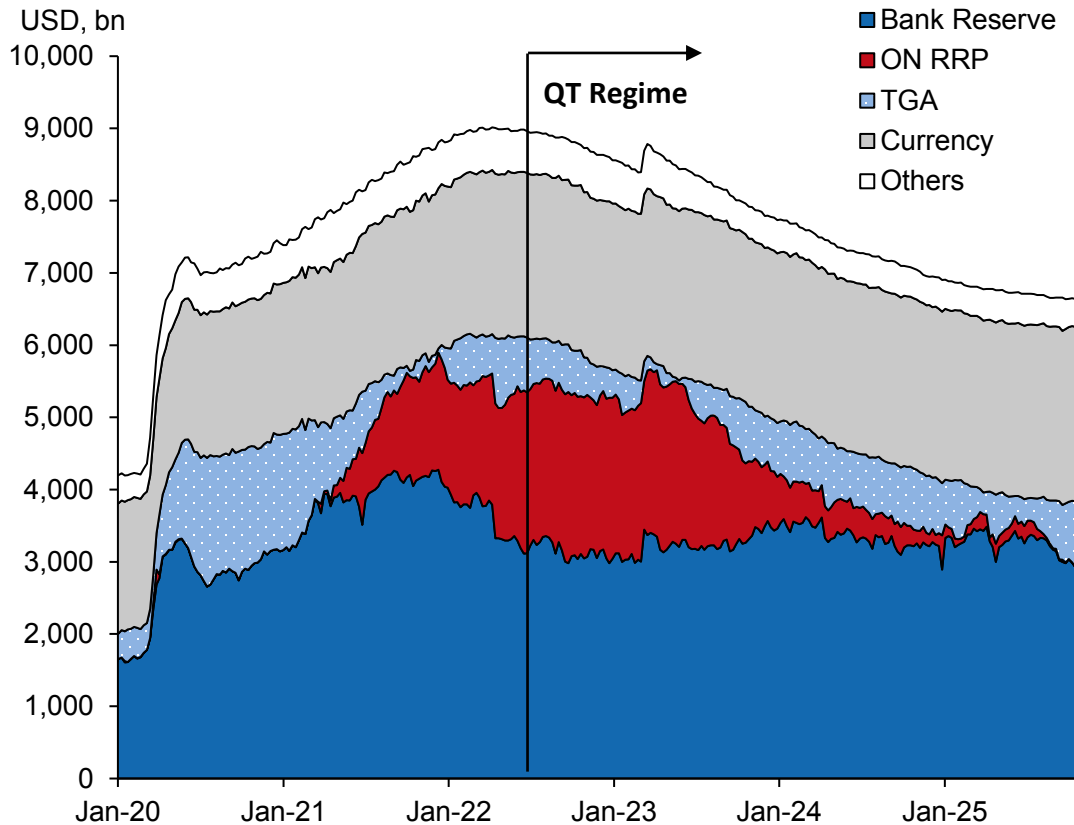
ทำความเข้าใจว่าอัตราดอกเบี้ยต่าง ๆ คืออะไรและใครเป็นผู้ใช้

Fed Key Policy Tools	What is it?	Eligible Party?
Interest on Reserve Balance (IORB)	It is the rate that the Fed pays on the reserves that banks hold overnight in their Fed accounts	Depository Institutions
Overnight Reverse Repo Facility Rate (ON RRP)	Allows eligible counterparties to lend to the Fed overnight against Treasury collateral	Depository Institutions, Primary Dealers, Money Market Funds, Government Enterprises
Discount Rate	The discount rate is the interest rate charged by the Fed for loans it makes through the Fed’s discount window	Depository Institutions
Market Rates	What is it?	Who uses it?
Fed Funds Rate	The federal funds rate is the interest rate charged by banks to borrow from each other overnight	Depository Institutions, Government Enterprises, Others
Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	SOFR is a broad measure of the cost of borrowing cash overnight collateralized by Treasury securities	Wide Range of Financial Market Participant

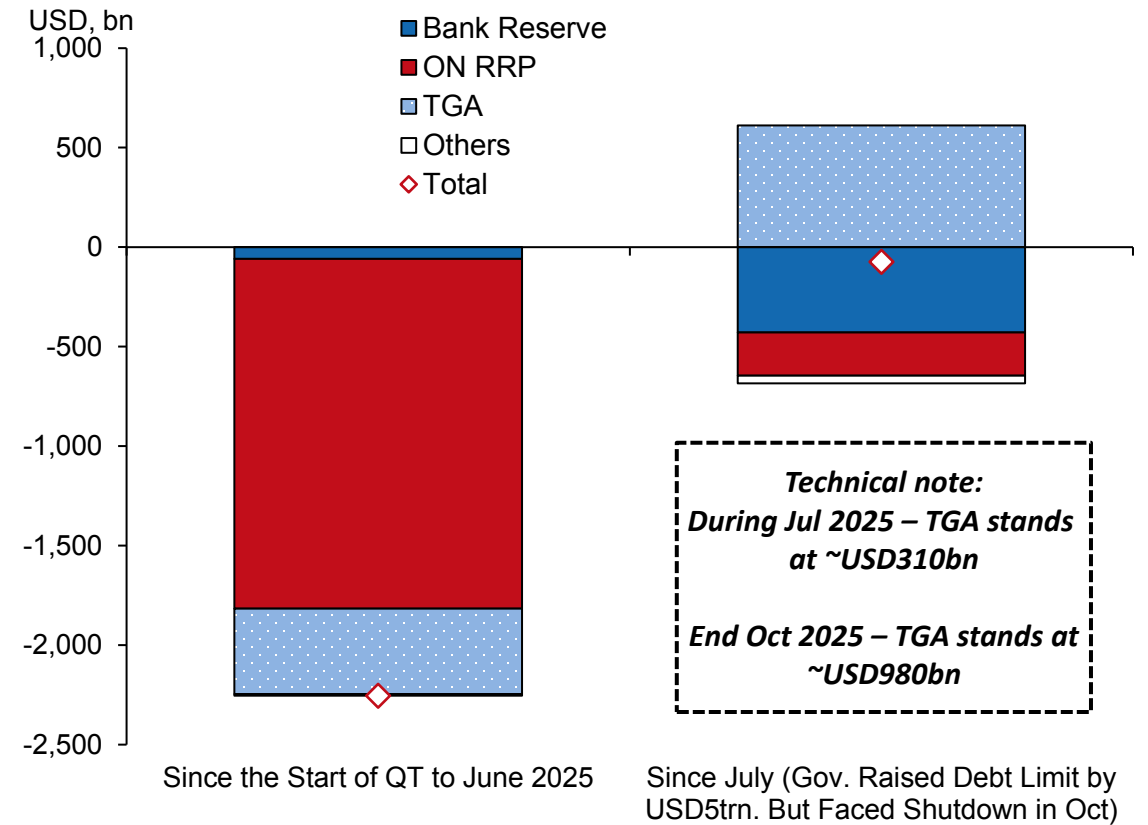
Source: Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หลังสภามติการขยายเพดานหนี้สาธารณะในช่วงกลางปี ประกอบกับรัฐบาลเข้าสู่ภาวะปิดทำการ บัญชีเงินฝากของรัฐบาล (TGA) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และการที่เงินดังกล่าวไม่ได้กลับเข้าไปหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ ส่งผลให้เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ที่ฝากไว้กับ Fed ปรับตัวลดลง

งบดุลของ Fed ในส่วนของหนี้สิน



องค์ประกอบที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของงบดุล Fed ในฝั่งหนี้สิน

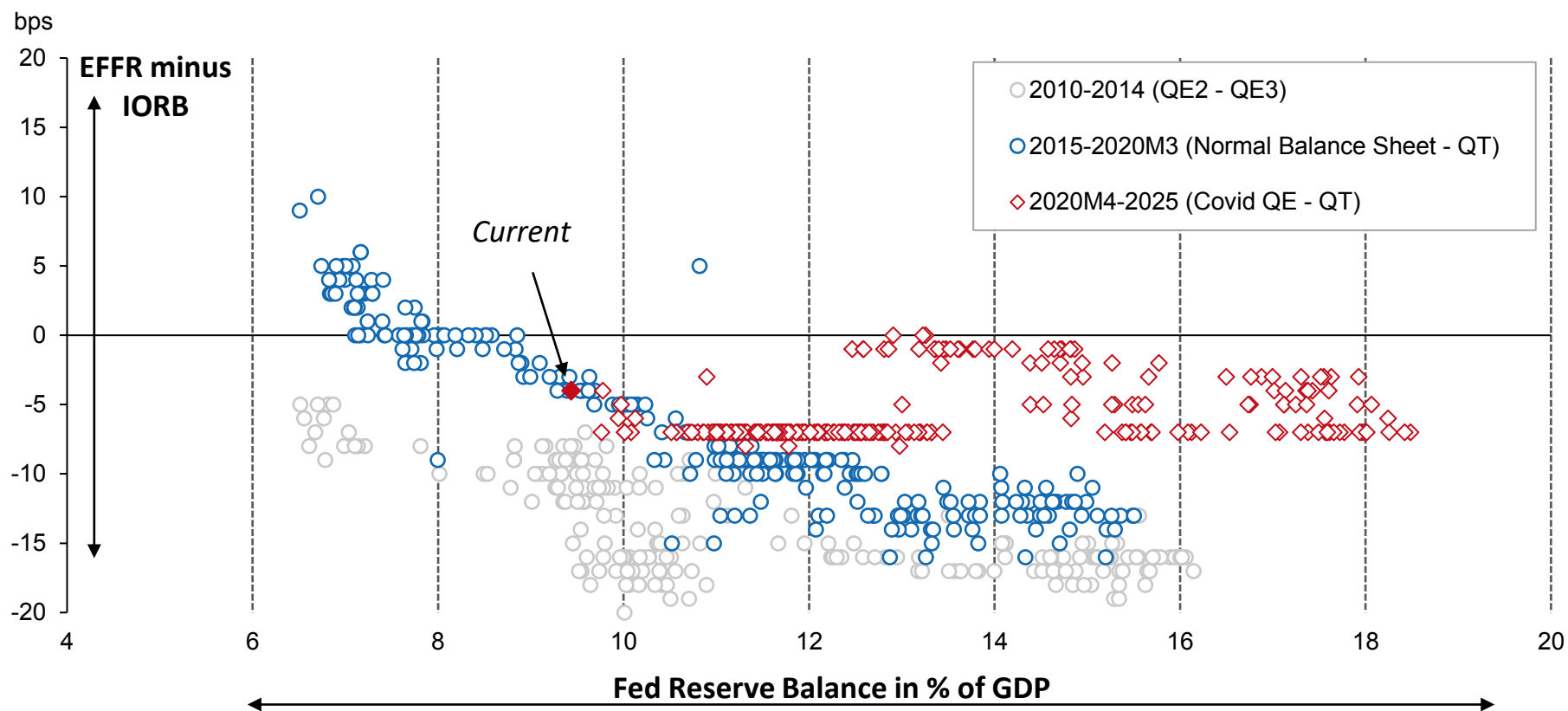


Source: Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เมื่อเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ลดลงต่ำกว่า 10% ของ GDP อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดมักจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับสถานการณ์ในปัจจุบัน



ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ (Effective Fed Funds Rate) กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของ Fed (Interest on Reserve Balance) เทียบกับเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์เมื่อคิดเป็นสัดส่วนของ GDP

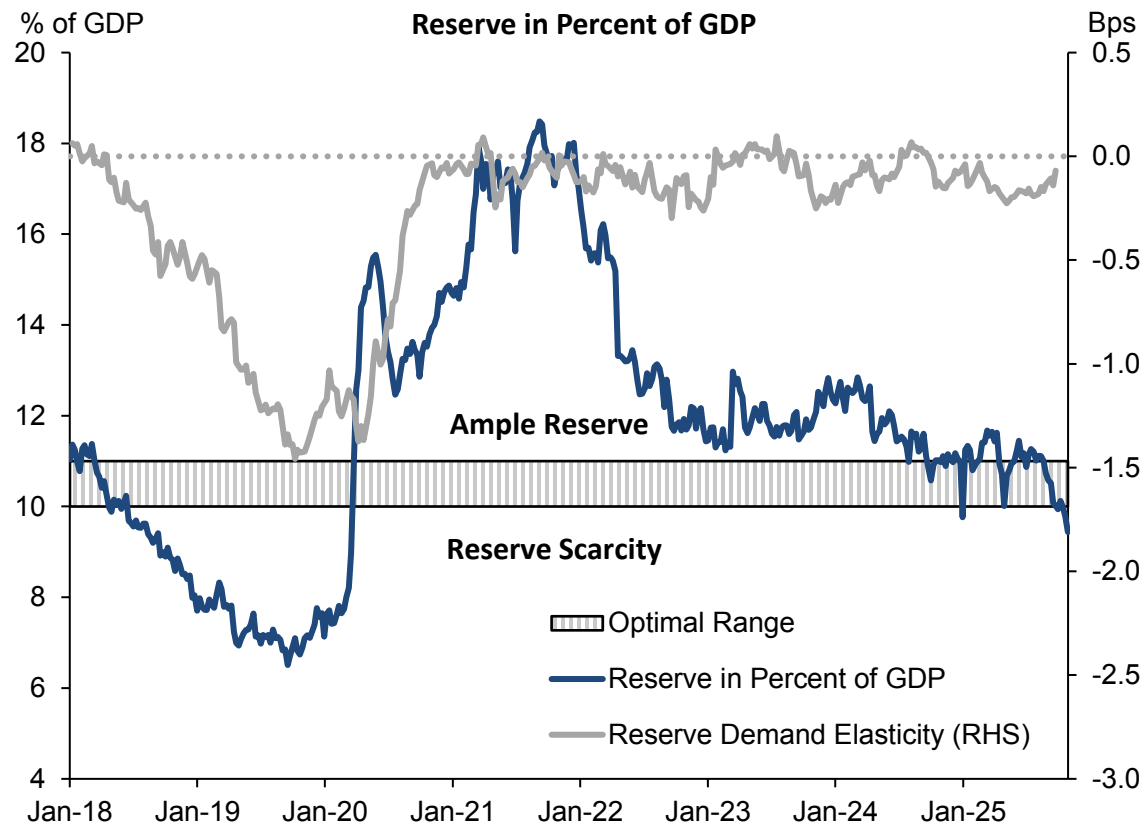


Source Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

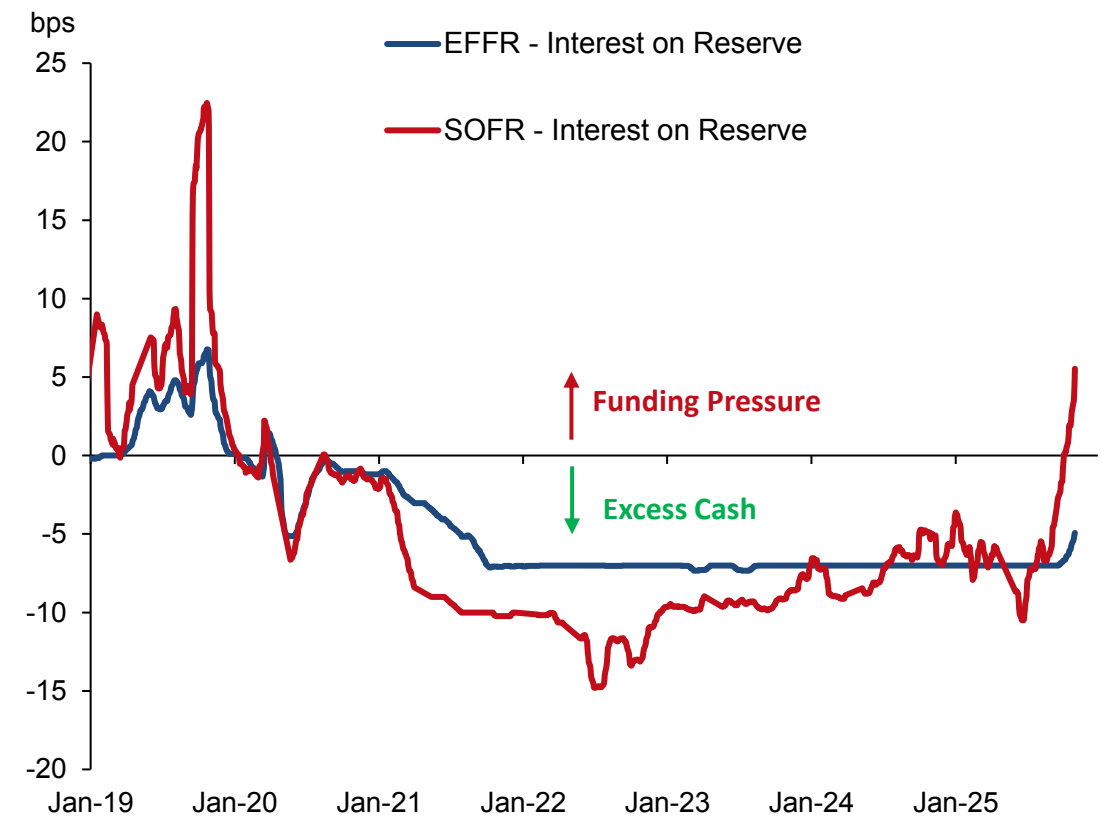
อย่างไรก็ตาม ปัญหาด้านสภาพคล่องที่ตึงตัวนั้นยังไม่รุนแรงเท่ากับในปี 2019



เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์เทียบกับค่าความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย
เงินกู้ในตลาด



ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ข้ามคืนของสหรัฐฯ เทียบกับอัตรา
ดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐฯ



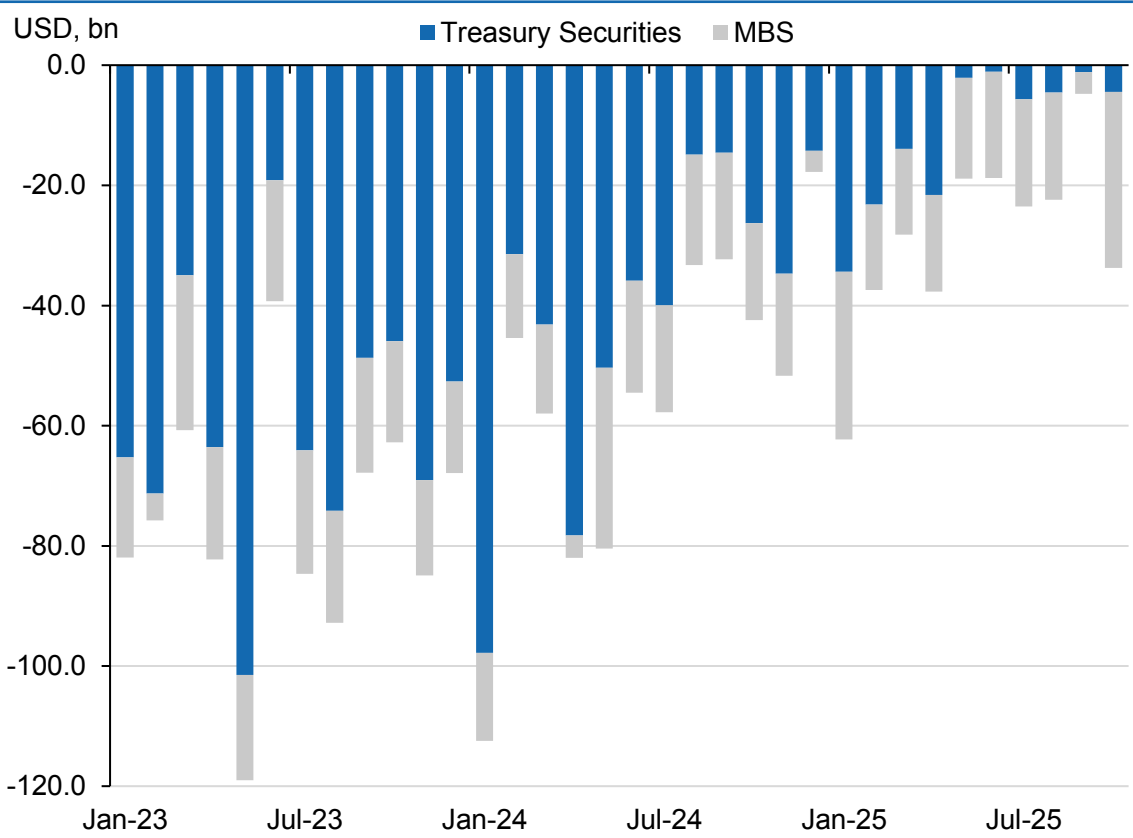
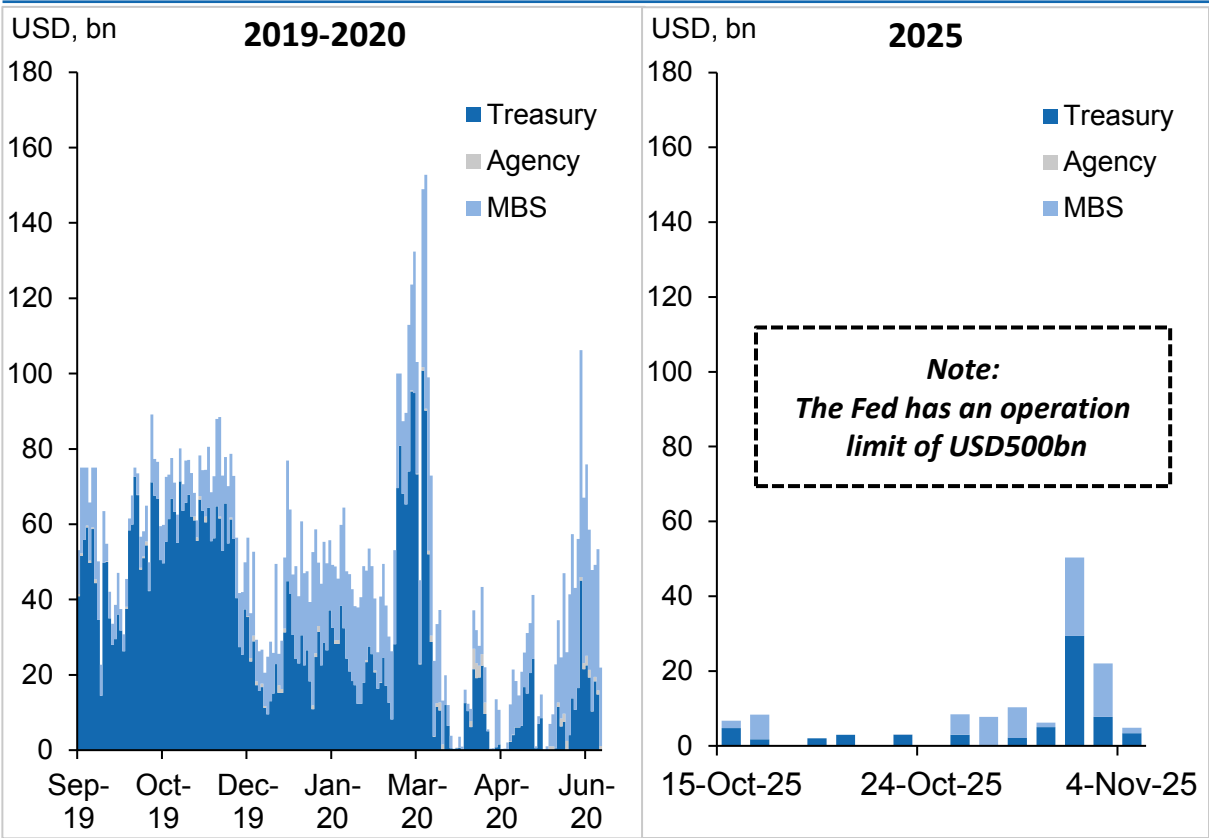
Source: Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หลังจากสภาพคล่องในระบบเริ่มตึงตัวขึ้น สถาบันการเงินบางส่วนเริ่มหันไปกู้ยืมเงินกับ Fed โดยตรงผ่าน Standing Repo Facility อย่างไรก็ตาม ยอดการกู้ยืมยังคงค่อนข้างจำกัด



ข้อตกลงซื้อคืนของ Fed: สถาบันการเงิน อาทิ ธนาคาร สามารถกู้เงินจาก Fed โดยใช้หลักทรัพย์ค้ำประกัน

การเปลี่ยนแปลงของงบดุลในส่วนของพันธบัตรรัฐบาลและตราสารที่มีบ้านเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน

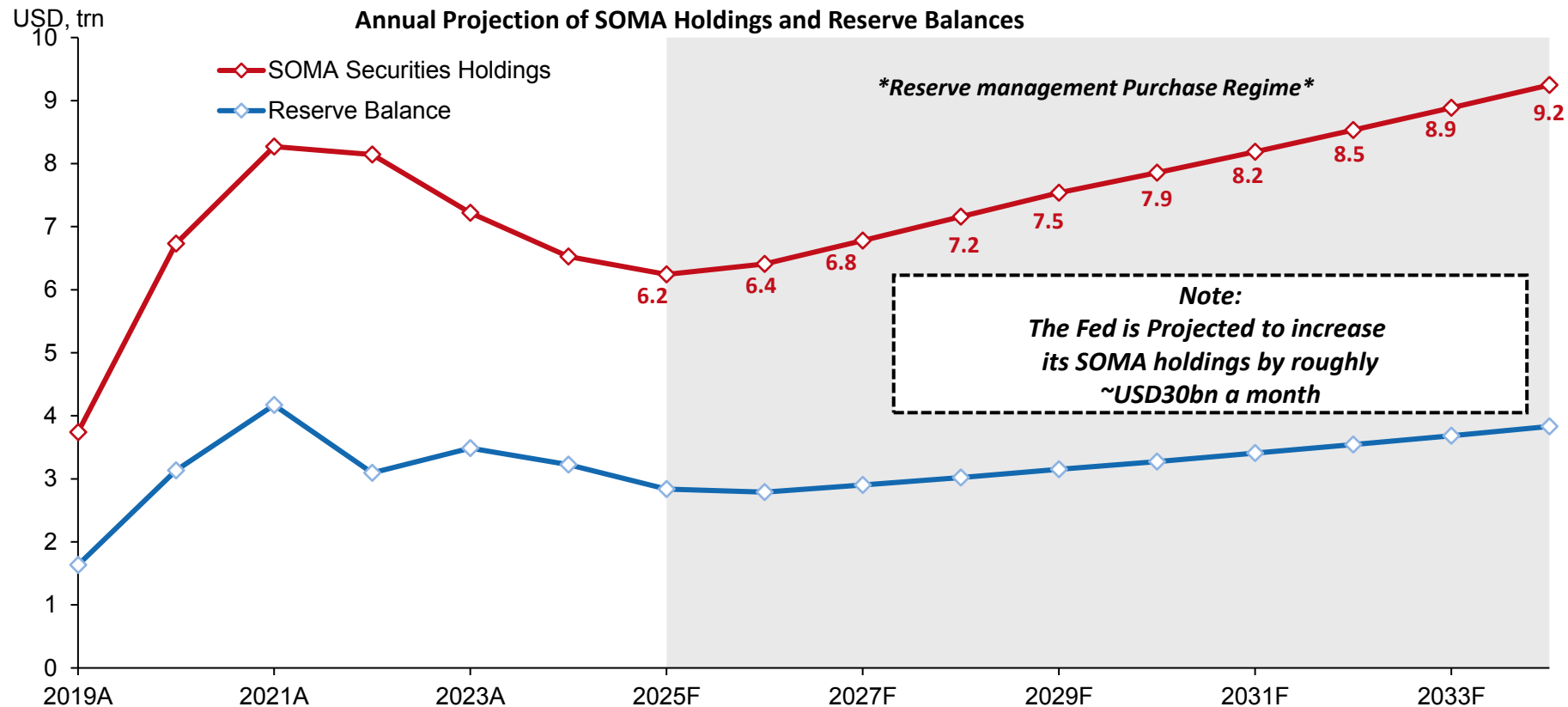


Source: Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า Fed จำเป็นต้องกลับมาใช้มาตรการขยายงบดุลเพื่อรักษาระดับเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ไม่ให้ต่ำเกินไป อย่างไรก็ตาม สินทรัพย์ที่ Fed จะเข้าซื้อควรเป็นพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นเป็นหลัก



คาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของ SOMA Portfolio โดย Fed สาขา New York



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

แนวทางการชกถามและความคิดเห็นจากผู้พิพากษาใหม่ไปทางเข้มงวดต่ออำนาจของประธานาธิบดีภายใต้กฎหมาย IEEPA



แนวคำถามและความคิดเห็นบางส่วนระหว่างการไต่สวนของศาลสูงสุดในคดี
ภาษีของปธน. ทรัมป์



Chief Justice Roberts: “**Imposition of taxes...has always been the core power of Congress.**” “When you say, well, this is a tax, Congress’s power, it implicates very directly the President’s foreign affairs power.”



Justice Jackson: I understand it, that the **IEEPA was designed and intended to limit presidential authority**, that Congress was concerned about how presidents had been using authority under prior law.



Justice Kagan: Natural understanding of regulate, even though, in fact, we can regulate through taxes, but **when the code uses regulate, we don’t typically understand it to refer to duties or taxes or tariffs**



Justice Sotomayor: **It’s a congressional power, not presidential power, to tax.** And you want to say tariffs are not taxes, but that’s exactly what they are. They’s generating money from Americans citizens, revenue.



Justice Gorsuch: Raised many questions related to delegation of congress power. **What...prohibit Congress from just abdicating all responsibility** to regulate all foreign commerce...declare war to the President.

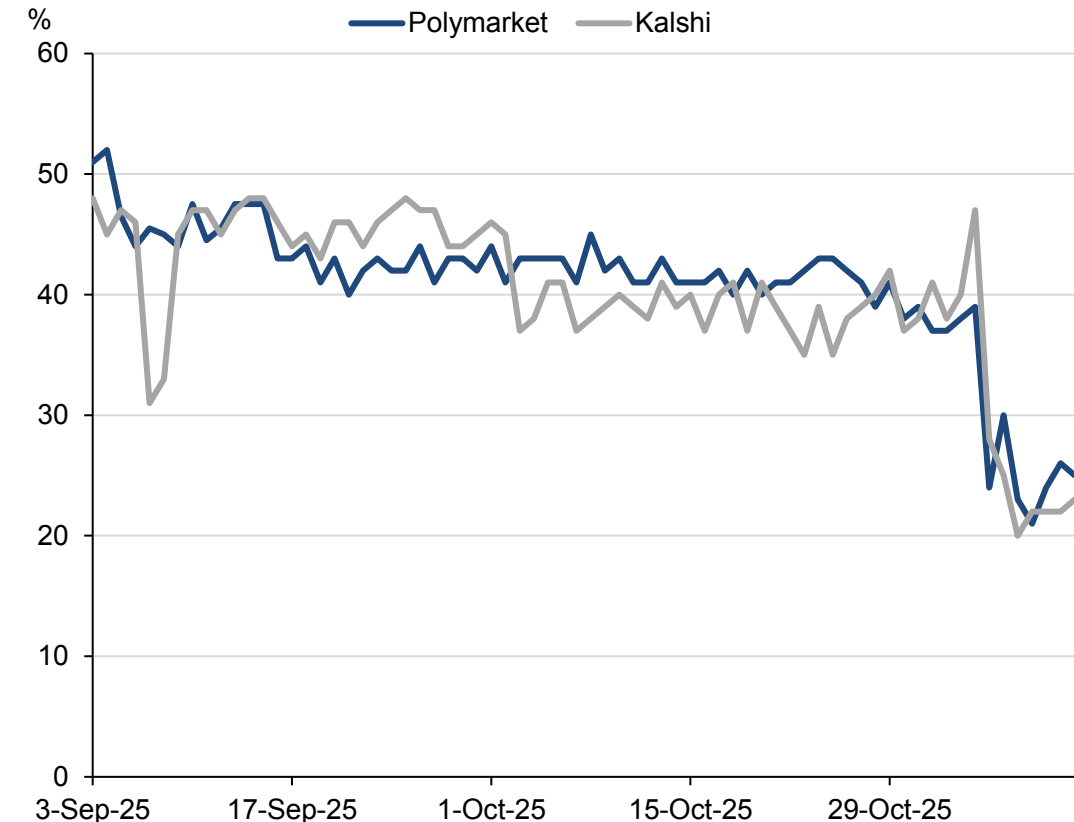


Justice Barrett: **Would you...describe the verbs in IEEPA as capacious?** I agree with you that “regulate” is a broader term. **But I wouldn’t describe them as “capacious”** in the sense that they have wide range of meanings.



Justice Kavanaugh: “**What’s the significance of the Nixon example and precedent here?** Because I think **figuring that out is real important to deciding this case correctly**”

ตลาดพันธ: โอกาสที่ปธน. ทรัมป์จะชนะคดี



Source: US Supreme Court, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

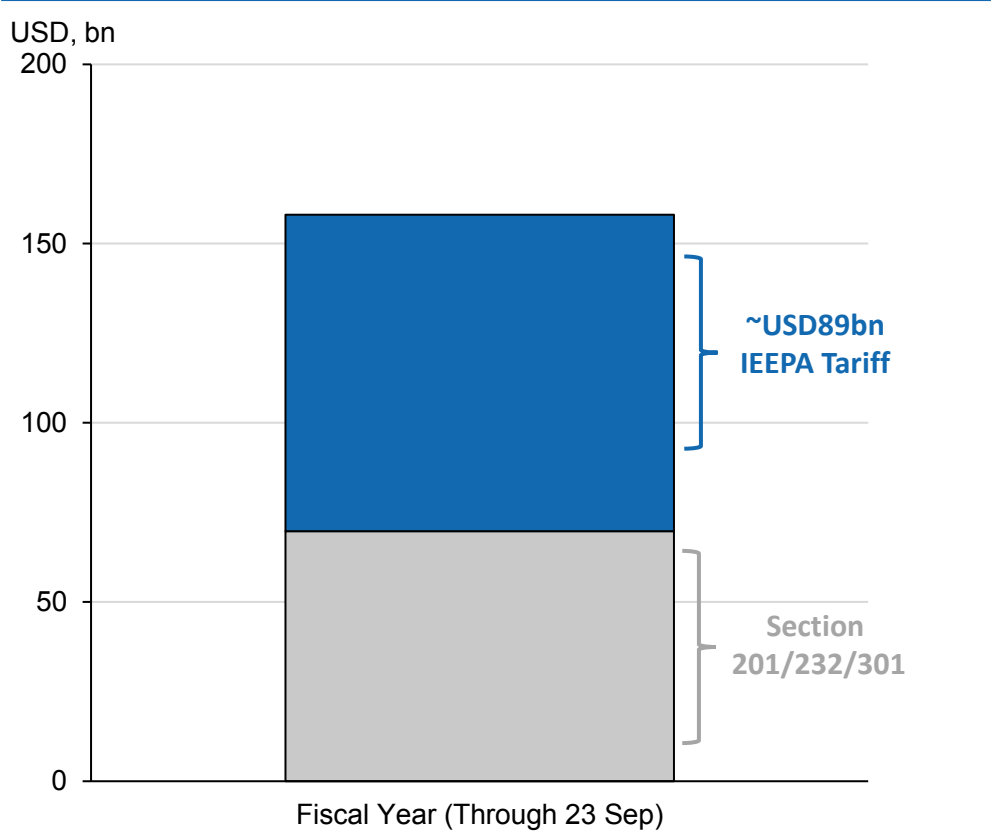
ปรน. ทรัมป์อาจหันไปใช้กฎหมายมาตราอื่นในการกำหนดอัตราภาษี หาก IEEPA ถูกตัดสินว่าไม่ชอบด้วยกฎหมาย



ข้อกฎหมายต่าง ๆ ที่รัฐบาลทรัมป์สามารถใช้เพื่อขึ้นภาษีศุลกากร

Authority	Rational to Use	Investigation Prior to Imposition?	Limit on Tariff Rate	Duration
Section 122	Address large and serious BoP deficits	No	15%	150 days, and can be extended per Congress approval
Section 201	Injury to domestic industry	Yes, by International Trade Commission	50% increase, but phasedown after one year	4 years, and can be extended to a maximum of 8 years
Section 232	Protect national security	Yes, by Department of Commerce	No limit	No limit
Section 301	Address unfair trade practices	Yes, by US Trade Representative	No limit	4 years, and can be extended with no time limitation
Section 338	Address discrimination against US commerce	No	50%	No limit

รายรับของรัฐบาลที่มาจากภาษีศุลกากรในปีงบประมาณ 2025



Source: US Supreme Court, Bloomberg, US Customs and Border Protection, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

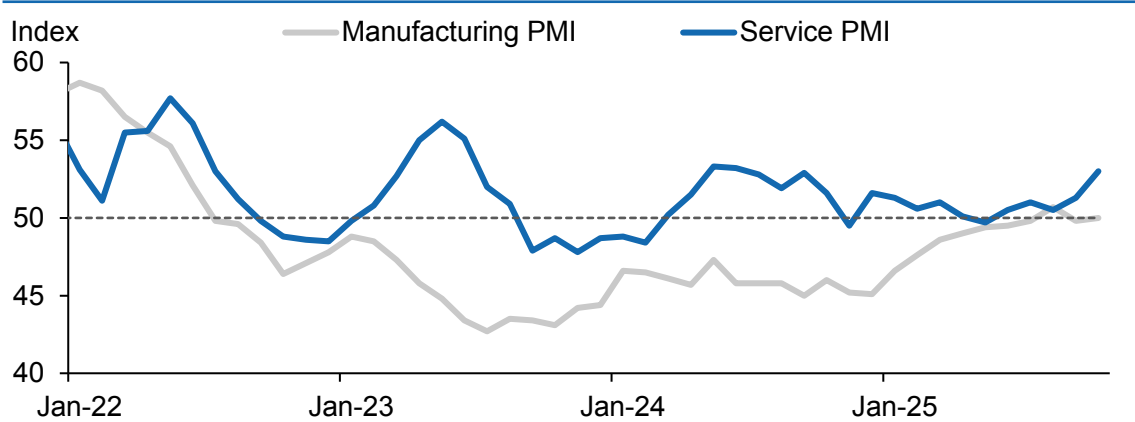


- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนส่งสัญญาณฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่เข้าปี 2025 โดย GDP เบื้องต้นไตรมาสที่ 3/2025 เติบโตขึ้น 0.2% QoQ, sa สูงกว่าไตรมาสก่อนและตลาดคาดเล็กน้อยที่ 0.1% โดยหากเทียบกับเมื่อช่วงเดียวกันปีก่อน GDP จะชะลอตัวลงเป็น 1.3% YoY จาก 1.5% ไตรมาสก่อน แต่สูงกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 1.2% และเมื่อพิจารณาเป็นรายประเทศ จะพบว่าเศรษฐกิจฝรั่งเศส (0.5% QoQ vs. 0.3% ไตรมาสก่อน) และสเปน (0.6% vs. 0.8% ไตรมาสก่อน) เติบโตขึ้นสูงและเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนราว +0.2ppt ในไตรมาสนี้ ขณะเดียวกัน เศรษฐกิจเยอรมนี (0.0% vs. -0.2% ไตรมาสก่อน) และอิตาลี (0.0% vs. -0.1% ไตรมาสก่อน) แม้จะทรงตัวได้จากไตรมาสก่อน แต่โมเมนตัมยังอ่อนแอ และสะท้อนความเปราะบางของการฟื้นตัวที่มีการกระจุกตัวภายในไม่กี่ประเทศ
- นอกจากนี้ หากพิจารณาดัชนีภาวะเศรษฐกิจ จะพบว่าปัจจัยสนับสนุนเศรษฐกิจเริ่มเปลี่ยนทิศ จากช่วงครึ่งแรกของปีที่ได้แรงหนุนจากการเร่งส่งออกไปยังสหรัฐฯ เพื่อหลีกเลี่ยงอัตราภาษีศุลกากร ทว่าตัวเลขการส่งออกไปสหรัฐฯ ในเดือน ก.ค. และ ส.ค. พลิกหดตัวไปกว่า 5% YoY และ 22% YoY ตามลำดับ ส่งผลให้การเกินดุลการค้าในช่วงดังกล่าวเริ่มลดน้อยลงและเป็นปัจจัยจุดรั้งการเติบโตของเศรษฐกิจ และหากมองไปในระยะข้างหน้า ภาคการส่งออกยังมีแนวโน้มถูกกดดันหลังผู้ประกอบการในยูโรโซนระบุดำเนินการสั่งซื้อสินค้าใหม่ภายนอกประเทศ (New Export Orders) ยังคงปรับตัวลดลงต่อเนื่อง อย่างไรก็ดี อุปสงค์ภายในประเทศเริ่มเข้ามามีบทบาทสำคัญต่อการฟื้นตัวมากขึ้น จากปัญหาเรื่องค่าครองชีพที่เร่งตัวสูงในช่วงก่อนหน้านี้เริ่มทรงตัว ธนาคารกลางยุโรปลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง เป็นแรงส่งต่อการฟื้นตัวของยอดการปล่อยสินเชื่อ (Loan Growth) ประกอบกับตลาดแรงงานที่ยังแข็งแกร่ง และแม้ว่าการจ้างงานใหม่จะชะลอลงมาบ้าง แต่อัตราการว่างงานยังทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่อง ค่าจ้างแรงงานที่ยังขยายตัวสูงกว่าอดีตส่งผลให้รายได้ครัวเรือนทยอยฟื้นตัวขึ้นมาอย่างค่อยเป็นค่อยไป พร้อมกับการใช้จ่ายของผู้บริโภค นอกจากนี้ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการในเดือน ต.ค. เติบโตขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบปี โดยสรุป เศรษฐกิจยูโรโซนในไตรมาสที่สามเร่งตัวขึ้นสูงกว่าตลาดคาด ขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศเริ่มฟื้นตัวขึ้น แต่ภาคการส่งออกเริ่มเผชิญกับผลของสงครามการค้าของสหรัฐฯ บ้างแล้ว

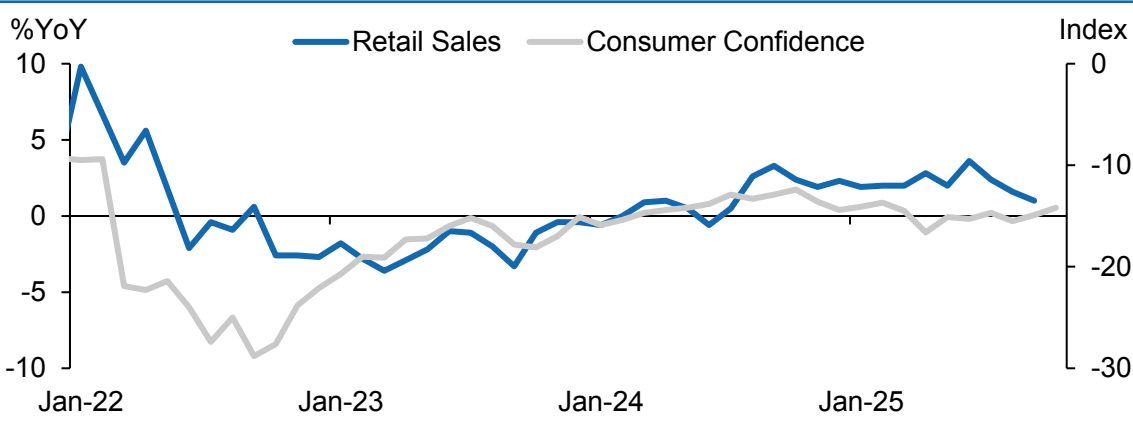
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) เดือน ต.ค. เติบโตขึ้นสูงสุดในรอบปี



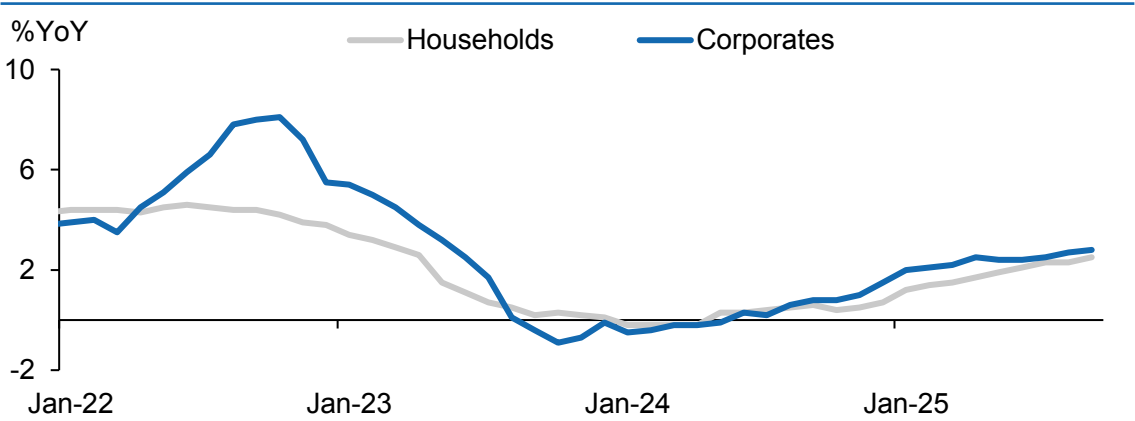
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



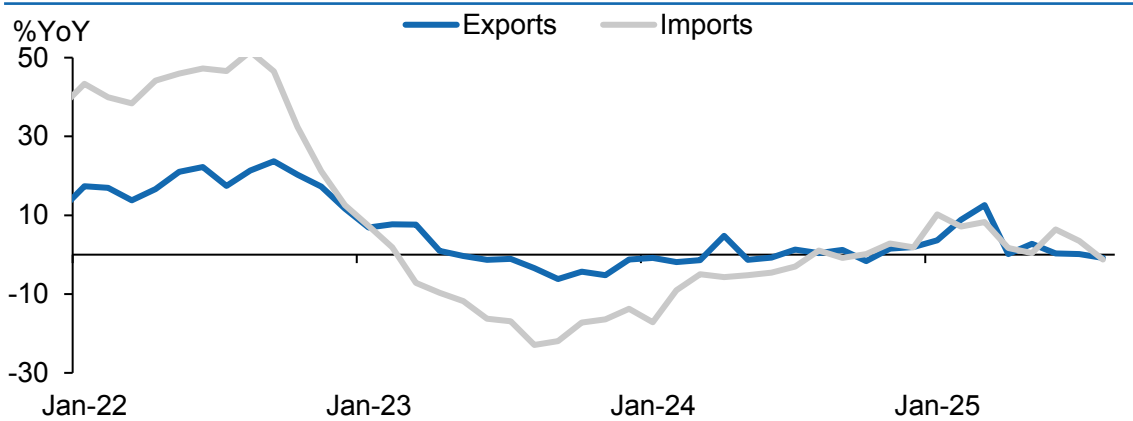
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



เครื่องชี้ด้านการค้า



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

คณะกรรมการนโยบายการเงินระบุว่ามาตรวัดเงินเฟ้อยังสอดคล้องกับเป้าหมายของ ECB ที่ 2% ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจมีพัฒนาการเชิงบวกต่อเนื่อง ส่วนความเสี่ยงด้านต่ำต่อประมาณการเศรษฐกิจปรับลดลง โดยเรายังคงมุมมองเดิมว่า ECB ได้จับวัฏจักรการลดดอกเบี้ยแล้ว

ถ้อยแถลงของนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ในด้านเศรษฐกิจ เงินเฟ้อ ความเสี่ยง และจุดยืนทางนโยบายการเงิน

Statement	24 July 2025	11 September 2025	30 October 2025 (Latest)
Economy	- The economy has so far <u>proven resilient</u> - Stronger growth due to firms frontloaded exports but was also bolstered by private consumption and investment	- The domestic economy is <u>showing resilience</u> - Recent trade agreements have reduced uncertainty somewhat	The robust labor market, solid private sector balance sheets and past interest rate cuts remain important sources of <u>resilience</u>
Price	- Indicators of underlying inflation are overall <u>consistent with medium-term target</u> - Labor costs have continued to moderate	- The disinflationary process is over - Medium-term outlook: <u>on target</u>	Indicators of underlying inflation remain <u>consistent with medium-term target</u>
Risks	- Risks to economic growth remain <u>tilted to the downside</u> - The outlook for inflation is more uncertain than usual	- Risks to economic growth have <u>become more balanced</u> - The outlook for inflation remains more uncertain than usual	<u>We acknowledged that some of the downside risks to growth have abated</u> - The outlook for inflation continues to be more uncertain than usual
Policy Stance	We are <u>in a good place</u> because our projections point to inflation stabilizing at target in the medium term	We continue to be <u>in a good place</u>, but we are not on a predetermined path, and we will take stock, meeting-by-meeting, to look at all the data	From a monetary policy point of view, we are <u>in a good place</u>

Source ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อุปสงค์ภายในประเทศของยูโรโซนส่งสัญญาณฟื้นตัวต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ภาคการส่งออกเริ่มเผชิญแรงกดดันจากภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ



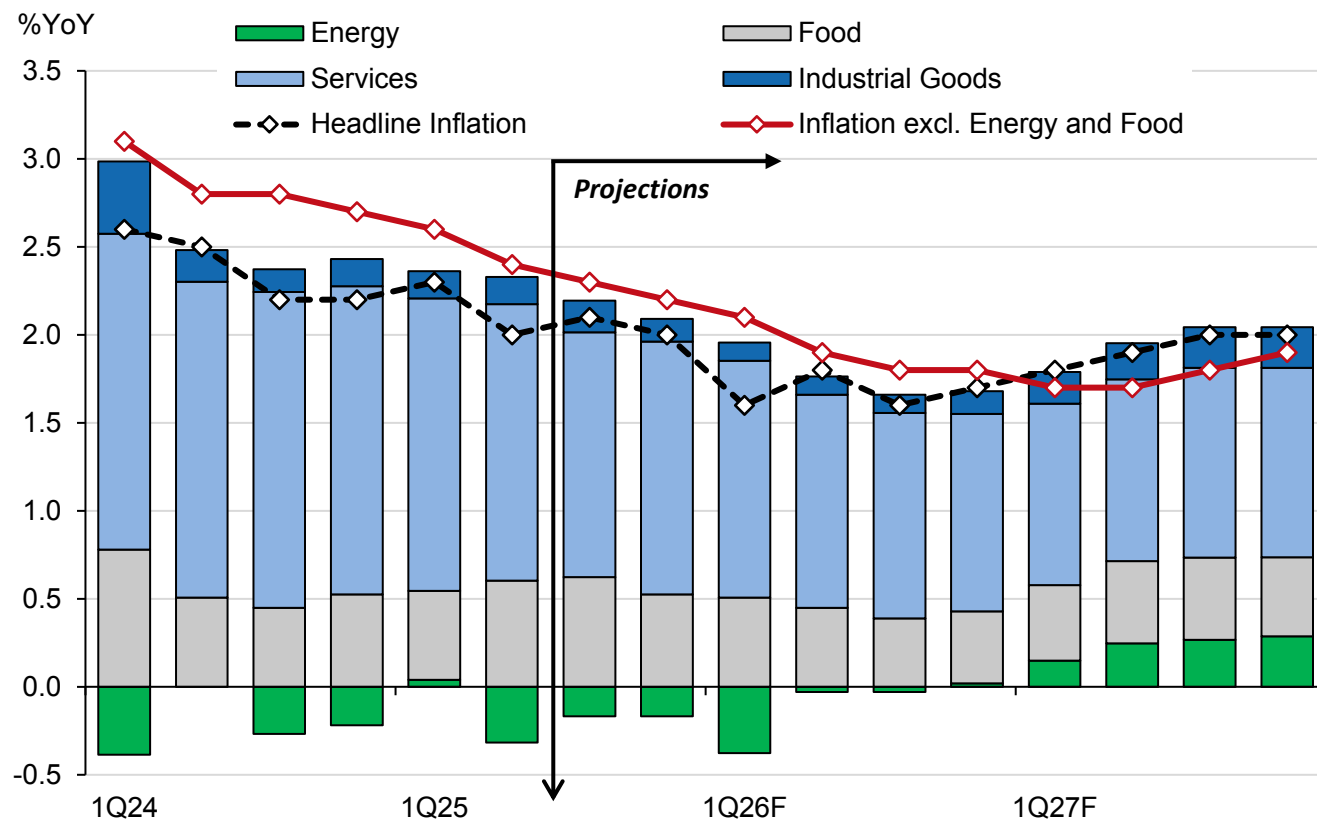
Key Economic Indicators Heat Map		2023	2024	2025									
				J	F	M	A	M	J	J	A	S	O
Consumption	Retail Sales (%YoY)			1.9	2.0	2.0	2.8	2.0	3.6	2.4	1.6	1.0	-
	New Car Registration (%YoY)			-2.9	-3.3	-0.3	2.0	2.6	-6.7	6.6	4.5	9.0	-
	Loan to Household (%YoY)			1.3	1.5	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4	2.5	2.6	-
	Consumer Confidence (Index)			-14.1	-13.7	-14.5	-16.6	-15.1	-15.3	-14.7	-15.5	-14.9	-14.2
	Unemployment Rate (%)			6.3	6.3	6.4	6.3	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	-
Investment	Loan to Non-financial Corporates (%YoY)			2.0	2.1	2.4	2.6	2.5	2.7	2.8	3.0	2.9	-
	Eurozone Economic Sentiment (Index)			95.2	96.2	95.2	93.9	95.0	94.2	95.8	95.4	95.6	96.8
	Germany Capital Goods Orders (%YoY)			-0.9	0.7	4.9	11.2	15.2	1.2	-3.9	3.9	-8.8	-
	Germany IFO Business Expectations (Index)			84.7	85.8	87.7	87.3	89.0	90.5	90.8	91.4	89.8	91.6
	France Business Confidence (Index)			96.0	97.4	96.7	100.0	97.2	96.5	96.0	96.0	97.0	101.0
	Italy Business Confidence (Index)			95.5	94.7	93.3	91.6	93.2	93.9	93.6	93.6	93.7	94.3
Production	Industrial Production ex. Construction (%YoY)			-0.3	0.9	3.7	0.4	3.1	0.7	2.0	1.1	-	-
	Motor Vehicle Production (%YoY)			-7.1	-7.5	-1.4	-3.6	2.2	2.6	5.5	-9.5	-	-
	Construction Output (%YoY)			0.6	-0.3	-1.2	1.7	0.7	-0.1	0.7	0.1	-	-
	Eurozone Manufacturing PMI (Index)			46.6	47.6	48.6	49.0	49.4	49.5	49.8	50.7	49.8	50.0
	Global Manufacturing PMI (Index)			50.1	50.6	50.3	49.8	49.5	50.4	49.7	50.9	50.7	50.8
	Service PMI (Index)			51.3	50.6	51.0	50.1	49.7	50.5	51.0	50.5	51.3	53.0
Trade	Exports to Non-eurozone (%YoY)			3.2	6.3	14.1	-1.1	1.2	0.6	0.5	-4.7	-	-
	Exports to Eurozone (%YoY)			1.6	0.2	3.2	-1.2	2.0	3.1	2.4	-0.5	-	-
	Exports to USA (%YoY)			19.8	24.9	64.4	4.4	6.3	-9.0	-4.5	-22.3	-	-
Inflation	Headline CPI (%YoY)			2.5	2.3	2.2	2.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2	2.1
	Core CPI (%YoY)			2.7	2.6	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4
	Import Prices (%YoY)			2.1	2.5	1.1	-1.1	-1.8	-1.9	-2.2	-2.4	-1.6	
Monetary	Deposit Facility Rate (%)			3.00	2.75	2.50	2.25	2.25	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	Financial Condition (Index)			1.8	1.6	1.4	1.0	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.2
	Money Supply, M2 (%YoY)			2.9	3.0	3.1	3.4	3.4	2.8	3.1	3.0	2.7	-

Source Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ECB ยังมีความเชื่อมั่นว่าเงินเฟ้อจะขยายตัวได้ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ 2% ใน ระยะกลาง



คาดการณ์เงินเฟ้อในปี 2026F และ 2027F



กลยุทธ์การดำเนินนโยบายการเงินในมิติของเงินเฟ้อและ
ความเสี่ยงด้านต่ำที่ควรจับตาในระยะข้างหน้า

- **On inflation**, we have indicated very clearly in our strategy that **minimal deviations** – if they remain minimal and not long-lasting – **will not necessarily justify any particular movement**

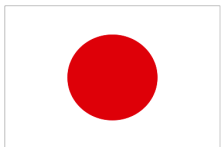
Key downside risks to monitor:

- A **stronger euro** could bring inflation down further than expected
- Inflation could turn out to be lower if higher tariffs lead to **lower demand for euro area exports**
- Countries with **overcapacity to further increase their exports to the euro area**
- An increase in **volatility and risk aversion in financial markets** could weigh on domestic demand and thereby also lower inflation.

--- Christine Lagarde ---
President of the ECB



การขึ้นดอกเบี้ยครั้งต่อไปขึ้นอยู่กับทิศทางของผลการเจรจาจ้างประจำปี 2026

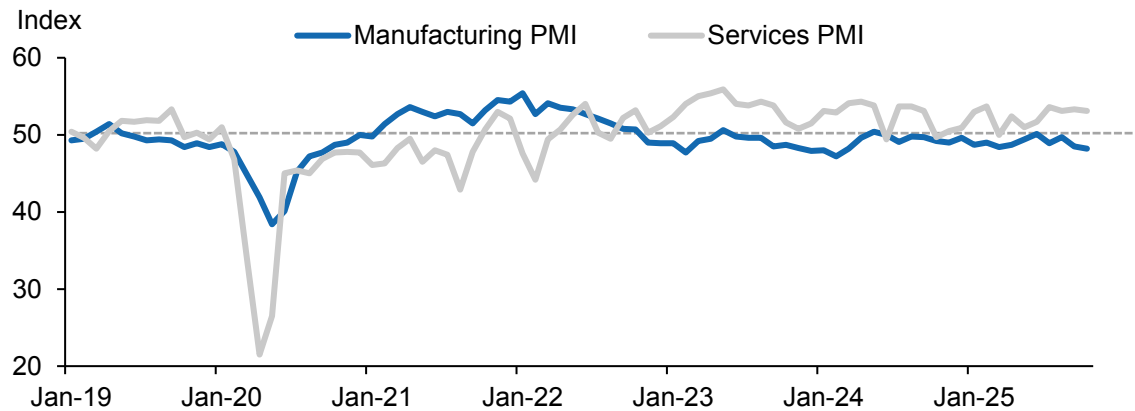


- ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% ในการประชุมเดือนตุลาคม โดยระบุว่า BoJ มีความมั่นใจมากขึ้นว่าแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อจะเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ แต่ยังคงการประเมินผลเบื้องต้นของการปรับขึ้นค่าจ้างในปีหน้าเพิ่มเติม โดยผู้ว่าการ BoJ กล่าวว่า โมเมนตัมเบื้องต้นของการเจรจาค่าจ้างชุนโตะ (Shunto) ในปีหน้า และพัฒนาการของเศรษฐกิจสหรัฐ ถือเป็นเงื่อนไขสำคัญสำหรับการปรับนโยบายครั้งถัดไป ในทำนองเดียวกัน บทสรุปความคิดเห็นจากการประชุม BoJ เน้นย้ำว่า การยืนยันถึงการเติบโตของค่าจ้างในการเจรจาชุนโตะในปีหน้าจะเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย
- ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา ทิศทางค่าจ้างของญี่ปุ่นปรับสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากสภาพแรงงานมีการเรียกร้องค่าจ้างในระดับที่สูงขึ้น ประกอบกับภาคธุรกิจตอบรับต่อข้อเรียกร้องของแรงงานได้มากขึ้น จากแรงหนุนของกำไรที่แข็งแกร่งและปัญหาการขาดแคลนแรงงาน โดยการปรับขึ้นค่าจ้างในอัตราที่สูงของบริษัทขนาดใหญ่เป็นแรงขับเคลื่อนให้บริษัทขนาดกลางและเล็กต้องปรับขึ้นค่าจ้างตามเพื่อดึงดูดแรงงาน ส่งผลให้โมเมนตัมของการขึ้นค่าจ้างในระบบเศรษฐกิจมีความทั่วถึงมากขึ้น
- สำหรับปี 2026 กลุ่มผู้ผลิตขนาดใหญ่ที่มักเป็นผู้นำในการปรับขึ้นค่าจ้างประจำปีมีแนวโน้มเผชิญกับผลกำไรที่ลดลงจากภาษีศุลกากรของสหรัฐ ซึ่งอาจเป็นความเสี่ยงต่อการปรับขึ้นค่าจ้างในปีหน้า ทั้งนี้ เราคาดว่า อัตราการขึ้นค่าจ้างในปีหน้าอาจอยู่ในระดับต่ำกว่าปีนี้เพียงเล็กน้อย และถือว่ายังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต โดยมีปัจจัยสนับสนุนจากการขาดแคลนแรงงานและผลกำไรที่แข็งแกร่งในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับต้นทุนแรงงานยังอยู่ในระดับต่ำ (คาด Headline wage hikes $\pm 5\%$ และ Base wage hikes ราว 3.2-3.5% ลดลงจาก 5.25% และ 3.7% ในปี 2025) ดังนั้น ผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี 2026 จะยังหนุนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ BoJ โดยคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในเดือน ธ.ค. หรือ ม.ค. จาก 0.5% เป็น 0.75% (ขึ้นกับความชัดเจนของข้อมูลเบื้องต้นที่จะสะท้อนทิศทางของผลการเจรจาค่าจ้าง โดยในเดือน ธ.ค. จะเริ่มมีการประกาศอัตราการขึ้นค่าจ้างเบื้องต้นของบริษัทขนาดใหญ่ แต่ข้อมูลที่ครบถ้วนและรายงานความเห็นอย่างเป็นทางการจะถูกเผยแพร่ในเดือน ม.ค.)

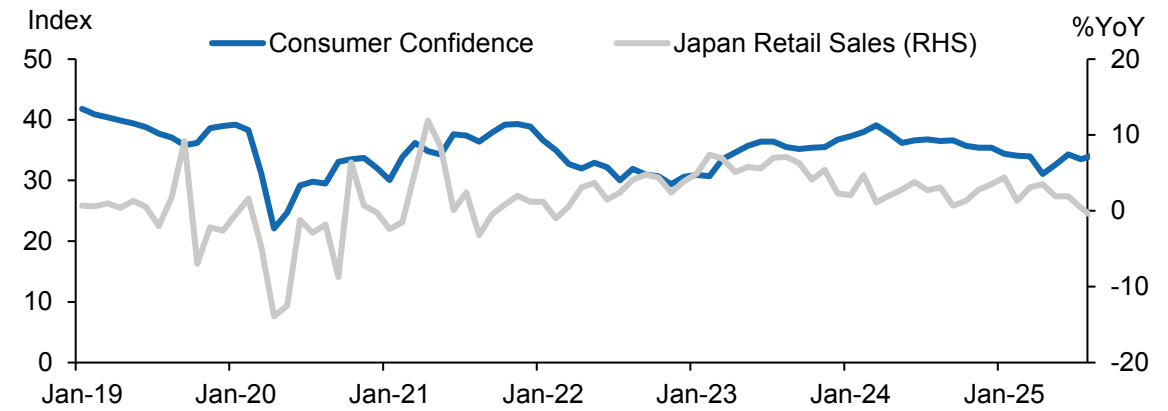
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตตัวเป็นครั้งที่ 14 ในช่วง 15 เดือนที่ผ่านมา ในขณะที่ภาคบริการยังคงขยายตัวต่อเนื่อง



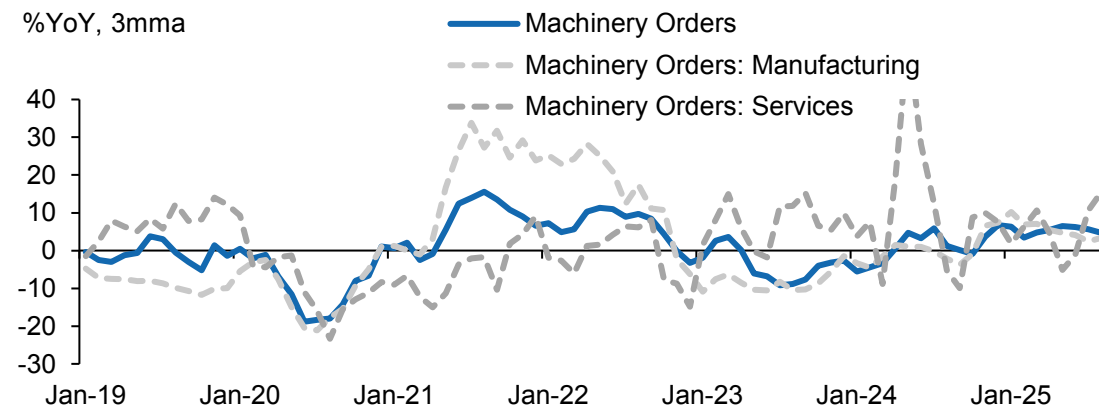
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



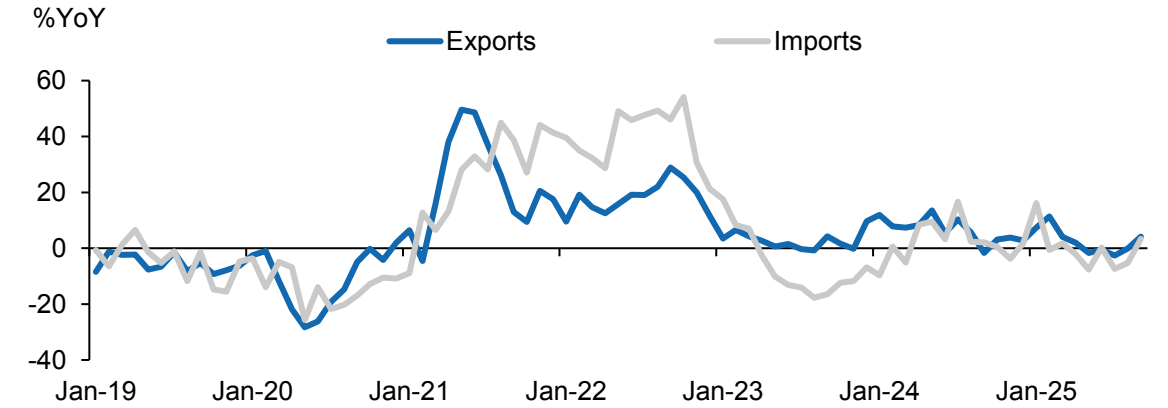
ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



เครื่องชี้ด้านการลงทุน



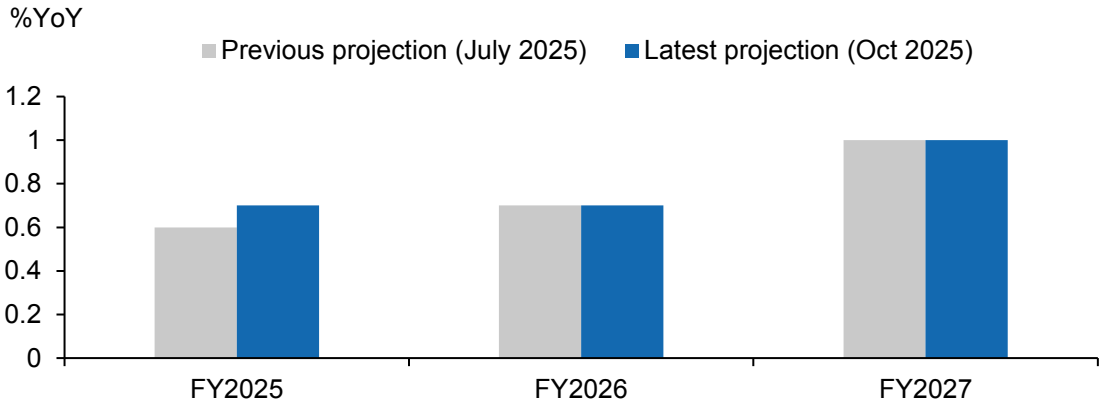
การส่งออกและนำเข้า



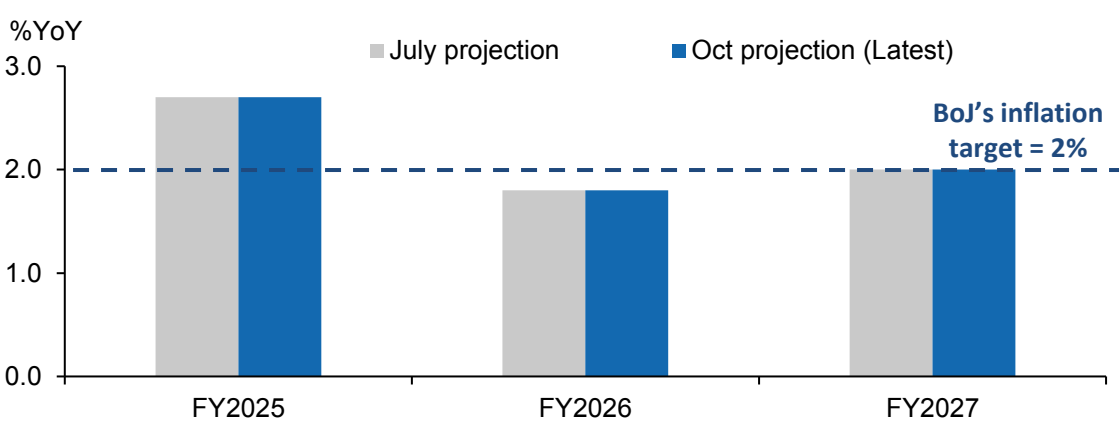
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

BoJ คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% โดยส่งสัญญาณว่าเงื่อนไขสำคัญสำหรับการขึ้นดอกเบี้ยคือโมเมนตัมเบื้องต้นของการเจรจาค่าจ้างในปีหน้า

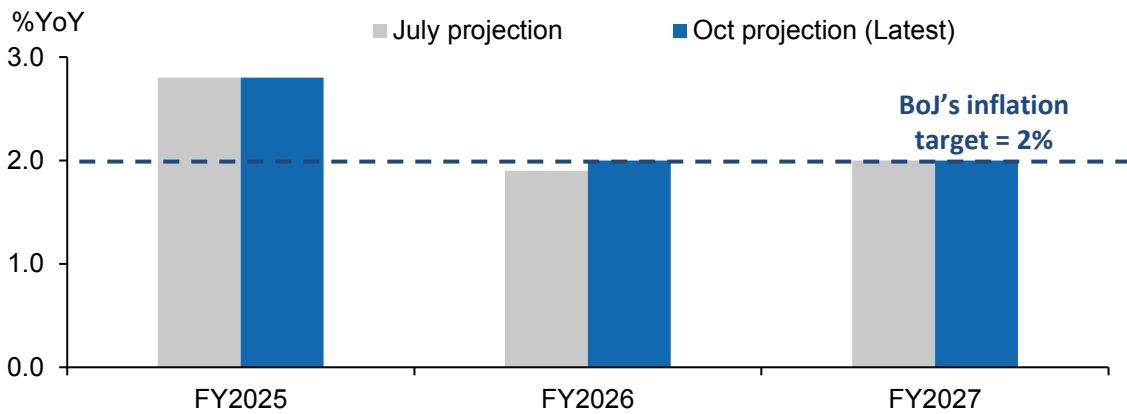
การคาดการณ์ของ BoJ: อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Real GDP)



การคาดการณ์ของ BoJ: อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (ไม่รวมอาหารสด)



การคาดการณ์ของ BoJ: อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (ไม่รวมอาหารสดและพลังงาน)



ความเสี่ยงต่อประมาณการเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของ BoJ

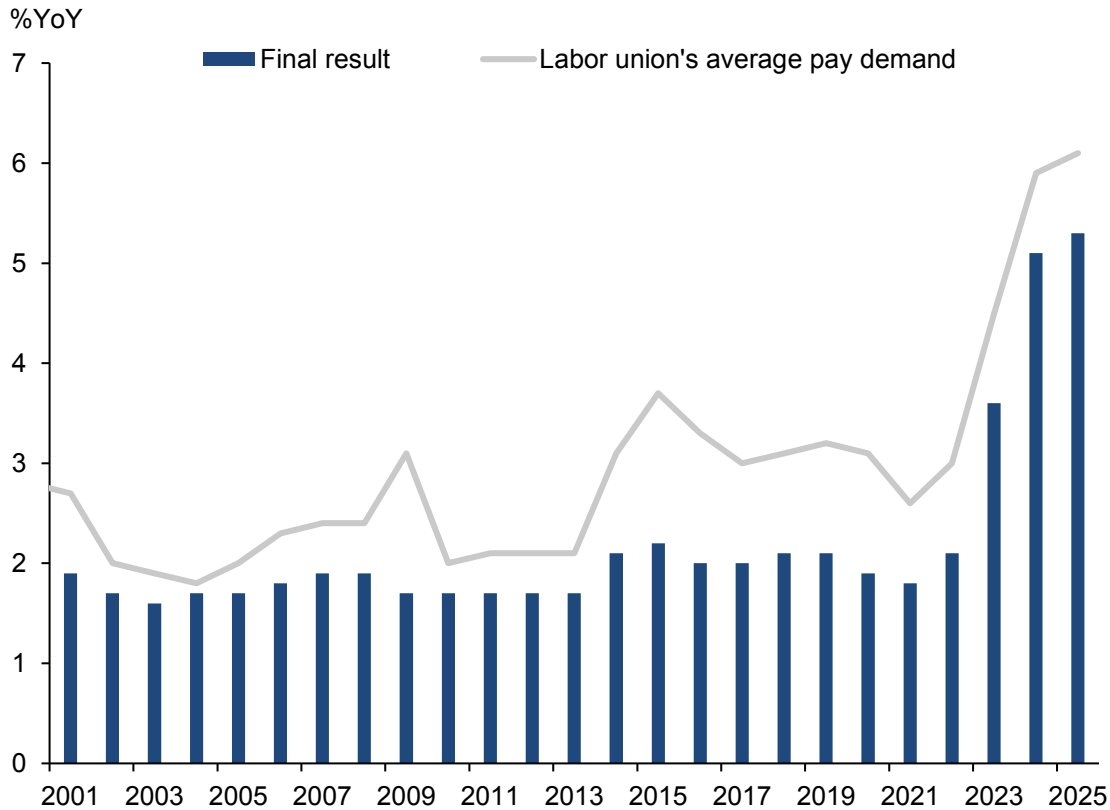
	Risk assessment
Risks to economic activity	Downside
Risks to prices	Balanced

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

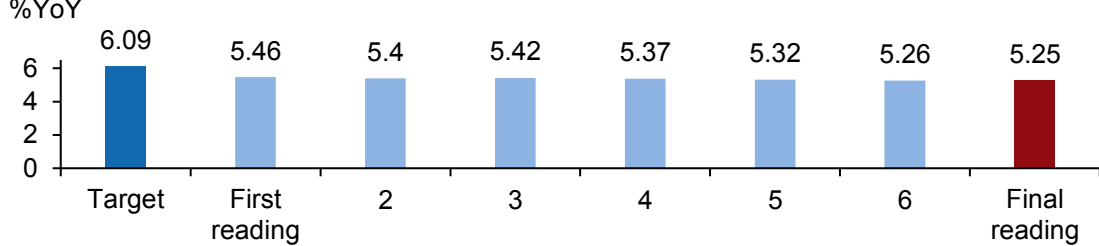
ผลการเจรจาค่าจ้างที่ออกมาสูงในปีที่ผ่านมาเกิดจากการที่สหภาพแรงงานเรียกร้องค่าจ้างที่สูงขึ้น ประกอบกับภาคธุรกิจตอบรับต่อข้อเรียกร้องของแรงงานได้มากขึ้น จากแรงหนุนของกำไรที่เติบโตดีและปัญหาการขาดแคลนแรงงาน



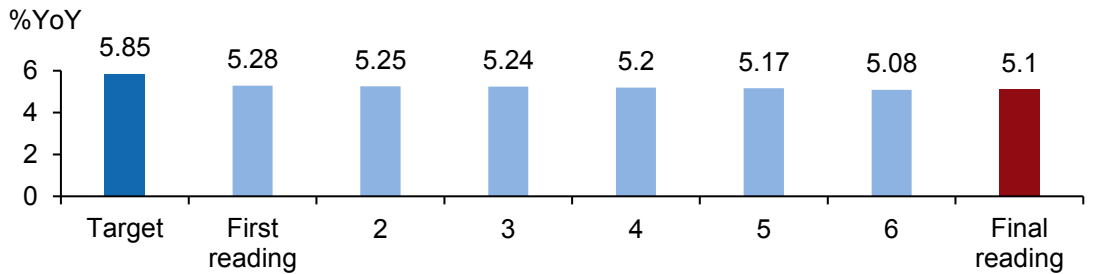
การเจรจาค่าจ้างประจำปี (Shunto): อัตราค่าจ้างที่สหภาพแรงงานเรียกร้องและผลลัพธ์



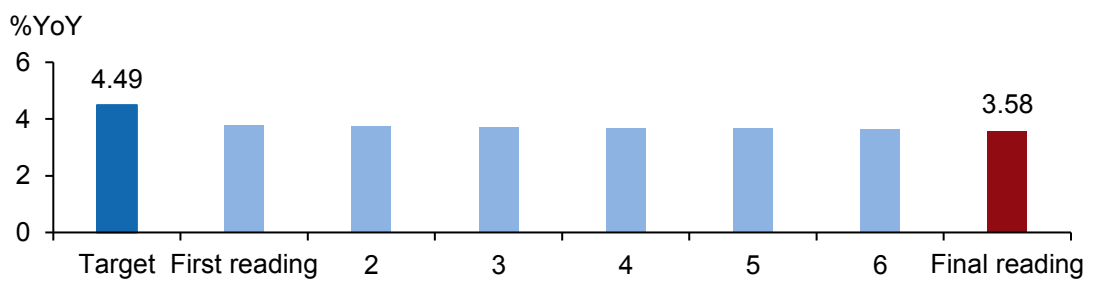
ผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี 2025 (Shunto)



ผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี 2024 (Shunto)



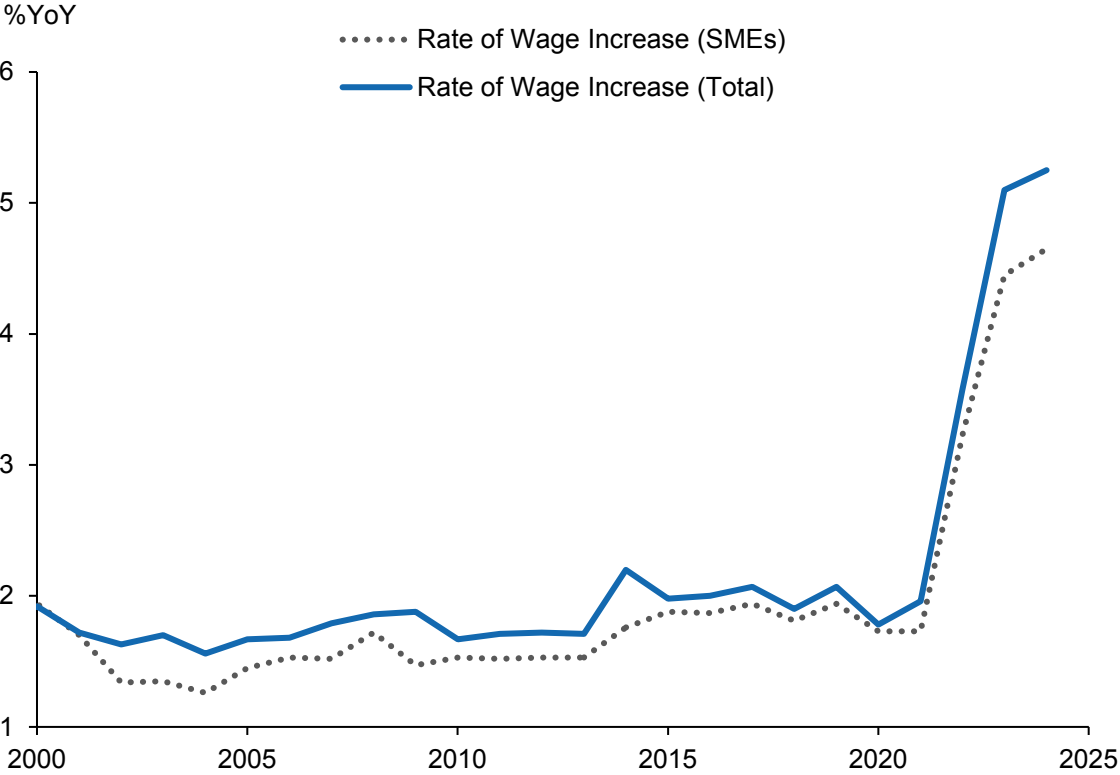
ผลการเจรจาค่าจ้างประจำปี 2023 (Shunto)



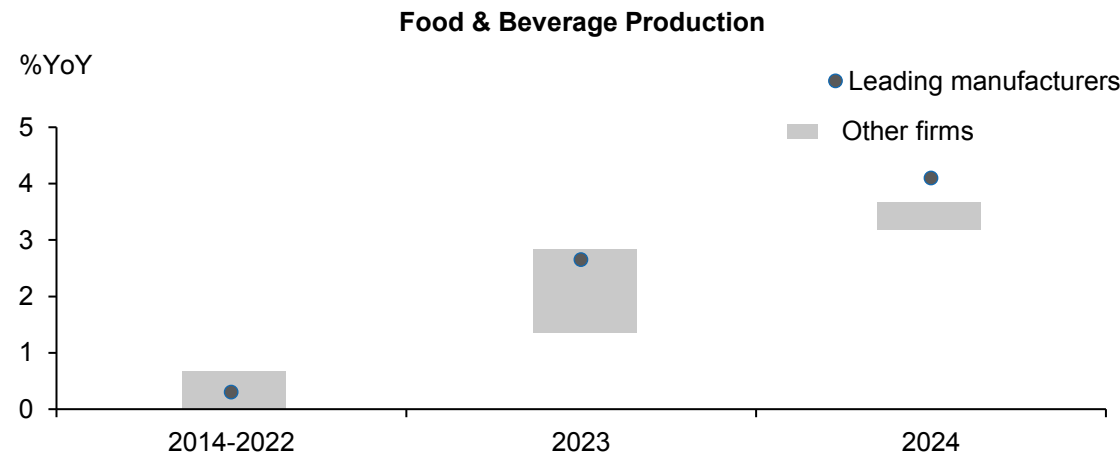
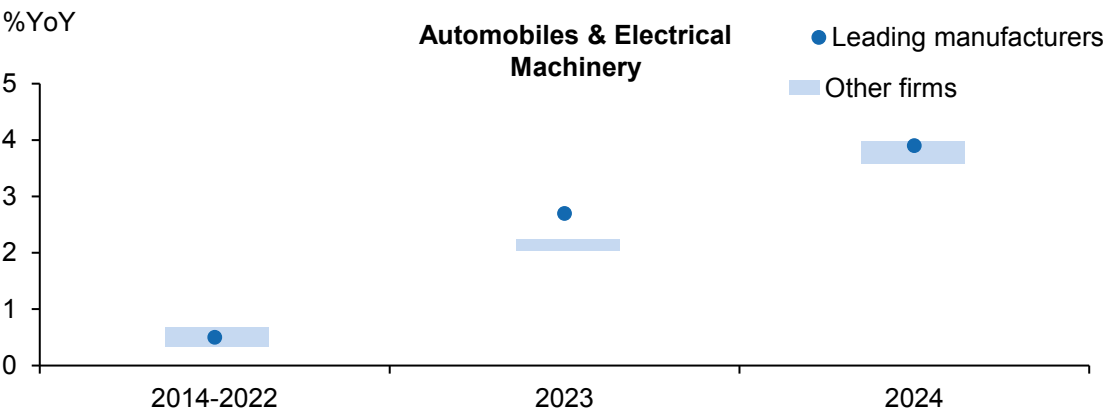
Source: RENGO, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับขึ้นค่าจ้างในอัตราที่สูงของบริษัทขนาดใหญ่ส่งผลให้บริษัทขนาดกลางและเล็กต้องปรับขึ้นค่าจ้างตาม เพื่อดึงดูดแรงงาน ส่งผลให้โมเมนตัมของการขึ้นค่าจ้างในระบบเศรษฐกิจมีความทั่วถึงมากขึ้น

อัตราการขึ้นค่าจ้าง: บริษัททั้งหมดทุกขนาด เทียบกับ SMEs



การขึ้นค่าจ้าง (Base pay) ของบริษัทชั้นนำในอุตสาหกรรม เทียบกับบริษัทอื่น 1\



Note: 1\ Figures for leading manufacturers are the averages of three firms with the largest number of union members in that sector and The blue/grey bars show the 25th -75th percentile distributions of wage hikes at other firms.

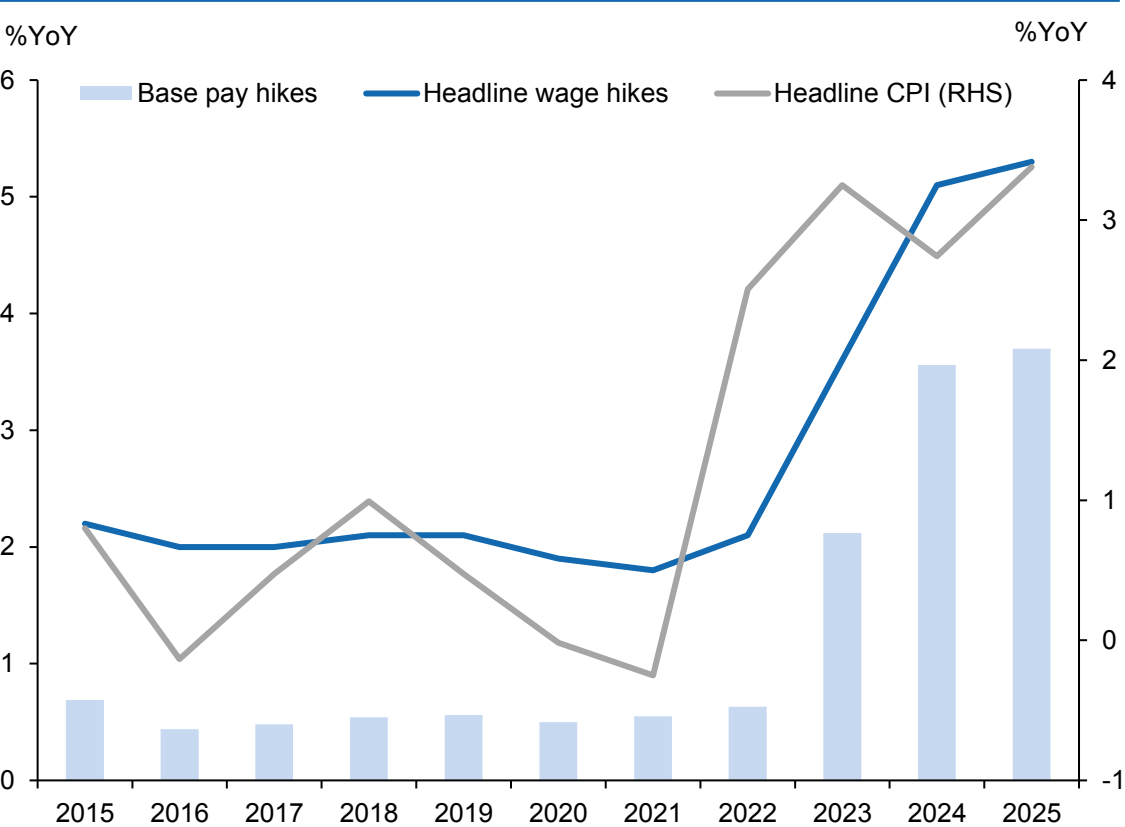
Source: RENGO, CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สำหรับการเจรจาค่าจ้างปี 2026 ข้อเรียกร้องค่าจ้างเบื้องต้นของสหภาพแรงงานไม่เปลี่ยนแปลงจากปี 2025 (ยังเรียกร้องค่าจ้างสูงกว่า 5%) โดยมีอัตราเงินเฟ้อเป็นปัจจัยสำคัญในการขอขึ้นค่าจ้าง

รายละเอียดกลยุทธ์พื้นฐานของสหภาพแรงงาน (RENGO) สำหรับการเรียกร้องค่าจ้าง

	Strategy for headline wage demand	Actual headline wage request	Strategy for base wage demand	Actual base wage request
2026	More than 5%	-	More than 3% (add 1% for SMEs) Aim for 1% real wage growth	-
2025	More than 5%	6.1	More than 3% (add 1% for SMEs)	4.5%
2024	Around 5%	5.9	More than 3%	4.3%
2023	Around 5%	4.5	Around 3%	2.8%
2022	Around 4%	3.0	Around 2%	1.3%

อัตราการขึ้นค่าจ้างมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินเฟ้อ

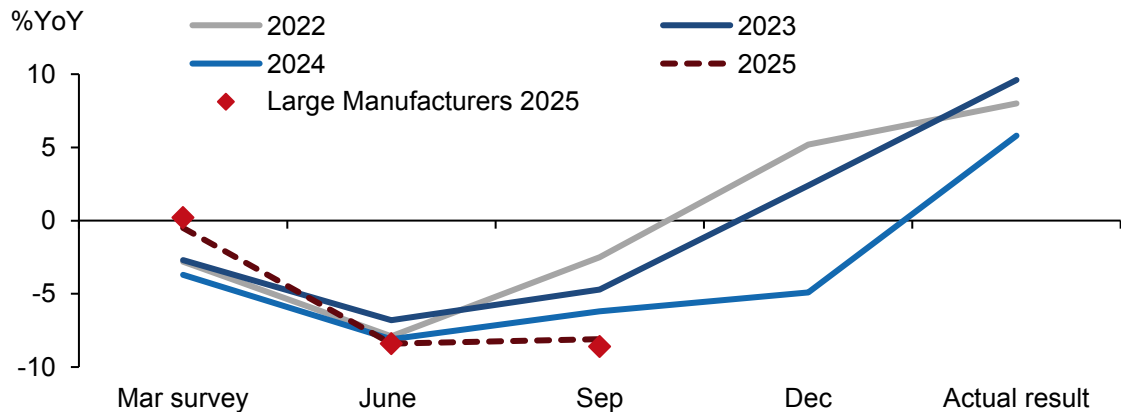


Source: RENGO, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

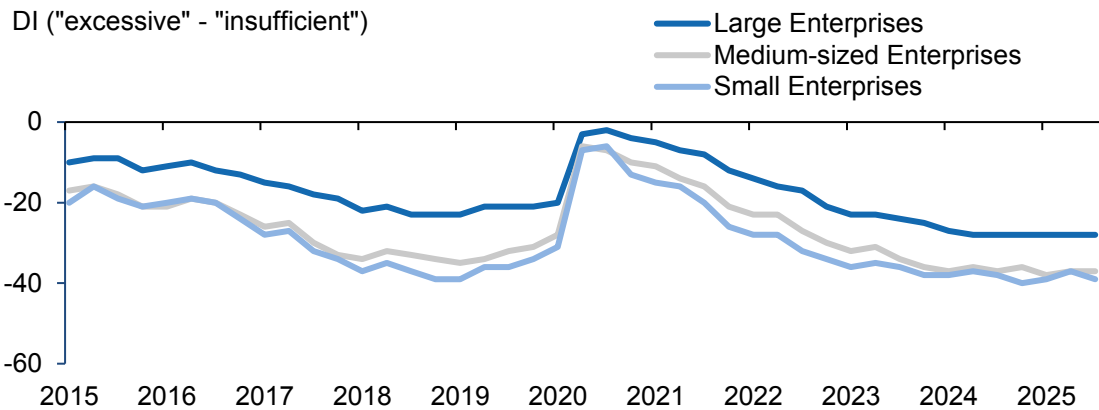
แม้ว่ากำไรภาคธุรกิจที่มีแนวโน้มลดลงจากภาษีของสหรัฐฯ อาจเป็นความเสี่ยงต่อการปรับขึ้นค่าจ้างในปีหน้า แต่คาดว่า อัตราการขึ้นค่าจ้างอาจต่ำกว่าปีนี้เพียงเล็กน้อย และจะยังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต โดยมีปัจจัย สันับสนุนจากการขาดแคลนแรงงานและผลกำไรที่แข็งแกร่งในช่วงที่ผ่านมา ประกอบกับต้นทุนแรงงานยังอยู่ในระดับต่ำ



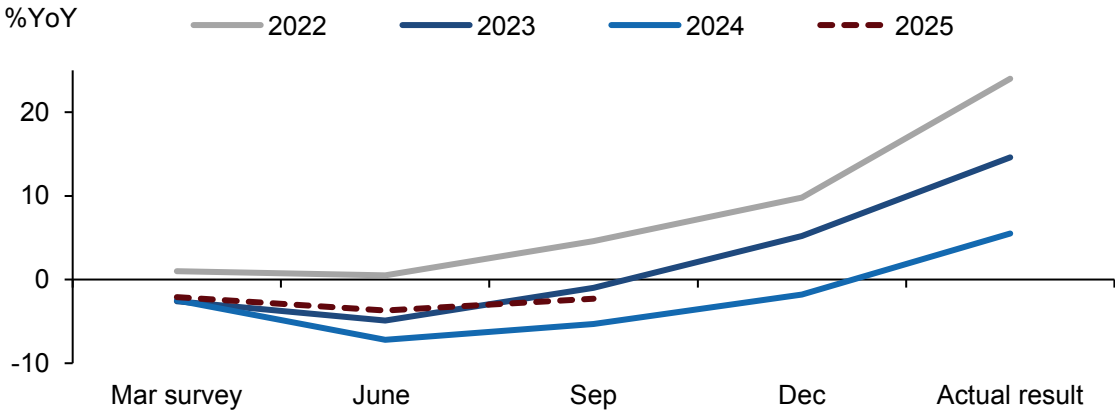
ผลสำรวจของ BoJ: คาดการณ์กำไร (ของบริษัทในภาคการผลิตทุกขนาด)



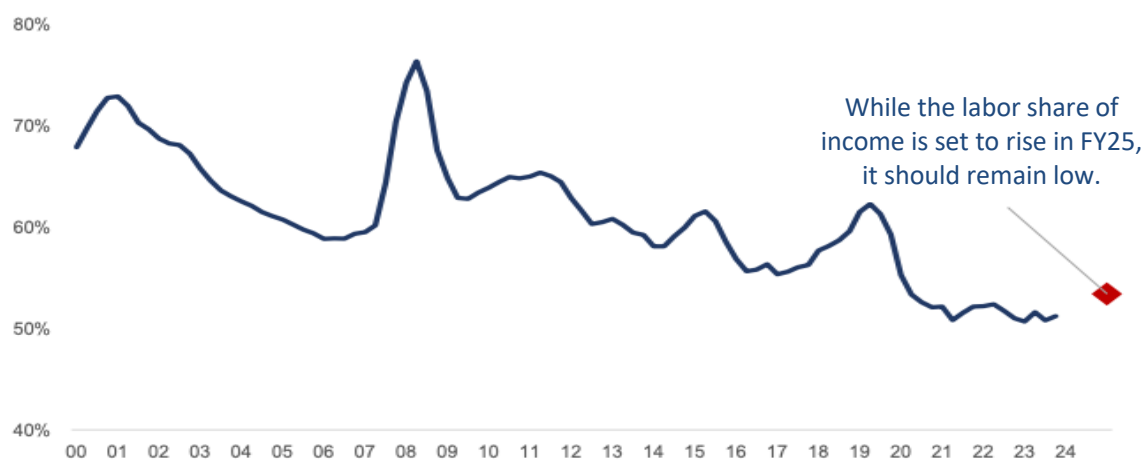
สภาวะการจ้างงาน: ปัญหาการขาดแคลนแรงงานยังสูง



ผลสำรวจของ BoJ: คาดการณ์กำไร (ของบริษัทในภาคบริการทุกขนาด)



สัดส่วนต้นทุนแรงงาน (Labor share) ของผู้ผลิตทุกขนาด ¹⁾



While the labor share of income is set to rise in FY25, it should remain low.

Note: 1) Labor share is calculated as (personnel expense) ÷ (depreciation + recurring profit + personnel expense)
Source: BoJ, Bloomberg, Daiwa, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติในระยะ 5 ปีข้างหน้าของจีน



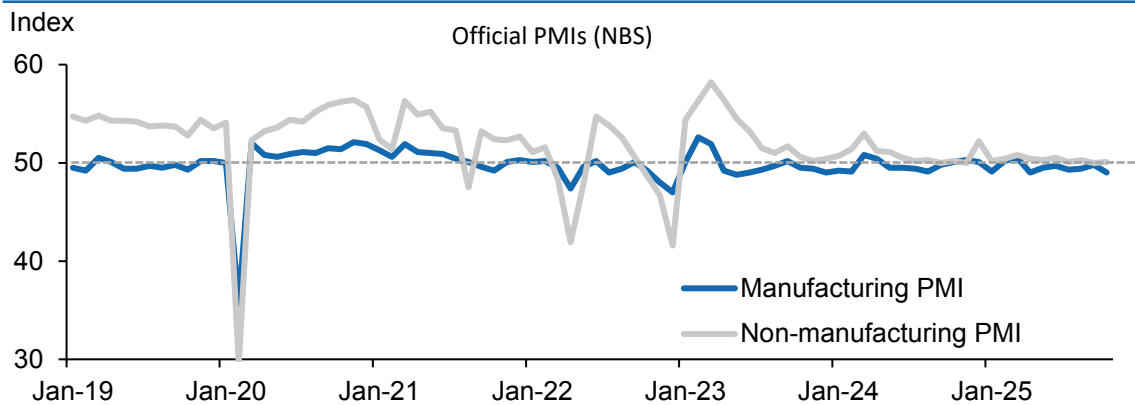
- ทางกรจีนได้อนุมัติแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติระยะ 5 ปี ฉบับที่ 15 (ปี 2026–2030) ในการประชุมคณะกรรมการกลางพรรคคอมมิวนิสต์จีนชุดที่ 4 (4th Plenum of the CCP Central Committee) เมื่อวันที่ 23 ตุลาคม 2025 โดยทิศทางนโยบายเป็นไปตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ทางกรจีนยังเน้นย้ำถึงการพัฒนาอุตสาหกรรมและเทคโนโลยี, ความมั่นคงของชาติ, การบริโภคภายในประเทศ, และความเป็นอยู่ที่ดีของประชาชน
- ภายใต้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 14 (ปี 2021–2025) มาตรการทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่บรรลุผลสำเร็จ โดยมาตรการด้านนวัตกรรมและความมั่นคงทำได้ดีกว่าเป้าหมาย ในขณะที่มาตรการด้านความเป็นอยู่ของประชาชนโดยรวมยังคงเป็นไปตามแผน แต่มาตรการด้านการลดการปล่อยคาร์บอนมีแนวโน้มพลาดเป้าหมาย โดยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา แรงขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจของจีนเปลี่ยนไปอย่างชัดเจนจากภาคอสังหาริมทรัพย์และอุตสาหกรรมหนัก ไปสู่ภาคเทคโนโลยีขั้นสูงและดิจิทัล โดยการเติบโตของกิจกรรมเศรษฐกิจในอุตสาหกรรมใหม่ยังคงแซงหน้าอุตสาหกรรมดั้งเดิม ซึ่งสอดคล้องกับแนวโน้มที่พบในปี 2016-20 นอกจากนี้ จีนยังมีความก้าวหน้าในด้านนวัตกรรมทางเทคโนโลยี ซึ่งแสดงให้เห็นจากการใช้จ่ายด้าน R&D ที่เพิ่มขึ้น และยังเป็นผู้นำระดับโลกในการยื่นขอสิทธิบัตรประกอบกับสัดส่วนอุตสาหกรรม High-tech ในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง
- สำหรับแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติในระยะ 5 ปีข้างหน้า (2026-2030) ผู้กำหนดนโยบายตั้งเป้าหมายการเติบโตที่มีคุณภาพสูงและขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรม โดยมุ่งเน้นการยกระดับภาคอุตสาหกรรมให้ทันสมัยที่มีการผลิตขั้นสูง (High-tech manufacturing) เป็นแกนหลัก และเน้นการพึ่งพาตนเองด้านวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี นอกจากนี้ แผนดังกล่าวยังเน้นย้ำถึงการพัฒนาอุปสงค์ภายในประเทศ การปฏิรูประบบตลาด การขยายการเปิดประเทศและสร้างความสัมพันธ์กับนานาชาติ ตลอดจนการพัฒนาพื้นที่ชนบท การพัฒนาชีวิตความเป็นอยู่ของประชาชนและสวัสดิการสังคม พร้อมทั้งการปกป้องความมั่นคงและเสถียรภาพของประเทศ นอกจากนี้ ทางกรได้ให้คำมั่นว่าจะเพิ่มสัดส่วนการบริโภคใน GDP ซึ่งบ่งชี้ว่าการบริโภคมีแนวโน้มเข้ามามีบทบาทสำคัญมากขึ้นในระยะต่อไป โดยคาดว่าทางกรจีนจะออกมาตรการสนับสนุนการบริโภคเพิ่มเติมในปีหน้า แต่การเพิ่มสัดส่วนการบริโภคต่อ GDP มีแนวโน้มเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และยังต้องใช้ระยะเวลา

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

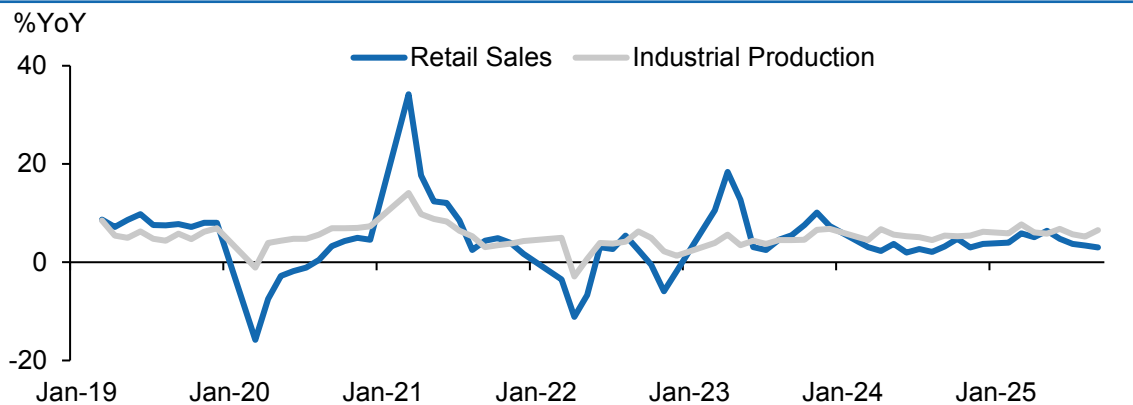
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตหดตัวติดต่อกันเป็นเดือนที่ 7 ขณะที่การส่งออก
ลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบแปดเดือน



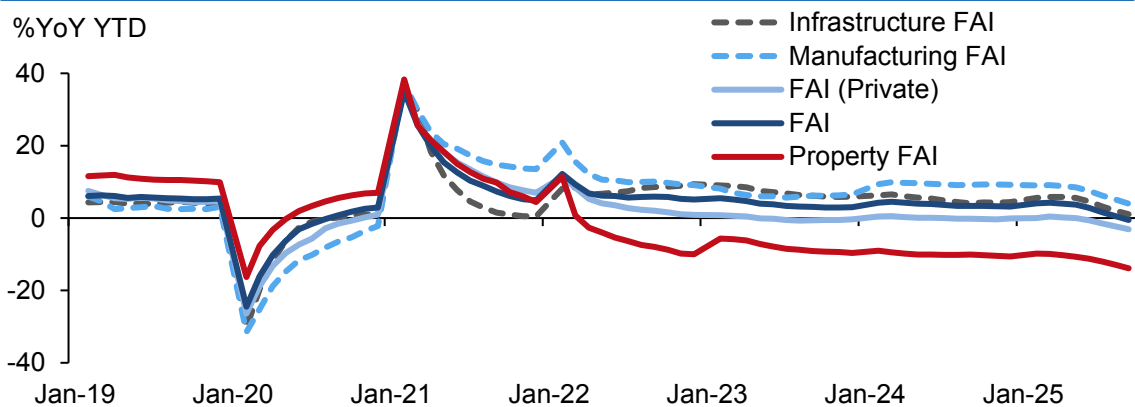
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



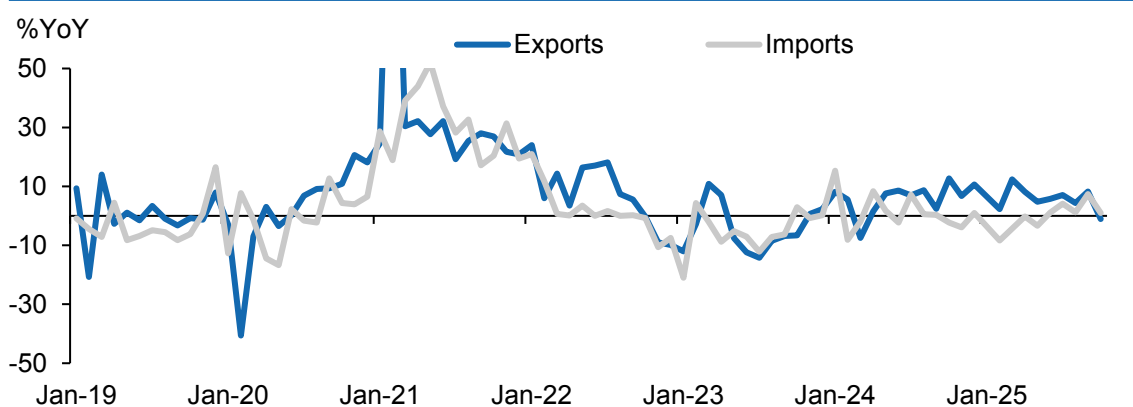
ยอดขายปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



การส่งออกและนำเข้า



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

ภายใต้แผนพัฒนาเศรษฐกิจฉบับที่ 14 (ปี 2021-25) มาตรการทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่เป็นไปตามเป้าหมาย; มาตรการด้านนวัตกรรมและความมั่นคงทำได้ดีกว่าเป้าหมาย มาตรการด้านสังคมเป็นไปตามเป้าหมาย ในขณะที่มาตรการด้านการปล่อยคาร์บอนมีแนวโน้มพลาดเป้าหมาย



มาตรการทางเศรษฐกิจภายใต้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ 5 ปี ฉบับที่ 14 (FYP): 2021-2025

= Complete

= On Track

= Miss

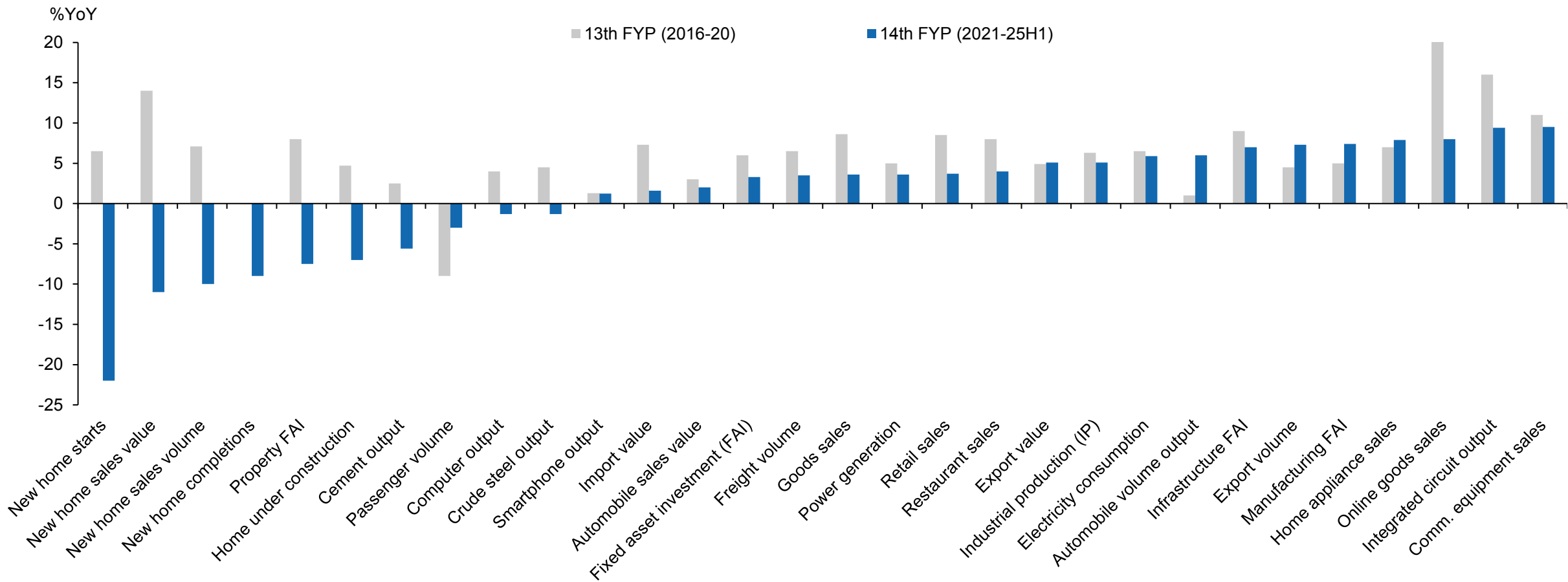
Category	Indicators	Status	Target	Actual/Latest
Economic development	GDP growth (%) 2021-25		Depend on situations	2021-25 : 5.4% (f) / 2021-24 : 5.5%
	Labor productivity growth (%) 2021-25		Higher than GDP growth	2021-25 : 5.6% (f) / 2021-24 : 5.9%
	Urbanization rate (%) 2025		65	2024 : 67
Innovation	R&D spending growth (%) 2021-25		Average growth >7%	2021-24 : 10.3%
	R&D spending as share of GDP (%) 2021-25		> 2016-2020 rate at 2.2%	2024 : 2.7%
	Number of high-value innovation patents (per 10K people) 2025		12	2024 : 14%
	Digital economy share of GDP (%) 2025		10	2024 : 10.4%
Livelihood and welfare	Disposable income growth (%) 2021-25		Broadly in line with GDP	2021-2024 : 6.4%
	Surveyed urban unemployment rate (%) 2021-25		< 5.5%	2021-Jul 25 : 5.25%
	Average years of education of working-age population 2025		11.3	2024 : 11.21
	Number of licensed physicians & nurseries (per 1K people) 2025		3.2 , 4.5	2024 : 3.61 , 4.1
	Basic pension insurance participation rate (%) 2025		95	2024 : > 95
Green ecology	Reduction in energy consumption & carbon emissions per unit of GDP (%) 2021-25		13.5 , 18	2021-24 : 11.6 , 7.8
	Share of days with good air quality in cities (%) 2025		87.5	2024 : 87.2
	Forest coverage rate (%) 2025		24.1	2024 : 25
Security	Comprehensive grain & energy production capacity 2025		> 650 mn tons , > 4.6 bn tons	2024 : 706.5 mn tons , 4.98 bn tons

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

แรงขับเคลื่อนการเติบโตของเศรษฐกิจจีนเปลี่ยนจากภาคอสังหาริมทรัพย์และอุตสาหกรรมหนักไปสู่ภาคการผลิตเทคโนโลยีขั้นสูงและภาคดิจิทัล



อัตราการเติบโตรายปีของกิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคต่าง ๆ (เปรียบเทียบระหว่างแผนพัฒนาฯ ฉบับที่ 13 และ 14)

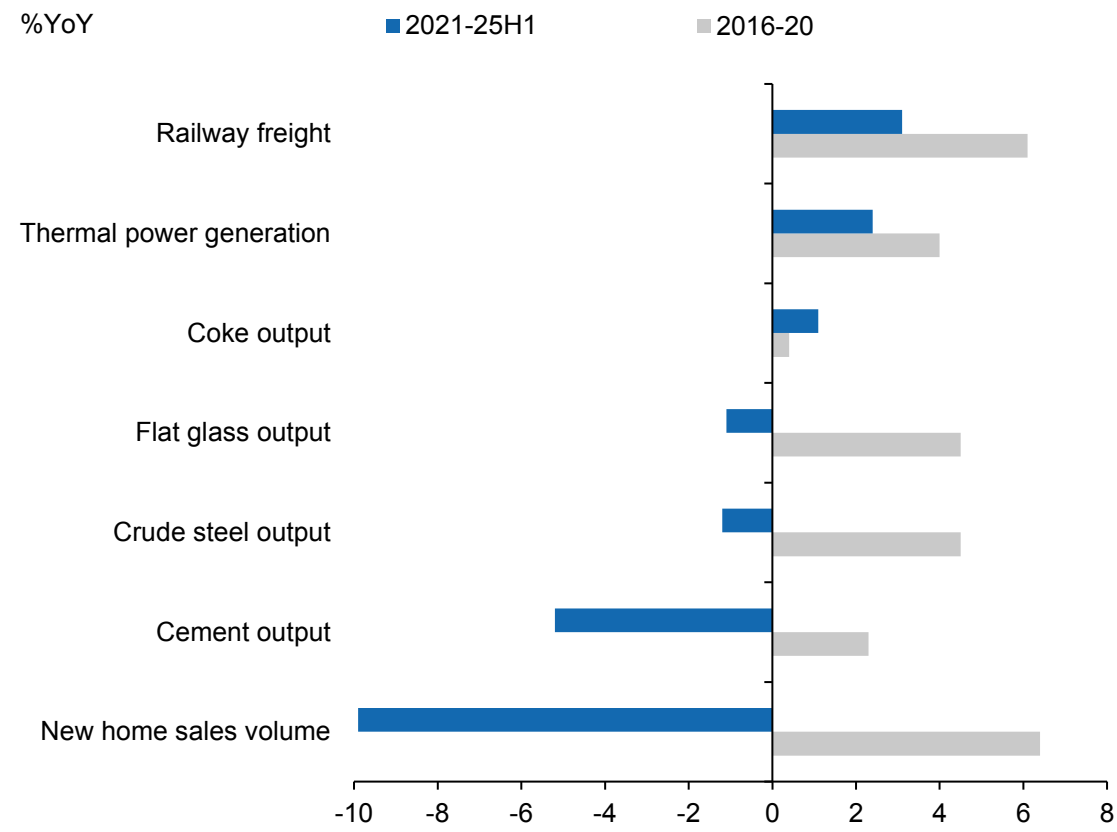


Source: NBS, Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

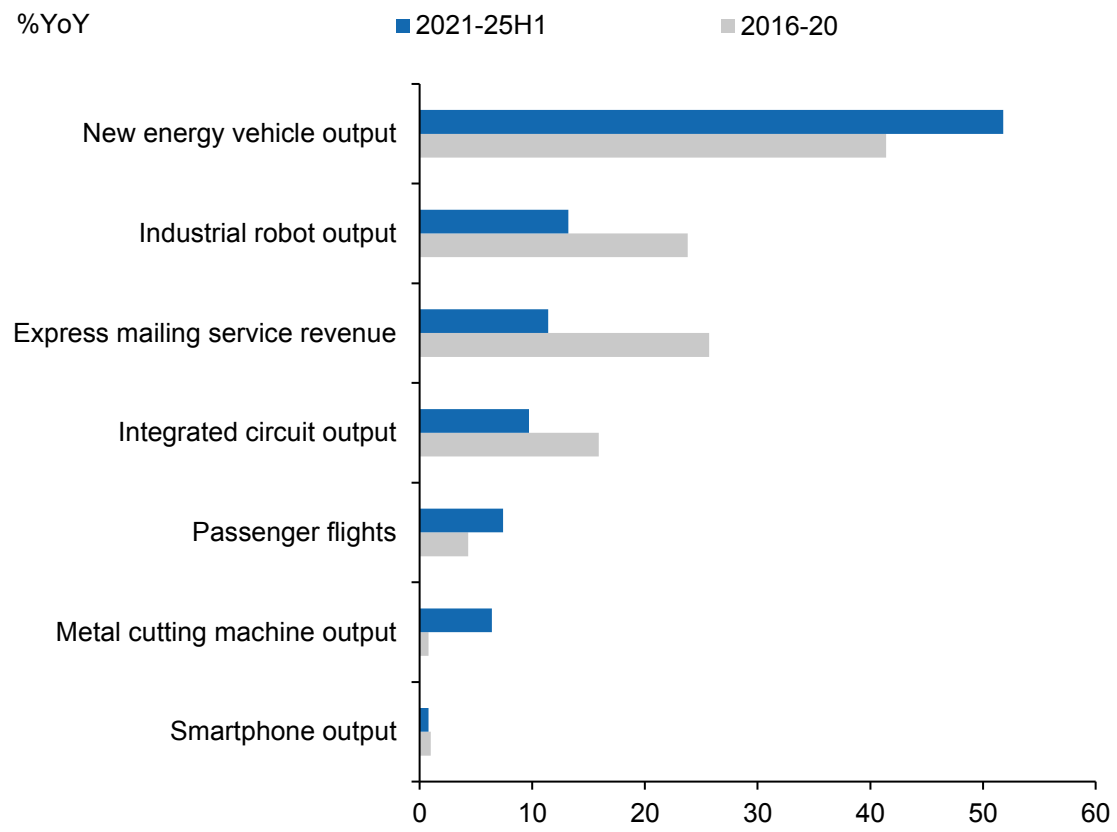
การเติบโตของกิจกรรมเศรษฐกิจในอุตสาหกรรมใหม่ยังคงแข็งแกร่งกว่าภาคส่วนดั้งเดิมในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา สอดคล้องกับแนวโน้มที่พบในปี 2016-20



อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีแบบทบต้น (CAGR): อุตสาหกรรมเก่า



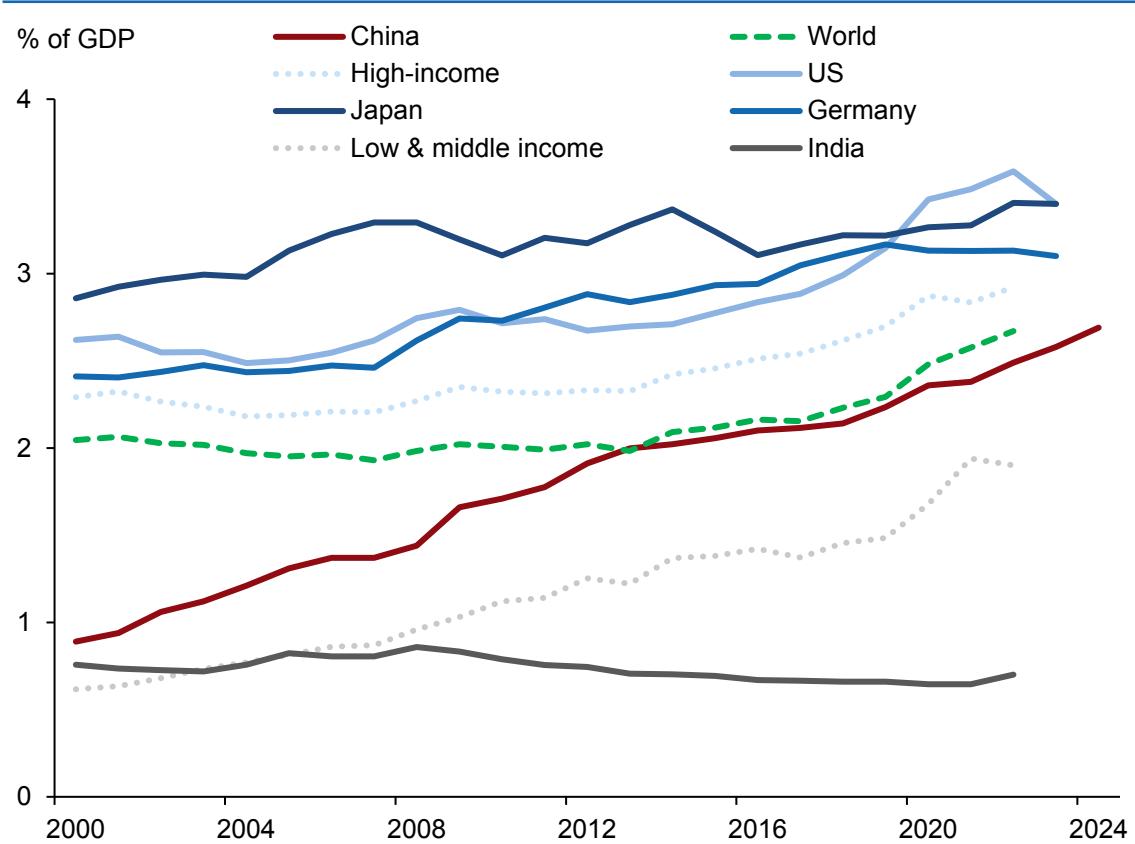
อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปีแบบทบต้น (CAGR): อุตสาหกรรมใหม่



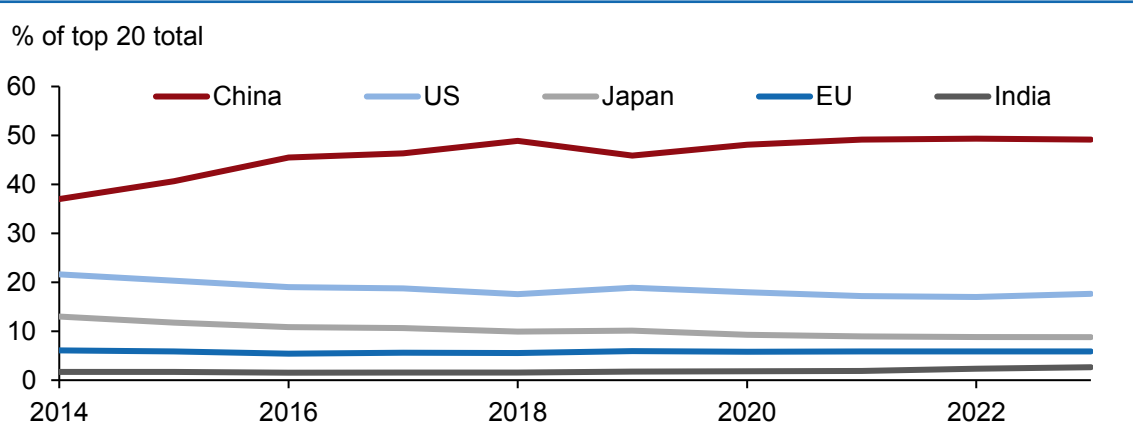
Source: NBS, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จีนมีความก้าวหน้าอย่างมีนัยสำคัญในด้านนวัตกรรมและเทคโนโลยี โดยการใช้จ่ายด้าน R&D เร่งตัวขึ้น และเป็นผู้นำของโลกในการยื่นขอสิทธิบัตร ประกอบกับสัดส่วนอุตสาหกรรม High-tech ในระบบเศรษฐกิจเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

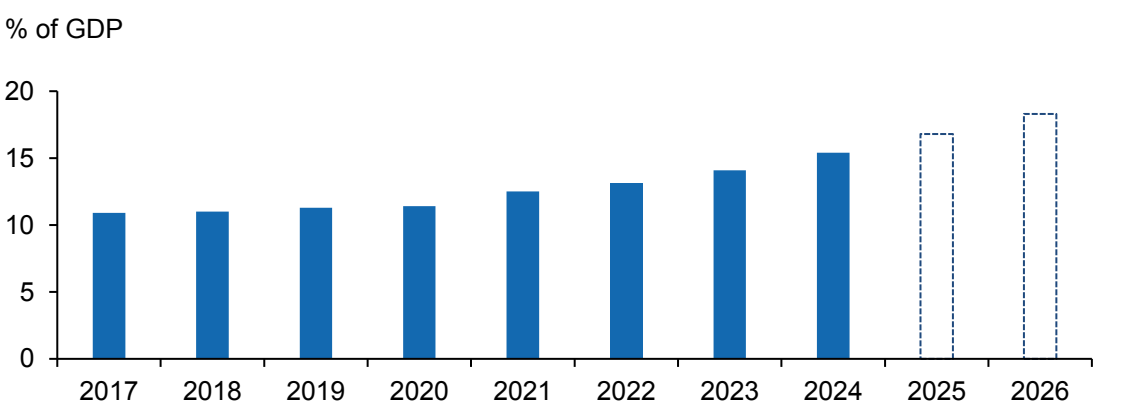
ค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนา (R&D)



สัดส่วนการยื่นขอรับสิทธิบัตร



สัดส่วนกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีขั้นสูงในระบบเศรษฐกิจ (High-tech related final demand)



Source: CEIC, World Intellectual Property Organization (WIPO), Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติในระยะ 5 ปีข้างหน้าสะท้อนถึงความต่อเนื่องของนโยบาย โดยยังคงเน้นที่ภาคการผลิต เทคโนโลยี/นวัตกรรม การบริโภคภายในประเทศ และความมั่นคง



ลำดับความสำคัญของทิศทางนโยบายภายใต้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 15 (2026-2030)

- 

1) Modern Industrial System
Build a high-tech manufacturing centric to boost productivity, facilitate the integration between technological and industrial innovation
- 

2) Technological Self-Reliance & Innovation
Enhance R&D capacity, strengthen innovation/education/talent development, make breakthrough in core technologies
- 

3) Strong domestic demand
Raise the household consumption rate, synchronizing household income growth with economic growth, expand effective investment
- 

4) Market Economy & Macro Governance
Deepen market-oriented reforms, boost vitality of all market entities, improve market-based allocation of production factors
- 

5) Opening-Up & Global Cooperation
Promote innovative trade development, expand two-way investment cooperation, deepen Belt and Road cooperation
- 

6) Agriculture & Rural Revitalization
Accelerate modernization of agriculture and rural areas, strengthen food security, enhance rural infrastructure and living standards
- 

7) Regional Development Coordination
Promote balanced growth across regions, support key city clusters, advance people-centered urbanization
- 

8) Cultural Development
Inspire innovation and creativity, enhance the reach and influence of Chinese civilization
- 

9) Livelihood & Social Wellbeing
Improve income distribution, employment, education, healthcare, and social security to achieve common prosperity
- 

10) Green Transition
Accelerate carbon peaking, build a clean energy system
- 

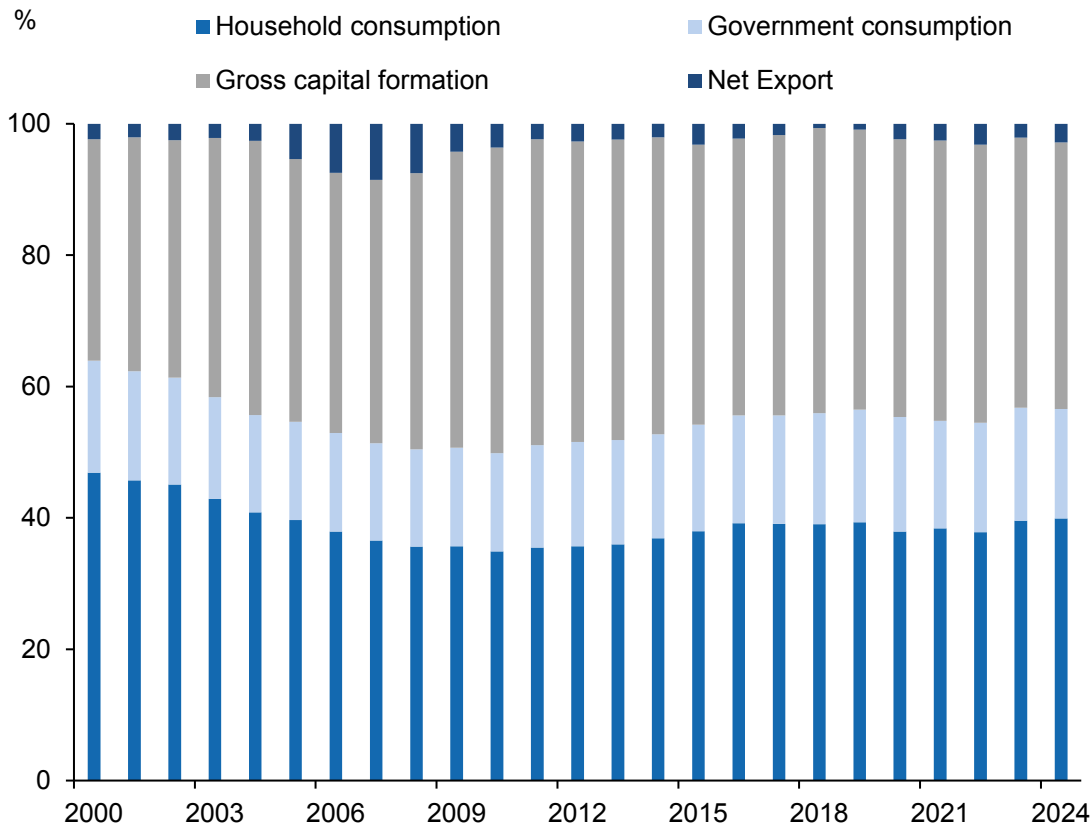
11) National Security
Strengthen risk management, enhance social governance, and modernize national security systems
- 

12) National Defense
Modernize military, enhance strategic capability to safeguard national sovereignty, security, and development interests

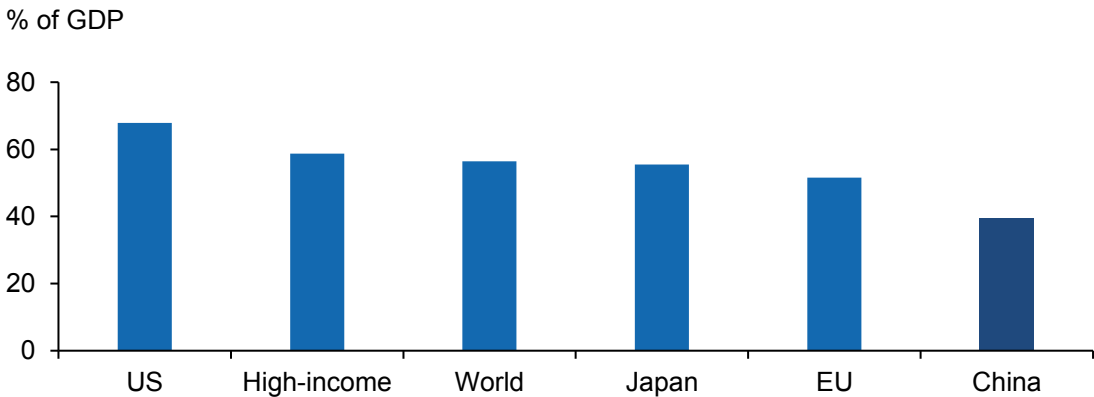
Source: Xinhua News Agency, Presses, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผู้กำหนดนโยบายของจีนให้คำมั่นที่จะเพิ่มสัดส่วนการบริโภคในระบบเศรษฐกิจ สะท้อนว่า การบริโภคมีแนวโน้มเข้ามามีบทบาทสำคัญมากขึ้นในระยะต่อไป

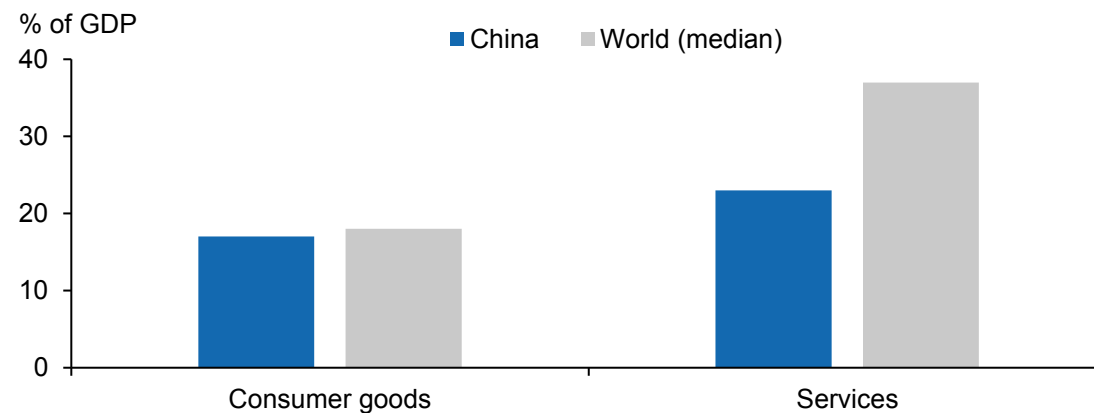
องค์ประกอบของ GDP จีน: การบริโภคภาคครัวเรือนมีสัดส่วนเพียง 40% ของ GDP



สัดส่วนการบริโภคภาคครัวเรือนของจีนยังต่ำเมื่อเทียบกับประเทศพัฒนาแล้ว



การบริโภคภาคเอกชนในหมวดสินค้าและบริการ: การบริโภคภาคบริการของจีนยังต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยโลก



Source: Bloomberg, CEIC, OECD, World Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

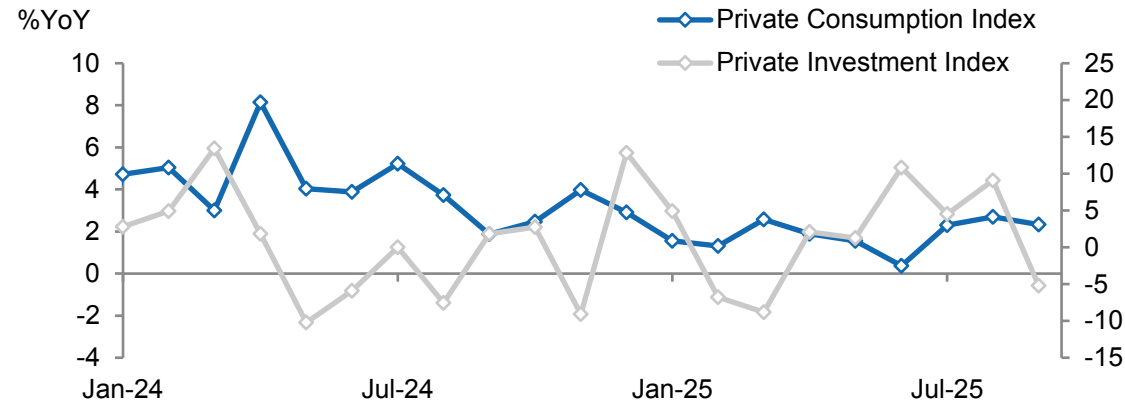


- เราคงประมาณการ GDP ปี 2025 ที่ 2.1% จากผลกระทบด้านลบจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่ลดความรุนแรงลงกว่าที่คาด และแรงสนับสนุนเพิ่มเติมจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านโครงการแจกเงินของภาครัฐ นอกจากนี้ การกลับมาเปิดดำเนินการของโรงงานผลิตที่ปิดชั่วคราวจะช่วยเป็นแรงส่งให้ในไตรมาส 4 ดีกว่าที่ประเมินไว้ก่อนหน้านี้ ขณะที่ประมาณการ GDP ปี 2026 ยังคงไว้ที่ 1.6% ตามเดิม
- ตั้งแต่เดือนมีนาคม การขยายตัวของการส่งออกของไทยเกินกว่าครึ่งมาจากสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ที่ได้รับการยกเว้นภาษีจากสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม ภาพรวมกลุ่มสินค้านี้ยังคงขาดดุลการค้าอยู่ สะท้อนว่าผลบวกต่อ GDP ยังคงค่อนข้างจำกัด จากภาคส่งออกที่ขยายตัวได้ดีในช่วงที่ผ่านมา
- การส่งออกของจีนไปเวียดนามและไทยเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะไตรมาส 3 ปี 2025 ซึ่งสอดคล้องกับความสัมพันธ์ระหว่างการส่งออกจีนไปอาเซียนและการนำเข้าสหรัฐฯ จากอาเซียน อย่างไรก็ตาม ข้อมูลล่าสุดชี้ว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวเริ่มเปลี่ยนไป สะท้อนถึงความเป็นไปได้ว่าจีนอาจย้ายฐานการผลิตเข้าสู่อาเซียนแล้ว เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบจากภาษีสินค้าส่งผ่าน (Transshipment tariffs)
- จนถึงปัจจุบัน ผลกระทบจากมาตรการภาษีตอบโต้ของสหรัฐฯ (reciprocal tariffs) ยังต่ำกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์และนักวิเคราะห์คาดไว้ก่อนหน้านี้ ขณะเดียวกัน จากข้อมูล WSTS ความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ โดยเฉพาะเซมิคอนดักเตอร์และแผงวงจรรวม ได้รับแรงขับเคลื่อนจากการลงทุนในเทคโนโลยีและโครงการที่เกี่ยวข้องกับปัญญาประดิษฐ์ (AI) ดังนั้น การยกเว้นภาษีสำหรับสินค้ากลุ่มนี้จึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนการส่งออกไทย และหากการยกเว้นภาษียังมีผลต่อเนื่อง การส่งออกไทยจะยังคงได้รับประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าวในระยะข้างหน้า
- สถานการณ์น้ำท่วมในปัจจุบันคาดว่าจะมีความรุนแรงน้อยกว่าน้ำท่วมใหญ่ปี 2011 จากเหตุผลหลัก 3 ประการ 1) ปริมาณการระบายน้ำสะสมตั้งแต่ต้นปีจาก 4 เขื่อนหลักกลุ่มน้ำเจ้าพระยาต่ำกว่าปี 2011 อยู่ประมาณ 22% 2) อัตราการระบายน้ำของเขื่อนเจ้าพระยาปัจจุบันอยู่ที่ 2,900 ลบ.ม./วินาที ยังต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2011 ที่ 3,700 ลบ.ม./วินาที 3) มวลอากาศเย็นจากจีนคาดว่าจะเริ่มปกคลุมไทยตั้งแต่วันที่ 15 พ.ย. เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงของฝนตกหนักหลังจากนี้ โดยสรุปเราคาดว่าผลกระทบด้านลบต่อ GDP จากน้ำท่วมในปีนี้จะอยู่ที่ประมาณ 0.1–0.2% ของ GDP
- เราได้ปรับเพิ่มประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายสุดท้าย (Terminal rate) ในรอบนี้ขึ้นเป็น 1.00% (จากเดิม 0.75%) เนื่องจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับทิศทางการผ่อนคลายของเฟด และการขยายตัวทางการคลังที่มีขนาดใหญ่กว่าที่คาด โดยคาดว่ารัฐบาลจะมีมาตรการออกมาเพิ่มเติมไปจนถึงช่วงต้นปีหน้า

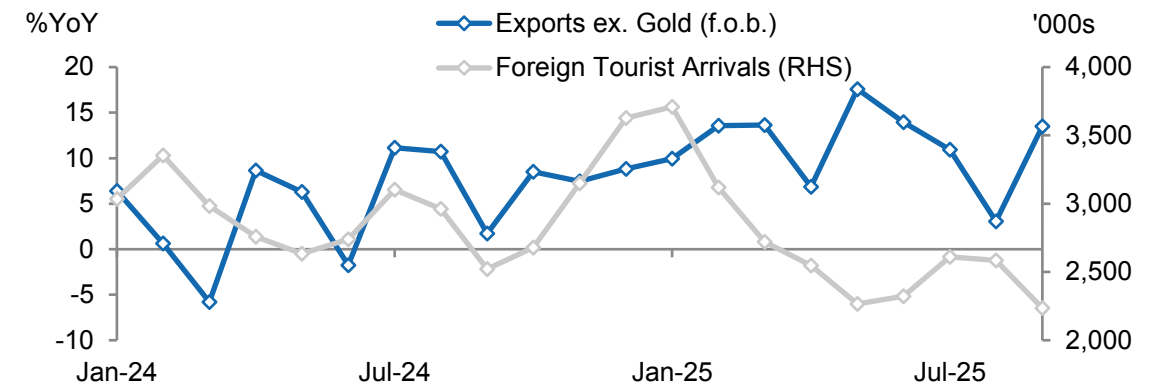
แม้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือนกันยายนจะปรับตัวดีขึ้น แต่เศรษฐกิจในไตรมาส 3 ยังคงชะลอตัวลงค่อนข้างมาก เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า



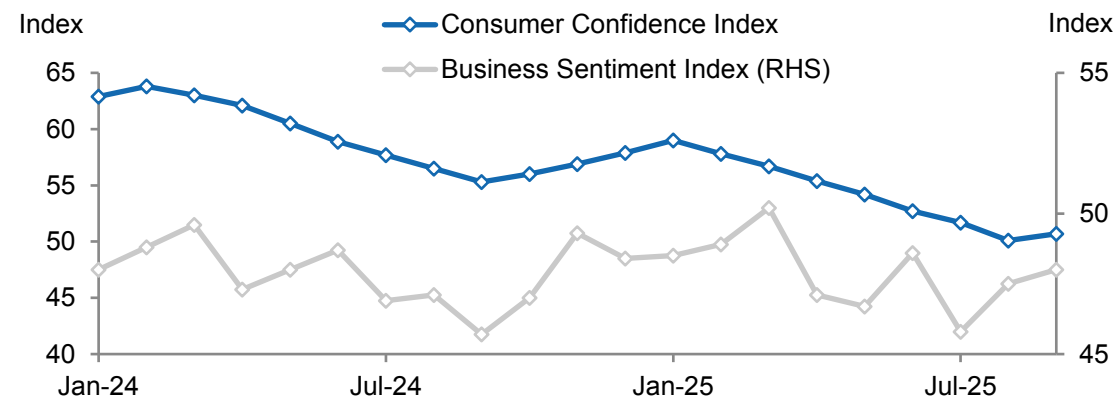
ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



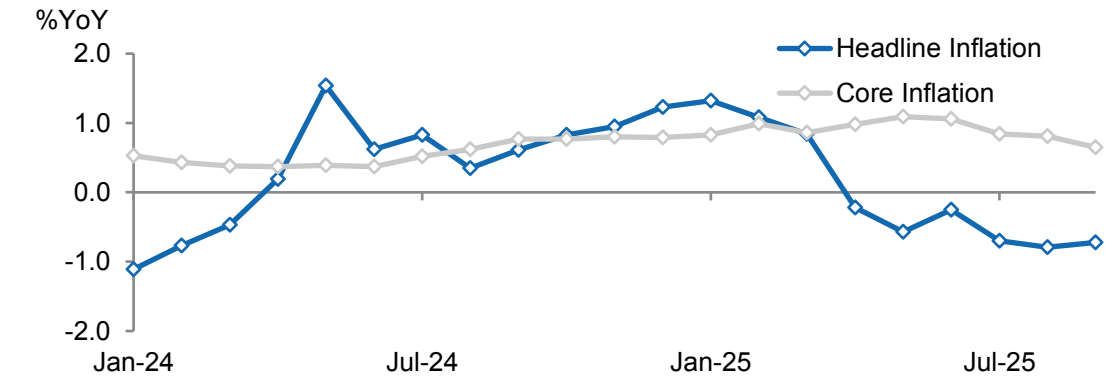
ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



ดัชนีความเชื่อมั่น



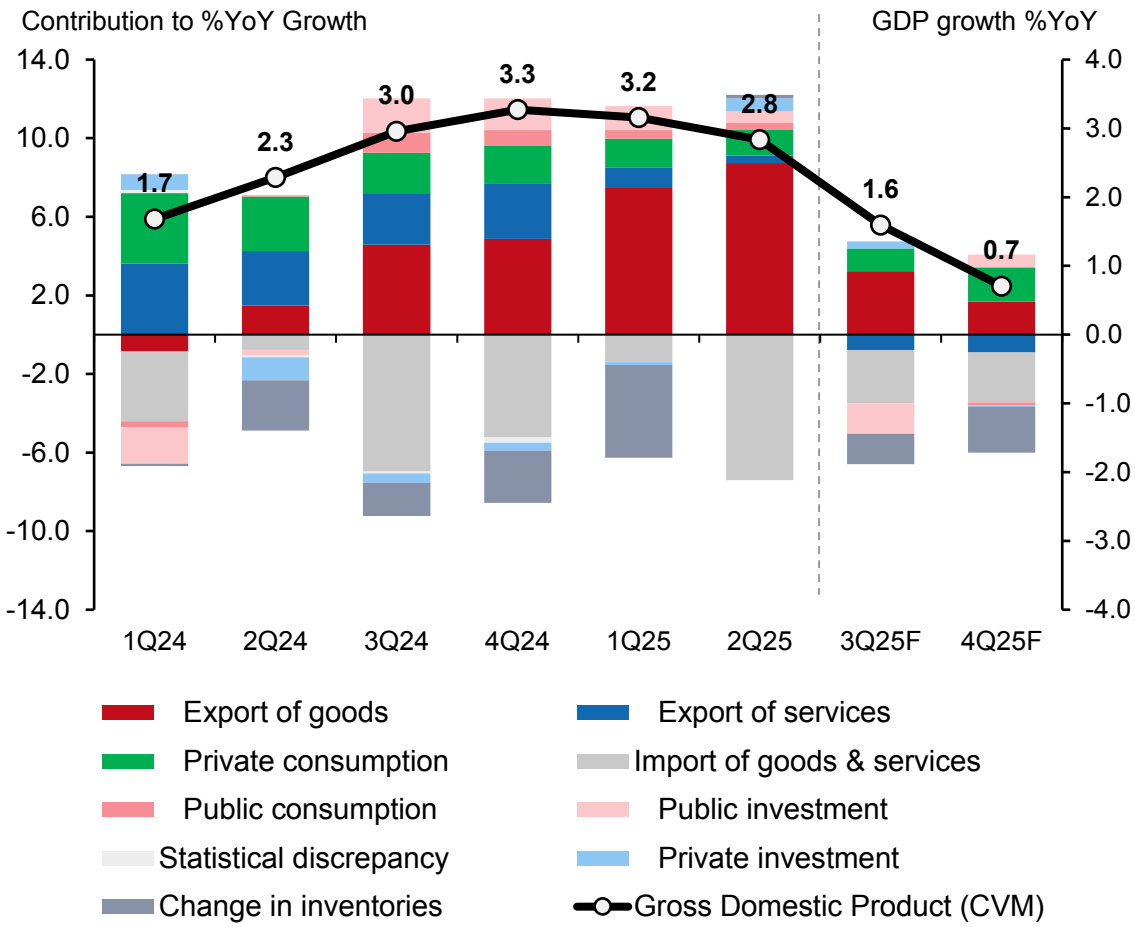
ดัชนีราคา



Source: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรายังคงประมาณการการขยายตัวของ GDP ปี 2025F ไว้ที่ 2.1% และปี 2026F ไว้ที่ 1.6% ตามเดิม

การเติบโตของเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและตัวเลขคาดการณ์



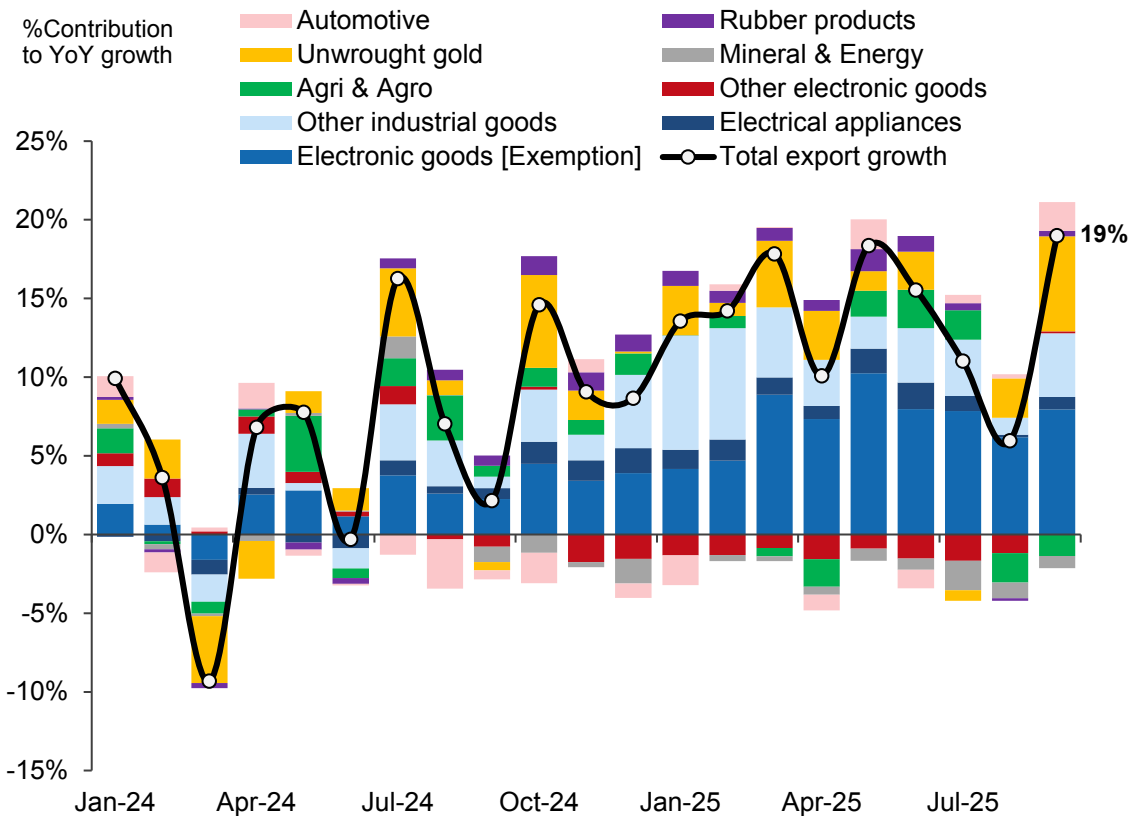
ตารางสรุปตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคและคาดการณ์ GDP

Indicators	Unit	2024	2025F	2026F
GDP	%	2.5	2.1	1.6
Private Consumption	%	4.4	2.4	2.2
Public Consumption	%	2.5	1.0	1.3
Private Investment	%	-1.6	1.0	1.3
Public Investment	%	4.8	4.6	4.4
Exports (f.o.b)	%	4.4	8.9	-4.9
Imports (f.o.b)	%	5.2	6.9	-0.8
Tourist Arrivals	Million	35.5	32.5	34.5
CA Balance	US\$, Bn	11.1	13.8	7.6
Headline Inflation	%	0.4	-0.2	0.8
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	79.7	70.0	75.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.25	1.00
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	33.1	33.8

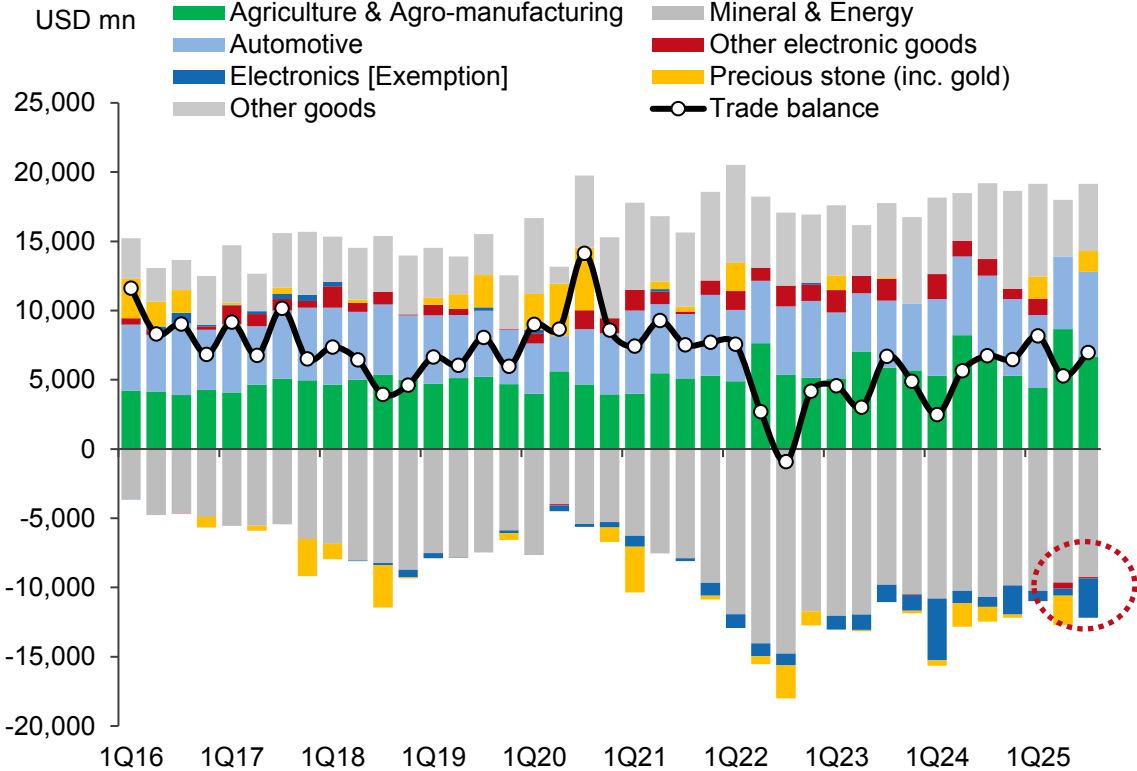
Source: BoT, NESDC, MOC, FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตั้งแต่เดือนมีนาคม การขยายตัวของการส่งออกของไทยเกินกว่าครึ่งมาจากสินค้าอิเล็กทรอนิกส์
ที่ได้รับการยกเว้นภาษีจากรัฐฯ แต่ภาพรวมกลุ่มสินค้านี้ยังคงขาดดุลการค้าอยู่

โครงสร้างการส่งออกของไทย จำแนกตามหมวดสินค้า



ดุลการค้า จำแนกตามหมวดสินค้า

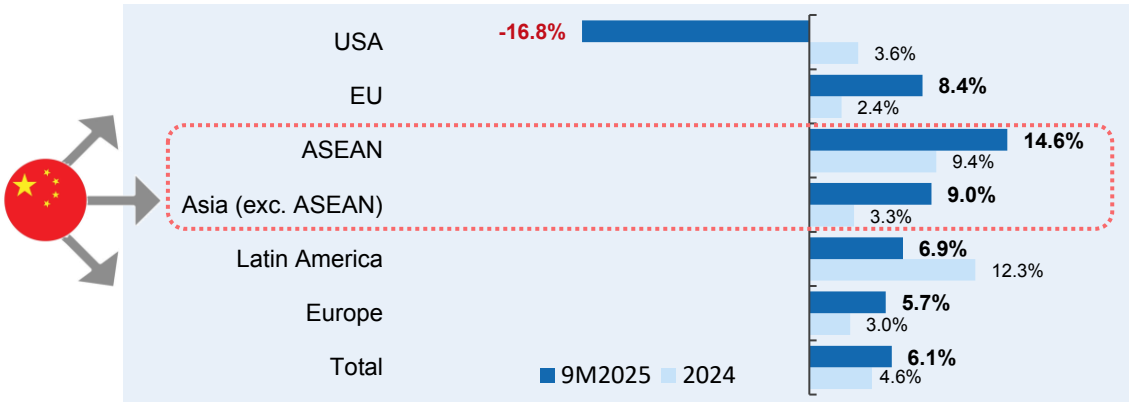


Source: CEIC, BoT, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกของจีนไปสหรัฐฯ หดตัวลงมาก แต่ในทางกลับกันการส่งออกของจีนไปอาเซียนขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง โดยเฉพาะไทยและเวียดนาม

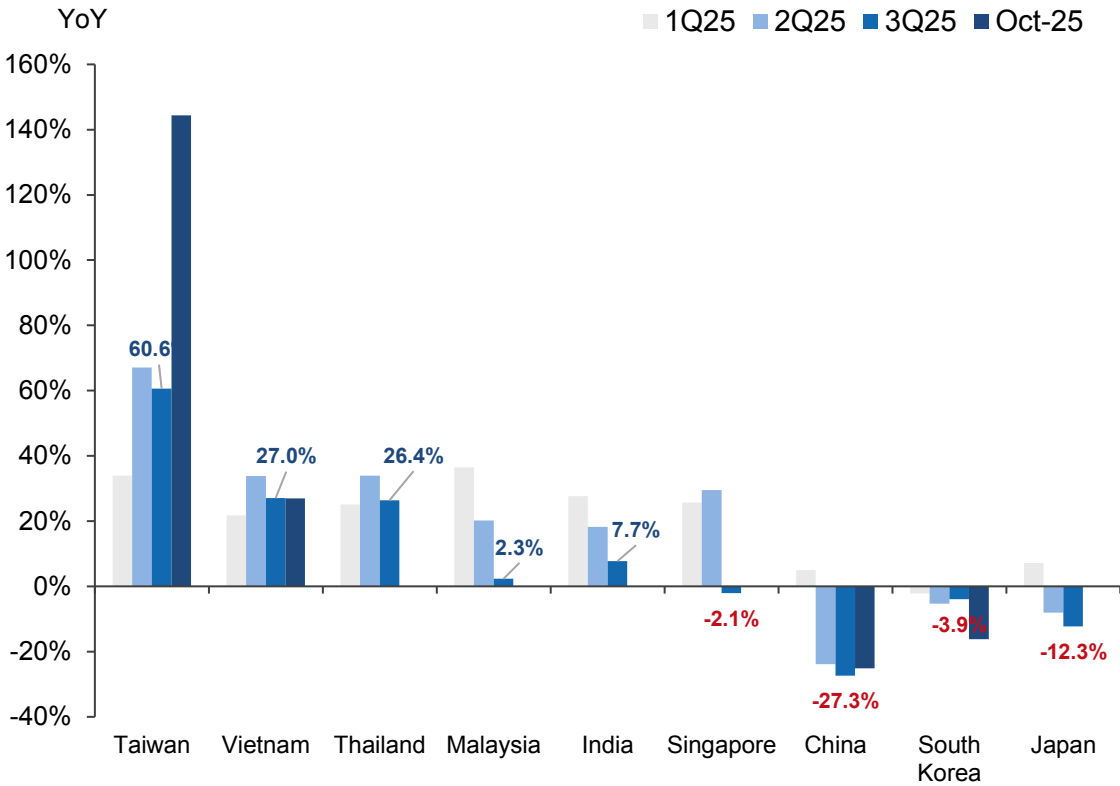


ภาพรวมการส่งออกของจีน รายภูมิภาค



YoY % Growth	2023	2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	CtG Q2-Q3'25
Taiwan	-15.7	9.9	8.1	8.6	16.0	0.3
Vietnam	-3.9	14.4	15.6	22.7	27.8	1.1
Thailand	-2.4	12.0	18.0	25.7	23.6	0.6
Singapore	-3.0	0.04	-11.1	12.4	16.0	0.3
Malaysia	-5.4	12.6	3.0	9.9	3.1	0.2
The Philippines	-16.8	-3.0	5.5	8.2	10.0	0.1
Indonesia	-7.8	16.6	11.7	18.1	13.7	0.3

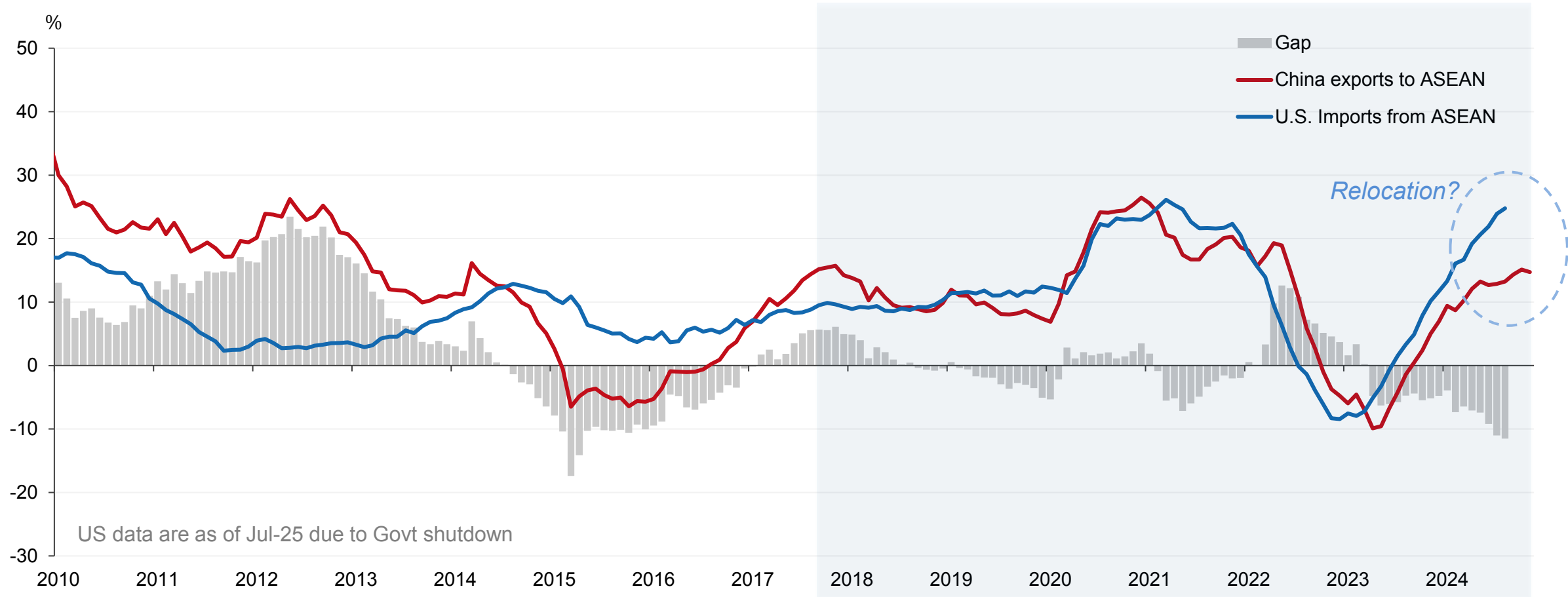
การส่งออกรายเดือนไปสหรัฐฯ ของกลุ่มประเทศในเอเชีย



Source: CEIC, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกของจีนไปอาเซียนมีทิศทางเคลื่อนไหวสอดคล้องกับการนำเข้าของสหรัฐฯ จากอาเซียนตั้งแต่ปี 2018 แต่ทิศทางดังกล่าวกำลังจะเปลี่ยนแปลงไปหรือไม่?

ข้อมูลการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ กับตลาดอาเซียน (12-month rolling sum, %YoY)

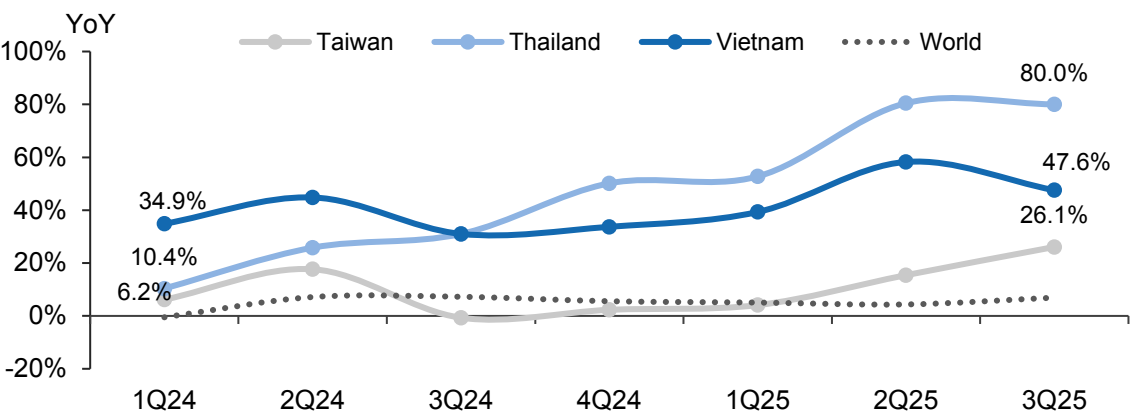


Source: CEIC, China General Administration of Customs, U.S. Census Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

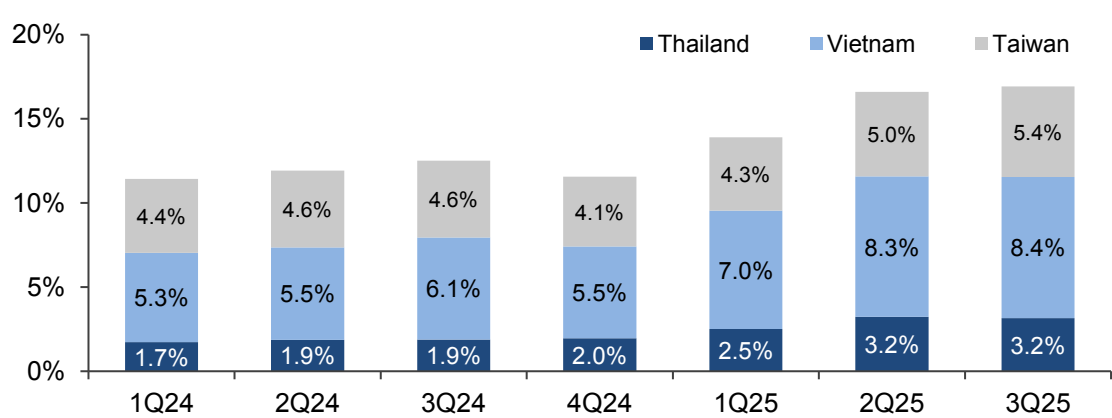
การส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์จากไทยและเวียดนามขยายตัวดีมาก อาานิสงส์จากการยกเว้นภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ สำหรับกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์



ตลาดการส่งออกของจีนในกลุ่มสินค้าที่ได้รับการยกเว้นภาษีนำเข้าจากสหรัฐฯ



สัดส่วนประเทศปลายทางของการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ของจีน



การส่งออกของไทยไปสหรัฐฯ รายการกลุ่มสินค้า

Value (YoY % growth)	2024	Q1 25	Q2 25	Q3 25	CtG YTD 25	Share %YTD 25
High technology	16.1	30.1	40.8	35.5	21.2	63.1
US tariffs exemptions	22.9	34.5	47.8	47.4	14.6	37.4
Medium-technology	11.5	25.2	33.1	9.1	3.2	14.3
Low-technology	19.5	21.6	26.1	10.4	2.8	13.9
Precious stones (inc. gold)	16.4	33.3	0.1	23.4	0.7	3.4
Total	14.7	25.8	35.5	23.5	28.0	94.7

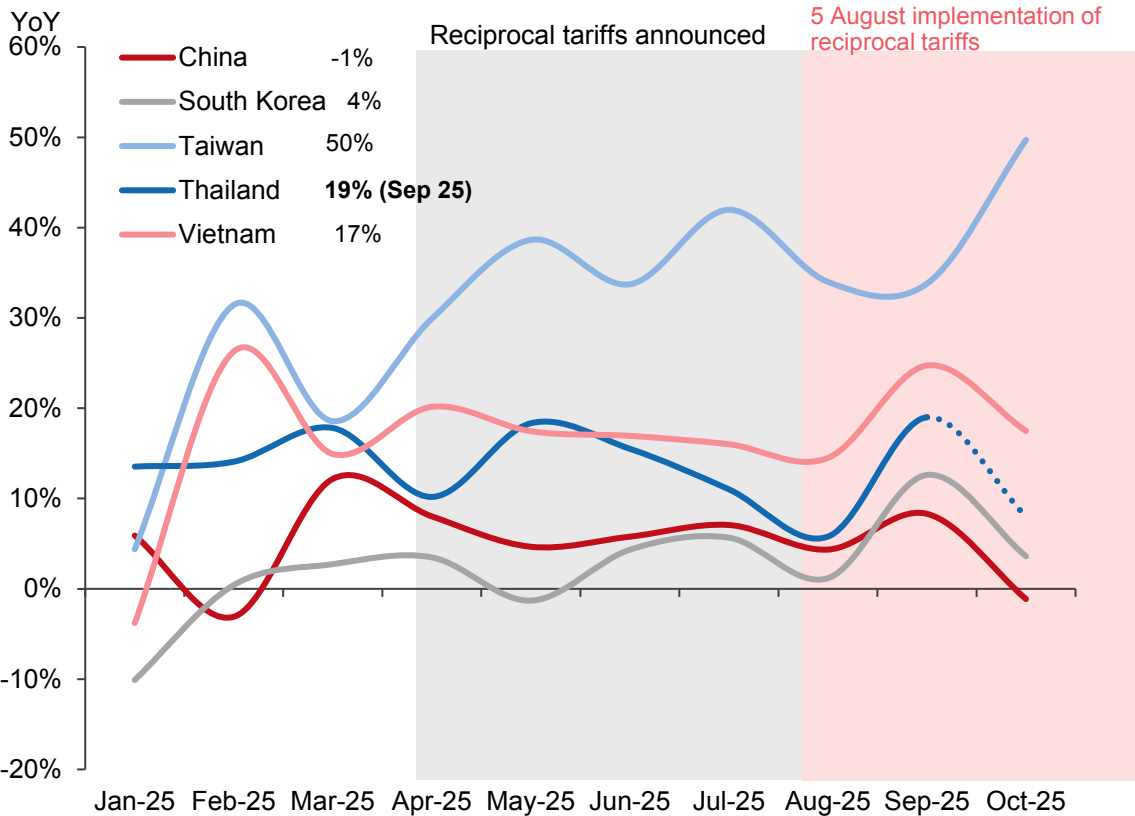
การส่งออกของเวียดนามไปสหรัฐฯ รายการกลุ่มสินค้า

Value (YoY % growth)	2024	Q1 25	Q2 25	Q3 25	CtG YTD 25	Share %YTD 25
High-technology	27.5	26.3	45.3	39.1	19.4	55.8
US tariffs exemptions	32.5	26.1	58.6	70.0	16.2	36.9
Medium-technology	27.4	4.6	14.5	7.5	0.8	8.0
Low-technology	17.0	20.2	25.8	15.2	7.7	36.1
Precious stones (inc. gold)	-41.4	-23.3	-22.7	40.9	0.0	0.2
Total	22.9	21.8	34.7	26.8	28.0	100

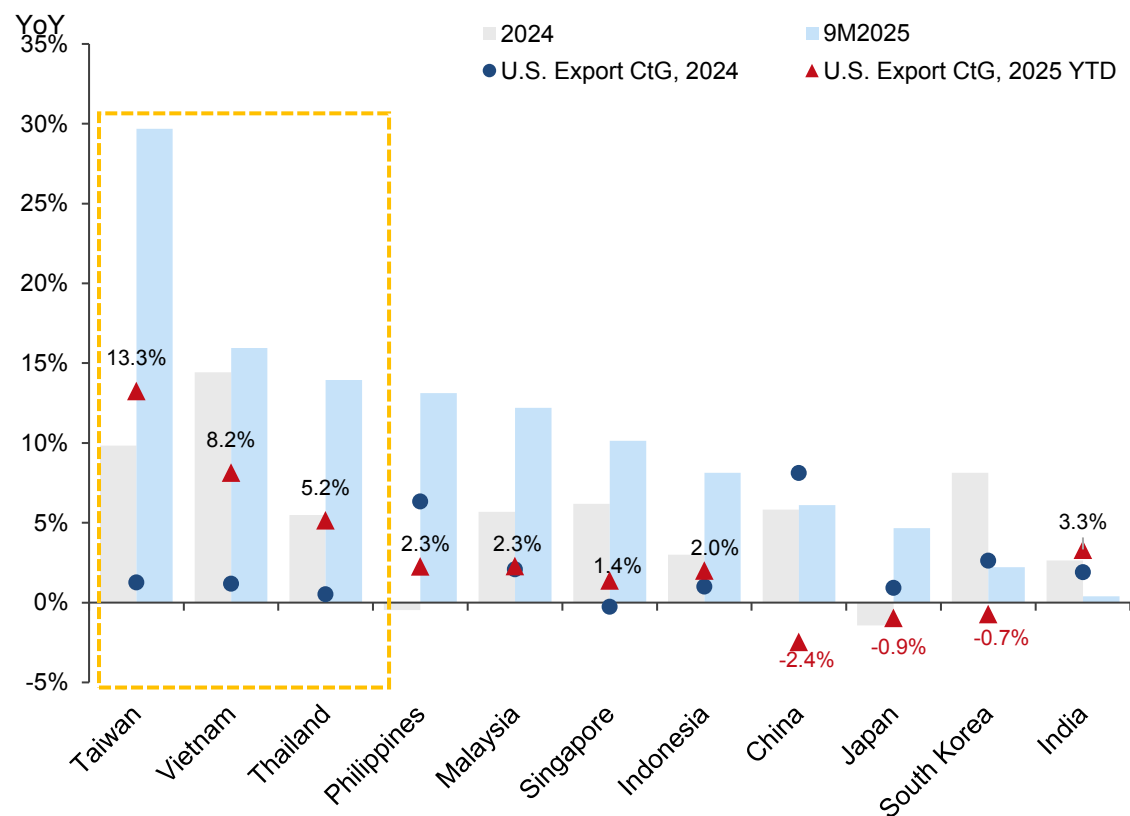
Source: CEIC, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แรงส่งของการส่งออกไทยจะชะลอตัวเมื่อเข้าสู่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2025 สอดคล้องกับแนวโน้มของประเทศในภูมิภาคเดียวกัน

การส่งออกรายเดือนของประเทศในเอเชีย ภายหลังมาตรการภาษีของสหรัฐฯ



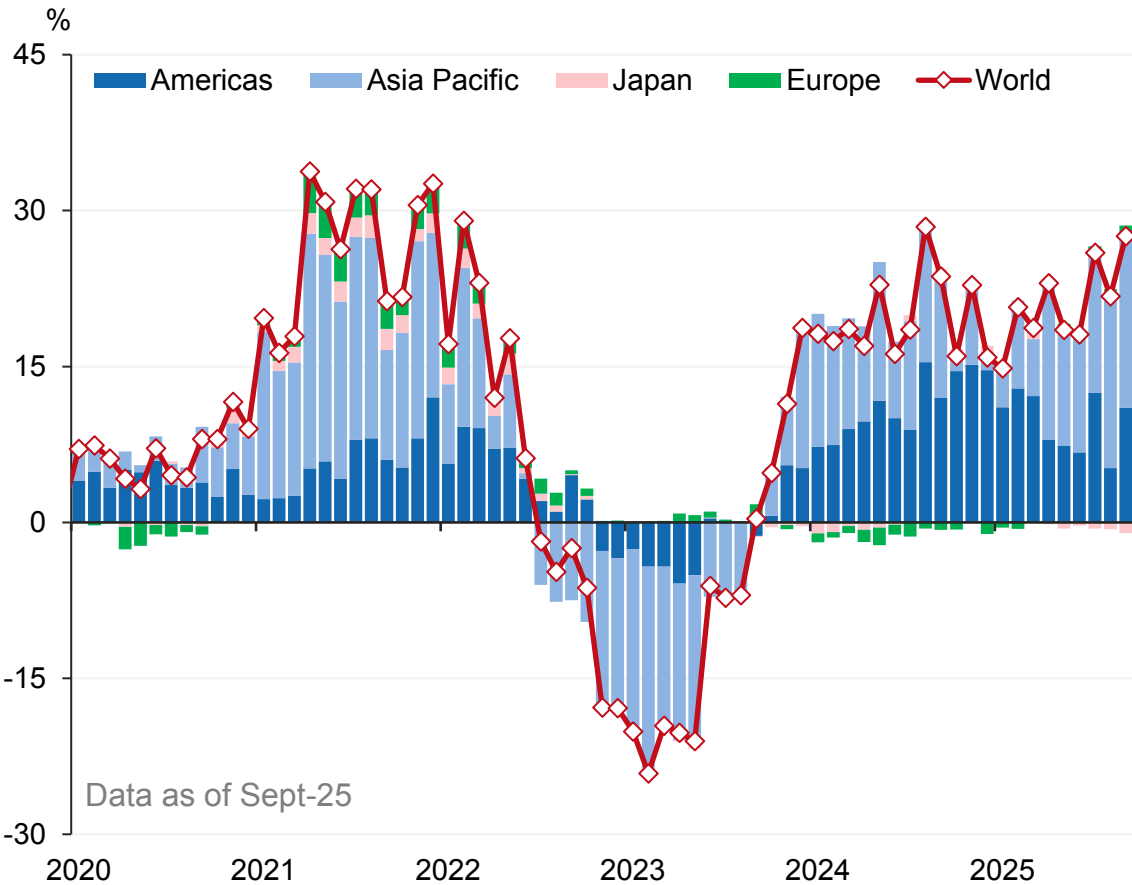
การส่งออกในช่วง 9 เดือนแรกปี 2025 ของประเทศในเอเชีย



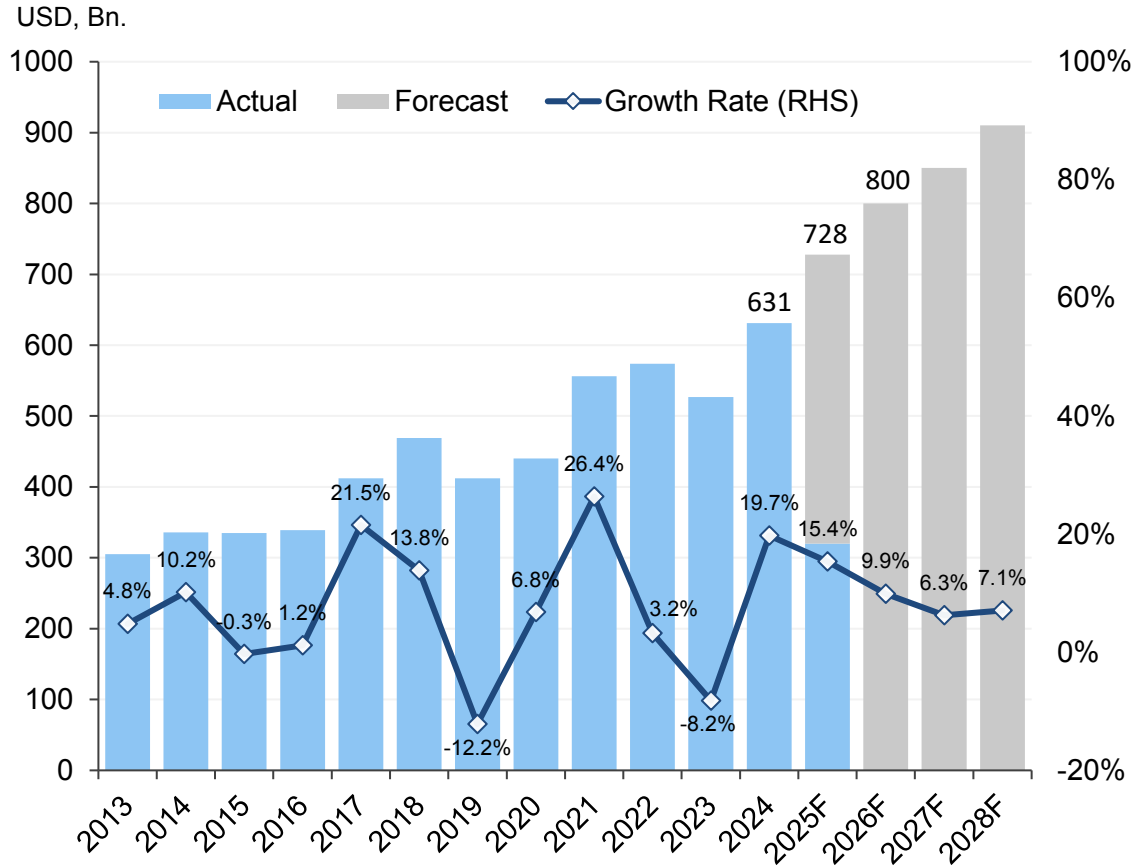
Note: Export to US Growth Contribution (2025 YTD) for the Philippines and Indonesia is calculated based on data available up to July and August 2025, respectively
Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปริมาณการจัดส่งเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกที่โตอย่างแข็งแกร่งช่วยรักษาความสามารถในการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ของไทยให้ขยายตัวได้

การจัดส่งเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจำแนกตามภูมิภาค (%สัดส่วนการสนับสนุนต่อการเติบโต: Contributions to growth)



ตัวเลขจริงและประมาณการตลาดเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลก (หน่วย: พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และ %YoY growth RHS)

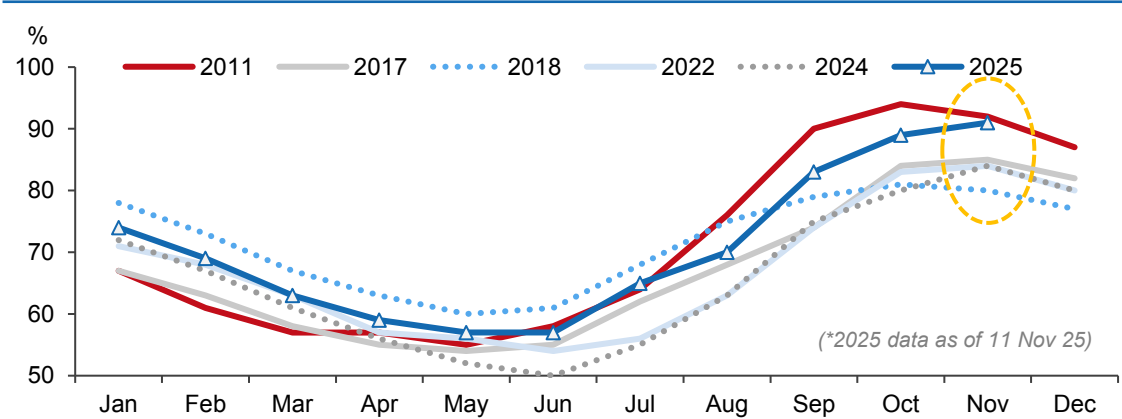


Note: Semiconductor shipment data are based on billings statistics of the WSTS Blue Book.
Source: CEIC, World Semiconductor Trade Statistics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

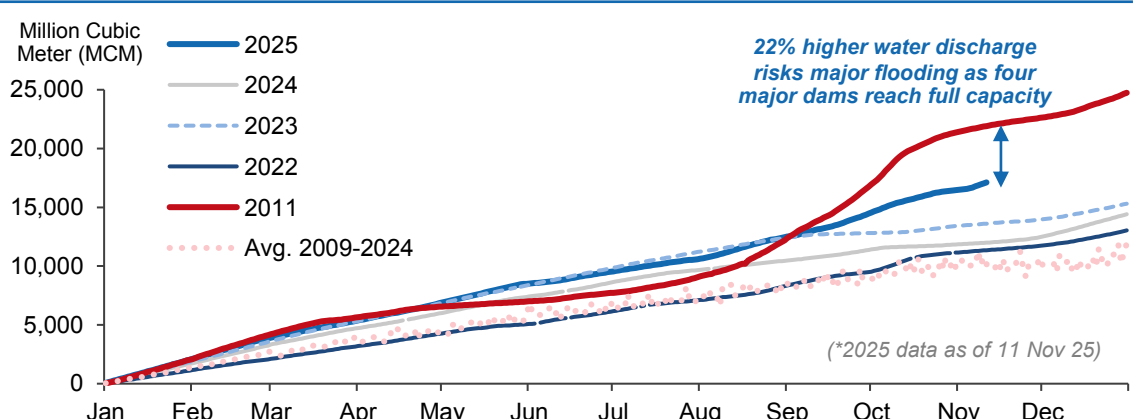
ระดับน้ำในเขื่อนที่สูงขึ้นมากเกือบเทียบเท่าปี 2554 เพิ่มความเสี่ยงต่อการเกิดน้ำท่วมใหญ่ แม้ว่าผลกระทบจากลานีญาจะใกล้สิ้นสุดลง



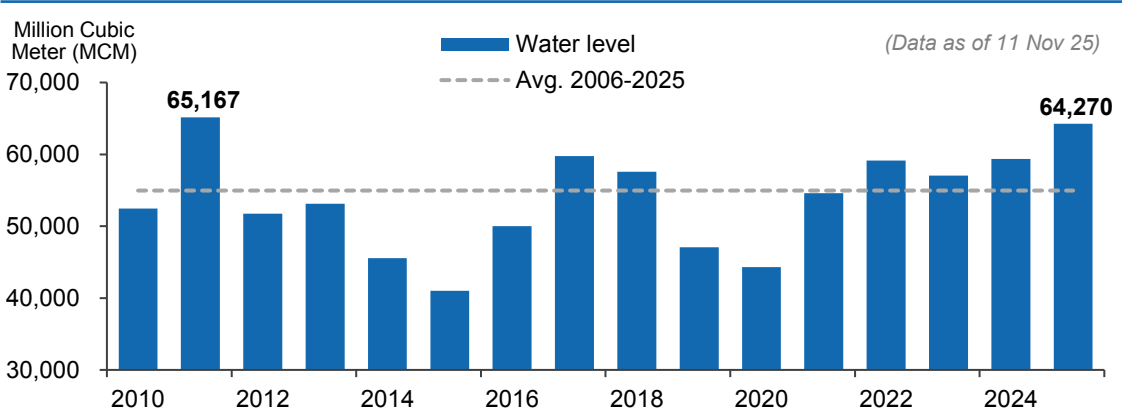
ระดับความจุน้ำของเขื่อนขนาดใหญ่ทั่วประเทศ



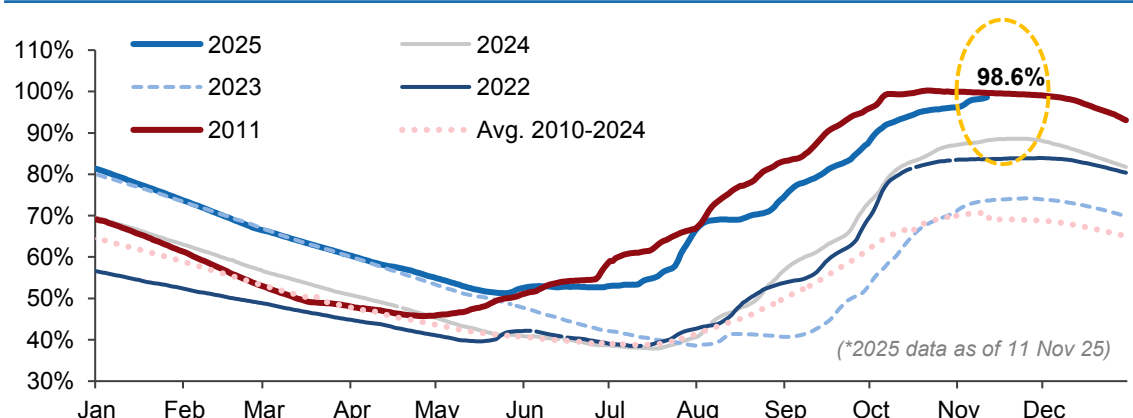
ระดับการระบายน้ำจากเขื่อนหลัก 4 แห่งในลุ่มน้ำเจ้าพระยา



ปริมาณน้ำกักเก็บรวมในเขื่อนขนาดใหญ่ทั่วประเทศ



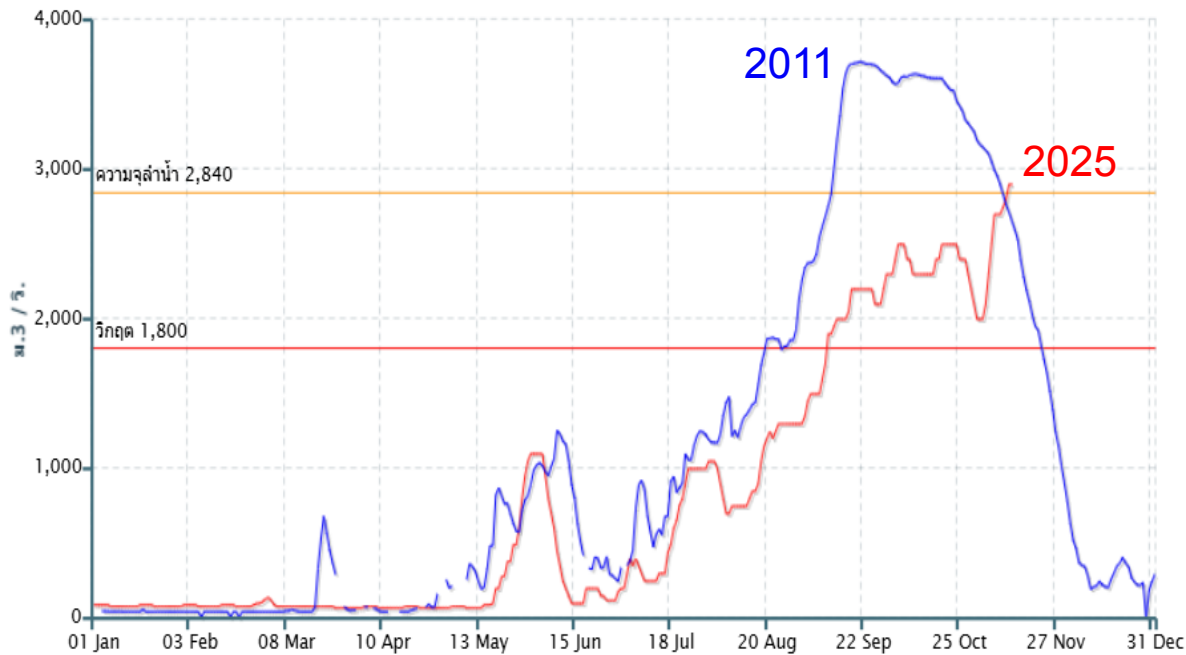
ระดับความจุน้ำของเขื่อนหลัก 4 แห่งในลุ่มน้ำเจ้าพระยา



Source: National Hydroinformatics Data Center, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

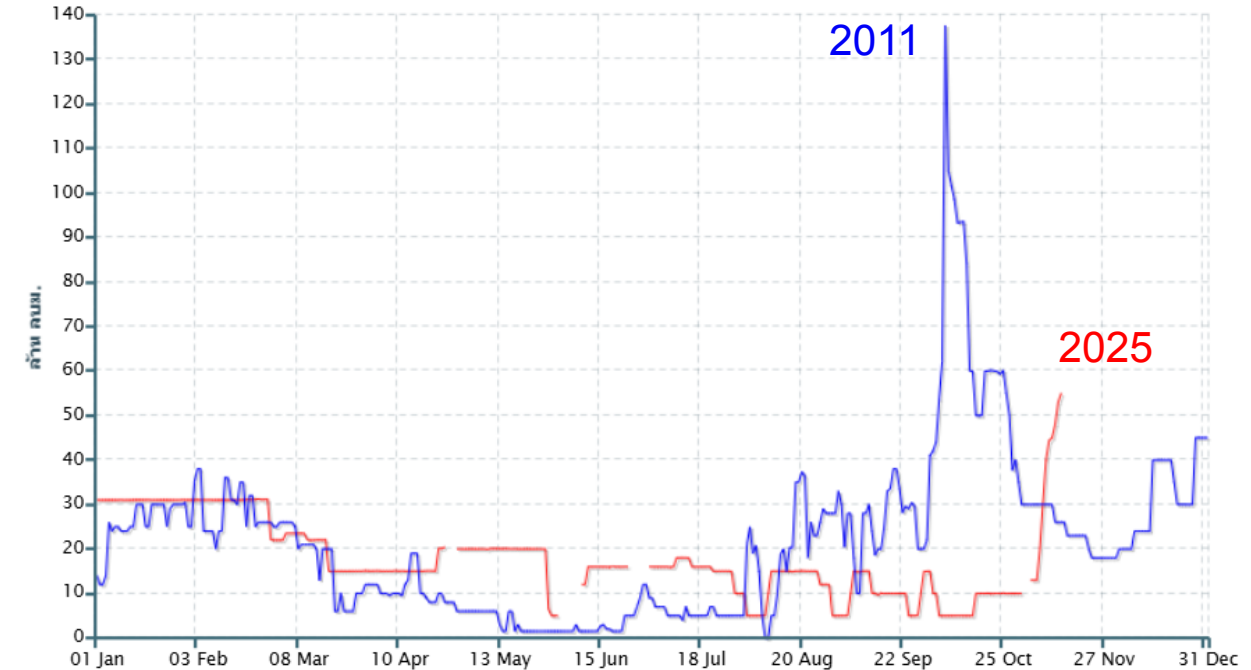
นอกจากการติดตามปริมาณน้ำฝนและการคาดการณ์ภัยแล้งแล้ว ควรจับตาอัตราการระบายน้ำจากเขื่อนภูมิพลและเขื่อนเจ้าพระยาอย่างใกล้ชิดเพื่อประเมินความเสี่ยงของน้ำท่วมรุนแรง

อัตราการระบายน้ำจากเขื่อนเจ้าพระยา (M^3 /วินาที)



$2,900 M^3$ per sec $\approx$ 250 Million M^3 per day

อัตราการระบายน้ำจากเขื่อนภูมิพล (Million M^3 /วัน)



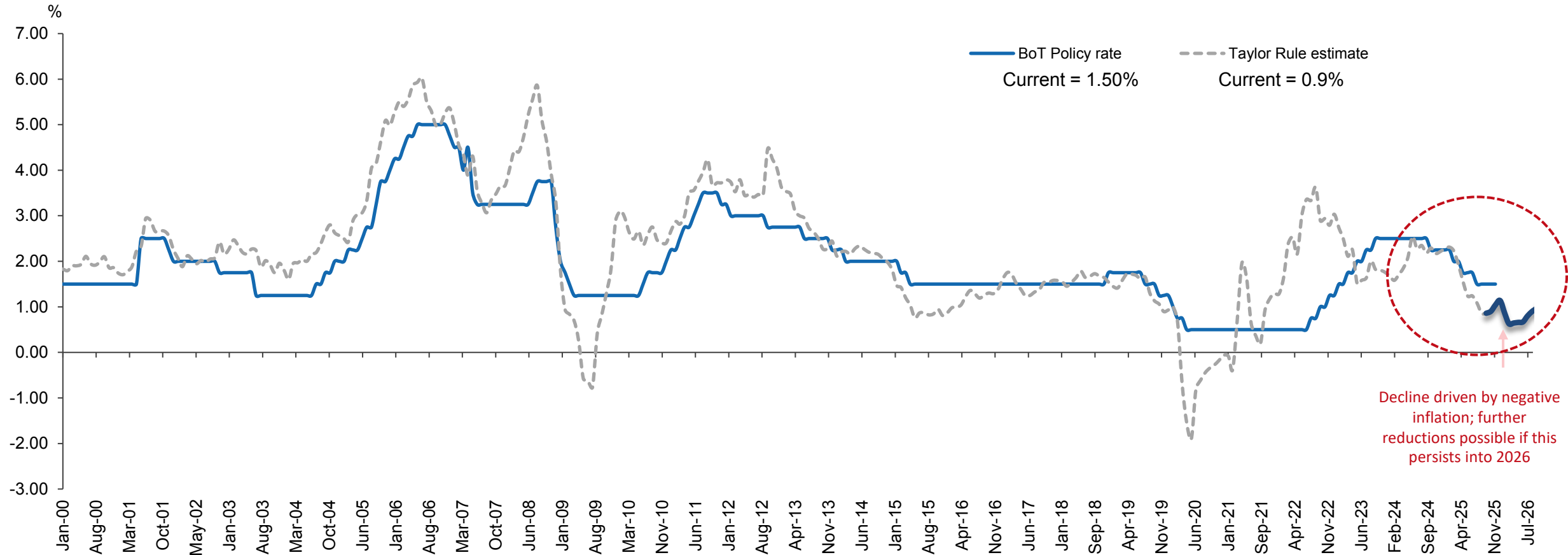
55 Million M^3 per day $\approx$ 636.5 M^3 per sec

1 Million M^3 per day $\approx$ 11.57 M^3 per sec

กฎของเทย์เลอร์บ่งชี้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายสามารถปรับลดจากระดับปัจจุบันลงมาใกล้ 1.00% ได้โดยประมาณ และคาดการณ์ว่าการปรับลดจะต่อเนื่องไปจนถึงช่วงกลางปี 2026



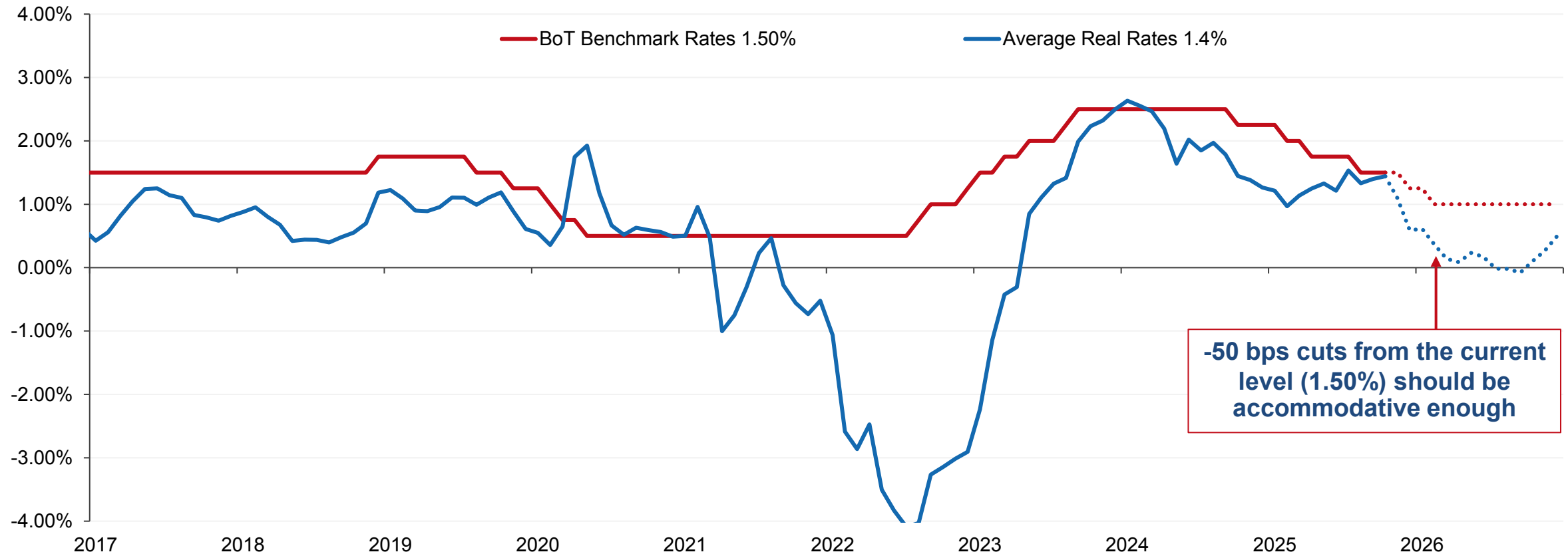
แบบจำลองตามกฎของเทย์เลอร์และอัตราดอกเบี้ยนโยบายอ้างอิงของไทย



Note: The estimation is based on the model assumptions in *An Independent Evaluation of the Bank of Thailand's Monetary Policy under the Inflation Targeting Framework, 2000–2010* by S. Greenville and T. Ito.

Source: BoT, CEIC, NESDC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราดอกเบี้ยนโยบายเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงโดยเฉลี่ย¹



Note: 1\ Average Real interest rates are calculated based on our projected headline and core inflation
Source: CEIC, MOC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคาดว่าจะเกิดการแสวงหาหุ้นของเงินทุนระหว่างอุตสาหกรรม (Sector Rotation) ขึ้นในระยะข้างหน้า โดยกลุ่มที่เราคาดว่าจะได้รับอานิสงส์หลักได้แก่ อุตสาหกรรมบริการด้านสุขภาพ (Healthcare) และการเงิน (Financials)



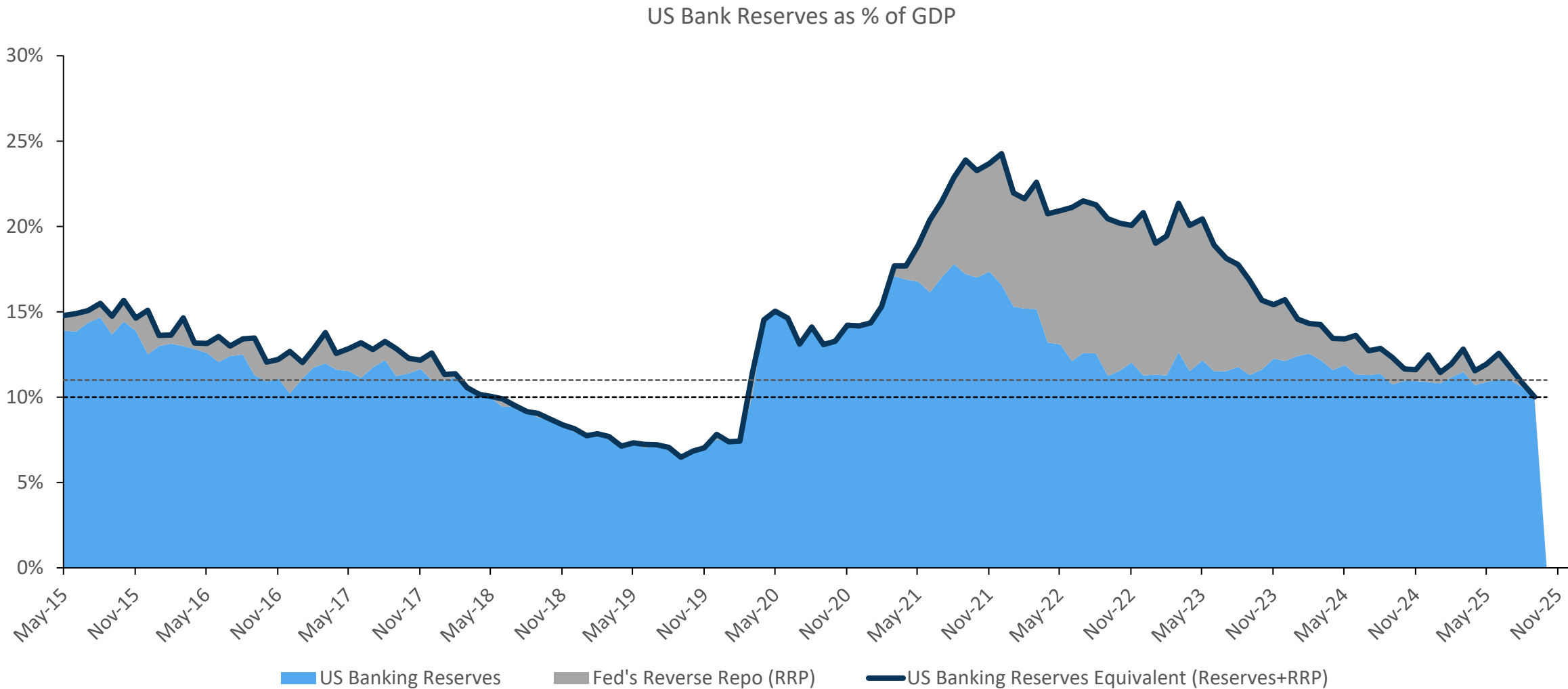
ธนาคารกลางสหรัฐ ถูกบีบให้ยอมผ่อนคลายการควบคุมงบดุล เพื่อพยุงสภาพคล่อง ท่ามกลางการขาดดุลการคลังขนาดใหญ่ของรัฐบาล

- เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ในสหรัฐ รวมถึงสภาพคล่องส่วนเกินในตลาด RRP ได้ปรับลดลงต่ำกว่าระดับที่ Fed ประเมินว่าเหมาะสมที่ราว 10-11% ของ GDP อันเป็นผลจากการขาดดุลงบประมาณขนาดใหญ่ของภาครัฐที่ยืดเยื้อมายาวนาน
- เมื่อระดับเงินสำรองลดลง ความตึงตัวในตลาดเงินก็เริ่มทวีขึ้น ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยสำคัญอย่าง SOFR (Secured Overnight Funding Rate) และ EFFR (Effective Federal Funds Rate) เคลื่อนไหวสูงกว่ากรอบเป้าหมายที่ Fed กำหนดไว้ ทำให้ผลของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายรวมกันกว่า -50 bps ในเดือน ก.ย. และ ต.ค. ที่ผ่านมา ไม่สามารถส่งผ่านไปยังระบบการเงินได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ
- ขณะเดียวกัน ตลาดกู้ยืมระยะสั้นโดยมีพันธบัตรเป็นสินทรัพย์ค้ำประกัน หรือ Repo ก็ได้กลายเป็นช่องทางจัดหาเงินทุนหลักสำหรับรองรับการขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยมีการเติบโตสูงถึง 0.4-0.8 ล้านล้านดอลลาร์ต่อปี สถานการณ์ดังกล่าวทำให้ Fed มีความจำเป็นต้องรักษาเสถียรภาพของตลาด Repo เอาไว้ให้มีสภาพคล่องเพียงพอต่ออุปสงค์การกู้ยืมของรัฐบาล ขณะที่ผู้บริหารระดับสูงของธนาคารกลางนิวยอร์กได้ส่งสัญญาณยืนยันต่อสาธารณะว่า Fed อาจต้องกลับมาขยายงบดุลอีกครั้งตั้งแต่ปี 2026 เป็นต้นไป

Fed จำเป็นต้องระมัดระวังอย่างยิ่งในการใช้นโยบายเพิ่มสภาพคล่อง ให้ไม่เกิดการอัดฉีดไปในราคาสินทรัพย์ซึ่งอยู่ในระดับค่อนข้างแพงอยู่แล้วปรับสูงขึ้นอีก

- บทเรียนจากมาตรการ QE (Quantitative Easing) หลังวิกฤตโควิดในปี 2020 ได้สะท้อนอย่างชัดเจนว่า การอัดฉีดสภาพคล่องจำนวนมากส่งผลให้เศรษฐกิจเกิดการฟื้นตัวแบบ “K-Shape” ที่รุนแรงที่สุดในรอบหลายทศวรรษ ความเหลื่อมล้ำระหว่างตลาดหุ้นที่พุ่งสูงขึ้นต่อเนื่อง กับความมั่นใจของผู้บริโภคที่ตกต่ำสวนทางจากผลของค่าครองชีพที่เพิ่มขึ้นสูง ยังปรากฏอยู่แม้ผ่านจากโควิดมากกว่า 5 ปีแล้วก็ตาม ขณะที่สภาพคล่องส่วนเกินที่เกิดจากผลของนโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นเกินกว่าควร ก็ได้กลายเป็นชนวนเร่งพฤติกรรมเก็งกำไรเกินควรของนักลงทุนเพิ่มมากขึ้น และได้ฝังรากลึกอยู่ในวิถีคิดของนักลงทุนรายย่อยจำนวนมาก
- ในระยะข้างหน้า เราคาดว่าจะเกิดการแสวงหาหุ้นของเงินทุนระหว่างอุตสาหกรรม (Sector Rotation) หลังตลาดหุ้นมีการกระจุกตัวมากขึ้นอย่างมีนัย โดยเฉพาะจากแรงผลักดันของธีม AI ที่เป็นตัวนำตลาดมาตลอดช่วงที่ผ่านมา โดยกลุ่มที่เราคาดว่าจะได้รับอานิสงส์หลักจากการหมุนเวียนของเงินทุน ได้แก่ **อุตสาหกรรมบริการด้านสุขภาพ (Healthcare) และการเงิน (Financials)** ขณะที่ **ภาคพลังงาน (Energy)** อาจกลับมาโดดเด่นในฐานะ “Contrarian Trade” ในปี 2026

เงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ในสหรัฐฯ รวมถึงสภาพคล่องส่วนเกินในตลาด RRP ได้
ปรับลดลงต่ำกว่าระดับที่ Fed ประเมินว่าเหมาะสมที่ราว 10-11% ของ GDP

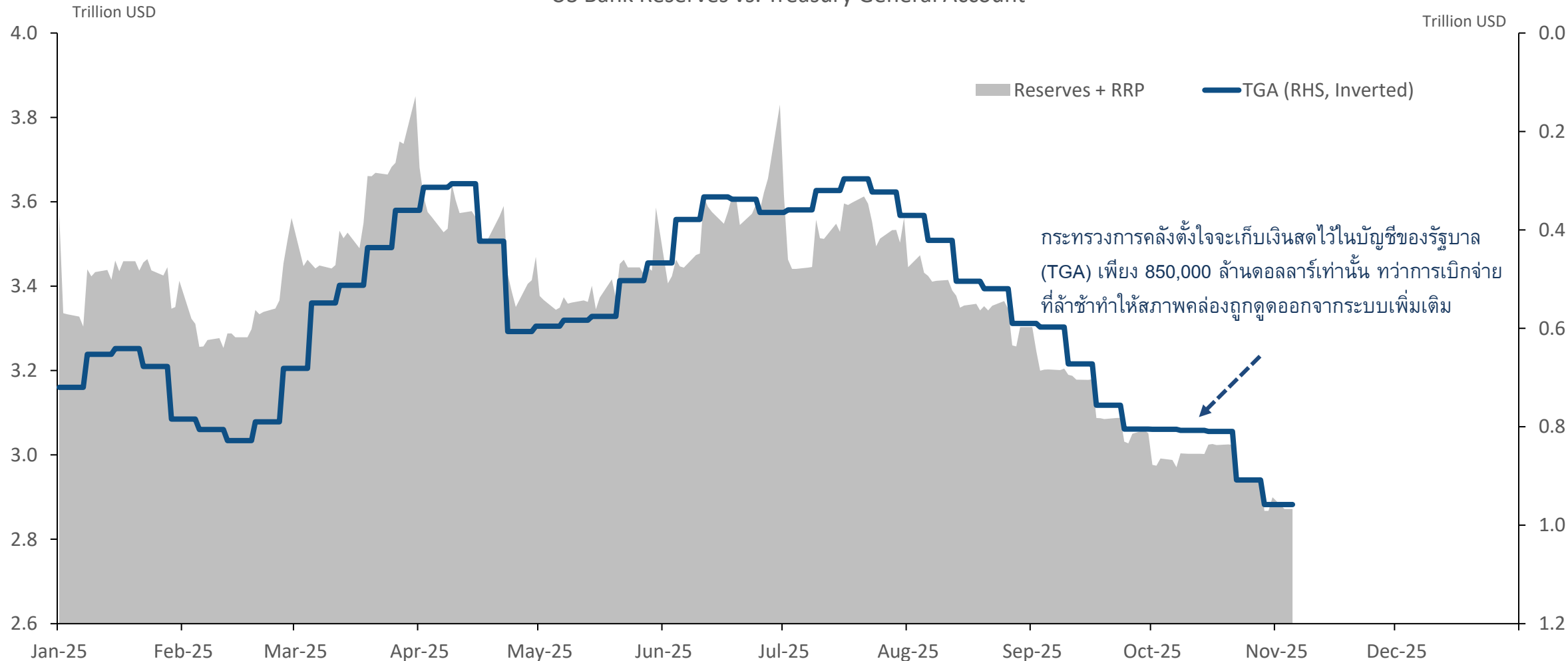


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การดึงตัวของสภาพคล่องทวีความรุนแรงมากขึ้นจากผลของการปิดทำการของ
รัฐบาล (Government Shutdown) ที่ยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์



US Bank Reserves vs. Treasury General Account

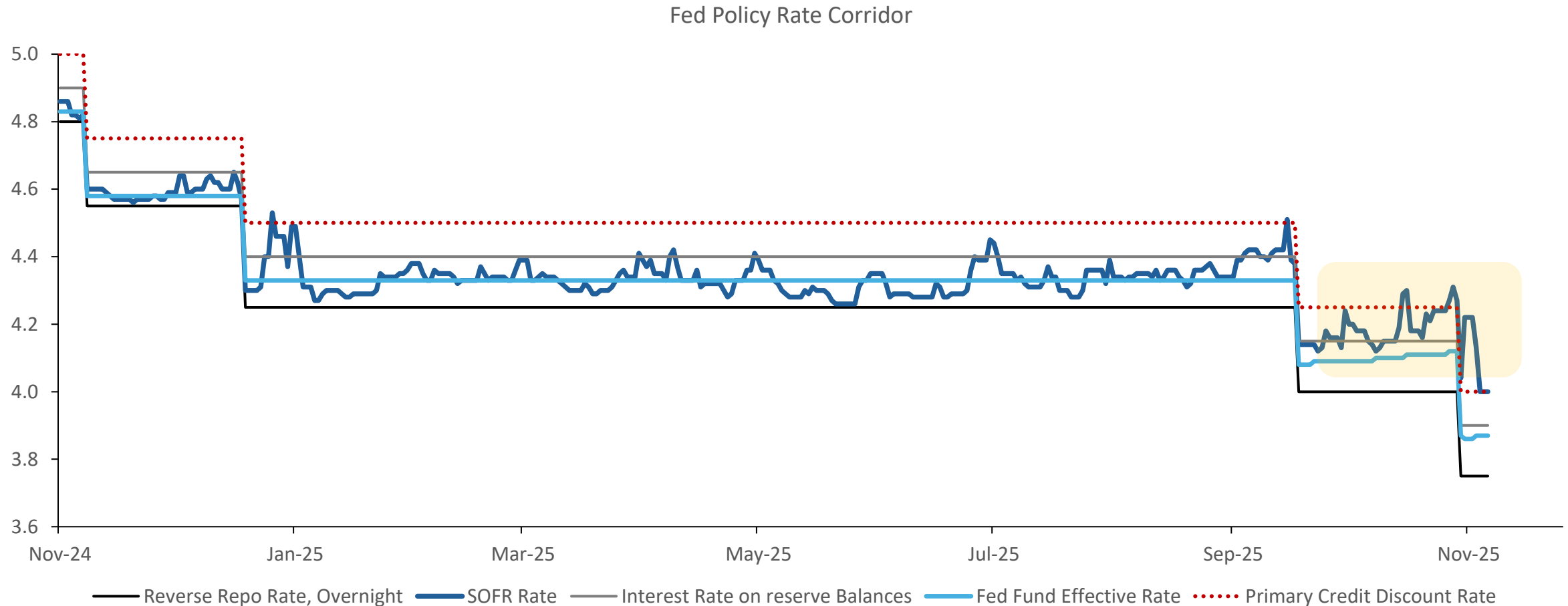


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เมื่อระดับเงินสำรองลดลง ความตึงตัวในตลาดเงินก็เริ่มทวีขึ้น



อัตราดอกเบี้ยสำคัญอย่าง **SOFR (Secured Overnight Funding Rate)** และ **EFFR (Effective Federal Funds Rate)** เคลื่อนไหวสูงกว่ากรอบเป้าหมายที่ Fed กำหนดไว้ สะท้อนถึงสภาพคล่องที่เริ่มขาดแคลน



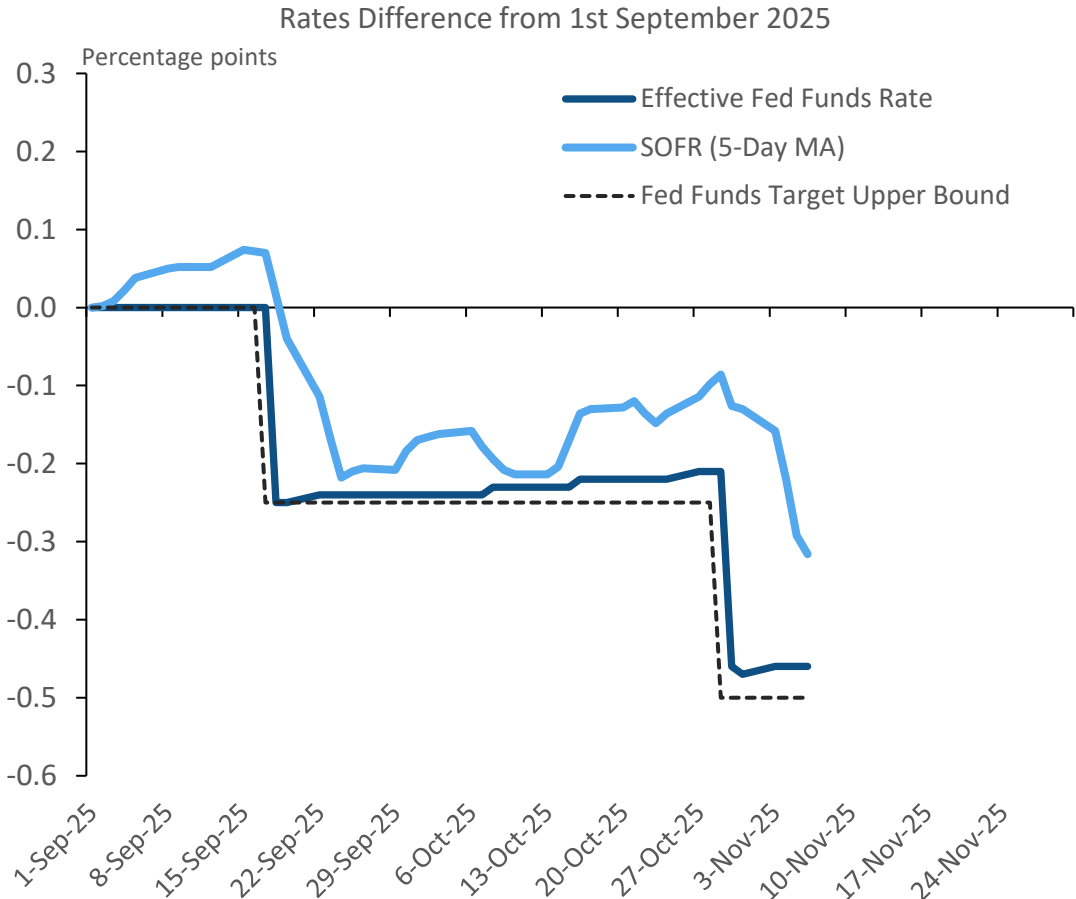
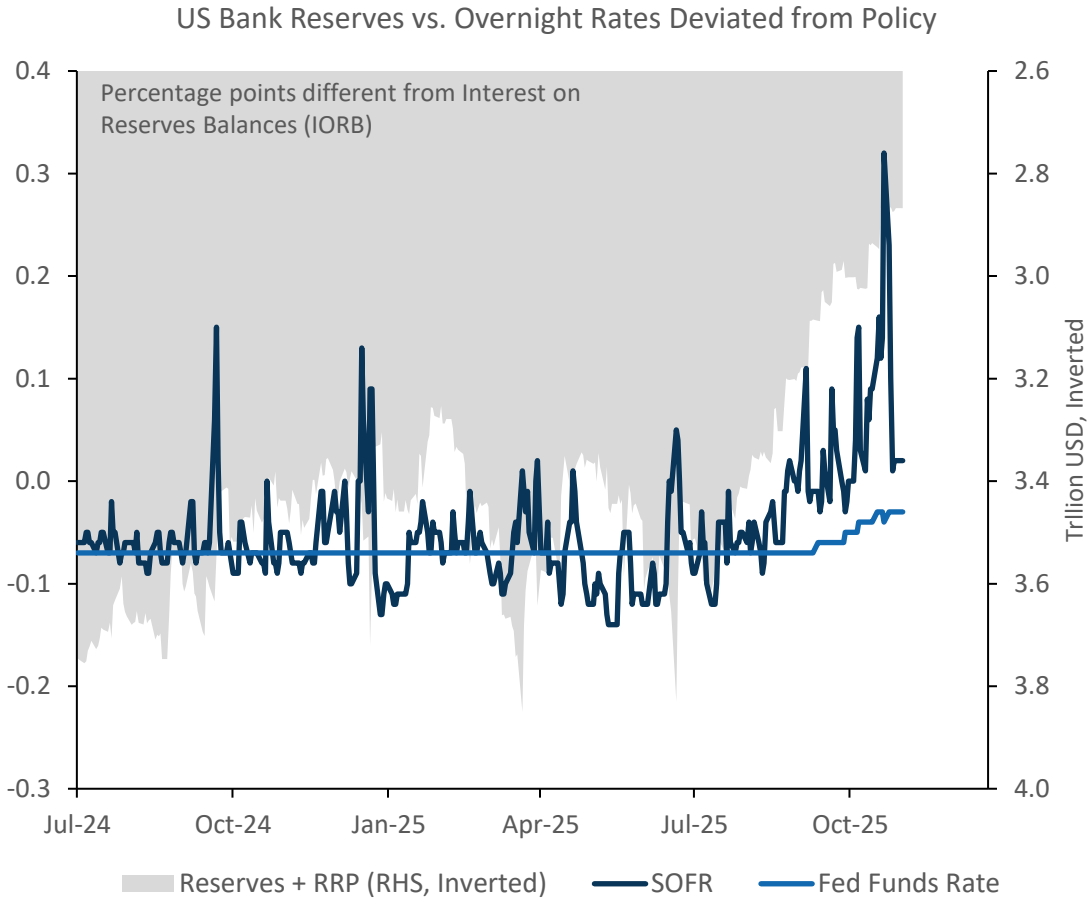
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ของการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายรวมกันกว่า -50 bps ในเดือน ก.ย. และ ต.ค. ที่ผ่าน
มา ไม่สามารถส่งผ่านไปยังระบบการเงินได้อย่างเต็มประสิทธิภาพ



ส่วนต่างของ SOFR และ EFFR จากอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (IORB) ขยายตัว
ต่อเนื่องจากความต้องการเงินสดที่เพิ่มขึ้น

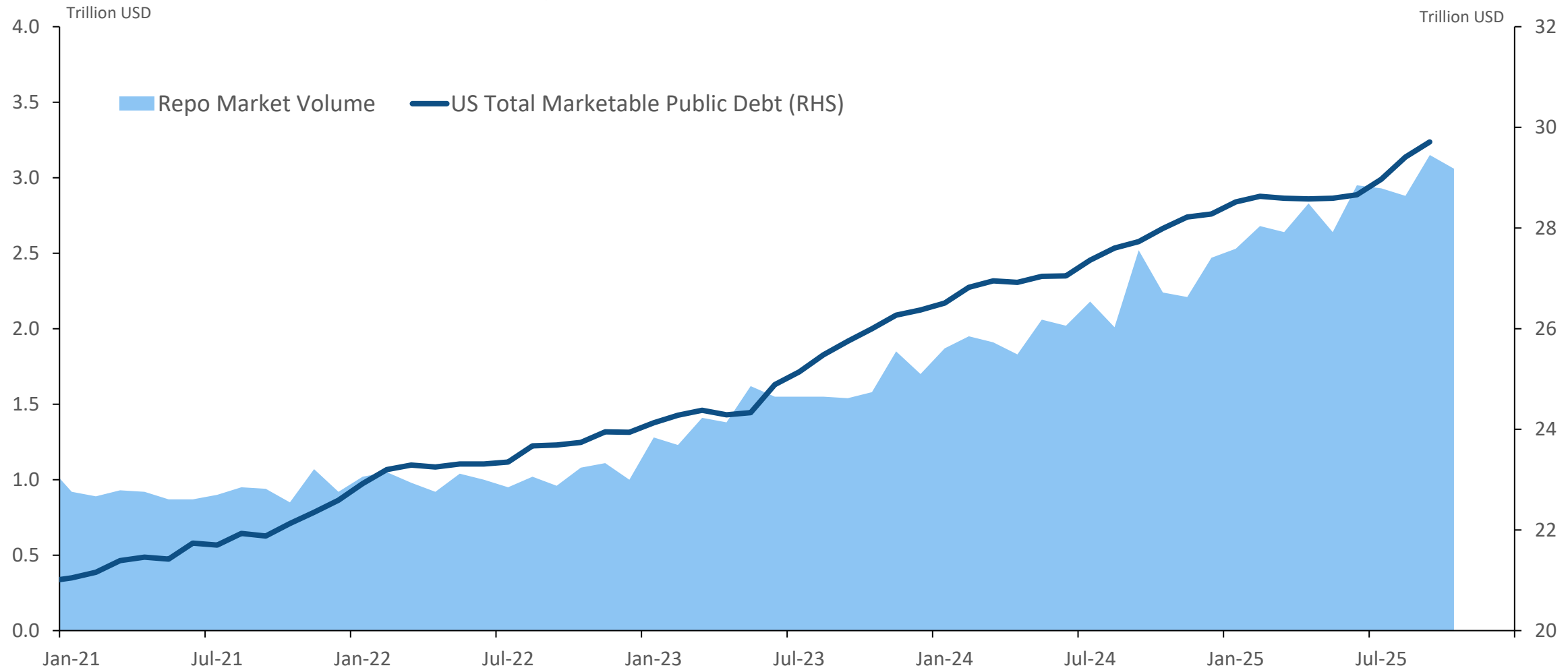
ทำให้อัตราดอกเบี้ย SOFR ซึ่งเป็น Benchmark สำหรับการระดมทุนในระยะ
สั้น ปรับลดลงเพียงแค่วางกึ่งหนึ่งของการลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed



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

ตลาดกู้ยืมระยะสั้นโดยมีพันธบัตรเป็นสินทรัพย์ค้ำประกัน หรือ Repo มีการเติบโตขึ้น
สอดคล้องกับการขาดดุลการคลัง...

Repo Market Size & Total US Marketable Public Debt



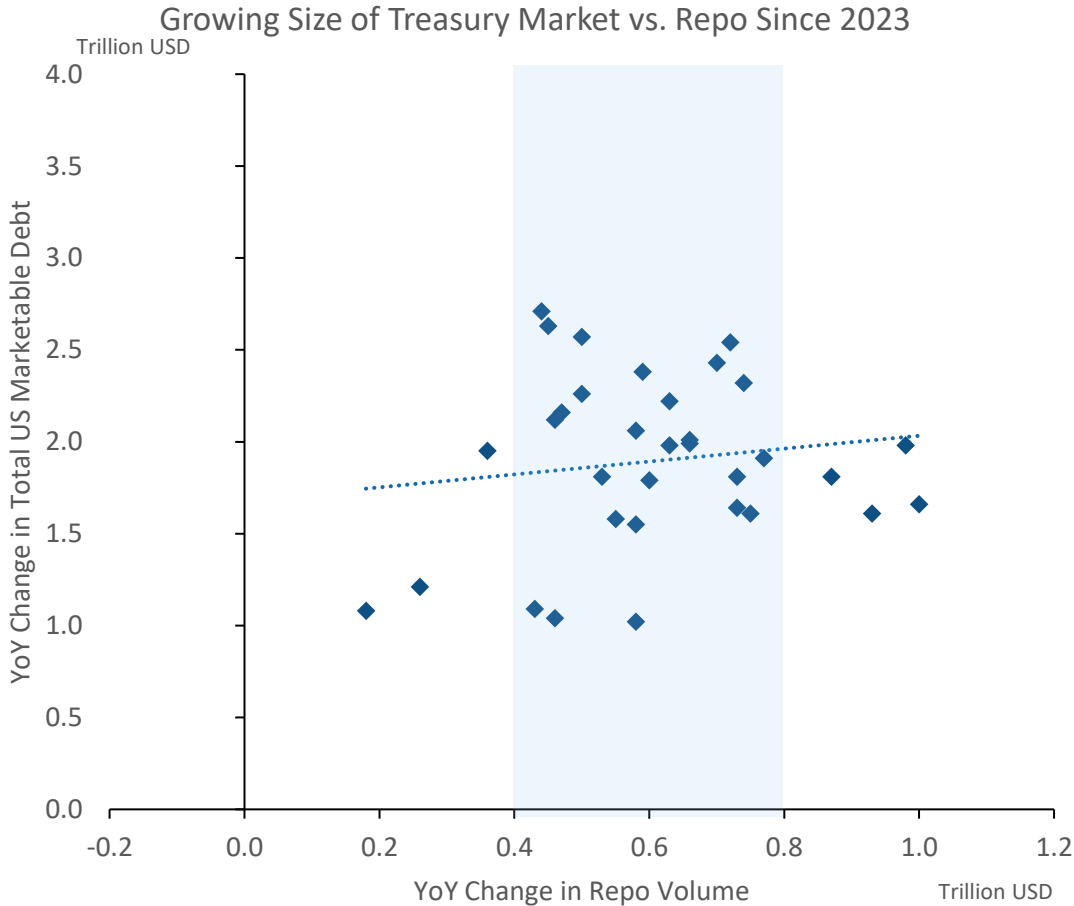
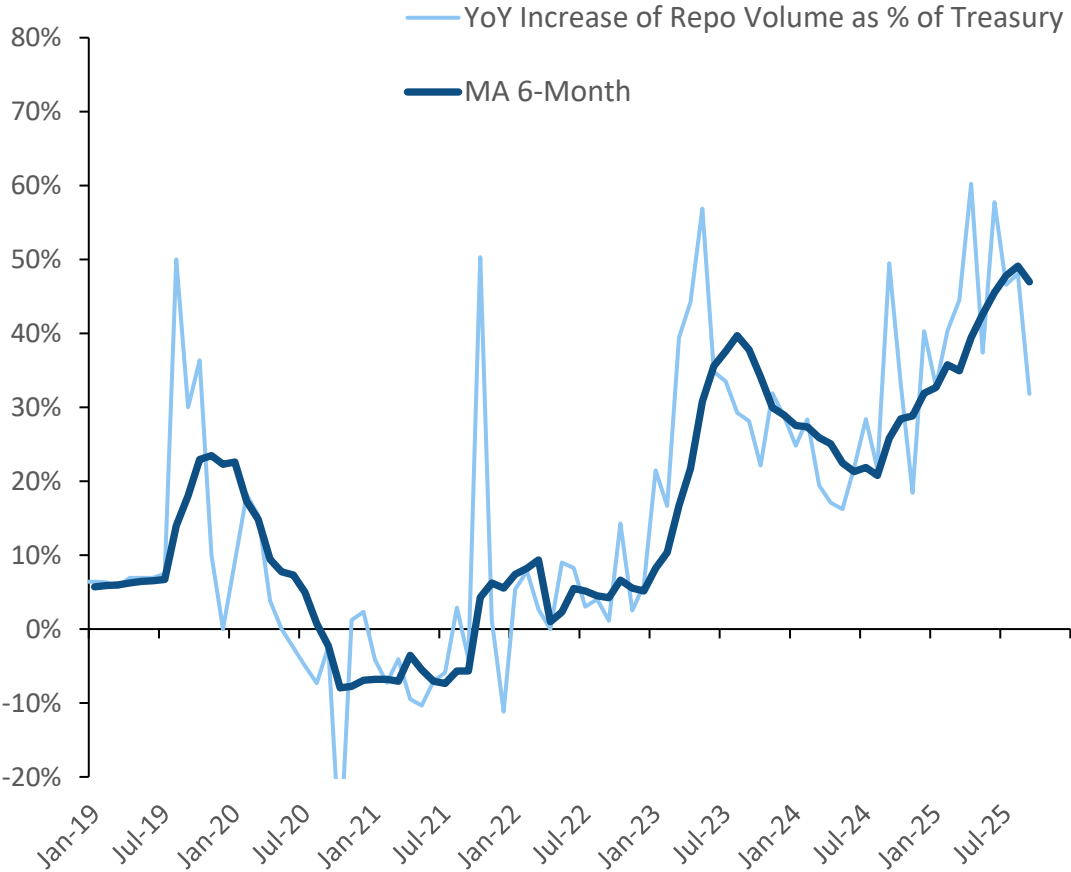
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

...และได้กลายเป็นช่องทางจัดหาเงินทุนหลักสำหรับรองรับการขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยมีการเติบโตสูงถึง 0.4-0.8 ล้านล้านดอลลาร์ต่อปี



ตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นมา ตลาด Repo ได้มีบทบาทสำคัญเพิ่มมากขึ้นในการจัดหาเงินทุนให้กับกระทรวงการคลัง

โดยตลาด Repo มีการเติบโตอยู่ที่ประมาณ 0.4-0.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ต่อปี ขณะที่การขาดดุลการคลังอยู่ที่ราวปีละ 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ



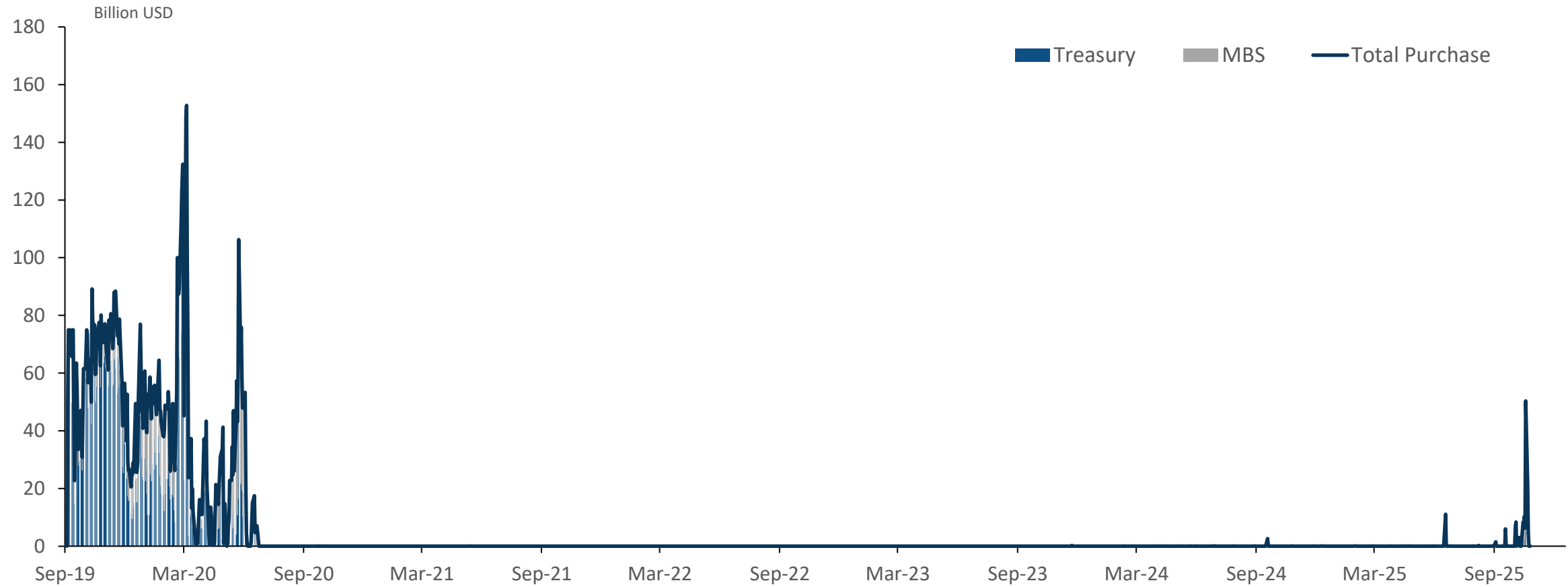
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Standing Repo Facility หรือเครื่องมือช่วยเพิ่มสภาพคล่องชั่วคราวของ Fed ได้ถูกนำมาใช้งานอีกครั้งในรอบ 5 ปี สะท้อนว่า Fed ต้องเข้ามาช่วยเสริมสภาพคล่องในตลาด



การอัดฉีดสภาพคล่องของ Fed ผ่าน Standing Repo Facility มีมูลค่าสูงกว่า 50,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อรองรับความต้องการเงินสดในช่วงสิ้นเดือน ถือเป็นระดับที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ก่อนเริ่มมาตรการ Quantitative Easing (QE) ในปี 2020

Fed Open Market Repo Operation



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

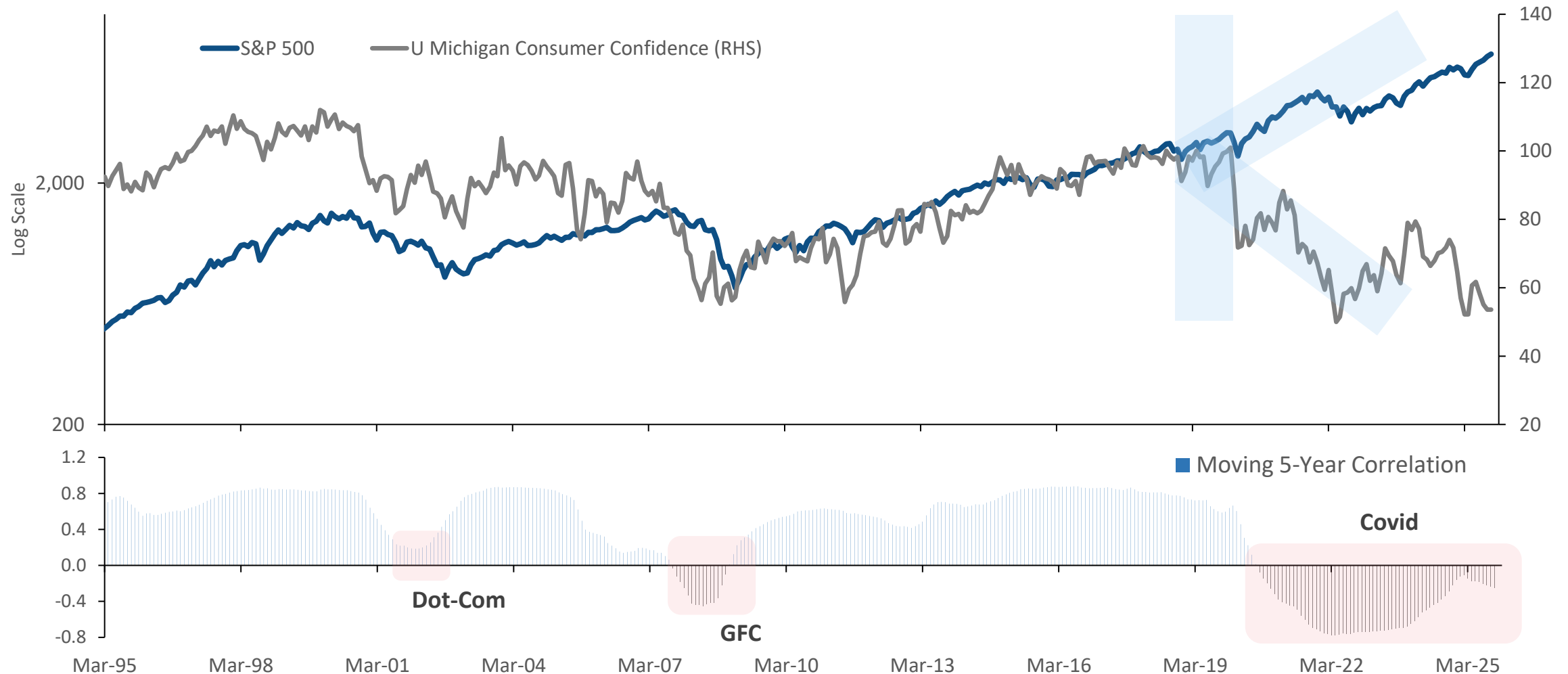
ธนาคารกลางจำเป็นต้องระมัดระวังอย่างมากในการขยายงบดุล เพื่อไม่ให้ทำให้ราคาสินทรัพย์ที่กำลังพุ่งสูงอยู่แล้วเพิ่มขึ้นไปอีก

Asset Returns												
Index	ETF	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 YTD
Equity												
MSCI ACWI	ACWI US Equity	-5%	6%	22%	-11%	24%	14%	17%	-20%	20%	15%	20%
MSCI DM	URTH US Equity	-3%	5%	21%	-10%	25%	14%	20%	-19%	22%	17%	18%
MSCI EM	EEM US Equity	-18%	9%	35%	-17%	15%	15%	-5%	-22%	6%	4%	32%
S&P 500	SPY US Equity	-1%	10%	19%	-6%	29%	16%	27%	-19%	24%	23%	16%
STOXX 600	MEUD FP Equity	11%	1%	11%	-10%	26%	-2%	26%	-10%	16%	10%	15%
Nikkei 225	1329 JT Equity	9%	0%	19%	-12%	19%	16%	5%	-9%	28%	20%	27%
MSCI China	2801 HK Equity	-11%	-2%	52%	-19%	20%	27%	-23%	-24%	-13%	17%	38%
Asia ex. Japan	3010 HK Equity	-10%	5%	40%	-16%	14%	22%	-6%	-21%	3%	8%	32%
Fixed Income												
Short-term Bonds	SHY US Equity	0%	0%	-1%	0%	1%	2%	-1%	-5%	1%	0%	1%
Long-term Bonds	IEF US Equity	0%	-1%	1%	-1%	6%	9%	-4%	-17%	1%	-4%	4%
Global Bonds	AGGG LN Equity				-2%	5%	8%	-7%	-17%	3%	-4%	3%
Commodities												
Broad Commodities	FTGC US Equity	-23%	0%	1%	-13%	6%	2%	19%	6%	-8%	7%	11%
Gold	GLD US Equity	-11%	8%	13%	-2%	18%	25%	-4%	-1%	13%	27%	51%
Bitcoin	IBIT US Equity										99%	11%
Oil	USO US Equity	-46%	7%	2%	-20%	33%	-68%	65%	29%	-5%	13%	-6%

Note: 2025 data is YTD returns as of 6 November
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

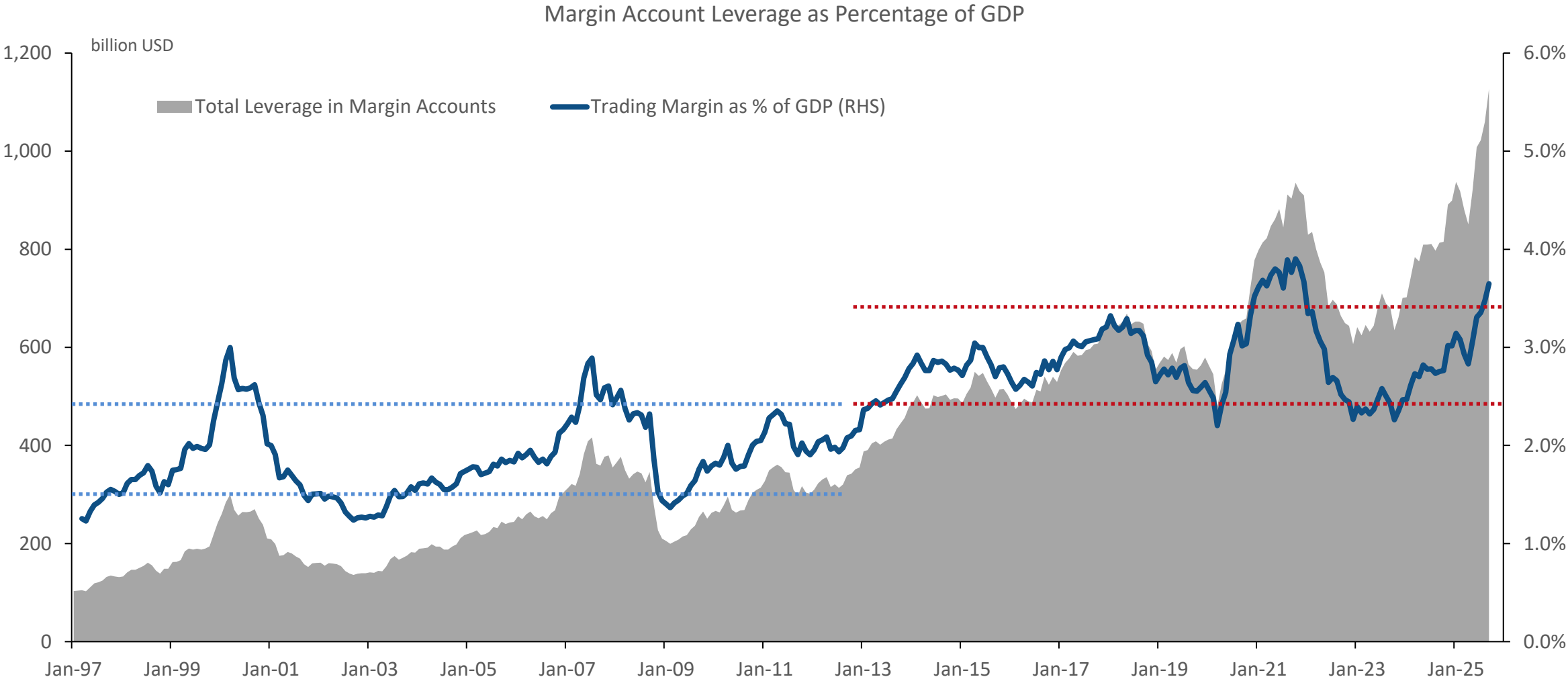
บทเรียนจากมาตรการ QE ในวิกฤตโควิดเมื่อปี 2020 ได้สร้างการฟื้นตัวแบบ “K-Shape”
ที่รุนแรงที่สุดในรอบหลายทศวรรษ ซึ่งยังคงปรากฏชัดแม้เวลาจะผ่านไปแล้วกว่า 5 ปี

S&P 500 vs. Consumer Confidence



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

การใช้ Margin ในการลงทุนที่สูงขึ้น สะท้อนพฤติกรรมการเก็งกำไรที่มากเกินไปของนักลงทุนที่ได้ฝังแน่นอยู่ในวิธีคิดของนักลงทุนรายย่อยแล้ว

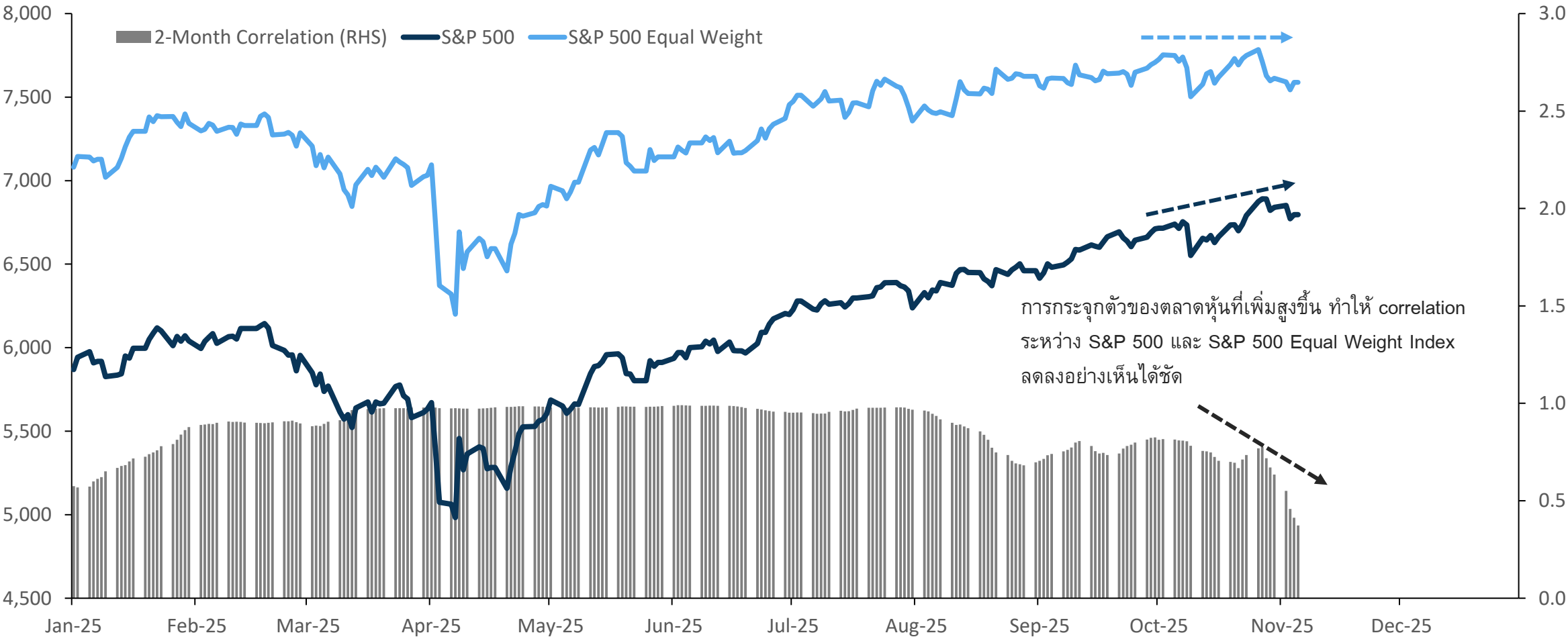


Source: FINRA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคาดว่าจะเกิด “Sector Rotation” ในระยะข้างหน้า หลังการกระจุกตัวของตลาดเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากผลของธีม AI



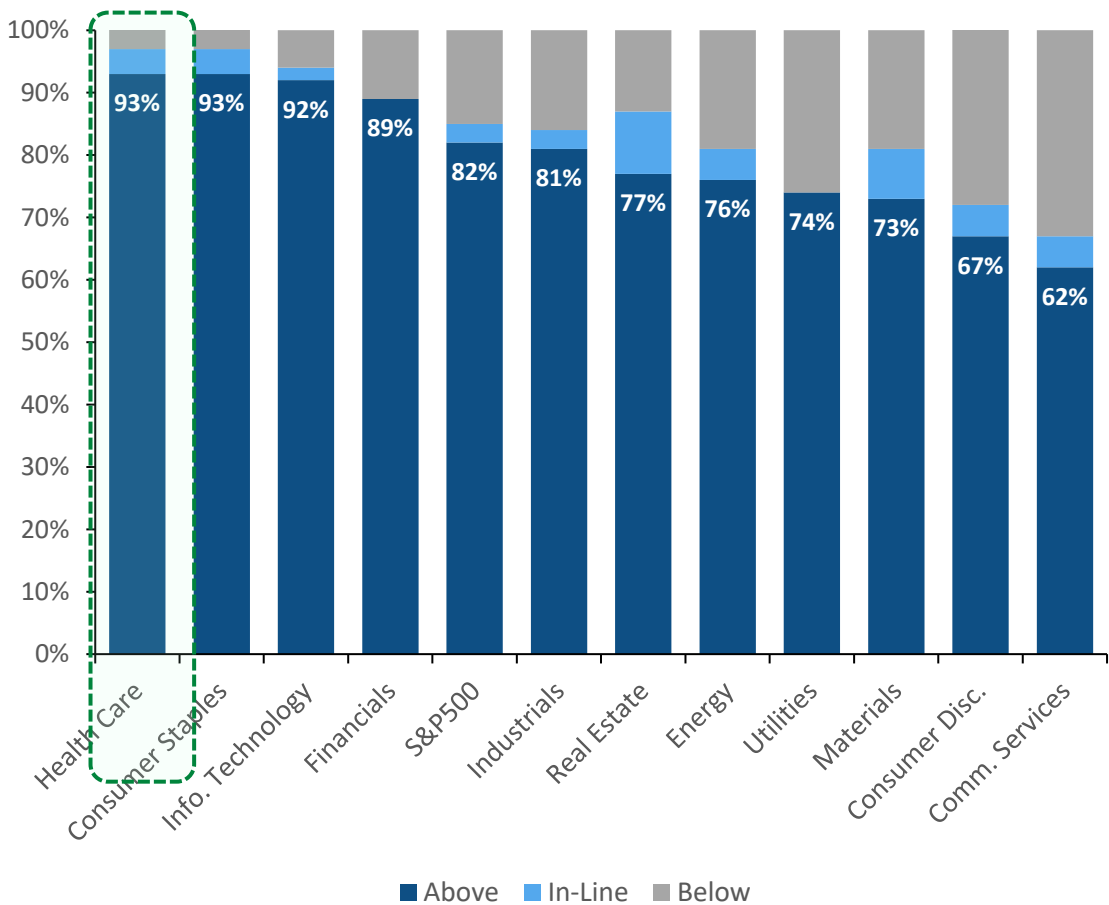
S&P 500 vs. S&P 500 Equal Weight



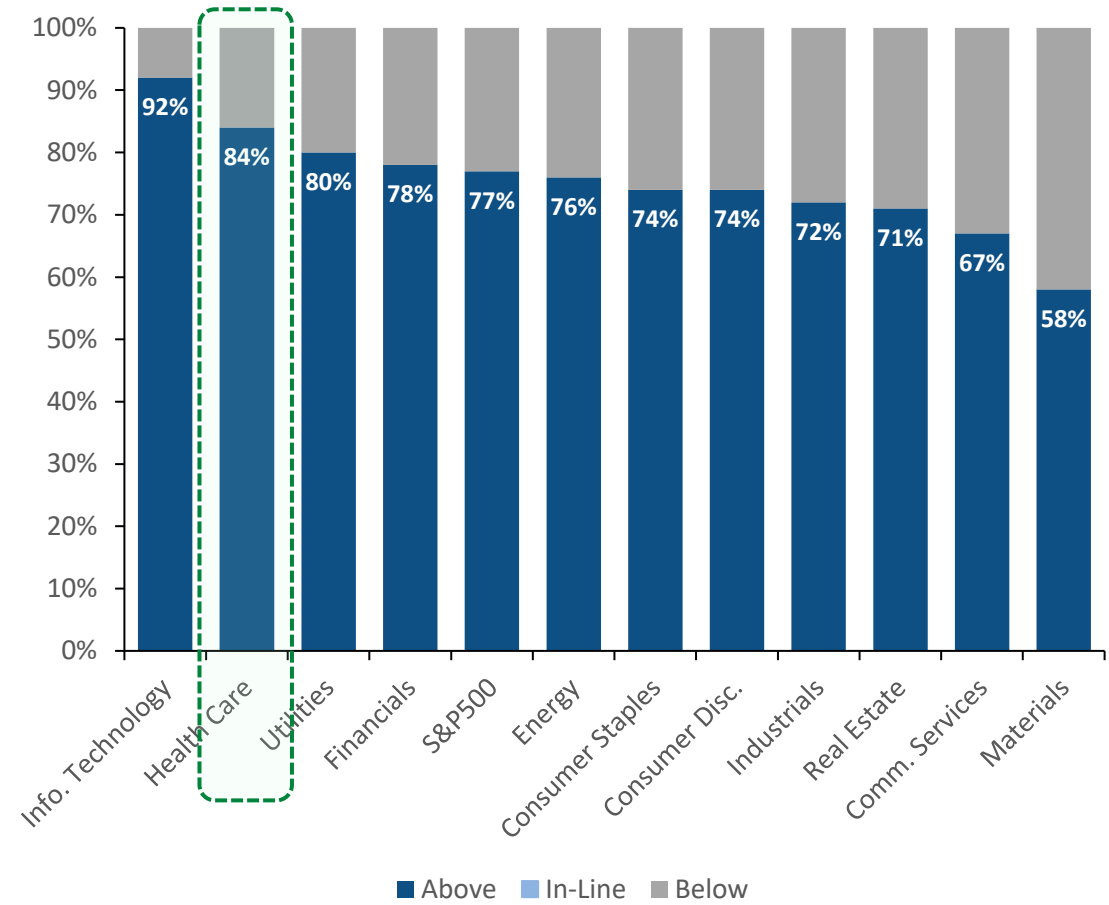
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กลุ่มสาธารณสุข (Healthcare) มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนเหนือกว่าตลาด จากรายได้และกำไรที่ออกมาดีกว่าคาด ขณะที่แรงกดดันจากปัจจัยการเมืองเริ่มลดลง

สัดส่วนบริษัทใน S&P500 ที่รายงาน “กำไร” สูงกว่า/ใกล้เคียง/ต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ในไตรมาสที่ 3



สัดส่วนบริษัทใน S&P500 ที่รายงาน “รายได้” สูงกว่า/ใกล้เคียง/ต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ในไตรมาสที่ 3

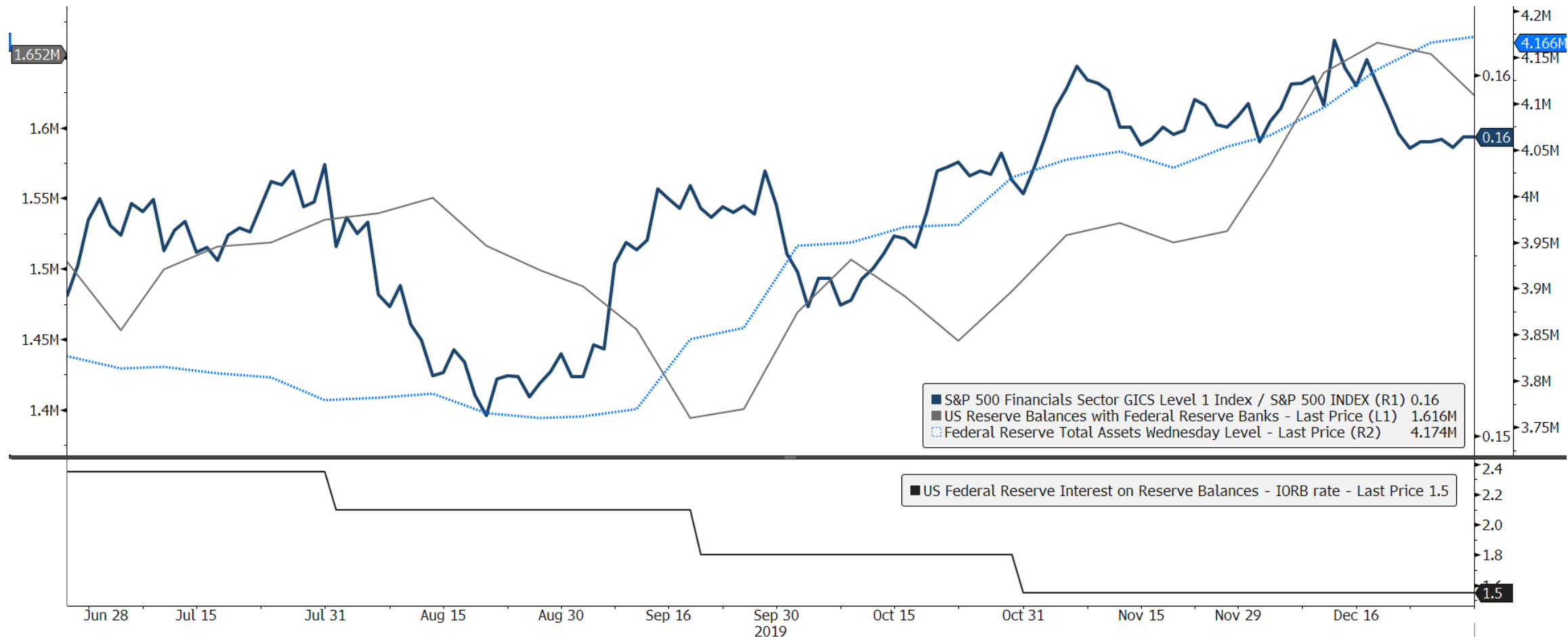


Note: Latest data as of 7 November 2025, with 91% of S&P 500 companies reporting actual 3Q25 results
 Source: FactSet, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หุ้นกลุ่ม Financials มีการปรับตัวขึ้นหลังจาก Fed อัดฉีดสภาพคล่องเพื่อพยุงเงิน สำรองของธนาคารเมื่อปลายปี 2019



เราประเมินว่าหุ้นกลุ่ม Financials มีโอกาสกลับมาเติบโตได้โดดเด่นในปีหน้า จากผลของมาตรการเพิ่มปริมาณเงินสำรอง ขณะที่อัตราดอกเบี้ยที่ธนาคารพาณิชย์ได้รับจากการคงเงินสำรองไว้ (IORB) ก็อยู่ในระดับค่อนข้างสูงที่ 3.5-4% (เทียบกับ 1.5% ในปี 2019) จะช่วยเพิ่มรายได้ดอกเบี้ยของธนาคารได้อีกทางหนึ่ง



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

Overview

US

EU

JP

CN

TH

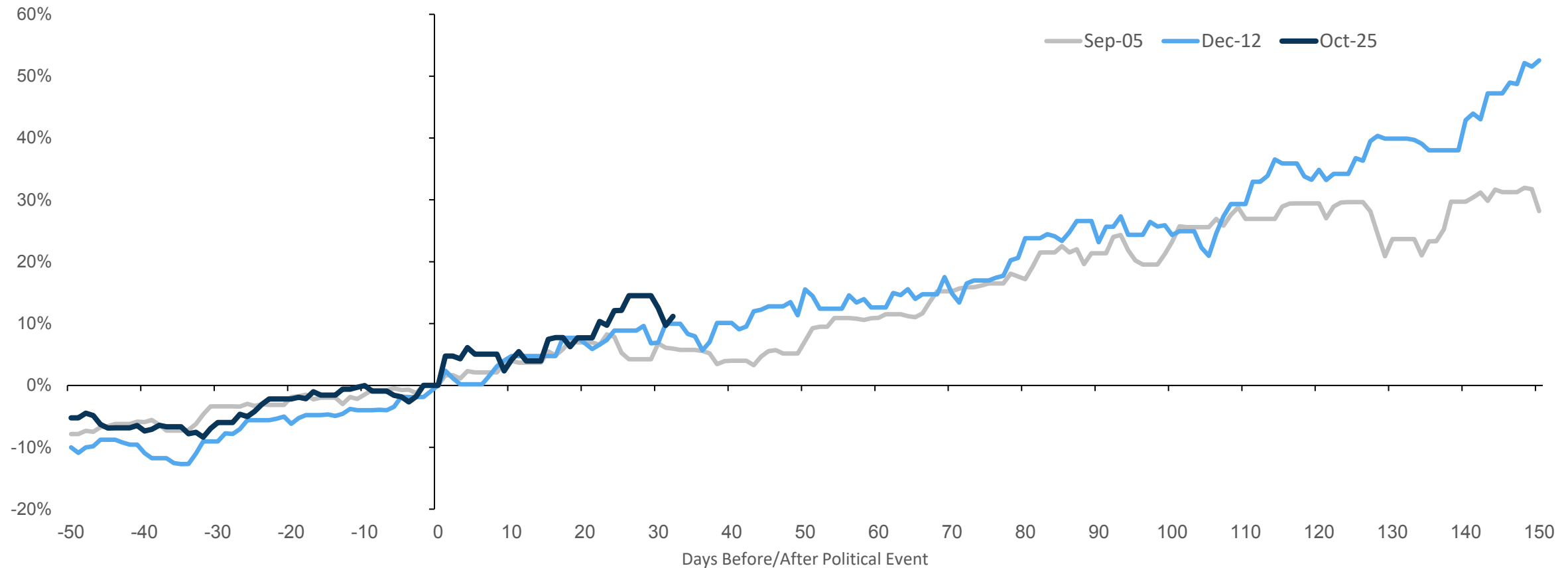
Market Outlook

นักลงทุนแสดงความหวังต่อทิศทางนโยบายของ Takaichi จะเป็นปัจจัยบวกให้ เกิดการขับเคลื่อนทางเศรษฐกิจญี่ปุ่น คล้ายกับในสมัยของ Abenomics



ดัชนีหุ้น Nikkei ของญี่ปุ่นปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องหลังการเปลี่ยนแปลงสำคัญทางการเมือง เป็นสัญญาณความคาดหวังว่าจะเกิดการปฏิรูปหรือ
กระตุ้นเศรษฐกิจขึ้นอย่างมีนัย คล้ายกับในช่วงของ โคอิซุมิ (2005) และอาเบะ (2012)

Nikkei Changes Before/After Major Political Events



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

เรายังคงเป้าหมายราคาน้ำมันดิบ WTI ไว้ที่ 55-60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจนถึงช่วงสิ้นปี และประเมินว่าการฟื้นตัวของราคาในปี 2026 อาจเกิดขึ้นได้เร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้



น้ำมัน: เราประเมินว่าการปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันในช่วงกลางเดือนตุลาคม เป็นผลจากบรรยากาศการลงทุนที่อยู่ในภาวะ ลบมากเกินไป (excessively bearish) จนทำให้ราคาตอบสนองรุนแรงเมื่อมีข่าวการคว่ำบาตรน้ำมันรัสเซียระลอกใหม่เข้ามา

- เรามองว่าตลาดได้สะท้อนปัจจัยการคว่ำบาตรไปมากแล้ว (priced-in) ขณะที่การส่งออกน้ำมันของรัสเซียปรับตัวลดลงเพียงเล็กน้อยหลังจากมาตรการล่าสุดของสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป แต่โดยรวมแล้วยังทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงหลายปีที่ผ่านมา
- คาดว่ามาตรการคว่ำบาตรรอบล่าสุดซึ่งมุ่งเป้าไปที่บริษัทน้ำมันรายใหญ่ของรัสเซีย น่าจะกระตุ้นการเติบโตของตลาดมีด มากกว่าจะทำให้ปริมาณการผลิตหรือการส่งออกจริงลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

เรายังคงเป้าหมายราคาน้ำมันดิบ WTI ไว้ที่ 55-60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลจนถึงช่วงสิ้นปี และประเมินว่าการฟื้นตัวของราคาในปี 2026 อาจเกิดขึ้นได้เร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

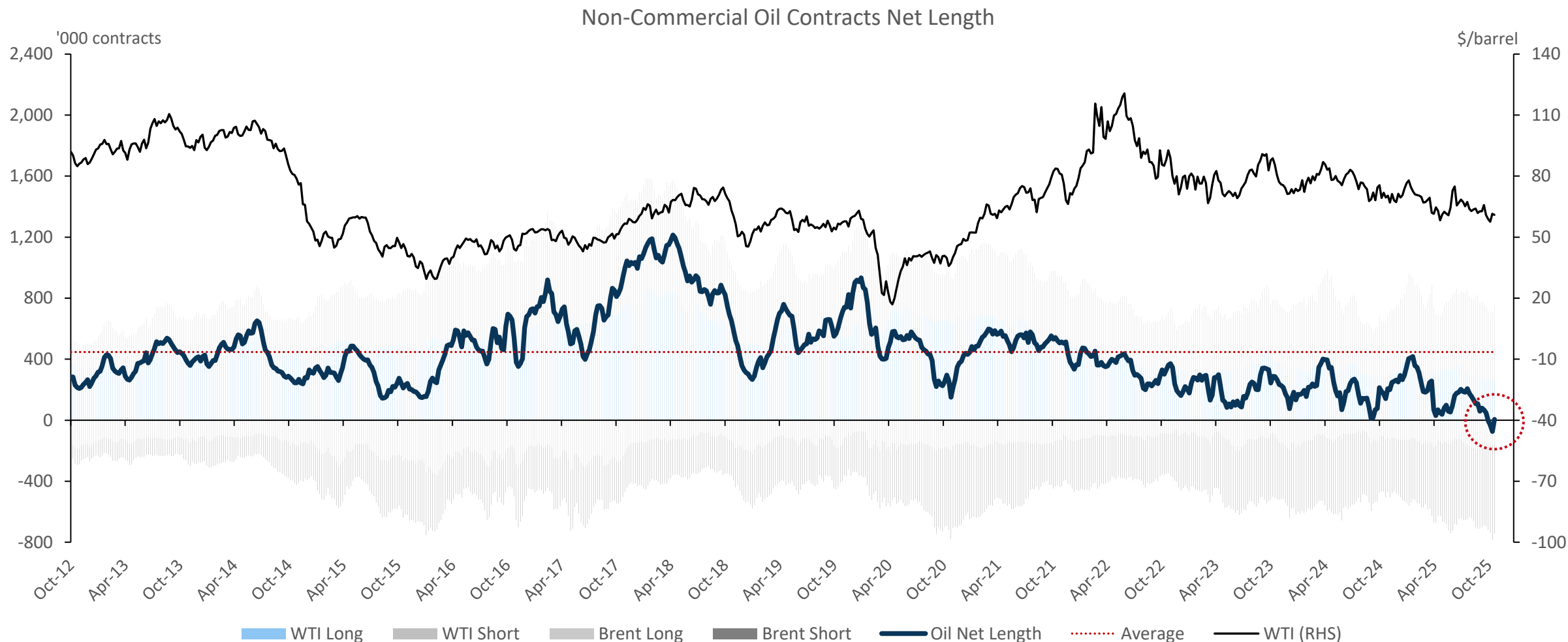
- ด้านอุปทาน การผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC+ มีแนวโน้มทรงตัวในปีหน้า แม้จะมีการปรับเพิ่มโควตาการผลิต เนื่องจากหลายประเทศสมาชิกได้เพิ่มระดับการผลิตเร็วกว่าที่โควตากำหนดไว้ในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา เราจึงมองว่าการผลิตจริงหลังจากนี้ไม่น่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ
- ในฝั่งอุปสงค์ ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูป อาทิ น้ำมันเบนซิน ดีเซล และน้ำมันเครื่องบิน แข็งแกร่งกว่าที่คาด ขณะที่ค่าการกลั่น (crack spreads) ปรับตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ต้นปี 2024 สะท้อนถึงอุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากฝั่งโรงกลั่น



ทองคำ: เราคาดว่า การปรับฐานของราคาทองคำจะยังคงดำเนินต่อไปอย่างน้อยจนถึงสิ้นปีนี้ แม้ว่าแนวโน้มในระยะยาวจะยังคงเป็นขาขึ้น

- ความต้องการทองคำเพื่อการลงทุนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ช่วงปลายปี 2024 โดยแม้ว่าการเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางต่าง ๆ จะเริ่มชะลอลงจากระดับสูงสุดก่อนหน้านี้ แต่ความต้องการรวมยังคงอยู่ในระดับมากกว่าสองเท่า เมื่อเทียบกับช่วงก่อนสงครามรัสเซีย-ยูเครน โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 210 ตันต่อไตรมาสในปี 2025 เทียบกับระดับเฉลี่ย 90 ตันต่อไตรมาสในช่วงปี 2020-2021
- เรามองว่าการปรับขึ้นของราคาทองคำต่อเนื่องกว่า 9 สัปดาห์ ในไตรมาส 3/2025 ที่ผ่านมานี้ มีลักษณะคล้ายคลึงกับวัฏจักรในปี 2006 และ 2020 ซึ่งในช่วงทั้งสองปีนั้น ราคาทองคำได้เข้าสู่การปรับฐานที่ยาวนานกว่าหนึ่งปีตามมา อย่างไรก็ตาม ด้วยโครงสร้างอุปสงค์ทองคำที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญในปัจจุบัน เราคาดว่า การปรับฐานรอบนี้จะไม่ลึก และไม่ยาวนานเท่าที่เกิดขึ้นในอดีต ขณะที่ภาพรวมระยะยาวยังคงบ่งชี้ว่า วัฏจักรขาขึ้นของทองคำยังไม่สิ้นสุด

สัญญา Futures ตลาดน้ำมันดิบเข้าสู่สภาวะ Net Short (มีสัญญา Short เปิดอยู่มากกว่า Long) เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ สะท้อน Sentiment นักลงทุนที่เป็นลบอย่างมาก



Note: The data for WTI were impacted by the US government shutdown and presumably flat since late-September

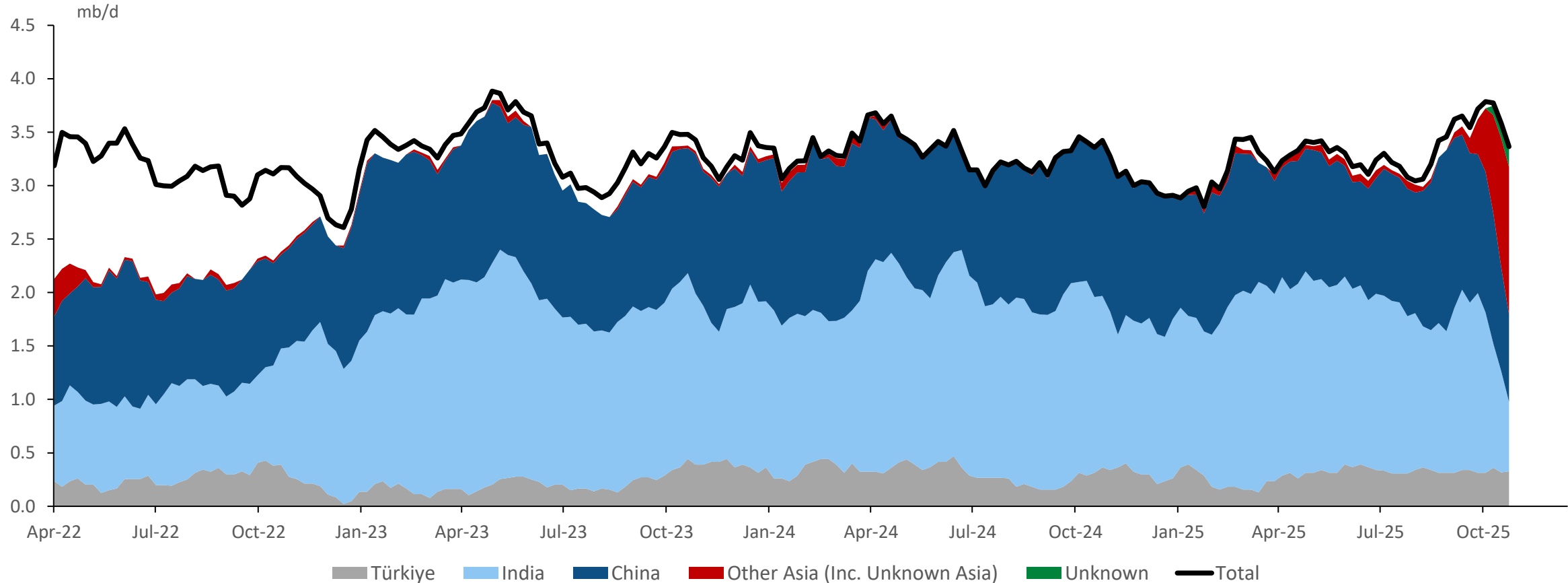
Source: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกน้ำมันของรัสเซียปรับตัวลดลงเพียงเล็กน้อยหลังจากมาตรการล่าสุดของสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป แต่โดยรวมแล้วยังทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงหลายปีที่ผ่านมา



มาตรการคว่ำบาตรรอบล่าสุดซึ่งมุ่งเป้าไปที่บริษัทน้ำมันรายใหญ่ของรัสเซีย น่าจะกระตุ้นการเติบโตของตลาดมืด มากกว่าจะทำให้ปริมาณการผลิตหรือการส่งออกจริงลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

Russia Crude Oil Seaborne Exports, 4-week MA



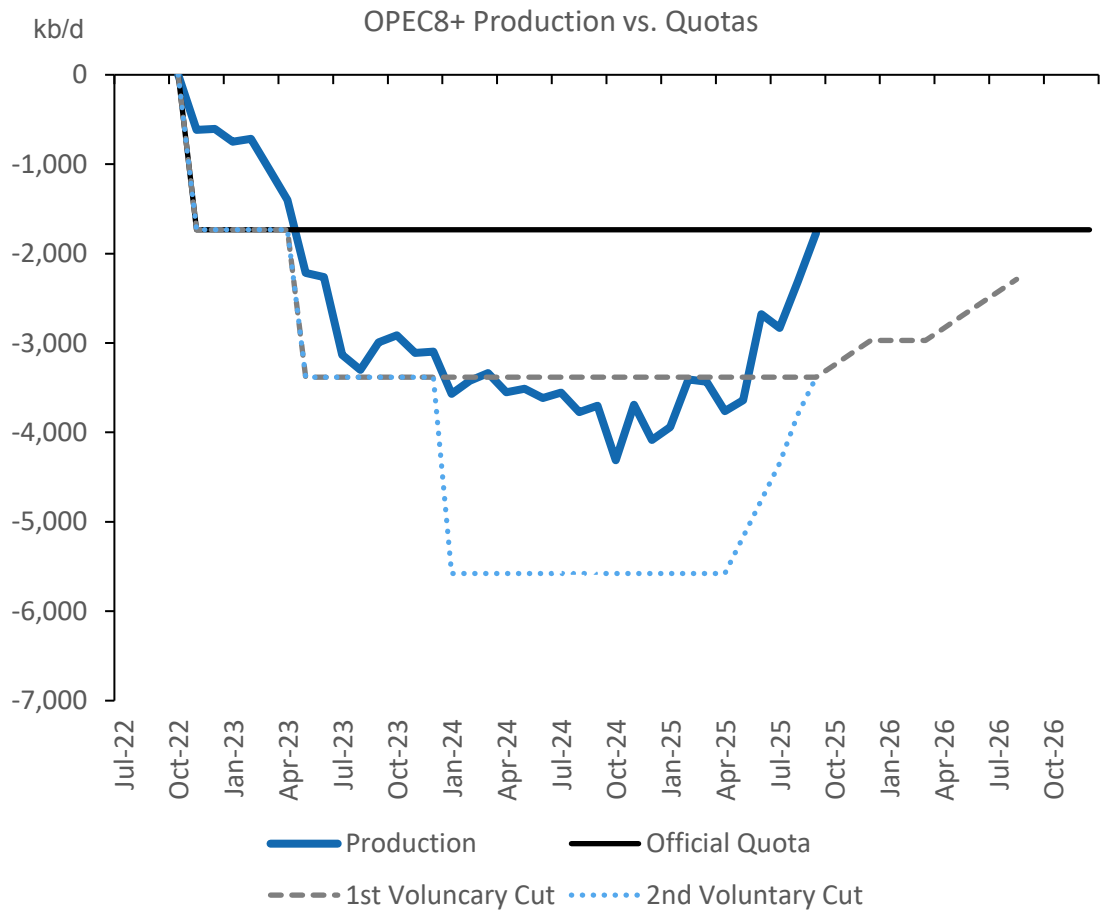
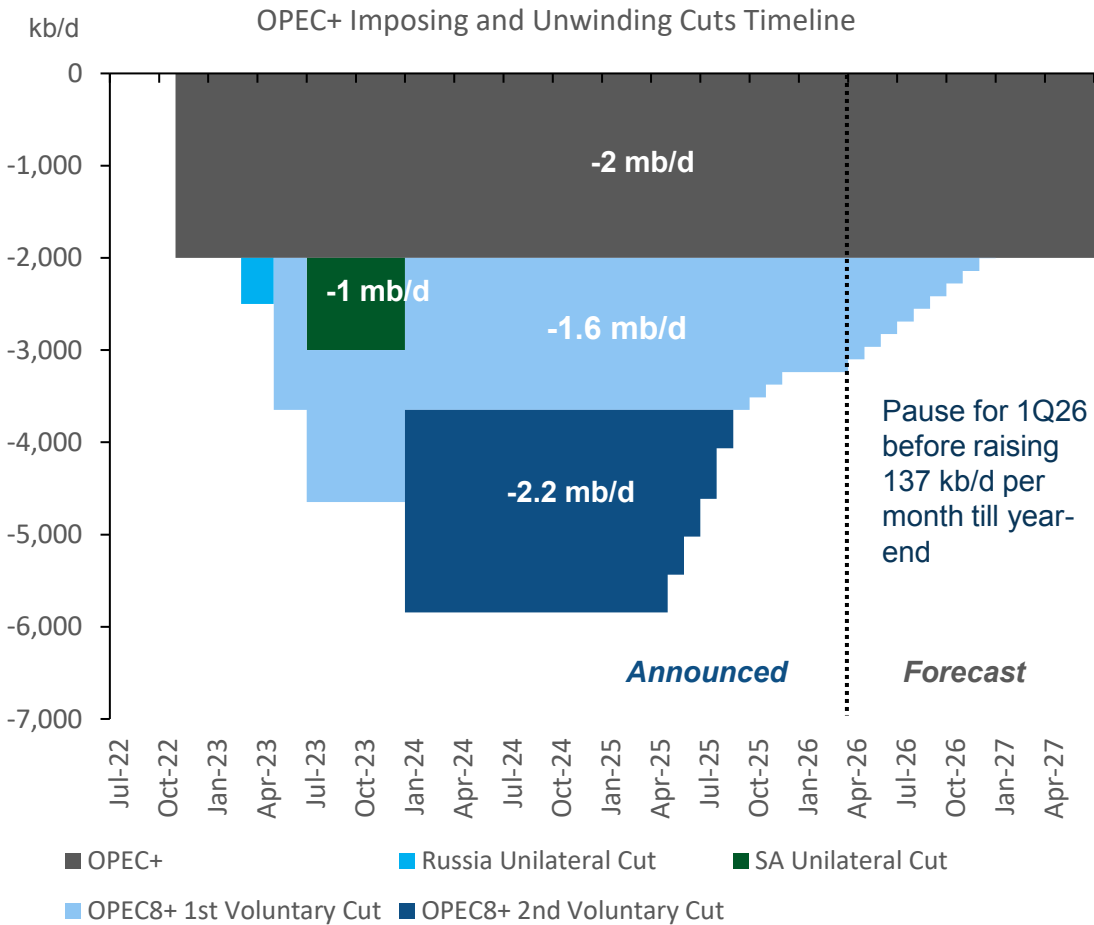
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การผลิตน้ำมันดิบของกลุ่ม OPEC+ มีแนวโน้มทรงตัวในปีหน้า แม้จะมีการปรับเพิ่ม โควตาการผลิตเพิ่มขึ้นอีกก็ตาม



คาด OPEC8+ จะคงโควตาการผลิตไว้ในไตรมาส 1/2026 แล้วจึงทยอยปรับ
โควตาอีก 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวันขึ้นในช่วงที่เหลือของปี

เราประเมินว่าปริมาณการผลิตจริงจะเพิ่มขึ้นได้อีกไม่มาก เนื่องจากประเทศ
สมาชิกหลายรายได้ปรับการผลิตขึ้นเร็วกว่าโควตาแล้ว

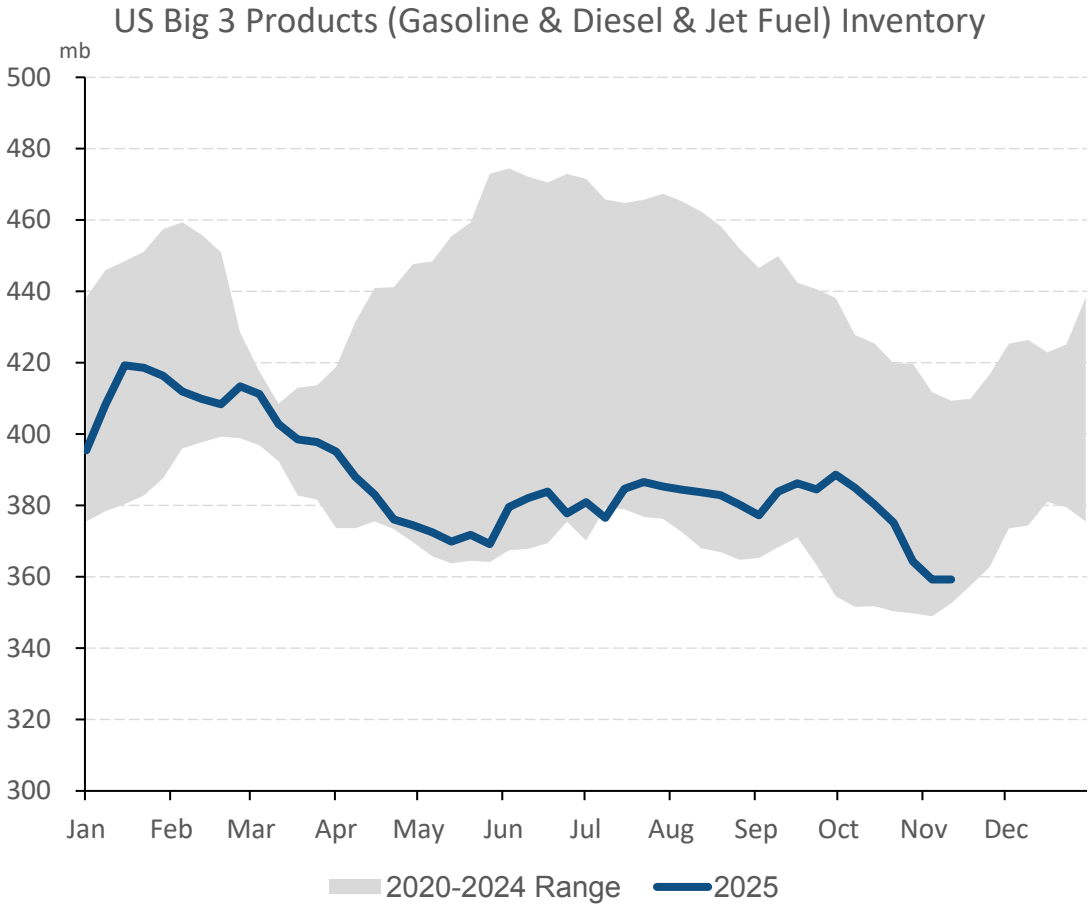


Source: OPEC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

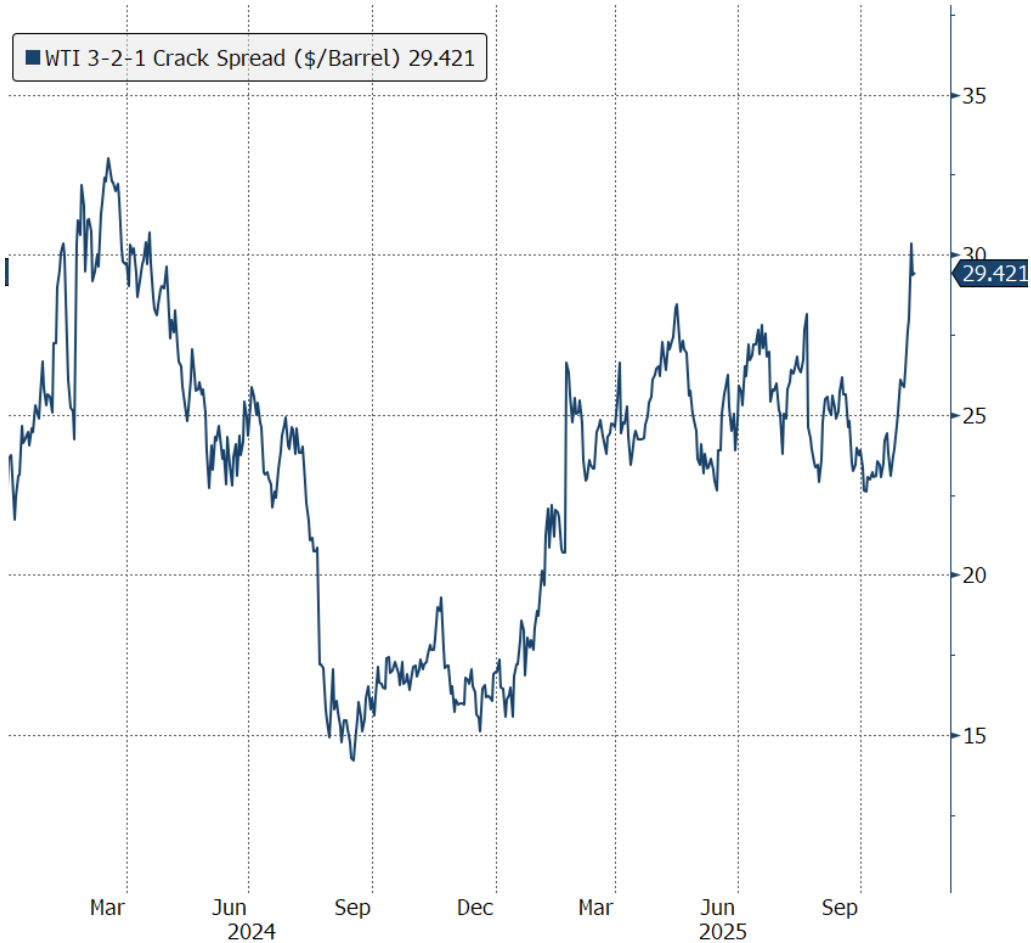
ความต้องการบริโภคน้ำมันสำเร็จรูป อาทิ น้ำมันเบนซิน ดีเซล และน้ำมันเครื่องบิน แข็งแกร่งกว่าที่คาด



ปริมาณน้ำมันสำเร็จรูปคงคลัง ยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับสถิติในอดีต



ค่ากำไรการกลั่น (crack spreads) ปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ต้นปี 2024 สะท้อนถึงความต้องการที่แข็งแกร่งจากฝั่งโรงกลั่น



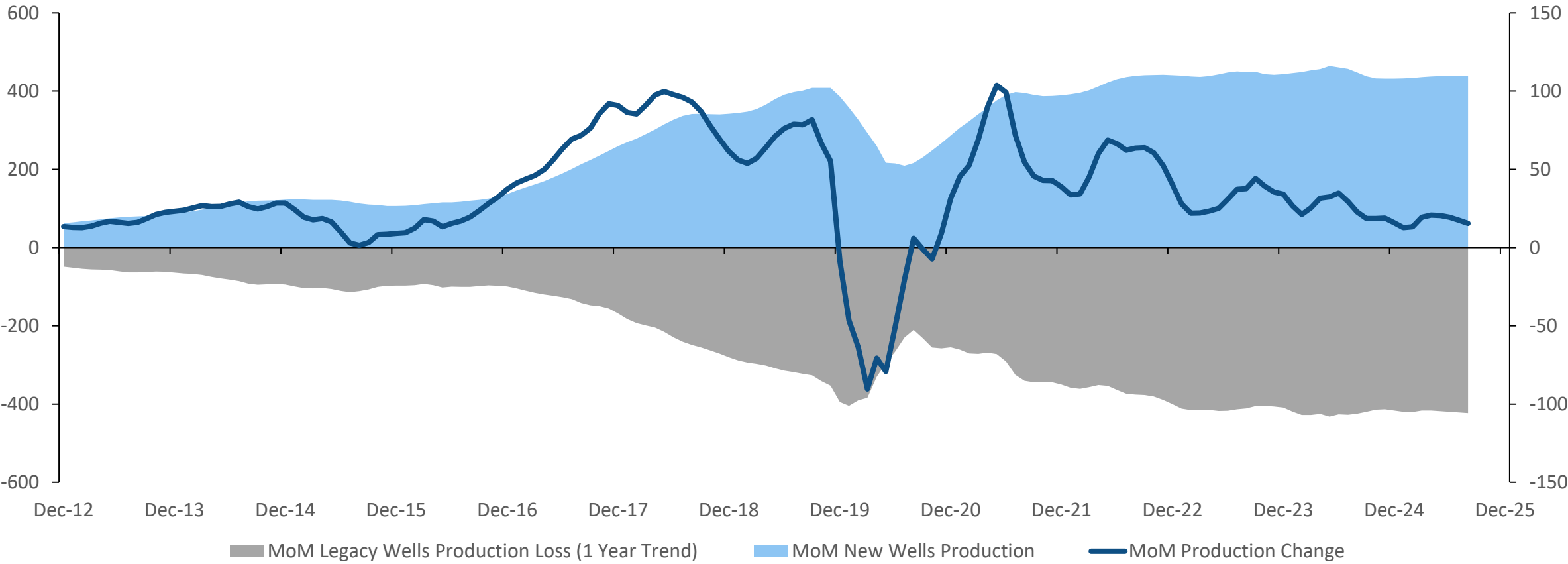
Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้วยอัตราการเสื่อมถอยของผลผลิตที่รวดเร็วในหลุมน้ำมันประเภท Shale oil ผู้ผลิตน้ำมันใน
สหรัฐฯ จึงกำลังประสบความยากลำบากในการรักษาระดับการผลิตโดยรวมไม่ให้อัตราการผลิตลดลง



ปริมาณน้ำมันจากบ่อเก่า (Legacy wells) มีอัตราการลดลงของกำลังการผลิตเฉลี่ยราว 400,000 บาร์เรลต่อวันต่อเดือน หรือเกือบ 7% ของการผลิตน้ำมันทั้งหมดในแหล่ง
Permian Basin ซึ่งเป็นแหล่งผลิตหลักในสิบปีที่ผ่านมา ผู้ผลิตจึงจำเป็นต้องขุดหลุมน้ำมันใหม่ปริมาณมากเพื่อชดเชยไม่ให้เกิดการผลิตโดยรวมหดตัว

Permian Basin: Oil Production from Legacy vs. New Wells



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

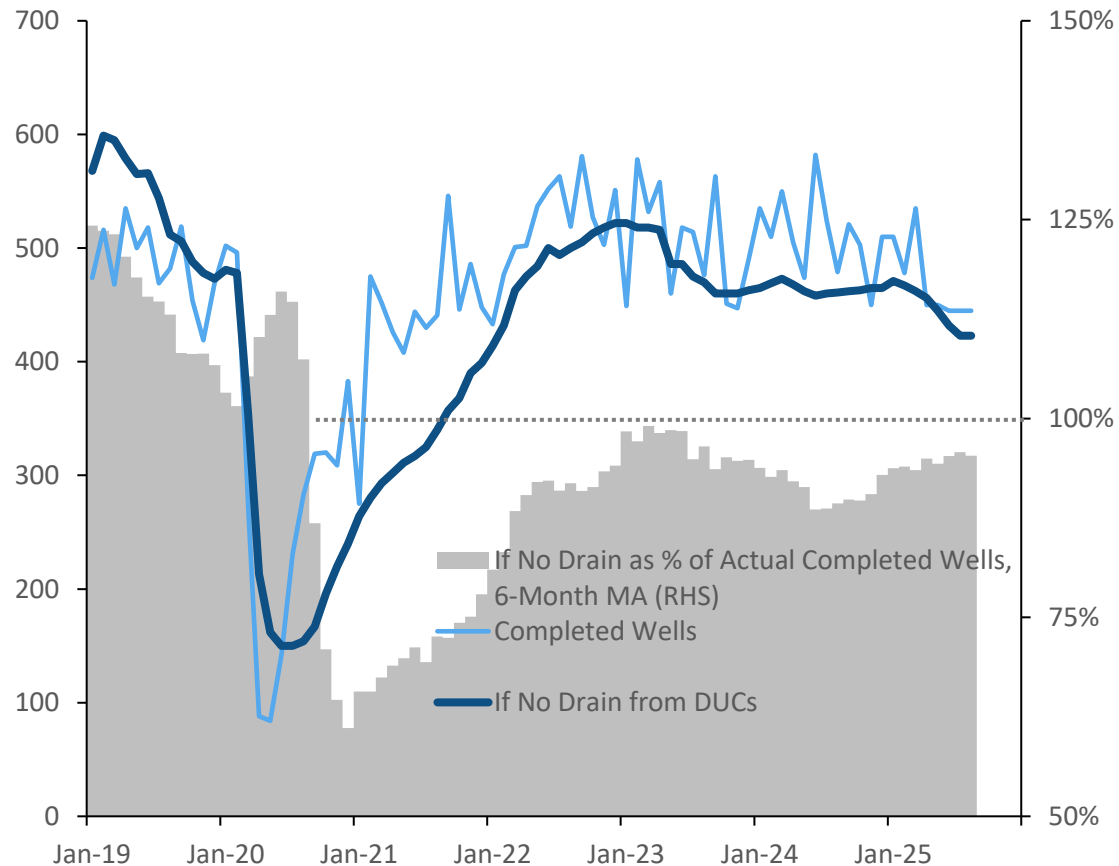
แรงจูงใจที่เคยทำให้ผู้ผลิตน้ำมันสามารถบริหารต้นทุนการขุดเจาะในช่วงราคาน้ำมันต่ำได้ลดลงอย่างมากแล้ว



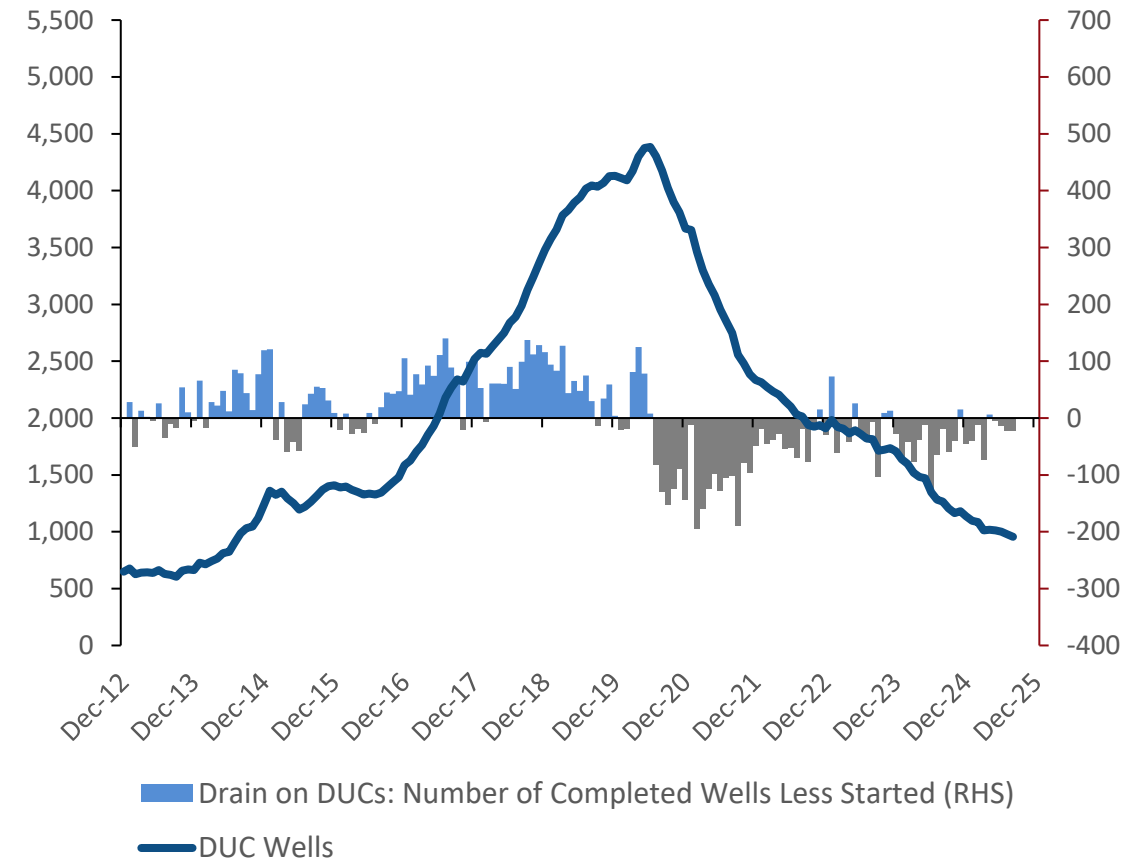
ผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ได้พึ่งพาสบ่อ DUC (drilled-but-uncompleted wells) ตลอดช่วงหลายปีที่ผ่านมา เพื่อช่วยบริหารจัดการต้นทุน

การลงทุนค้นหาและขุดเจาะ (CAPEX) ที่ต่ำลงตั้งแต่ช่วงโควิด-19 ทำให้จำนวนหลุม DUC ลดลงเหลือต่ำกว่า 1,000 บ่อแล้ว จากที่เคยมีมากกว่า 4,000 บ่อ

Permian Basin: Completed Wells per Month



Permian Basin: Drilled-but-Uncompleted Wells (DUCs)

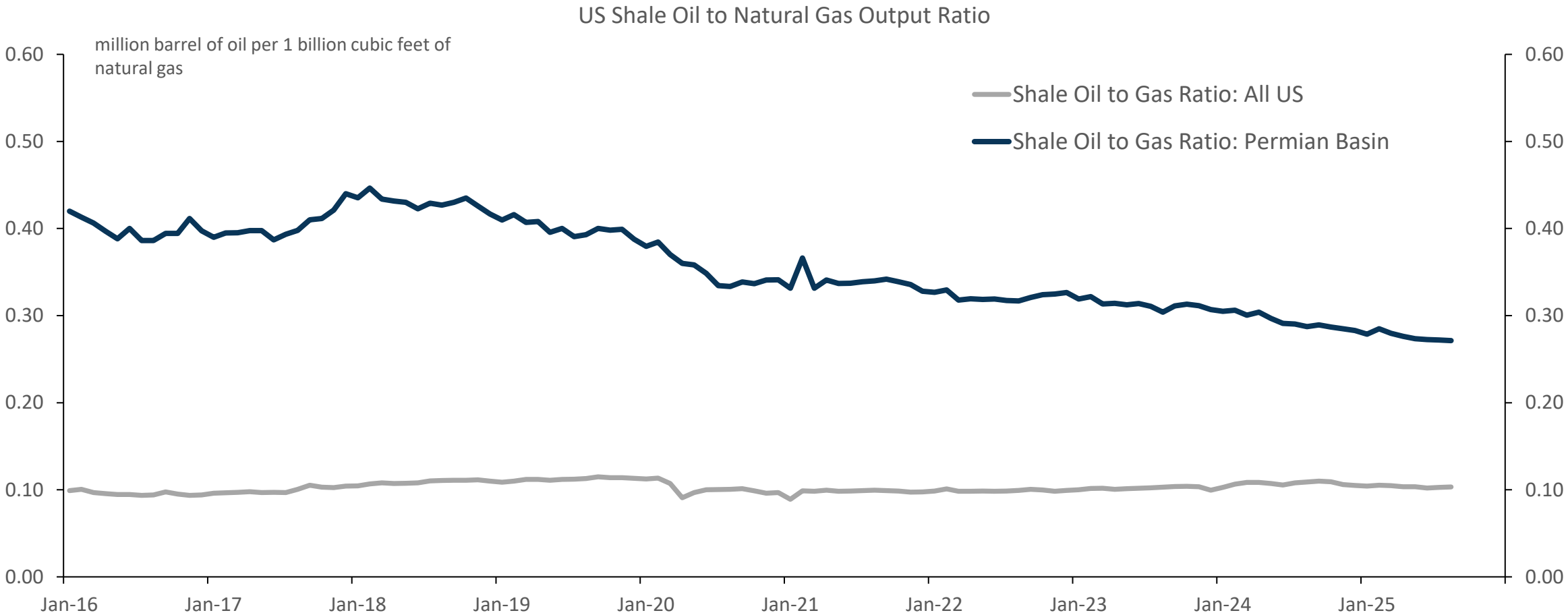


Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การขุดน้ำมันจากแหล่งน้ำมัน Shale มีแนวโน้มให้ผลผลิตเป็นก๊าซมากขึ้นเมื่อมีอายุมากขึ้น



เมื่อแหล่งน้ำมันเสื่อมสภาพลง ความดันในชั้นหินจะลดลง ทำให้การสกัดของเหลวทำได้ยากกว่าการสกัดก๊าซ ส่งผลให้การขุดเจาะน้ำมันมีความลำบากขึ้นในอนาคต

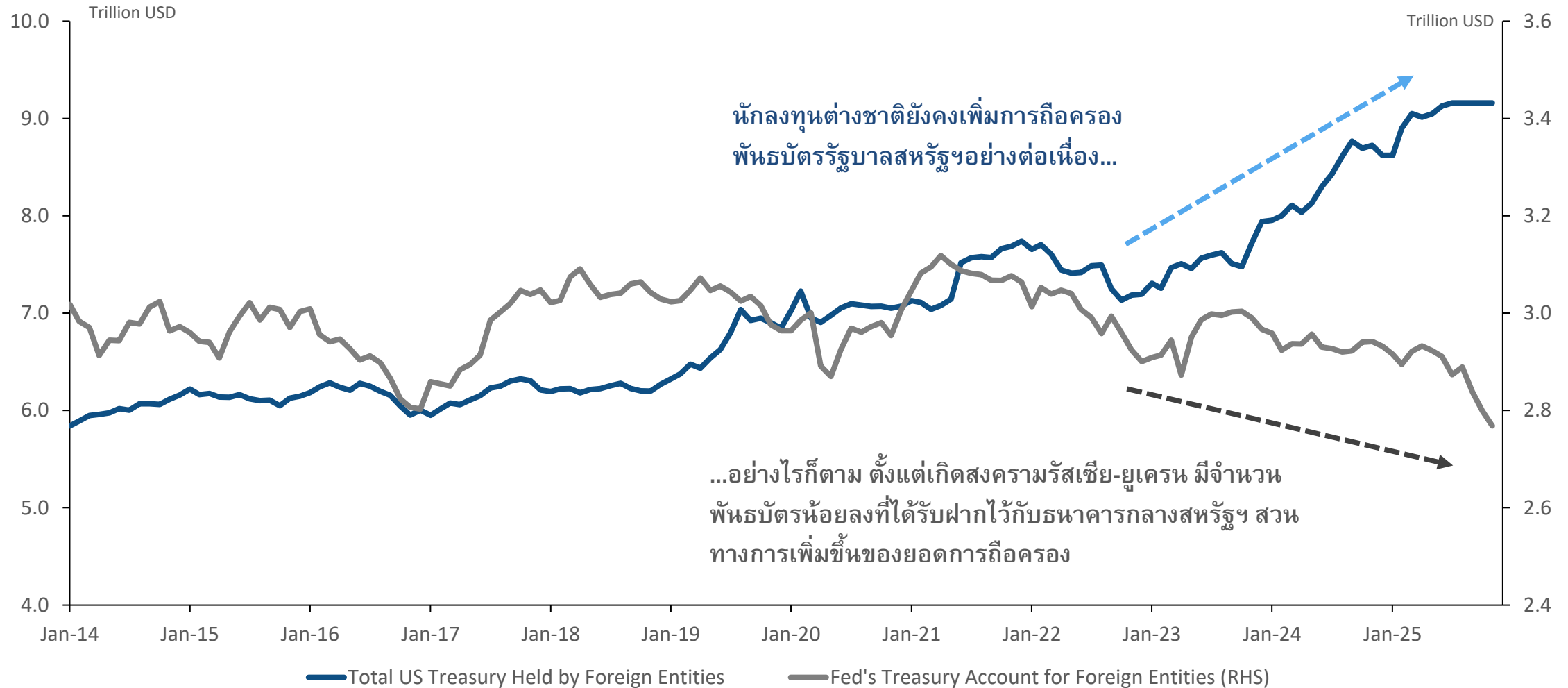


Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การสูญเสียความเชื่อมั่นต่อสหรัฐฯ ซึ่งเป็นเจ้าของสกุลเงินสำรองที่ใหญ่ที่สุดในโลก ส่งผลให้ความต้องการทองคำในระยะยาวเพิ่มขึ้น



Total US Treasury Owned by Foreign Entities vs. Kept at Fed

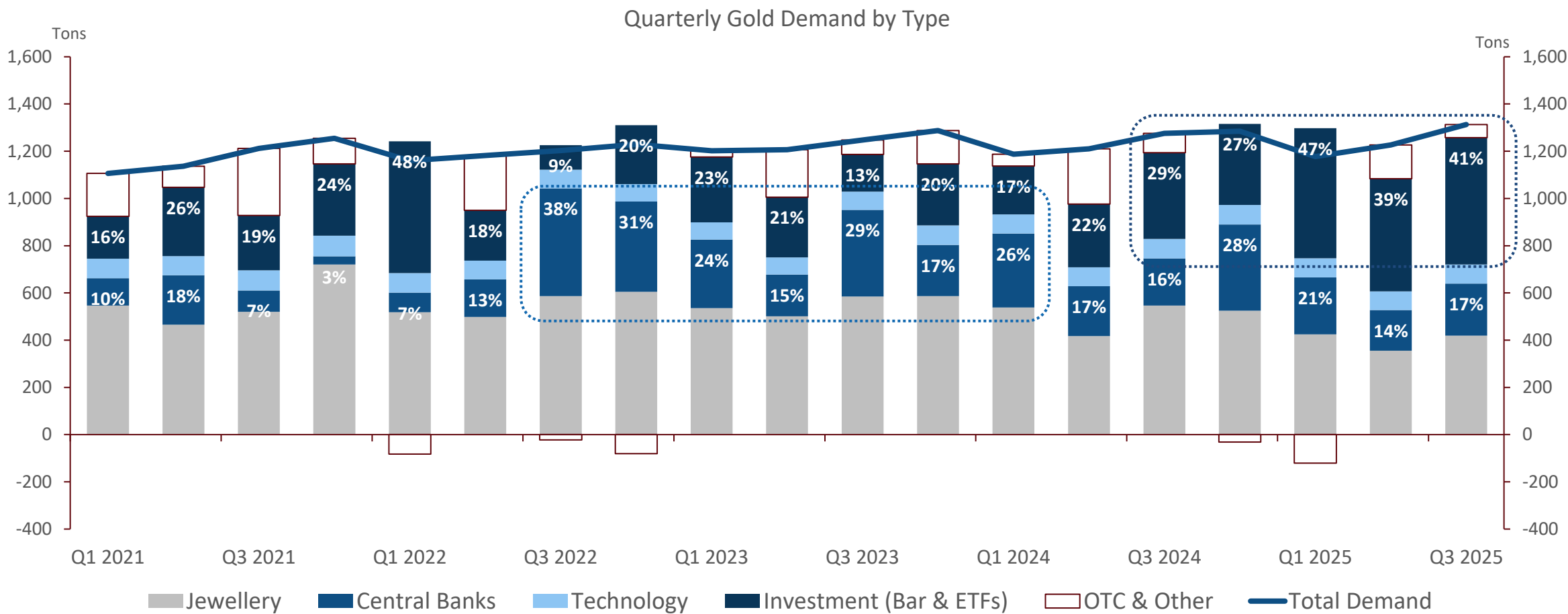


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความต้องการทองคำเพื่อการลงทุนมีการปรับเพิ่มขึ้นตั้งแต่กลางปี 2024



แม้ว่าการเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางต่าง ๆ จะเริ่มชะลอลงจากระดับสูงสุดก่อนหน้านี้ แต่ความต้องการรวมยังคงอยู่ในระดับมากกว่าสองเท่า เมื่อเทียบกับช่วงก่อนสงครามรัสเซีย-ยูเครน โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 210 ตันต่อไตรมาสในปี 2025 เทียบกับระดับเฉลี่ย 90 ตันต่อไตรมาสในช่วงปี 2020-2021



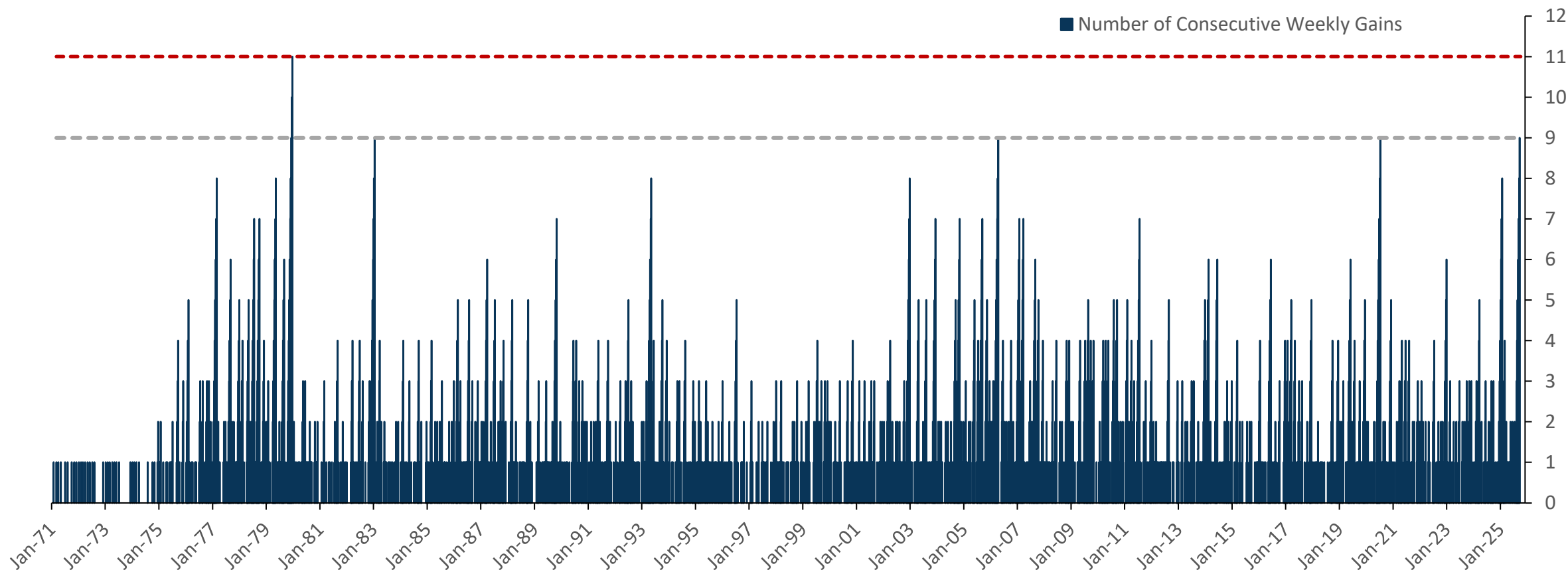
Note: The percentages represent each type of demand as a share of total gold demand
Source: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาทองคำเริ่มเข้าสู่การปรับฐานตามที่เราคาดการณ์ไว้เมื่อเดือนที่ผ่านมาจากมูลค่าที่เริ่มตึงตัว



ราคาทองคำที่ปรับสูงขึ้นนับตั้งแต่เดือนสิงหาคม ถือเป็นหนึ่งในการปรับขึ้นที่ยาวนานที่สุดในประวัติศาสตร์ โดยกินเวลา 9 สัปดาห์ติดต่อกัน ซึ่งเกิดขึ้นเพียงแค่ 5 ครั้ง นับตั้งแต่ยุคประธานาธิบดี Nixon

No. of Consecutive Weekly Gains of Gold

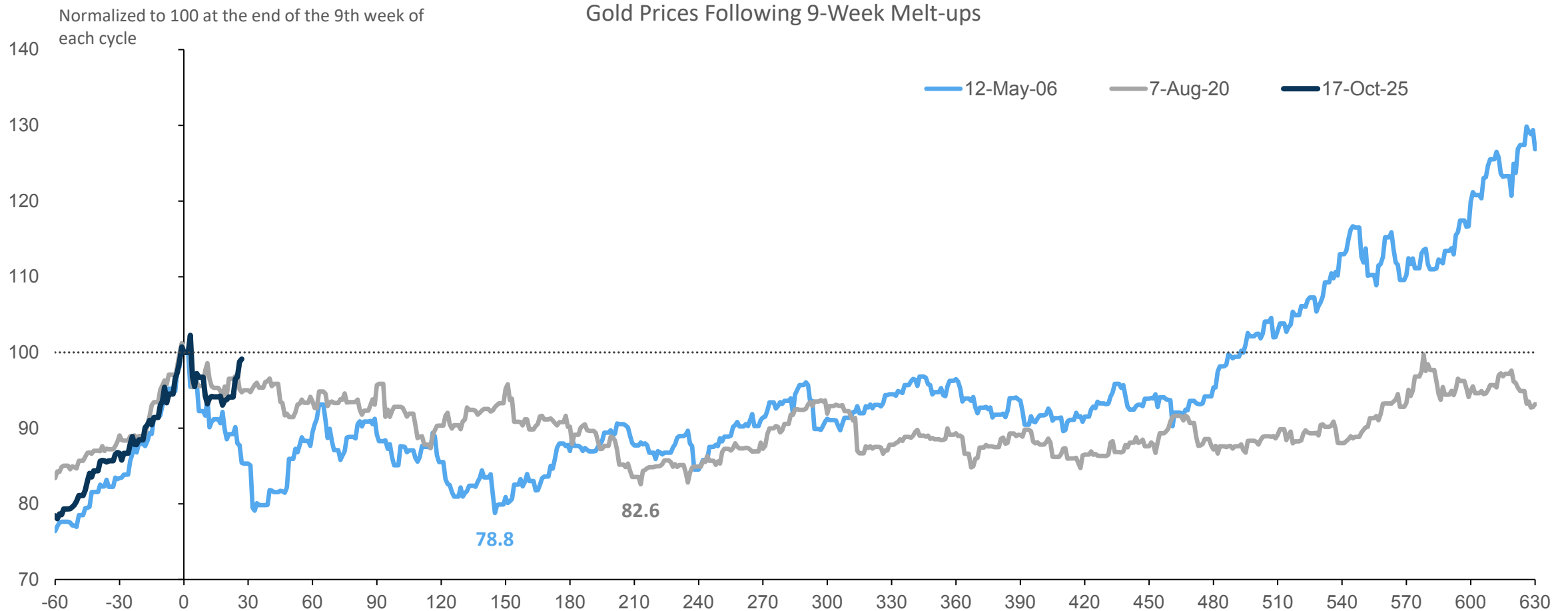


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคาดว่า การปรับฐานของราคาทองคำจะดำเนินต่อไปอย่างน้อยจนถึงสิ้นปี แต่แนวโน้มขาขึ้นในระยะยาวยังคงอยู่



สองครั้งสุดท้ายที่ราคาทองคำมีการปรับตัวสูงขึ้นติดต่อกัน 9 สัปดาห์ (ในปี 2006 และ 2020) ยังคงไม่ใช่จุดสิ้นสุดของแนวโน้มขาขึ้น แต่อาจจะต้องใช้เวลาหนานกว่าหนึ่งปีกว่าที่ทองคำจะกลับขึ้นไปถึงจุดสูงสุดเดิมอีกครั้ง



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

Contributors

**Komsorn Prakobphol**

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

Thanathat Srisawast

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

Tanachaporn Nandhabiwat

Economist
(66) 2633 6497
Tanachap@tisco.co.th

Thanachote Phootanakit

Research Assistant
(66) 2633 6249
thanacho@tisco.co.th

Methas Rattanasorn

Head of Economics
(66) 2633 6486
methas@tisco.co.th

Nichanan Logewitool

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

Tanapat Dhanachata

Economist
(66) 2633 6488
tanapatd@tisco.co.th

Thanawat Thanatnithikon

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



Disclaimer

The information, statements, forecasts and projections contained herein, including any expression of opinion, are based upon sources believed to be reliable but their accuracy completeness or correctness are not guaranteed. Expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon the best information then known to us, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. TISCO and other companies in the TISCO Group and/or their officers, directors and employees may have positions and may affect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking services for these companies. No person is authorized to give any information or to make any representation not contained in this document and any information or representation not contained in this document must not be relied upon as having been authorized by or on behalf of TISCO. This document is for private circulation only and is not for publication in the press or elsewhere. TISCO accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content. The use of any information, statements forecasts and projections contained herein shall be at the sole discretion and risk of the user.