

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY

TISCO Economic Strategy Unit

Upside ของตลาดหุ้นค่อนข้างจำกัด
จากระดับ Valuation ที่ตึงตัว
อัตราส่วนกำไรต่อราคาหุ้น เมื่อเทียบกับ
ผลตอบแทนแท้จริงของพันธบัตร มี
ระดับที่แพงมากที่สุดจุดหนึ่งเมื่อเทียบกับ
สถิติย้อนหลังราว 30 ปี

แนะนำให้ให้นักลงทุนไปที่หุ้น
คุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality
Stocks) เพื่อช่วยปกป้องพอร์ตจาก
ความเสี่ยงขาด (Downside risk) และ
รองรับการปรับฐานราคาที่คาดว่าจะเกิด
ขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2025

สำหรับตราสารหนี้ Bond yield ที่
ทรงตัวอยู่ใกล้เคียงระดับที่เรามองว่าเป็น
Fair value (4.0% สำหรับพันธบัตร
ระยะสั้น และ 4.5% สำหรับพันธบัตร
ระยะยาว) เป็นโอกาสในการเพิ่มน้ำหนัก
การลงทุนในตราสารหนี้ โดยให้นักลงทุนไป
ที่พันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	10
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	14
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	22
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	23
• เศรษฐกิจยุโรป	29
• เศรษฐกิจจีน	33
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	37
• เศรษฐกิจไทย	43

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

ดัชนีหุ้น S&P 500 มี Valuation ที่ค่อนข้างแพงแล้ว ไม่ว่าจะพิจารณาจากค่า P/E ที่ปรับขึ้นสูงถึง 22 เท่า หรือเมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่แท้จริงของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (Real yield) ซึ่งขณะนี้อยู่ที่ประมาณ 2.0% ขณะที่อัตรากำไรของดัชนีหุ้นเมื่อเทียบกับราคา (Earning yield) อยู่ที่ 4.5% หมายความว่าค่าชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premium) ของหุ้นอยู่เพียง 2.5% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 4.5% อย่างมีนัยสำคัญ และถือเป็นหนึ่งในระดับที่แพงที่สุดในรอบ 30 ปี จากสถิติในอดีต การเข้าซื้อหุ้นในช่วงที่ Valuation สูงระดับนี้ มักให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างต่ำใน 3 ปีถัดไป เราจึงประเมินว่า Sentiment ของตลาดหุ้นในปัจจุบันค่อนข้างเป็นบวกมากเกินไปและเสี่ยงต่อการเผชิญกับแรงขายและการปรับฐานในช่วงครึ่งหลังของปี ตามข้อมูลเศรษฐกิจที่เริ่มชะลอลง

ด้านตลาดตราสารหนี้ เราประเมินว่า Bond yield ที่ทรงตัวอยู่ใกล้เคียงระดับที่เรา มองว่าเป็น Fair value (4.0% สำหรับพันธบัตรระยะสั้น และ 4.5% สำหรับพันธบัตรระยะยาว) เป็นโอกาสในการเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ ซึ่งคาดว่าผลตอบแทนหลักในระยะข้างหน้าจะมาจาก Coupon yield เป็นหลัก ขณะที่โอกาสสำหรับ Capital gain หรือกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของราคายังค่อนข้างจำกัด เราจึงยังคงให้น้ำหนักกับพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะสั้นเป็นหลัก เนื่องจากมีความอ่อนไหวต่อปัจจัยโครงสร้างเงินเฟ้อและวินัยการคลังที่ต่ำกว่าพันธบัตรระยะยาว และมองว่าตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เป็นทางเลือกที่เหมาะสมกว่า สำหรับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในตราสารหนี้ที่มี Duration ยาวขึ้น สำหรับใช้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง (Hedge) หากเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงมากกว่าที่คาด เนื่องจากแรงกดดันเงินเฟ้อของหลายประเทศยังต่ำกว่าสหรัฐฯ ทำให้มีโอกาสใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นได้มากกว่า

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- เรามอง Upside ของตลาดหุ้นค่อนข้างจำกัด จากระดับ Valuation ที่ตึงตัว อัตราส่วนกำไรต่อราคาหุ้น (Earning yield) เมื่อเทียบกับผลตอบแทนแท้จริงของพันธบัตร (Real yield) มีค่าชดเชยความเสี่ยงต่ำเพียงประมาณ 2.5% ถือเป็นระดับที่แพงมากที่สุดจุดหนึ่งเมื่อเทียบกับสถิติย้อนหลังราว 30 ปี
- แนะนำให้น้ำหนักการลงทุนไปที่หุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality Stocks) เพื่อช่วยปกป้องพอร์ตจากความเสียหาย (Downside risk) และรองรับการปรับฐานราคาที่เราคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2025
- สำหรับตราสารหนี้ Bond yield ที่ทรงตัวอยู่ใกล้เคียงระดับที่เรามองว่าเป็น Fair value (4.0% สำหรับพันธบัตรระยะสั้น และ 4.5% สำหรับพันธบัตรระยะยาว) เป็นโอกาสในการเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตราสารหนี้ โดยให้น้ำหนักไปที่พันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตลาดตราสารหนี้					
พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ					- เงินเพื่อที่หนีตขึ้นจากกำแพงภาษีสินค้านำเข้าทำให้ Yield ปรับลงได้ไม่มาก - เน้นลงทุนในพันธบัตรระยะสั้น ขณะที่พันธบัตรระยะยาวเข้าลงทุนเมื่อ Bond yield อยู่ที่ประมาณ 4.5% - คงคำแนะนำ Slightly Underweight พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว
ตราสารหนี้โลก					- คงคำแนะนำ Overweight การลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- พ้นขึ้นมากอยู่ในระดับค่อนข้างแพง ขณะที่ภาพเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงตั้งแต่ช่วงกลางปี - คงคำแนะนำ Neutral และมองการฟื้นตัวเป็นโอกาสขายทำกำไร
ตลาดหุ้นเกิดใหม่ไม่รวมจีน					- เป็นกลุ่มประเทศที่พึ่งพาโลกาภิวัตน์ค่อนข้างสูง เศรษฐกิจจึงเปราะบางต่อความเสี่ยงการค้าโลกที่อาจมีเสถียรภาพและประสิทธิภาพต่ำลง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน					- Upside ในระยะข้างหน้าค่อนข้างจำกัด จากความเสี่ยงเป็นเป้าหมายหลักของสงครามการค้า - คาดตลาด Price-in มาตรการกระตุ้นการบริโภค และแผนขาดดุลการคลังที่สูงขึ้นแล้ว - คงคำแนะนำ Slightly Underweight
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- ได้เปรียบในฐานะพันธมิตรสำคัญของสหรัฐฯ ทั้งในด้านการค้าและความมั่นคง ยังต้องติดตามพัฒนาการเจรจาการค้า - มีปัจจัยบวกจากผลการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างที่สูงกว่า 5% ต่อเนื่องเป็นปีที่สอง ประกอบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่สูงขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป					- ECB คาดปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่อง ตามแนวโน้มความอ่อนแอของภาคเศรษฐกิจ - ตลาด Priced-in การปรับโครงสร้างงบประมาณการคลังครั้งใหญ่ของเยอรมนีไปมากแล้ว ขณะที่ประเทศอื่นในยุโรปไม่ได้มีทรัพยากรการคลังให้กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มได้อีกมาก - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นราย Sector / Style					
Financials					- ได้รับประโยชน์จากแผนการคลังของ Trump ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคล การผ่อนคลายกฎระเบียบ - ค่อนข้างอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัว - ปรับคำแนะนำเป็น Neutral
Global Quality					- บริษัทที่มีงบการเงินแข็งแกร่ง คุณภาพธุรกิจมั่นคง ช่วยป้องกันความเสี่ยงด้านค่าทำกลางภาวะความผันผวน - ปรับคำแนะนำเป็น Overweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด จากแนวโน้มการเก็บสะสมทองคำเพิ่มขึ้นของธนาคารกลางหลายแห่ง - ปัจจัยเร่ง (Catalyst) ระยะสั้นลดลง หลังพัฒนาการสงครามการค้ามีแนวโน้มไปทางที่ผ่อนคลายมากขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน					- คงคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงท้ายปี จากอุปทานที่จะเพิ่มขึ้นจากซาอุดีอาระเบีย - Downside ในระยะกลางถึงยาวยังค่อนข้างจำกัด จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันในประเทศ Non-OPEC มีแนวโน้มเติบโตช้า - ปรับคำแนะนำเป็น Neutral

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,115	0.7%	4.3%	-5.4%	-6.3%	-20.2%	-20.4%	-15.5%
Philippines PCOMP	6,326	0.5%	-0.5%	-1.0%	2.6%	-3.3%	-3.1%	0.2%
Indonesia JCI	6,837	-0.5%	-1.9%	-4.9%	5.6%	-3.2%	-3.4%	-1.0%
Singapore STI	3,934	0.6%	1.0%	1.5%	-0.7%	4.6%	3.9%	18.1%
Malaysia KLCI	1,525	0.4%	1.6%	-0.6%	0.4%	-5.5%	-7.2%	-4.2%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	24,358	1.2%	4.8%	4.6%	3.7%	21.2%	21.4%	34.6%
China H HSCEI	8,814	1.1%	4.8%	4.5%	1.8%	20.7%	20.9%	36.1%
MSCI China	77	1.1%	4.6%	3.7%	1.8%	17.7%	18.8%	29.7%
China CSI300	3,960	1.4%	3.0%	2.6%	1.0%	-0.7%	0.6%	13.8%
Taiwan TWSE	22,502	1.1%	2.3%	4.5%	1.1%	-3.2%	-2.3%	-2.1%
Korea KOSPI	3,066	0.1%	3.0%	16.0%	16.0%	26.2%	27.8%	9.8%
MSCI Korea	917	0.4%	5.1%	18.8%	14.7%	26.9%	27.9%	3.9%
India SENSEX	83,134	0.9%	2.2%	1.2%	7.6%	5.9%	6.4%	5.7%
MSCI India	2,978	0.7%	2.1%	1.3%	8.4%	4.2%	4.7%	3.4%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,556	0.0%	0.4%	2.3%	7.0%	4.1%	4.9%	9.9%
Japan TOPIX	2,796	0.0%	0.1%	1.6%	-0.6%	1.1%	0.4%	-0.3%
Japan Nikkei 225	39,481	0.4%	2.6%	5.2%	3.8%	-0.2%	-1.0%	-0.5%
Europe STOXX600	537	-0.7%	-0.6%	-2.5%	-2.1%	6.6%	5.8%	4.3%
Euro STOXX50	5,252	-0.9%	-0.3%	-2.7%	-3.0%	8.1%	7.3%	6.8%
US Dow Jones	42,982	-0.2%	1.8%	3.3%	1.2%	-0.8%	1.0%	9.9%
US S&P500	6,092	-0.0%	1.8%	5.0%	6.7%	0.9%	3.6%	11.2%
MSCI US REITs	1,272	-2.6%	-1.2%	1.1%	-2.5%	-3.4%	-2.6%	6.0%
J-REITs	1,794	-0.1%	0.3%	3.8%	4.2%	7.8%	8.5%	2.5%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,719	-0.5%	-1.4%	0.0%	0.3%	7.1%	6.7%	6.0%
Germany DAX	23,498	-0.6%	0.8%	-2.2%	2.9%	18.4%	18.0%	29.4%
France CAC 40	7,558	-0.8%	-1.3%	-3.4%	-5.9%	3.8%	2.4%	-0.7%
Switzerland SMI	11,880	-0.9%	-0.7%	-3.5%	-8.3%	3.4%	2.4%	-1.1%
Portugal PSI 20	7,395	-0.8%	0.1%	0.3%	7.4%	16.9%	16.0%	13.0%
Spain IBEX 35	13,812	-1.6%	-0.8%	-2.9%	2.8%	20.4%	19.1%	25.2%
Italy FTSE MIB	39,319	-0.4%	-0.3%	-1.7%	0.7%	16.5%	15.0%	17.2%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	135,767	-1.0%	-2.2%	-1.7%	2.5%	12.1%	12.9%	10.7%
Chile IPSA	8,141	-0.1%	0.6%	-3.0%	7.2%	21.7%	21.3%	25.0%
Mexico MEXBO	56,933	0.3%	0.4%	-2.6%	7.8%	14.9%	15.0%	8.5%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	643	0.8%	3.6%	4.7%	9.0%	11.9%	12.9%	13.2%
MSCI Latin America	2,275	-0.7%	-0.7%	0.8%	7.9%	20.7%	22.8%	4.2%
MSCI All Country World	902	-0.1%	1.8%	3.7%	6.6%	5.3%	7.2%	12.2%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	65.16	0.9%	-13.3%	5.9%	-6.4%	-6.4%	-9.1%	-19.5%
Brent Spot	67.90	0.8%	-13.9%	4.9%	-8.0%	-7.3%	-9.0%	-20.4%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.74	-0.01	-0.97	-0.47	-1.40	-0.90	-0.18	-1.61
Gold Spot	3337.06	0.5%	-1.0%	-0.2%	10.5%	26.9%	27.2%	45.1%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2806.11	-0.0%	0.5%	2.7%	2.7%	8.4%	8.9%	11.5%
Bloomberg Agri Subindex	54.75	-1.2%	-4.4%	-4.6%	-4.4%	-3.4%	-4.0%	-4.2%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	359.64	0.3%	0.5%	2.6%	4.2%	5.9%	6.2%	12.8%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	227.32	0.1%	0.1%	0.5%	1.1%	2.0%	2.1%	3.9%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	333.74	0.1%	0.2%	1.0%	2.1%	3.6%	3.7%	6.7%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	459.61	0.2%	0.2%	1.7%	3.6%	5.4%	5.7%	10.3%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	282.99	0.1%	0.1%	0.9%	1.9%	3.3%	3.4%	6.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.48	-1	-2	-8	-38	-52	-50	-87
2Y	1.43	-1	-7	-17	-35	-57	-59	-92
5Y	1.46	-2	-6	-19	-39	-62	-64	-100
10Y	1.66	-2	-3	-20	-43	-61	-65	-103
Spread 10Y-2Y	23	-0	4	-3	-8	-4	-5	-11
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.27	-0	-12	-24	-8	-31	-30	-6
Japan 10Y	1.40	-3	-2	-12	-18	30	30	37
UK 10Y	4.48	1	-1	-20	-27	-9	-9	40
German 10Y	2.57	2	7	-0	-23	24	20	15
Spain 10Y	3.23	2	10	4	-19	21	17	-4
Italy 10Y	3.48	2	3	-11	-42	-1	-4	-45
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	16.76	-0.7	-4.8	-3.8	-1.6	2.0	-0.6	4.2
Dollar index	97.49	-0.2%	-1.4%	-1.6%	-6.7%	-9.8%	-10.1%	-8.1%
USD/THB	32.42	-0.2%	-1.2%	-0.6%	-4.6%	-5.0%	-5.6%	-12.2%
EUR/USD	1.17	0.1%	2.0%	2.7%	8.6%	12.2%	12.9%	9.4%
GBP/USD	1.37	0.1%	2.1%	1.0%	6.4%	9.5%	9.5%	8.5%
USD/JPY	144.83	0.5%	-0.6%	1.5%	-3.7%	-8.4%	-8.0%	-9.8%
USD/CNY	7.16	0.0%	-0.3%	-0.3%	-1.4%	-1.8%	-1.8%	-1.4%
USD/CNH	7.16	0.1%	-0.4%	-0.2%	-1.6%	-2.0%	-2.4%	-1.9%

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

As of 6/26/2025

ตลาดหุ้น

เราประเมิน Upside ของตลาดหุ้นค่อนข้างจำกัด จากระดับ Valuation ที่ตึงตัว โดยค่า P/E ของดัชนี S&P 500 ปรับขึ้นมาสูงถึง 22 เท่า ส่งผลให้อัตราส่วนกำไรต่อหุ้น (Earning yield) เมื่อเทียบกับผลตอบแทนแท้จริงของพันธบัตร (Real yield) มีค่าความเสี่ยงเพียงประมาณ 2.5% ถือเป็นระดับที่แพงมากที่สุดจุดหนึ่งเมื่อเทียบกับสถิติย้อนหลังราว 30 ปี

มูลค่าหุ้นที่สูงสวนทางกับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ยังเปราะบาง และคาดการณ์กำไรของบริษัทที่ยังอยู่ในทิศทางปรับลดลง สันนิษฐานว่าผลตอบแทนของพันธบัตรและเงินสดจึงมีผลตอบแทนที่น่าสนใจกว่าเมื่อพิจารณาถึงความเสี่ยงในช่วงครึ่งหลังของปี เราจึงคาดว่าตลาดหุ้นที่ฟื้นตัวขึ้นมาใกล้จุดสูงสุดเดิม จะตามมาด้วยแรงขายทำกำไร และเปิดโอกาสให้หุ้นเข้าสู่สภาวะปลอดภัยมากขึ้น เราจึงแนะนำให้ให้นักการลงทุนไปถือหุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality Stocks) เพื่อช่วยปกป้องพอร์ตจากความเสียหายลง (Downside risk) และรองรับการปรับฐานราคาที่เราคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2025

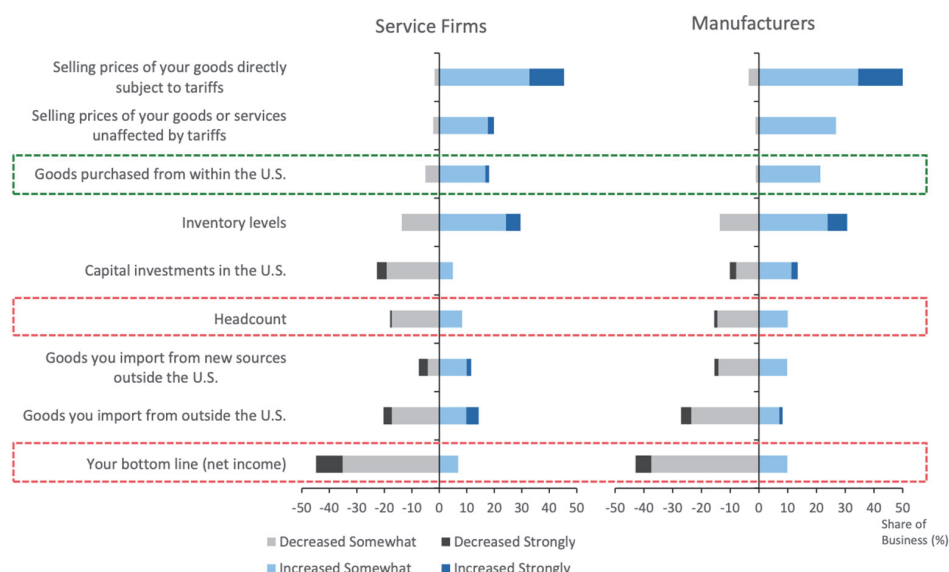
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มี Valuation ที่แพงมากที่สุดจุดหนึ่งในรอบ 30 ปี เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของพันธบัตร

ดัชนีหุ้น S&P 500 มี Valuation ที่ค่อนข้างแพงแล้ว ไม่ว่าจะพิจารณาจากค่า P/E ที่ปรับขึ้นสูงถึง 22 เท่า หรือเมื่อเทียบกับผลตอบแทนที่แท้จริงของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (Real yield) ซึ่งขณะนี้อยู่ที่ประมาณ 2.0% ขณะที่อัตรากำไรของดัชนีหุ้นเมื่อเทียบกับราคา (Earning yield) อยู่ที่ 4.5% หมายความว่าค่าชดเชยความเสี่ยง (Equity Risk Premium) ของหุ้นอยู่เพียง 2.5% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 4.5% อย่างมีนัยสำคัญ และถือเป็นหนึ่งในระดับที่แพงที่สุดในรอบ 30 ปี จากสถิติในอดีต การเข้าซื้อหุ้นในช่วงที่ Valuation สูงระดับนี้ มักให้ผลตอบแทนที่ค่อนข้างต่ำใน 3 ปีถัดไป

เราจึงประเมินว่า Sentiment ของตลาดหุ้นในปัจจุบันค่อนข้างเป็นบวกมากเกินไปและเสี่ยงต่อการเผชิญกับแรงขายและการปรับฐานในช่วงครึ่งหลังของปี ตามข้อมูลเศรษฐกิจที่เริ่มชะลอตัว

อีกประเด็นสำคัญที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาคือสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างตราสารหนี้ ทั้งระยะสั้นและยาว กลับมามีผลตอบแทนที่น่าสนใจอีกครั้ง ต่างจากยุคดอกเบี้ยต่ำหลังวิกฤตการเงินโลกและช่วงโควิด-19 (2008-2020) ขณะเดียวกันนักลงทุนส่วนใหญ่ยังถือครองสินทรัพย์เสมือนเงินสดในสัดส่วนที่ไม่สูงมากเมื่อเทียบกับอดีต เราจึงมองว่า Upside ของหุ้นค่อนข้างจำกัด เมื่อพิจารณาตัวเลือกจากการถือครองสินทรัพย์ปลอดภัยที่มีความน่าสนใจมากขึ้น

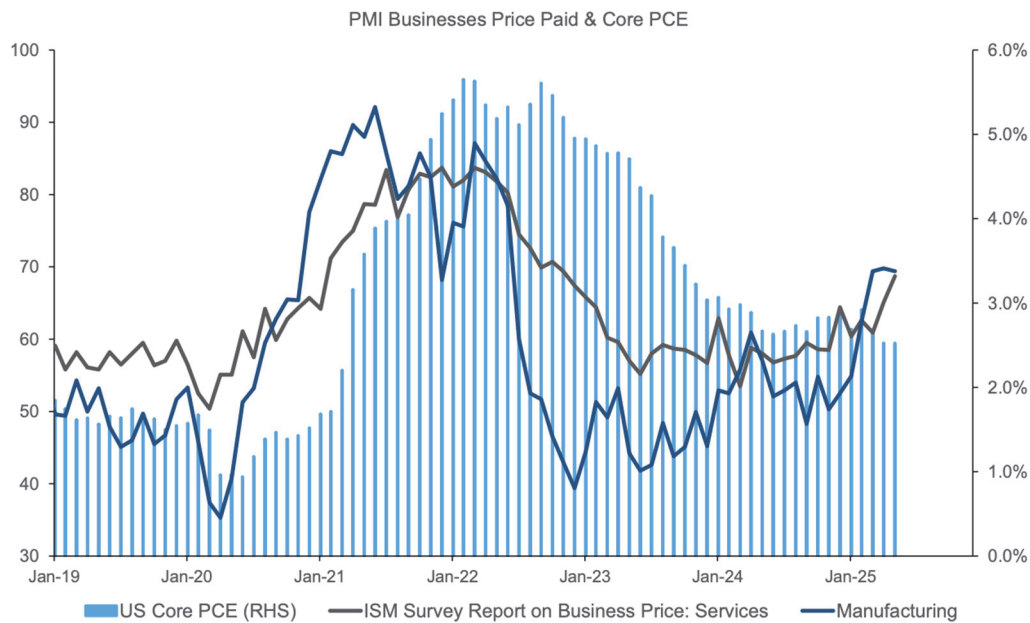
แผนภาพที่ 1: ธุรกิจที่พึ่งพาการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศรายงานว่ากำไรของบริษัทได้รับผลกระทบด้านลบและลดการจ้างงานบางส่วน



Note: The survey was conducted in May 2025

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

แผนภาพที่ 2: ผู้ประกอบการรายงานแรงกดดันฝั่งต้นทุนเพิ่มสูงขึ้นทั้งในภาคอุตสาหกรรม (เส้นสีน้ำเงิน) และภาคบริการ (เส้นสีเทา)



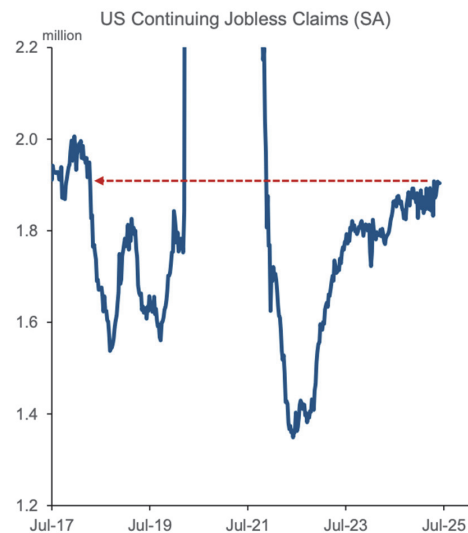
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 3: ตลาดแรงงานของสหรัฐฯ เริ่มอ่อนตัว สะท้อนผ่านอัตราจ้างงาน (ภาพซ้าย) ที่ชะลอลง และจำนวนคนขอรับสวัสดิการว่างงานต่อเนื่อง (ภาพขวา) ที่เพิ่มสูงขึ้นมากที่สุดตั้งแต่ปี 2017 หากไม่นับรวมวิกฤติโควิด-19

Hiring could slow in the second half of the year



Continuing jobless claims hit highest since 2018 (excluding Covid), signaling longer job search times



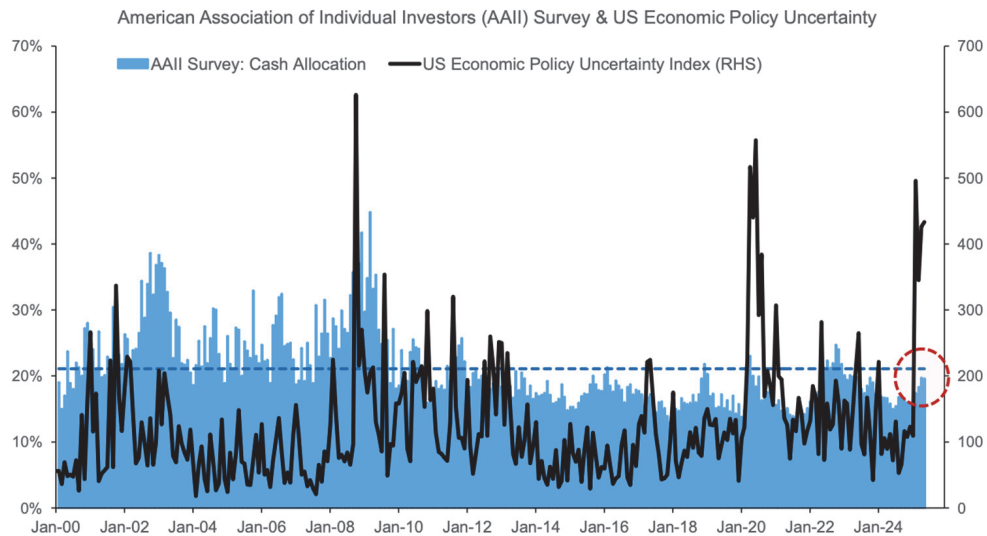
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การที่หุ้นฟื้นตัวแรงขึ้นมาอยู่ในระดับใกล้เคียงจุดสูงสุดเดิมอีกครั้ง อาจตามมาด้วยแรงขายเพื่อทำกำไรเป็นระยะ และเกิดกระแสเงินทุนไหลกลับเข้าสู่กลุ่มสินทรัพย์ปลอดภัยมากขึ้น เพื่อกระจายความเสี่ยงในช่วงที่ความไม่แน่นอนจากสงครามการค้า

และเศรษฐกิจโลกยังคงอยู่ เราจึงเลือกให้น้ำหนักการลงทุนไปที่หุ้นคุณภาพสูงทั่วโลก (Global Quality Stocks) เพื่อช่วยปกป้องเงินลงทุนจากความเสียหายลง (Downside risk) และรองรับการปรับฐานราคาที่เราคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2025 🌐

แผนภาพที่ 4: นักลงทุนอาจเพิ่มสัดส่วนการถือครองสินทรัพย์เสมือนเงินสด (แท่งสีฟ้า) ซึ่งเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย ในช่วงที่ Yield ของพันธบัตรระยะสั้นทรงตัวในระดับน่าดึงดูด ประกอบกับดัชนีความไม่แน่นอนที่ค่อนข้างสูง (เส้นสีน้ำเงิน)

Despite attractive short-term yields and heightened uncertainties, investors continue to hold modest cash levels below 20%, versus a long-term average of 21%



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

แผนภาพที่ 5: Real Equity Risk Premium (เส้นสีเทา) ลดลงมาอยู่เพียง 2.5% สะท้อนมูลค่าของตลาดหุ้นที่ค่อนข้างแพง ผลตอบแทนจากการเข้าซื้อหุ้นในระดับปัจจุบันจึงเผชิญแรงกดดันในช่วง 3 ปีข้างหน้า



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

ตลาดตราสารหนี้

ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ทั้งระยะสั้น (2-Year Treasury Bond Yield) และระยะยาว (10-Year Bond Yield) ปรับลดลงมาต่ำกว่าประมาณ 4.0% และ 4.5% เล็กน้อยตามลำดับ ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่เหมาะสมสำหรับการทยอยลงทุน โดยเฉพาะในพันธบัตรระยะสั้น เนื่องจาก Bond yield มีโอกาสปรับลดลงได้เร็วกว่าพันธบัตรระยะยาวที่อ่อนไหวมากกว่ากับความเสี่ยงเงินเฟ้อและปัญหาด้านวินัยการคลัง เราจึงยังคงให้น้ำหนักกับการลงทุนในตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) มากกว่าการกระจุกตัวในพันธบัตรสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียวสำหรับตราสารหนี้ระยะยาว โดยมองว่าเป็นทางเลือกที่เหมาะสมในการกระจายความเสี่ยง โดยเฉพาะในกรณีที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวกว่าคาด หรือหากความเสี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) เพิ่มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

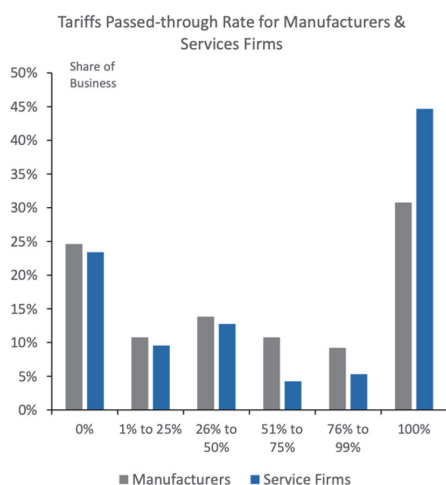
Bond yields ยังคงเคลื่อนไหวใกล้เคียงระดับที่เรา มองว่าสมเหตุสมผล เปิดโอกาสให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะสั้น และ Global Bonds สำหรับตราสารหนี้ระยะยาว

สงครามการค้ายังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ Fed และตลาดตราสารหนี้ยังไม่สามารถตัดสินใจเลือกทิศทางที่ชัดเจนได้ โดยในเดือน พ.ค. ที่ผ่านมามีธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขา นิวยอร์ก ได้จัดทำแบบสอบถามกับผู้ประกอบการที่มีการนำเข้าสินค้าจากต่างประเทศ พบว่าธุรกิจส่วนใหญ่มีการปรับราคาสินค้าสูงขึ้น เพื่อชดเชยต้นทุนการนำเข้าที่เพิ่มจากกำแพงภาษี โดยเฉลี่ยแล้วธุรกิจเหล่านี้สามารถส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นราว 50-60% ไปยังผู้บริโภคภายในระยะเวลา 1-3 เดือน

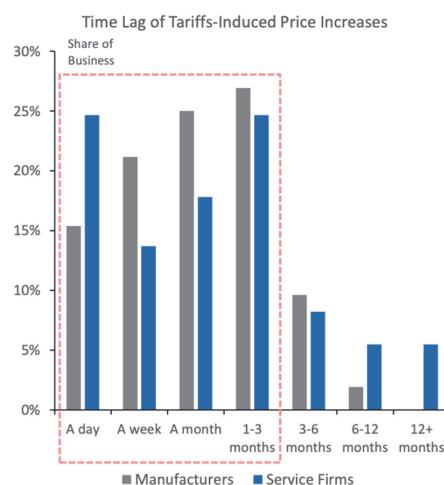
ขณะเดียวกัน ผู้ประกอบการจำนวนมากไม่ได้รับผลกระทบเชิงลบต่อกำไรของบริษัทและมีมุมมองเชิงลบต่อเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปีมากขึ้น ส่งผลให้บางส่วนเลือกที่จะคงหรือปรับลดจำนวนพนักงาน เพื่อเตรียมรับมือกับความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้น ราคาสินค้าที่ปรับสูงขึ้นสวนทางกับตลาดแรงงานที่เริ่มอ่อนตัว ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ เผชิญกับความเสี่ยงของภาวะ Stagflation อย่างอ่อน ๆ ซึ่งเป็นสภาวะที่นโยบายการเงินมีข้อจำกัด ธนาคารกลางจึงจำเป็นต้องชะลอการตัดสินใจและรอดูข้อมูลเศรษฐกิจที่จะชัดเจนขึ้นในช่วงกลางปี

แผนภาพที่ 6: ผู้ประกอบการมีแนวโน้มส่งต่อต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากกำแพงภาษีราว 50% ไปที่ผู้บริโภคภายใน 1-3 เดือน

Most businesses passed through, on average, 50-60% of the tariffs to consumers



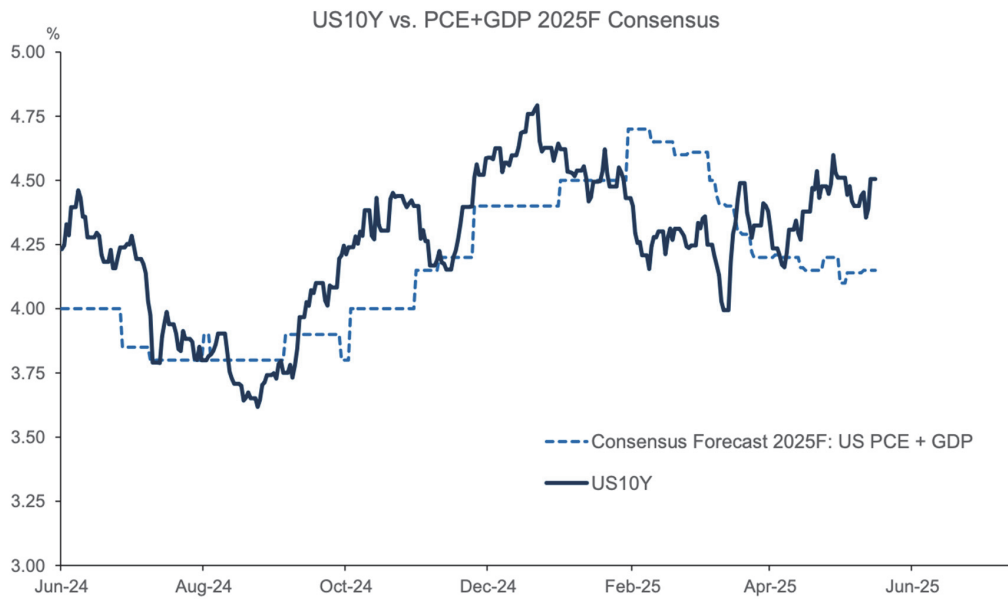
Tariff-induced price increases happened quickly



Note: The survey was conducted in May 2025

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

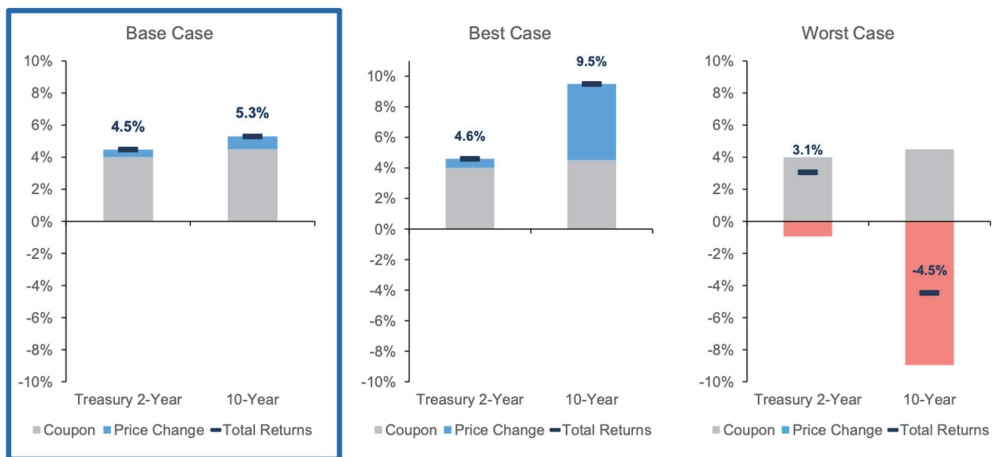
แผนภาพที่ 9: ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี เคลื่อนไหวสอดคล้องกับประมาณการเงินเพื่อและการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ



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

แผนภาพที่ 10: เราประเมินว่าพันธบัตรระยะสั้นจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกในทุกกรณี ขณะที่พันธบัตรระยะยาวเผชิญความเสี่ยงจากเงินเฟ้อและวินัยการคลังของรัฐบาลสหรัฐฯ

In a one-year investment horizon, longer-term Treasuries are vulnerable to a scenario of rising inflation and weakening fiscal conditions



Note: Assuming entry yields at 4.0% for 2-year and 4.5% for 10-year Treasury

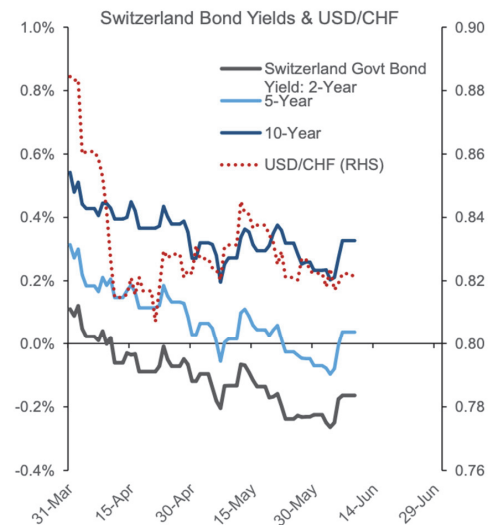
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 11: Bond yield ของนานาประเทศยกเว้นสหรัฐฯ เคลื่อนไหวอยู่ในระดับใกล้เคียงหรือต่ำกว่าก่อน Liberation Day จากความเสี่ยงเงินเฟ้อที่ต่ำ และเศรษฐกิจที่เปราะบางกว่า

Global yields ex-US have been trading at or below levels seen on Liberation Day



CHF benefits from safe-haven flows, pushing short-term yields into negative territory



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

การเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางในประเทศต่างๆ จะยังหนุนราคาทองคำได้ในปีนี้และปีหน้า โดยหากอ้างอิงผลสำรวจธนาคารกลาง (Central Bank) 73 แห่ง พบว่ากว่า 95% ของผู้ตอบแบบสอบถามคาดการณ์ว่าทองคำในทุนสำรองฯ (Gold Reserve) จะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า และหากมองในระยะยาว (5 ปีข้างหน้า) ผู้ตอบแบบสอบถามกว่า 76% ระบุว่า会增加สัดส่วนการถือครองทองคำในทุนสำรองฯ เพิ่มขึ้นจาก 69% ในผลสำรวจปีก่อนหน้า สำหรับราคาน้ำมันดิบ เราคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายปี 2025 จากอุปสงค์น้ำมันโลกที่เติบโตชะลอลงจากผลของความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่เกิดจากสงครามการค้า สวนทางกับการผลิตและส่งออกน้ำมันดิบของ OPEC ที่คาดว่าจะเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะซาอุดีอาระเบีย ซึ่งเปลี่ยนกลยุทธ์จากเดิมที่เคยพยายามรักษาระดับราคา (Price Floor) กลายเป็นการยอมรับราคาที่ต่ำลงในระยะสั้นเพื่อแลกกับส่วนแบ่งการตลาดที่สูงขึ้น

ทองคำ

เรามองว่า การเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางในประเทศต่างๆ จะยังหนุนราคาทองคำได้ในปีนี้และปีหน้า โดยหากอ้างอิงผลสำรวจไปยังธนาคารกลาง (Central Bank) 73 แห่ง พบว่ากว่า 95% ของผู้ตอบแบบสอบถามคาดการณ์ว่าทองคำในทุนสำรองฯ (Gold Reserve) จะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า เพิ่มขึ้นจาก 81% ผลสำรวจปี 2024 และ 71% ผลสำรวจปี 2023 และหากมองไปในระยะยาว (5 ปีข้างหน้า) ผู้ตอบแบบสอบถามกว่า 76% ระบุว่า会增加สัดส่วนการถือครองทองคำในทุนสำรองฯ เพิ่มขึ้นจาก 69% ผลสำรวจปี 2024

ทองคำกลายเป็นหนึ่งในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ทองคำของธนาคารกลาง

นับตั้งแต่ปี 2022 ที่ผ่านมา ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างราคาทองคำและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่แท้จริงเมื่อหักลบกับคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (10 Years Real Yield) ปรับลดลงเป็นอย่างมาก โดยในสถานการณ์ปกติ หากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น สินทรัพย์อื่นๆ อาทิ ทองคำหรือหุ้น จะมีความน่าสนใจในการลงทุนน้อยลง อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่แท้จริงของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้นมาทางตัวที่ระดับราว 2% ในเดือน มิ.ย. 2025 จากราว -1% ในปี 2021 ขณะเดียวกัน ราคาทองคำก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาสู่ระดับราว 3,300 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือน มิ.ย. 2025 ต่อออนซ์ จากราว 1,800 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ ในปี 2021 โดยทองคำกลายเป็นหนึ่งในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ทองคำของธนาคารกลางและการบริหารความเสี่ยงของนักลงทุนท่ามกลางสถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์ที่ตึงเครียดและเงินเฟ้อสูง

เรามองว่า การเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางในประเทศต่างๆ จะยังหนุนราคาทองคำได้ในปีนี้และปีหน้า โดยหากอ้างอิงผลสำรวจไปยังธนาคารกลาง (Central Bank) 73 แห่ง พบว่ากว่า 95% ของผู้ตอบแบบสอบถามคาดการณ์ว่าทองคำในทุนสำรองฯ (Gold Reserve) จะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า เพิ่มขึ้นจาก 81% ผลสำรวจปี 2024 และ 71% ผลสำรวจปี 2023 และหากมองไปในระยะยาว (5 ปีข้างหน้า) ผู้ตอบแบบสอบถามกว่า 76% ระบุว่า会增加สัดส่วนการถือครองทองคำในทุนสำรองฯ เพิ่มขึ้นจาก 69% ผลสำรวจปี 2024 อย่างไรก็ตาม การเพิ่มสัดส่วนการถือครองทองคำเท่ากับว่าจะต้องมีสินทรัพย์อื่นที่ถูกลดสัดส่วนโดยผู้ตอบแบบสอบถามกว่า 73% มองว่าสัดส่วนการถือครองในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะปรับลดลงใน 5 ปีข้างหน้า เพิ่มขึ้นจาก 62% ผลสำรวจปี 2024

ในช่วงที่ผ่านมา ธนาคารกลางเข้าซื้อทองคำเป็นจำนวนมากถึง 1,072 ตัน เฉลี่ยปี 2022-2024 สูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2010-2021 ที่ 473 ตัน อย่างมีนัยสำคัญ โดยธนาคารกลางจะซื้อทองคำ ส่วนหนึ่งจากผลตอบแทนของทองคำที่มักเป็นบวกในช่วงวิกฤตและทองคำยังสามารถกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้ นอกจากนี้ ทองคำยังเป็นสินทรัพย์ที่ป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ ไม่มีความเสี่ยงการผิดนัดชำระ และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ได้ โดยสรุป เราจึงยังมองว่าธนาคารกลางจะยังคงเป็นผู้เล่นหลักในตลาดทองคำอย่างน้อยในปีนี้เป็นต้นไป และช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านต่ำของราคาทองในช่วงที่ตลาดกลับเข้าสู่โหมดพร้อมรับความเสี่ยง (Risks-on)

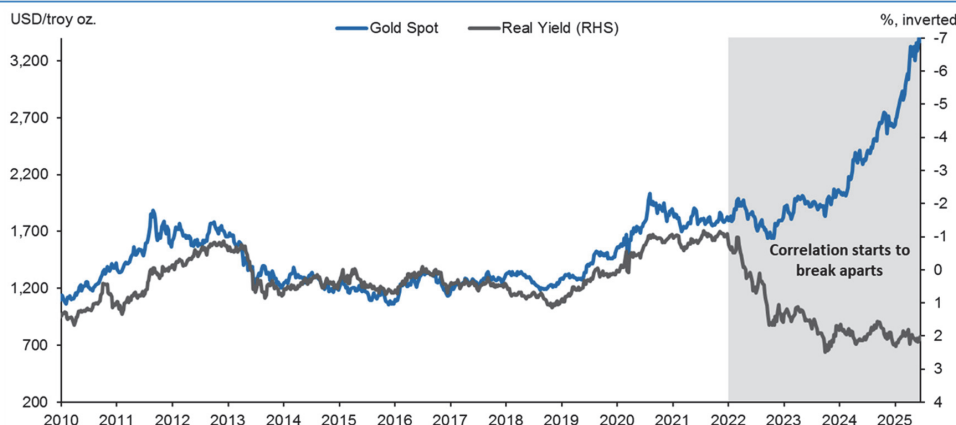
ในระยะกลางถึงยาว เรามองว่าทองคำยังมีปัจจัยหนุนหลายประการ อาทิ 1) อุปสงค์การเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางในประเทศต่างๆ ที่ยังมีแนวโน้มสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต 2) ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risks) จากตะวันออกกลางที่อาจรุนแรงขึ้น, จีน-ไต้หวันที่เป็นความเสี่ยงระยะยาว และ

รัสเซีย-ยูเครนที่แม้จะดูมีความคืบหน้ามากขึ้น แต่ยังไม่มีความชัดเจน
อย่างแน่ชัด 3) ภาระหนี้ของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นสูง
ต่อเนื่อง หลังพรรครีพับลิกันเสนอแผนเพิ่มการขาดดุลการคลัง
อีกกว่า 3-4 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปีข้างหน้า
ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

ในระยะยาว โดยสรุป เรายังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนในทองคำ
เมื่อเกิดการปรับฐานด้วยความระมัดระวัง เพื่อช่วยกระจายความ
เสี่ยงของพอร์ตการลงทุน โดยเฉพาะจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจ
ตึงเครียดมากขึ้นและความกังวลต่อเศรษฐกิจที่อาจชะลอตัว

**แผนภาพที่ 12: นับตั้งแต่ปี 2022 ที่ผ่านมา ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างราคาทองคำและอัตราผลตอบแทนพันธบัตร
รัฐบาลสหรัฐฯ ที่แท้จริงเมื่อหักลบกับคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (10 Years Real Yield) ปรับลดลงเป็นอย่างมาก**

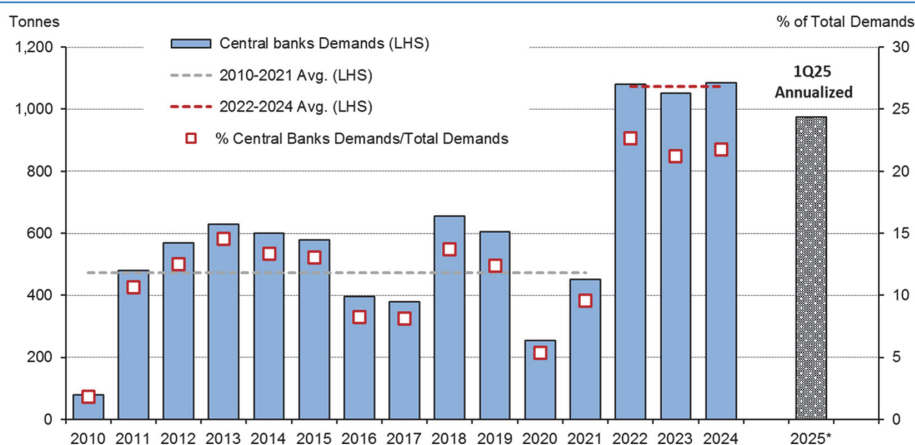
Gold price and US 10 years real yield



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

**แผนภาพที่ 13: ธนาคารกลางได้เข้าซื้อทองคำเป็นจำนวนมากถึง 1,072 ตัน เฉลี่ยปี 2022-2024 สูงกว่าค่าเฉลี่ย
ปี 2010-2021 ที่ 473 ตัน อย่างมีนัยสำคัญ**

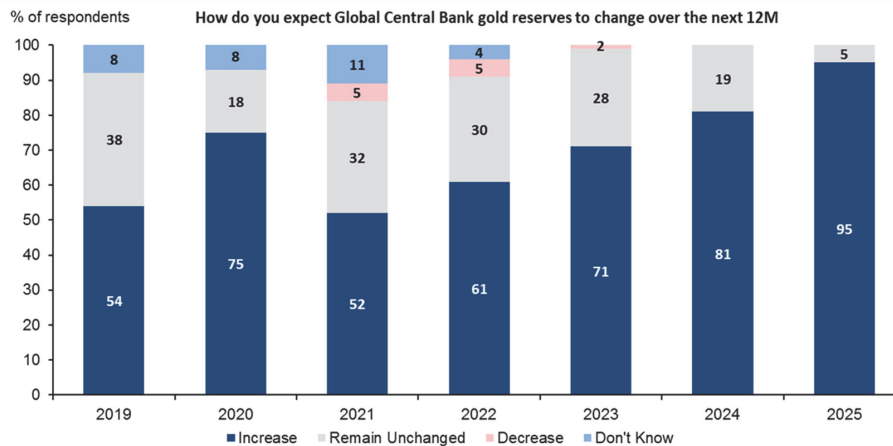
Central banks annual gold demands



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

แผนภาพที่ 14: หากอ้างอิงผลสำรวจไปยังธนาคารกลาง (Central Bank) 73 แห่ง พบว่า กว่า 95% ของผู้ตอบแบบสอบถามคาดการณ์ว่าทองคำในทุนสำรองฯ (Gold Reserve) จะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า เพิ่มขึ้นจาก 81% ผลสำรวจปี 2024 และ 71% ผลสำรวจปี 2023

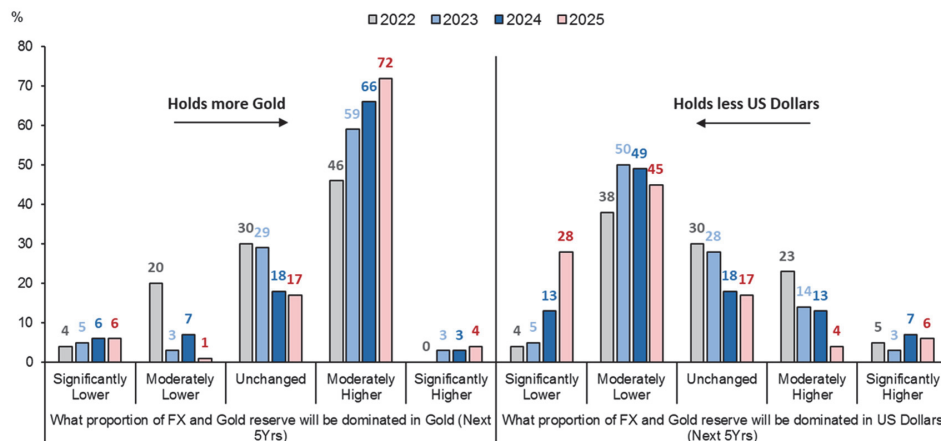
Central banks' annual survey: How do you expect Global Central Bank gold reserves to change over the next 12M?



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

แผนภาพที่ 15: หากมองไปในระยะยาว (5 ปีข้างหน้า) ผู้ตอบแบบสอบถามกว่า 76% ระบุว่า会增加สัดส่วนการถือครองทองคำในทุนสำรองฯ เพิ่มขึ้นจาก 69% ผลสำรวจปี 2024 อย่างไรก็ตาม การเพิ่มสัดส่วนการถือครองทองคำเท่ากับว่าจะต้องมีสินทรัพย์อื่นที่ถูกลดสัดส่วน โดยผู้ตอบแบบสอบถามกว่า 73% มองว่าสัดส่วนการถือครองในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ จะปรับลดลงใน 5 ปีข้างหน้า เพิ่มขึ้นจาก 62% ผลสำรวจปี 2024

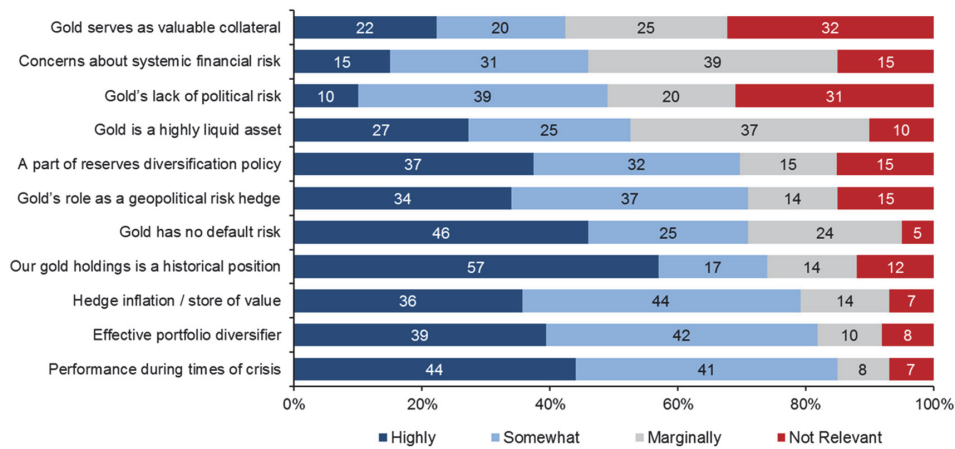
Central banks' annual survey: What proportion of FX and Gold reserves do you think will be denominated in gold and US dollars 5 years from now?



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

แผนภาพที่ 16: ธนาคารกลางจะเข้าถือทองคำ ส่วนหนึ่งจากผลตอบแทนของทองคำที่มักเป็นบวกในช่วงวิกฤต และทองคำยังสามารถกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้ นอกจากนี้ ทองคำยังเป็นสินทรัพย์ที่ป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ ไม่มีความเสี่ยงการผิดนัดชำระ และยังช่วยป้องกันความเสี่ยงจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ได้

Central banks' annual survey: How relevant are the following factors in your organisation's decision to hold gold?



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

น้ำมัน

เราคงมุงมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายปี 2025 จากอุปสงค์น้ำมันโลกที่เติบโตชะลอลงจากผลของความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่เกิดจากสงครามการค้า ส่วนทางกับการผลิตและส่งออกน้ำมันดิบของ OPEC ที่คาดว่าจะเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยในช่วงครึ่งหลังของปี โดยเฉพาะซาอุดีอาระเบีย ซึ่งเปลี่ยนกลยุทธ์จากเดิมที่เคยพยายามรักษาราคาน้ำมัน (Price Floor) กลายเป็นการยอมรับราคาที่ต่ำลงในระยะสั้นเพื่อแลกกับส่วนแบ่งการตลาดที่สูงขึ้น อีกทั้งยังเป็นการพัฒนาความสัมพันธ์เชิงภูมิรัฐศาสตร์ไปด้วยในตัว อย่างไรก็ตาม ปัจจัยระยะยาวอย่างการชะลอตัวของการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ที่เห็นชัดขึ้น ยังคงเป็นแรงหนุนเชิงโครงสร้างที่ช่วยจำกัด Downside ของตลาดน้ำมันในระยะยาว

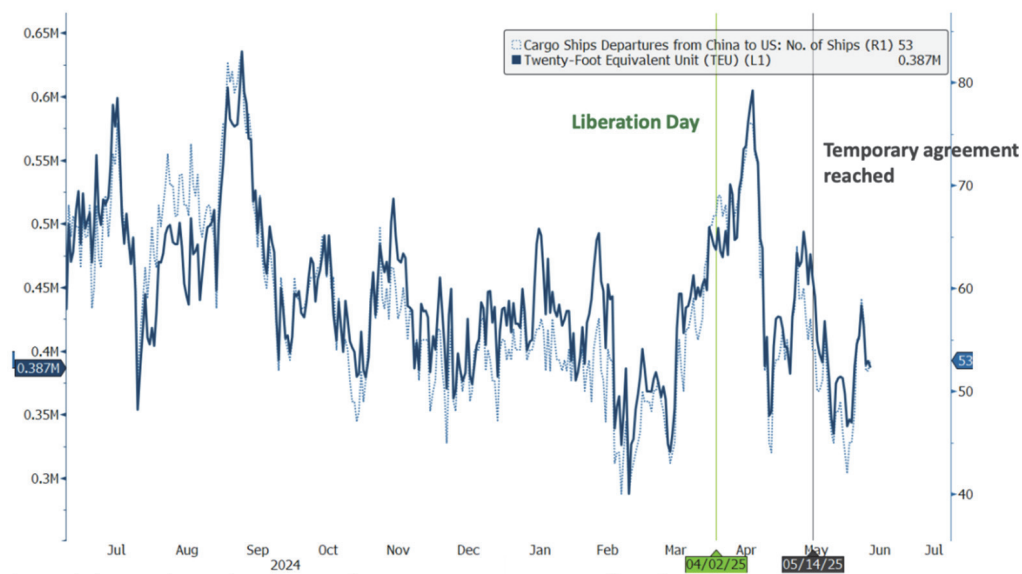
“สงคราม 12 วัน” ไม่ได้กระทบต่อโครงสร้างการผลิตและส่งออกน้ำมันดิบในภูมิภาคตะวันออกกลาง ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานของการผลิตและส่งออกน้ำมันของซาอุดีอาระเบีย คาดเร่งตัวขึ้นในครึ่งหลังของปี เป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันต่อเนื่อง

8 ประเทศสมาชิก OPEC+ ที่เข้าร่วมมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจ ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย อิรัก สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ คูเวต คาซัคสถาน แอลจีเรีย และโอมาน มีมติขยับเพิ่มกำลังการผลิตรวมอีก 411,000 บาร์เรลต่อวัน ในการประชุม

เมื่อปลายเดือน พ.ค. นับเป็นการเร่งการผลิตขึ้นจากการกำหนดการเดิมเป็นครั้งที่สามของปีนี้ สะท้อนแนวทางใหม่ของ OPEC+ ที่มุ่งกลับมาเพิ่มส่วนแบ่งตลาดและขยาย “Policy space” เพื่อรองรับการปรับลดกำลังผลิตอีกครั้งในอนาคตหากจำเป็น ด้วยแนวทางดังกล่าว เรามองว่ากลุ่มผู้ผลิตอาจตัดสินใจเร่งเพิ่มกำลังการผลิตอีกครั้งในปี เพื่อดึงปริมาณการผลิตส่วนที่เหลือขึ้นสู่ระดับเป้าหมายให้เสร็จสิ้นเกือบทั้งหมดภายในปี 2025 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ราคาน้ำมันสามารถฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะยาว

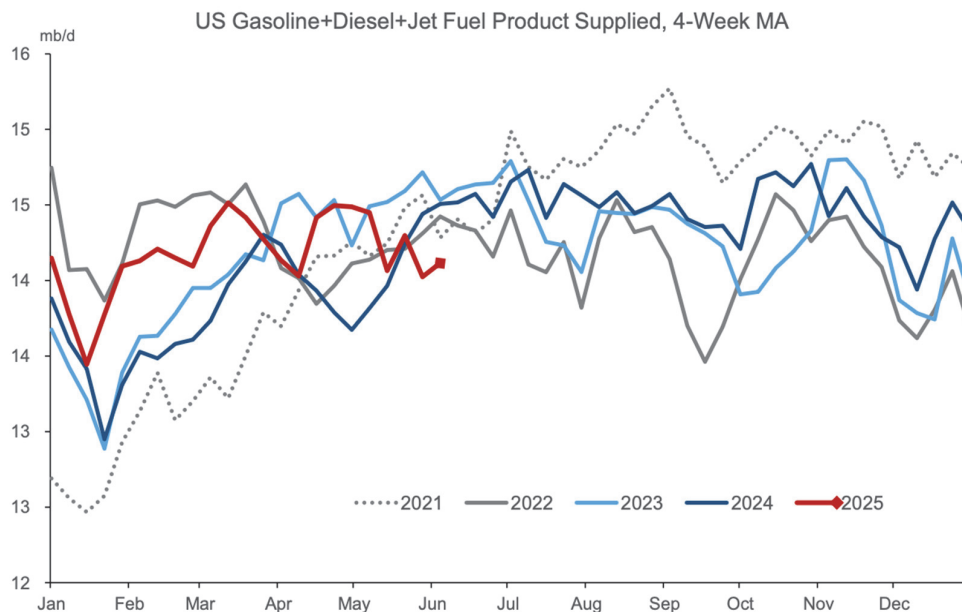
แม้เราจะประเมินว่าการเพิ่มขึ้นจริงของปริมาณการผลิตตามนโยบายใหม่ของ OPEC+ จะต่ำกว่าตัวเลขที่ประกาศอย่างมาก โดยส่วนใหญ่การผลิตที่เพิ่มขึ้นจะมาจากซาอุดีอาระเบีย และคาดว่าจะอยู่ที่ราว 0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน หรือเพียงครึ่งหนึ่งของตัวเลขที่ประกาศ แต่การปรับเพิ่มกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่องก็เปิดโอกาสให้ซาอุดีอาระเบียสามารถขยายการผลิตในช่วงปลายปีได้อีกอย่างน้อย 0.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน และหากมีการปรับกำหนดการณ์การผลิตอีก ก็อาจสูงขึ้นไปได้ถึง 0.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับที่มีนัยสำคัญต่อสมดุลตลาดน้ำมันโลก นอกจากนี้ ปัจจัยฤดูกาลที่ความต้องการใช้น้ำมันภายในประเทศของซาอุดีอาระเบียมักลดลงในช่วงปลายปี จะยิ่งเร่งการส่งออกน้ำมันให้สูงขึ้น โดยปกติการส่งออกน้ำมันปลายปีจะเร่งตัวขึ้นจากช่วงกลางปีราว 0.5-1.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน เมื่อรวมกับการเพิ่มการผลิตดังกล่าวแล้ว จึงคาดว่าสมดุลตลาดน้ำมันโลกจะมีแนวโน้มอ่อนตัวต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 17: ปริมาณเรือขนส่งสินค้าจากจีนไปสหรัฐฯ ยังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ แม้ทั้งสองประเทศจะบรรลุข้อตกลงการค้าชั่วคราวแล้วในเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา



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

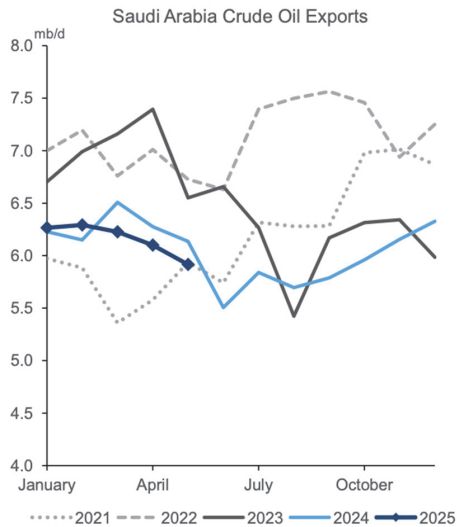
แผนภาพที่ 18: ความต้องการบริโภคน้ำมัน 3 ประเภทหลักของสหรัฐฯ (เบนซิน ดีเซล และน้ำมันเครื่องบิน) ค่อนข้างอ่อนแอเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันในปีก่อน ๆ หนา



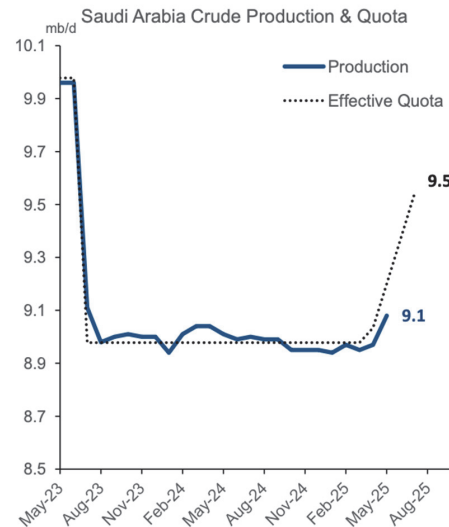
ที่มา: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 19: การผลิตและส่งออกน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยในช่วงครึ่งหลังของปี 2025

Saudi oil exports tend to pick up in Q3–Q4 as domestic demand wanes



Saudi Arabia currently producing 0.4 mb/d lower than its revised August quota



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

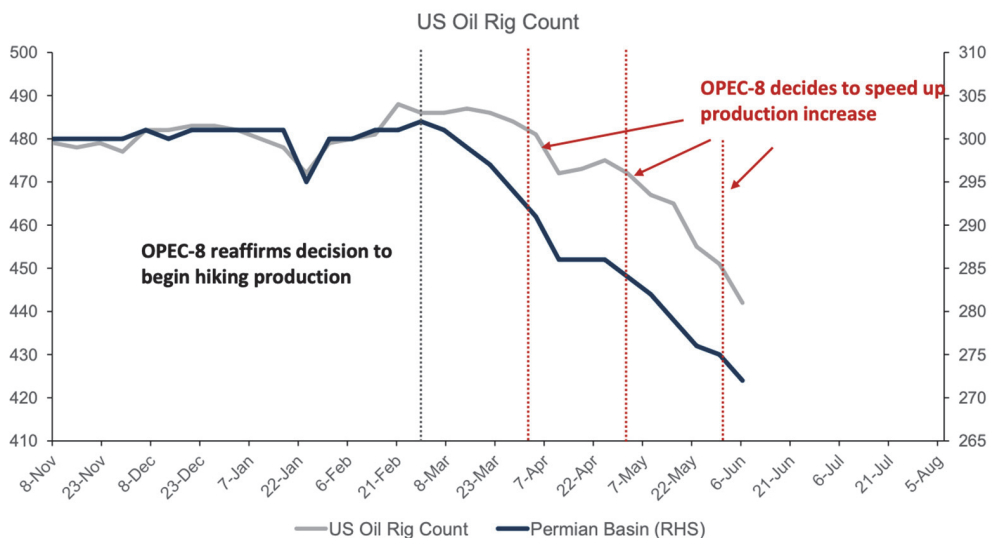
ขณะเดียวกัน ปัจจัยความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ที่ประธานาธิบดีสหรัฐฯ ตั้งชื่อให้ว่าเป็น “สงคราม 12 วัน” ระหว่างอิสราเอลและอิหร่านในช่วงกลางเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา แม้จะสร้างความผันผวนให้กับ Sentiment ของตลาด แต่ไม่ได้กระทบต่อโครงสร้างพื้นฐานของห่วงโซ่อุปทานน้ำมันอย่างมีนัยสำคัญ ตรงกันข้าม ข้อมูลการเดินเรือขนส่งน้ำมันในภูมิภาคกลับเพิ่มขึ้นจาก

การเร่งส่งออกของอิหร่าน ส่งผลให้ตลาดน้ำมันจริง (Physical oil market) มีแนวโน้มอ่อนตัวลงในระยะสั้นเสียด้วยซ้ำ

ปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่คลี่คลายลงได้อย่างรวดเร็ว ประกอบกับแนวโน้มตลาดน้ำมันที่อ่อนตัวในครึ่งหลังของปี ทำให้เรายังคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ช่วงปลายปี 2025

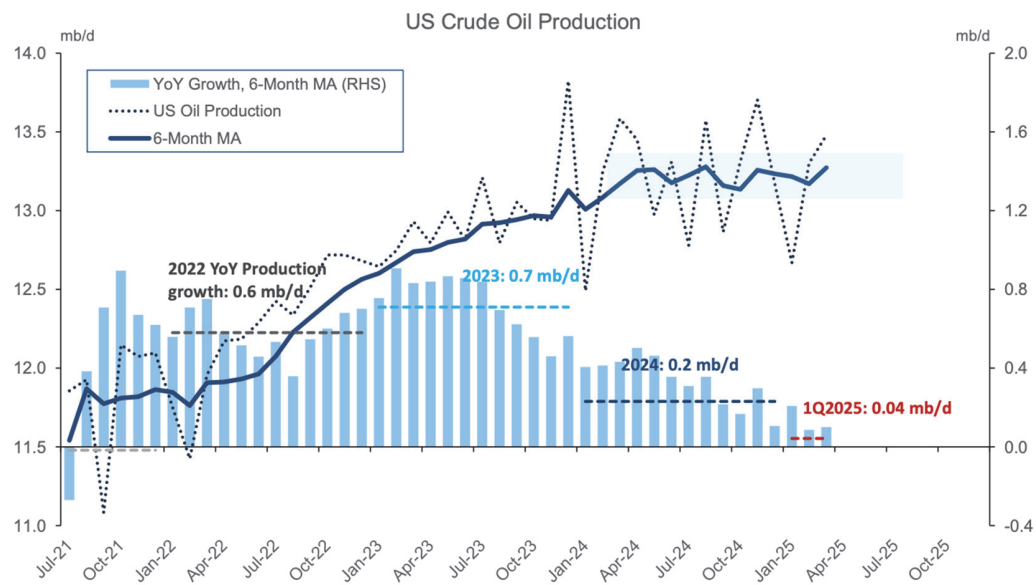
แผนภาพที่ 20: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ลดลงต่อเนื่องหลัง OPEC เลิกใช้กลยุทธ์รักษาราคาน้ำมันที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

US oil firms must adjust to a new landscape where relying on OPEC to stabilize prices is no longer viable



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

แผนภาพที่ 21: การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ มีแนวโน้มเติบโตต่ำมากจนถึงไม่เติบโตเลยในปี 2025 เป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่ช่วยพยุงไม่ให้ราคาน้ำมันลดลงอย่างรุนแรงในระยะกลาง



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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- ประเด็นเรื่องวินัยการคลังของสหรัฐฯ กลับมาเป็นที่ถกเถียงอีกครั้งในช่วงเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา หลังสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรสหรัฐฯ ผ่านร่างงบประมาณระยะยาว (“One Big Beautiful Bill Act: OBBBA”) ที่ปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ พยายามผลักดันตั้งแต่เข้าดำรงตำแหน่งในสมัยที่สอง ซึ่งในปัจจุบัน สมาชิกวุฒิสภากำลังเสนอปรับแก้ขั้นสุดท้ายก่อนจะส่งกลับไปยังสภาผู้แทนราษฎร และขึ้นไปยังปธน. เพื่อลงนามบังคับใช้เป็นกฎหมาย โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในเดือน ก.ค. หรือต้นเดือน ส.ค. ที่จะถึงนี้ โดยจากการประเมินเบื้องต้น งบประมาณดังกล่าวจะส่งผลให้สหรัฐฯ ต้องขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นราว 3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในช่วง 10 ปีข้างหน้า แบ่งเป็นการขาดดุลงบประมาณที่ไม่รวมการดอกเบี้ยจ่าย (Primary Deficits) ราว 2.4 ล้านล้านเหรียญ และภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Payments) อีกราว 5.6 แสนล้านเหรียญ ซึ่งคิดเป็นการขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นจากที่ CBO เคยประเมินไว้โดยเฉลี่ยราว 0.8% ของ GDP ต่อปี ขณะเดียวกัน งบประมาณดังกล่าวจะส่งผลให้หนี้สาธารณะของสหรัฐฯ (Federal Debt Held by the Public) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 124% ของ GDP ในปี 2034F (vs. 117% ของ GDP ในกรณีฐานที่ไม่รวมงบประมาณ “OBBBA”)
- เศรษฐกิจยูโรโซนค่อนข้างทรงตัวในไตรมาสที่สอง โดยดัชนี PMI รวมอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่หก นำโดยภาคบริการที่ฟื้นตัว ส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.9% YoY จาก 2.2% ในเดือนก่อน ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 2.3% YoY จาก 2.7% ในเดือนก่อน โดยหากพิจารณารายละเอียดพบว่า ราคาในหมวดพลังงานหดตัว -3.6% YoY เท่ากับเดือนก่อน ขณะที่ราคาในภาคบริการชะลอตัวลงเป็น 3.2% YoY จาก 4.0% เดือนก่อน อย่างไรก็ตาม ราคาในหมวดอาหาร เครื่องดื่มแอลกอฮอล์และยาสูบ เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.2% YoY จาก 3.0% เดือนก่อน ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางยุโรปมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลง -25bps สู่ระดับ 2.00% ตามที่เราระและตลาดคาดการณ์ในการประชุมเมื่อวันที่ 5 มิ.ย. 2025 พร้อมกันระบุว่า เงินเฟ้อในปัจจุบันอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายระยะกลางของ ECB ที่ 2% แล้ว (“Inflation is currently at around the Governing Council’s 2% medium-term target.”) ซึ่งเป็นดังการประกาศชัยชนะต่อการจัดการกับเงินเฟ้อหลังประเทศในยูโรโซนต้องเผชิญกับปัญหาค่าครองชีพที่เร่งตัวขึ้นสูงตั้งแต่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนเป็นต้นมา
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นระยะยาว (Super Long-Term Bond Yields) ปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา สาเหตุจากทั้งความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์ และอุปทานในตลาดพันธบัตร รวมถึงความกังวลด้านฐานะทางการคลังของญี่ปุ่น อย่างไรก็ตาม แรงกดดันดังกล่าวมีแนวโน้มผ่อนคลายลงในระยะต่อไป เนื่องจากกระทรวงการคลังญี่ปุ่นมีแผนปรับโครงสร้างการออกพันธบัตรใหม่ ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในระยะต่อไปได้ในระดับหนึ่ง นอกจากนี้ ฐานะทางการคลังของญี่ปุ่นยังแสดงถึงพัฒนาการเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากการจัดเก็บรายได้ภาษีที่ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ส่งผลให้ระดับการขาดดุลงบประมาณขั้นต้น (Primary Fiscal Deficit) และสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ปรับตัวลดลงต่อเนื่องตั้งแต่หลัง COVID-19 เป็นต้นมา ทั้งนี้ ยังมีความเสี่ยงที่รัฐบาลญี่ปุ่นอาจออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมก่อนการเลือกตั้งสภาสูงในเดือนกรกฎาคม ซึ่งอาจทำให้ตลาดกลับมามีความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการคลังของญี่ปุ่นและอาจส่งผลให้มีความกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวได้
- สงครามการค้ายังคงส่งผลกระทบต่อส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ โดยจากข้อมูลในเดือนพฤษภาคม พบว่า การส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ ลดลงกว่า 30% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แม้ล่าสุดเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของกิจกรรมการส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ หลังทั้งสองประเทศได้บรรลุข้อตกลงเพื่อลดอัตราภาษีนำเข้าลงชั่วคราว โดยแม้ว่าการส่งออกของจีนไปสหรัฐฯ จะหดตัวอย่างมาก แต่การส่งออกไปยังประเทศอื่นยังปรับเพิ่มขึ้นและสามารถชดเชยผลของการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่ลดลงได้บางส่วน ทำให้การส่งออกโดยรวมของจีนสามารถขยายตัวได้ต่อเนื่อง และยังคงทำหน้าที่เป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ด้านเศรษฐกิจในประเทศยังเผชิญกับแรงกดดันเงินฝืด แต่ได้รับแรงหนุนจากนโยบายกระตุ้นการบริโภค (Consumer Goods Trade-in Program) ของภาครัฐมาช่วยส่งเสริมยอดขายสินค้า ด้านการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มชะงักลง ซึ่งหากไม่มีมาตรการสนับสนุนเพิ่มเติมจากภาครัฐ คาดว่าการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ในระยะต่อไปอาจมีอุปสรรคและดำเนินไปอย่างช้า ๆ และจะยังเป็นปัจจัยกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจจีนต่อเนื่องในปีนี้
- เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีหลังเผชิญความเสี่ยงสูงที่จะเข้าสู่ภาวะการถดถอยทางเทคนิค (Technical Recession) จากแรงกดดันทั้งภายนอก และภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น โดยปัจจัยลบสำคัญ ได้แก่ ความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าโลก ภาคการท่องเที่ยวที่ขาดแรงส่ง และความไม่แน่นอนทางการเมืองที่อาจนำไปสู่ภาวะสูญญากาศ ท่ามกลางปัญหานี้ครัวเรือนที่ยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง และรายได้ที่เติบโตช้า TISCO ESU จึงปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2568 ลงมาอยู่ที่ 1.6% 2025F และเหลือเพียง 1.4% ในปี 2026F ด้านนโยบายการเงิน คาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก 2 ครั้งในปีนี สู่ระดับ 1.25% และอาจลดต่ออีก 2 ครั้งภายในครึ่งแรกของปีหน้า เพื่อรองรับเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและเงินเฟ้อที่คาดว่าจะยังคงต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย ขณะที่นโยบายการคลังอาจเป็นเพียงปัจจัยเดียวที่พอจะหนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ และชดเชยแรงกดดันจากภาคส่วนอื่นที่กำลังมีปัญหาด้านนี้ โดยเฉพาะหากรัฐบาลสามารถจัดสรรงบประมาณได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเน้นโครงการที่มีตัวคูณทางทางการคลังสูง (Fiscal Multiplier) และเร่งเบิกจ่ายงบลงทุนให้ได้มากกว่า 80% อย่างไรก็ตาม จากความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศที่สูงขึ้นมาก อาจทำให้เกิดความเสี่ยงที่จะนำไปสู่ภาวะสูญญากาศ ซึ่งเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการขับเคลื่อนนโยบายการคลังให้ไม่สามารถทำงานได้ เน้นจับตาพัฒนาการทางการเมืองอย่างใกล้ชิด เพราะอาจทำให้แรงส่งทางการคลังพลิกผันกลายมาเป็นแรงกดดันเพิ่มเติมต่อเศรษฐกิจได้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

← 22-51

ประเด็นเรื่องวินัยการคลังของสหรัฐฯ กลับมาเป็นที่ถกเถียงอีกครั้งในช่วงเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา หลังสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรสหรัฐฯ ผ่านร่างงบประมาณระยะยาว (“One Big Beautiful Bill Act: OBBBA”) ที่ปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ พยายามผลักดันตั้งแต่เข้าดำรงตำแหน่งในสมัยที่สอง ซึ่งในปัจจุบัน สมาชิกวุฒิสภากำลังเสนอปรับแก้ขั้นสุดท้ายก่อนจะส่งกลับไปยังสภาผู้แทนราษฎร และขึ้นไปยังปธน. เพื่อลงนามบังคับใช้เป็นกฎหมาย โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในเดือน ก.ค. หรือต้นเดือน ส.ค. ที่จะมีถึงนี้ โดยจากการประเมินเบื้องต้น งบประมาณดังกล่าวจะส่งผลให้สหรัฐฯ ต้องขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นราว 3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ในช่วง 10 ปีข้างหน้า แบ่งเป็นการขาดดุลการคลังที่ไม่รวมภาระดอกเบี้ยจ่าย (Primary Deficits) ราว 2.4 ล้านล้านเหรียญ และภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Payments) อีกราว 5.6 แสนล้านเหรียญ ซึ่งคิดเป็นการขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นจากที่ CBO เคยประเมินไว้โดยเฉลี่ยราว 0.8% ของ GDP ต่อปี ขณะเดียวกัน งบประมาณดังกล่าวจะส่งผลให้หนี้สาธารณะของสหรัฐฯ (Federal Debt Held by the Public) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 124% ของ GDP ในปี 2034F (vs. 117% ของ GDP ในกรณีฐานที่ไม่รวมงบประมาณ “OBBBA”)

เครื่องชี้เศรษฐกิจในหลายภาคส่วนเริ่มชะลอลงในไตรมาสที่สอง

เข้าสู่ไตรมาสที่สอง กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงในหลายภาคส่วน และเริ่มฉายภาพที่ขัดแย้งกันมากขึ้น โดย Atlanta Fed คาดการณ์ผ่านโมเดล GDPNow ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะพลิกกลับมาขยายตัวในอัตราสูงถึง 3.4% QoQ, saar อย่างไรก็ตาม การส่งออกสุทธิจะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจในไตรมาสที่สองมากถึง +2.1ppt อ้างอิงข้อมูล ณ วันที่ 20 พ.ค. ขณะที่การบริโภคภาคเอกชนจะเป็นแรงหนุนให้กับเศรษฐกิจได้เพียง +1.3ppt และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยปี 2023-24 ที่ +2.0ppt

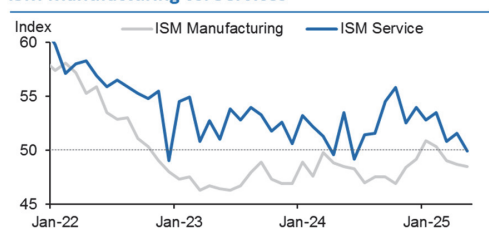
นอกจากนี้ กิจกรรมในภาคบริการที่เป็นแรงหนุนสำคัญของเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Service) เดือน พ.ค. ปรับตัวลดลงสู่ระดับ 49.9 จุด ขณะที่ดัชนีพิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกนับ

ตั้งแต่เดือน ก.ค. 2024 ขณะที่กิจกรรมในภาคการผลิตเริ่มเผชิญกับแรงกดดันจากสงครามการค้า โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตปรับตัวลดลงสู่ระดับ 48.5 จุด ขณะที่ดัชนีอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่สาม

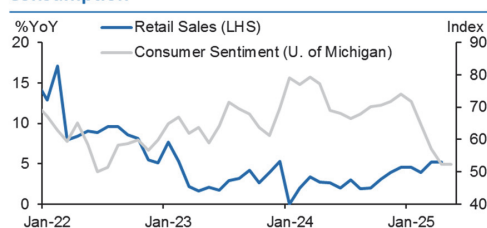
โดยในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมา ผู้เล่นในตลาดกำลังเฝ้าจับตาเครื่องชี้เศรษฐกิจจริง (Hard Data) ในสหรัฐฯ เพื่อประเมินผลของสงครามการค้า หลังเครื่องชี้ผ่านการสำรวจและสอบถาม (Soft Data) อาทิ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและธุรกิจปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะหลังจากที่ปธน. ทรัมป์ ประกาศตั้งกำแพงภาษีอย่างถาวรขึ้นทั้งหมด เครื่องชี้เศรษฐกิจจริงที่รายงานออกมาในช่วงเดือน มิ.ย. เริ่มรายงานออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ ประกอบด้วยเครื่องชี้ด้านตลาดแรงงาน ค่าปลีก และภาคการผลิต สะท้อนผ่าน Economic Surprise Index

แผนภาพที่ 22: กิจกรรมในภาคบริการที่เป็นแรงหนุนสำคัญของเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง

ISM Manufacturing vs. Services



Consumption



Investment



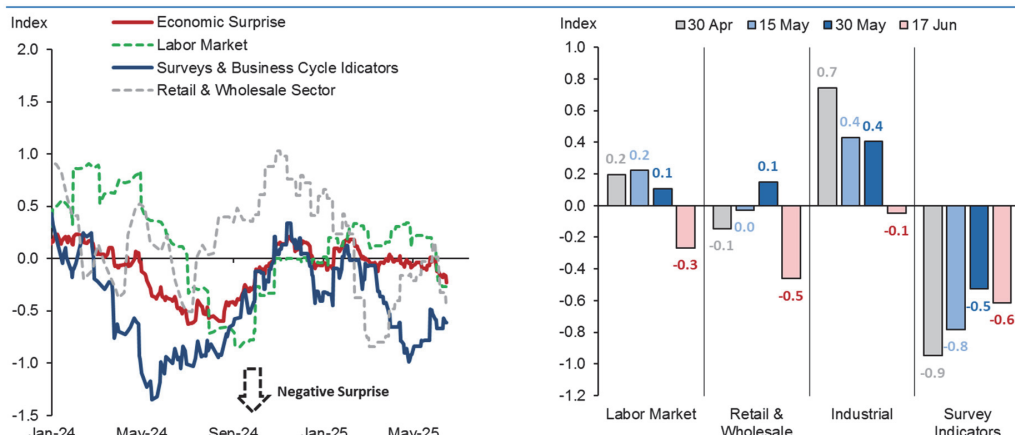
Goods trade



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

แผนภาพที่ 23: เครื่องชี้เศรษฐกิจจริงที่รายงานออกมาในช่วงเดือน มิ.ย. เริ่มรายงานออกมาต่ำกว่าตลาดคาด ประกอบด้วยเครื่องชี้ตลาดแรงงาน ค่าปลีก และภาคการผลิต สะท้อนผ่าน Economic Surprise Index

US economic surprise index



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

แม้จะไม่ได้อยู่ในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย หรือภาวะสงครามโดยตรง แต่รัฐบาลสหรัฐฯ กลับเสนองบประมาณที่จะขาดดุลการคลังในระดับราว 6% ของ GDP ต่อปีต่อเนื่องในระยะข้างหน้า ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณที่ชัดเจนว่าสหรัฐฯ กำลังขาดวินัยการคลัง

ประเด็นเรื่องวินัยการคลังของสหรัฐฯ กลับมาเป็นที่ถกเถียงอีกครั้งในช่วงเดือน พ.ค. ที่ผ่านมา หลังสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรสหรัฐฯ ผ่านร่างงบประมาณระยะยาว (“One Big Beautiful Bill Act: OBBBA”) ที่ปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ พยายามผลักดันตั้งแต่เข้าดำรงตำแหน่งในสมัยที่สอง ซึ่งปัจจุบัน สมาชิกวุฒิสภากำลังเสนอปรับแก้ขั้นสุดท้ายก่อนจะส่งกลับไปยังสภาผู้แทนราษฎร และยื่นไปยังปธน. เพื่อลงนามบังคับใช้เป็นกฎหมายในขั้นตอนถัดมา โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในเดือน ก.ค. หรือต้นเดือน ส.ค. ที่จะถึงนี้ ซึ่งจากการประเมินเบื้องต้น ร่างงบประมาณดังกล่าวจะส่งผลให้สหรัฐฯ ต้องขาดดุลเพิ่มขึ้นราว 3 ล้านล้านเหรียญในช่วง 10 ปีข้างหน้า แบ่งเป็นการขาดดุลการคลังที่ไม่รวมภาระดอกเบี้ยจ่าย (Primary Deficits) ราว 2.4 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ และมีภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Payments) อีกราว 5.6 แสนล้านเหรียญ ซึ่งเท่ากับการขาดดุลการคลังเพิ่มเติมจากที่ CBO เคยประเมินไว้โดยเฉลี่ยราว 0.8% ของ GDP ต่อปี ขณะเดียวกัน งบประมาณดังกล่าวจะส่งผลให้หนี้สาธารณะของสหรัฐฯ (Federal Debt Held by the Public) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 124% ของ GDP ในปี 2034F (vs. 117% ของ GDP ในกรณีฐานที่ไม่รวมงบประมาณ “OBBBA”)

อย่างไรก็ดี เรามองว่าหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ยังเผชิญความเสี่ยงด้านสูงจากที่กล่าวไปข้างต้น โดยหากพิจารณารายละเอียดงบประมาณ “OBBBA” จะพบว่ามาตรการ อาทิ 1) ยกเลิกการจัดเก็บภาษีทำงานล่วงเวลาและทิป 2) เพิ่มวงเงินลดหย่อนภาษีแก่ผู้สูงอายุ 3) เพิ่มความครอบคลุมที่อนุญาตให้ภาคธุรกิจหักค่าใช้จ่าย จะสิ้นสุดโครงการในปี 2028 ขณะที่มาตรการลดภาษีให้กับภาคธุรกิจ อาทิ 1) เพิ่มโบนัสค่าเสื่อมและเพิ่มการหักค่าใช้จ่ายจากการวิจัยและพัฒนา จะสิ้นสุดโครงการในปี 2029 ขณะที่มาตรการการตัดการใช้จ่ายของรัฐ (Government Spendings) ผ่านโครงการส่งเสริมโภชนาการและโครงการประกันสุขภาพแก่ผู้มีรายได้น้อย จะเริ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงปี 2028 เป็นต้นไป ซึ่งสะท้อนว่าผู้สมัครลงชิงตำแหน่งปธน. สมัยถัดไป อาจใช้ประเด็นดังกล่าวเพื่อเพิ่มคะแนนนิยมและต่อมาตรการลดภาษีของปธน. ทรัมป์ออกไปอีกเพิ่มเติมได้ โดยตามการประเมิน หากมาตรการลดภาษีใน “OBBBA” ถูกปรับให้อยู่แบบถาวร จะส่งผลให้หนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 128% ของ GDP ในปี 2034F

โดยสรุป แม้จะไม่ได้อยู่ในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยหรือภาวะสงครามโดยตรง แต่รัฐบาลสหรัฐฯ กลับเสนอร่างงบประมาณที่จะส่งผลให้รัฐบาลขาดดุลการคลังในระดับราว 6% ของ GDP ต่อปี ออกไปอีกในระยะข้างหน้า ซึ่งมีแนวโน้มจะส่งผลให้สัดส่วนหนี้สาธารณะของสหรัฐฯ ต่อ GDP (Federal Debt Held by the Public) ปรับขึ้นสู่ระดับราว 124-128% ใน 10 ปีข้างหน้า (vs. 98% ในปี 2024) และเป็นเครื่องสะท้อนที่ชัดเจนว่า

สหรัฐฯ กำลังขาดวินัยการคลัง อย่างไรก็ตาม ปธน. ทรัมป์กำลังดำเนินนโยบายตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าซึ่งจะเป็นอีกหนึ่งช่องทางในการเพิ่มการจัดเก็บรายได้ของภาครัฐ โดยเราประเมินว่าหากอัตราภาษีศุลกากรที่บังคับใช้กับทุกประเทศ (Effective Tariffs Rate) ขึ้นไปอยู่ที่ระดับราว 10-15% จะส่งผลให้ภาครัฐสามารถจัดเก็บภาษีเพิ่มได้อีกราว 2.2-3.1 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี ซึ่งจะพอชดเชยกับงบประมาณ “OBBBA” และจำกัดความเสี่ยง

ด้านสูงของหนี้สาธารณะได้บ้างแต่ไม่ใช่ทั้งหมด ทั้งนี้ ยังมีความไม่แน่นอนอีกมากกว่ากำแพงภาษีศุลกากรในท้ายที่สุดจะสามารถขึ้นกับทุกประเทศทั่วโลกและจะสามารถเป็นหนึ่งในเครื่องมือให้รัฐบาลจัดเก็บรายได้เพิ่มได้หรือไม่ และยังต้องจับตาการพิจารณาคดีของศาลอุทธรณ์อย่างใกล้ชิด หลังศาลชั้นต้นเพิ่งสั่งให้ปธน. ทรัมป์ ยกเลิกการตั้งกำแพงภาษีศุลกากรที่ตั้งผ่านกฎหมาย “International Emergency Economic Power Act: IEEPA”

แผนภาพที่ 24: งบประมาณ “One Big Beautiful Bill Act: OBBBA” จะส่งผลให้สหรัฐฯ ต้องขาดดุลเพิ่มขึ้นราว 3 ล้านล้านเหรียญในช่วง 10 ปีข้างหน้า แบ่งเป็นการขาดดุลการคลังที่ไม่รวมภาระดอกเบี้ยจ่าย (Primary Deficits) ราว 2.4 ล้านล้านเหรียญ และภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Payments) อีกราว 5.6 แสนล้านเหรียญ

Ways and Means Committee's budget proposal

Provision (USD, bn)	Effects on Budget Balance (10yr)	Avg. %GDP/year
Extend & expand individual rate cuts	-2,177	-0.6
Extend & expand standard deduction	-1,308	-0.4
Other provisions in individual TCJA	-414	-0.1
Total TCJA individual provisions	-3,899	-1.1
Total TCJA business provisions	-270	-0.1
No tax on tips, overtime, car loans	-222	-0.1
Other Trump tax promises	-440	-0.1
Total Trump tax promises	-662	-0.2
Repeal EV tax credits, repeal IRA credits	+322	0.1
Phase out energy, manufacturing credits	+249	0.1
Reduce ACA overpayments and to immigrants	+237	0.1
Foreign corporate retaliation tax	+116	0.0
Other measures	+155	0.0
Total from Ways and Means	-3,754	-1.0

Budget proposals from other committees

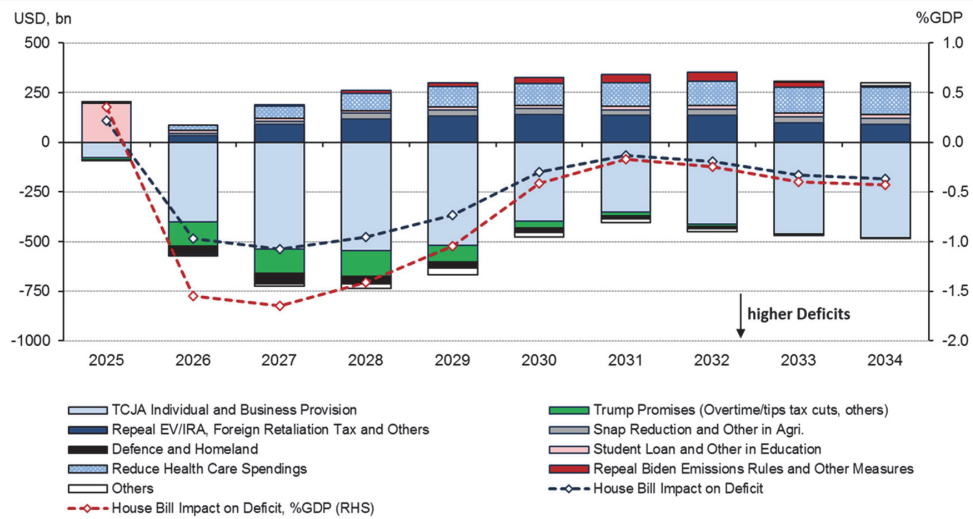
Provision (USD, bn)	Effects on Budget Balance (10yr)	Avg. %GDP/year
Defense (Armed Services)	-144	0.0
Border protection (Homeland Security)	-79	0.0
Student loans payment and others (Education & Workforce)	+349	0.1
Medicaid work requirement, address fraud in ACA and change in eligibility	+604	0.2
Change in health-related measures	+286	0.1
Total health care	+890	0.2
Repeal Biden emissions rule and other measures (Energy & Commerce)	+196	0.1
SNAP reduction and others (Agri.)	+238	0.1
Other committees and Interactions	-111	0.0
Interest costs	-561	-0.2
Total from committees excl. W&M	+1,338	0.4

Net effects of reconciliation bills incl. interest on budget balance	-USD2,977bn in 10 years	Or avg. -0.8% of GDP/year
--	-------------------------	---------------------------

ที่มา: CBO, CRFB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 25: มาตรการลดภาษีบางส่วน อาทิ 1) ยกเลิกการจัดเก็บภาษีทำงานล่วงเวลาและทิป 2) เพิ่มวงเงินลดหย่อนภาษีแก่ผู้สูงอายุ 3) เพิ่มความครอบคลุมที่อนุญาตให้ภาคธุรกิจหักค่าใช้จ่าย จะสิ้นสุดโครงการในปี 2028 (แท่งสีเขียว)

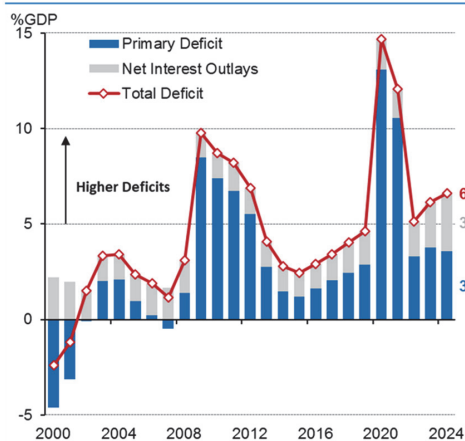
OBBBA's impact on the primary budget balance under the House Reconciliation Bill



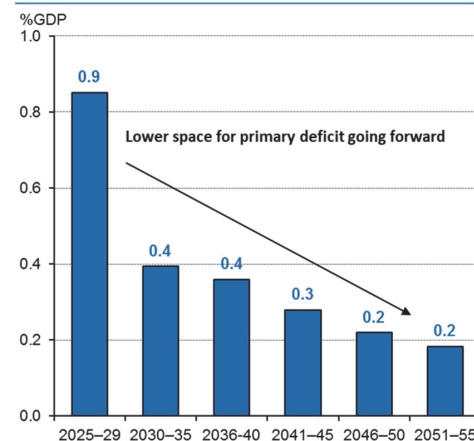
ที่มา: CBO, JCT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: สำนักงานงบประมาณของสหรัฐฯ (CBO) ประเมินว่า หากจะควบคุมสัดส่วนหนี้สาธารณะ (Federal Debt Held by the Public) ไม่ให้เกิน 100% ของ GDP รัฐบาลมีช่องว่างในการขาดดุลงบการคลังขั้นต้น (Primary Deficits) รวม 0.9% ของ GDP ในช่วง 5 ปี ข้างหน้า ส่วนทางกับงบประมาณของพรรคริพับลิกัน จะทำให้รัฐขาดดุลงบการคลังขั้นต้นเกิน 3% ของ GDP ออกไปในระยะข้างหน้า...

Fiscal deficit: primary deficit & net interest outlays



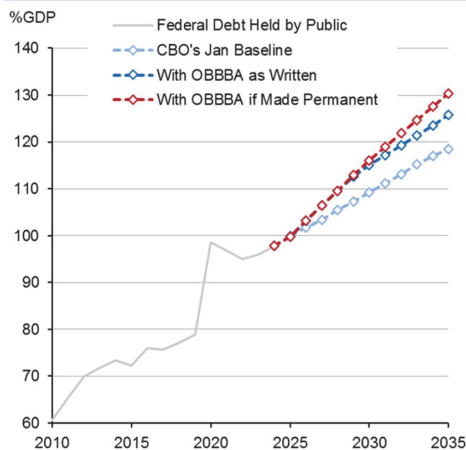
Estimate the average primary deficit required to stabilize the debt-to-GDP ratio at 100%



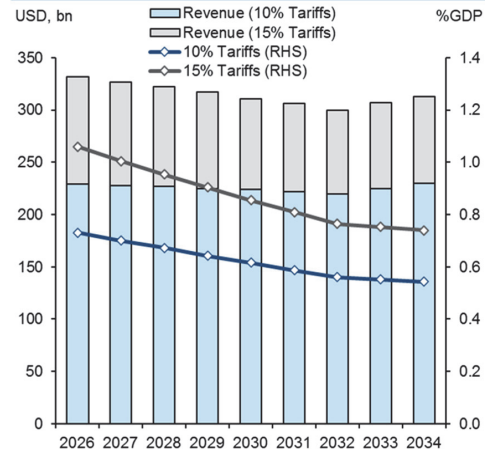
ที่มา: CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 27: ... ขณะเดียวกัน สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP (Federal Debt Held by the Public) มีแนวโน้มปรับขึ้นสู่ระดับราว 124-128% ใน 10 ปีข้างหน้า (vs. 98% ในปี 2024)

Federal debt-to-GDP under alternative scenarios



Tariff revenue under different scenarios



ที่มา: CBO, The Budget Lab, Penn Wharton, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ไม่ว่าในท้ายที่สุดปธน. ทรัมป์ จะแพ้คดีหรือไม่ก็ตาม แต่เรามองว่ากำแพงภาษีศุลกากรจะไม่หายไปไหน เนื่องจากว่าในกรณีที่แพ้คดี ปธน. ทรัมป์ ยังคงมีข้อกฎหมายอีกหลายมาตราที่อนุญาตให้สามารถตั้งกำแพงภาษีศุลกากร

นับตั้งแต่ประธานาธิบดีสหรัฐฯ นายโดนัลด์ ทรัมป์ เข้าดำรงตำแหน่งสมัยที่สองก็ได้มีการตั้งกำแพงภาษีศุลกากรอย่างถาวรขึ้นกับแทบทุกประเทศในโลก รวมถึงมีการตั้งกำแพงภาษีเฉพาะกลุ่มสินค้า อาทิ เหล็ก อลูมิเนียม และยานยนต์ ส่งผลให้ประเทศคู่ค้าต่างๆ ต้องเร่งหาทางเจรจากับสหรัฐฯ เพื่อลดทอนผลกระทบจากกำแพงภาษี ขณะเดียวกัน ระหว่างที่ปธน. ทรัมป์ กำลังทำข้อตกลงกับประเทศคู่ค้าต่างๆ มีบริษัทหลายแห่งรวมถึงผู้ว่าการรัฐแคลิฟอร์เนีย นายเกรวิน นิวซอม ได้ยื่นฟ้องต่อศาลการค้าระหว่างประเทศ (US Court of International Trade) ในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการใช้อำนาจที่เกินขอบเขตของฝ่ายบริหารผ่านการตั้งภาษีศุลกากร โดยต่อมา ศาลการค้ามีคำสั่งให้ยกเลิกกำแพงภาษีที่ทำผ่านกฎหมาย IEEPA ทั้งหมด ซึ่งประกอบด้วย ภาษีที่ตั้งกับประเทศจีน แคนาดา เม็กซิโก และที่ประกาศในวันปลดแอกทั้งหมด (Liberation Days) อย่างไรก็ตาม ศาลอุทธรณ์ได้มีคำสั่งให้ระงับคำตัดสินของศาลการค้าไว้ชั่วคราวในเวลาต่อมา โดยมีนัดไต่สวนทางวาจาอีกครั้งในวันที่ 31 ก.ค. 2025 ซึ่งเปรียบเสมือนการต่อลมหายใจให้กับปธน. ทรัมป์ ในการเจรจากับประเทศคู่ค้า

ทั้งนี้ ไม่ว่าในท้ายที่สุดปธน. ทรัมป์ จะแพ้คดีหรือไม่ก็ตาม แต่เรามองว่ากำแพงภาษีศุลกากรจะไม่หายไปไหน เนื่องจากว่าในกรณีที่แพ้คดี ปธน. ทรัมป์ ยังคงมีข้อกฎหมายอีกหลายมาตราที่อนุญาตให้สามารถตั้งกำแพงภาษีศุลกากร โดยไม่ต้องประกาศ

ภาวะฉุกเฉินทางเศรษฐกิจ (IEEPA) อาทิ มาตรา-122 ที่สามารถใช้อำนาจของฝ่ายบริหารตั้งภาษีศุลกากรได้ในอัตราสูงสุด 15% เป็นเวลา 150 วัน หรือมาตรา-338 ที่ใช้อำนาจฝ่ายบริหารตั้งภาษีกับประเทศที่เลือกปฏิบัติ (Discriminate) กับสินค้าของสหรัฐฯ ได้ในอัตราสูงสุดถึง 50% อย่างไรก็ตาม มาตราเหล่านี้ล้วนมีข้อจำกัดด้านระยะเวลาที่จะมีผลบังคับใช้ ซึ่งแตกต่างจาก IEEPA อย่างไรก็ดี หากปธน. ทรัมป์ เลือกตั้งภาษีศุลกากรผ่านมาตราที่กล่าวข้างต้นจะเป็นเพียงการต่อลมหายใจชั่วคราวให้กับ ปธน. ทรัมป์ เพื่อประวิงเวลาให้กระทรวงพาณิชย์ และผู้แทนการค้าสามารถเข้าไปตรวจสอบกลุ่มสินค้าต่างๆ ว่ามีการนำที่กระทบต่อความมั่นคงของชาติ (National Security) หรือไม่ และประเทศใดบ้างที่ดำเนินนโยบายการค้าที่ไม่เป็นธรรมผ่านมาตรา-232 และ 301 ตามลำดับ ซึ่งในปัจจุบัน มีหลายกลุ่มสินค้าที่กำลังถูกตรวจสอบ อาทิ ผลิตภัณฑ์ยา เซมิคอนดักเตอร์ รถบรรทุก แร่ธาตุสำคัญ และทองแดงภายใต้มาตรา-232 ขณะที่อุตสาหกรรมการต่อเรือและอาหารทะเลอยู่ระหว่างการตรวจสอบภายใต้มาตรา-301 ซึ่งคาดว่าจะแล้วเสร็จในช่วงไตรมาสที่ 4/2025

โดยสรุป เรามองว่าความขัดแย้งระหว่างฝ่ายตุลาการและฝ่ายบริหารนั้นเป็นเพียงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว โดยปธน. ทรัมป์ยังมีช่องทางมากมายในการปรับขึ้นภาษีศุลกากร เพื่อหารายได้เข้ารัฐและดึงดูดการลงทุนต่างๆ กลับสหรัฐฯ สิ่งเหล่านี้เป็นการตอกย้ำว่านโยบายที่เกิดจากแนวคิด “America First” ของทรัมป์จะยังคงอยู่ต่อไปอีกอย่างน้อยก็จนกว่าจะถึงการเลือกตั้งครั้งหน้าของสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 28: ข้อกำหนดที่อนุญาตให้ปธน. ขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้า

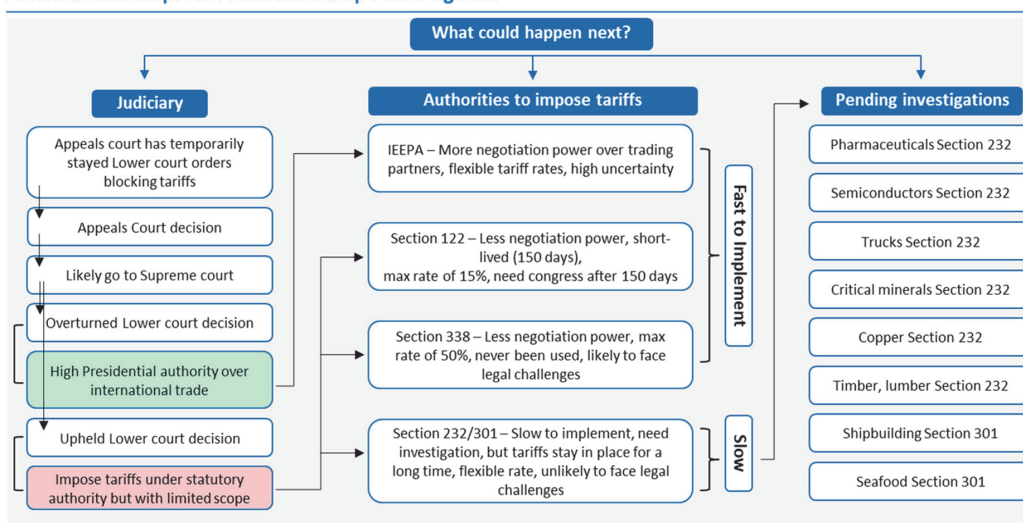
Presidential tariff authorities: purpose, procedure, maximum rates, and duration

Authority	Purpose	Procedure	Max. Tariff Rate	Duration
Trade Expansion Act of 1962, Section 232	• Protect national security	- Commerce to complete investigation (Within 270 days) - Consideration period (Within 90 days) - Implementation (Within 15 days)	• <u>Not specified</u> i.e. 25, 50 or 100% is possible	• <u>No Statutory Sunset</u>
Trade Act of 1974, Section 301	• Address unfair trade practices	- USTR to complete investigation (Within 12-18 Months) - Consideration period (Within 90 days) - Implementation (Within 15 days)	• <u>Not specified</u> i.e. 25, 50 or 100% is possible	• <u>Terminate after 4 years</u> , continue upon request
Trade Act of 1974, Section 122	• Address large and serious BoP deficits	- No formal investigation is required - Relatively fast to implement	• <u>Up to 15%</u>	• <u>150 days</u>
Tariffs Act of 1930, Section 338	• Address discrimination against US commerce	- No formal investigation is required - Has never been used before - Duties will take effect 30 days after proclamation	• <u>Up to 50%</u>	• <u>Not specified</u>
International Emergency Economic Power Act of 1977	• Address threat to US national security, foreign policy or economy from outside	- No President had used IEEPA to impose tariffs until President Trump - Declare national emergency - Relatively fast to implement	• <u>Not specified</u> i.e. 25, 50 or 100% is possible	• <u>Not specified</u>

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

แผนภาพที่ 29: ไม่ว่าในท้ายที่สุดปธน. ทรัมป์ จะแพ้คดีหรือไม่ก็ตาม แต่เรามองว่ากำแพงภาษีศุลกากรจะไม่หายไปไหน เนื่องจากว่าในกรณีที่แพ้คดี ปธน. ทรัมป์ ยังคงมีข้อกำหนดอีกหลายมาตราที่อนุญาตให้สามารถตั้งกำแพงภาษีศุลกากร

Potential next steps for President Trump's tariff agenda



ที่มา: Congress, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

เศรษฐกิจยูโรโซนค่อนข้างทรงตัวในไตรมาสที่สอง โดยดัชนี PMI รวมอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่หก นำโดยภาคบริการที่ฟื้นตัว ส่วนอัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.9% YoY จาก 2.2% ในเดือนก่อน ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 2.3% YoY จาก 2.7% ในเดือนก่อน โดยหากพิจารณารายละเอียดพบว่า ราคาในหมวดพลังงานหดตัว -3.6% YoY เท่ากับเดือนก่อน ขณะที่ราคาในภาคบริการชะลอตัวลงเป็น 3.2% YoY จาก 4.0% เดือนก่อน อย่างไรก็ตาม ราคาในหมวดอาหาร เครื่องดื่มแอลกอฮอล์และยาสูบ เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.2% YoY จาก 3.0% เดือนก่อน ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางยุโรปมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลง -25bps สู่ระดับ 2.00% ตามที่สภาและตลาดคาดการณ์ในการประชุมเมื่อวันที่ 5 มิ.ย. 2025 พร้อมกับระบุว่า เงินเฟ้อในปัจจุบันอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายระยะกลางของ ECB ที่ 2% แล้ว (“Inflation is currently at around the Governing Council’s 2% medium-term target.”) ซึ่งเป็นดังการประกาศชัยชนะต่อการจัดการกับเงินเฟ้อ หลังประเทศในยูโรโซนต้องเผชิญกับปัญหาค่าครองชีพที่เร่งตัวขึ้นสูงตั้งแต่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนเป็นต้นมา

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนค่อนข้างทรงตัวในไตรมาสที่สอง

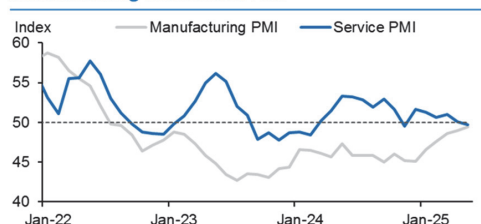
กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนค่อนข้างทรงตัวในไตรมาสที่สอง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เบื้องต้นเดือน มิ.ย. อยู่ที่ 50.2 จุด เท่ากับเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 50.4 จุด ขณะที่ดัชนีอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 ด้านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อย +0.3 จุด เป็น 50.0 จุด ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ไม่เปลี่ยนแปลงจากเดือนก่อนหน้าที่ระดับ 49.4 จุด ทั้งนี้

ดัชนีอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเวลากว่า 3 ปี นับตั้งแต่เกิดวิกฤตพลังงานในปี 2022

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.9% YoY จาก 2.2% ในเดือนก่อน ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 2.3% YoY จาก 2.7% ในเดือนก่อน โดยหากพิจารณารายละเอียดพบว่า ราคาในหมวดพลังงานหดตัว -3.6% YoY เท่ากับเดือนก่อน ขณะที่ราคาในภาคบริการชะลอตัวลงเป็น 3.2% YoY จาก 4.0% เดือนก่อน อย่างไรก็ตาม ราคาในหมวดอาหาร เครื่องดื่มแอลกอฮอล์และยาสูบ เร่งตัวขึ้นเล็กน้อยเป็น 3.2% YoY จาก 3.0% เดือนก่อน

แผนภาพที่ 30: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนค่อนข้างทรงตัวในไตรมาสที่สอง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เบื้องต้นเดือน มิ.ย. อยู่ที่ 50.2 จุด เท่ากับเดือนก่อน แต่ต่ำกว่าตลาดคาดเล็กน้อยที่ 50.4 จุด

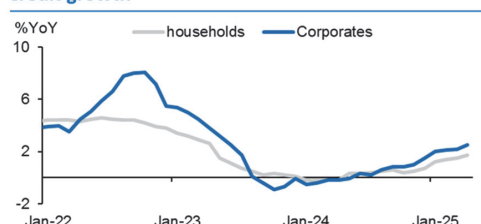
Manufacturing vs. Services PMI



Consumption



Credit growth

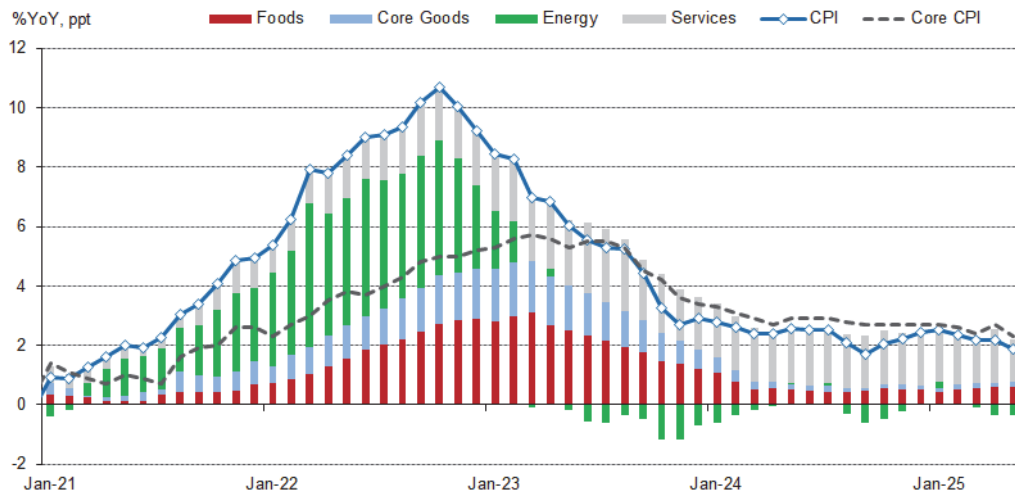


Trade



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

แผนภาพที่ 31: อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน พ.ค. ชะลอตัวลงเป็น 1.9% YoY จาก 2.2% ในเดือนก่อน ขณะที่อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานชะลอตัวลงเป็น 2.3% YoY จาก 2.7% ในเดือนก่อน



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

ธนาคารกลางยุโรปมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลง -25bps สู่ระดับ 2.00% ตามที่เราและตลาดคาดการณ์ในการประชุมเมื่อวันที่ 5 มิ.ย. 2025

ธนาคารกลางยุโรปมีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลง -25bps สู่ระดับ 2.00% ตามที่เราและตลาดคาดการณ์ในการประชุมเมื่อวันที่ 5 มิ.ย. 2025 พร้อมกับระบุว่า เงินเฟ้อในปัจจุบันอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับเป้าหมายระยะกลางของ ECB ที่ 2% แล้ว (“Inflation is currently at around the Governing Council’s 2% medium-term target.”) ซึ่งเป็นการประกาศชัยชนะต่อการจัดการกับเงินเฟ้อ หลังประเทศในยูโรโซนต้องเผชิญกับปัญหาค่าครองชีพที่เร่งตัวขึ้นสูงตั้งแต่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครนเป็นต้นมา

ภายหลังการประชุม นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ระบุว่า ธนาคารกลางได้เข้าสู่ช่วงท้ายของวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง (“We are getting to the end of a monetary policy cycle”) ขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันอยู่ในจุดที่เหมาะสมที่จะรองรับกับความเสี่ยงที่เข้ามาในระยะข้างหน้า (“Current level of interest rates, we believe that we are in a good position to navigate the uncertain conditions that will be coming up”) โดยการสื่อสารของประธาน ECB ที่โน้มไปเข้มงวด (Hawkish Cut) ส่งผลให้ตลาดการเงินปรับคาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ ECB จากเดิมที่ตลาดมอง ECB จะลดดอกเบี้ยอีก

2 ครั้ง (-50bps) ในปี 2025F เป็นลดอีกเพียง 1 ครั้งเท่านั้นในปีนี้ ซึ่งเป็นการจับวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง

ทั้งนี้ แม้ว่าเรา นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่และตลาดการเงิน จะให้น้ำหนักใกล้เคียงกันว่า ECB จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่ระดับ 1.75% และจะเป็นการจับวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง แต่ยังมีคามไม่แน่นอนอีกมาก จากอัตราภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ซึ่งเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิด โดยหากสหรัฐฯ กลับไปตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับสหภาพยุโรปในอัตรา 20% เศรษฐกิจของยูโรโซนมีแนวโน้มเติบโตต่ำกว่าศักยภาพและจะขยายตัวเพียง 0.5%, 0.7% และ 1.1% ในปี 2025F, 2026F และ 2027F ตามลำดับ (vs. 0.9%, 1.1% และ 1.3% ในปี 2025F, 2026F และ 2027F ในกรณีที่สหรัฐฯ ตั้งภาษีในอัตรา 10%)

ขณะเดียวกัน หากสหรัฐฯ กลับไปตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับสหภาพยุโรปในอัตรา 20% เงินเฟ้อของยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัวเพียง 2.0%, 1.5% และ 1.8% ในปี 2025F, 2026F และ 2027F ตามลำดับ (vs. 2.0%, 1.6% และ 2.0% ในปี 2025F, 2026F และ 2027F ในกรณีที่สหรัฐฯ ตั้งภาษีในอัตรา 10%) โดยสรุป ในกรณีฐาน เรามองว่าสหรัฐฯ จะตั้งกำแพงภาษีกับสหภาพยุโรปในอัตรา 10% ขณะที่ ECB มีแนวโน้มลดดอกเบี้ยได้อีกหนึ่งครั้งในปีนี้ แต่หากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ - สหภาพยุโรปทวีความรุนแรงขึ้น เราประเมินว่า ECB อาจพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้มากกว่าที่เราประเมินได้

แผนภาพที่ 32: นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ระบุหลังการประชุมรอบเดือน มิ.ย. ว่าเรากำลังเข้าสู่ช่วงท้ายของวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง (“We are getting to the end of a monetary policy cycle”) ขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันอยู่ในจุดที่เหมาะสมที่จะรองรับกับความเสี่ยงที่เข้ามาในระยะข้างหน้า (“Current level of interest rates, we believe that we are in a good position to navigate the uncertain conditions that will be coming up”)

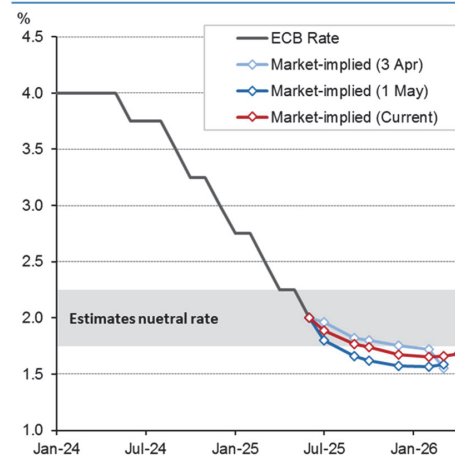
ECB's June press conference

- The current level of interest rates, we believe that we are in a good position to navigate the uncertain conditions that will be coming up.
- I think we are getting to the end of a monetary policy cycle that was responding to compounded shocks.
- For the moment, we are facing significant uncertainty. And clearly, we are trying to improve our game as much as we can in order to anticipate, measure and calibrate.
- We will decide meeting-by-meeting on the basis of data and we will assess, as and when data come in, whether or not that position is secure in order to deliver on our 2% medium-term target.

--- Christine Lagarde ---
President of the ECB
05 June 2025



Market implied overnight rate



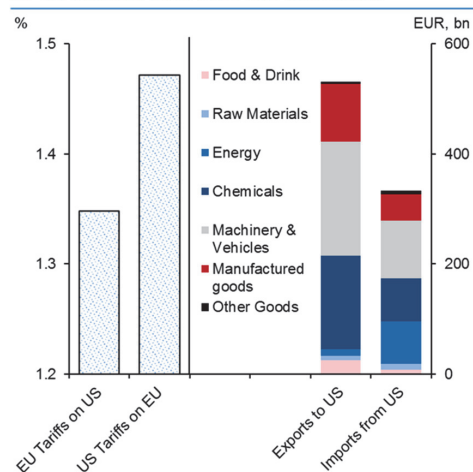
ที่มา: Bloomberg, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 33: สหภาพยุโรปเสนอ “Zero-for-zero Tariffs” และจะเพิ่มการนำเข้าจากสหรัฐฯ ราว 5 หมื่นล้านยูโร อย่างไรก็ตาม ยังมีข้อเรียกร้องอื่นๆ จากผู้แทนการค้าของสหรัฐฯ และปธน. ทรัมป์ อาทิ การลดภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ภาษีดิจิทัล (Digital Service Tax) และปรับกฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับสภาพแวดล้อมและอื่นๆ (Technical Barriers) ที่สหภาพยุโรปปฏิเสธข้อเรียกร้อง

USTR's National Trade Estimate Report on EU Trade Barriers

US Trade Representative Areas of Concern	How would EU react?	Areas where EU can compromise
Tariff barriers (TB)	<u>Zero-for-zero tariffs</u> (Sefcovic)	<u>Highly likely</u>
Trade deficits	<u>EUR50bn increase in imports</u> e.g. LNG, Soybeans (Sefcovic)	<u>Highly likely</u>
Non-TB: Import licensing/ Admin. issues	Eliminating/reduce trade barriers (Letta)	Likely to some extent
Public procurement	Improve/reform public procurement (Draghi)	Likely to some extent
Investment barriers/ Unfair subsidies	“Inventors to become investors” (Draghi)	Likely to some extent
Digital services tax	Countries imposing DST could suspend taxes	Unlikely
Technical barriers: e.g. environment, sanitation	-	Unlikely
VAT (News Source)	-	Unlikely

US-EU bilateral tariff rates and trade flows

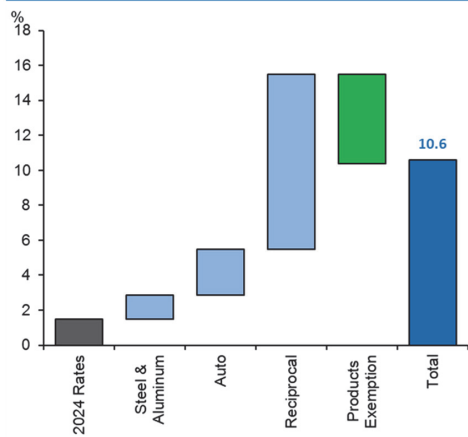


Note: Maros Sefcovic is the Commissioner for Trade and Economic Security. Both Mario Draghi and Enrico Letta have published related policy recommendations for the EU.

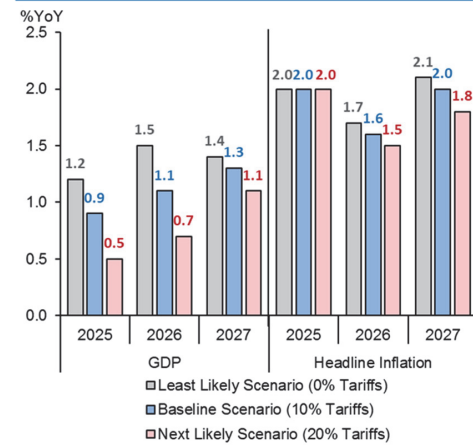
ที่มา: United States Trade Representative, Euro Stat, Bruegel, Bloomberg, Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: หากสหรัฐฯ กลับไปตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับสหภาพยุโรปในอัตรา 20% เงินเฟ้อของยูโรโซนมีแนวโน้มขยายตัวเพียง 2.0%, 1.5% และ 1.8% ในปี 2025F, 2026F และ 2027F ตามลำดับ (vs. 2.0%, 1.6% และ 2.0% ในปี 2025F, 2026F และ 2027F ในกรณีที่สหรัฐฯ ตั้งภาษีในอัตรา 10%)

Expected US effective tariff rate on EU



GDP and CPI under baseline and alternative tariff scenarios



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

เศรษฐกิจจีน

สงครามการค้ายังคงส่งผลกระทบต่อ การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ โดยจากข้อมูลในเดือนพฤษภาคม พบว่า การส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ ลดลงกว่า 30% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แม้ล่าสุดเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของกิจกรรมการส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ หลังทั้งสองประเทศได้บรรลุข้อตกลงเพื่อลดอัตราภาษีนำเข้าลงชั่วคราว โดยแม้ว่าการส่งออกของจีนไปสหรัฐฯ จะหดตัวอย่างมาก แต่การส่งออกไปยังประเทศอื่นยังปรับเพิ่มขึ้นและสามารถชดเชยผลของการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่ลดลงได้บางส่วน ทำให้การส่งออกโดยรวมของจีนสามารถขยายตัวได้ต่อเนื่อง และยังคงทำหน้าที่เป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา ด้านเศรษฐกิจในประเทศยังเผชิญกับแรงกดดันเงินเฟ้อ แต่ได้รับแรงหนุนจากนโยบายกระตุ้นการบริโภค (Consumer Goods Trade-in Program) ของภาครัฐมาช่วยส่งเสริมยอดขายสินค้า ด้านการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มชะงักลง ซึ่งหากไม่มีมาตรการสนับสนุนเพิ่มเติมจากภาครัฐ คาดว่าการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ในระยะต่อไปอาจมีอุปสรรคและดำเนินไปอย่างช้า ๆ และจะยังเป็นปัจจัยกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจจีนต่อเนื่องในปี

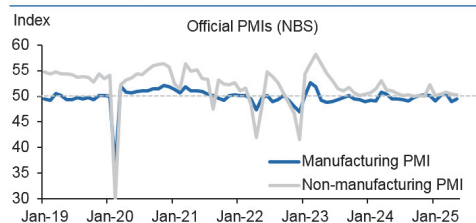
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตยังหดตัว ท่ามกลางผลกระทบของสงครามการค้า ซึ่งส่งผลให้การส่งออกชะลอตัวลง

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Official PMI) ภาคการผลิตเดือนพ.ค. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 49.5 จากระดับ 49.0 ในเดือน เม.ย. สอดคล้องกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยผลผลิต (Output) ปรับเพิ่มขึ้นหลังจากที่ลดลงในเดือนก่อน ทั้งนี้ ดัชนีดังกล่าวออกมาต่ำกว่าระดับ 50 ต่อเนื่องเป็นเดือนที่สองติดต่อกัน ซึ่งบ่งชี้ว่ากิจกรรมในภาคการผลิตหดตัว สะท้อนผลกระทบจากสงครามการค้า

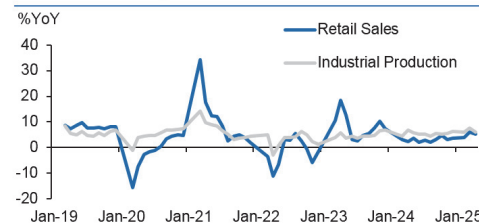
ด้านดัชนี PMI นอกภาคการผลิต ซึ่งรวมภาคบริการและการก่อสร้าง ปรับลดลงเล็กน้อยสู่ระดับ 50.3 จากระดับ 50.4 ในเดือน เม.ย. และออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 50.6 โดยยอดคำสั่งซื้อใหม่ (New orders) และอุปสงค์จากต่างประเทศ (Foreign demand) ยังคงปรับลดลง แต่ลดลงในอัตราที่น้อยกว่าในเดือนก่อน ด้านการค้าระหว่างประเทศ พบว่า การส่งออกชะลอตัวลงในเดือน พ.ค. สู่ระดับ 4.8% YoY (vs. 8.1% ในเดือน เม.ย.) และการนำเข้าปรับลดลง -3.4% YoY (vs. -0.2% ในเดือน เม.ย.) ท่ามกลางผลกระทบของสงครามการค้า

แผนภาพที่ 35: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตยังหดตัว ท่ามกลางผลกระทบของสงครามการค้า ซึ่งส่งผลให้การส่งออกชะลอตัวลง

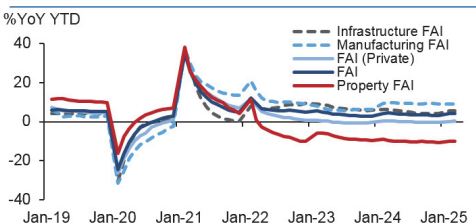
Manufacturing vs. Non-manufacturing PMIs



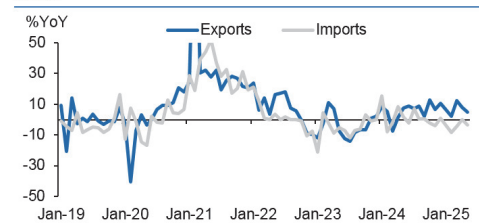
Economic activity



Fixed asset investment



Trade



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

ภาคการส่งออกยังเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจจีนในช่วงครึ่งปีแรก แม้สงครามการค้าได้ส่งผลกระทบต่อส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญ

สงครามการค้ายังคงส่งผลกระทบต่อส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ อย่างมีนัยสำคัญ โดยจากข้อมูลล่าสุดในเดือนพฤษภาคมพบว่า การส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ ลดลงกว่า 30% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แม้ว่าทั้งสองประเทศจะมีการบรรลุข้อตกลงเพื่อลดอัตราภาษีนำเข้าช่วงครึ่งปีแรกในช่วงกลางเดือนพฤษภาคม ซึ่งผลจากการลดภาษีดังกล่าวอาจยังไม่ปรากฏในตัวเลขการค้าในทันที เนื่องจากภาคธุรกิจจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการฟื้นการ

ผลิตและส่งออก โดยล่าสุด เริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของกิจกรรมการส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ สะท้อนจากดัชนีค่าระวางขนส่งสินค้าทางเรือจากจีนไปยังสหรัฐฯ ที่มีการเร่งตัวขึ้นหลังจากปรับลดลงในช่วงเดือนมีนาคมถึงเมษายน ซึ่งอาจสะท้อนแนวโน้มเชิงบวกของการส่งออกในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า

ทั้งนี้ แม้ว่าการส่งออกไปสหรัฐฯ จะหดตัวอย่างมาก แต่การส่งออกของจีนไปยังประเทศอื่นยังปรับเพิ่มขึ้นและสามารถชดเชยผลของการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่ลดลงได้บางส่วน ทำให้การส่งออกโดยรวมของจีนสามารถขยายตัวได้ต่อเนื่อง และยังคงทำหน้าที่เป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 36: การส่งออกจากจีนไปยังสหรัฐฯ ลดลงกว่า 30% YoY แต่การส่งออกของจีนไปยังประเทศอื่นยังปรับเพิ่มขึ้นและสามารถชดเชยผลของการส่งออกไปสหรัฐฯ ที่ลดลงได้บางส่วน



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

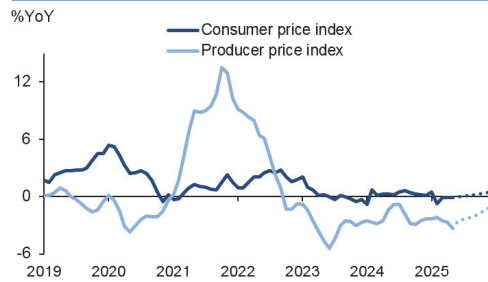
เศรษฐกิจจีนยังเผชิญกับแรงกดดันเงินฝืด แต่ได้นโยบายกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐมาช่วยส่งเสริมยอดขายสินค้า

ด้านเศรษฐกิจภายในประเทศ ยังคงเผชิญกับแรงกดดันจากภาวะเงินฝืด เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศที่ยังไม่ฟื้นตัวอย่างชัดเจน ประกอบกับการแข่งขันด้านราคาที่ยังรุนแรงในภาคธุรกิจ ซึ่งส่งผลให้ระดับราคาสินค้าปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยสถานการณ์ดังกล่าวยังทำให้เกิดการส่งออกเงินฝืดจากจีนไปยังประเทศต่าง ๆ ผ่านราคาสินค้าส่งออกที่ปรับตัวลง

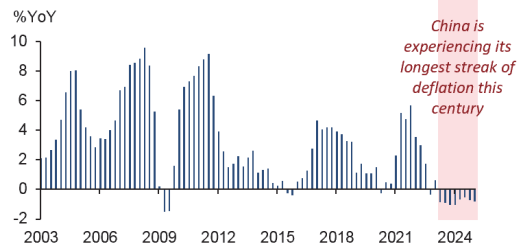
สำหรับนโยบายกระตุ้นการบริโภคภาคครัวเรือน รัฐบาลจีนได้ดำเนินโครงการ Consumer Goods Trade-in Program ที่ให้เงินอุดหนุนแก่ประชาชนในการซื้อสินค้าคงทน ซึ่งให้ผลลัพธ์ที่น่าพอใจ โดยยอดขายสินค้าที่อยู่ภายใต้โครงการปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ในระยะต่อไป แรงส่งจากมาตรการอาจเริ่มปรับลดลง เนื่องจากอาจเกิด “Pull Back Effect” หรือแรงส่งทางเศรษฐกิจที่ลดลงหลังมาตรการดังกล่าวสิ้นสุดลง

แผนภาพที่ 37: เศรษฐกิจจีนยังเผชิญกับแรงกดดันเงินฝืด และราคาสินค้าส่งออกยังปรับลดลงต่อเนื่อง

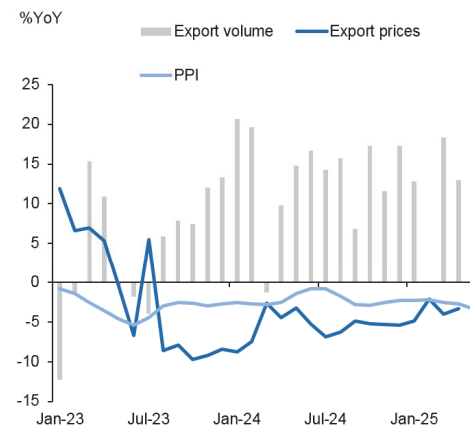
CPI and PPI



GDP Deflator



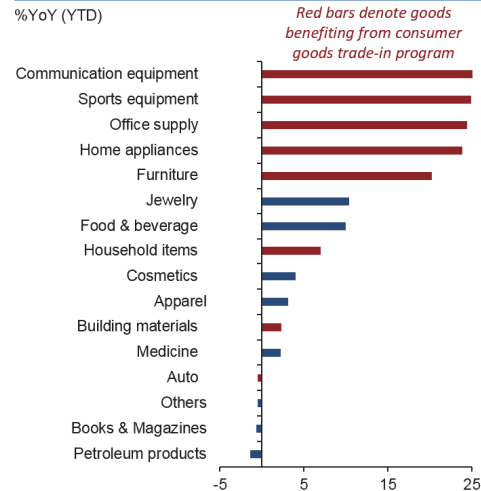
China has been exporting domestic deflation



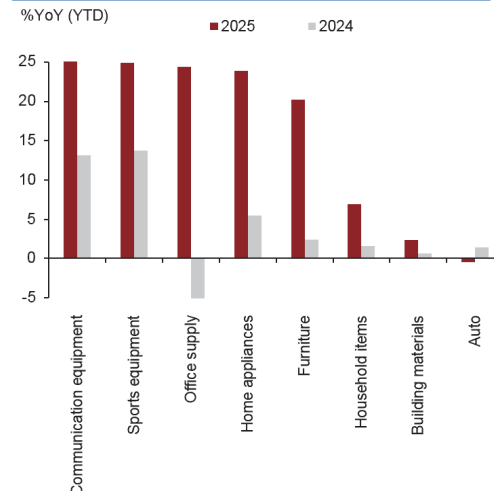
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 38: ยอดขายสินค้าที่อยู่ภายใต้โครงการกระตุ้นการบริโภคภาคครัวเรือนปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

China's retail sales



Growth in retail sales under Trade-in Program



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

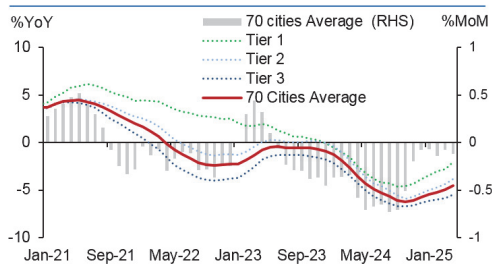
การฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มชะงักลง โดยทั้งราคาและยอดขายบ้านกลับมาหดตัวสูงขึ้นอีกครั้ง

ด้านภาคอสังหาริมทรัพย์ แม้จะมีพัฒนาการที่ดีขึ้นหลังภาครัฐออกมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาริมทรัพย์ในช่วงครึ่งหลังของปี 2024 แต่ตัวเลขล่าสุดสะท้อนว่าการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์

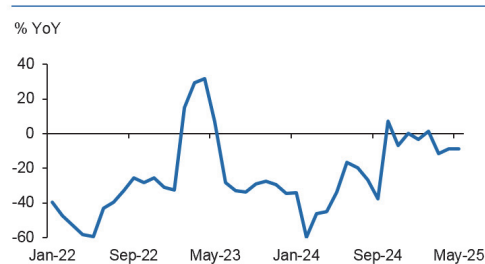
เริ่มชะงักลง โดยทั้งราคาและยอดขายบ้านกลับมาหดตัวสูงขึ้นอีกครั้ง ซึ่งหากไม่มีมาตรการสนับสนุนเพิ่มเติมจากภาครัฐ การฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ในระยะต่อไปอาจมีอุปสรรคและดำเนินไปอย่างช้า ๆ และจะยังเป็นปัจจัยกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจจีนต่อเนื่องในปีนี

แผนภาพที่ 39: การฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์เริ่มส่งสัญญาณหยุดชะงักลง

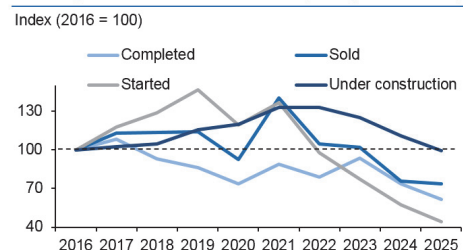
New home prices



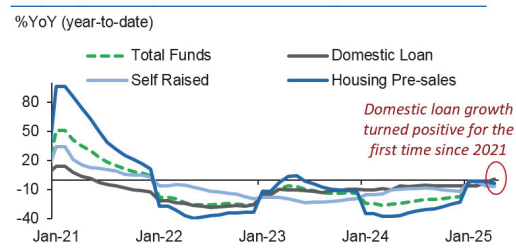
New home sales of the 100 biggest property firms



Housing market activities: Floor space (Residential)



Property developers' source of fund growth



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นระยะยาว (Super Long-Term Bond Yields) ปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา สาเหตุจากทั้งความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์ และอุปทานในตลาดพันธบัตร รวมถึงความกังวลด้านฐานะทางการเงินของญี่ปุ่น อย่างไรก็ตาม แรงกดดันดังกล่าวมีแนวโน้มผ่อนคลายลงในระยะต่อไป เนื่องจากกระทรวงการคลังญี่ปุ่นมีแผนปรับโครงสร้างการออกพันธบัตรใหม่ ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในระยะต่อไปได้ในระดับหนึ่ง นอกจากนี้ ฐานะทางการเงินของญี่ปุ่นยังแสดงถึงพัฒนาการเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากการจัดเก็บรายได้ภาษีที่ทำได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ ส่งผลให้ระดับการขาดดุลงบกลางขั้นต้น (Primary Fiscal Deficit) และสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ปรับตัวลดลงต่อเนื่องตั้งแต่หลัง COVID-19 เป็นต้นมา ทั้งนี้ ยังมีความเสี่ยงที่รัฐบาลญี่ปุ่นอาจออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมก่อนการเลือกตั้งสภาสูงในเดือนกรกฎาคม ซึ่งอาจทำให้ตลาดกลับมากังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการเงินของญี่ปุ่น และอาจส่งผลให้มีแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวได้

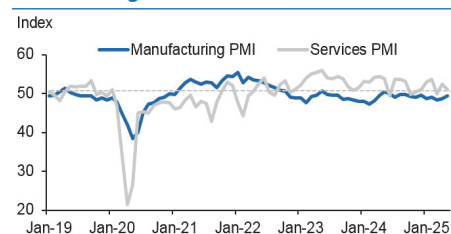
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตยังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 โดยการส่งออกเริ่มได้รับผลกระทบจากการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของทางสหรัฐฯ

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตเดือน พ.ค. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 49.4 จากระดับ 48.7 ในเดือน เม.ย. แต่ยังคงอยู่ในโซนหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 ติดต่อกัน ด้านดัชนีในภาคบริการ

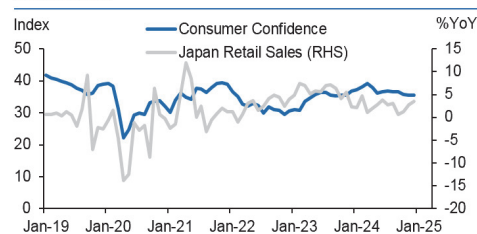
ปรับลดลงสู่ระดับ 51 จากระดับ 52.4 ในเดือนก่อนหน้า โดยแรงกดดันด้านต้นทุน (Input Costs) พ้นคลายลงจากในเดือน เม.ย. ที่ทำระดับสูงสุดในรอบ 26 เดือน แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง ส่งผลให้ภาคธุรกิจยังมีการปรับขึ้นราคาขาย (Output Prices) ต่อเนื่องด้านการค้าระหว่างประเทศ พบว่า การส่งออกเริ่มได้รับผลกระทบจากการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของทางสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 40: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตยังหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 โดยการส่งออกเริ่มได้รับผลกระทบจากการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของทางสหรัฐฯ

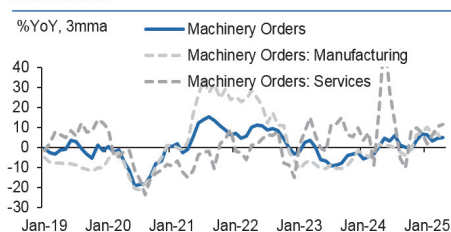
Manufacturing vs. Services PMI



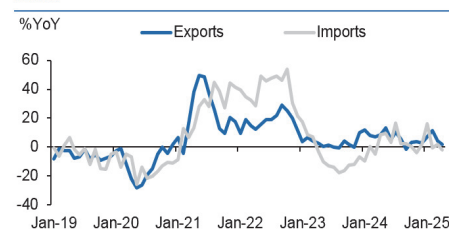
Retail sales



Investment



Trade



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

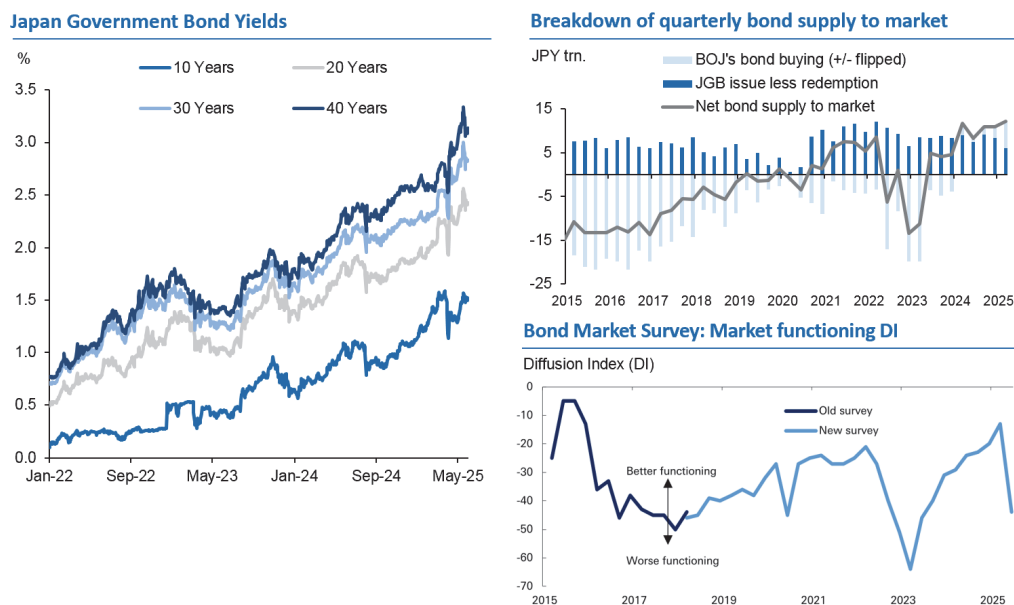
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นระยะยาวปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา แต่แรงกดดันในระยะต่อไปมีแนวโน้มลดลงหลังกระทรวงการคลังมีแผนปรับโครงสร้างการออกพันธบัตรรัฐบาล

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นระยะยาว (Super Long-Term Bond Yields) ปรับสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งมีสาเหตุหลักจากความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานในตลาดพันธบัตร โดยปริมาณอุปทานพันธบัตรรัฐบาลสุทธิ (Net Bond Supply) ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบกว่า 10 ปี จากอุปทานพันธบัตรรัฐบาลที่ยังมีออกมาต่อเนื่อง ขณะที่ฝั่งอุปสงค์ ทั้งจากของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) และของนักลงทุนสถาบันในประเทศ เช่น บริษัท

ประกันและกองทุนบำเหน็จบำนาญปรับลดลง ซึ่งส่งผลให้สภาพคล่องในตลาดพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นแออัด และเป็นปัจจัยกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา

อย่างไรก็ตาม แรงกดดันดังกล่าวมีแนวโน้มผ่อนคลายลงในระยะต่อไป เนื่องจากกระทรวงการคลังญี่ปุ่นมีแผนปรับโครงสร้างการออกพันธบัตร โดยจะลดสัดส่วนการออกพันธบัตรระยะยาว และหันมาเน้นการออกพันธบัตรระยะสั้นมากขึ้น ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในระยะต่อไปได้ในระดับหนึ่ง

แผนภาพที่ 41: ปริมาณอุปทานพันธบัตรรัฐบาลสุทธิ (Net Bond Supply) ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบกว่า 10 ปี



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

คำพูดของนายกรัฐมนตรีญี่ปุ่นที่กล่าวว่าสถานะการคลังของญี่ปุ่นอยู่ในภาวะที่ย่ำแย่ยิ่งกว่าของกรีซยิ่งสร้างความกังวลให้แก่ตลาด แม้ความเสี่ยงต่อการเกิดวิกฤตหนี้ในญี่ปุ่นยังมีจำกัด

นอกจากนี้ คำพูดของนายกรัฐมนตรีญี่ปุ่นที่กล่าวว่าสถานะการคลังของญี่ปุ่นอยู่ในภาวะที่ย่ำแย่ยิ่งกว่าของกรีซ ยิ่งสร้างความกังวลให้แก่ตลาด อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาในเชิงโครงสร้างแล้ว ญี่ปุ่นและกรีซมีเพียงจุดร่วมในเรื่องระดับหนี้สาธารณะที่สูง แต่

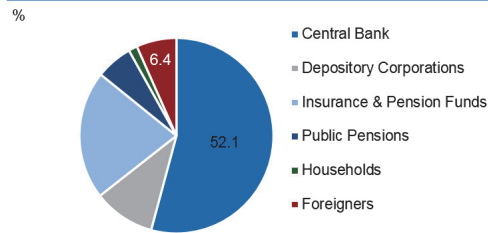
หนี้สาธารณะของญี่ปุ่นกว่า 90% อยู่ภายใต้การถือครองโดยนักลงทุนในประเทศ ขณะที่กรีซพึ่งพานักลงทุนต่างชาติเป็นหลัก อีกทั้งญี่ปุ่นยังสามารถควบคุมค่าเงินของตนเองได้ ต่างจากกรีซที่อยู่ภายใต้ระบบยูโรโซน นอกจากนี้ ญี่ปุ่นยังมีฐานะเป็นเจ้าหนี้สุทธิต่อโลก และมีสินทรัพย์ทางการเงินสุทธิจำนวนมาก ซึ่งแตกต่างจากกรีซโดยสิ้นเชิง จึงสามารถกล่าวได้ว่า ความเสี่ยงต่อการเกิดวิกฤตหนี้ในญี่ปุ่นยังมีจำกัด

แผนภาพที่ 42: ความเสี่ยงต่อการเกิดวิกฤตหนี้ในญี่ปุ่นยังมีจำกัด เนื่องจากหนี้สาธารณะของญี่ปุ่นกว่า 90% อยู่ภายใต้การถือครองโดยนักลงทุนในประเทศ อีกทั้งญี่ปุ่นยังสามารถควบคุมค่าเงินของตนเองได้ และมีสินทรัพย์ทางการเงินสุทธิจำนวนมาก

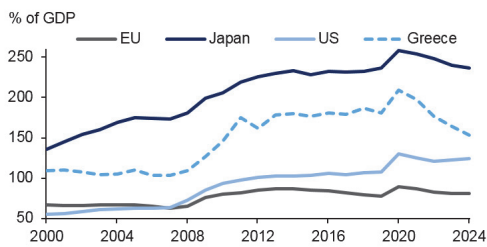


"Our country's fiscal situation is undoubtedly extremely poor, worse than Greece," Prime Minister Shigeru Ishiba told parliament

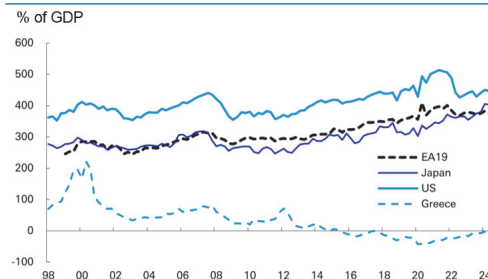
Holding ratio of government bonds



Government debt



Gross financial assets (private nonfinancial sector) minus gross government debt



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

แม้รัฐบาลญี่ปุ่นมีการตั้งวงเงินรายจ่ายเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง แต่รัฐบาลมีแผนลดการออกพันธบัตรใหม่ลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 17 ปี

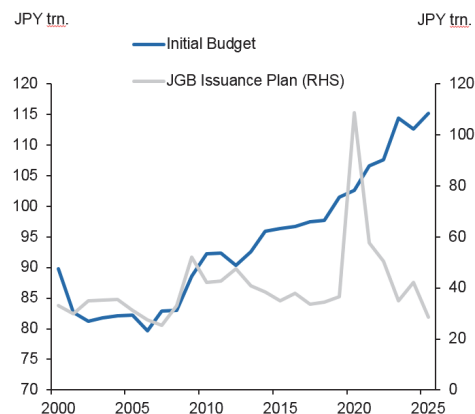
แม้รัฐบาลญี่ปุ่นมีการตั้งวงเงินรายจ่ายเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง แต่รัฐบาลมีแผนลดการออกพันธบัตรใหม่ลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 17 ปี โดยได้รับแรงสนับสนุนจากการจัดเก็บรายได้ภาษีที่ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ซึ่งเป็นผลมาจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น และการปรับขึ้นของค่าจ้างแรงงาน โดยปัจจัยเหล่านี้ช่วยลดความจำเป็นในการพึ่งพาการกู้ยืมและช่วยลดการขาดดุลทางการคลังของรัฐบาลในช่วงที่ผ่านมา

นอกจากนี้ สถานะการคลังของญี่ปุ่นยังแสดงพัฒนาการเชิงบวกอย่างต่อเนื่อง โดยสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP แม้จะยังอยู่ในระดับสูง แต่ได้ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ระดับการ

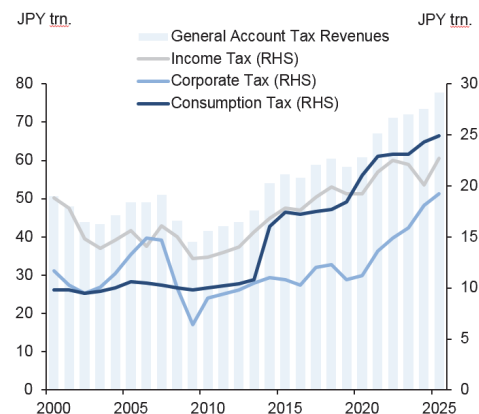
ขาดดุลการคลังขั้นต้น (Primary Fiscal Deficit) ก็ทยอยลดลงเช่นกัน สะท้อนถึงฐานะทางการคลังที่ดีขึ้นภายใต้สภาวะเศรษฐกิจที่เปลี่ยนผ่านจากภาวะเงินฝืดสู่ภาวะเงินเฟ้อ โดยรัฐบาลญี่ปุ่นยังตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการเกินดุลการคลังขั้นต้น (Primary Fiscal Surplus) ภายใน 1-2 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม แรงกดดันทางการคลังในระยะยาวยังคงมีอยู่จากภาระรายจ่ายดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจเป็นข้อจำกัดสำคัญต่อความยั่งยืนทางการคลังในอนาคต ดังนั้น รัฐบาลอาจจำเป็นต้องมีมาตรการเพิ่มเติมเพื่อเสริมสร้างความยั่งยืนทางการคลัง เช่น การปรับปรุงโครงสร้างรายได้และรายจ่าย รวมถึงการพิจารณาขอบเขตของการก่อหนี้ในอนาคตอย่างรอบคอบ

แผนภาพที่ 43: รัฐบาลมีแผนลดการออกพันธบัตรใหม่ลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 17 ปี โดยได้รับแรงสนับสนุนจากการจัดเก็บรายได้ภาษีที่ทำได้ดีที่สุดในประวัติศาสตร์

Government budget and newly-issued bonds^{1\}



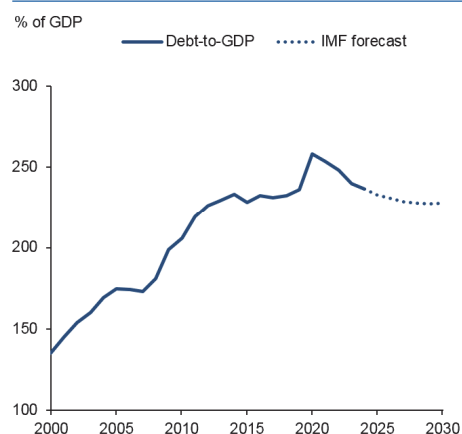
Trend of general account tax revenues



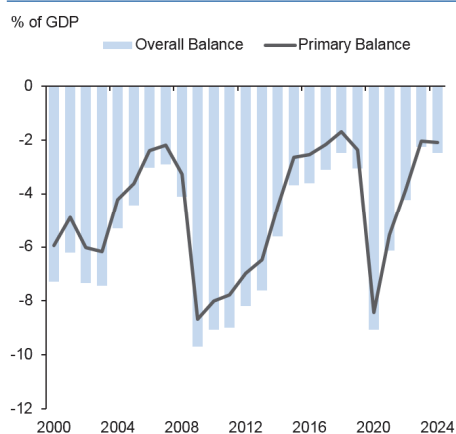
Note: 1\ JGB issuance plan for FY2000 - FY2023: settled figures; FY2024: based on the supplementary budget; FY2025: Based on the draft budget.
ที่มา: Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 44: สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง ขณะที่ระดับการขาดดุลการคลังขั้นต้น (Primay Fiscal Deficit) ก็ทยอยลดลงเช่นกัน

Government gross debt to GDP



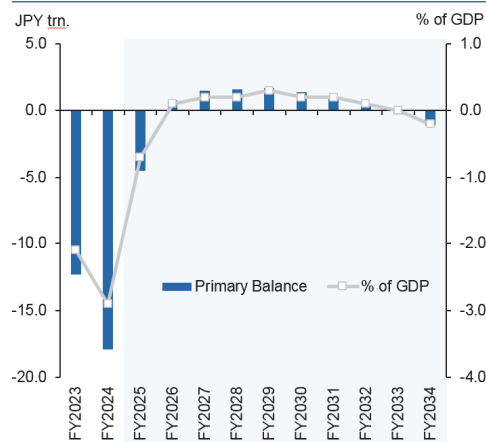
Fiscal balance to GDP



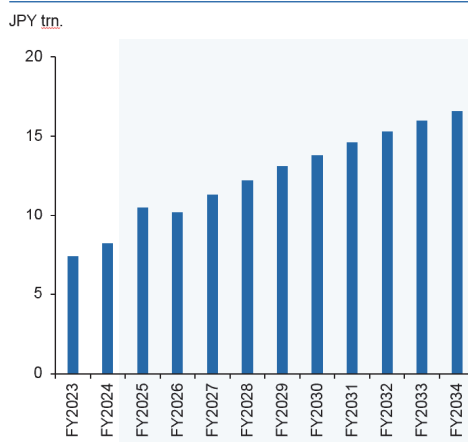
ที่มา: IMF, CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 45: รัฐบาลญี่ปุ่นยังตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการเกินดุลการคลังขั้นต้น (Primary Fiscal Surplus) ภายใน 1-2 ปีข้างหน้า แต่แรงกดดันทางการคลังในระยะยาวยังคงมีอยู่จากการใช้จ่ายดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

Fiscal projections on primary balance



Fiscal projections on interest payment^{1\}



Note: 1\ Data from General Account of Central Government, while the fiscal projections on the primary balance are based on Central and Local Governments' Public Finances

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

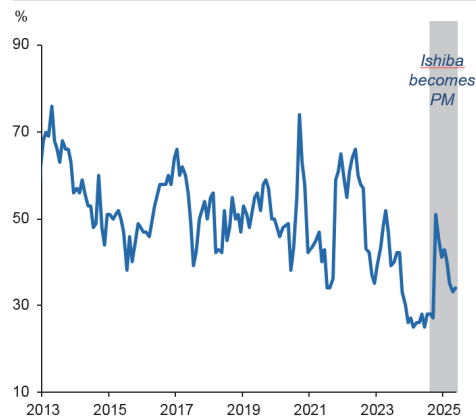
ทั้งนี้ ยังมีความเสี่ยงที่รัฐบาลญี่ปุ่นอาจออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในระยะสั้นนี้ ซึ่งจะส่งผลให้ตลาดกลับมากังวลประเด็นเรื่องเสถียรภาพทางการคลังของญี่ปุ่นอีกครั้ง

ทั้งนี้ ยังมีความเสี่ยงในระยะสั้น เนื่องจากญี่ปุ่นมีกำหนดจัดการเลือกตั้งวุฒิสภา (Upper House Election) ในช่วงปลายเดือนกรกฎาคม ท่ามกลางภาวะที่คะแนนนิยมของรัฐบาลกำลังลดลงจากความไม่พอใจของประชาชนต่อค่าครองชีพที่ปรับสูงขึ้น โดยนายกรัฐมนตรีถูกกดดันให้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม และมาตรการที่ถูกพูดถึงอย่างมากได้แก่การลดภาษีการบริโภค (Consumption Tax) เพื่อบรรเทาภาระของประชาชน แม้ว่านายก

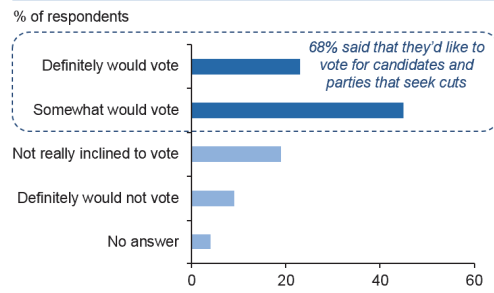
รัฐมนตรีได้ออกมาสื่อสารว่าจะไม่มีการปรับลดภาษีดังกล่าว เนื่องจากจะกระทบต่อรายได้ของรัฐบาล แต่ผลสำรวจความคิดเห็นล่าสุดพบว่า ประชาชนกว่า 70% มีแนวโน้มสนับสนุนพรรคการเมืองที่เสนอนโยบายลดภาษีนี้ ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันต่อพรรครัฐบาล จึงถือเป็นความเสี่ยงเชิงนโยบายในระยะสั้น หากรัฐบาลมีการเพิ่มนโยบายการคลังเพื่อเรียกคะแนนเสียง อาจทำให้ตลาดกลับมากังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการคลังของญี่ปุ่นอีกครั้ง ซึ่งจะส่งผลให้มีแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวได้

แผนภาพที่ 46: รัฐบาลญี่ปุ่นกำลังถูกกดดันให้ลดภาษีการบริโภค (Consumption Tax) ซึ่งอาจส่งผลให้ตลาดกลับมากังวลประเด็นเรื่องเสถียรภาพทางการคลังของญี่ปุ่นอีกครั้ง

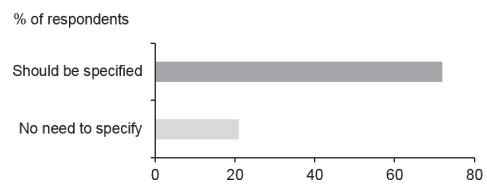
Cabinet Approval Rating: Support



Support for candidates who back a consumption tax cut



Need to clarify new revenue sources before the tax cut



ที่มา: CEIC, The Asahi Shimbun, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีหลังเผชิญความเสี่ยงสูงที่จะเข้าสู่ภาวะการถดถอยทางเทคนิค (Technical Recession) จากแรงกดดันทั้งภายในและภายนอก และภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น โดยปัจจัยลบสำคัญ ได้แก่ ความไม่แน่นอนจากสงครามการค้าโลก ภาคการท่องเที่ยวที่ขาดแรงส่ง และความไม่แน่นอนทางการเมืองที่อาจนำไปสู่ภาวะสูญญากาศ ท่ามกลางปัญหานี้ครัวเรือนที่ยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง และรายได้ที่เติบโตช้า TISCO ESU จึงปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2568 ลงมาอยู่ที่ 1.6% 2025F และเหลือเพียง 1.4% ในปี 2026F ด้านนโยบายการเงิน คาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก 2 ครั้งในปีนี้ สู่ระดับ 1.25% และอาจลดต่ออีก 2 ครั้งภายในครึ่งแรกของปีหน้า เพื่อรองรับเศรษฐกิจที่ชะลอตัวและเงินเฟ้อที่คาดว่าจะยังคงต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย ขณะที่นโยบายการคลัง อาจเป็นเพียงปัจจัยเดียวที่พอจะหนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ และชดเชยแรงกดดันจากภาคส่วนอื่นที่กำลังมีปัญหาได้บ้าง โดยเฉพาะหากรัฐบาลสามารถจัดสรรงบประมาณได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยเน้นโครงการที่มีตัวคูณทางด้านการคลังสูง (Fiscal Multiplier) และเร่งเบิกจ่ายงบลงทุนให้ได้มากกว่า 80% อย่างไรก็ตาม จากความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศที่สูงขึ้นมาก อาจก่อให้เกิดความเสี่ยงที่จะนำไปสู่ภาวะสูญญากาศ ซึ่งเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการขับเคลื่อนนโยบายการคลังให้ไม่สามารถทำงานได้ แนวจับตาพัฒนาการทางการเมืองอย่างใกล้ชิด เพราะอาจทำให้แรงส่งทางการคลังพลิกผันกลายเป็นแรงกดดันเพิ่มเติมต่อเศรษฐกิจได้

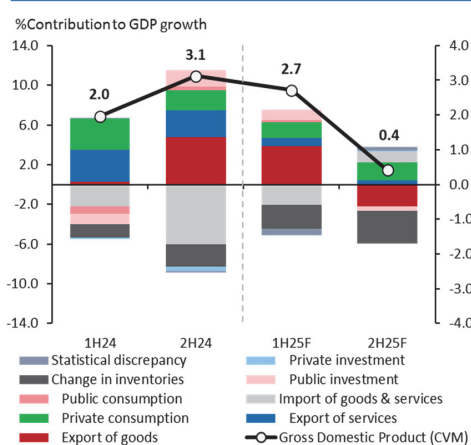
เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ค่อนข้างดีในไตรมาสที่ 2 ส่งผลให้การขยายตัวในช่วงครึ่งแรกของปียังไปได้ดี แต่คาดว่าจะมีความเสี่ยงสูงขึ้นมากที่เศรษฐกิจไทยจะชะลอตัวลงในช่วงครึ่งปีหลัง

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 1/68 ยังขยายตัวได้ในระดับที่ค่อนข้างดี โดยมีแรงส่งจากการเร่งส่งออกสินค้าก่อนภาษีการค้าจากสหรัฐฯ จะมีผลบังคับใช้ ขณะที่การเร่งส่งออกยังคงต่อเนื่องในเดือน พ.ค. ซึ่งมูลค่าการส่งออกขยายตัวกว่า 18.4% YoY สูงสุดในรอบ 38 เดือน อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาจากมูลค่าการนำเข้าที่ขยายตัวถึง 18.0% YoY ซึ่งเป็นทิศทางที่สอดคล้องกัน ยังคงเป็นภาพที่สะท้อนว่ามีการเร่งส่งออกไปยังตลาดหลักอย่างต่อเนื่อง

เนื่อง และไทยอาจถูกใช้เป็นทางผ่านอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะหมวดเครื่องคอมพิวเตอร์และส่วนประกอบ ที่มีการขยายตัวในระดับสูงมากของยอดการส่งออกและนำเข้า ทั้งนี้ ส่วนหนึ่งอาจเป็นผลมาจากการที่อัตราภาษีที่สหรัฐฯ จัดเก็บกับไทยอยู่ที่ 2.8% ซึ่งยังคงต่ำกว่าระดับพื้นฐาน (Baseline Universal Tariff) ดังนั้น หากมองไปข้างหน้า อัตราภาษีที่แท้จริงยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และคาดว่าจะเป็แรงกดดันต่อเศรษฐกิจไทยในระยะข้างหน้า ในสภาวะที่การบริโภคในประเทศซึ่มีลงอย่างเห็นได้ชัด จากปัญหาความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ และระดับหนี้ครัวเรือนที่สูง แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกปรับลดลงมาบ้างแล้วก็ตาม

แผนภาพที่ 47: เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลงมากในช่วงครึ่งหลังของปี และมีความเสี่ยงถดถอยทางเทคนิค

Actual and projected GDP growth forecasts



Summary of GDP and Macro-indicators forecast

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU 2025F			TISCOESU 2026F		
			Latest	Prev	Δ	Latest	Prev	Δ
GDP	%	2.5	1.6	2.1	-0.5	1.4	1.8	-0.4
Private Consumption	%	4.4	2.8	2.4	0.4	2.1	1.9	0.3
Public Consumption	%	2.5	1.6	2.1	-0.6	1.2	1.4	-0.2
Private Investment	%	-1.6	0.3	2.7	-2.3	-0.7	1.9	-2.6
Public Investment	%	4.8	5.1	3.3	1.8	2.5	2.6	-0.1
Exports (f.o.b)	%	4.4	1.3	0.9	0.5	-3.3	-0.8	-2.5
Imports (f.o.b)	%	5.2	1.1	3.6	-2.5	0.3	4.7	-4.5
Tourist Arrivals	Million	35.5	35.5	36.5	-1.0	36.5	37.5	-1.0
CA Balance	US\$, Bn	11.1	14.8	11.6	3.2	5.8	12.2	-6.4
Headline Inflation	%	0.4	0.5	0.8	-0.3	0.8	0.8	0.0
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl	79.7	67.0	70.0	-3.0	68.0	77.0	-9.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.25	1.50	-0.25	0.75	1.25	-0.50
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	34.0	34.5	-0.5	35.0	34.0	1.0

ที่มา: OIE, OAE, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

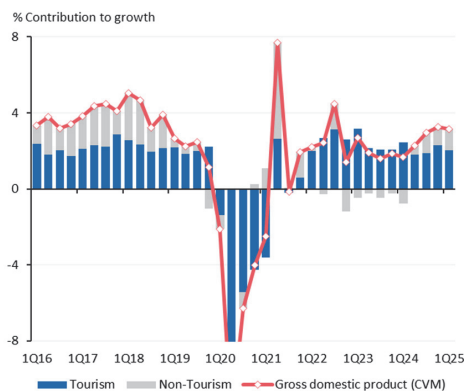
เศรษฐกิจไทยพึ่งพาเครื่องยนต์หลักอย่างการส่งออกสินค้า และการท่องเที่ยวมาตลอดช่วง 10 ปีที่ผ่านมา จะเป็นอย่างไรหากเครื่องยนต์ทั้งสองต้องเผชิญกับแรงกดดันในระยะข้างหน้า

เราประเมินว่า แรงส่งของเศรษฐกิจไทยแบบไตรมาสต่อไตรมาส (Quarter-on-quarter) จะชะลอตัวลงตั้งแต่เข้าสู่ไตรมาสที่ 2 เป็นต้นไป และเผชิญกับความเสี่ยงของการเกิดภาวะถดถอยทางเทคนิค หรือการที่เศรษฐกิจหดตัวลงจากไตรมาสก่อนหลังปรับฤดูกาลแล้วตั้งแต่สองไตรมาสขึ้นไป เนื่องจากทิศทางของ

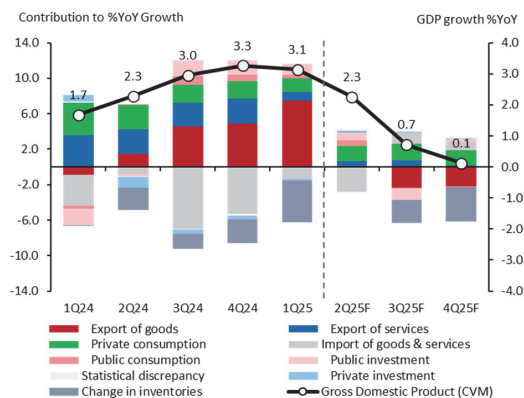
การส่งออกที่คาดว่าจะซบเซาลงมากหลังจบการเร่งส่งออกสินค้าก่อนอัตราภาษีศุลกากรตอบโต้ของสหรัฐฯ จะมีผลบังคับใช้ ประกอบกับแรงส่งจากภาคการท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มชะลอลงจากปัญหาการขาดความเชื่อมั่น โดยเฉพาะในประเด็นด้านความปลอดภัยของนักท่องเที่ยวชาวจีน แม้การเดินทางเข้ามาของนักท่องเที่ยวระยะไกล (Long-haul) จากแถบยุโรปจะยังคงขยายตัวสูงขึ้นจากปีก่อนหน้าก็ตาม

แผนภาพที่ 48: เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มชะลอตัวลงมากในช่วงครึ่งหลังของปี และมีความเสี่ยงถดถอยทางเทคนิค

Decomposing GDP Growth: Tourism vs. Non-Tourism Sectors



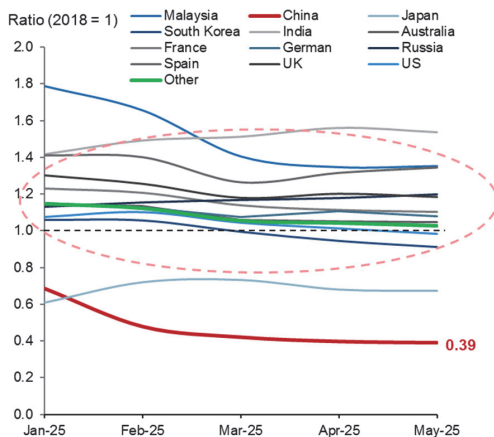
Actual and Projected 'Demand Side' Contribution to GDP Growth



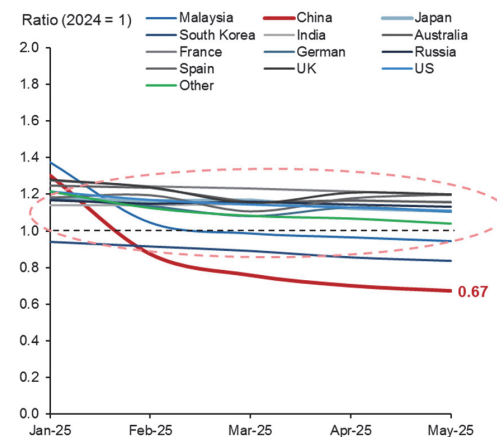
ที่มา: OIE, OAE, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 49: สัดส่วนนักท่องเที่ยวในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2025 เทียบกับปี 2018 และปี 2024 สะท้อนการฟื้นตัวที่ล่าช้าของนักท่องเที่ยวชาวจีน

Ratios of Foreign tourist arrival compared to 2018



Ratios of Foreign tourist arrival compared to 2024



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

ปัจจัยหนุนเพียงอย่างเดียวที่เหลือ คือการใช้จ่ายของภาครัฐ อาจช่วยชดเชยแรงกดดันจากเครื่องยนต์เศรษฐกิจอื่นที่แผ่วตัวลงได้บ้าง แต่ปัจจัยความไม่แน่นอนของการเมืองในประเทศ อาจพลิกจากแรงส่งเป็นแรงฉุด หากเกิดสถานการณ์ทางการเมือง

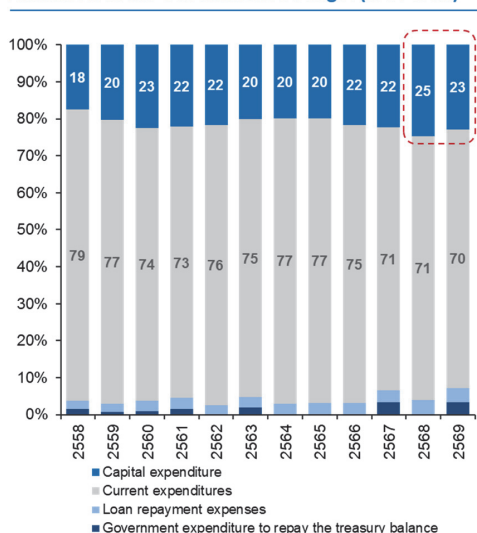
เราประเมินว่า เศรษฐกิจไทยยังพอจะมีแรงส่งจากนโยบายการคลังได้อยู่บ้าง หากรัฐบาลสามารถติดตามการเบิกจ่ายงบลงทุนให้มีการเร่งรัดการเบิกจ่ายให้สูงกว่า 80% ของงบประมาณที่ได้รับการอนุมัติจากสภาฯ และจัดสรรงบประมาณโครงสร้าง 1.57 แสนล้านบาทไปยังโครงการที่มีตัวทวีคูณทางการคลัง (Fiscal Multiplier) สูงจะช่วยชดเชยความเสี่ยงด้านต่ำของการที่เครื่องยนต์ทางเศรษฐกิจอื่นที่สำคัญอย่างการส่งออกสินค้า และภาคการท่องเที่ยวจะชะลอตัวลงได้บ้าง อย่างไรก็ตาม จากการวิเคราะห์ประเด็นสำคัญเกี่ยวกับร่างพระราชบัญญัติงบประมาณปี 2569 พบว่า แรงส่งทางการคลังเผชิญกับข้อจำกัดมากขึ้น เนื่องจากแม้ว่ารัฐบาลจะมีการจัดสรรงบประมาณแบบขาดดุลเต็มตามที่ตามกฎหมายกำหนด แต่เม็ดเงินที่สามารถนำมาใช้จ่ายเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจพบว่าจะมีจำนวนลดลงจากบ.ป. 2568 เนื่องจากต้องจัดสรรเงินงบประมาณบางส่วนไปใช้คืนเงินคงคลังและใช้คืนต้นเงินกู้และดอกเบี้ย ทำให้เปรียบเสมือนว่ารัฐบาลมีการรัดเข็มขัดและลดการใช้จ่าย ในสถานะที่เศรษฐกิจกำลังเผชิญกับแรงกดดันในด้านลบในระยะข้างหน้า อีกทั้งงบประมาณลงทุนส่วนมากยังเน้นจัดสรรเม็ดเงินไปกับการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานทั่วไปอย่างการสร้างและซ่อมถนน การขุดลอกคูคลอง และทำนบารุงฝายและคันกั้นน้ำ ซึ่งแม้ว่าโครงการเหล่านี้จะมีตัวทวีคูณทางการคลังที่สูงกว่า 1.0 อ้างอิงจากงานวิจัยของ TDRI แต่เรามองว่าควรจะมีการจัดสรร

เม็ดเงินลงทุนไปกับการยกระดับความสามารถในการแข่งขันของภาคธุรกิจให้มากกว่านี้ และต้องมีนโยบายที่ชัดเจนว่าประเทศไทยจะสร้างเครื่องยนต์ทางเศรษฐกิจตัวใหม่อย่างไร เพื่อทดแทนเครื่องยนต์เดิมที่กำลังมีปัญหาอยู่ในขณะนี้

นอกจากนี้ ปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองก็ยังคงเป็นความเสี่ยงที่ไม่อาจละเลยได้ ถึงแม้รัฐบาลที่นำโดยพรรคเพื่อไทยจะมีจำนวนเสียงสนับสนุนที่ลดลงหลังพรรคภูมิใจไทยย้ายไปอยู่ทางฝั่งฝ่ายค้าน ส่งผลให้ความมีเสถียรภาพของรัฐบาลนั้นลดลง และคะแนนเสียงของ ส.ส. ที่สนับสนุนจะเรียกได้ว่า “ปริ่มน้ำ” แต่เรายังคงประเมินว่าในกรณีฐาน รัฐบาลจะไม่มีประกาศยุบสภาก่อนการพิจารณา พรบ. งบฯ ปี 2569 จะแล้วเสร็จ ทั้งนี้ เราประเมินว่ามีความเสี่ยงอยู่บ้างที่นายกรัฐมนตรีอาจต้องเผชิญกับขบวนการนิสิตสงครามและการยื่นถอดถอนจนอาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงผู้ดำรงตำแหน่งนายกฯ หลังมีเหตุการณ์ที่คลิบเสียงสนทนากับผู้นำสูงสุดของกัมพูชาหลุดออกมา ประเด็นดังกล่าวอาจกระทบกับการเร่งรัดเบิกจ่ายงบประมาณปี 2568 บ้างเล็กน้อย และอาจส่งผลให้การพิจารณาบ.ป. ปี 69 ล่าช้าไปบ้าง จึงมีความเสี่ยงด้านต่ำต่อประมาณการเศรษฐกิจปีนี้ราว 0.1-0.2 ppt. อย่างไรก็ตาม กรณีที่การเมืองมีความวุ่นวาย และนำไปสู่การยุบสภาก่อนการพิจารณาบ.ป. ปี 2569 จะแล้วเสร็จ อาจส่งผลกระทบต่อประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยสูงถึง 1.0 ppt. แบ่งเป็นปีนี้ที่ -0.3 ppt และปีหน้าที่ -0.7 ppt แต่เราประเมินว่าโอกาสที่จะเกิดขึ้นนั้นค่อนข้างต่ำเพียงราว 5% เท่านั้น ในระยะนี้จึงต้องติดตามพัฒนาการของการเมืองทั้งในและนอกสภาอย่างใกล้ชิดว่าความไม่แน่นอนดังกล่าวจะนำมาซึ่งแรงกดดันต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยหรือไม่อย่างไร

แผนภาพที่ 50: สัดส่วนของเงินงบประมาณที่ใช้ได้จริงในบ.ป. 2569 ลดลงจากปี 2568

Allocation of the Government's Budget (% of total)



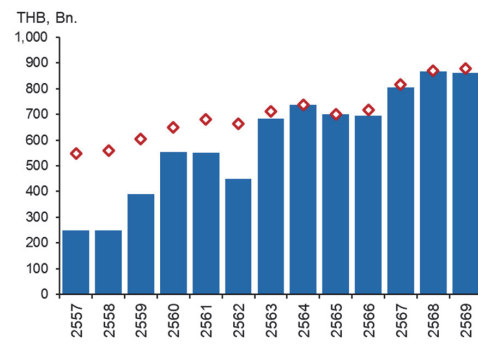
Composition of Government's Budget (THB, mn.)

Government Budget Structure	FY 2568		FY2569	
	Value	% Change	Value	% Change
Budget Framework	3,752,700.0	4.2	3,780,600.0	0.7
(%GDP)	19.5		18.9	
Current Expenditures	2,680,436.6	4.5	2,652,301.3	-1.0
% Total	71.4		70.2	
Expenditure to Repay the Treasury Balance	--	-100.0	123,541.1	100.0
%Total	--		3.3	
Capital Expenditure	932,362.1	15.4	864,077.2	-7.3
%Total	24.8		22.9	
Loan Repayment Expenses	150,100.0	26.9	151,200.0	0.7
%Total	4.0		4	
Government Revenue	3,752,700.0	4.2	3,780,600.0	0.7
(%GDP)	19.5		18.9	
Revenue	2,887,000.0	3.2	2,920,600.0	1.2
Loan	865,700.0	7.5	860,000.0	-0.7
GDP	19,284,900.0	3.8	20,017,700.0	3.8

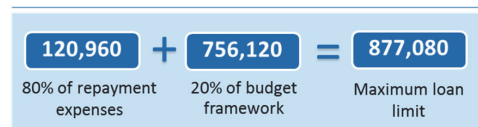
ที่มา: PBO, FPO, BUDGET BUREAU, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: แม้จะมีการจัดสรรงบประมาณสูงสุดตามกฎหมายกำหนด แต่สัดส่วนการขาดดุลงบประมาณ ในปี 2569 จะลดลงจากปี 2568 เท่ากับว่านโยบายการคลังกำลังรัดเข็มขัดในสถานะที่เศรษฐกิจต้องการแรงส่งทางการคลังเพิ่มขึ้น

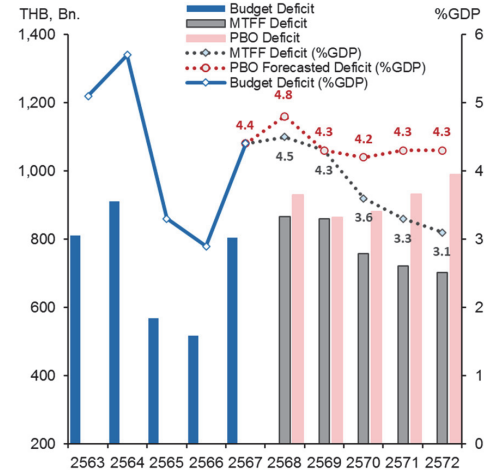
Budget Deficit Financing vs. Maximum limit by law



Conditions for Maximum Loan Amount



Budget Deficit Trend; MTFF vs. PBO projection

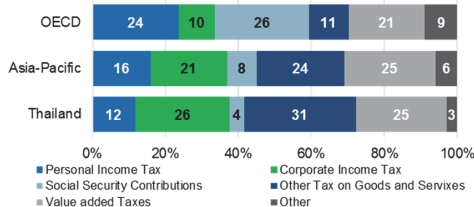
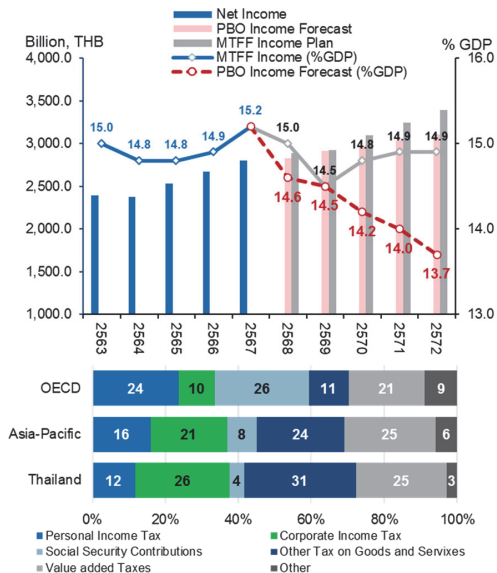


Note MTFF denotes Medium-term Fiscal framework

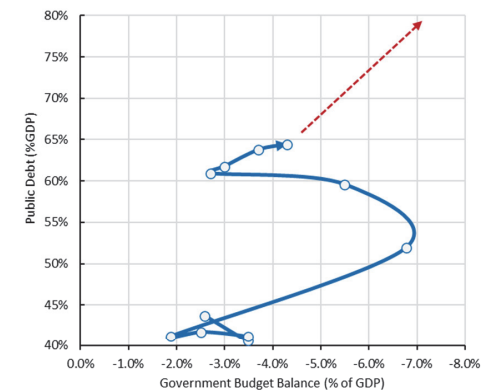
ที่มา: Bloomberg, CEIC, Reuter, focus-economic, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 52: รายจ่ายที่ปรับลดลงไม่ได้ รายรับที่จะเข้ามาน้อยลงจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัว อาจนำไปสู่การปรับเพิ่มเพดานหนี้สาธารณะในอีก 1-2 ปีข้างหน้า ซึ่งเสี่ยงต่อการถูกปรับลดอันดับเครดิตของประเทศจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

Government's Revenue Projection; MTFF vs. PBO



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



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

Our Team



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



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



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



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



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



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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป

ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3	:	02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2	:	02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2	:	02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	:	02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	:	02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	:	02 745 6360
	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						
	สำนักงานใหญ่	:	02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่	:	02 318 3717	อาคารภคินท์	:	02 633 4333
	ศรีนครินทร์	:	02 006 5000	เยาวราช	:	02 623 2212	ราชวงศ์	:	02 622 8220
	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1	:	02 623 9141						
จันทร์ - ศุกร์									

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม	:	034 145 000	สระบุรี	:	036 222 449	อยุธยา	:	035 909 000	จันทบุรี	:	039 606 000
ชลบุรี	:	033 079 000	พัทธยา	:	038 416 525	ระยอง	:	033 065 000	เชียงใหม่	:	053 211 112
นครสวรรค์	:	056 052 000	พิษณุโลก	:	055 055 000	ขอนแก่น	:	043 055 000	นครราชสีมา	:	044 075 000
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			