

TIPS

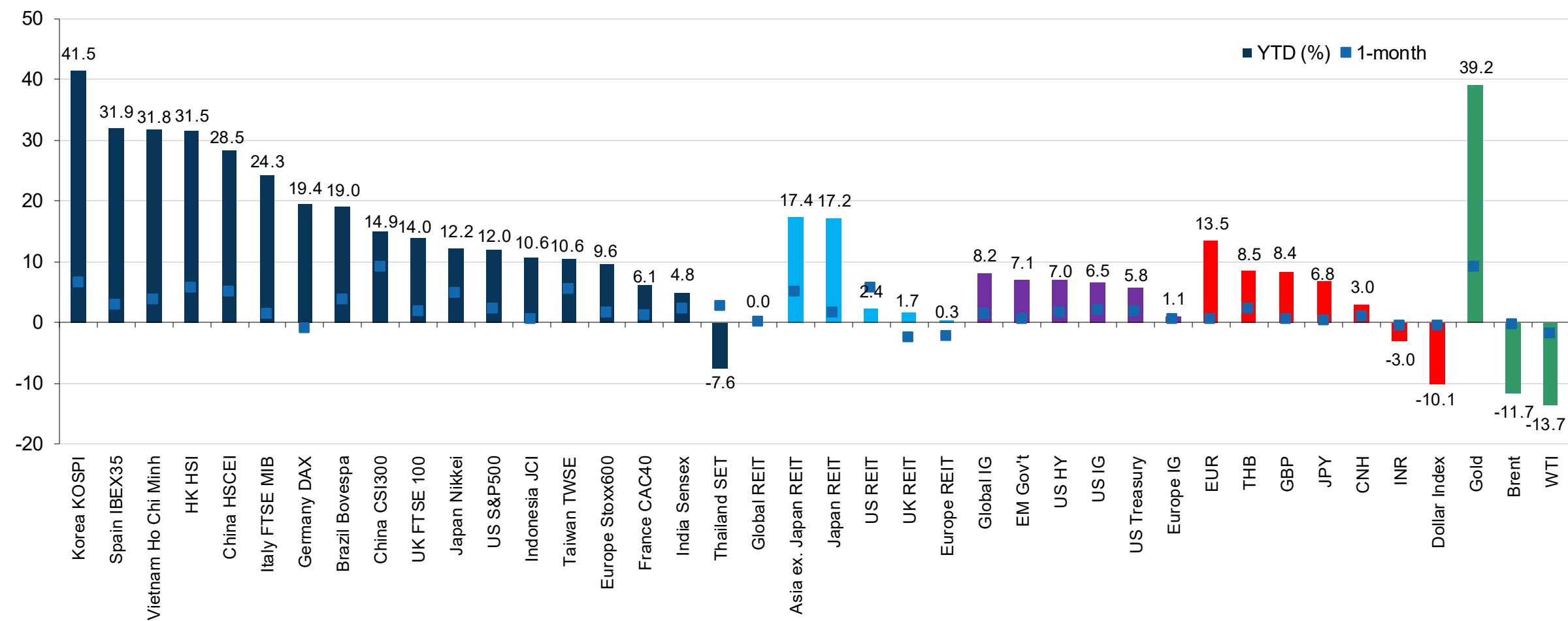
October
2025

TISCO Investment Portfolio Strategy



ราคาทองคำอยู่ในทิศทางที่จะสร้างผลตอบแทนรายปีสูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 1979

Market Performance as of 12 September 2025



ข่าวร้ายยังคงถูกตีความเป็นข่าวดี... แต่คาดว่าจะอีกไม่นาน

Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
Fixed Income				
US Treasury: Short term				ได้รับประโยชน์จากการลดดอกเบี้ย และแรงกดดันทางการเมืองให้ Fed ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นมากขึ้น
US Treasury: Long term				Bond yield ระยะยาวอาจพุ่งขึ้นจากความเสี่ยงเงินเฟ้อ แม้เฟดจะลดดอกเบี้ย คล้ายกับในปี 2024
Equity Markets: Regions				
US				Valuation ที่สูงเกินไปมีความเสี่ยง เมื่อเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัว
EM ex.China				เผชิญแรงกดดันจากกำลังการส่งออกส่วนเกินของจีนกระทบอุตสาหกรรมในประเทศ
China				การอัดฉีดสภาพคล่องจากภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงช่วงปลายปี 2025
Japan				ได้รับข้อตกลงการค้าที่ค่อนข้างดีกับสหรัฐฯ และมีแนวโน้มเกิดมาตรการกระตุ้นการคลังในอนาคต
Europe				Sentiment บวกจากมาตรการปฏิรูปการคลังเริ่มแผ่ว ประกอบกับค่าเงินยูโรที่แข็งแกร่งได้ส่งออก
Equity Markets: Sectors and Styles				
Utilities				ช่วยลดความเสี่ยงจากการปรับฐานของตลาด พร้อมรักษาการลงทุนในโอกาสการเติบโตเชิงโครงสร้างของ AI
Con Disc				ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่หดตัวกดดันการใช้จ่ายหมวดสินค้าฟุ่มเฟือยของผู้บริโภค
Alternative Investments				
Gold				แรงหนุนจากความเสี่ยงต่อความเป็นอิสระของธนาคารกลาง และแนวโน้มการคลังที่แย่ลงในเศรษฐกิจหลักหลายประเทศ
Oil				การเปลี่ยนแปลงนโยบายของ OPEC จำกัดโอกาสที่ราคาน้ำมันจะปรับขึ้นในปี 2025

Global overview and key themes

US



Key theme

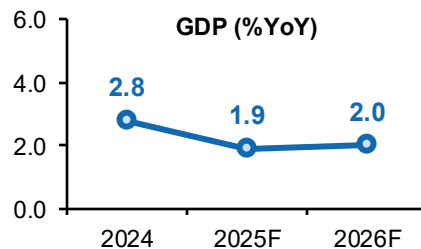
- ตลาดแรงงานสหรัฐฯ โดยรวมยังมีความสมดุล แต่เริ่มเห็นความเปราะบางที่เพิ่มขึ้น

Headwinds

- ความไม่แน่นอนเชิงนโยบาย
- กำแพงภาษี
- มาตรการกีดกันผู้อพยพ
- ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดลง
- การชะลอตัวของตลาดแรงงาน

Tailwinds

- การชะลอการลดงบดุลของ Fed
- มาตรการลดภาษีผ่าน OBBBA



Europe



Key theme

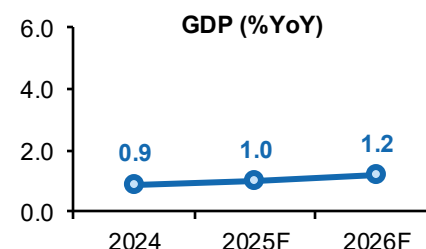
- ปัญหาความไม่แน่นอนทางการเมืองของฝรั่งเศส ยังคงลากยาว

Headwinds

- ความไม่แน่นอนเชิงนโยบาย
- กำแพงภาษี
- ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาคธุรกิจที่ทรงตัวในระดับต่ำ

Tailwinds

- เงินเพื่อชะลอ
- การลดดอกเบี้ยของ ECB
- นโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายขึ้น



Japan



Key theme

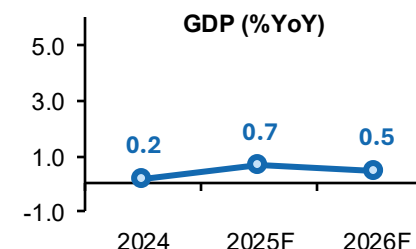
- ทิศทางอัตราเงินเฟ้อยังสนับสนุนการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ

Headwinds

- ค่าครองชีพที่สูงยังเป็นปัจจัยกดดันรายได้ที่แท้จริงและการใช้จ่ายของภาคครัวเรือน
- ผลกระทบจากกำแพงภาษีของสหรัฐฯ

Tailwinds

- นโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น
- การขยายตัวของค่าจ้าง



China



Key theme

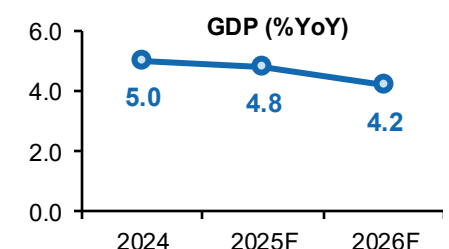
- ความหวังที่เปราะบางต่อการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ

Headwinds

- อุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอ
- ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังแย่อต่อเนื่อง
- ผลกระทบจากกำแพงภาษีของสหรัฐฯ

Tailwinds

- มาตรการผ่อนคลายจากภาครัฐ
- การเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลและการใช้จ่ายทางการคลัง
- การส่งออกที่แข็งแกร่งกว่าคาด



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

ตลาดแรงงานสหรัฐฯ โดยรวมยังมีความสมดุล แต่เริ่มเห็นความเปราะบางที่เพิ่มขึ้น



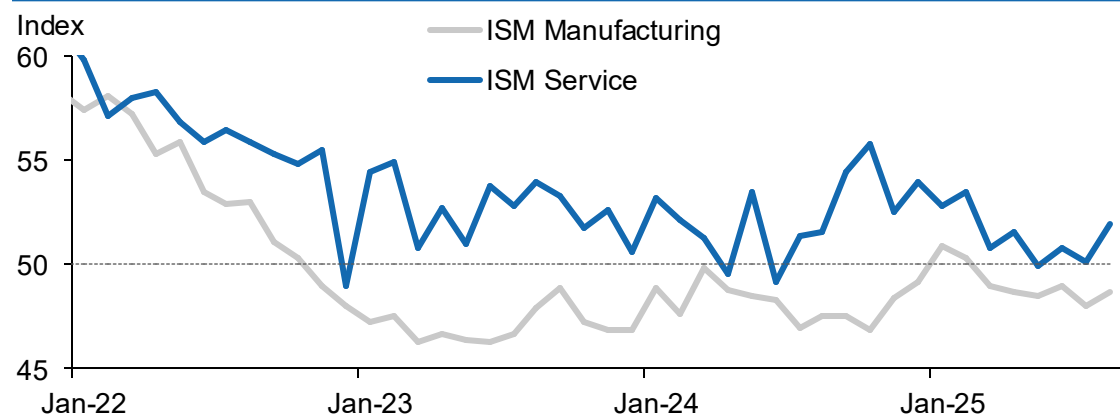
- ในช่วงที่ผ่านมา ตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลง โดยตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรเดือน ส.ค. เพิ่มขึ้นเพียง +2.2 หมื่นตำแหน่งเท่านั้น ส่วนอัตราการว่างงานปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 4.3% สะท้อนความเปราะบางของตลาดแรงงานที่มีมากขึ้น และจากปัจจัยข้างต้น ส่งผลให้ตลาดการเงินมอง Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปต่ำกว่า 3.0% ซึ่งเป็นระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral) ตามการประเมินของ Fed ในช่วงครึ่งหลังของปีหน้า หรือลดกว่า -125bps จากระดับปัจจุบัน ทั้งนี้ การดำเนินนโยบายการเงินของ Fed กำลังอยู่ในช่วงที่มีความท้าทายสูง เนื่องจากตลาดแรงงานกำลังชะลอตัวลง ขณะที่เงินเฟ้อยังขยายตัวสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% จึงเป็นคำถามว่า Fed ควรพิจารณาคลายความตึงตัวของนโยบายการเงินตามที่ตลาดการเงินให้น้ำหนักไว้หรือไม่ ท่ามกลางสถานการณ์ที่ยากลำบากนี้
- ทั้งนี้ แม้ทิศทางของดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ในขาลง เพื่อรองรับความเสี่ยงด้านต่ำของตลาดแรงงาน แต่เราประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยยังไม่ควรลงไปต่ำกว่าระดับที่เป็นกลาง เนื่องจาก 1) เงินเฟ้อยังมีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ในช่วงปลายปีหน้า แม้ผลจากสงครามการค้าจะเริ่มหมดลง 2) แม้การจ้างงานจะชะลอตัวลงแรงและฉับพลัน แต่อัตราการว่างงานกลับเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปเท่านั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจาก “Breakeven Employment” หรือเรียกอีกอย่างว่า “จำนวนการจ้างงานใหม่ที่เศรษฐกิจต้องทำให้ได้ในแต่ละเดือนเพื่อให้อัตราการว่างงานทรงตัว” นั้นปรับลดลงในปีนี้ เนื่องจากการดำเนินนโยบายกีดกันผู้อพยพ ส่งผลให้มีจำนวนแรงงานชาวต่างชาติเริ่มออกจากตลาดแรงงานเพิ่มมากขึ้น ขณะที่การเข้ามาของผู้อพยพก็ลดลงด้วยเช่นกัน สะท้อนว่า อุปสงค์และอุปทานแรงงานกำลังชะลอลงพร้อมๆ กัน
- นอกจากนี้ หากพิจารณาภาพตลาดแรงงานในหลายๆ มิติ จะพบว่า อุปสงค์หรือการจ้างงานใหม่ชะลอตัวลงแบบฉับพลัน แต่อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย ขณะที่เครื่องชี้สถานะตลาดแรงงานอื่นๆ อาทิ อัตราการลาออกแบบสมัครใจ สัดส่วนงานว่างเปิดใหม่เทียบกับจำนวนผู้ว่างงานในระบบดัชนีชี้วัดภาวะตลาดแรงงานของ Fed สาขา Kansas และสัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามที่ระบุว่าหางานได้ง่ายและหางานได้ยาก ยังบ่งชี้ว่าภาวะตลาดแรงงานชะลอตัวลงแบบค่อยเป็นค่อยไปเท่านั้น ต่างจากภาพการจ้างงานที่อ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยสรุป ตลาดแรงงานสหรัฐฯ มีความเปราะบางมากขึ้น แต่ยังไม่ได้อ่อนแอลงมากจนทำให้ Fed ต้องลดดอกเบี้ยลงไปต่ำกว่า 3% ในปีหน้า อย่างไรก็ตาม หากเริ่มเห็นภาคธุรกิจปลด/เลิกจ้างแรงงานมากขึ้น อาจส่งผลให้อัตราการว่างงานเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นความเสี่ยงด้านต่ำของอัตราดอกเบี้ยที่ควรจับตาอย่างใกล้ชิด

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

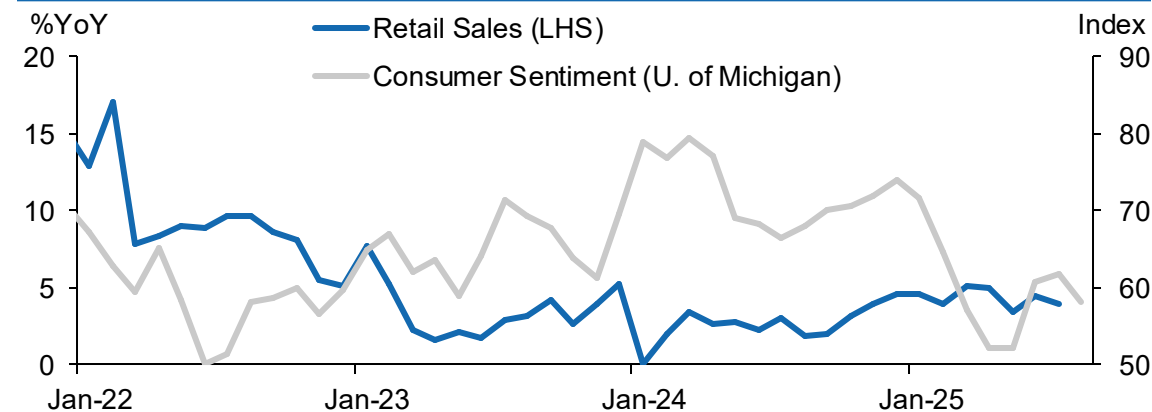
ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงในเดือน ส.ค. สวนทางกิจกรรมในภาคบริการที่ฟื้นตัวขึ้น



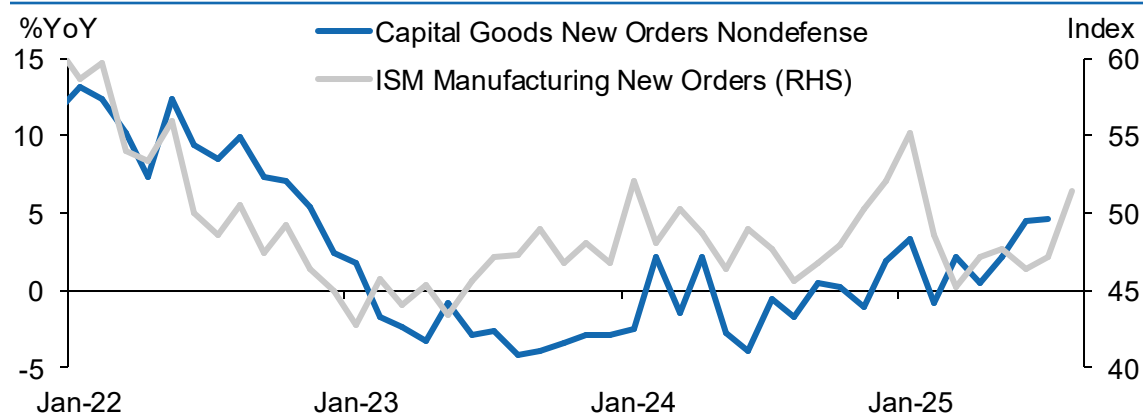
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



การส่งออกและนำเข้า



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

Overview

US

EU

JP

CN

TH

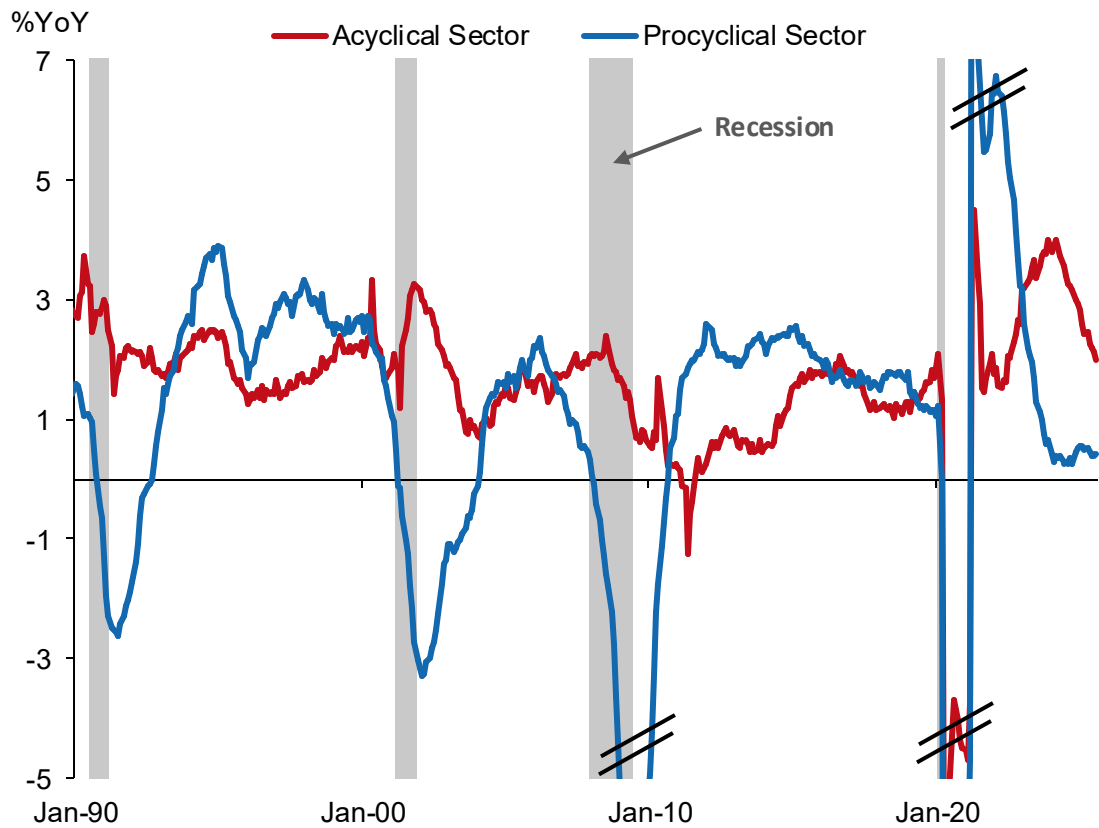
Market Outlook

การจ้างงานนอกภาคเกษตรในภาคส่วนที่มีความอ่อนไหวต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ
(Procyclical Sector) ชบชาติต่อเนื่อง สะท้อนความเปราะบางในตลาดแรงงาน

ความสัมพันธ์ระหว่างตัวเลขการจ้างงานรายอุตสาหกรรมและวัฏจักรเศรษฐกิจ

Sector	Correlation with Economic Expansion	Share of Employment in Aug 25
Professional and Business Services	0.68	14.1
Manufacturing	0.64	8.0
Wholesale Trade	0.56	3.9
Construction	0.53	5.2
Retail Trade	0.47	9.8
Financial Activities	0.42	5.8
Transportation and Warehousing	0.34	4.2
Leisure and Hospitality	0.34	10.7
Information	0.24	1.8
Other Services	0.23	3.8
Mining	0.09	0.4
Procyclical Sector Share of Non-farm Payrolls Employment		67.6
Government	-0.01	14.8
Education and Health Services	-0.08	17.2
Utilities	-0.10	0.4
Acyclical Sector Share of Non-farm Payrolls Employment		32.4

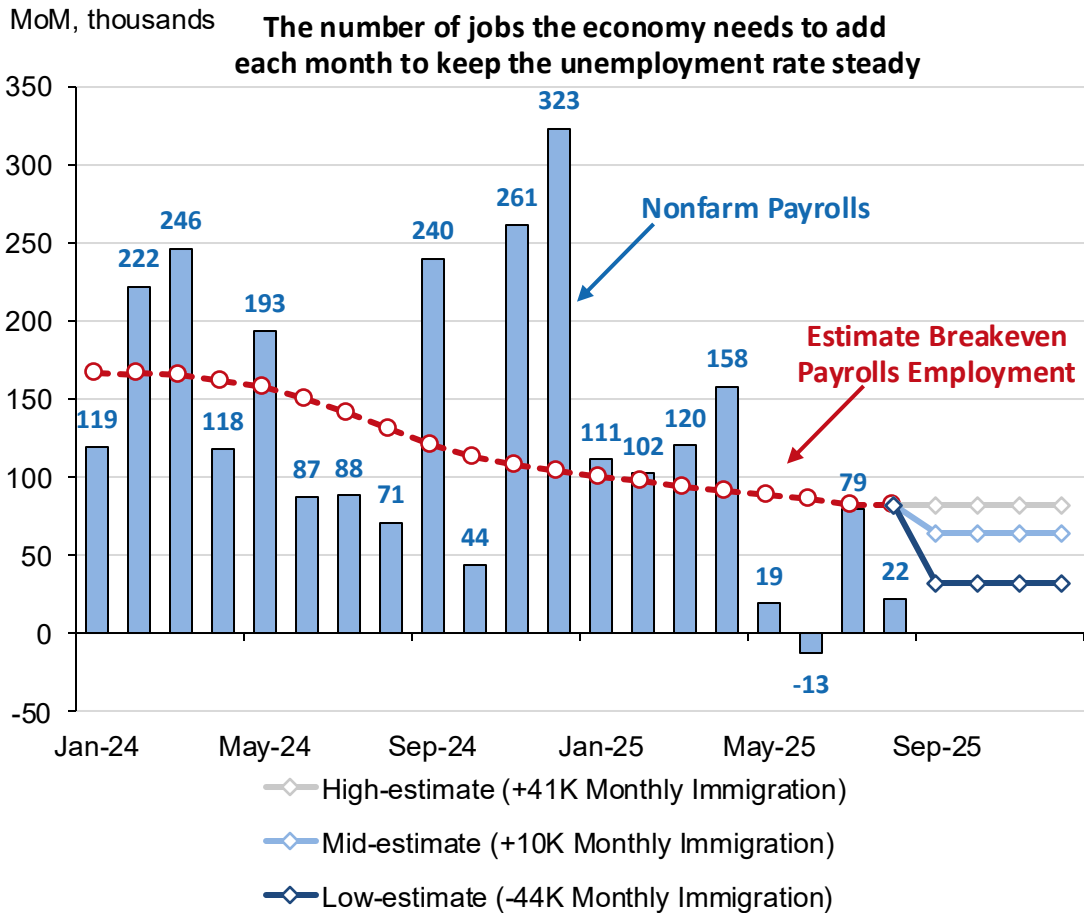
การจ้างงานรายหมวด แบ่งตามหมวดที่มักจะเติบโตตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Procyclical) และในหมวดที่ไม่โดนผลกระทบจากวัฏจักร (Acyclical)



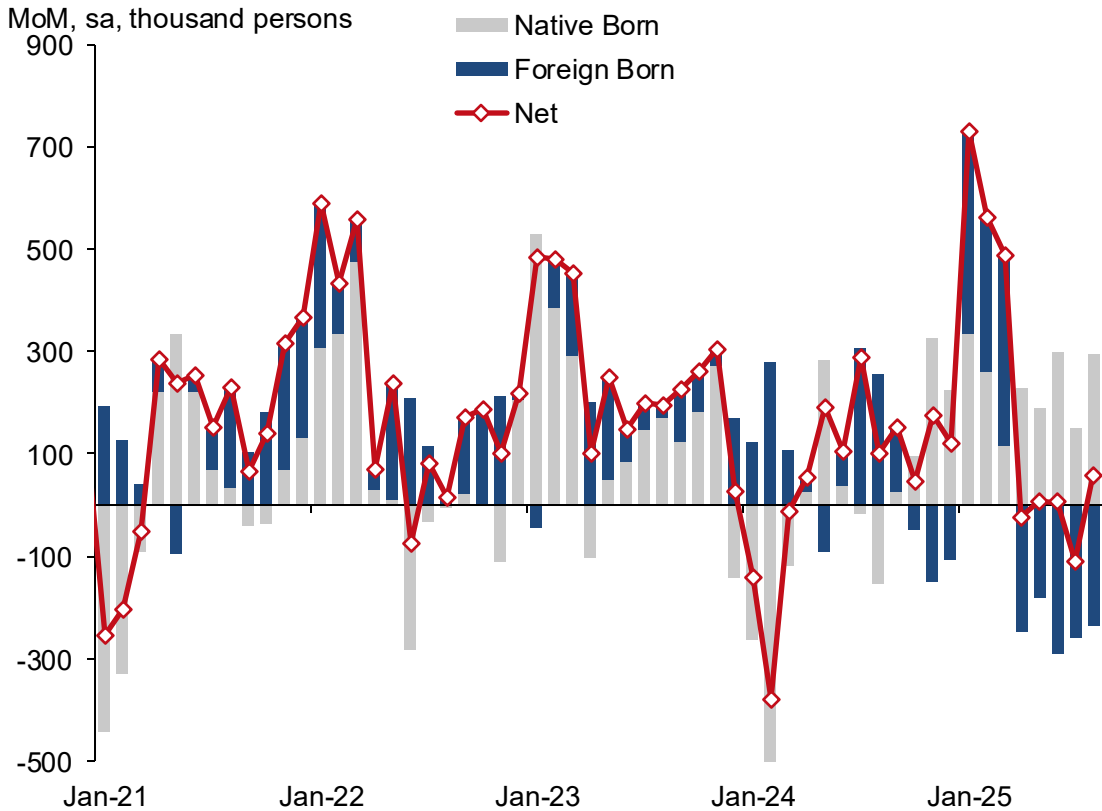
Note: 1\ 1987-2024 data was used for correlation.
Source: Bloomberg, Fed, NBER, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การจ้างงานแม้จะชะลอตัวลงอย่างฉับพลัน แต่ยังไม่ส่งผลเชิงลบต่ออัตราการว่างงานหรือภาวะตลาดแรงงานมาก เนื่องจากจำนวนการจ้างงานใหม่ที่เศรษฐกิจต้องทำให้ได้ในแต่ละเดือนเพื่อให้อัตราการว่างงานทรงตัวนั้นปรับลดลงในปีนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเติบโตของตลาดแรงงานที่ชะลอลง

ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรเทียบกับจำนวนการจ้างงานใหม่ที่เศรษฐกิจต้องทำให้ได้ในแต่ละเดือนเพื่อให้อัตราการว่างงานทรงตัว



การเปลี่ยนแปลงของจำนวนผู้มีส่วนร่วมในตลาดแรงงานแบ่งตามสัญชาติเฉลี่ย 3 เดือนย้อนหลัง

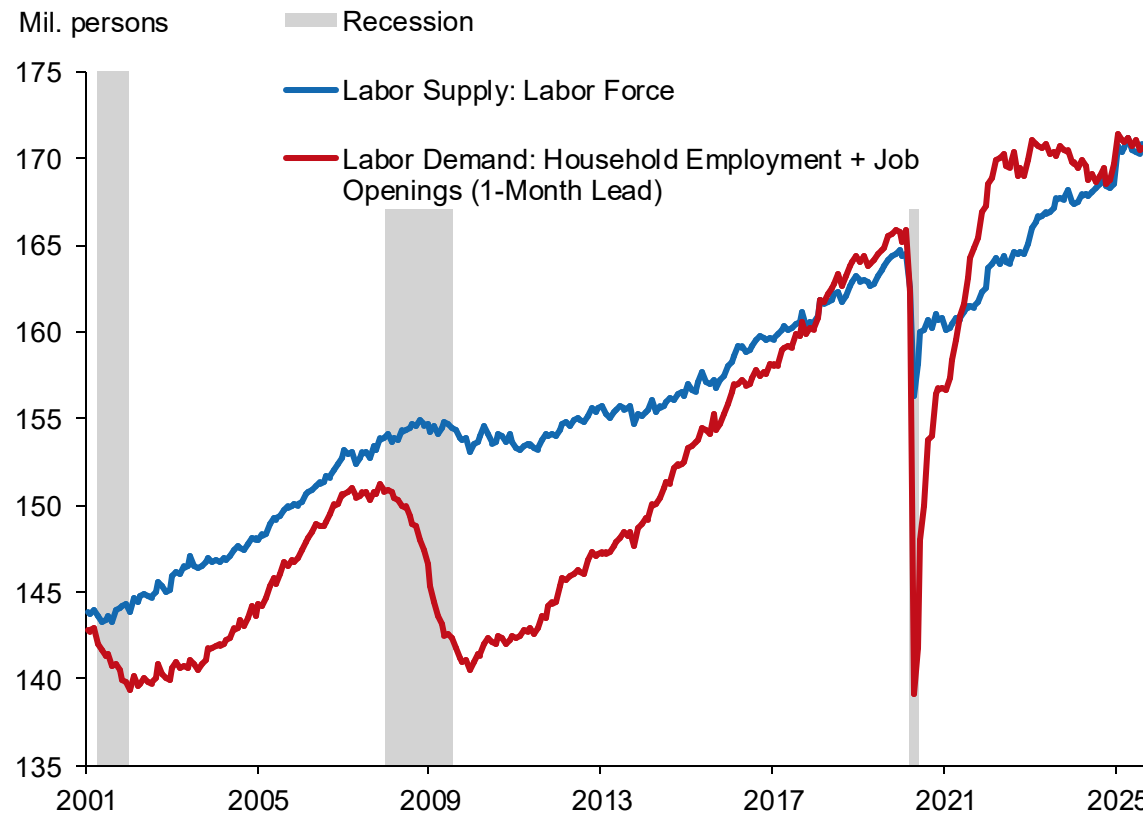


Source: Bloomberg, St. Louis Fed, Peterson Institute for International Economic, Goldman Sachs, American Enterprise Institute, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

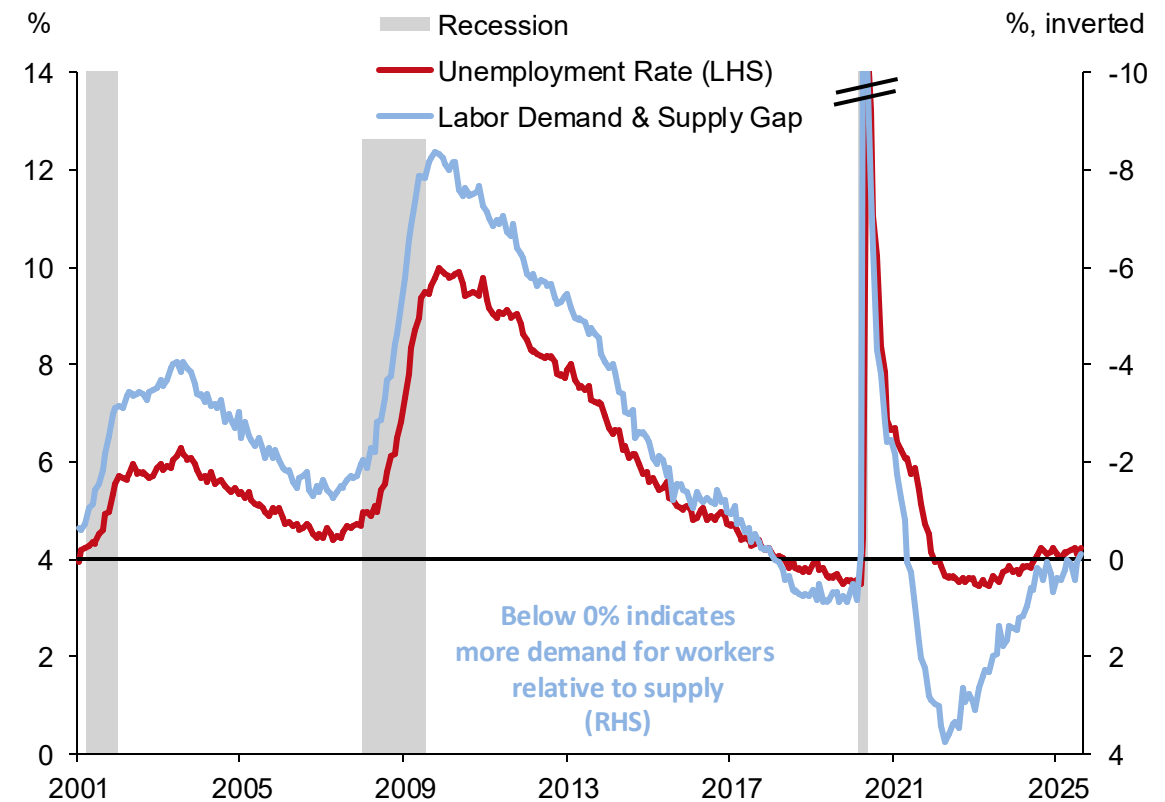
การเพิ่มขึ้นของอุปสงค์แรงงานในสหรัฐฯ เริ่มหยุดชะงัก แต่ในภาพรวมยังอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับอุปทานแรงงาน ซึ่งช่วยจำกัดการเพิ่มขึ้นของอัตราการว่างงาน



อุปสงค์แรงงานเทียบกับอุปทานแรงงาน (Proxy)



ส่วนต่างระหว่างอุปสงค์และอุปทานแรงงาน เทียบกับอัตราการว่างงาน

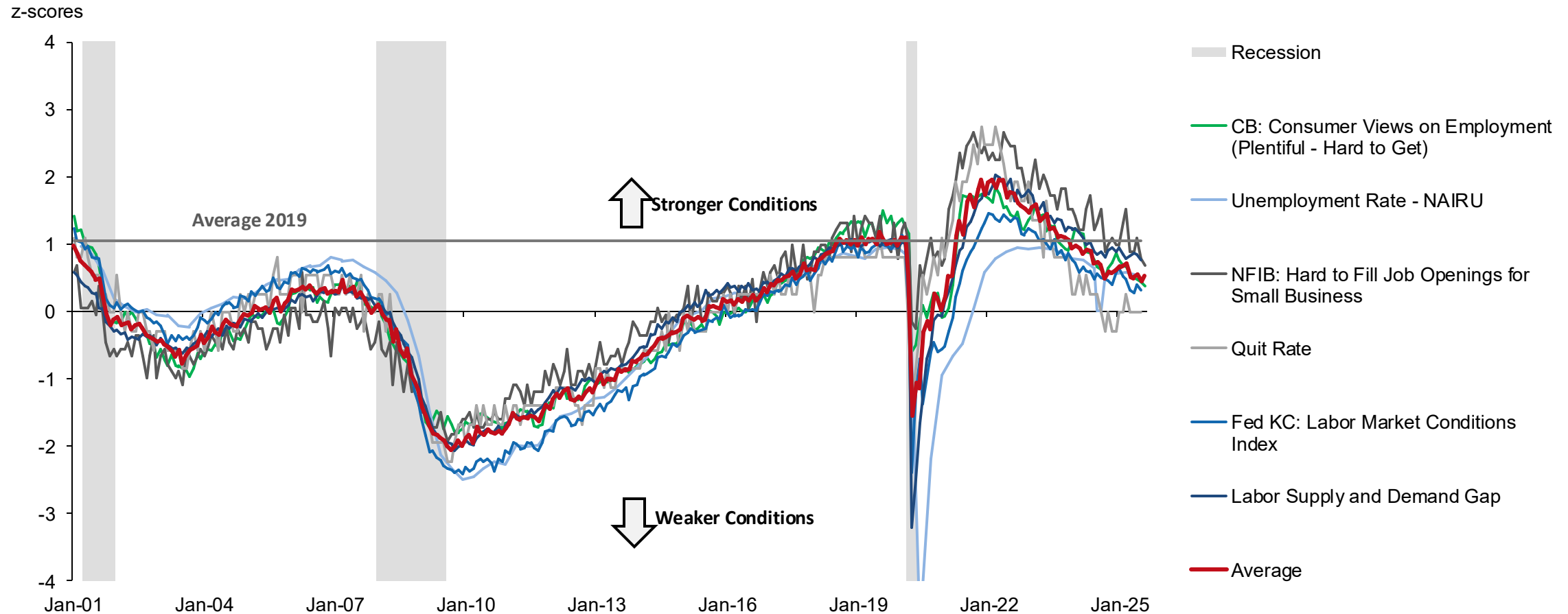


Source Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภาวะตลาดแรงงานกำลังชะลอตัวลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป ต่างจากตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่ชะลอลงอย่างฉับพลันในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมา



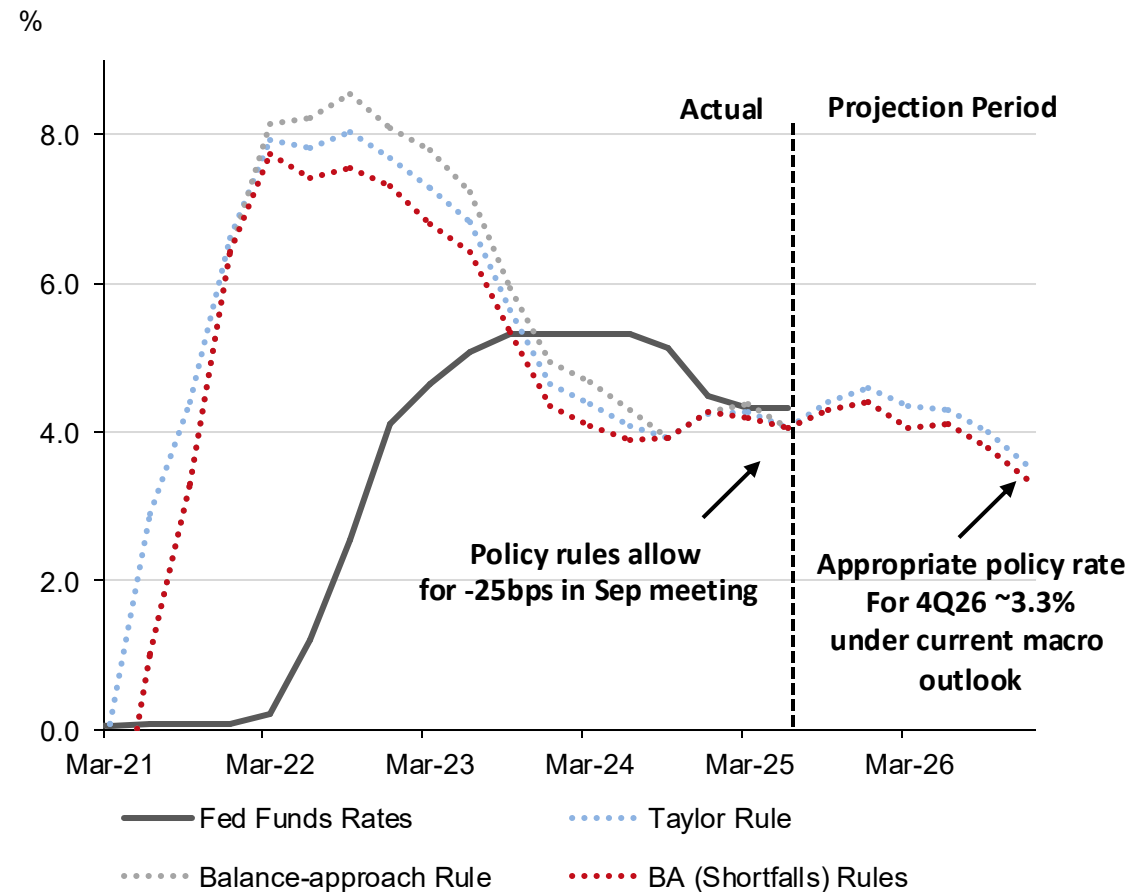
เครื่องชี้ภาวะตลาดแรงงาน อาทิ อัตราการลาออกแบบสมัครใจ สัดส่วนงานว่างเปิดใหม่เทียบกับจำนวนผู้ว่างงานในระบบ ดัชนีชี้วัดภาวะตลาดแรงงานของ Fed สาขา Kansas และสัดส่วนผู้ตอบแบบสอบถามที่ระบุว่าหางานได้ง่ายและหางานได้ยาก



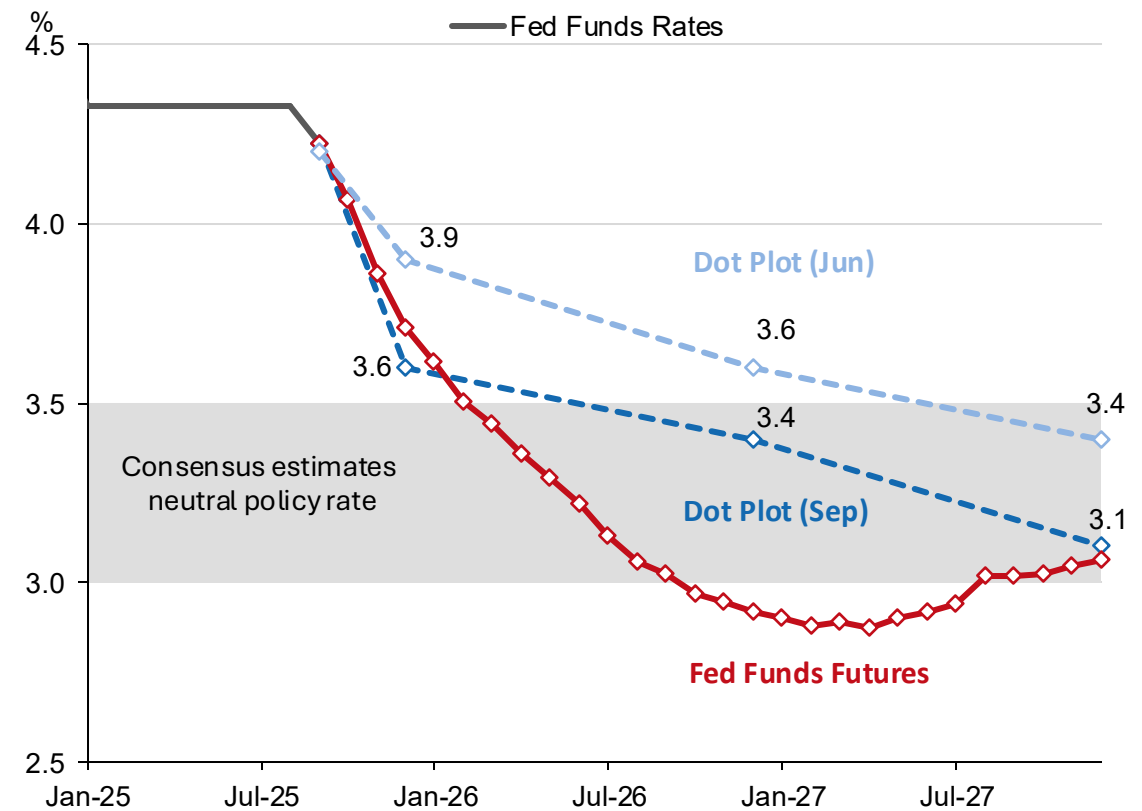
Source Bloomberg, Fed, NBER, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดแรงงานสหรัฐฯ แม้จะมีความเปราะบางมากขึ้น แต่ยังไม่ได้อ่อนแอลงมากจนทำให้ Fed ต้องลดดอกเบี้ยลงต่ำกว่า 3% ในปีหน้า อย่างไรก็ตาม หากเริ่มเห็นภาคธุรกิจปลด/เลิกจ้างแรงงานมากขึ้น อาจส่งผลให้อัตราการว่างงานเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งเป็นความเสี่ยงใหญ่ที่ต้องจับตาในระยะข้างหน้า

อัตราดอกเบี้ยนโยบายเทียบกับกฎเกณฑ์การดำเนินนโยบายการเงินที่กรรมการ Fed ใช้เพื่อพิจารณาอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสม



คาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายผ่าน Fed Funds Futures เทียบกับ Dot Plot

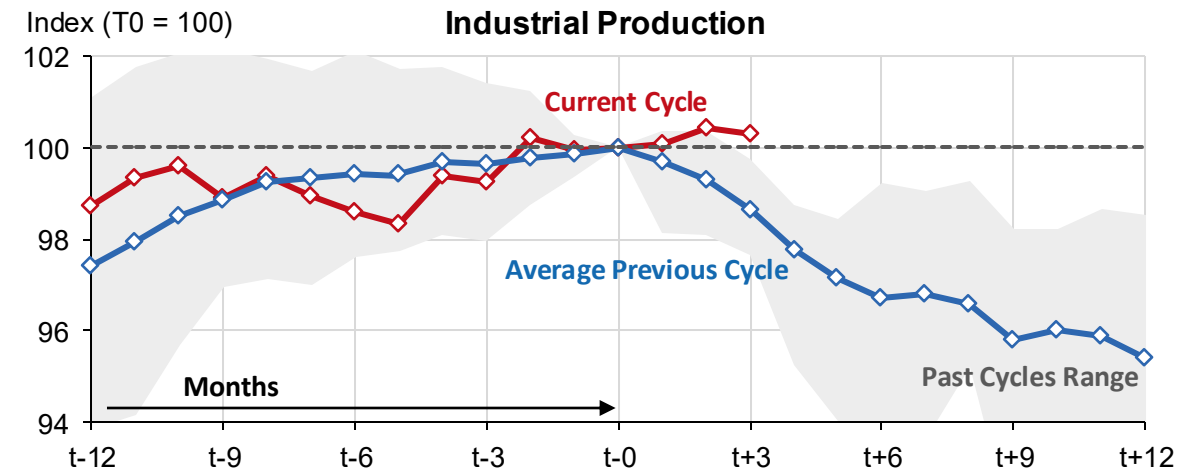
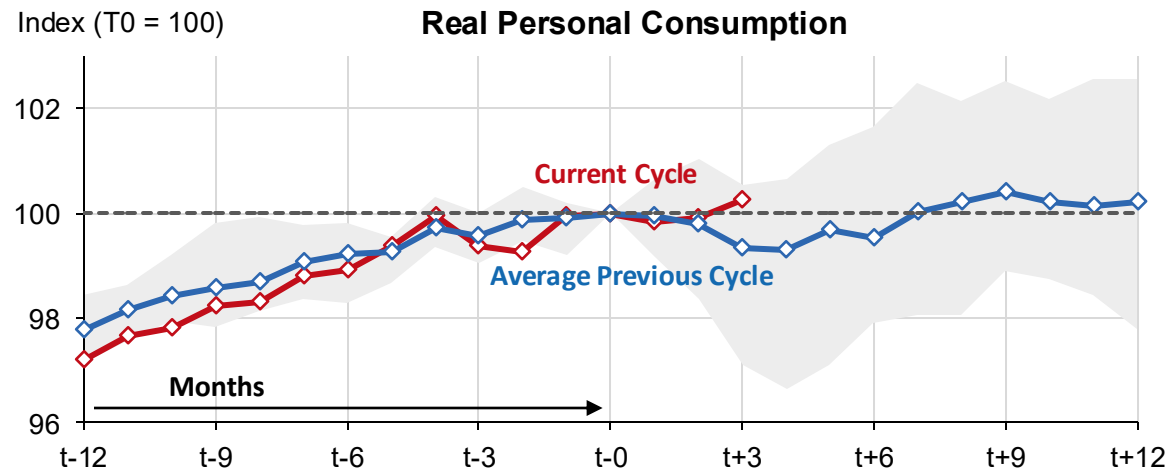
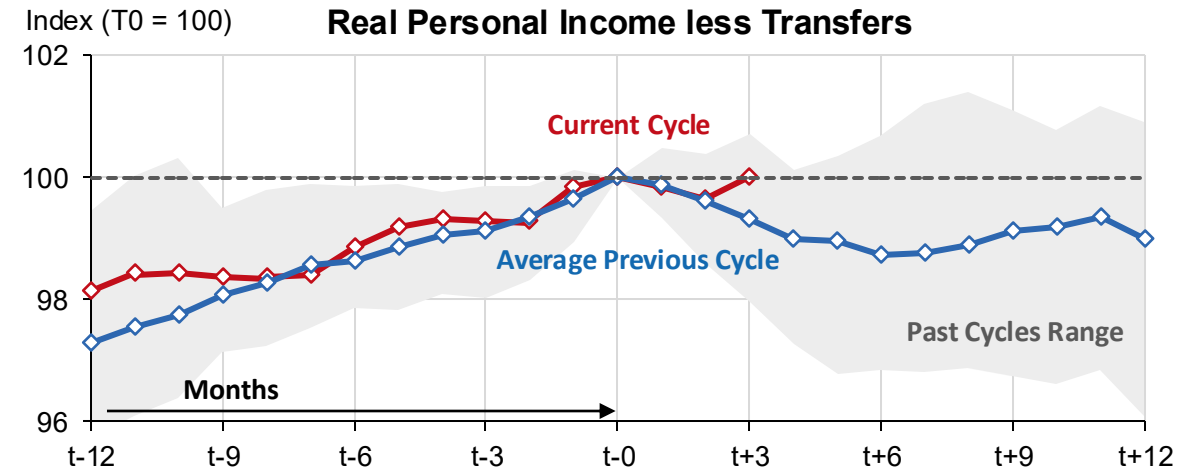
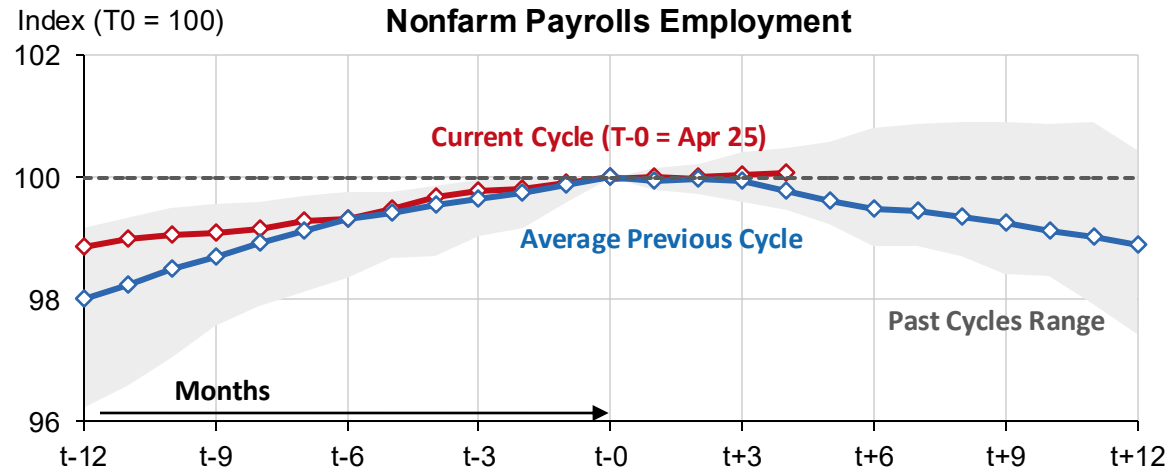


Note: 1\ Forecast data for unemployment rate and inflation derived from consensus estimates as of 9 Sep.
Source: Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เครื่องชี้เศรษฐกิจสำคัญในสหรัฐฯ ยังไม่ได้ชะลอลงอย่างพร้อมเพียง ซึ่งต่างจากช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอดีต



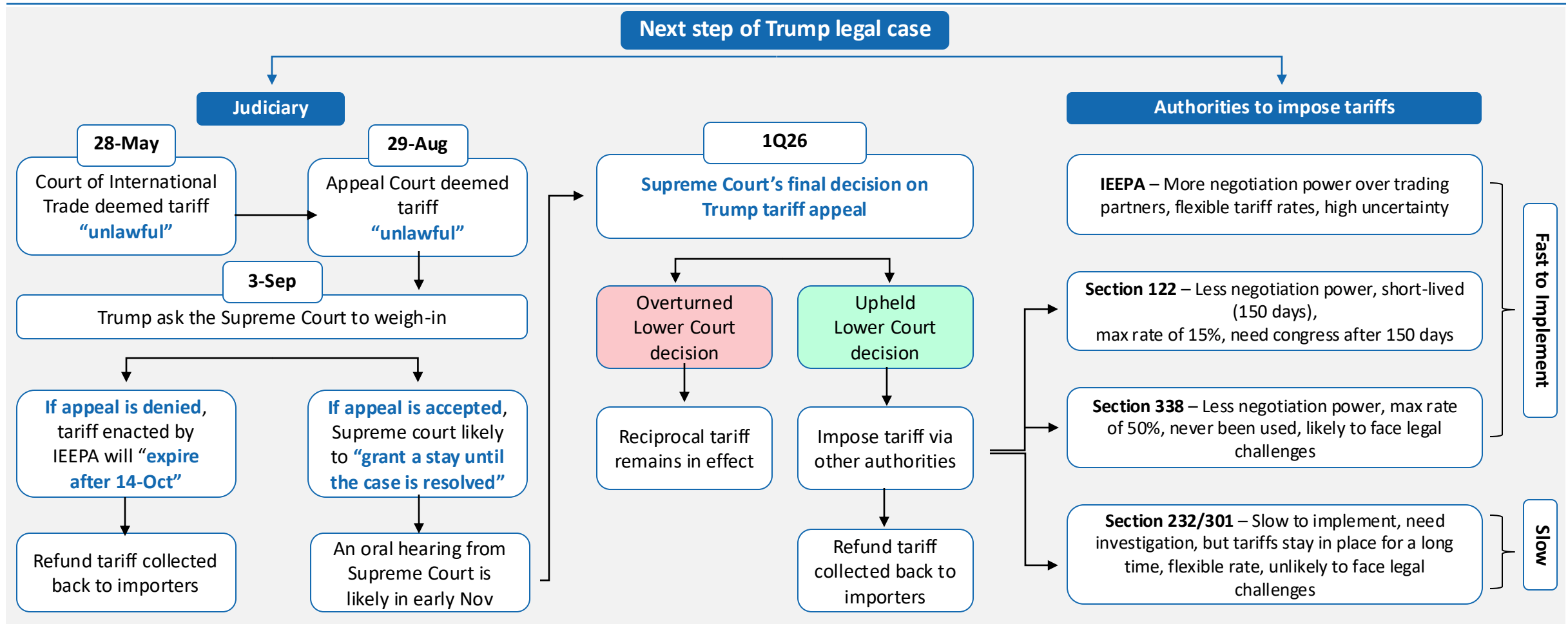
เครื่องชี้เศรษฐกิจสำคัญของสหรัฐฯ (Big 4 Indicators) ในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอดีต (เส้นสีน้ำเงิน) เทียบกับปัจจุบัน (เส้นสีแดง) ซึ่ง T-0 คือเดือนที่หน่วยงาน NBER ระบุว่าเศรษฐกิจได้เข้าสู่ภาวะถดถอย อ้างอิงข้อมูลนับตั้งแต่ปี 1969 ไม่รวมโควิด



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

การนัดพิจารณาคดีทางวาจาของศาลฎีกามีแนวโน้มจะเกิดขึ้นในช่วงสัปดาห์แรกของเดือน พ.ย. ที่จะถึงนี้ และคดีอาจถึงที่สิ้นสุดได้อย่างเร็วในช่วงไตรมาสที่หนึ่งปีหน้า

อัปเดตความคืบหน้าของคดีว่าด้วยการบังคับใช้กำแพงภาษีศุลกากรของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์



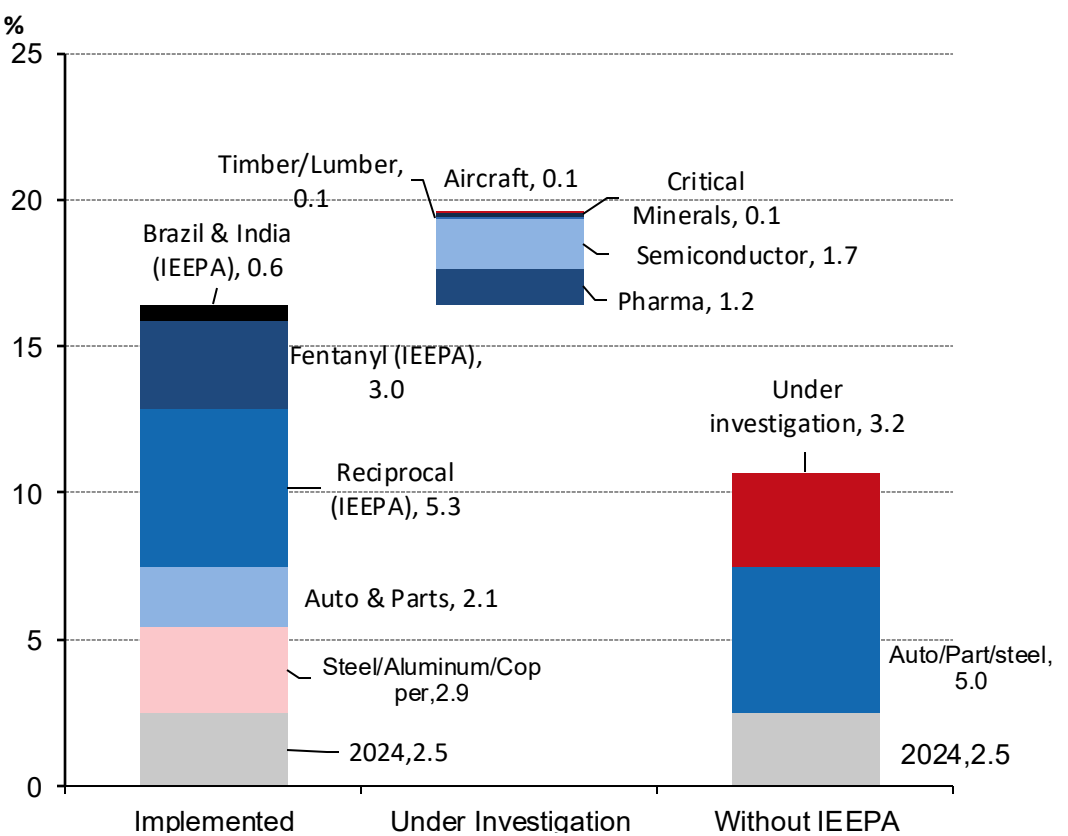
Source: SCOTUS blog, Bloomberg, Congress, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยหากศาลฎีกาตัดสินคดีไปในทางเดียวกับคำตัดสินของศาลชั้นต้นและอุทธรณ์ อัตราภาษี
ศุลกากรของสหรัฐฯ (Effective Tariff Rate) อาจลดลงมากถึงครึ่งหนึ่งจากระดับปัจจุบัน

รายชื่อประเทศหรือกลุ่มและสินค้าที่สหรัฐฯ ประกาศใช้ภาษีศุลกากรในช่วงที่ผ่านมา

Effective Date	Partners	Type of goods	Import value, USD bn	Tariff Shock	Challenged by Court?	Chg. in effective rate
Feb/Mar	China	All	439	20%	Yes	+2.6ppt
Mar	Canada/Mexico	Non-USMCA	51	25%	Yes	+0.4ppt
Mar/Jun /Aug	All	Steel/Aluminum	386	22%	No	+2.6ppt
Apr/May	All	Auto/Parts	367	19%	No	+2.1ppt
Apr	All	Reciprocal	1,140	10%	Yes	+3.5ppt
Aug	All	Copper	17	50%	No	+0.3ppt
Aug	Canada	Non-USMCA	12	10%	Yes	+0.0ppt
Aug	92 Partners	Higher Reciprocal	743	8%	Yes	+1.8ppt
Aug	Brazil	Additional	24	27%	Not Yet	+0.2ppt
Aug	India	Additional	49	25%	Not Yet	+0.4ppt

อัตราภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ในกรณีที่ไม่สามารถใช้ IEEPA ได้



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

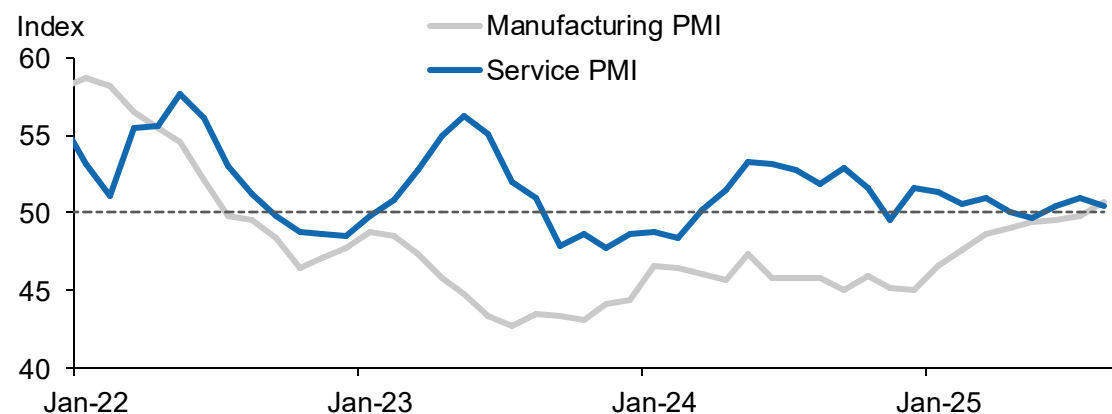


- การเมืองของประเทศฝรั่งเศสกลับเข้ามาเป็นประเด็นอีกครั้ง หลังนายกรัฐมนตรี นาย Francois Bayrou เสนอให้สภาโหวตมติไว้วางใจในวันที่ 8 ก.ย. ที่ผ่านมา โดยสภามีมติ 364 ต่อ 194 ว่าไม่ไว้วางใจ ส่งผลให้นาย Bayrou หลุดออกจากเก้าอี้นายกรัฐมนตรี ซึ่งการลงมติในครั้งนี้เป็นเหตุการณ์สืบเนื่องจากการที่พรรครัฐบาลได้มีการเสนอแผนปรับลดรายจ่ายภาครัฐลงสุทธิราว 4.4 หมื่นล้านยูโร หรือเกือบ 1.5% ของ GDP เพื่อลดระดับการขาดดุลการคลังลงเหลือ 4.6% ของ GDP ในปี 2026 จาก 5.4% ในปี 2025 ทั้งนี้ การเมืองฝรั่งเศสยังไม่ได้เข้าสู่ภาวะสุญญากาศอย่างเต็มตัว เนื่องจากประธานาธิบดี นาย Emmanuel Macron ได้มีการแต่งตั้งนายกคนใหม่ นาย Sébastien Lecornu ในทันที
- ทั้งนี้ เรามองว่าการเมืองฝรั่งเศสต้องเผชิญความท้าทายอีกมากแม้จะได้นายกคนใหม่อย่างรวดเร็ว เนื่องจากไม่มีพรรคและกลุ่มการเมืองใดในสภาล่วงได้เสียงเกินกึ่งหนึ่งของสภาไปครอง ขณะที่กลุ่มการเมืองยังถูกแบ่งออกเป็น 3 ฝ่ายหลัก โดยมี 1) พรรคการเมืองฝ่ายซ้าย “New Popular Front” 2) พรรคการเมืองฝ่ายกลางค่อนข้างขวาหรือพรรครัฐบาล “Ensemble & Alliance” และ 3) พรรคการเมืองฝ่ายขวาจัด “National Rally Alliance” และจากเสียงในสภาที่ถูกแบ่งไปยังแต่ละฝ่ายที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน ส่งผลให้เสถียรภาพการเมืองลดลง มีการเปลี่ยนตัวนายกถึง 3 ท่านนับตั้งแต่มีการยุบสภาเลือกตั้งในปีที่แล้ว และการผ่านงบประมาณต่างๆ จำเป็นต้องอาศัยการประนีประนอมระหว่างพรรครัฐบาลและฝ่ายค้าน จึงเป็นปัญหามาอย่างต่อเนื่อง
- นอกจากนี้ เรามองว่าการยุบสภาเลือกตั้งใหม่ก็อาจไม่ได้ส่งผลให้การเมืองฝรั่งเศสมีเสถียรภาพมากยิ่งขึ้น หลังแบบสำรวจความคิดเห็นของประชาชนบ่งชี้ว่า หากมีการเลือกตั้งใหม่ เสียงในสภาจะยังถูกแบ่งออกเป็น 3 ขั้วหลัก และไม่มีกลุ่มการเมืองใดได้เสียงเกินกึ่งหนึ่งของสภา ขณะที่หากมีการยุบสภาในตอนนี้ จะตรงกับช่วงที่รัฐบาลต้องเสนอร่างงบประมาณรายจ่ายประจำปี 2026 ที่ต้องเข้าสู่สภาในช่วงไตรมาสที่ 4 ของปี ซึ่งอาจส่งผลให้งบล่าช้าได้
- สำหรับแนวโน้มการคลังในระยะข้างหน้า เราประเมินว่าแผนการปรับลดรายจ่ายของอดีตนายกรัฐมนตรี นาย Bayrou มีโอกาสเป็นไปได้บ้าง เนื่องจากรัฐบาลที่เข้ามาใหม่ยังเป็นเสียงข้างน้อย และต้องเจรจากับพรรคฝ่ายค้าน ซึ่งกลายเป็นอีกความเสี่ยงใหญ่ที่ฝรั่งเศสอาจถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง หลังทั้ง Fitch Rating, Moody และ S&P ระบุในเชิงเดียวกันว่า หากฝรั่งเศสไม่สามารถลดการขาดดุลการคลังลงได้และควบคุมการเพิ่มขึ้นของหนี้สาธารณะได้ จะเป็นหนึ่งในปัจจัยในการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลง

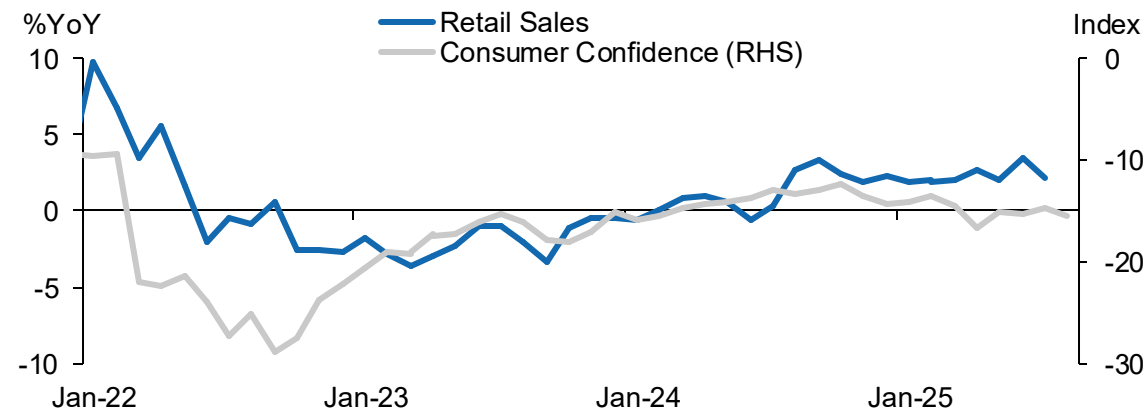
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ของยูโรโซนพลิกเข้าสู่ เกณฑ์ขยายตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2022



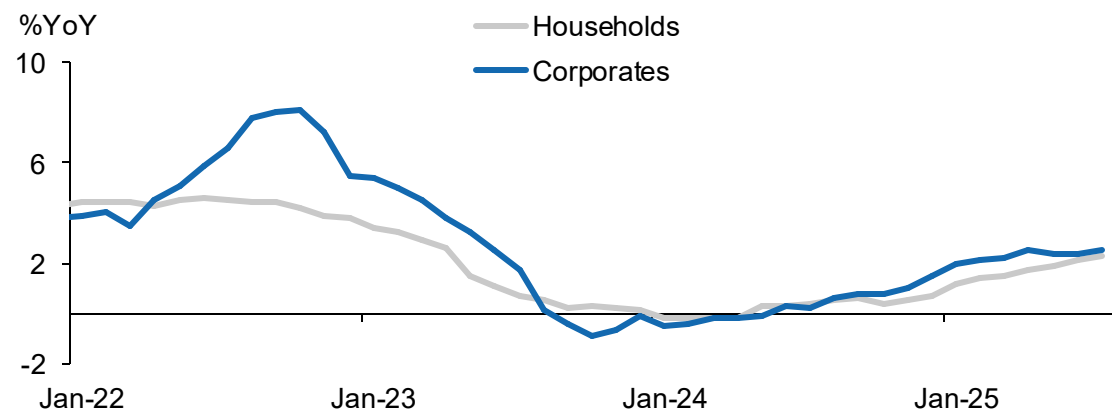
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



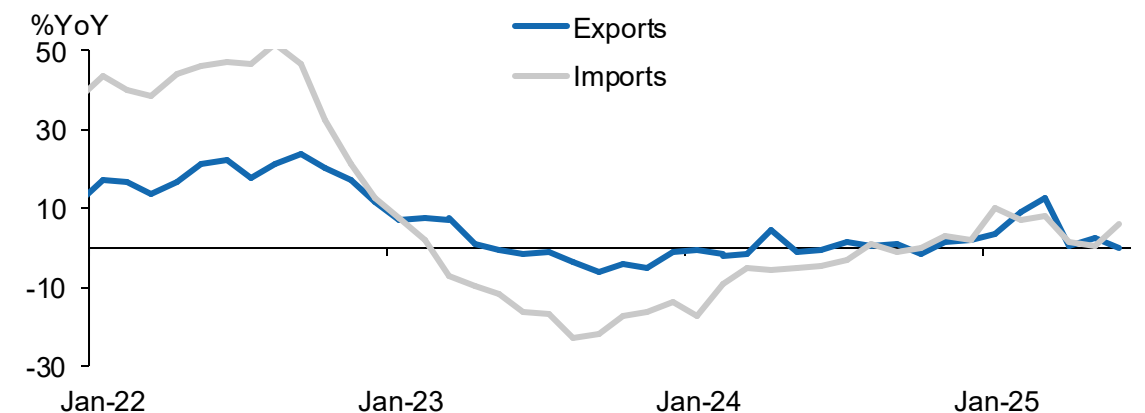
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



เครื่องชี้ด้านการค้า



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

Overview

US

EU

JP

CN

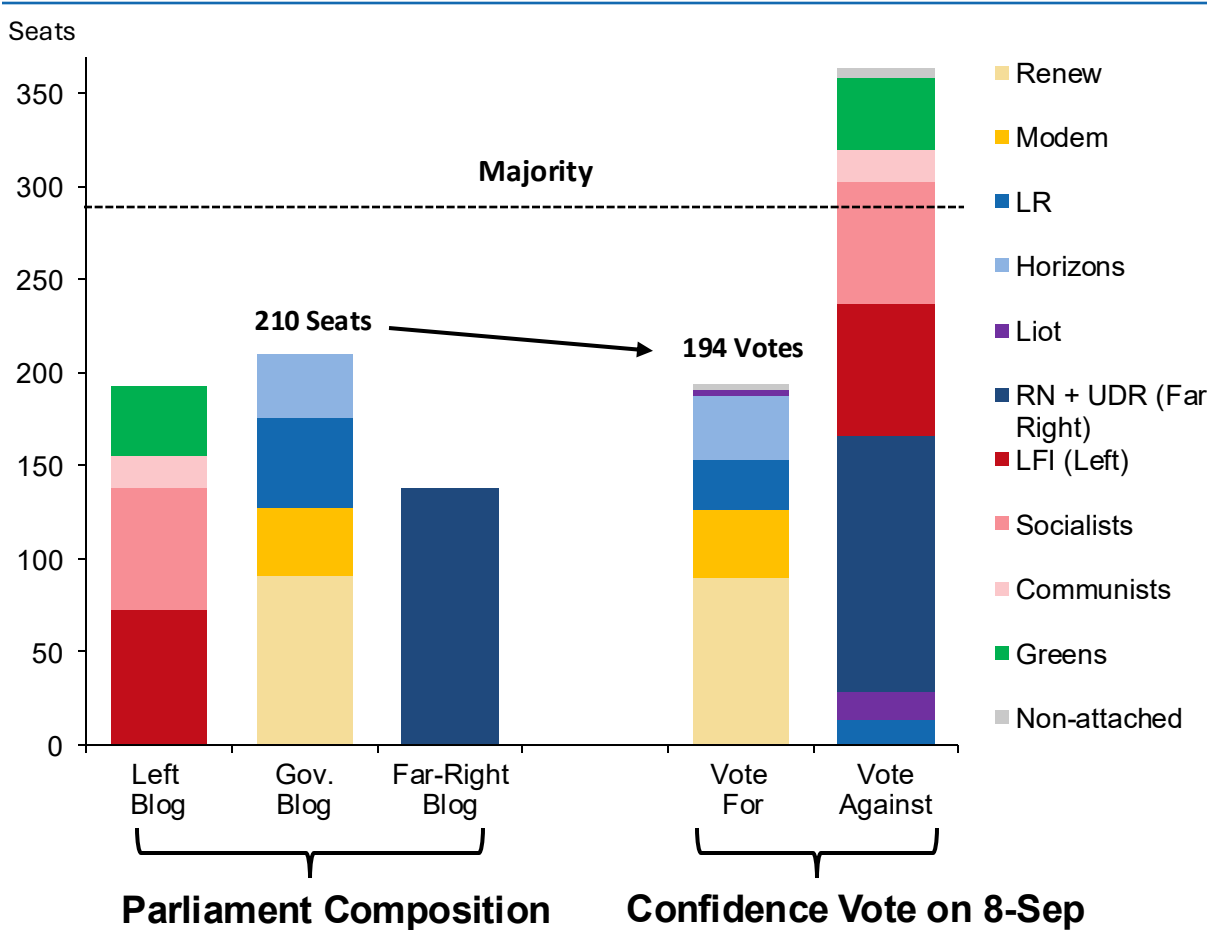
TH

Market Outlook

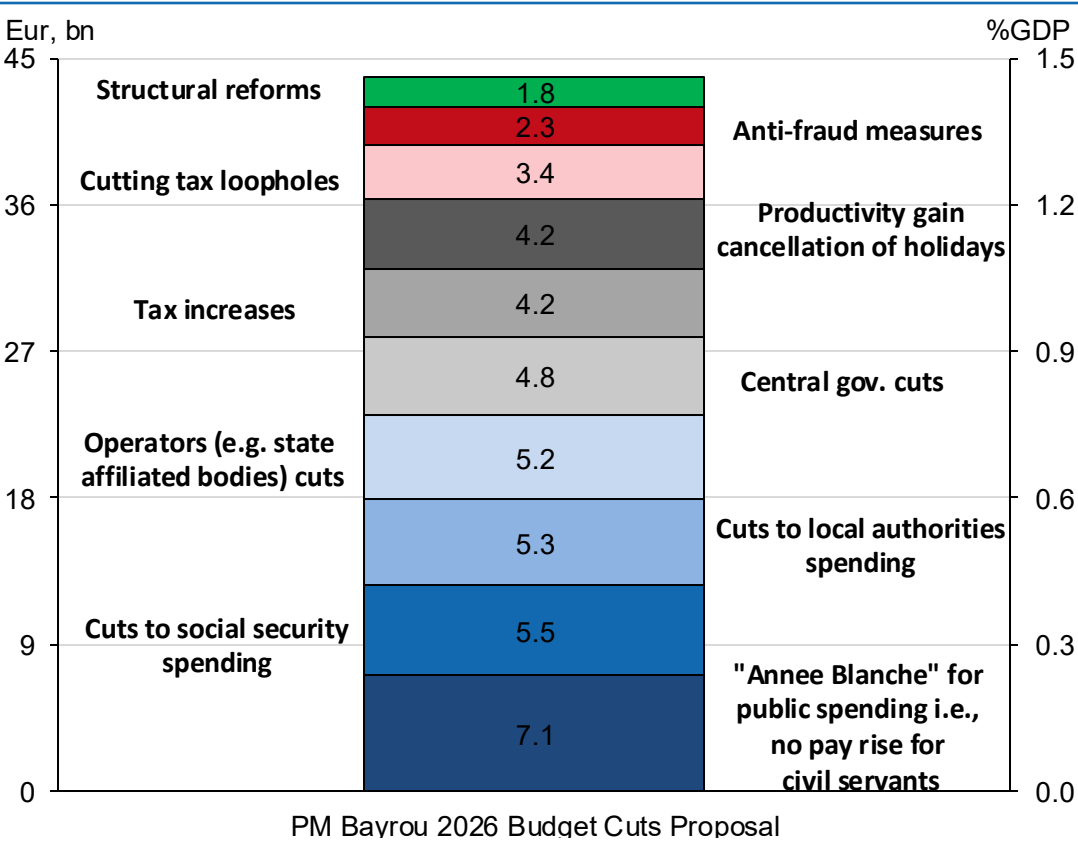
การเมืองฝรั่งเศสเข้าสู่สถานการณ์ยากลำบากอีกครั้ง หลังนายกรัฐมนตรีฝ่ายแพ้ การลงคะแนนเสียงไว้วางใจ เนื่องจากต้องการลดการใช้จ่ายของภาครัฐลง



ที่นั่งในสภาของฝรั่งเศสแบ่งตามกลุ่มและพรรคการเมือง



อดีตนายกรัฐมนตรี นาย Francois Bayrou เสนอแผนปรับลดรายจ่าย
ภาครัฐลงราว 4.4 หมื่นล้านยูโร ในปี 2026



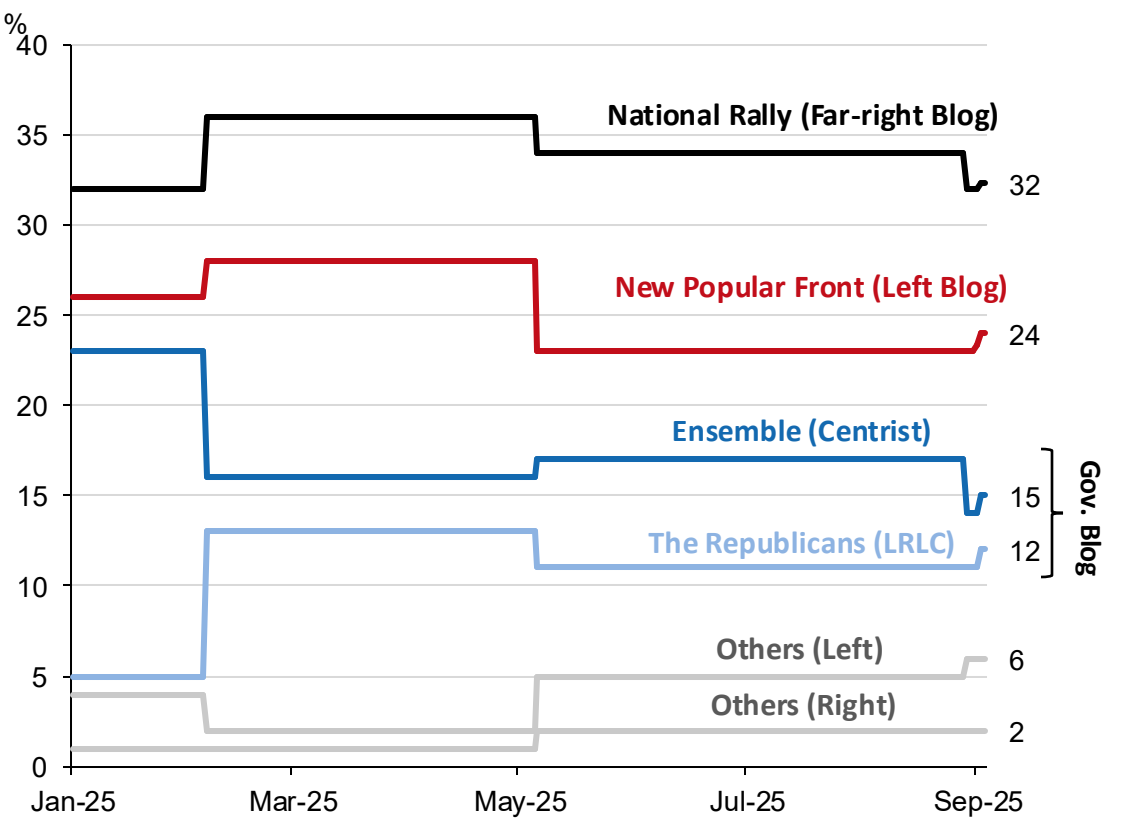
Source: National Assembly, The Guardian, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ แม้จะมีการแต่งตั้งนายกรัฐมนตรีใหม่อย่างรวดเร็ว แต่รัฐบาลยังเป็นเสียงข้างน้อย
เสี่ยงต่อการถูกอภิปรายไม่ไว้วางใจ ขณะที่การเลือกตั้งใหม่ก็ไม่ใช่ทางออกที่ดีที่สุด

จากทัศน์ถัดไปของการเมืองฝรั่งเศส

	Scenarios	View
I.	Appoint new prime minister under current centrist regime (Probability : High) (Currently happening)	• The appointed gov. faces another no-confidence vote, as the governing bloc holds a minority in the National Assembly. • Policy and budget disputes among the centrist, left, and right blocs remain elevated. • The 2026 government budget is expected to include concessions to opposition blocs, while the fiscal deficit remains higher than initially planned.
II.	Dissolution of the National Assembly (New legislative election) (Probability : Medium) (Could occur if the New PM struggles to deal with opposition party)	• If Macron does opt for new elections, the constitution requires that they be held within 20 to 40 days of dissolution. • Risks of a budget delay are emerging, as the government formation and budget submission deadline is set for mid-Oct. • Deputies and senators have 70 days to amend and pass the budget before year-end. • If delayed, the government must pass a special law to roll over the 2025 budget. The fiscal deficit remains elevated.

แบบสำรวจความคิดเห็นของประชาชนในฝรั่งเศสหากมีการยุบสภาเลือกตั้งใหม่

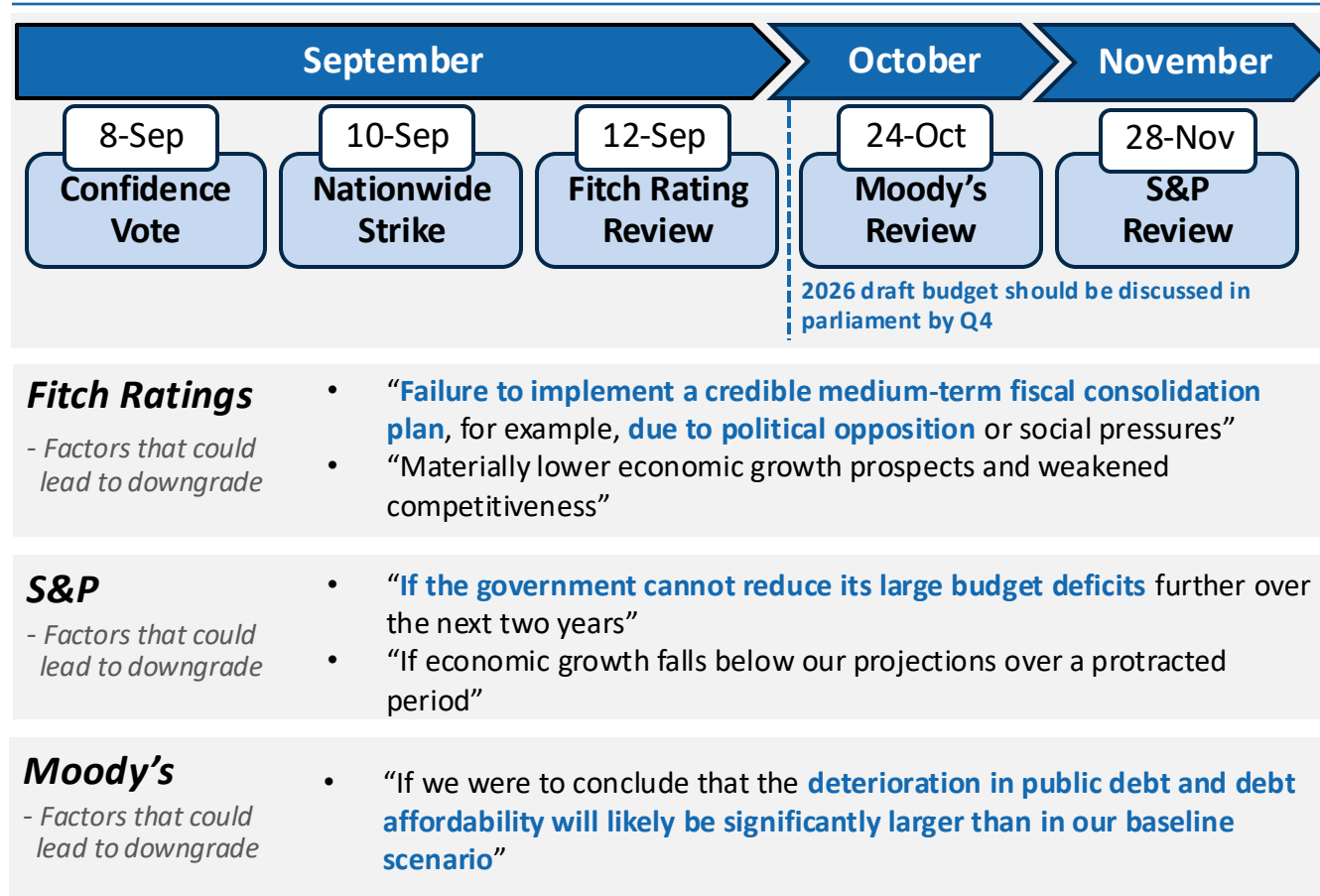


Source: Bloomberg, Euronews, Politico, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

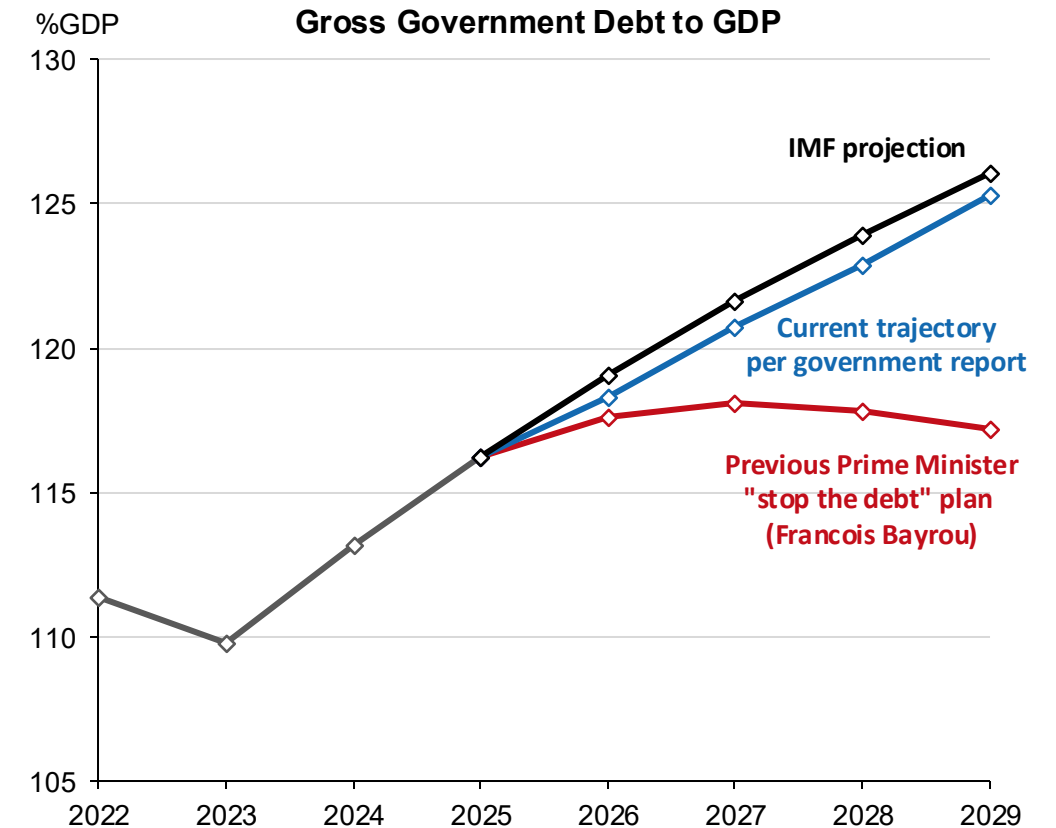
แผนการปรับลดรายจ่ายของอดีตนายกรัฐมนตรีฝรั่งเศสที่มีแนวโน้มถูกเลื่อนออกไป รัฐบาลที่ขาดเสียงข้างมาก ประกอบกับหนี้สาธารณะที่มีแนวโน้มพุ่งขึ้นสูง ส่งผลให้ฝรั่งเศสเสี่ยงต่อการถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ



เหตุการณ์และไทม์ไลน์สำคัญของฝรั่งเศสในระยะข้างหน้า และความเห็นของผู้จัดอันดับความน่าเชื่อถือ



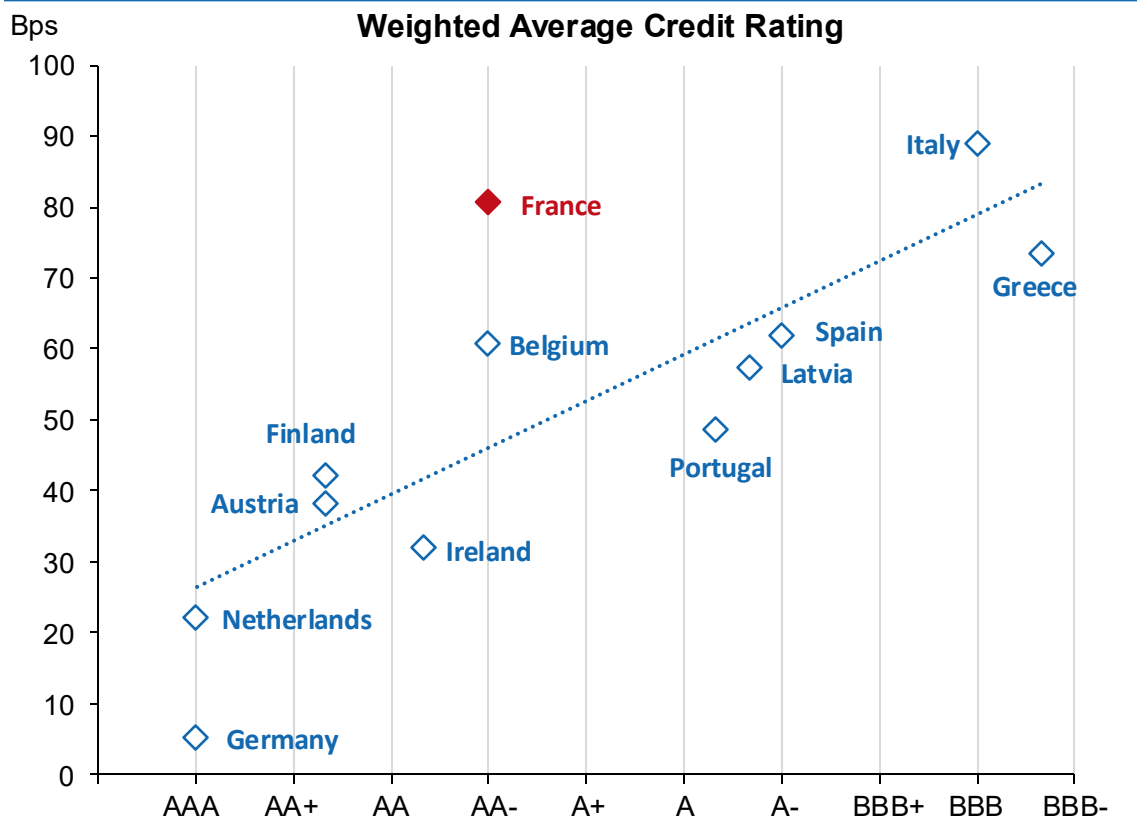
คาดการณ์แนวโน้มหนี้สาธารณะต่อ GDP ภายใต้จากทัศน์ต่าง ๆ



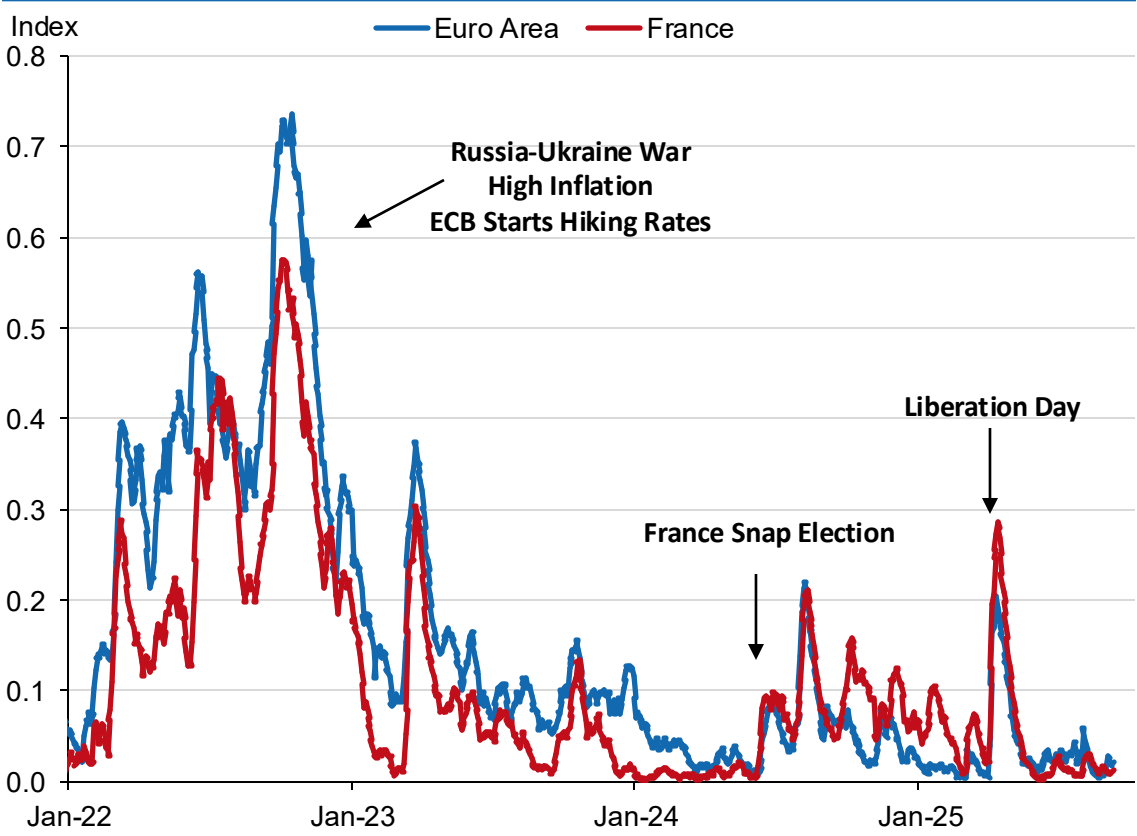
Source: Euronews, Agence France Tresor, Info.gouv.fr, Rating agencies, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า ตลาดรับรู้ความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของฝรั่งเศสไปมากแล้ว โดยควรจับตาร่างงบประมาณรายจ่ายประจำปี 2026 ที่จะเข้าสภาในช่วงเดือน ต.ค.

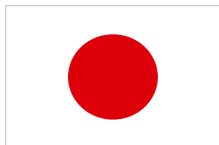
ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย เทียบกับอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศในยูโรโซน



เครื่องชี้เสถียรภาพด้านการเงิน (ECB's composite indicator of systemic stress)



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

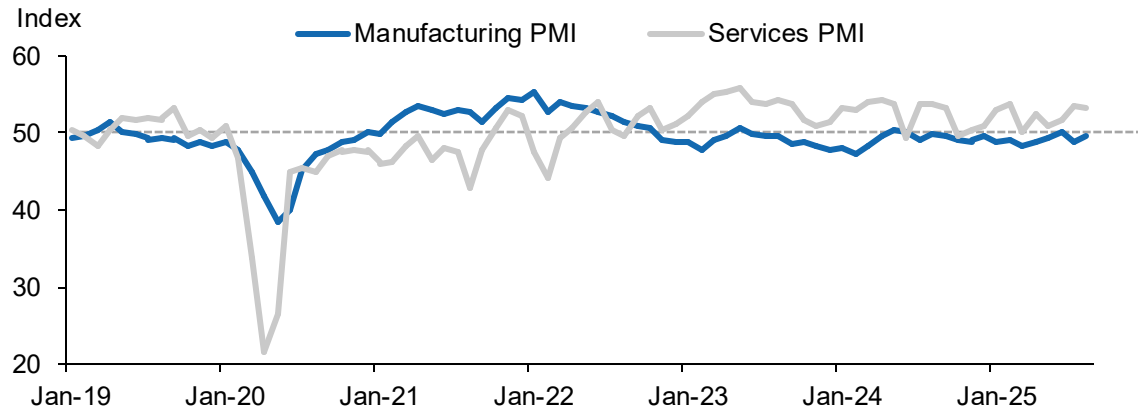


- อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการกลับมาใช้มาตรการอุดหนุนค่าไฟฟ้าและสาธารณูปโภคของรัฐบาล ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อลดภาระค่าครองชีพของครัวเรือน อย่างไรก็ตาม หากไม่นับผลของมาตรการเหล่านี้ แรงกดดันด้านราคาโดยรวมยังคงแข็งแกร่ง โดยภาคธุรกิจยังคงส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้บริโภค ประกอบกับราคาสินค้าในหมวดอาหารที่พุ่งสูงขึ้น ซึ่งเป็นสินค้าหลักที่ครัวเรือนบริโภคบ่อยครั้งส่งผลให้การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของภาคครัวเรือนปรับสูงขึ้น นอกจากนี้ หากพิจารณาการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้ออื่น ๆ ต่างปรับสูงขึ้น ซึ่งอาจช่วยเสริมแรงขับเคลื่อนของเงินเฟ้อในระยะกลาง โดยแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะต่อไป ส่วนหนึ่งจากผลของปัจจัยฐานสูงของราคาอาหารในปีนี้ แต่คาดว่าจะสามารถทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียงกับเป้าหมาย 2% ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้อย่างยั่งยืน
- ตัวเลขเศรษฐกิจของญี่ปุ่นล่าสุดยังยืนยันถึงพัฒนาการเชิงบวกของอุปสงค์ในประเทศ ทั้งการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน ซึ่งช่วยสนับสนุนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ BoJ ให้เข้าสู่ระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral rate) ซึ่ง BoJ ประเมินว่าอยู่ในกรอบ 1.0-2.5% โดยเรายังคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในไตรมาส 4/2025 จาก 0.5% เป็น 0.75% และปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1.0% ภายในสิ้นปี 2026
- หลังการประกาศลาออกของนายกรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 7 กันยายน 2025 ทางพรรค LDP จะมีการเลือกผู้นำพรรคคนใหม่ในวันที่ 4 ตุลาคมนี้ ซึ่งคาดว่าจะนโยบายการคลังของญี่ปุ่นในระยะต่อไปมีแนวโน้มขยายตัวมากขึ้น เนื่องจากสมาชิกพรรคท่านอื่นมีจุดยืนทางการคลังที่ผ่อนปรนกว่านายกรัฐมนตรีคนปัจจุบัน จึงอาจนำไปสู่การเพิ่มรายจ่ายหรือลดภาษีเพื่อประนีประนอมกับพรรคฝ่ายค้าน ซึ่งคาดว่าจะส่งผลดีต่อการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ รายได้และการบริโภคในประเทศในระยะต่อไป

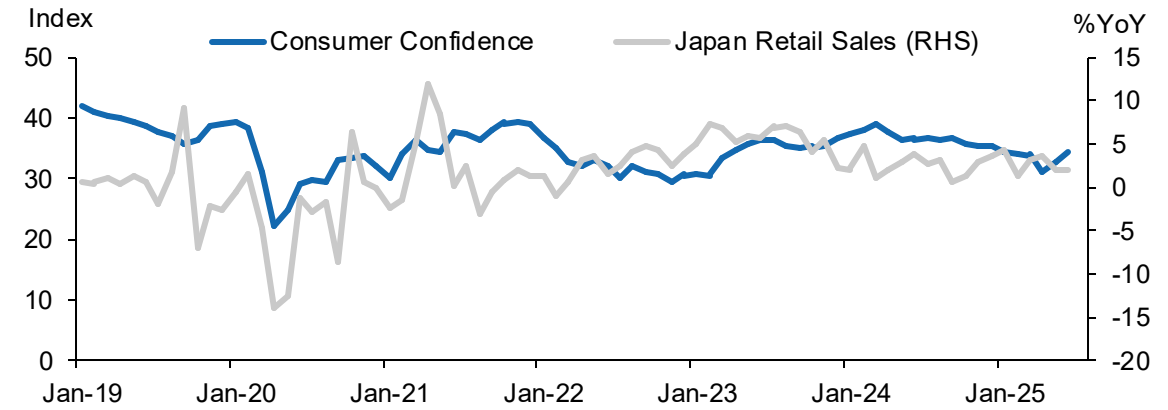
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตตัวเป็นเดือนที่ 13 จาก 14 เดือนที่ผ่านมา โดยภาคการส่งออกหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ติดต่อกัน



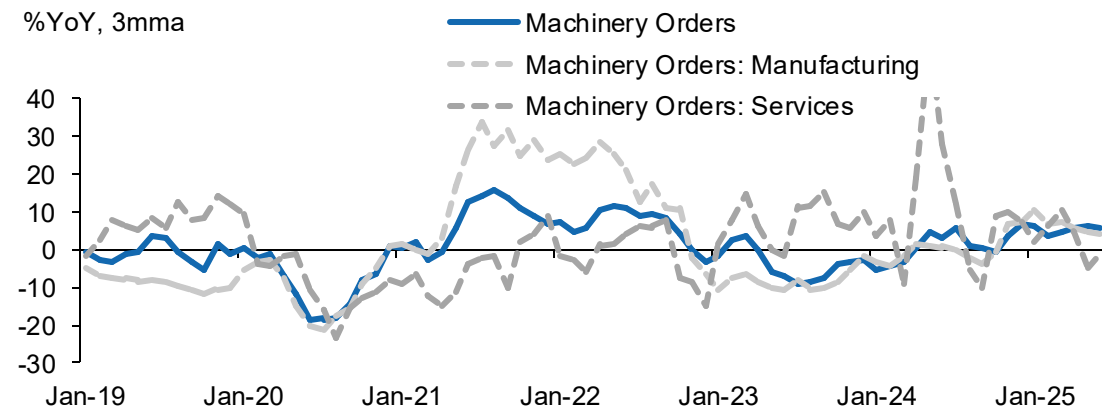
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



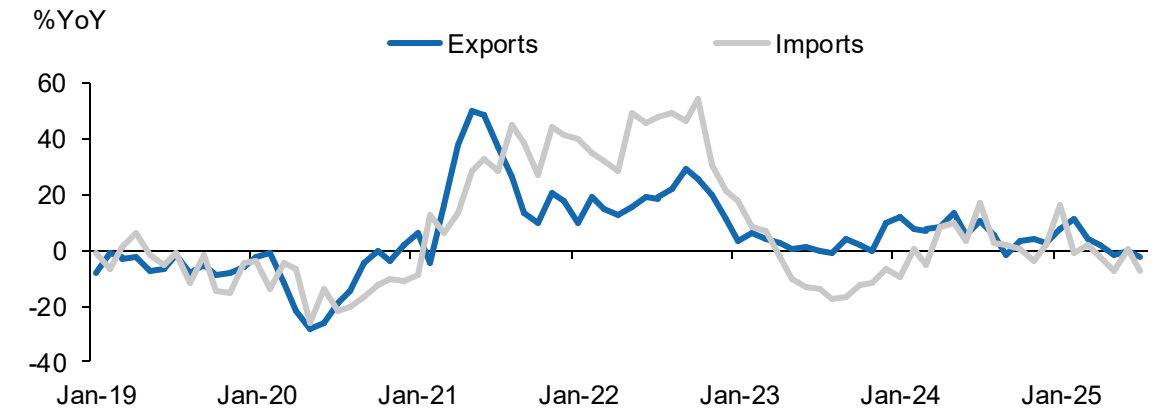
ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



การลงทุน



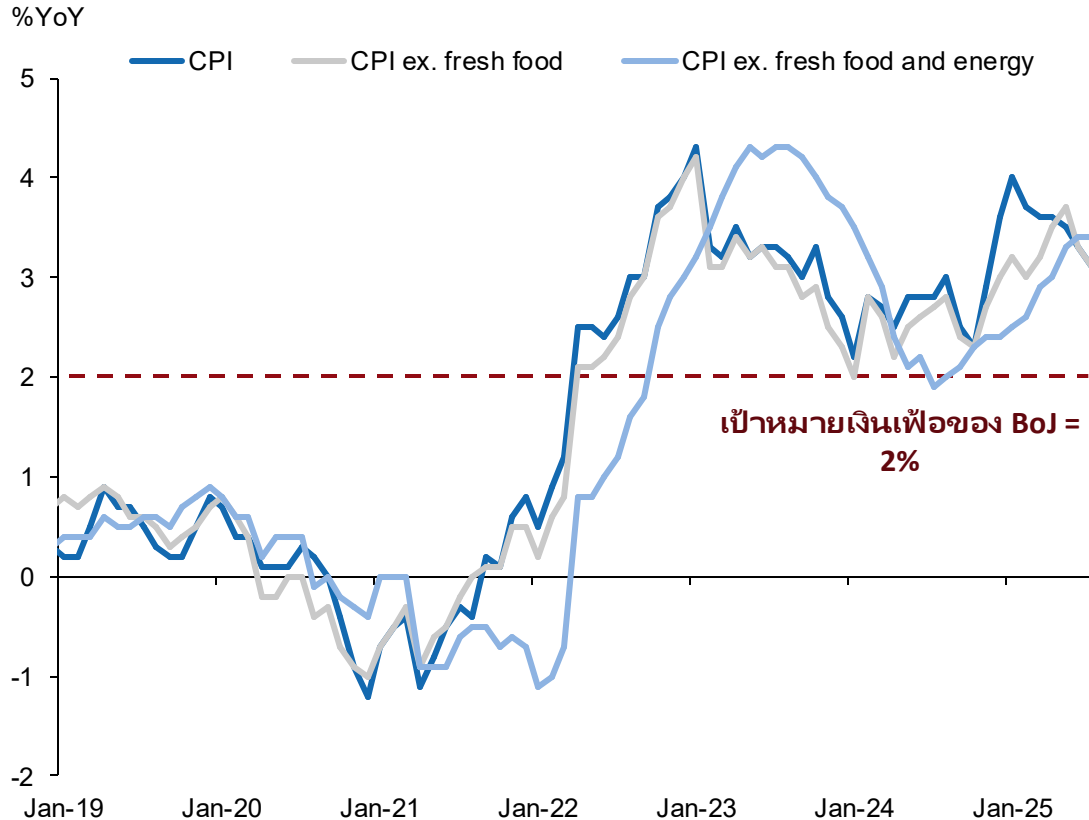
การส่งออกและการนำเข้า



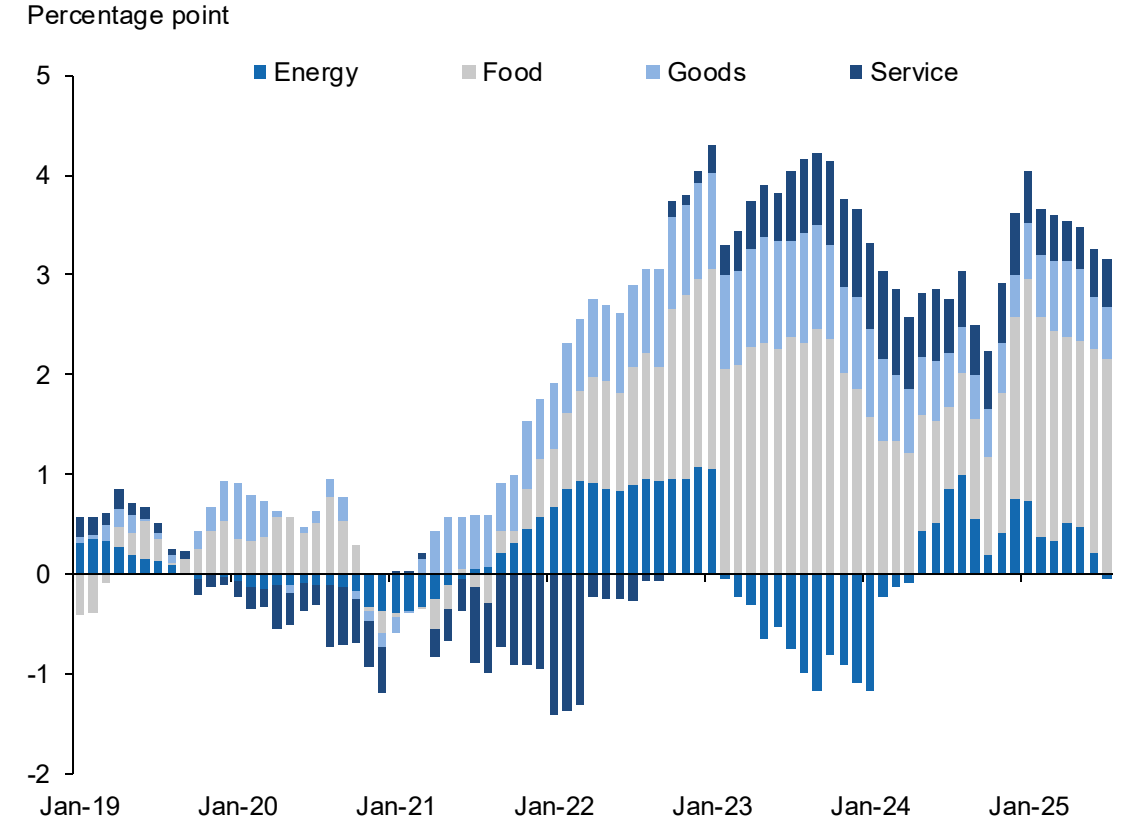
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นมีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากมาตรการลดต้นทุนค่าสาธารณูปโภคของรัฐบาล ทั้งนี้ แม้เงินเฟ้อจะชะลอลง แต่คาดว่าจะยังทรงตัวอยู่ที่ระดับเป้าหมายของ BoJ ที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน

อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่นมีแนวโน้มชะลอลงในระยะต่อไป



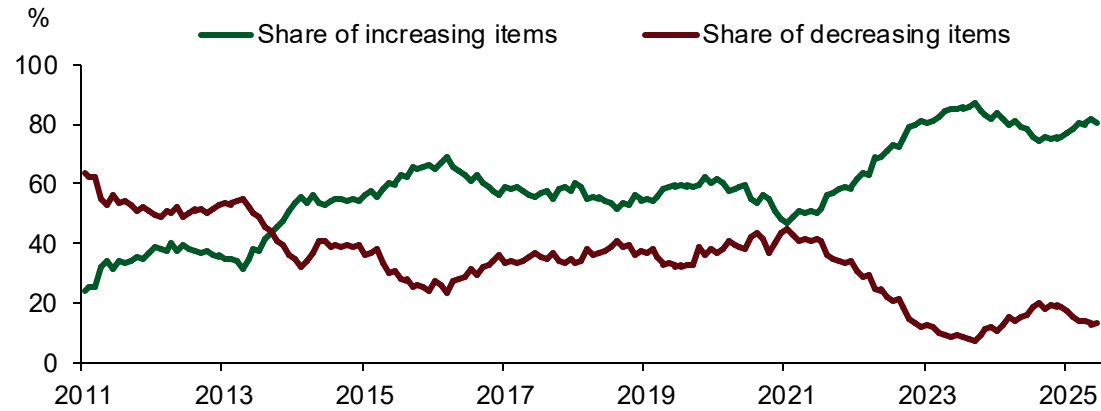
องค์ประกอบของดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI contribution)



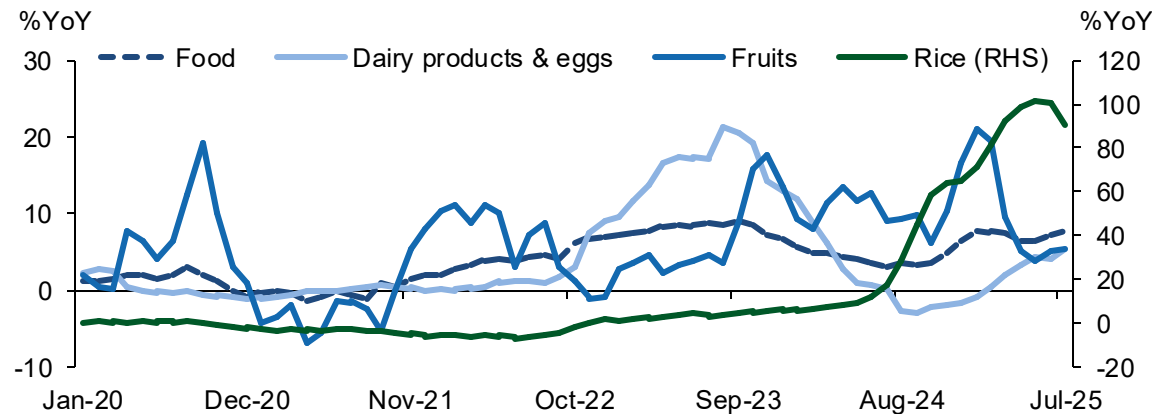
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากตัดผลของมาตรการอุดหนุนค่าสาธารณูปโภคของรัฐบาล โมเมนตัมของเงินเฟ้อยังมีแนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่อง

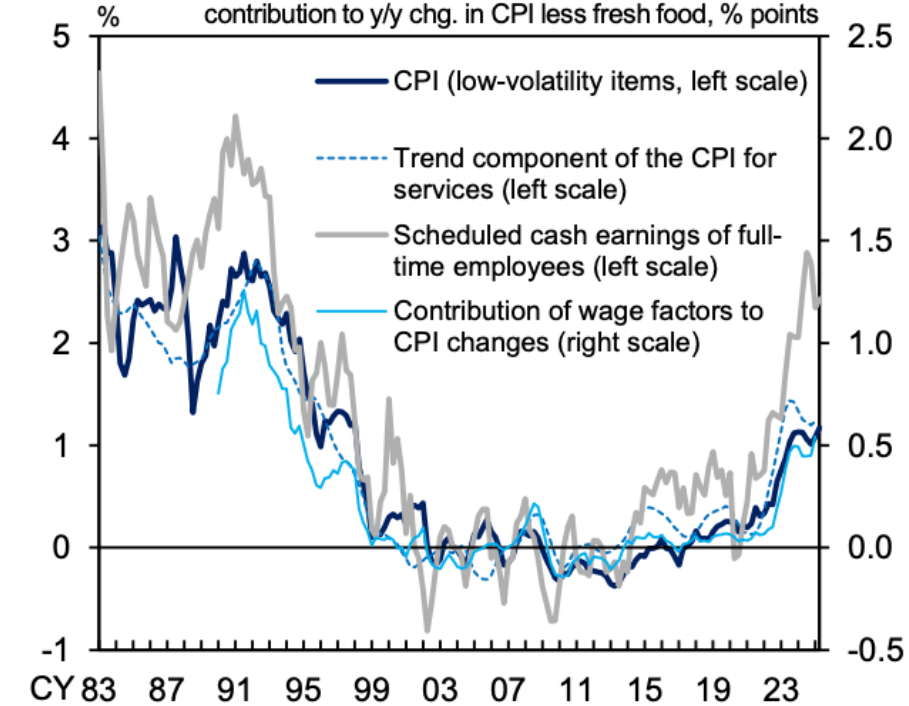
ทิศทางของการเปลี่ยนแปลงราคาสินค้า: สินค้าส่วนใหญ่มีราคาที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน



อัตราเงินเฟ้อในหมวดอาหารเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง และได้แพร่กระจายไปสู่หมวดอื่นที่เกี่ยวข้อง



อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้น ทบปัจจัยด้านค่าจ้างยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

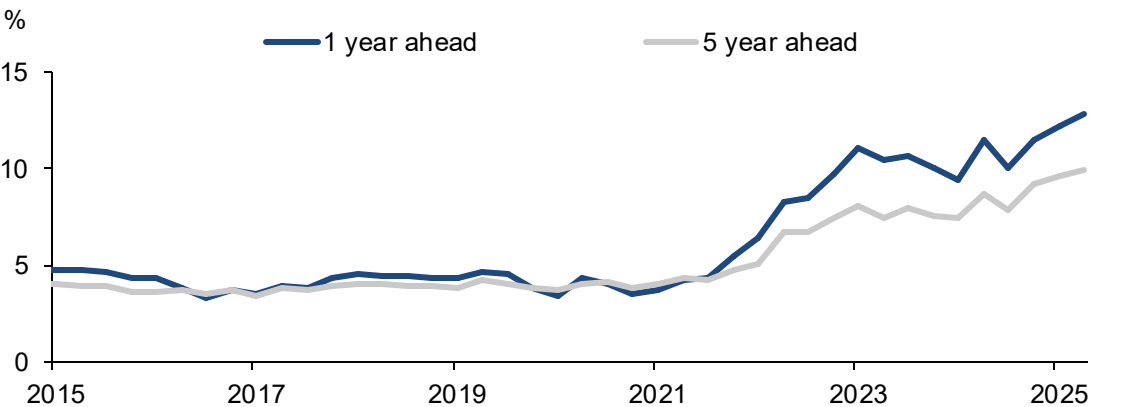


มาตรการเงินเฟ้อที่ไม่รวมผลของราคาสินค้าที่ผันผวน
ซึ่งใช้ประเมินแรงกดดันเงินเฟ้อที่เกิดจากการเติบโตของค่าจ้างยังมี
แนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น

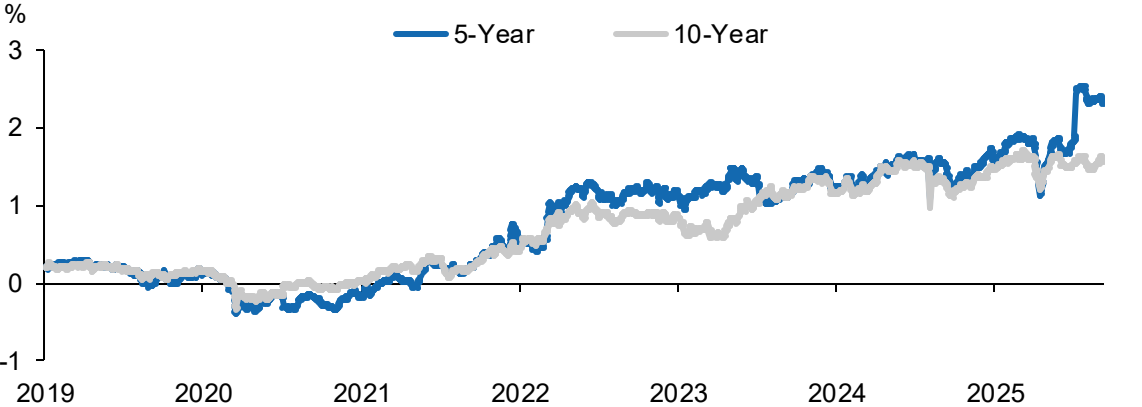
มาตรการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อต่าง ๆ ทั้งคาดการณ์เงินเฟ้อของภาคครัวเรือน
 ภาคธุรกิจ และคาดการณ์เงินเฟ้อของตลาดยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง



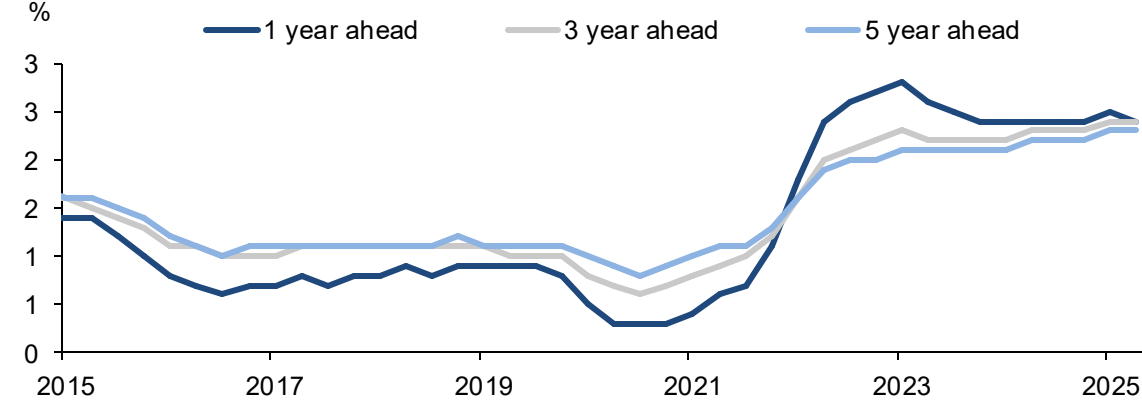
คาดการณ์เงินเฟ้อของภาคครัวเรือน



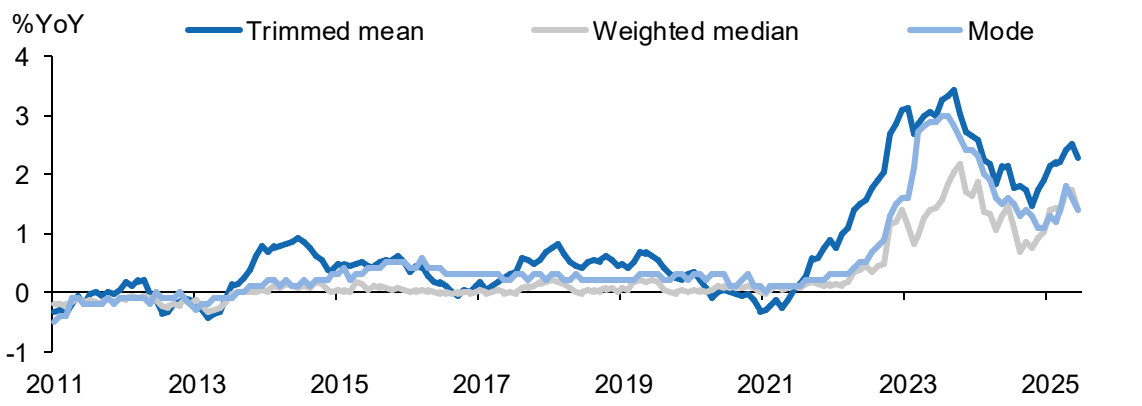
คาดการณ์เงินเฟ้อของผู้ร่วมตลาด



คาดการณ์เงินเฟ้อของภาคธุรกิจ



มาตรการเงินเฟ้อของ BoJ ที่ตัดราคาสินค้าและบริการที่ผันผวนออกไป

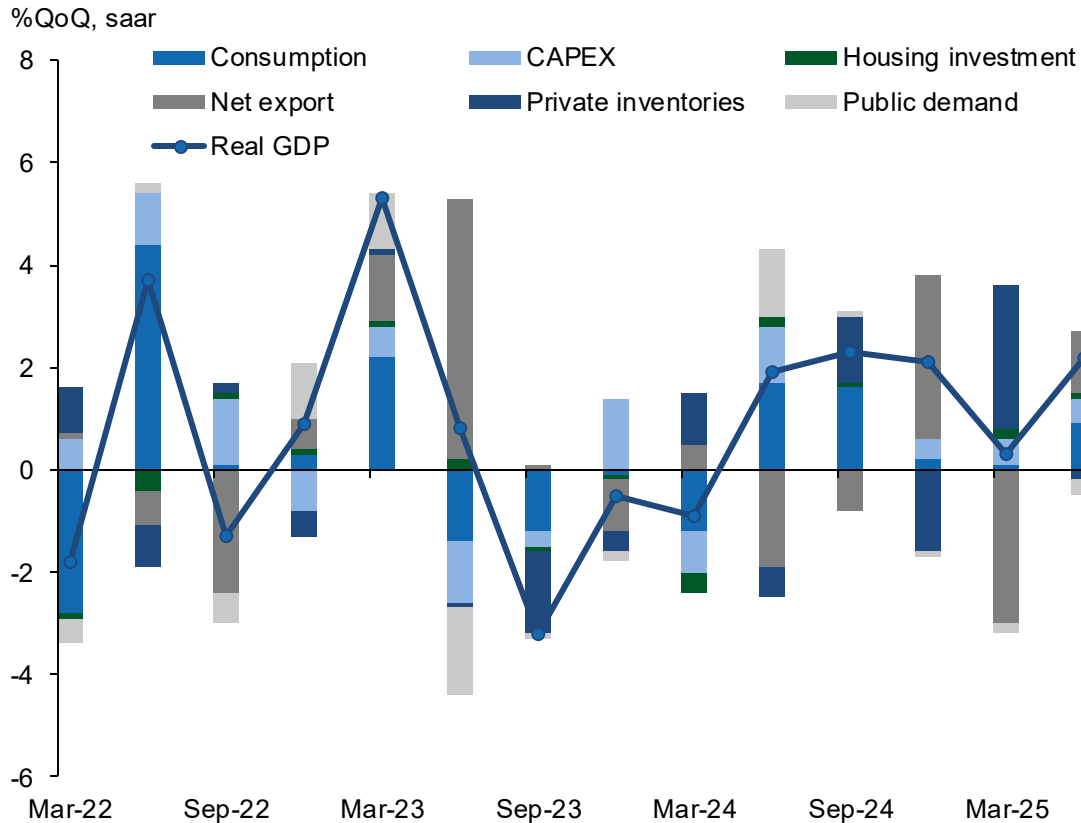


Source: BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

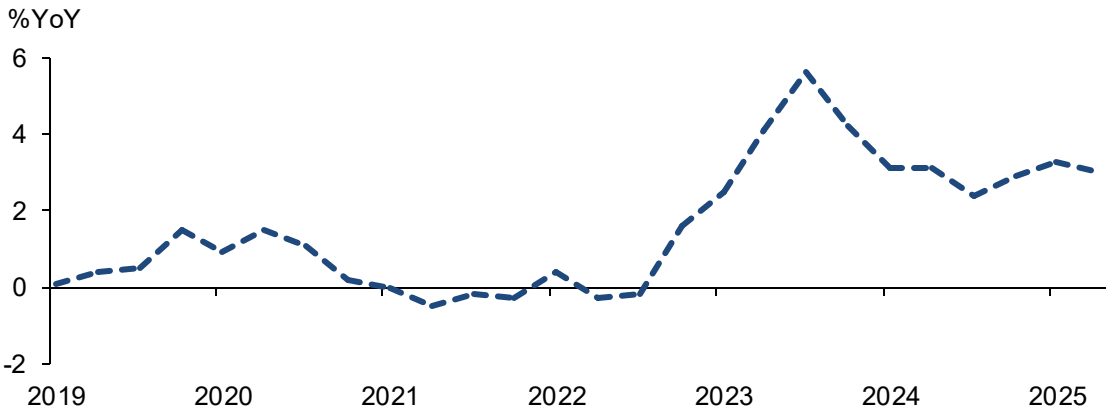
การเติบโตทางเศรษฐกิจล่าสุดยังสะท้อนพัฒนาการเชิงบวกของอุปสงค์ในประเทศ ทั้งการบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน



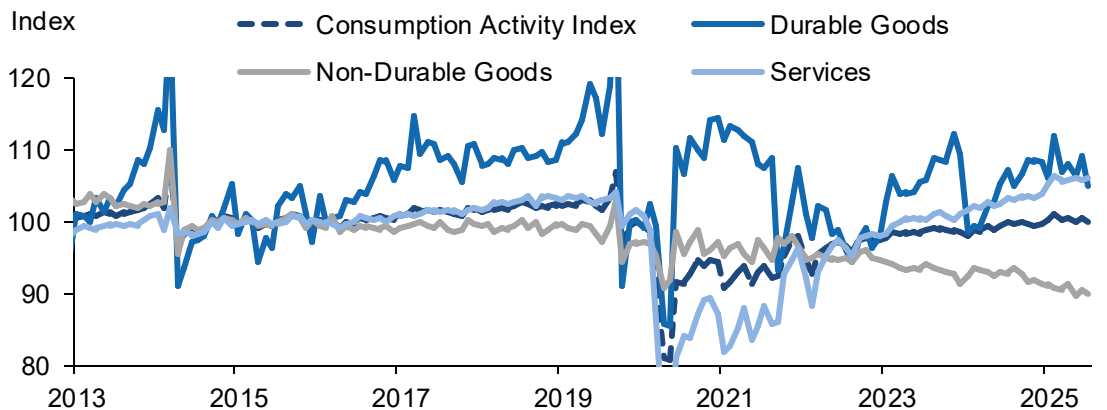
การขยายตัวทางเศรษฐกิจ (Real GDP growth)



มาตรวัดระดับราคา (GDP price index)



มาตรวัดด้านการบริโภคภาคเอกชน

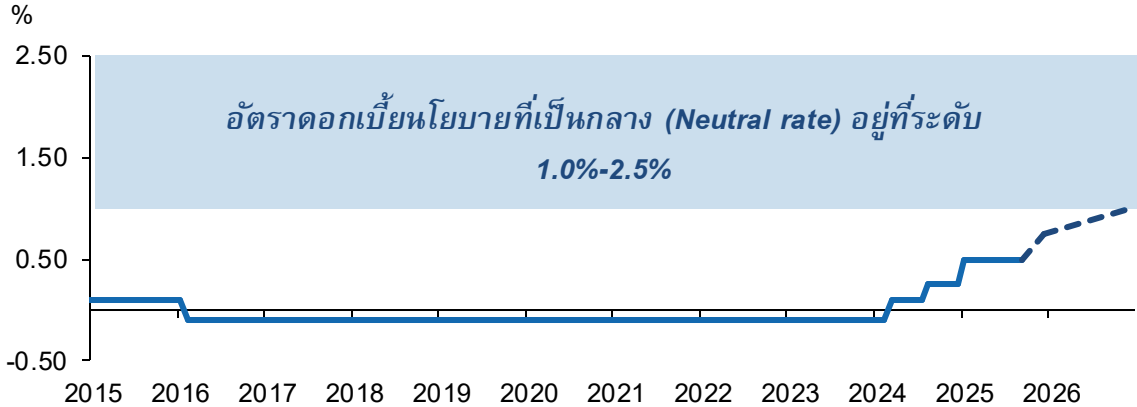


Source: Cabinet office, CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

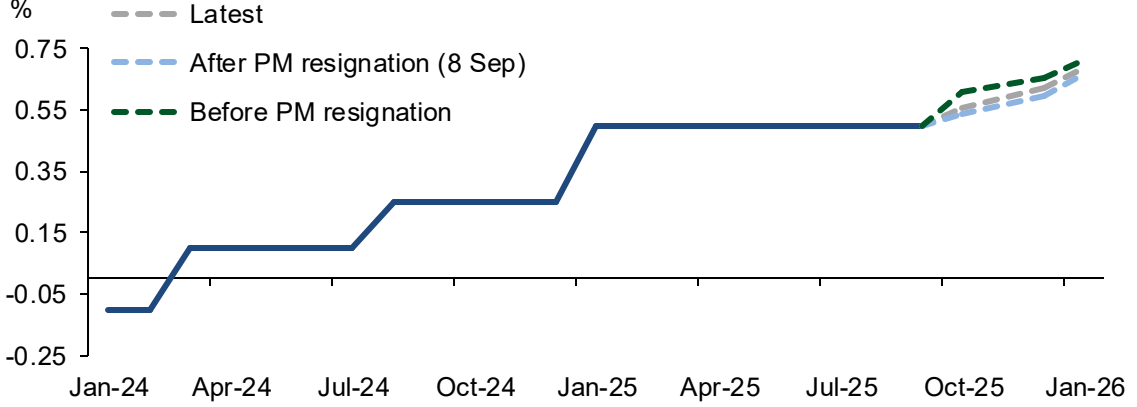
อุปสงค์ในประเทศที่ขยายตัวต่อเนื่องช่วยสนับสนุนการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ BoJ ในระยะต่อไป



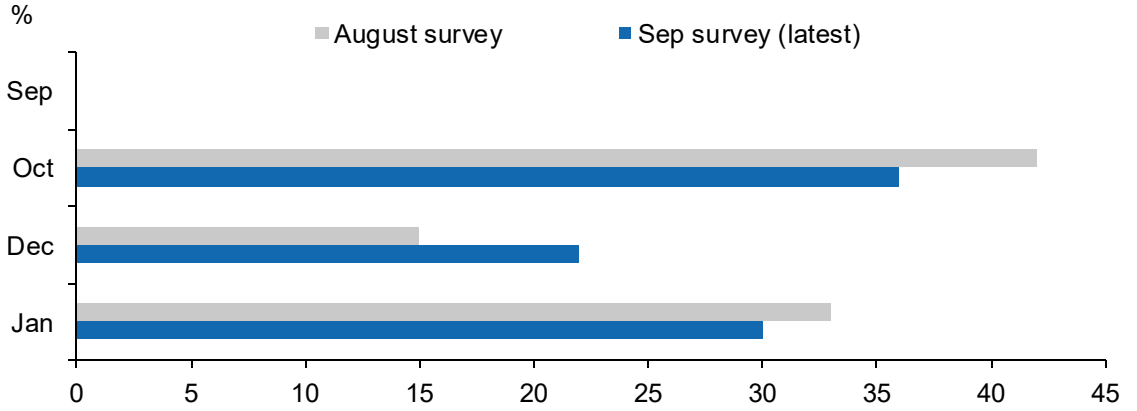
อัตราดอกเบี้ยนโยบายของญี่ปุ่น



คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายโดยผู้ร่วมตลาด



คาดการณ์การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปของ BoJ โดยนักเศรษฐศาสตร์



คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายโดย Bloomberg consensus (ณ เดือน ก.ย. 2025)

	Median forecast
Policy rate: End-2025	0.75%
Policy rate: End-2026	1.00%
Terminal rate	1.25%

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

หลังการประกาศลาออกของนายกรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 7 ก.ย. 2025 ทางพรรค LDP จะมีการเลือกผู้นำพรรคคนใหม่ในวันที่ 4 ต.ค. นี้ โดยคาดว่านโยบายการคลังของญี่ปุ่นในระยะต่อไปมีแนวโน้มขยายตัวมากขึ้น

คาดการณ์รายชื่อผู้สมัคร และคะแนนโหวตจากการเลือกผู้นำพรรค LDP รอบก่อนในปี 2024

Potential candidates		Voting result in 2024 (1 st round)
	<u>Sanae Takaichi</u> Hard-line conservative, proactive fiscal stance	181
	<u>Shinjiro Koizumi:</u> The Agriculture Minister, a younger LDP member, neutral stance	136
	<u>Yoshimasa Hayashi</u> Chief Cabinet Secretary and one of Ishiba's closest aides, slightly proactive fiscal stance	65
	<u>Takayuki Kobayashi</u> A younger LDP member, slightly proactive fiscal stance	60

กำหนดการสำคัญในเดือน ก.ย. – ต.ค. 2025

	Event
Sep 7	Prime Minister Ishiba announces to step down
Sep 22	LDP Election announcement
Oct 4	LDP Election voting day
Early Oct	Extraordinary Diet session begins - Prime Minister appointment, New cabinet formed - Discussion of economic package and inflation countermeasures, Gasoline tax abolition, Supplementary budget
Oct 29-30	BoJ monetary policy meeting

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

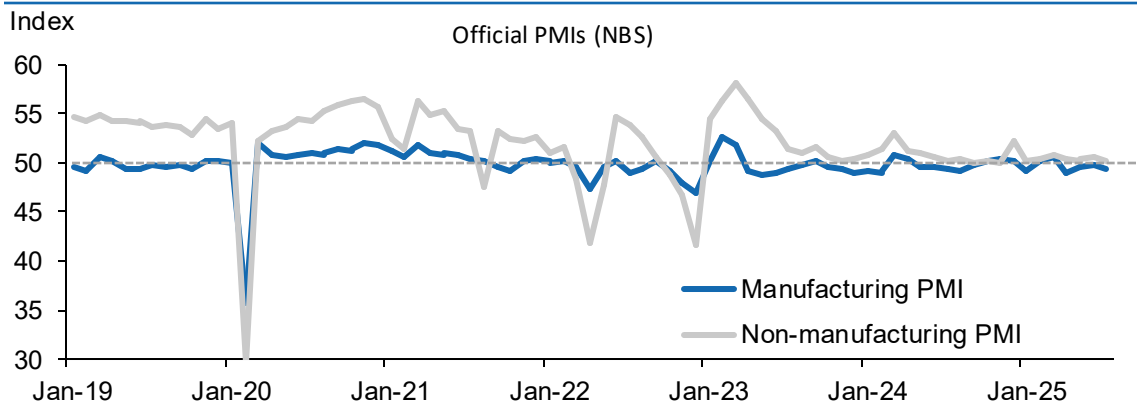


- ปริมาณเงินในระบบ (Money supply) ของจีนเร่งตัวขึ้นอย่างมากในปีนี้ และเมื่อรวมกับนโยบาย “ต่อต้านการแข่งกันอย่างไร้ประสิทธิภาพ” (Anti-involution) ของรัฐบาล ได้กระตุ้นความหวังเรื่องการกลับมาของเงินเฟ้อ (Reflation) ของนักลงทุน โดยหากอิงจากความสัมพันธ์ในอดีต จะพบว่า การเร่งตัวของปริมาณเงินและสินเชื่อมักเป็นตัวชี้นำล่วงหน้าของการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ดังนั้น จึงอาจบ่งชี้ว่าความเสี่ยงเงินฝืดของจีนปรับลดลง อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของ M1 ที่สะท้อนความต้องการใช้จ่ายของภาคเอกชนในปีนี มาจากการใช้จ่ายของภาครัฐ ตามการเร่งออกพันธบัตรรัฐบาล ประกอบกับปัจจัยฐานต่ำ (Base effect) จากการลดลงของเงินฝากภาคธุรกิจในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี 2024 ก่อนจะเริ่มฟื้นตัวในไตรมาส 4 ดังนั้น การเร่งตัวของปริมาณเงิน (M1) นี้อาจยังไม่ใช่อสัญญาณของการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ การบริโภค หรือเงินเฟ้อ โดยหากอุปสงค์ในประเทศ ทั้งความต้องการลงทุนของภาคธุรกิจและความต้องการบริโภคของครัวเรือนยังอ่อนแอ การเติบโตของ M1 อาจเริ่มชะลอลงเมื่อผลของปัจจัยฐานต่ำหมดไป
- ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ล่าสุด อาจสะท้อนถึงแรงกดดันเงินฝืดที่ผ่อนคลายลงของผู้ผลิต หลังจากที่รัฐบาลประกาศนโยบาย “Anti-involution” อย่างไรก็ดีตามหากพิจารณาถึงลงไป พบว่าความสำเร็จของมาตรการยังจำกัดและมีความไม่แน่นอน เนื่องจากการปรับขึ้นของราคาส่งส่วนใหญ่ในเดือนที่ผ่านมาเกิดจากการคาดการณ์ของตลาดต่อความหวังของมาตรการดังกล่าว ซึ่งเริ่มเห็นการอ่อนตัวลงของราคาในสัปดาห์ที่ผ่านมา โดยเราคาดว่าดัชนี PPI มีแนวโน้มหดตัวน้อยลงในระยะต่อไป แต่อาจไม่สามารถฟื้นตัวกลับไปเป็นบวกได้ภายในปีนี้ โดยคาดว่าดัชนี PPI จะสามารถกลับไปเป็นบวก ได้อย่างเร็วในช่วงครึ่งหลังของปี 2026
- ด้านอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอยังเป็นปัจจัยหลักในการกดดันการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ โดยจากผลสำรวจผู้บริโภคล่าสุดของธนาคารกลางจีน (PBoC) สะท้อนมุมมองเชิงลบมากขึ้นต่อรายได้และการจ้างงาน อีกทั้งสัดส่วนของผู้บริโภคที่คาดว่าราคาสินค้าอุปโภคบริโภคและราคาที่อยู่อาศัยจะเพิ่มขึ้นได้ปรับลดลง ซึ่งถือเป็นสัญญาณเชิงลบต่อการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์

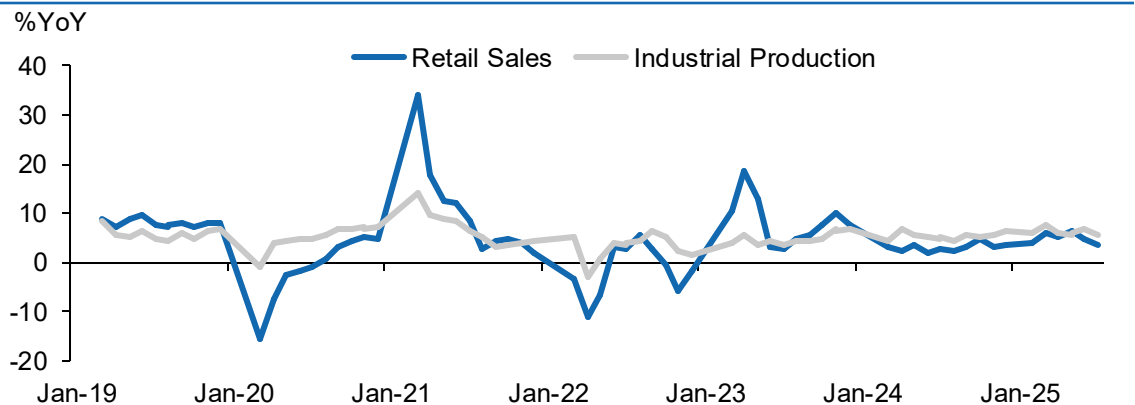
กิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอตัวลงต่อเนื่องในเดือน ส.ค. ขณะที่การส่งออกขยายตัวได้
ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ก.พ.



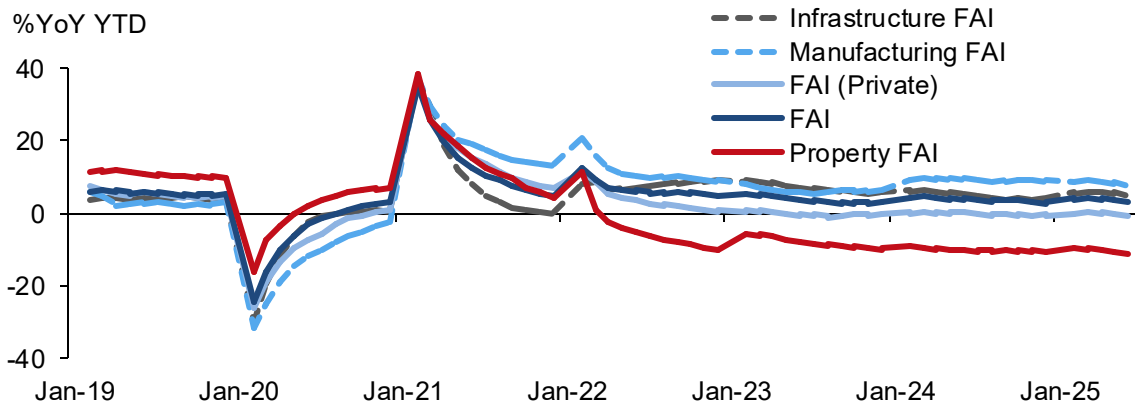
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



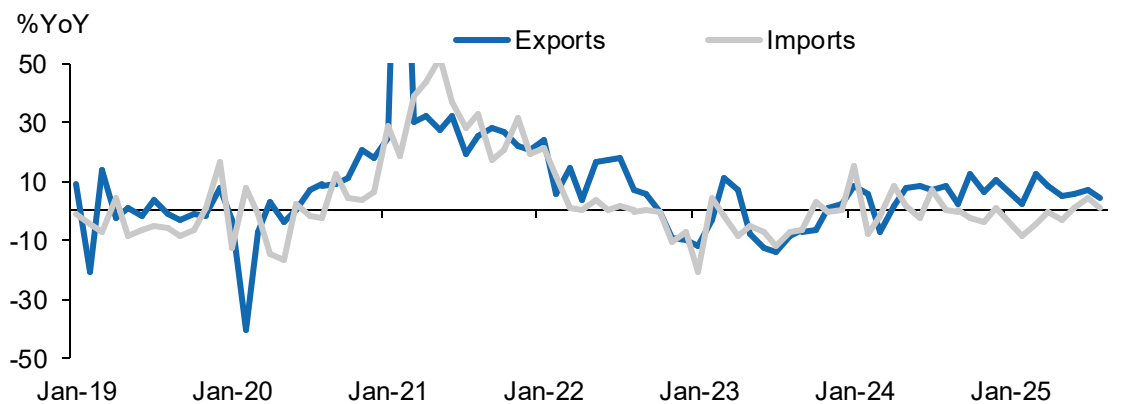
ยอดขายปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



การส่งออกและการนำเข้า

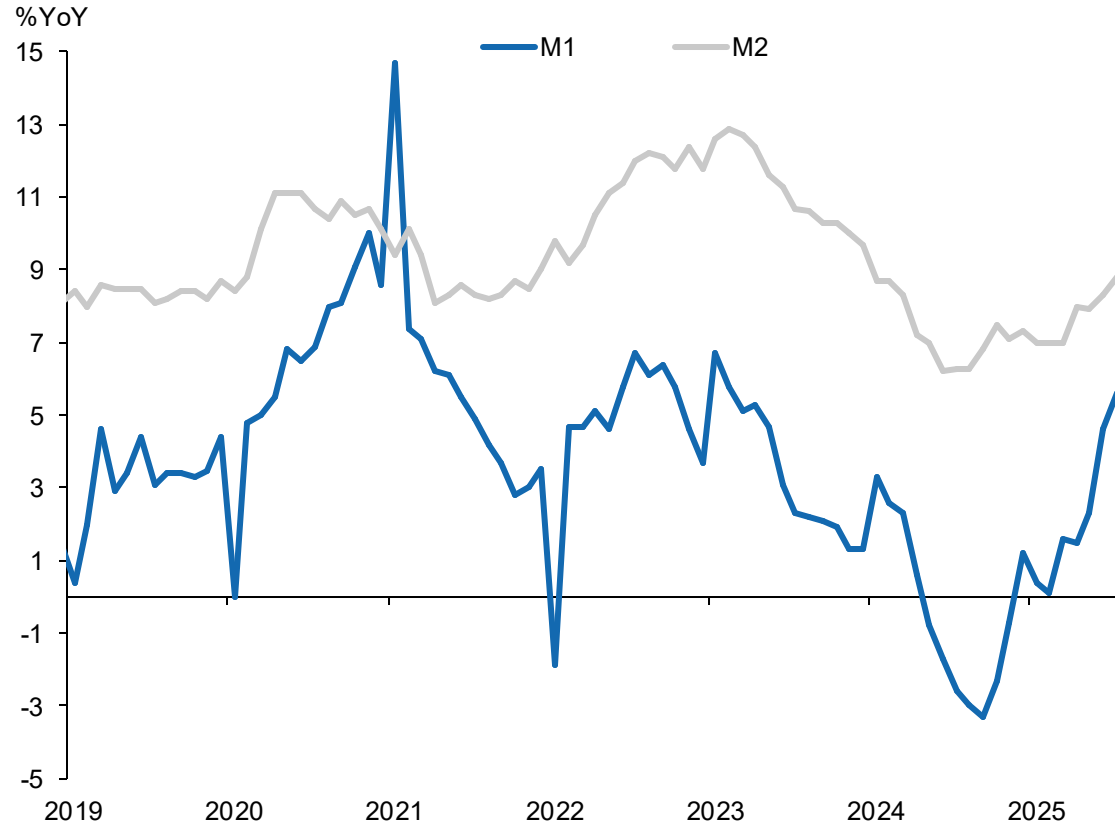


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

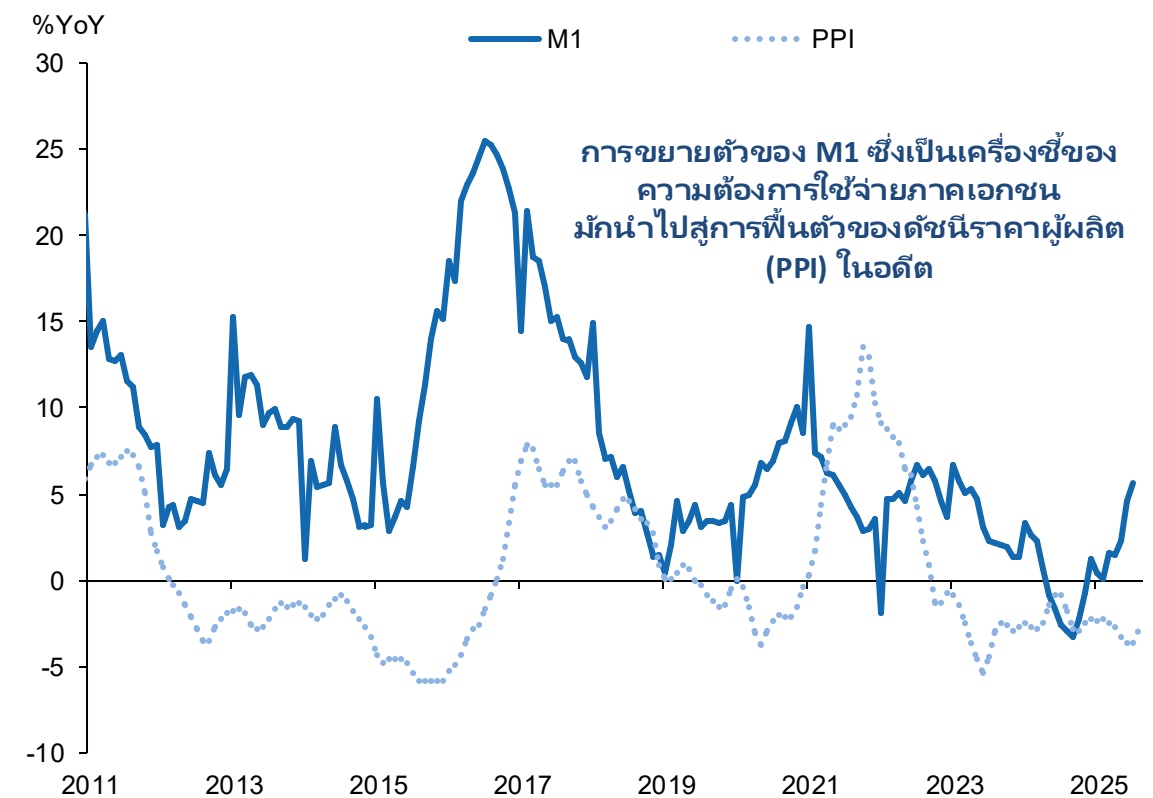
ปริมาณเงินในระบบของจีนที่เร่งตัวขึ้นมากในปีี้ ส่งผลให้ตลาดคาดหวังถึงการฟื้นตัวของเงินเฟ้อ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณเงินในอดีตมักบ่งชี้ถึงการฟื้นตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะต่อไป



ปริมาณเงินในระบบของจีนเร่งตัวขึ้นมากในปีี้ โดยเฉพาะ M1



ปริมาณเงินมักเป็น leading indicator ของการฟื้นตัวของดัชนี PPI

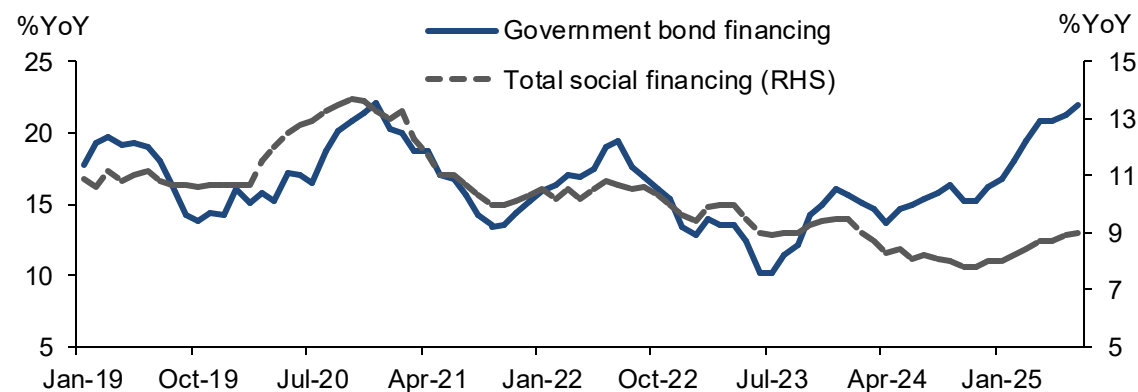


Source: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

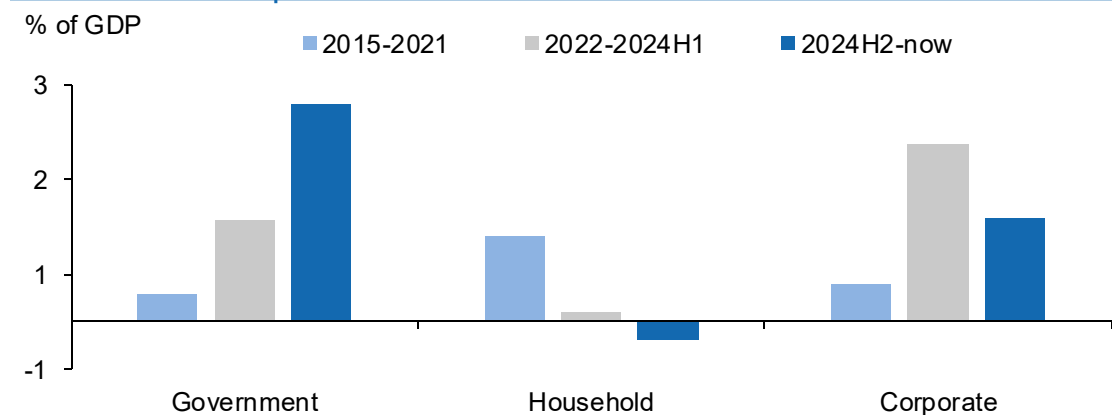
อย่างไรก็ดี การเพิ่มขึ้นของ M1 ในปีนี้เกิดจากการเร่งใช้จ่ายของภาครัฐและปัจจัยฐานต่ำจากการลดลงของเงินฝากภาคธุรกิจในปีก่อน ซึ่งยังมีความเสี่ยงที่ M1 จะชะลอตัวลง หากความต้องการลงทุนและความต้องการใช้จ่ายของภาคเอกชนยังอ่อนแอ



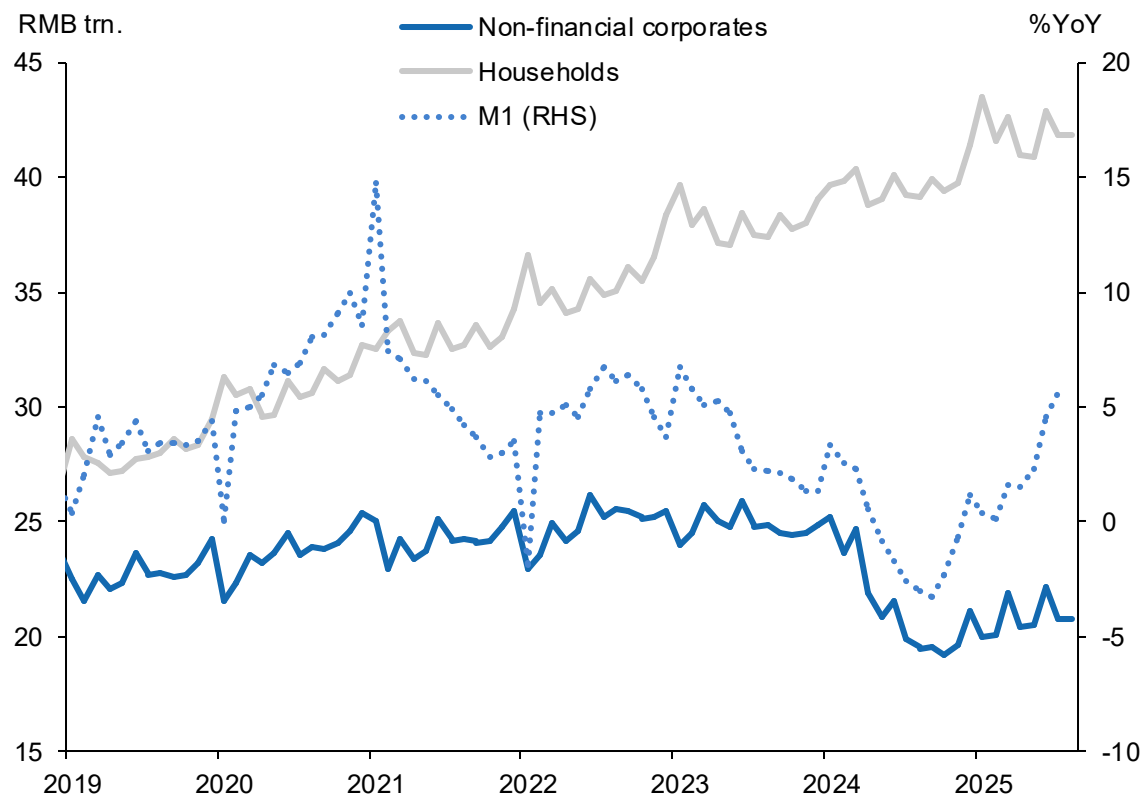
การออกพันธบัตรรัฐบาลเร่งตัวขึ้นมาก ตามการเร่งใช้จ่ายเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจ แต่มีแนวโน้มชะลอลงในช่วงที่เหลือของปี เนื่องจากใกล้ครบ Full-year quota แล้ว



ข้อมูลการก่อหนี้เฉลี่ยต่อไตรมาส สะท้อนว่ารัฐบาลเป็นผู้ก่อหนี้หลัก ขณะที่การกู้ยืมของภาคเอกชน ทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนยังอ่อนแอ



องค์ประกอบของ M1: เงินฝากของภาคธุรกิจลดลงมากในปี 2024 ส่งผลให้การเร่งตัวของ M1 ในปีนี้ ถูกขับเคลื่อนโดยปัจจัยฐานต่ำของปีก่อน

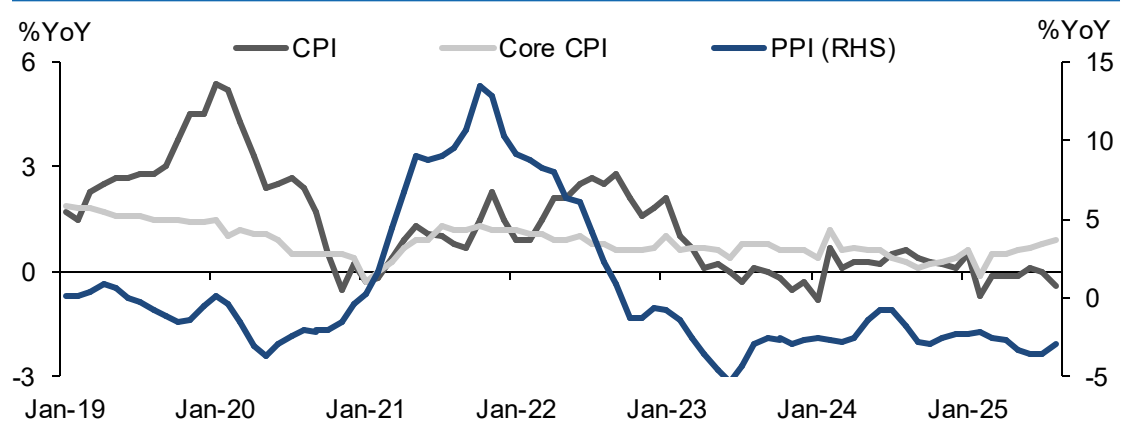


Source: Bloomberg, CEIC, Deutsche Securities, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

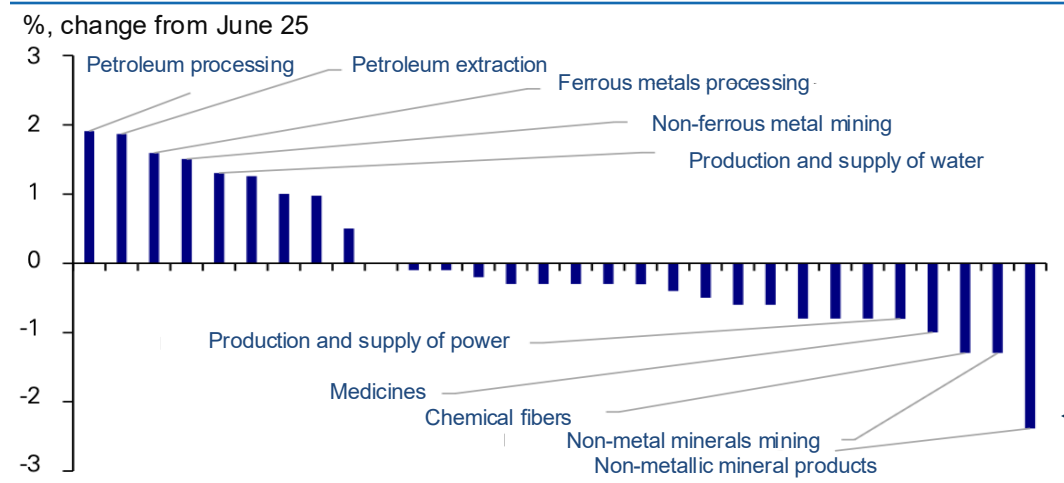
ดัชนี PPI ที่หดตัวน้อยลงในเดือนที่ผ่านมาอาจสะท้อนว่าแรงกดดันเงินฝืดของผู้ผลิตเริ่มผ่อนคลายลงบ้าง หลังทางการสนับสนุนมาตรการ Anti-involution ทั้งนี้ การฟื้นตัวของระดับราคายังคงมีความไม่แน่นอน และคาดว่าจะการฟื้นตัวของเงินเฟ้อในวงกว้างยังต้องใช้ระยะเวลา



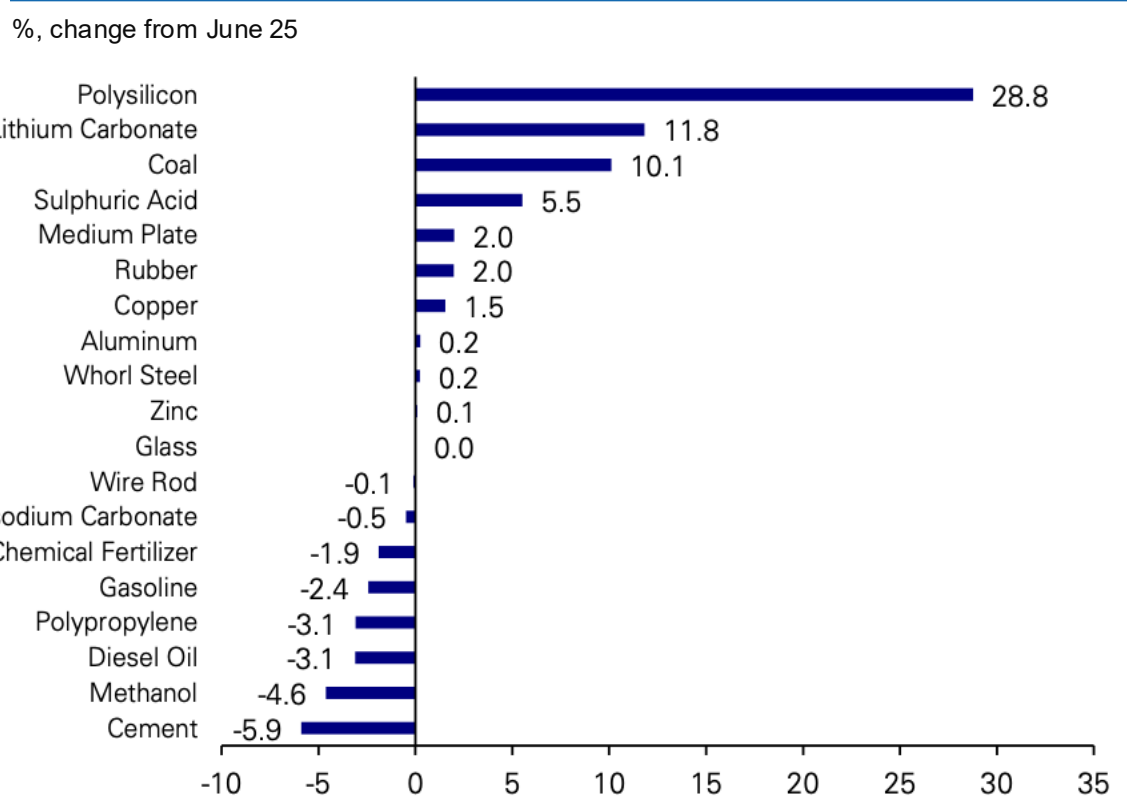
ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) และดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI)



ดัชนี PPI ปรับเพิ่มขึ้นในบางอุตสาหกรรมต้นน้ำ แต่ส่วนใหญ่ยังปรับลดลง



ราคาสินค้าภาคอุตสาหกรรม



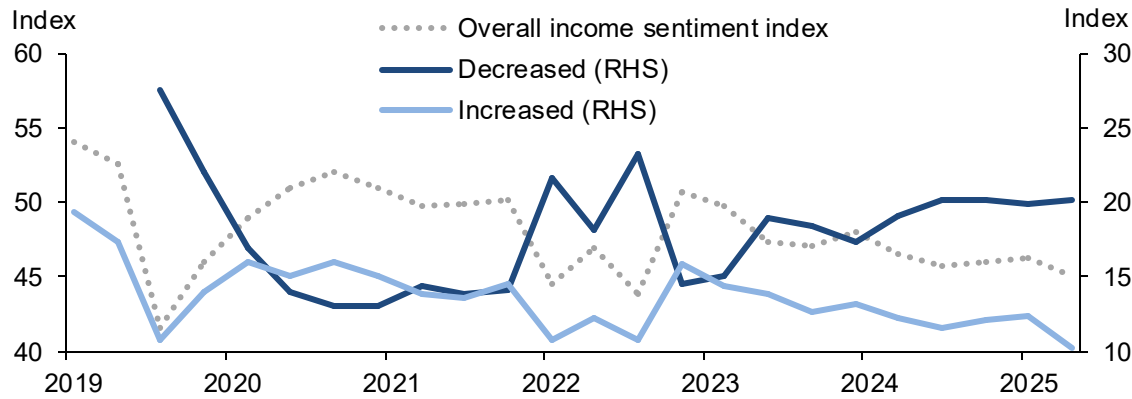
แค่ 10 จาก 30 อุตสาหกรรมย่อยใน PPI ที่มีพัฒนาการของราคาที่ดีขึ้น ขณะที่อีก 20 อุตสาหกรรมย่อยยังเผชิญกับราคาที่ลดลงในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา

Source: CEIC, Deutsche Securities, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

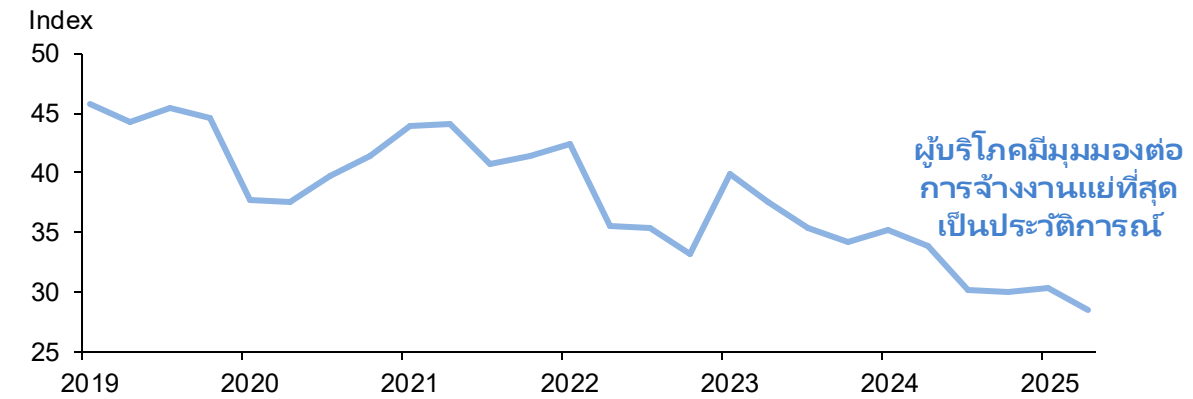
ผลสำรวจผู้บริโภคโดยธนาคารกลางจีนยังสะท้อนภาพที่แย่ง โดยพบว่าผู้บริโภคมีมุมมองเชิงลบต่อรายได้และการจ้างงานมากขึ้น



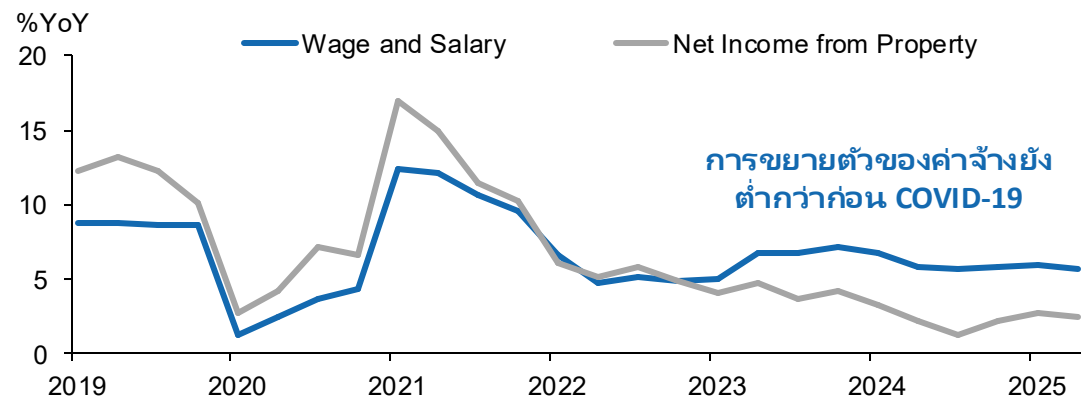
มุมมองของผู้บริโภคต่อรายได้ สะท้อนว่าผู้บริโภคจำนวนน้อยลงคาดว่าจะรายได้จะเพิ่มขึ้น



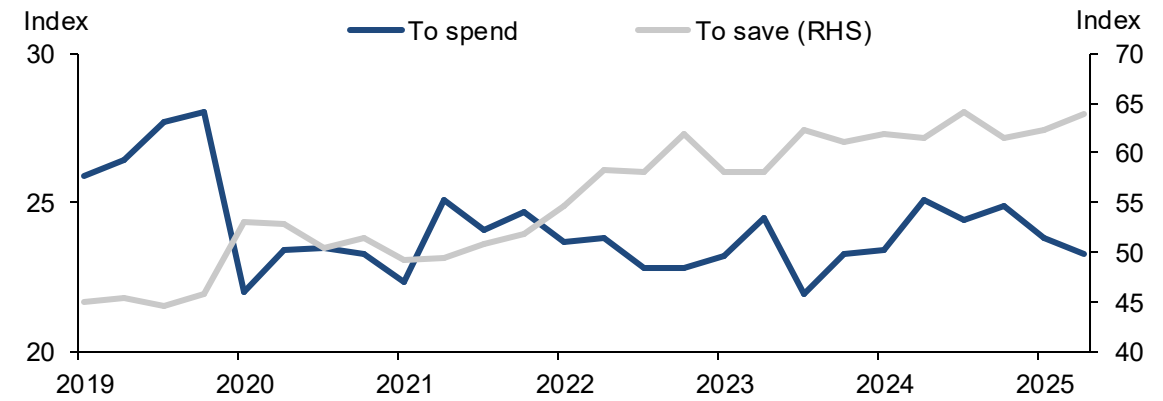
มุมมองของผู้บริโภคต่อการจ้างงาน ปรับแย่งต่อเนื่อง



รายได้สุทธิส่วนบุคคล



ผู้บริโภคมีความต้องการใช้จ่ายลดลง ขณะที่มีความต้องการเก็บออมเพิ่มขึ้น



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

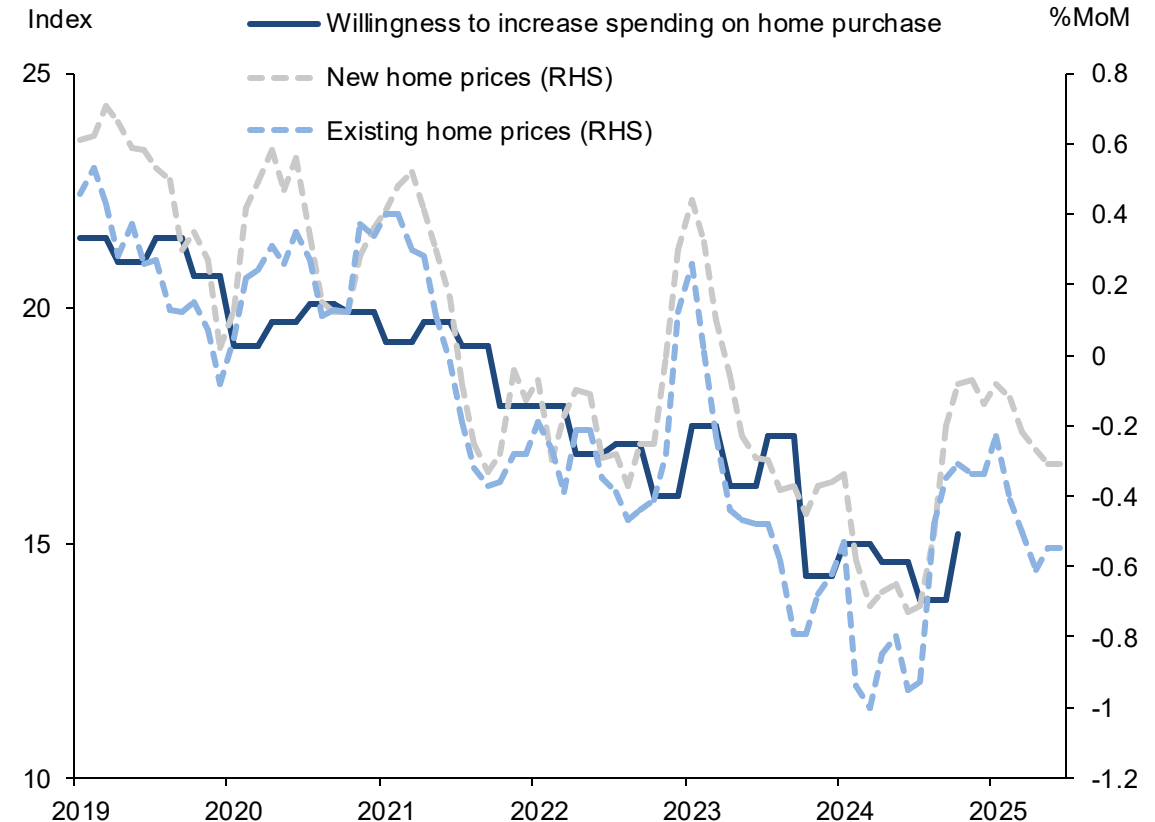
ผู้บริโภคจำนวนน้อยลงคาดการณ์ว่าราคาสินค้าและราคาอสังหาริมทรัพย์จะปรับเพิ่มขึ้น ในอนาคต ซึ่งถือเป็นสัญญาณเชิงลบต่อการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์



คาดการณ์ระดับราคาของผู้บริโภค



ความต้องการซื้อบ้านลดลงตามทิศทางของราคาบ้าน1\



Note: 1\ The People's Bank of China stopped publishing data on consumers' willingness to spend for home purchases in 2025

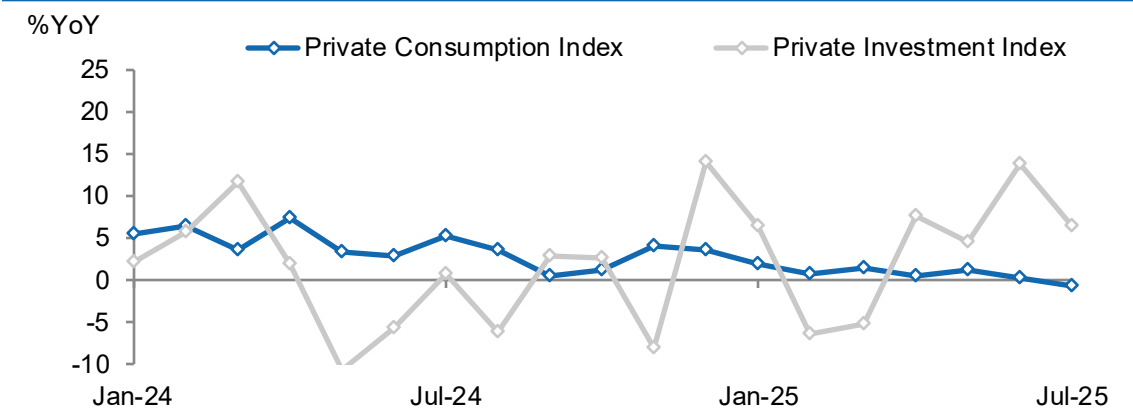
Source: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)



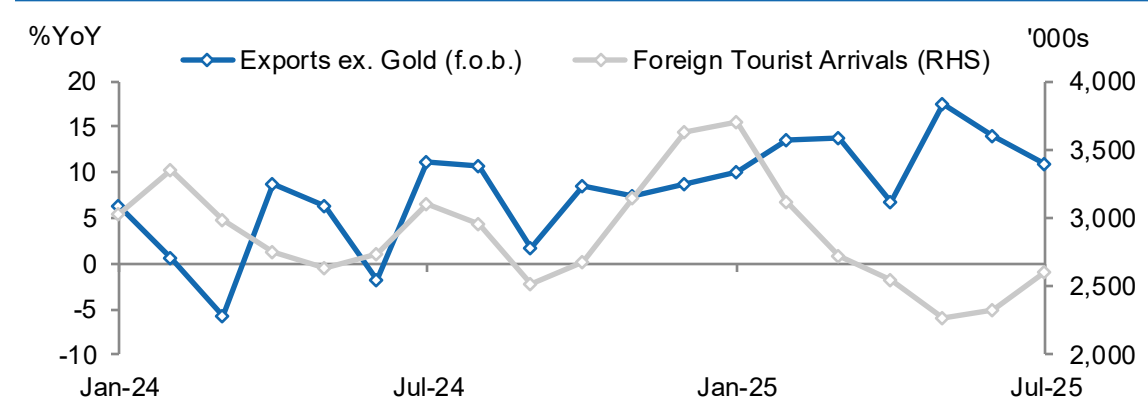
- ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ไตรมาส 2 ขยายตัวได้ 2.8% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า (YoY) ลดลงจาก 3.2% ในไตรมาสแรก แต่ยังสูงกว่าที่ตลาดและเรคาดการณ์ไว้ โดยปัจจัยหลักมาจากการส่งออกสินค้าที่เร่งตัวสูงกว่าที่ประเมินไว้ จากการเลื่อนการบังคับใช้มาตรการภาษีของสหรัฐฯ ขณะที่ภาคบริการยังคงชะลอตัว โดยเฉพาะการท่องเที่ยว ขณะที่ผลผลิตภาคเกษตรกรรมและภาคการผลิตยังคงเติบโตต่อเนื่อง ในส่วนของอุปสงค์ภายในประเทศในไตรมาส 2/2568 ตัวเลขออกมาใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้ (2.9% YoY เทียบกับคาดการณ์ของเราที่ 2.8%) แต่ชะลอลงจาก 3.2% YoY ในไตรมาสก่อน สะท้อนว่าภาพรวมเศรษฐกิจภายในประเทศยังคงเปราะบาง การชะลอตัวของการบริโภคภาคเอกชนและอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องเนื่องจากการท่องเที่ยวยังคงต้องติดตามอย่างใกล้ชิด ควบคู่ไปกับความตึงเครียดในการเบิกจ่ายงบลงทุนภาครัฐ ท่ามกลางความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มสูงขึ้นในไตรมาส 3 โดยเฉพาะช่วงโค้งสุดท้ายของปีงบประมาณ 2568
- ภายหลังจากศาลรัฐธรรมนูญมีคำวินิจฉัยให้ นางสาวแพทองธาร ชินวัตร พ้นจากตำแหน่งนายกรัฐมนตรีในช่วงปลายเดือนสิงหาคม 2568 ต่อมา นายอนุทิน ชาญวีรกูล หัวหน้าพรรคภูมิใจไทย ได้รับเลือกเป็นนายกรัฐมนตรีคนที่ 32 เมื่อวันที่ 5 กันยายน ในฐานะ “รัฐบาลรักษาการ” โดยอาศัยการสนับสนุนจากพรรคประชาชน
- เรายังคงเฝ้าการขยายตัว GDP ของเศรษฐกิจไทยในปี 2568F และ 2569F ไว้ที่ระดับ 1.9% และ 1.6% ตามลำดับ แม้ตัวเลขไตรมาส 2 จะสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ แต่การลงทุนภาครัฐและภาคการท่องเที่ยวที่ยังชะงัก อาจหักล้างผลบวกจากปัจจัยการเมืองที่มีเสถียรภาพมากขึ้นและการนำมาตรการคนละครึ่ง 2.0 กลับมาใช้กระตุ้นเศรษฐกิจอีกครั้ง
- นอกจากนี้ เรายังประเมินว่าทิศทางนโยบายการเงินควรดำเนินในลักษณะผ่อนคลายเป็นต่อเนื่องไปจนถึงช่วงกลางปี 2569F โดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายในกรอบ 0.75–1.00% จะเหมาะสมและสอดคล้องกับสภาพเศรษฐกิจไทยที่มีการเติบโตต่ำกว่าศักยภาพ เงินเฟ้อต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย และภาวะการเงินที่ยังคงตึงตัว

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือนกรกฎาคมชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า และในระยะสั้นข้างหน้าคาดว่าจะยังคงลดลงต่อเนื่อง

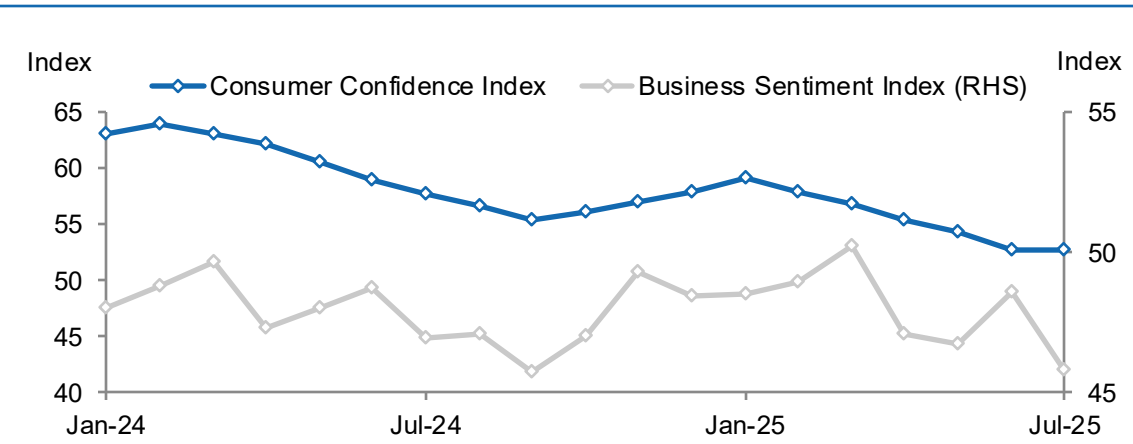
ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



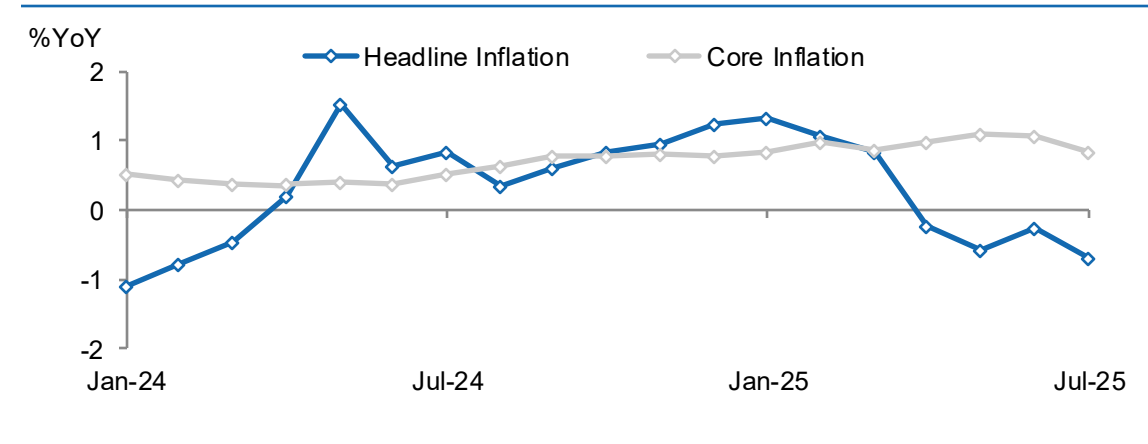
ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



ดัชนีความเชื่อมั่น



ดัชนีราคา

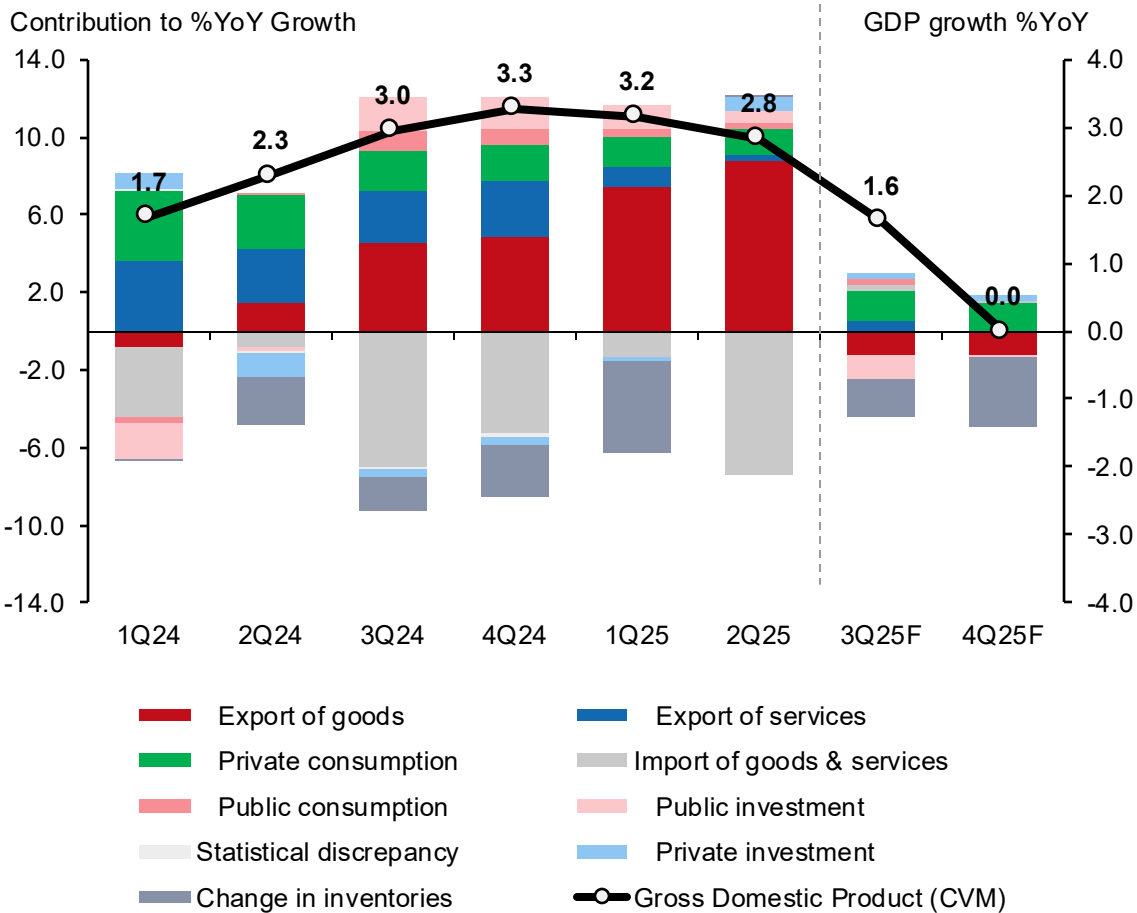


Source: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคงประเมินการขยายตัวของ GDP อยู่ที่ 1.9% ในปี 2025F และ 1.6% ในปี 2026F โดยโครงการคนละครึ่ง 2.0 คาดว่าจะช่วยป้องกันความเสี่ยงด้านลบบางส่วนได้



การเติบโตของเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและคาดการณ์



ตารางสรุปตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคและการคาดการณ์ GDP

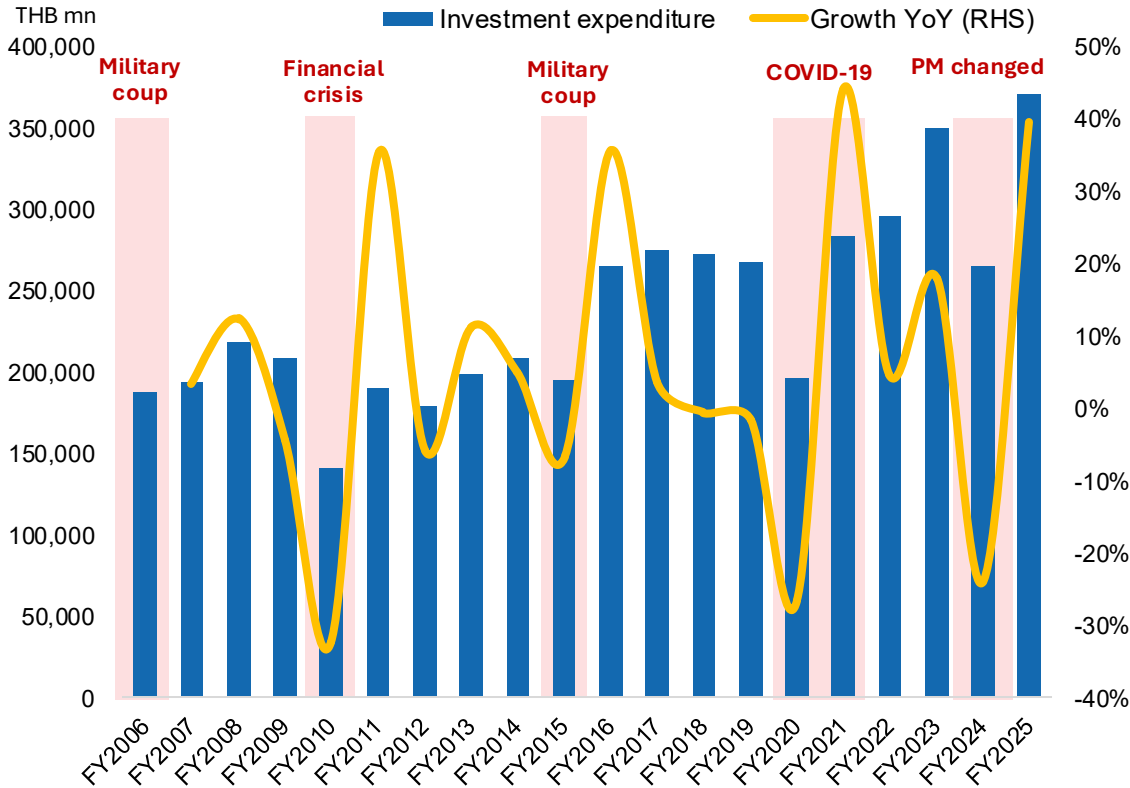
Indicators	Unit	2024	TISCO ESU		BoT		NESDC	FPO
			2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2025F
GDP	%	2.5	1.9	1.6	2.3	1.7	1.8 - 2.3	2.2
Private Consumption	%	4.4	2.4	2.2	2.0	1.7	2.1	3.1
Public Consumption	%	2.5	1.8	1.0	1.2	0.5	1.2	1.2
Private Investment	%	-1.6	1.5	-1.9	1.7	0.9	1.0	3.0
Public Investment	%	4.8	2.7	4.9	6.0	6.1	5.2	3.9
Exports (f.o.b)	%	4.4	5.8	-6.0	4.0	-2.0	5.5	5.5
Imports (f.o.b)	%	5.2	4.4	-2.5	5.3	-1.9	5.8	5.0
Tourist Arrivals	Million	35.5	33.5	35.0	35.0	38.0	33.0	34.5
CA Balance	US\$, Bn	11.1	12.8	5.4	11.0	13.0	11.9	14.6
Headline Inflation	%	0.4	0.3	0.7	0.5	0.8	0.0 - 0.5	0.4
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	79.7	68.0	70.0	73.0	70.0	65.0 - 75.0	68.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.25	0.75	--	--	--	--
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	33.5	34.5	--	--	32.5 - 33.5	33.1

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

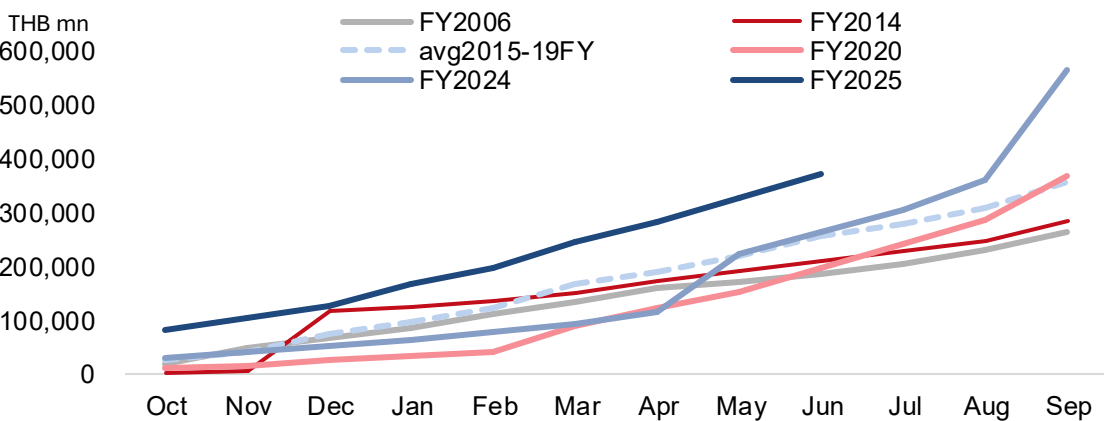
การเบิกจ่ายงบประมาณมักติดขัดในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจและความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยเฉพาะในส่วนของการลงทุน



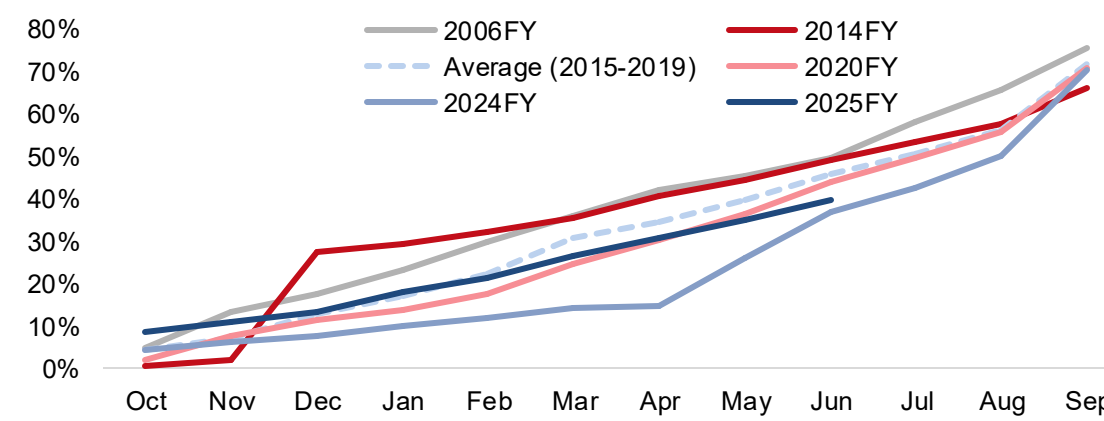
การเบิกจ่ายงบด้านการลงทุนสะสม ในช่วง 9 เดือนแรกของปีงบประมาณ



การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนสะสมรายเดือน



อัตราการเบิกจ่ายการลงทุนสะสมรายเดือน

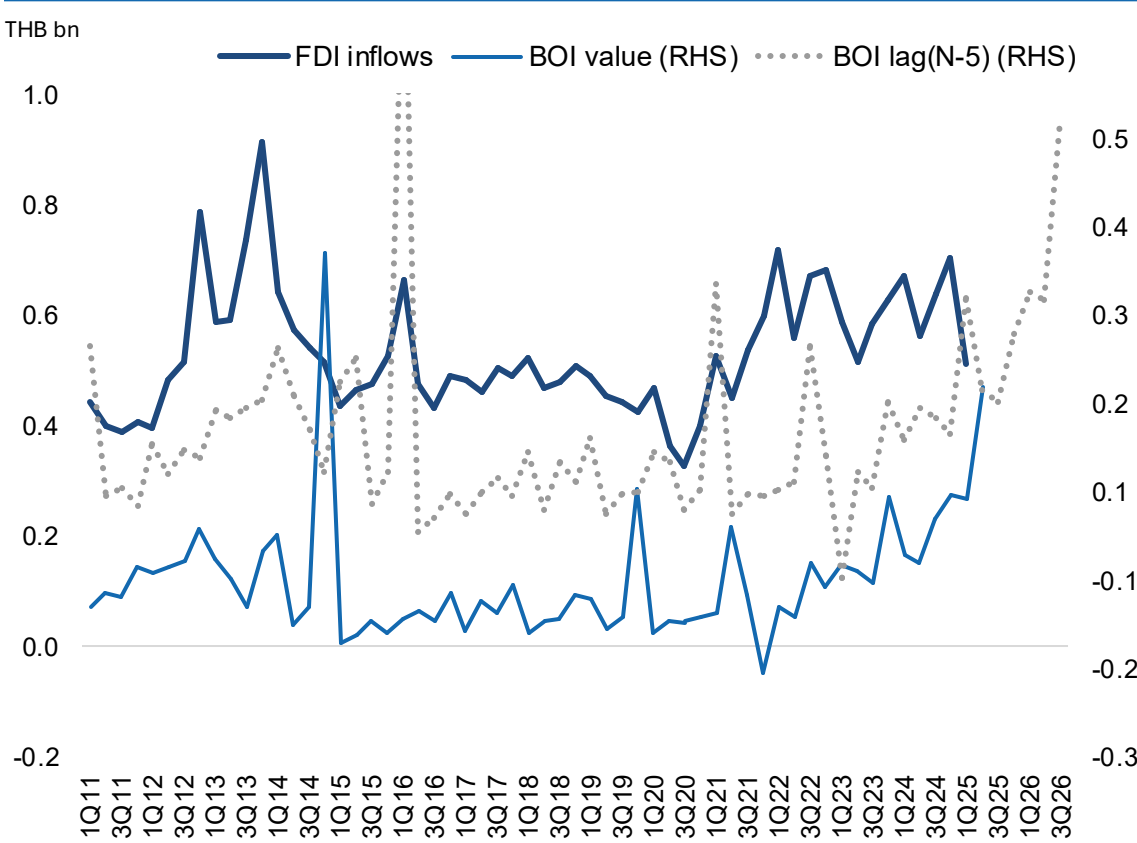


Source: FPO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

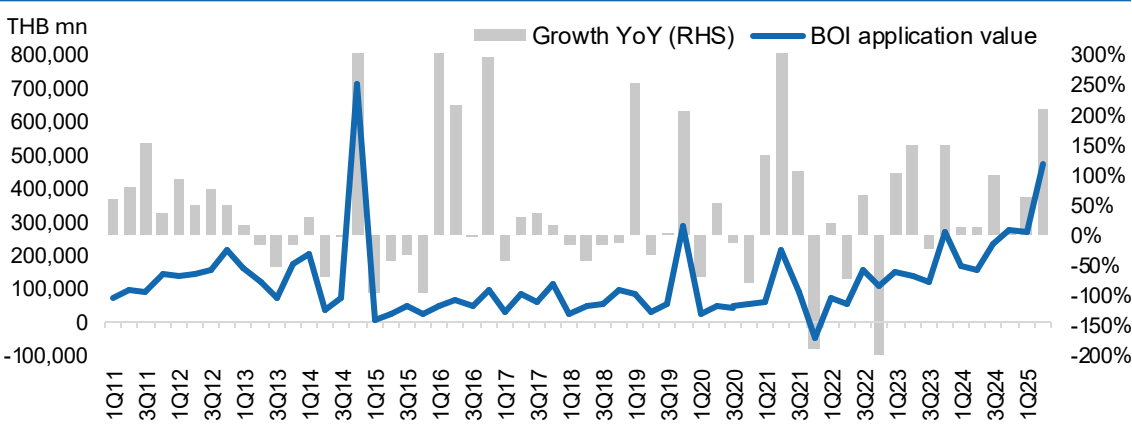
มูลค่าการยื่นขอส่งเสริมการลงทุน (BOI) ที่เพิ่มขึ้น ถือเป็นตัวชี้วัดแนวโน้มการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) และสะท้อนแนวโน้ม FDI ที่คาดว่าจะตามมาใน 5 ไตรมาสข้างหน้า



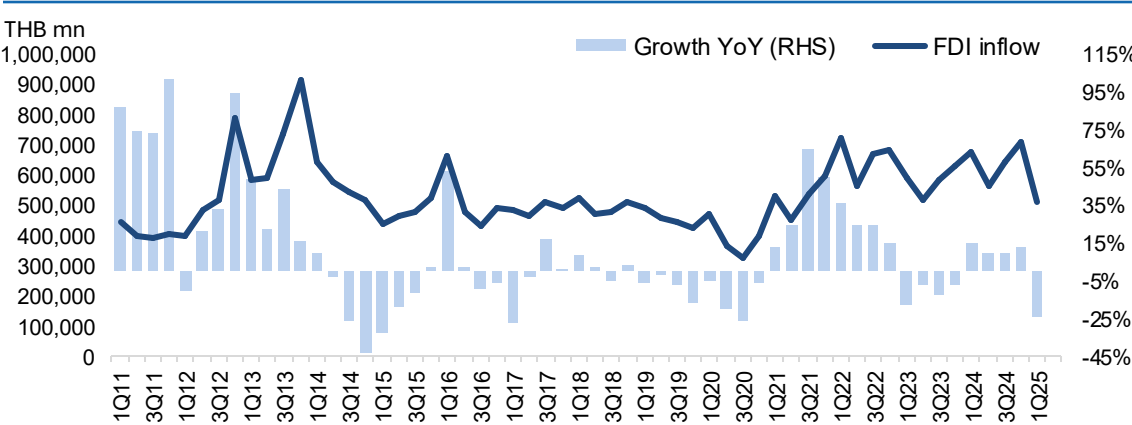
การเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างแนวโน้มรายไตรมาสของมูลค่า BOI และ FDI



มูลค่าการยื่นขอส่งเสริมการลงทุน (BOI) รายไตรมาส



เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) รายไตรมาส

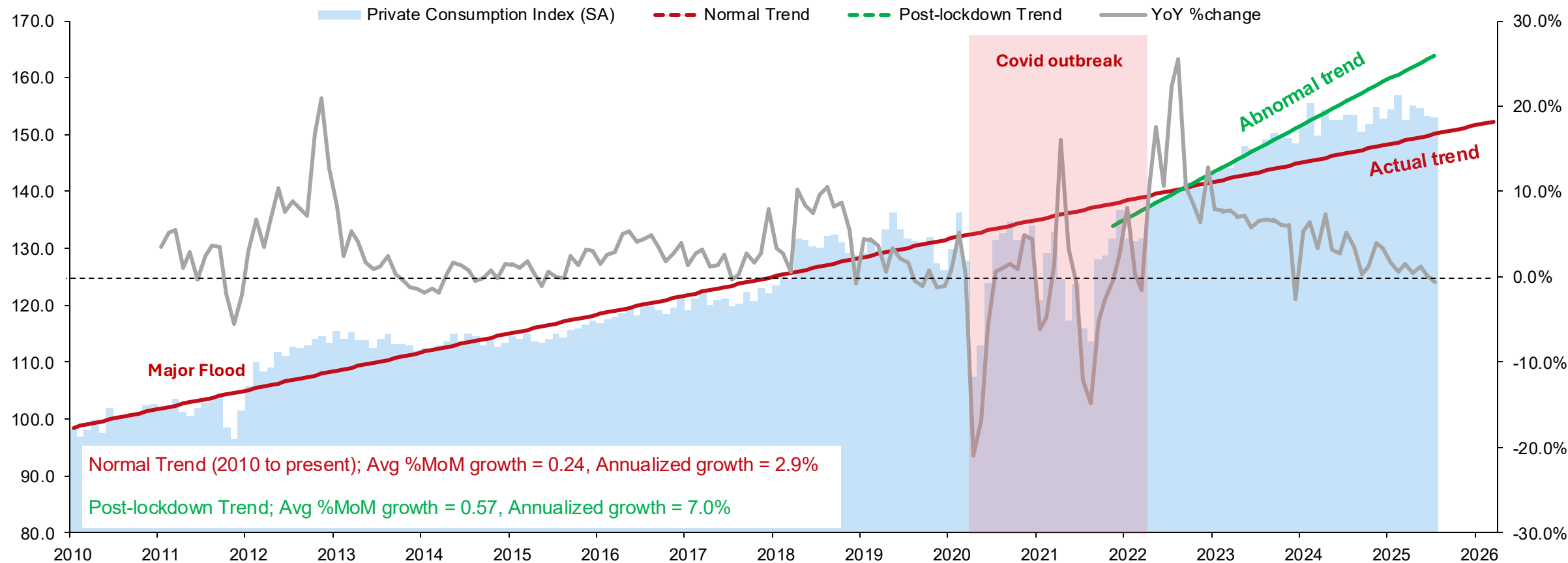


Source: CEIC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเติบโตของการบริโภคภายในประเทศเริ่มปรับตัวกลับสู่แนวโน้มที่แท้จริงและระดับปกติ



แนวโน้มของดัชนีการบริโภคภาคเอกชน (PCI), ปรับฤดูกาล เปรียบเทียบช่วงก่อน-หลังโควิด



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

Overview

US

EU

JP

CN

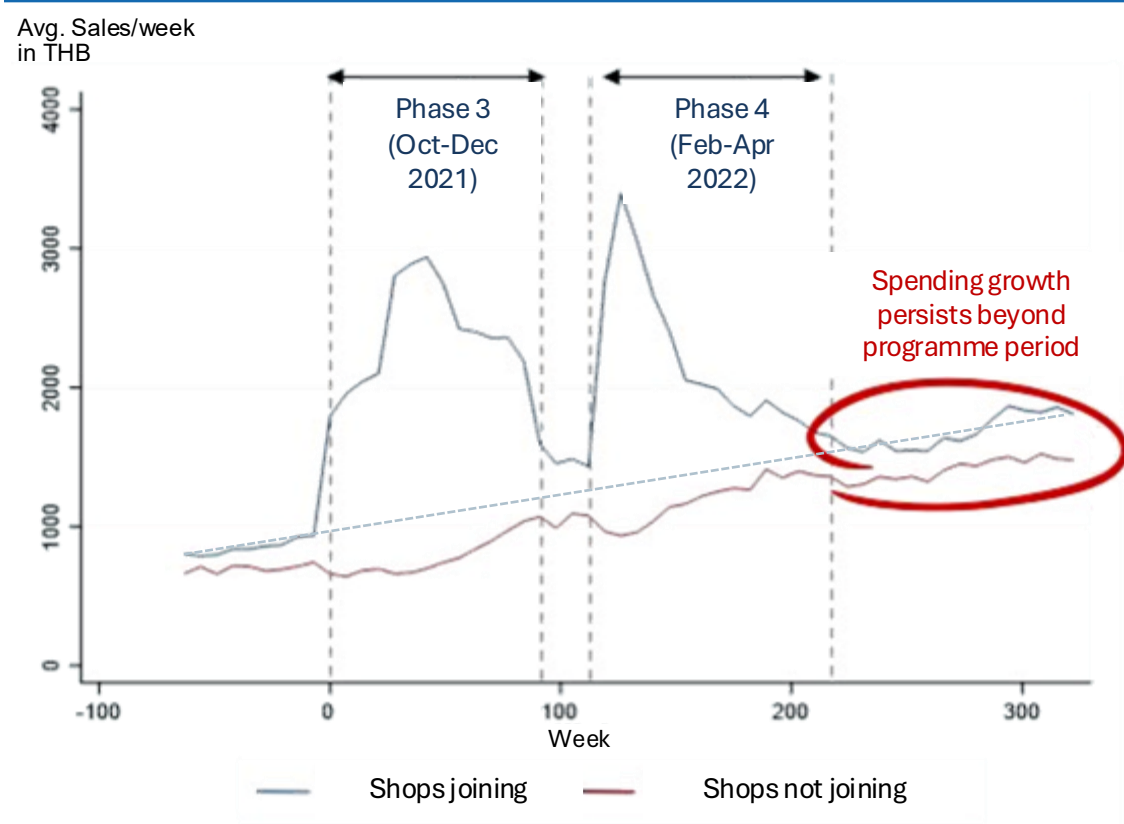
TH

Market Outlook

รัฐบาลเฉพาะกิจหวังฟื้นโครงการคนละครึ่ง เพื่อกระตุ้นการบริโภค ขณะที่ผลการศึกษาจากงานวิจัยที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าเงินอุดหนุนช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายในร้านค้าที่เข้าร่วม แต่ทำให้การซื้อสินค้าในร้านค้าที่ไม่ได้เข้าร่วมโครงการลดลง



ยอดขายของร้านค้าก่อนและหลังเข้าร่วมคนละครึ่ง 1.0



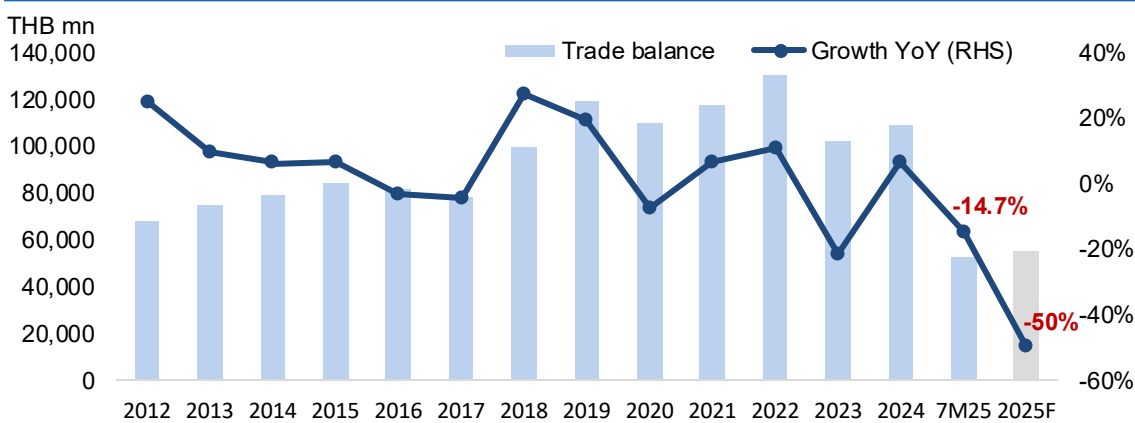
เปรียบเทียบผลของมาตรการคนละครึ่งและ Digital Wallet ต่อ GDP

Package	Phase	Budget (THB mn)	Budget to GDP (%)	Contribution to GDP (%)
50:50 Co-payment 1.0	I: Oct-Dec 20	30,000	0.2	0.3
	II: Jan-Mar 21	17,500	0.1	0.3
	III: Jun-Dec 21	84,000	0.5	1.4
	IV: Feb-Apr 22	34,800	0.2	0.4
	V: Sep-Oct 22	23,200	0.1	0.1
Digital Wallet	I: Sep-Dec 24	145,000	0.8	0.4
	II: Jan-Mar 25	30,000	0.2	
50:50 Co-payment 2.0	Oct 25 – n.a. (Schedule)	27,000 + (25,000 2569FY)	n.a.	n.a.

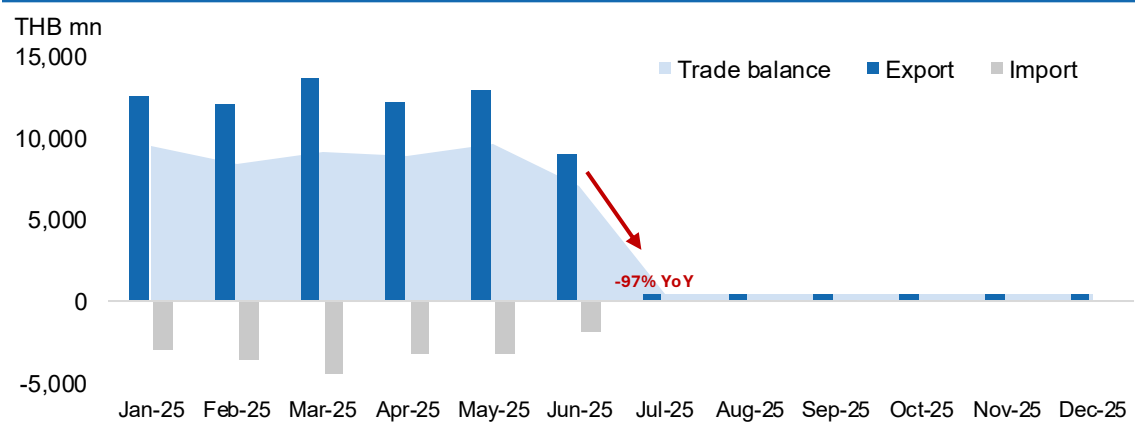
Source: Muthitacharoen, A. (2024). Digital fiscal stimulus and SMEs: difference-in-differences evidence from Thailand’s half-and-half program, The standard wealth, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความขัดแย้งระหว่างไทย-กัมพูชาอาจทำให้อัตราการเติบโตของ GDP ลดลง 0.3% หากการค้าชายแดนต้องหยุดชะงักในครึ่งหลังของปี 2025

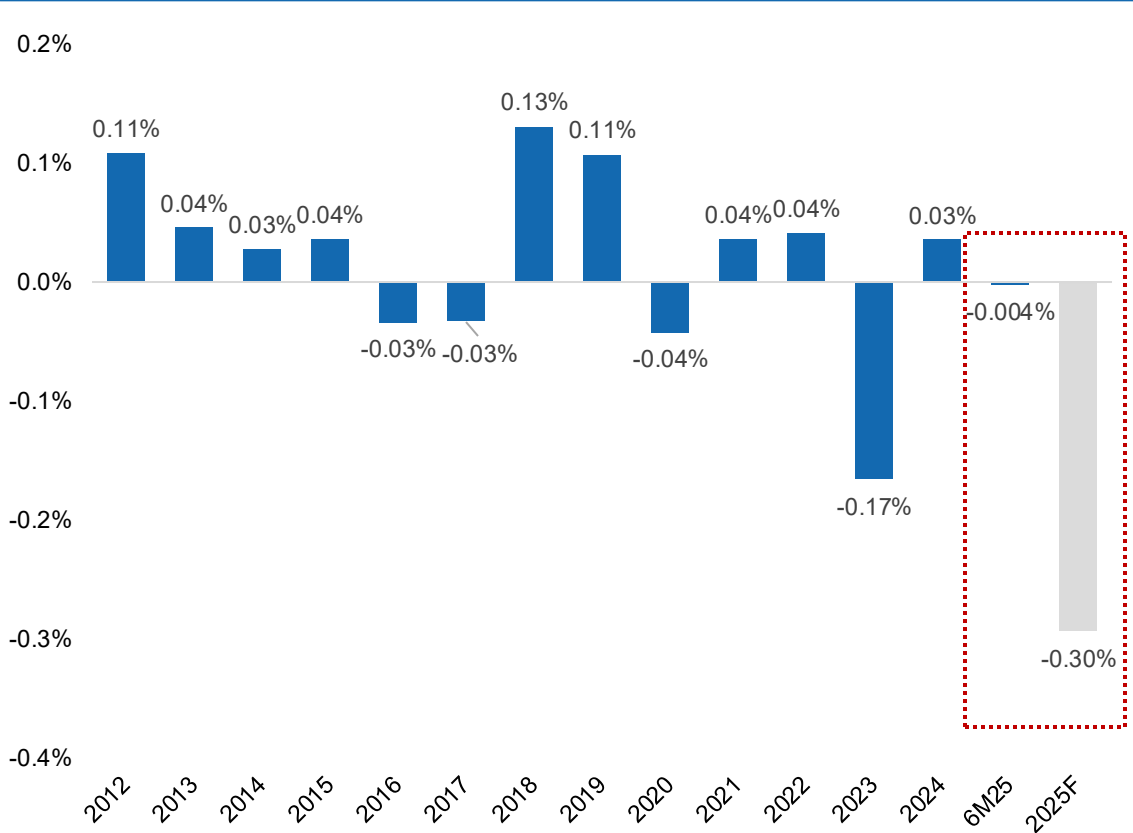
ดุลการค้าชายแดนของไทยกับกัมพูชา



มูลค่าการค้าชายแดนระหว่างไทยกับกัมพูชารายเดือน



ผลกระทบของดุลการค้าสุทธิ ระหว่างไทยกับกัมพูชาต่อ GDP ไทยที่แท้จริง



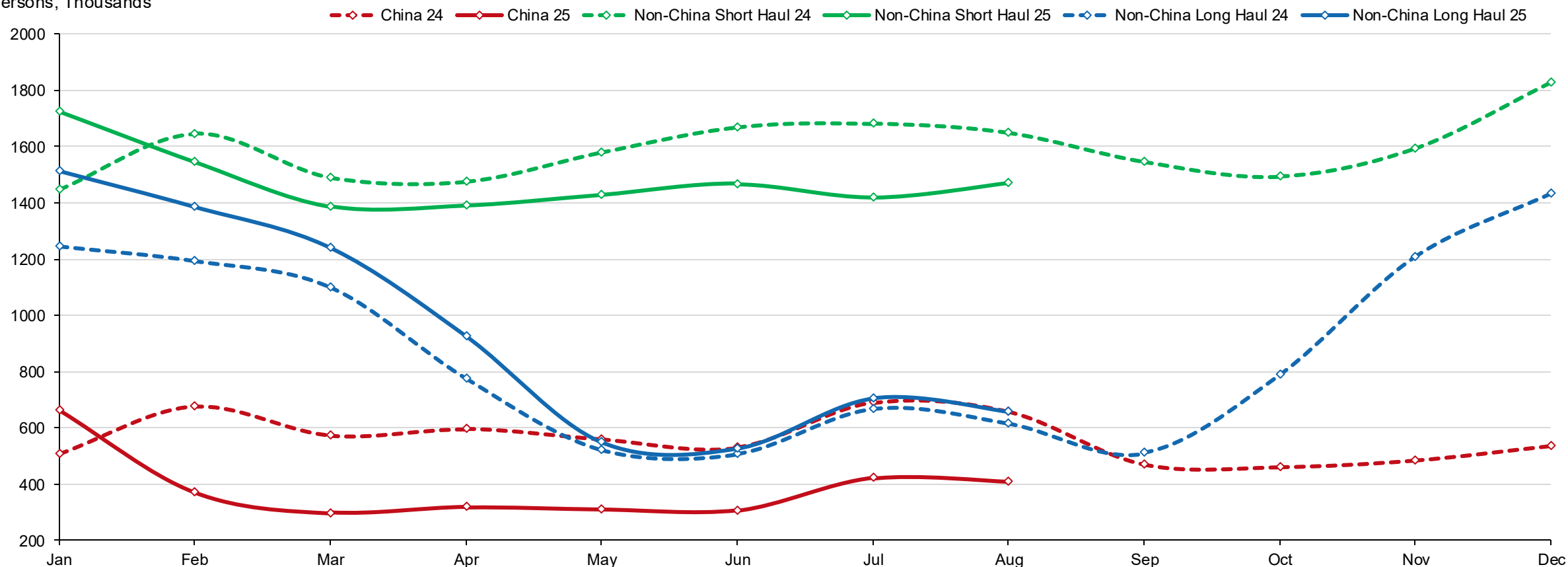
Source: DFT, MOC, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนและนักท่องเที่ยวระยะสั้นที่ลดลง ส่งผลให้ ภาคการท่องเที่ยวในปี 2025 อ่อนแรง



จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ แยกตามประเทศต้นทางและระยะทางการเดินทางเปรียบเทียบระหว่างปี 2024 และ 2025

Persons, Thousands



Note: Short haul tourists contain with East Asia (Hong Kong, Taiwan, Japan, South Korea), ASEAN and South Asia (India, Sri Lanka, Nepal, Bangladesh)

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

Overview

US

EU

JP

CN

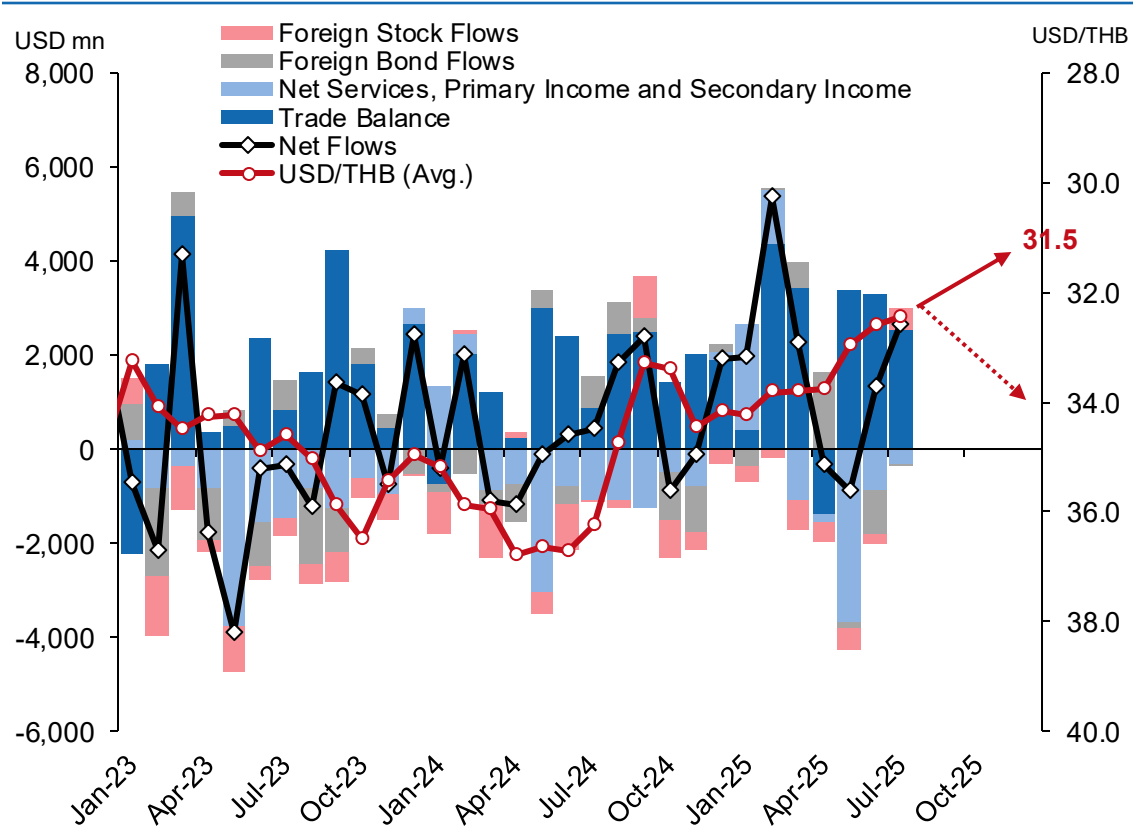
TH

Market Outlook

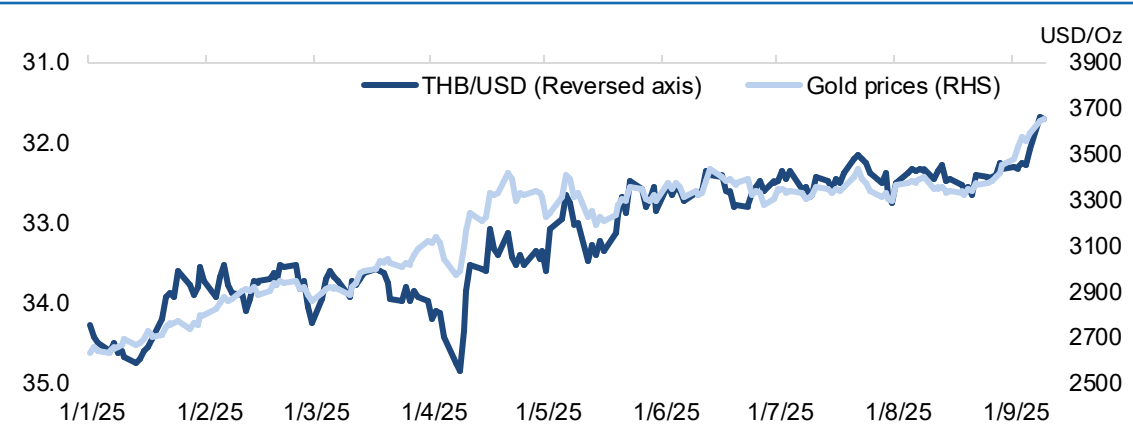
ค่าเงินบาทแข็งค่าต่ำกว่า 32 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ สอดคล้องกับราคาทองคำที่พุ่งสูงขึ้น
เนื่องจากไทยเป็นผู้นำการซื้อขายทองคำในภูมิภาคตลาดเกิดใหม่ของเอเชีย



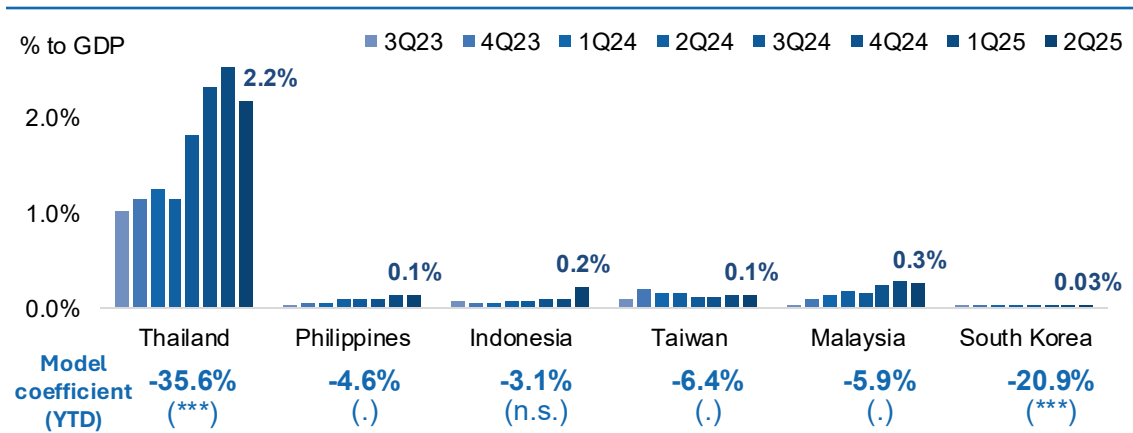
ภาพรวมรายเดือนของการค้า กระแสเงินลงทุน และทิศทางค่าเงินบาท



ความสัมพันธ์ระหว่างราคาทองคำกับการแข็งค่าของเงินบาท (THB/USD)



สัดส่วนการส่งออกทองคำที่ไม่ใช่ทองคำสำรองต่อ GDP เมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน

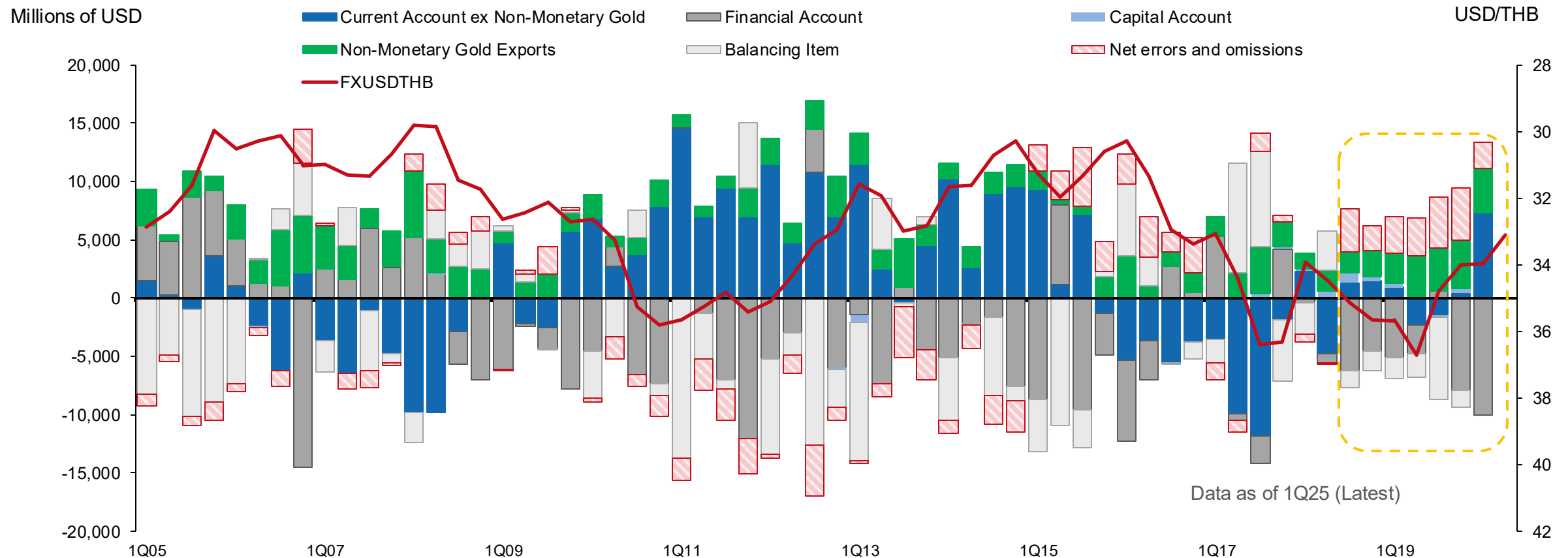


Source: Bloomberg, CEIC, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกทองคำและเงินไหลเข้าจากธุรกรรมที่ไม่สามารถอธิบายได้ (Errors & omissions) รวมถึงการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นสาเหตุที่ทำให้เงินบาทแข็งค่า



องค์ประกอบของดุลการชำระเงินของไทย (BoP) เทียบกับค่าเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ (กลับด้าน)



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

Overview

US

EU

JP

CN

TH

Market Outlook

ตลาดหุ้นมี Valuation ที่แพง สะท้อนผ่านดัชนี “ความหวังและความฝัน” ที่พุ่งสูงขึ้นมา บ่งชี้ถึงภาวะฟองสบู่ที่เริ่มก่อตัว



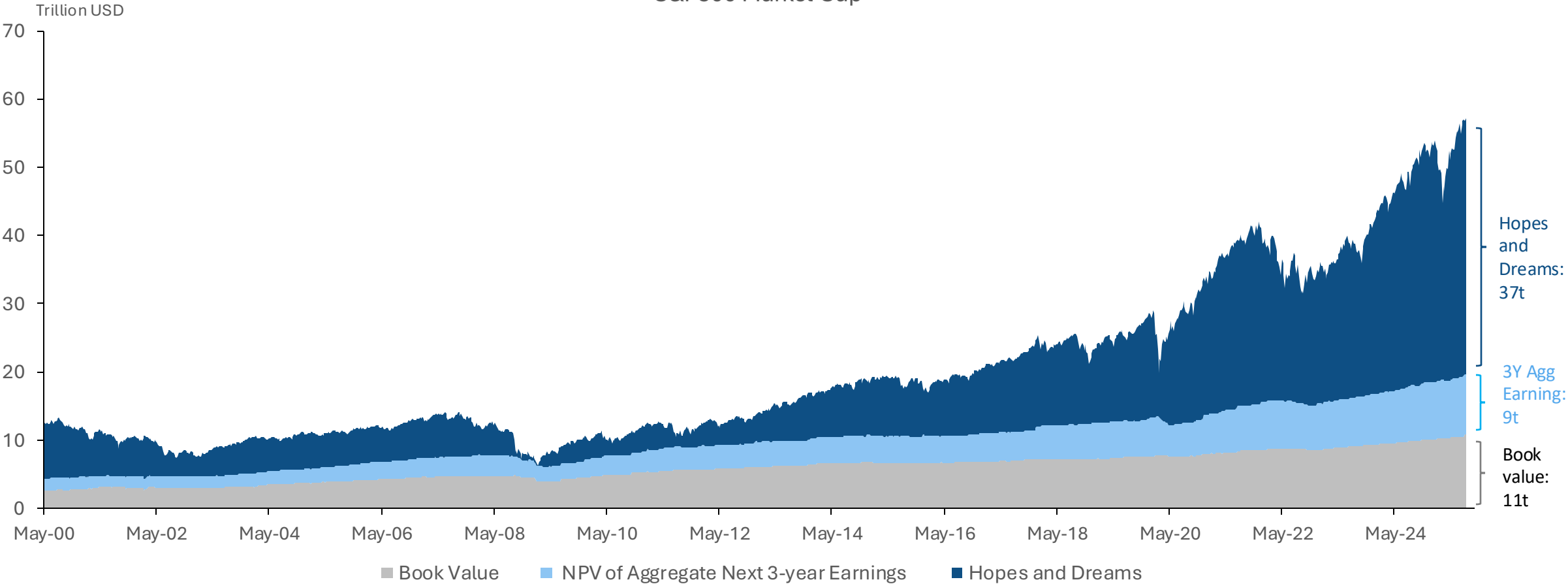
- สัดส่วนของ **“Hopes and Dreams”** หรือความหวังและความฝันในตลาดหุ้น ซึ่งหมายถึงสัดส่วนของมูลค่าตลาดที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยมูลค่าทางบัญชีหรือคาดการณ์กำไรในอีก 3 ปีข้างหน้ารวมกัน ได้พุ่งขึ้นแตะระดับสูงสุดใหม่ที่กว่า 37 ล้านล้านดอลลาร์ คิดเป็น 66% ของมูลค่าตลาดรวมทั้งหมดของ S&P 500 ที่ 57 ล้านล้านดอลลาร์ ถือเป็นระดับสูงสุดในประวัติศาสตร์ สะท้อน Sentiment ที่เป็นบวกอย่างมากของนักลงทุน และสภาพคล่องในตลาดที่ยังมีอยู่สูงจากคาดการณ์นโยบายการเงินที่จะผ่อนคลายขึ้นในระยะข้างหน้า
- **ผลตอบแทนหุ้นสหรัฐฯ ตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมาเกือบทั้งหมดถูกขับเคลื่อนโดย H&D** โดยในขณะที่ดัชนีปรับเพิ่มขึ้นราว 10% ตั้งแต่ต้นปี มูลค่าทางบัญชีและประมาณการกำไรในอีกสามปีข้างหน้ากลับเพิ่มขึ้นเพียงราว 2.5% เท่านั้น สะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่ไม่ได้พัฒนาขึ้นอย่างมาก ขณะที่ Sentiment ของตลาดการเป็นปัจจัยหลักขับเคลื่อนตลาดในปีนี้อย่างมาก โดยหากวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนี H&D กับผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้นของ S&P 500 ในช่วง 10 ปีล่วงหน้า บ่งชี้ว่าการเข้าซื้อหุ้นที่มี Valuation สูงมากอย่างในปัจจุบัน อาจนำไปสู่ผลตอบแทนระยะยาวที่ค่อนข้างต่ำ
- ในขณะที่ฝั่งตราสารหนี้ **เราประเมินอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวมีโอกาสเพิ่มสูงขึ้น** เนื่องจาก Fed กำลังเผชิญความเสี่ยงที่จะปรับลดดอกเบี้ยท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อ โดยดัชนีราคาภาคบริการ ISM ซึ่งถือเป็นตัวชี้วัดนำที่มีความสัมพันธ์กับ CPI สูงกว่า 0.8 กำลังส่งสัญญาณว่าเงินเฟ้ออาจเร่งตัวขึ้นในช่วงปลายปี ขณะเดียวกันกลุ่มนักลงทุนที่สูญเสียความไว้วางใจแก่ผู้กำหนดนโยบาย หรือที่เรียกว่า **Bond Vigilantes** อาจเพิ่มแรงกดดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวสูงขึ้นอีกครั้ง คล้ายกับสิ่งที่เกิดขึ้นในปีก่อน โดยในปี 2024 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นกว่า 100 bps หลังการลดดอกเบี้ยของ Fed ขณะที่อัตราผลตอบแทนของเยอรมนีและฝรั่งเศสก็ปรับตัวขึ้นเช่นกัน สวนทางกับ ECB ที่ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมากกว่า 200 bps **บริบทด้านการเงินและการคลังในปัจจุบัน จึงกำลังสร้างแรงหนุนสำคัญให้กับโลหะมีค่าอย่างทองคำและแร่เงิน**
- สำหรับประเทศไทย เรามอง **Bond yield ไทยมีโอกาสปรับสูงขึ้นไปเคลื่อนไหวในกรอบ 1.5-2.0%** ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างระหว่าง Bond yield และอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มสูงขึ้นเป็น 75-125 basis points (เรามองกนง. ลดดอกเบี้ยสู่จุดต่ำสุดที่ 0.75% ในช่วงกลางปี 2026) ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ประมาณ 100 basis points เป็นระดับที่มีความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมปัจจุบัน

Hopes & Dreams เพิ่มขึ้นแตะ 37 ล้านล้านดอลลาร์ สูงสุดเป็นประวัติการณ์



‘Hopes and Dreams’ หรือสัดส่วนของมูลค่าตลาดที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยมูลค่าทางบัญชี (11 Trillion) หรือคาดการณ์กำไร 3 ปีข้างหน้ารวมกัน (9 Trillion) เพิ่มขึ้นแตะ 37 ล้านล้านดอลลาร์ สูงสุดเป็นประวัติการณ์

S&P500 Market Cap

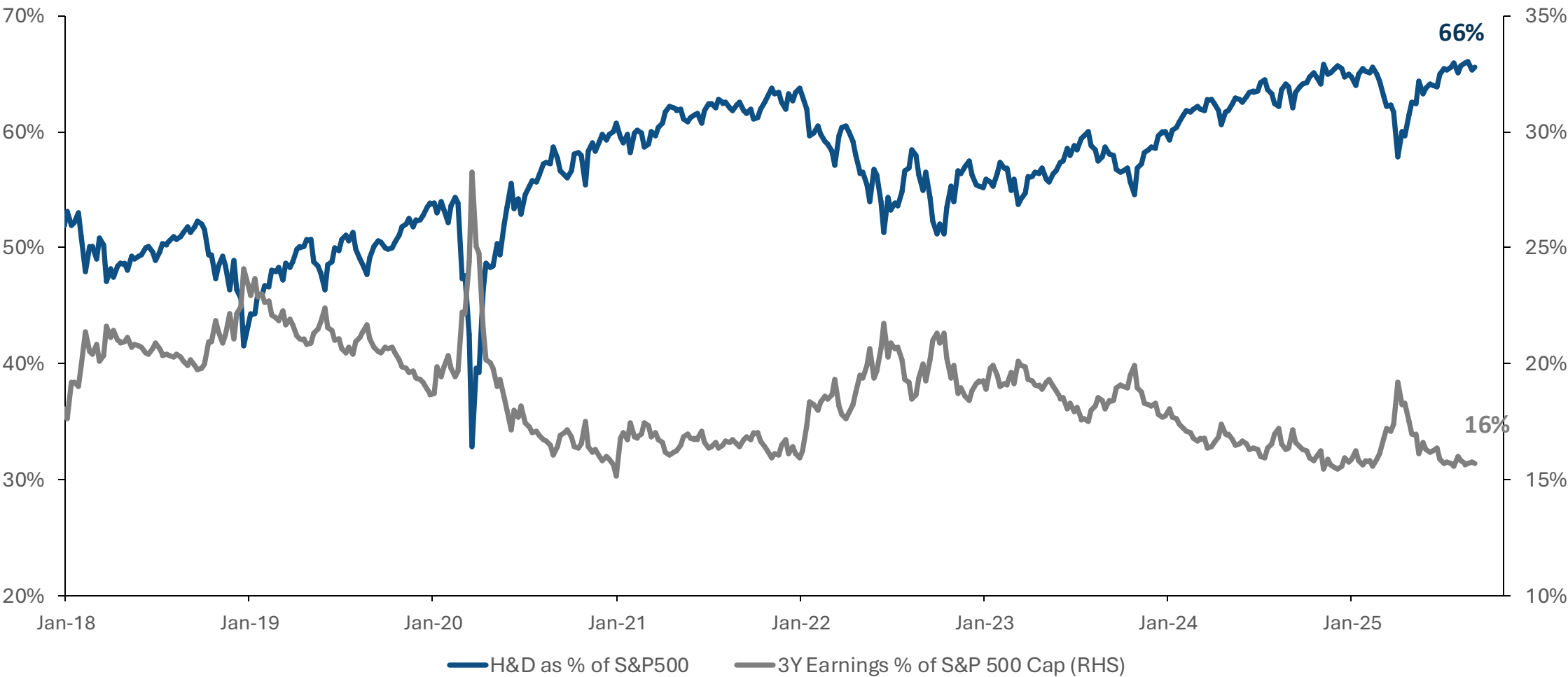


Source: Original concept by Cameron Crise, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สัดส่วนของ Hopes & Dreams เพิ่มขึ้นเป็น 66% ของมูลค่าตลาดทั้งหมด สูงกว่า
ยุคก่อนโควิด-19 ที่ประมาณ 45-50% อย่างมาก



Hopes and Dreams vs. Foreseeable Earnings



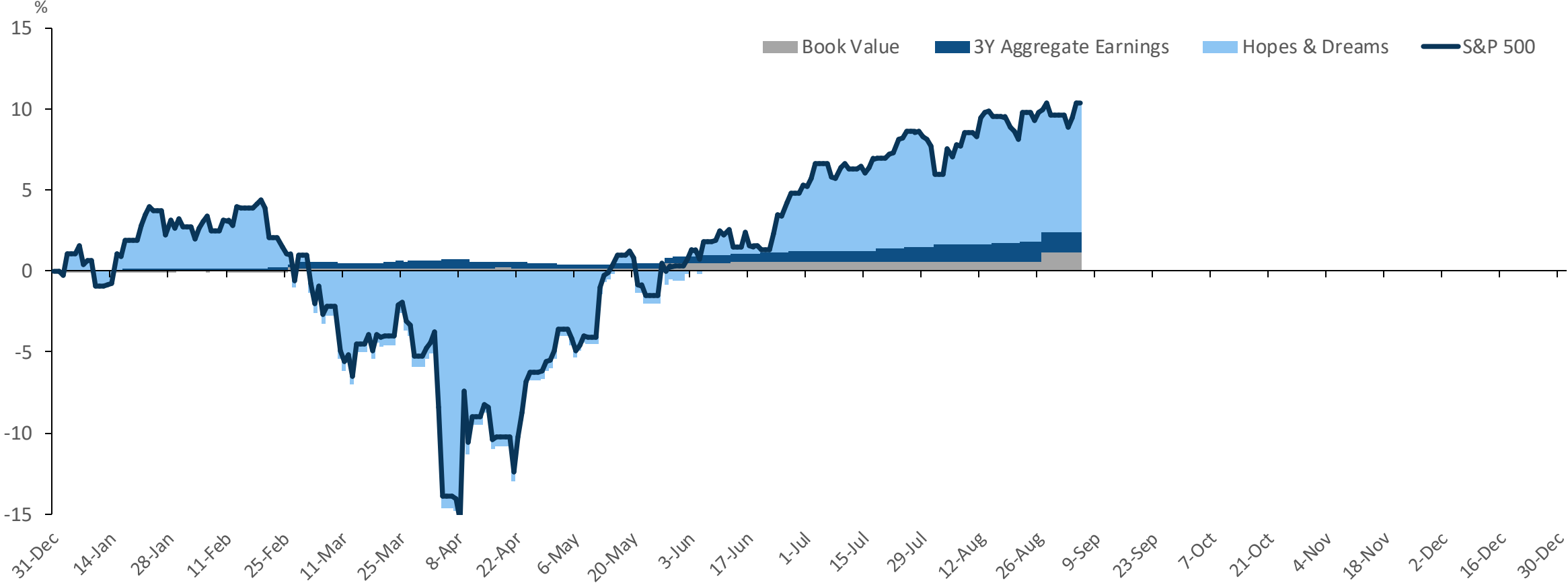
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผลตอบแทนเกือบทั้งหมดของหุ้นสหรัฐฯ ในปีนี้มาจากการเพิ่มขึ้นของ H&D



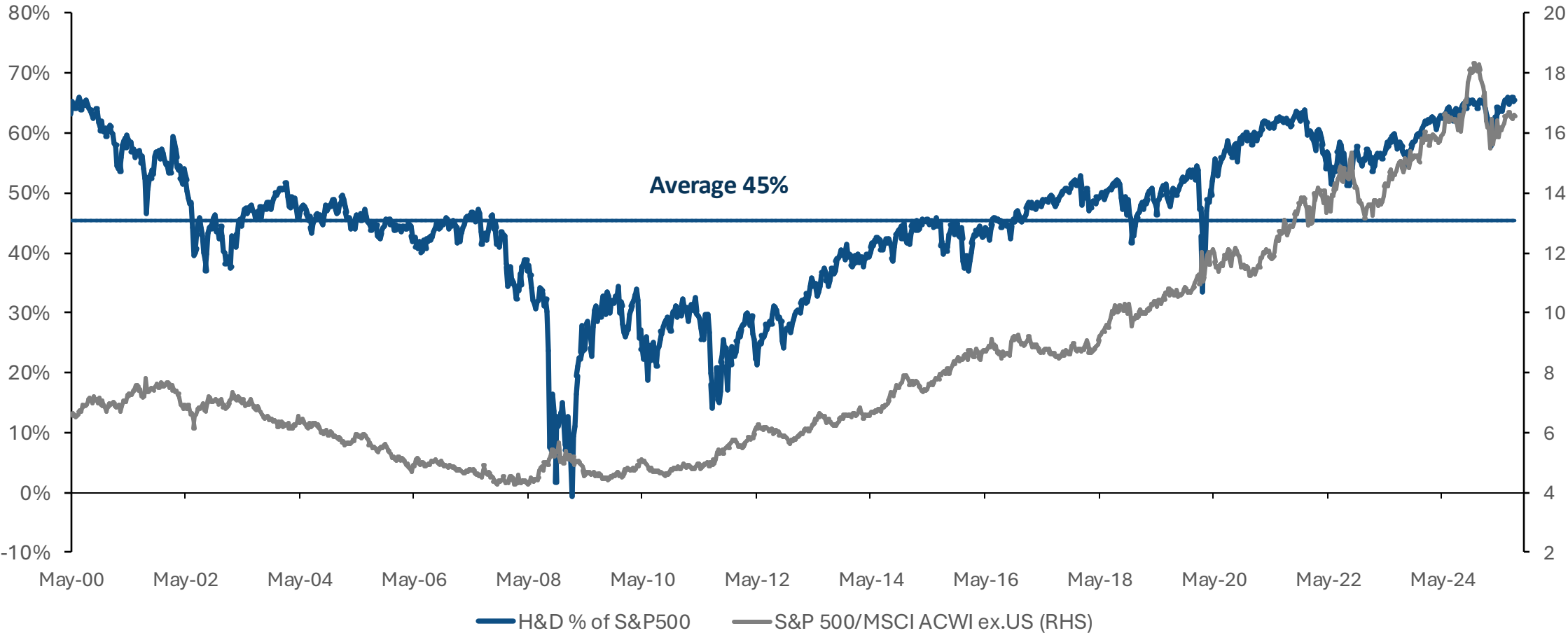
ขณะที่ดัชนีหุ้นปรับเพิ่มขึ้นราว 10% ตั้งแต่ต้นปี มูลค่าทางบัญชีและประมาณการกำไรในอีกสามปีข้างหน้ากลับเพิ่มขึ้นเพียงราว 2.5% เท่านั้น สะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่ไม่ได้พัฒนาขึ้นอย่างมาก ขณะที่ **Sentiment** ของตลาดการเป็นปัจจัยหลักขับเคลื่อนตลาดในปีนี้

2025 S&P 500 YTD Contributions



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

สัดส่วนของ H&D ที่สูงขึ้นต่อเนื่อง เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้หุ้นสหรัฐฯ ให้ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นประเทศอื่น ๆ อย่างมากหลังจากปี 2008



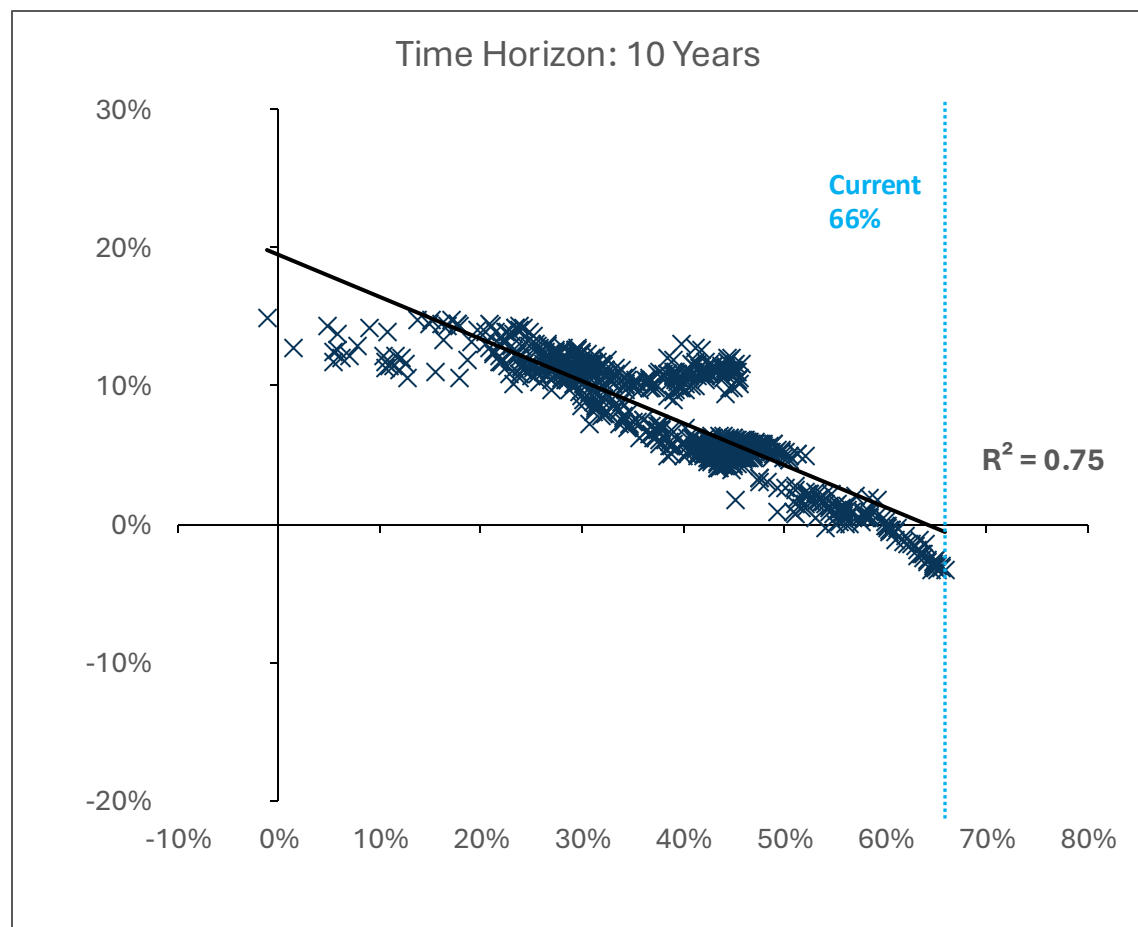
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเข้าซื้อหุ้นที่มี Valuation สูงมากอย่างในปัจจุบัน อาจนำไปสู่ผลตอบแทนระยะยาวที่ค่อนข้างต่ำ

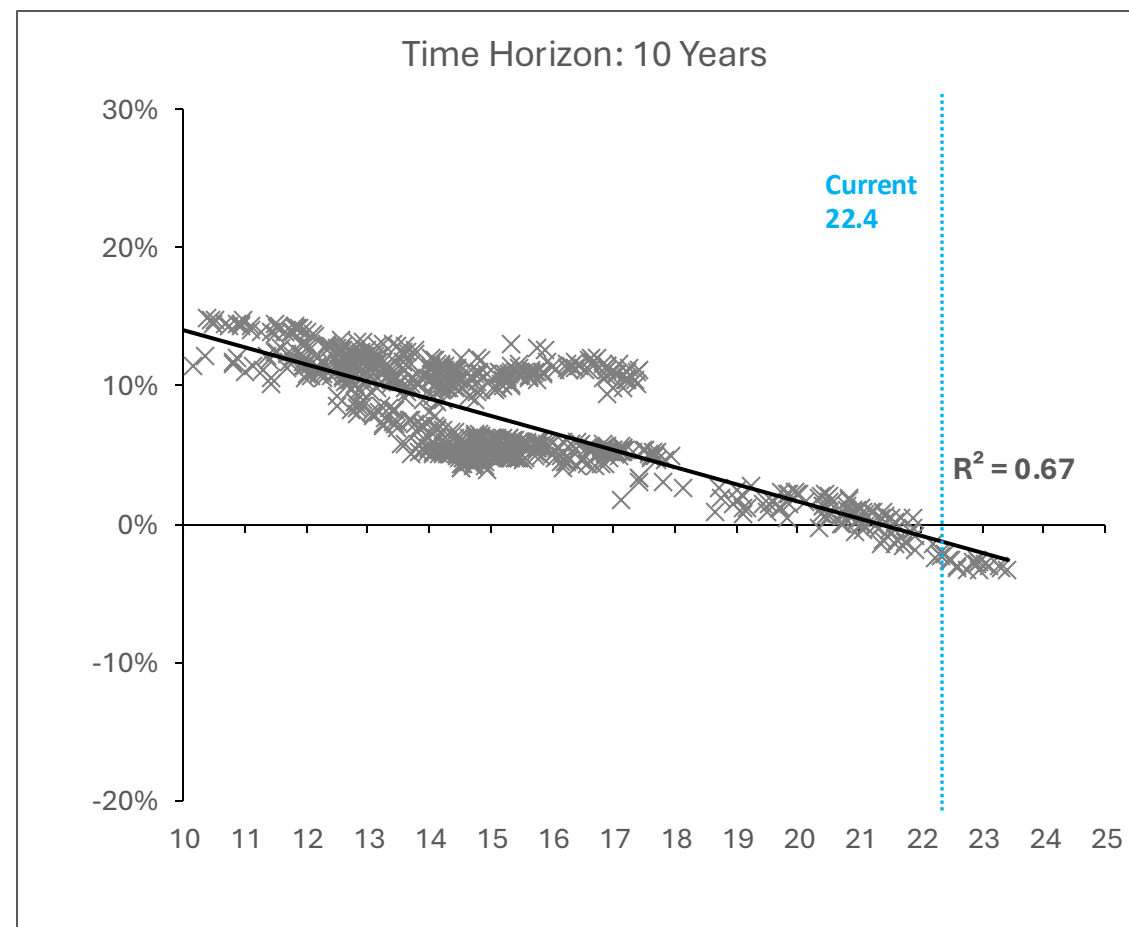


ดัชนี Hopes & Dreams เทียบกับผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้น 10 ปีล่วงหน้าของ

ดัชนี S&P 500

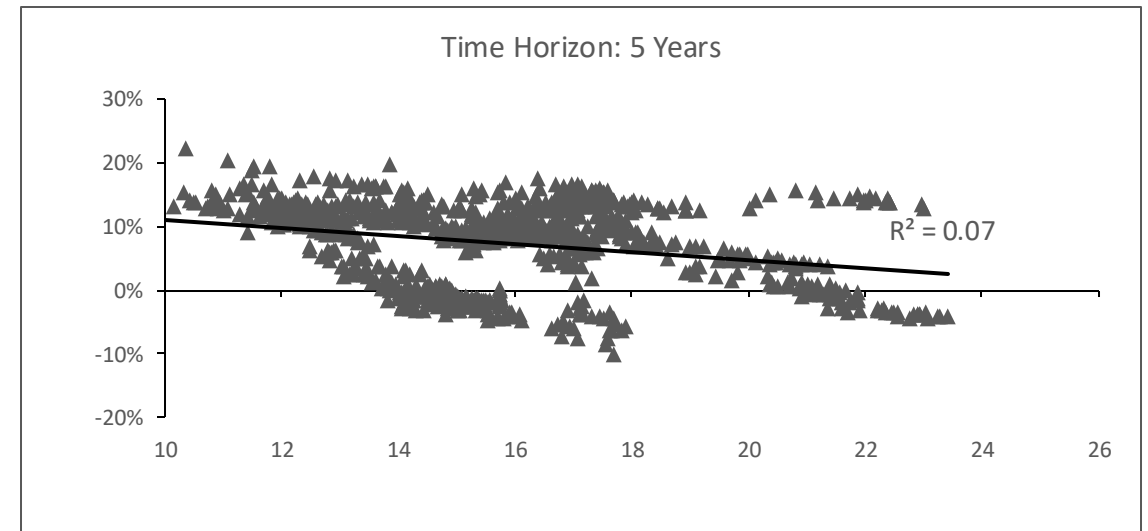
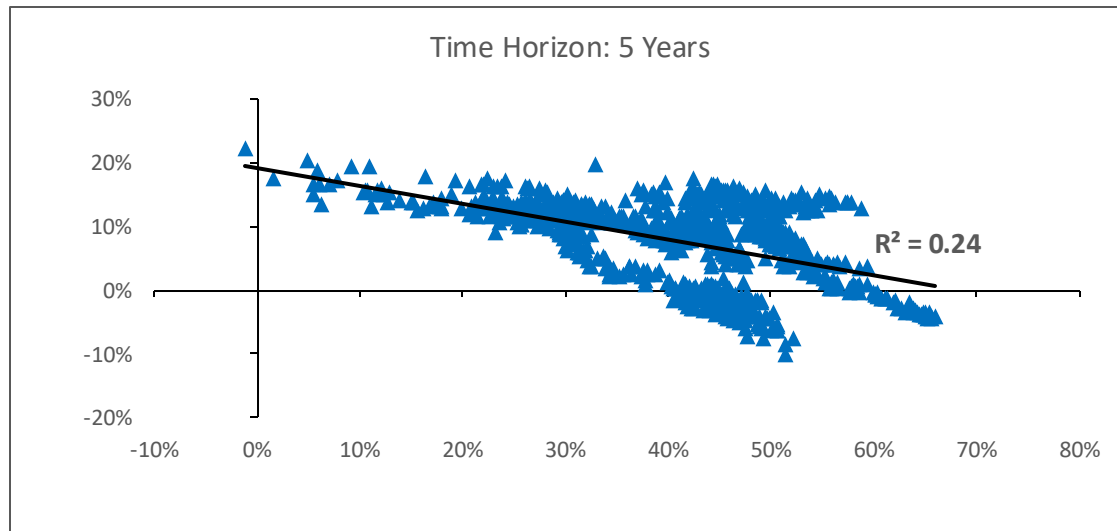
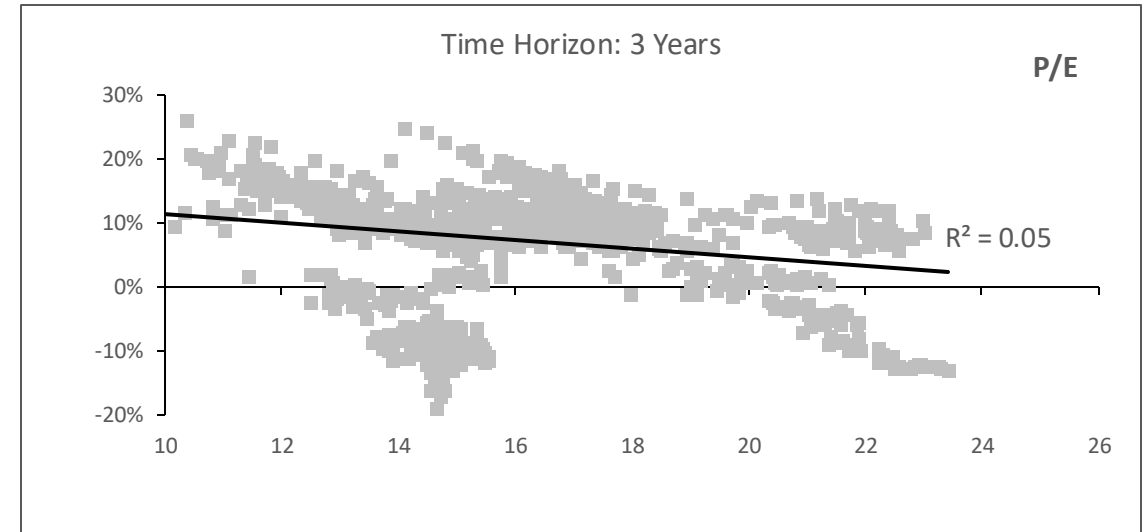
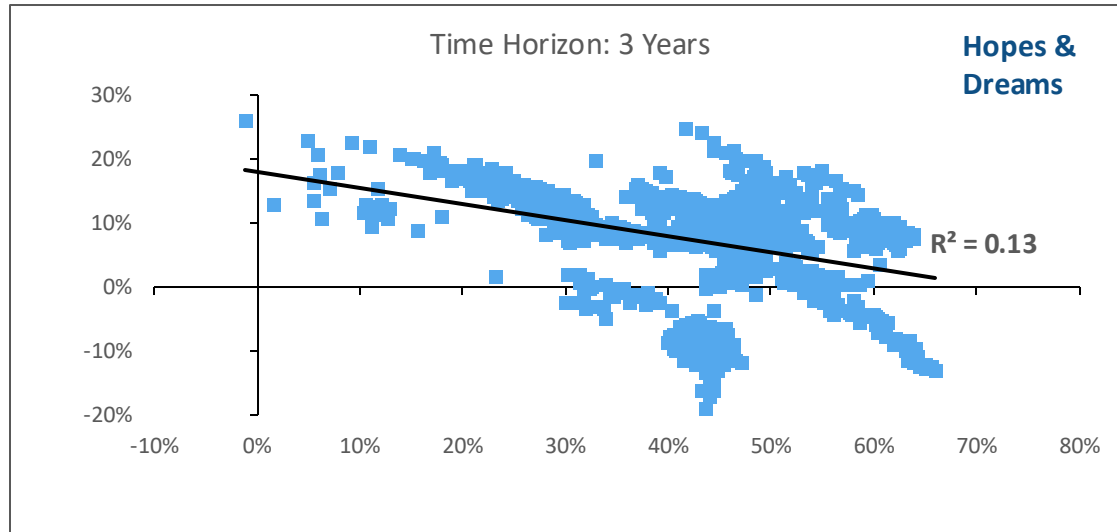


ดัชนี P/E เทียบกับผลตอบแทนเฉลี่ยทบต้น 10 ปีล่วงหน้าของดัชนี S&P 500



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

ความสัมพันธ์ของดัชนี H&D กับผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้น มีนัยสำคัญทางสถิติสูงกว่า P/E อย่างชัดเจนในระยะกลาง 3-5 ปี

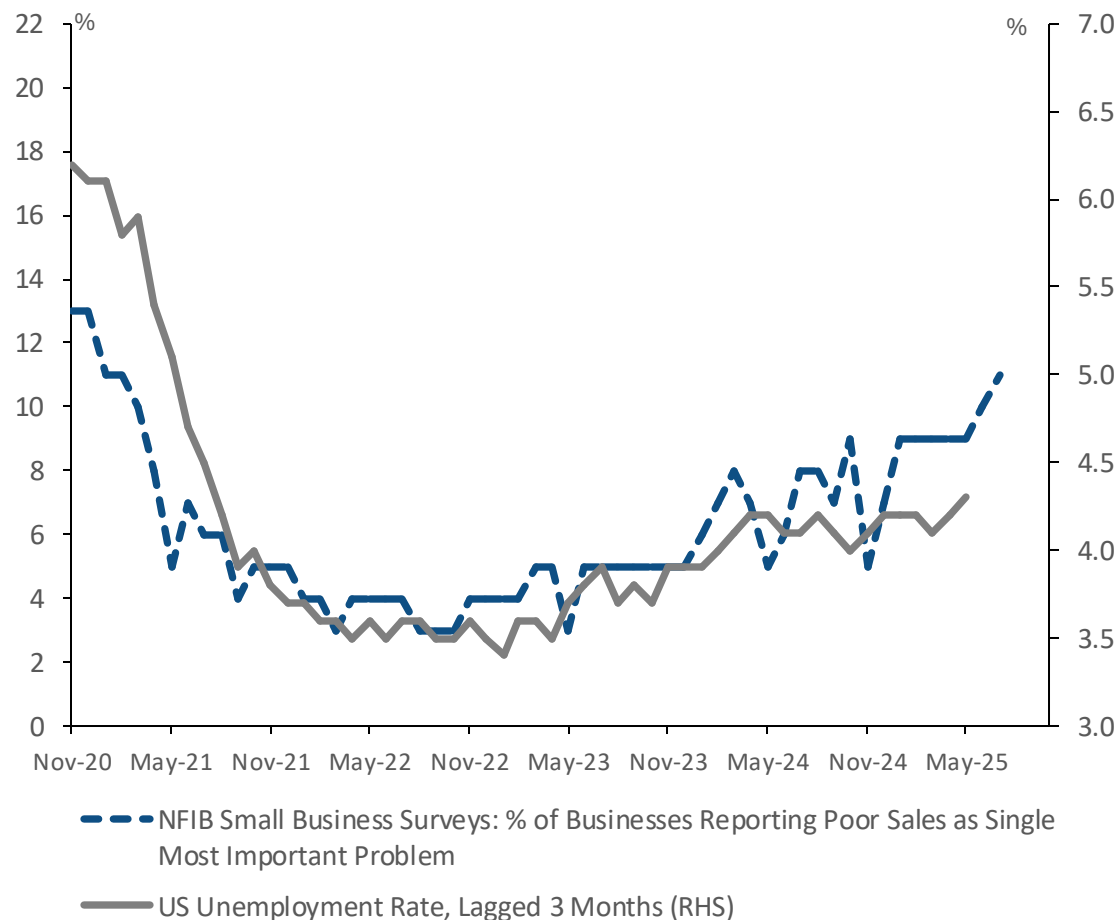


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

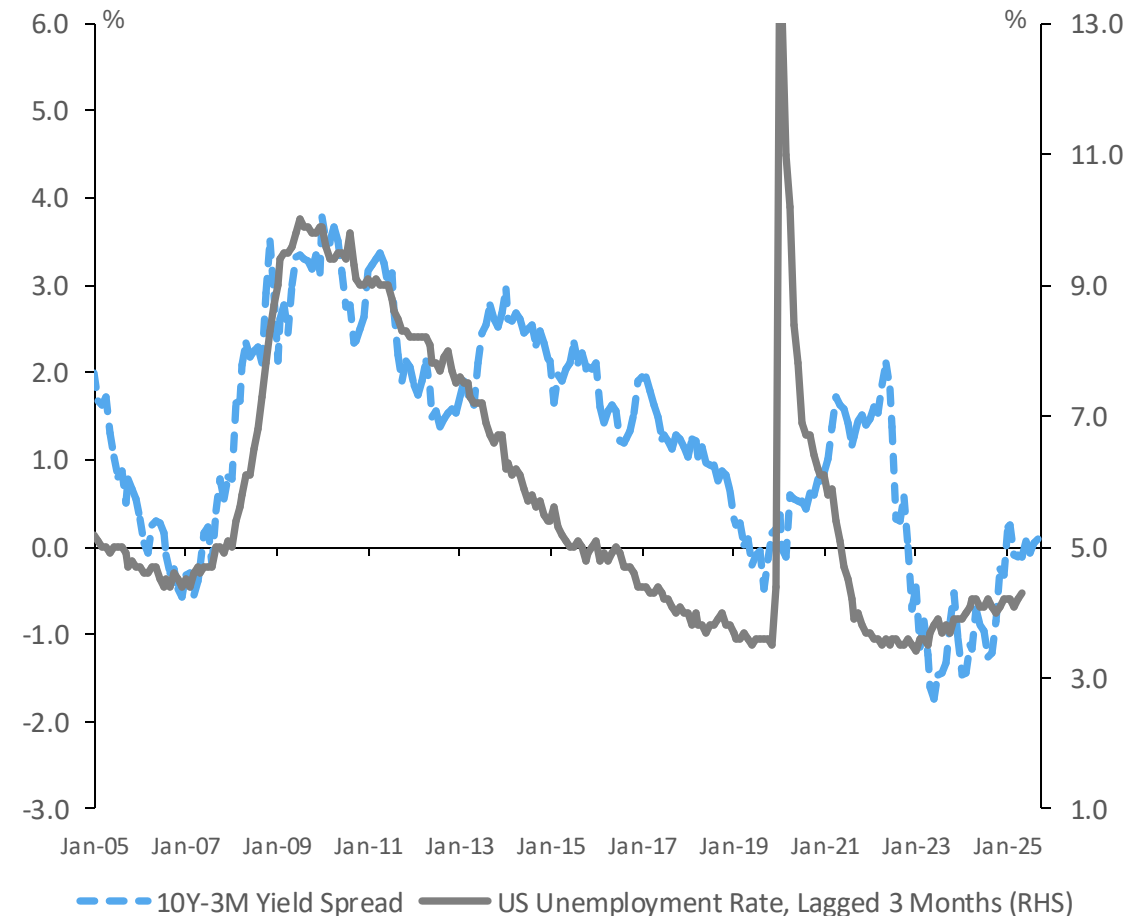
ดัชนีบ่งชี้ล่วงหน้าสะท้อนว่าตลาดแรงงานยังมีความเสี่ยงจะอ่อนตัวเพิ่มเติม ต่อเนื่อง



สัดส่วนของธุรกิจขนาดเล็กที่กังวลจะเผชิญความเสี่ยงยอดขายแย่เพิ่มสูงขึ้น



เศรษฐกิจมักเข้าสู่ภาวะถดถอยเมื่อเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield curve) ปรับชันขึ้น



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

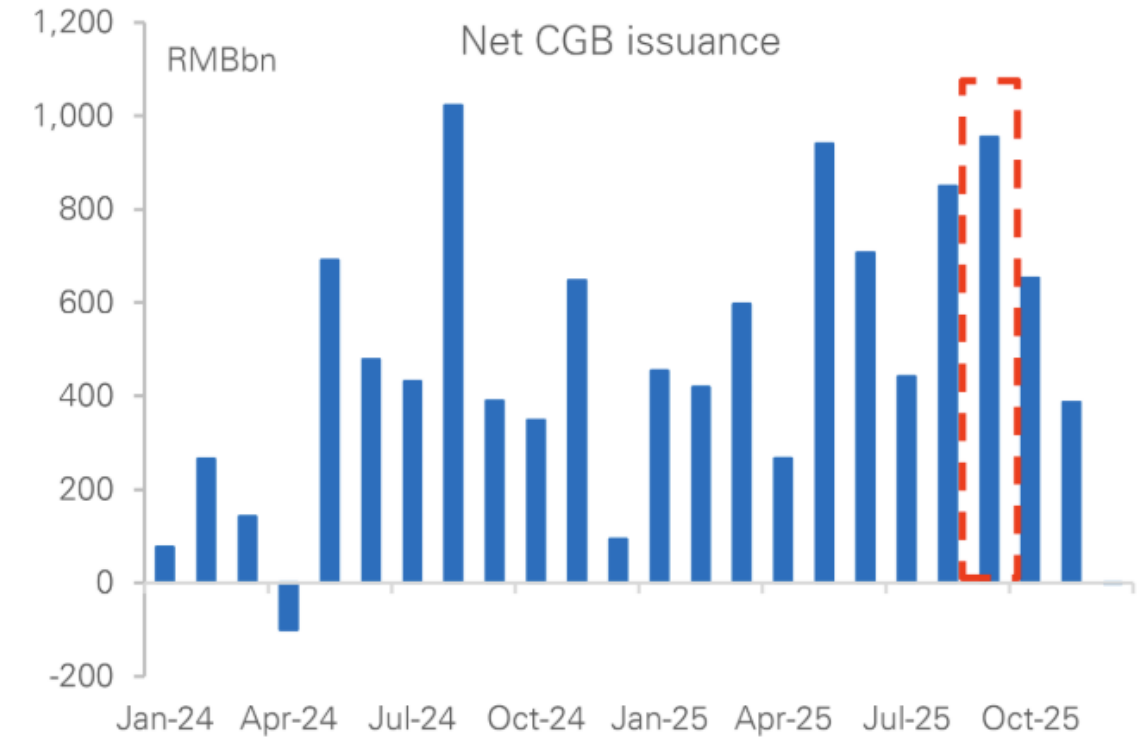
สภาพคล่องในตลาดหุ้นจีนมีแนวโน้มชะลอลงปลายปี หลังภาครัฐเริ่มแสดงความกังวลต่อการเก็งกำไรที่เพิ่มสูงขึ้น



การซื้อขายด้วยมาร์จินในตลาดจีนทะลุระดับสูงสุดปี 2015 แล้ว

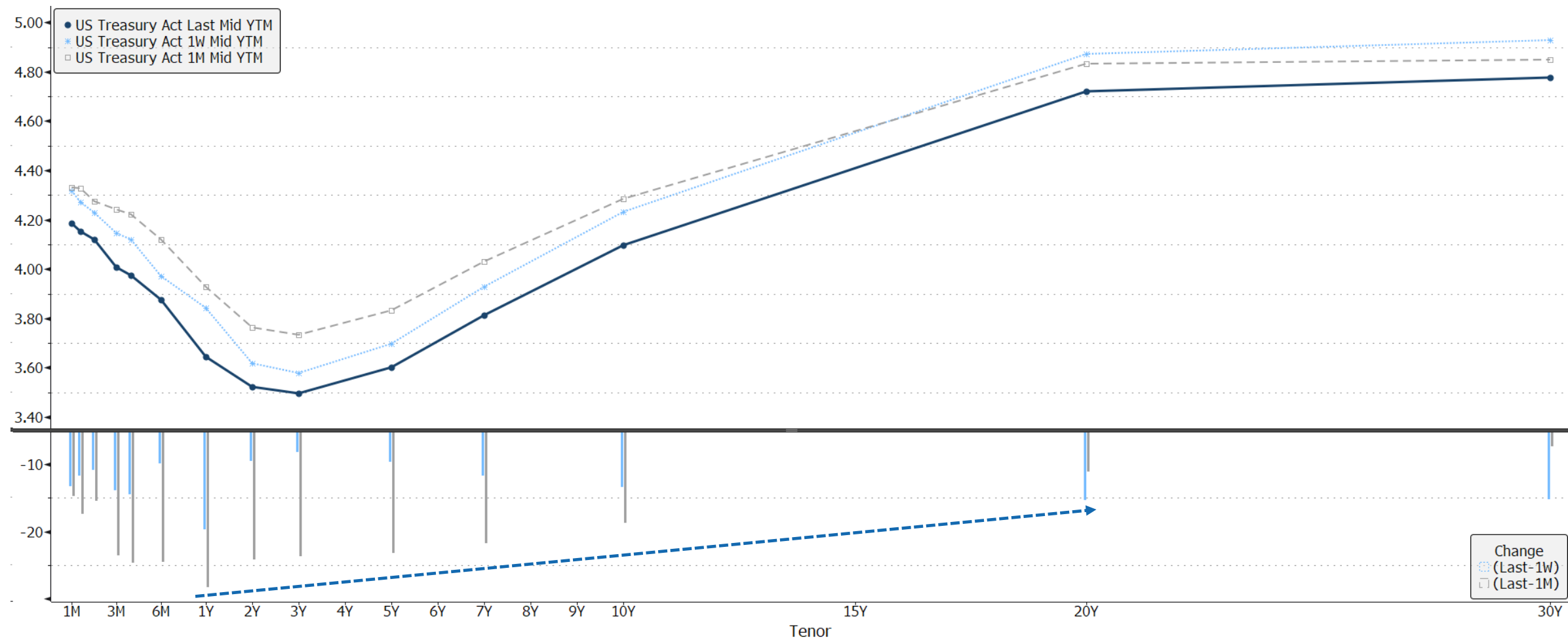


การออกพันธบัตรรัฐบาลจีน (CGB) มีแนวโน้มชะลอตัวหลังจากแตะจุดสูงสุดในเดือนกันยายน



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

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุไม่เกิน 2 ปีปรับลดลงแรงที่สุดตามที่คาด

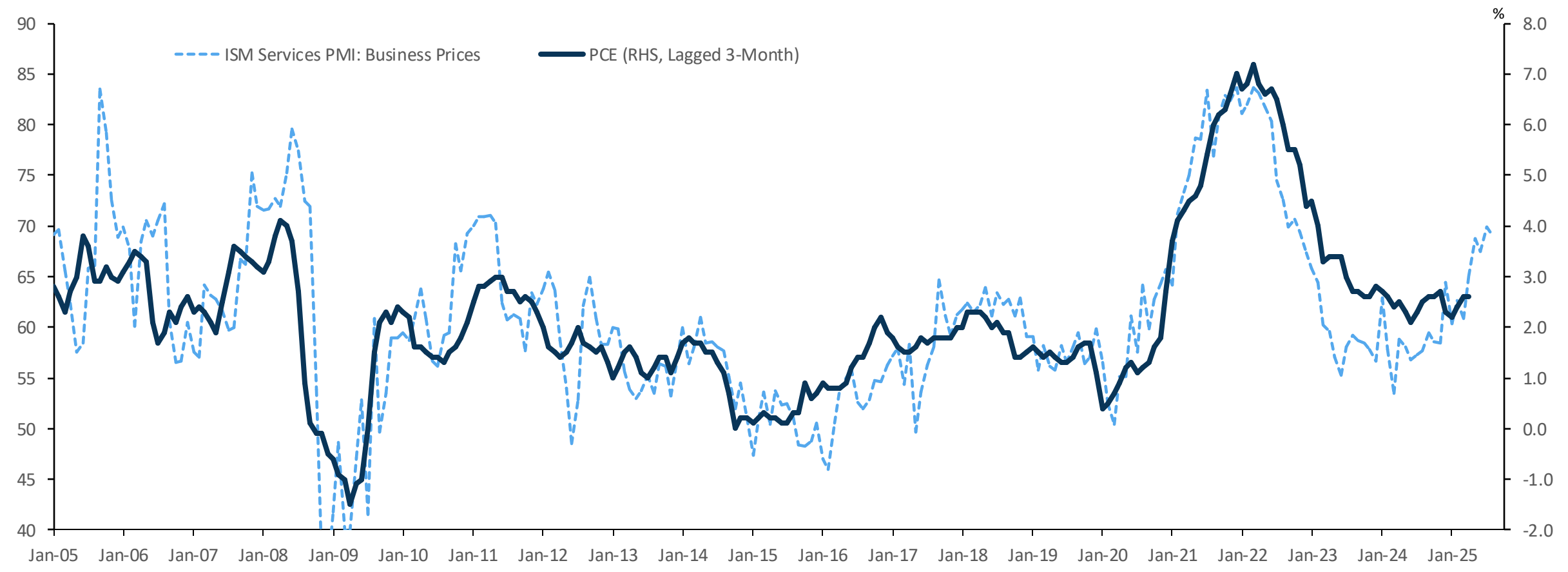


Note: Data as of 8 September 2025
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fed เสี่ยงลดดอกเบี้ยท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในช่วงท้ายปี



ดัชนีราคาภาคบริการของ ISM ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดเงินเฟ้อชั้นนำที่มีค่าสหสัมพันธ์สูงกว่า 0.8 บ่งชี้ว่าแนวโน้มเงินเฟ้ออาจร้อนแรงขึ้นในช่วงสิ้นปี เป็นปัจจัยสำคัญที่จะกดดัน Bond yield ให้ปรับลงได้ไม่มาก

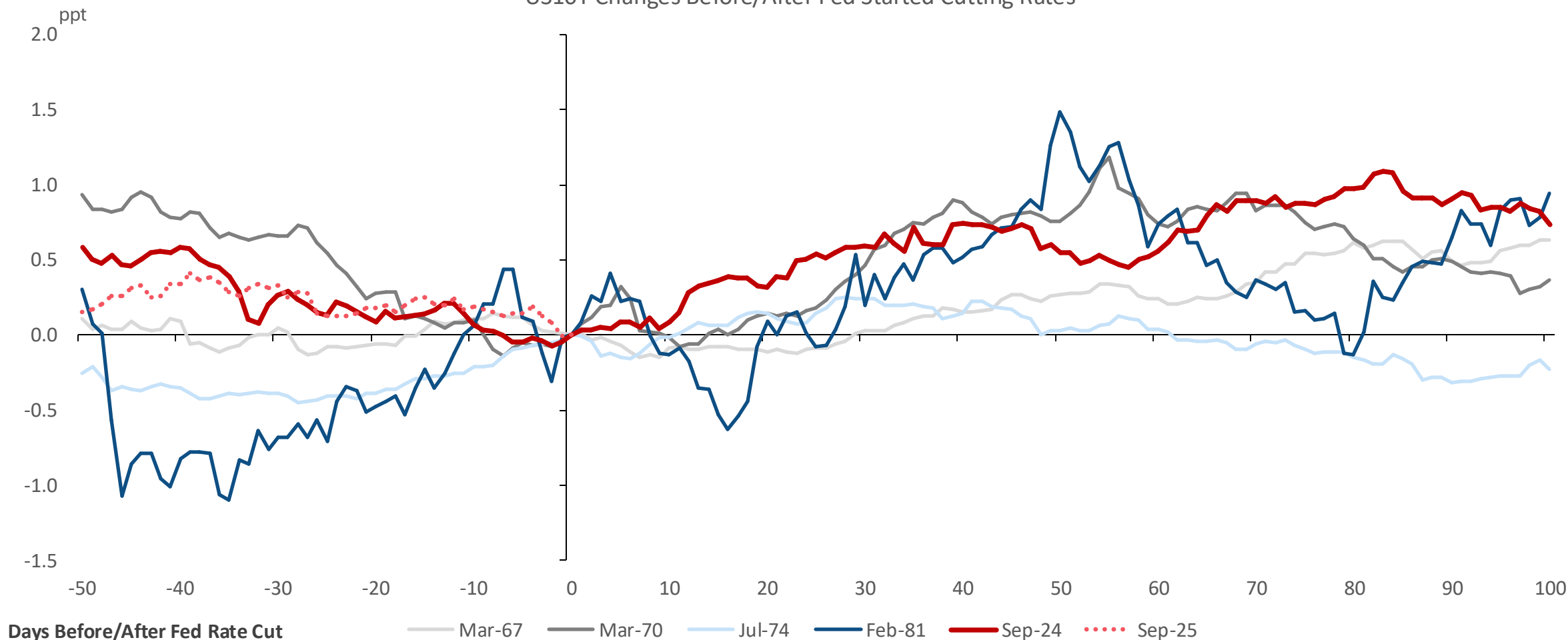


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กลุ่มนักลงทุนพันธบัตรที่กังวลกับความน่าเชื่อถือของ Fed หรือที่เรียกว่า **Bond Vigilantes** อาจผลักดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวสูงขึ้น แม้ว่า Fed จะเริ่มผ่อนคลายนโยบายการเงิน ซึ่งเป็นลักษณะเดียวกับที่เกิดขึ้นในปีที่ผ่านมา



US10Y Changes Before/After Fed Started Cutting Rates

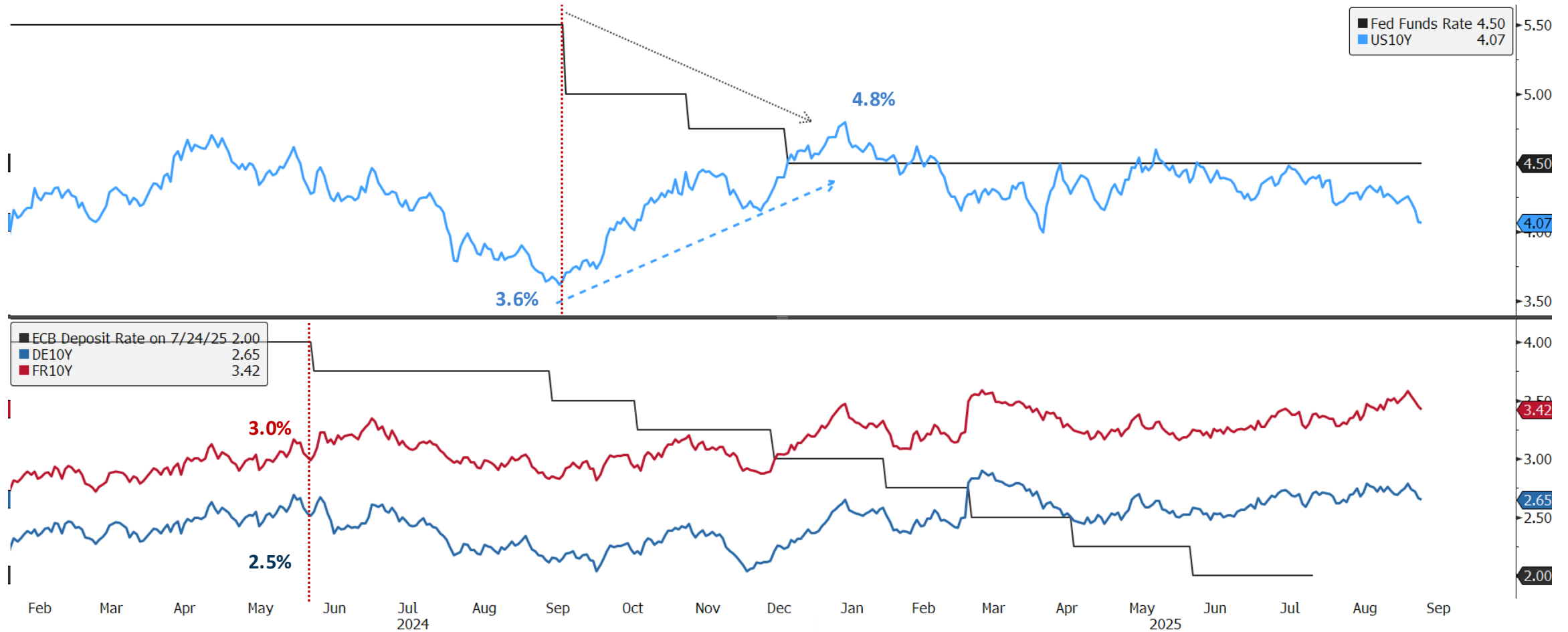


Note: For Sep-25, the latest data as of 8 September is used as Day 0 instead of actual FOMC date of 17 September 2025
Source: Fred, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ และยุโรปโซนปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ธนาคารกลางยังคงเดินหน้าลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นกว่า 100 bps ในปี 2024 สวนทางกับการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรเยอรมนีและฝรั่งเศสก็ปรับตัวขึ้นเช่นกัน แม้ว่า ECB จะลดดอกเบี้ยนโยบายรวมกว่า 200 bps สะท้อนความกังวลด้านเงินเฟ้อและสถานะการคลังที่แย่ลง



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

Yield Curve Steepening หรือส่วนต่างระหว่างต้นทุนการกู้ยืมระยะสั้นและระยะยาวที่เพิ่มมากขึ้น เป็นธีมใหญ่ในประเทศเศรษฐกิจหลักของโลกปีนี้

ประเทศส่วนใหญ่ในกลุ่ม G7 ต่างเผชิญภาวะอัตราผลตอบแทนระยะสั้นที่ปรับลดลงตามการลดดอกเบี้ย ขณะที่อัตราผลตอบแทนระยะยาวปรับตัวสูงขึ้นจากแนวโน้มหนี้การคลังที่เสื่อมถอย

	31-Dec-24			12-Sep-25			YTD Change		
	30Y	2Y	Spread	30Y	2Y	Spread	30Y	2Y	Spread
US	4.78	4.24	0.54	4.67	3.55	1.12	-0.11	-0.70	0.59
UK	5.13	4.39	0.74	5.45	3.95	1.51	0.32	-0.45	0.77
Germany	2.59	2.08	0.52	3.26	2.00	1.26	0.67	-0.07	0.74
France	3.73	2.26	1.46	4.29	2.22	2.07	0.56	-0.04	0.60
Japan	2.28	0.60	1.68	3.21	0.87	2.35	0.93	0.27	0.67
Thailand	3.02	2.00	1.02	1.95	1.11	0.83	-1.08	-0.89	-0.19

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

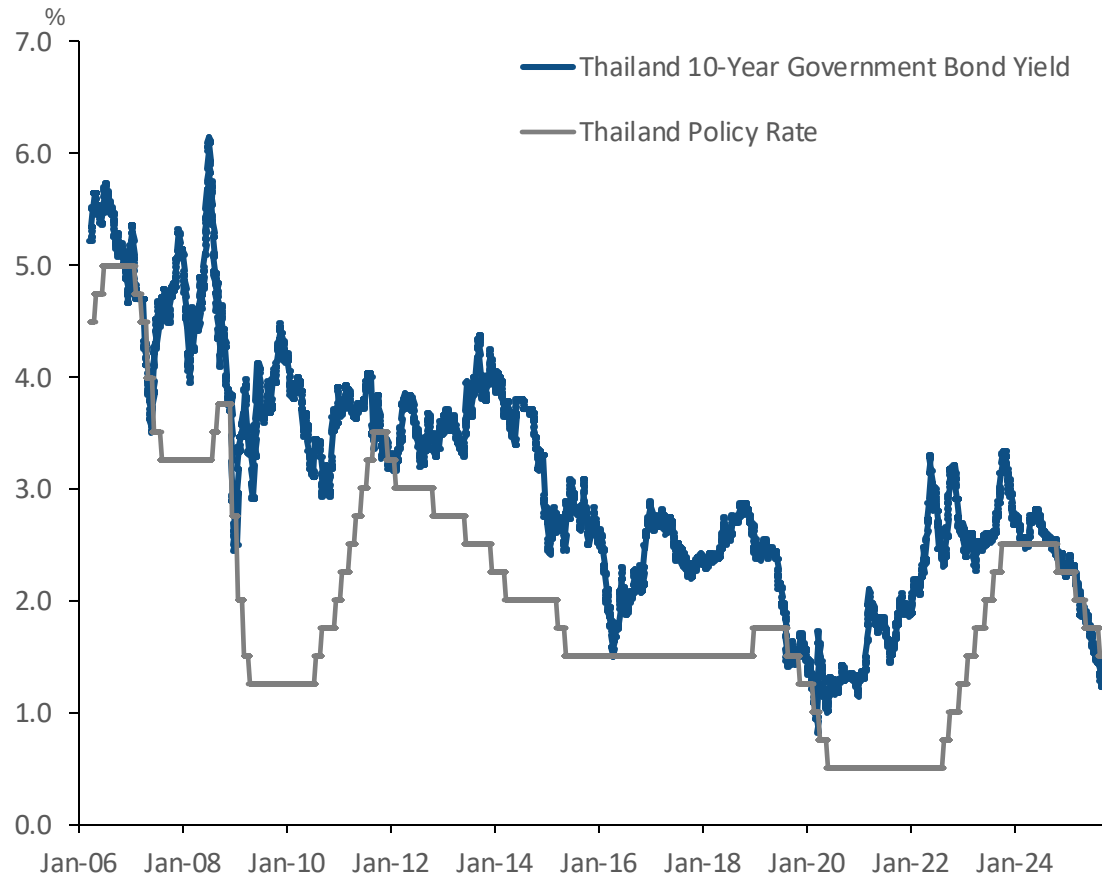
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยมีการเคลื่อนไหวที่สอดคล้องกับประเทศจีนมากขึ้น ต่างจากในอดีตที่มักตอบสนองต่อการเคลื่อนไหวของ Bond yield สหรัฐฯ เป็นหลัก



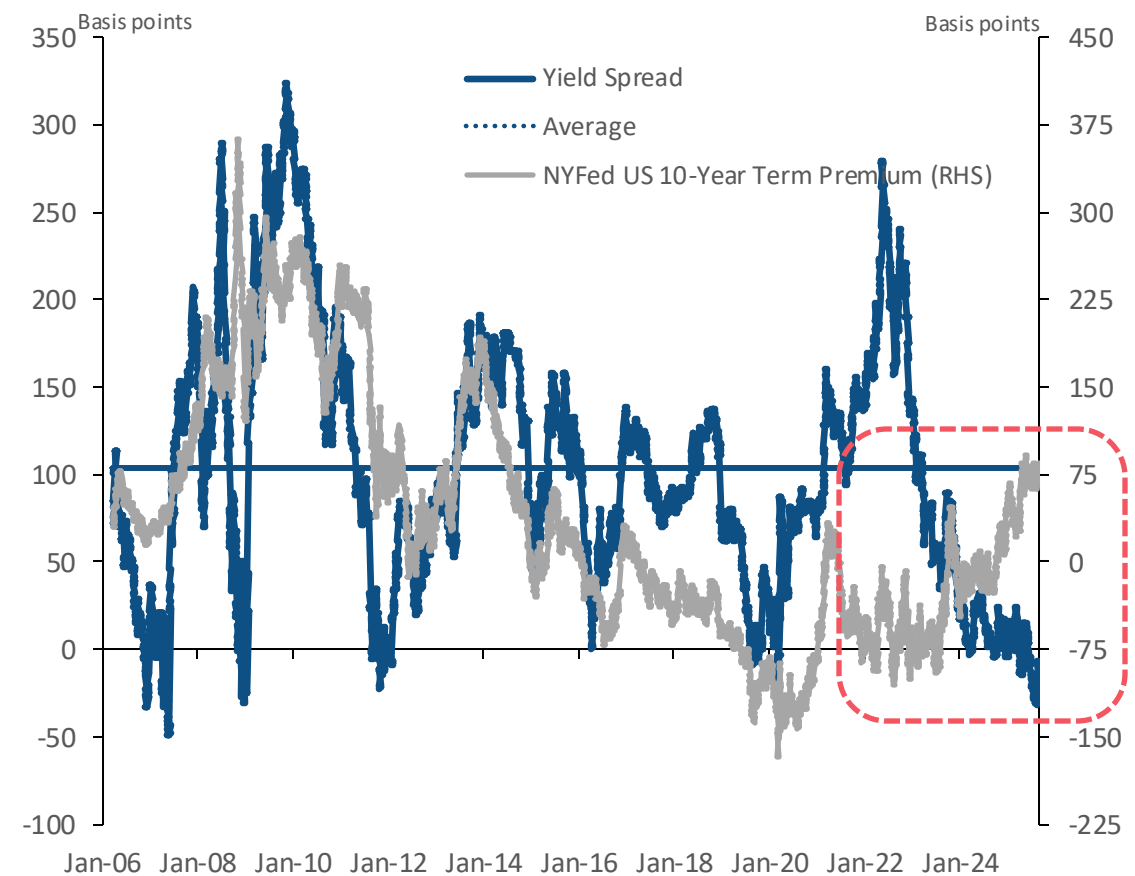
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยอายุ 10 ปีปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ตามแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่อ่อนแอลง

ส่วนต่างระหว่าง Bond yield และดอกเบี้ยนโยบายของไทย ซึ่งเป็นตัวแทนของค่า Term premium เริ่มมีทิศทางแตกต่างจากของสหรัฐฯ อย่างชัดเจน

Thailand BoT Rate and TH10Y



10-Year Government Bond Yield Spread from Policy Rate



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

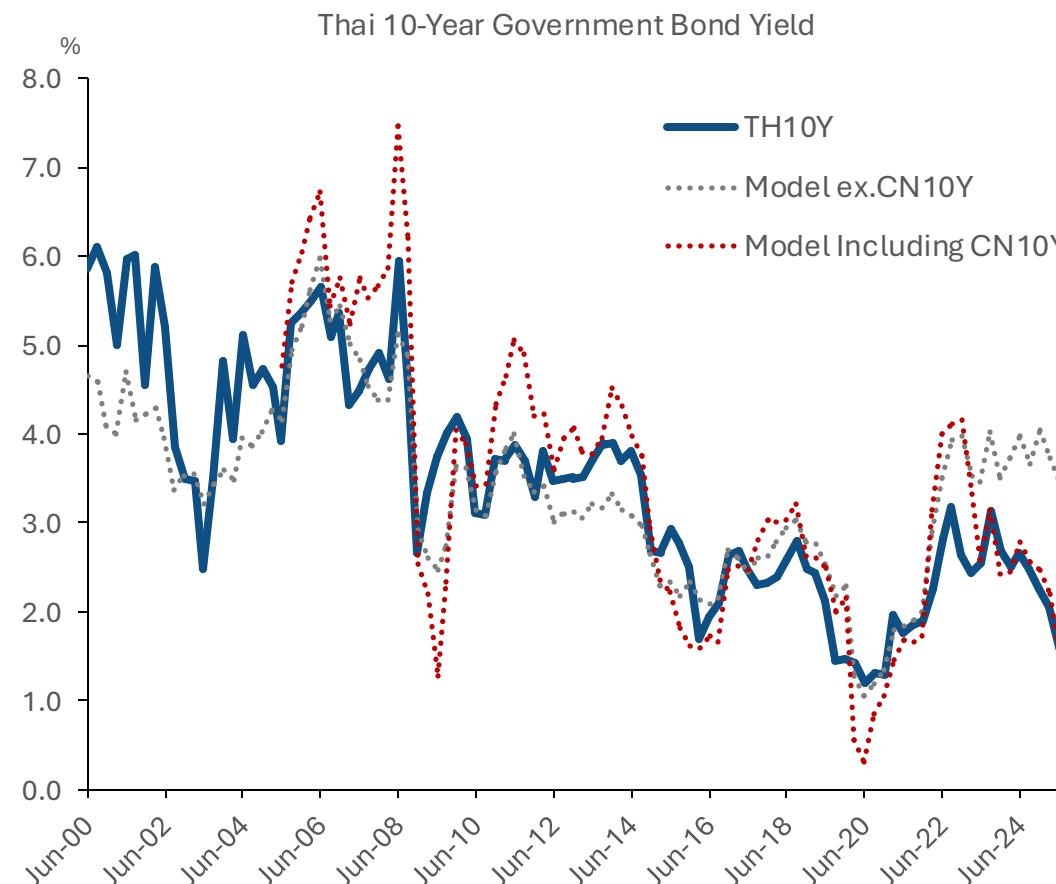
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยเริ่มเคลื่อนไหวสอดคล้องกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจีนมากขึ้น



ตั้งแต่ปี 2022 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยเริ่มมีการเคลื่อนไหวแตกต่างจากพันธบัตรสหรัฐฯ และเคลื่อนไหวสอดคล้องกับพันธบัตรจีนมากขึ้น



การปรับลดลงอย่างรวดเร็วของอัตราผลตอบแทนไทยในช่วงหลัง สามารถอธิบายได้บางส่วนจากแรงกดดันด้านเงินฝืดของจีนที่ส่งผลต่อบรรยากาศการลงทุนในภูมิภาค



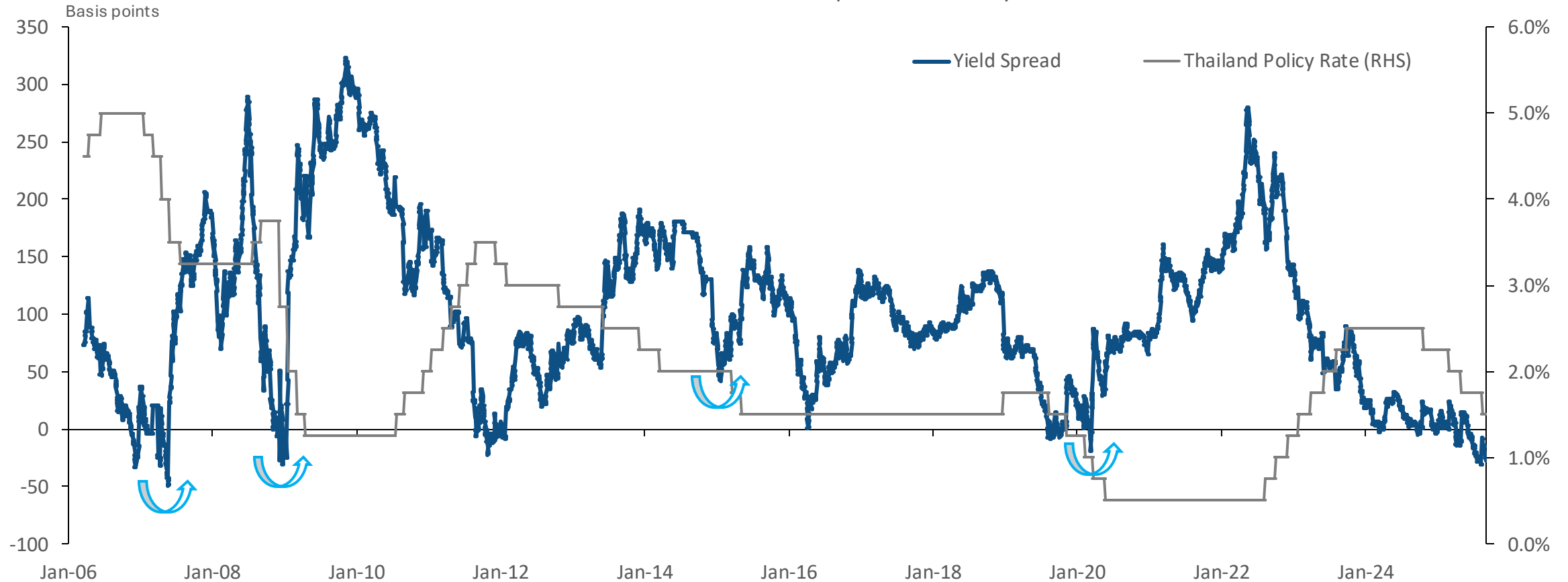
Note: The independent factors in the model include Thailand’s policy rate, Thai headline CPI, the US 10-year bond yield, and the China 10-year bond yield
 Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ส่วนต่างระหว่าง Bond yield และดอกเบี้ยนโยบายของไทย (Policy yield spread) มักลดลงถึงจุดต่ำสุดก่อนที่กนง. จะสิ้นสุดวัฏจักรการลดดอกเบี้ย (Terminal rate)



เรามอง Bond yield ไทยมีโอกาสปรับสูงขึ้นไปเคลื่อนไหวในกรอบ 1.5-2.0% ซึ่งจะทำให้ส่วนต่างระหว่าง Bond yield และอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มสูงขึ้นเป็น 75-125 basis points (เราประเมินกนง. ลดดอกเบี้ยสู่จุดต่ำสุดที่ 0.75% ในช่วงกลางปี 2026) ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ประมาณ 100 basis points เป็นระดับที่มีความเหมาะสมกับสภาพแวดล้อมปัจจุบัน

10-Year Government Bond Yield Spread from Policy Rate



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

สินค้าโภคภัณฑ์: OPEC เติมน้ำมันใช้กลยุทธ์ยอมรับราคาน้ำมันที่ต่ำในระยะสั้น เพื่อผลประโยชน์ในระยะยาว ด้านตลาดทองคำรับแรงหนุนจากปรากฏการณ์วินัยการคลังเสื่อมถอยทั่วโลก และแนวโน้ม Stagflation เสริมโมเมนตัมเม็ดเงินลงทุนไหลเข้าสู่ ETF ทองคำและแร่เงิน



น้ำมัน: OPEC มีแนวโน้มจะทยอยยกเลิกการลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจทั้งหมดภายในปีหน้า

- กลุ่ม OPEC+ ซึ่งประกอบไปด้วยประเทศสมาชิกที่เข้าร่วมมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจ 8 ประเทศ (ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย อิรัก สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ คูเวต คาซัคสถาน แอลจีเรีย และโอมาน) มีมติให้สมาชิกเพิ่มการผลิตรวมกันอีก 137,000 บาร์เรลต่อวันในเดือน ต.ค. 2025 เป็นการเริ่มยกเลิกมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 1 (1st Voluntary Cut) ซึ่งมีผลบังคับใช้มาตั้งแต่เดือน พ.ค. 2023 และมีปริมาณลดการผลิตทั้งหมดราว 1.65 ล้านบาร์เรลต่อวัน
- เรามองว่าการตัดสินใจดังกล่าวเป็นการส่งสัญญาณที่จะทยอยยกเลิกมาตรการลดการผลิตอีกต่อเนื่องในระยะข้างหน้า โดยอาจถูกแบ่งออกเป็นการปรับขึ้นเดือนละเท่า ๆ กันที่ 137,000 บาร์เรลต่อวัน เป็นเวลา 12 เดือน ไปสิ้นสุดลงในเดือน ก.ย. 2026 ซึ่งจะส่งผลให้กำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare Capacity) ของกลุ่ม OPEC+ ลดลงเหลือเพียงประมาณ 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน เมื่อเทียบกับระดับสูงสุดเกือบ 6 ล้านบาร์เรลต่อวัน ณ ช่วงที่ทั้งมาตรการ 1st (1.6 mb/d) และ 2nd (2.2 mb/d) Voluntary Cut มีผลบังคับใช้
- ในระยะสั้นถึงกลาง อุปทานน้ำมันที่จะเพิ่มขึ้นจาก OPEC แม้คาดว่าจะต่ำกว่าตัวเลขทางการอย่างมีนัย ทว่าก็เพียงพอที่จะก่อให้เกิดภาวะอุปทานล้นตลาด เราจึงคาดว่าตลาดน้ำมันจะยังอ่อนแอต่อเนื่องจนถึงสิ้นปี และอาจลากยาวถึงไตรมาส 1/2026 โดยมีแนวโน้มสำคัญของราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ 55-60 ดอลลาร์/บาร์เรล
- ขณะที่ในระยะยาว การที่ OPEC มี Spare Capacity ลดลงอย่างมาก จะเป็นปัจจัยหนุนราคาน้ำมัน เพราะ Spare Capacity ทำหน้าที่เหมือนเพดานราคาในช่วงตลาดตึงตัวหรือเกิด supply shock เช่นในปี 2022 เมื่อสงครามรัสเซีย-ยูเครนเกิดขึ้นในช่วงที่ OPEC ผลิตเต็มกำลังจนแทบไม่เหลือ Spare capacity เป็นปัจจัยสำคัญที่หนุนให้ราคาน้ำมันพุ่งขึ้นเกินกว่า 120 ดอลลาร์/บาร์เรล



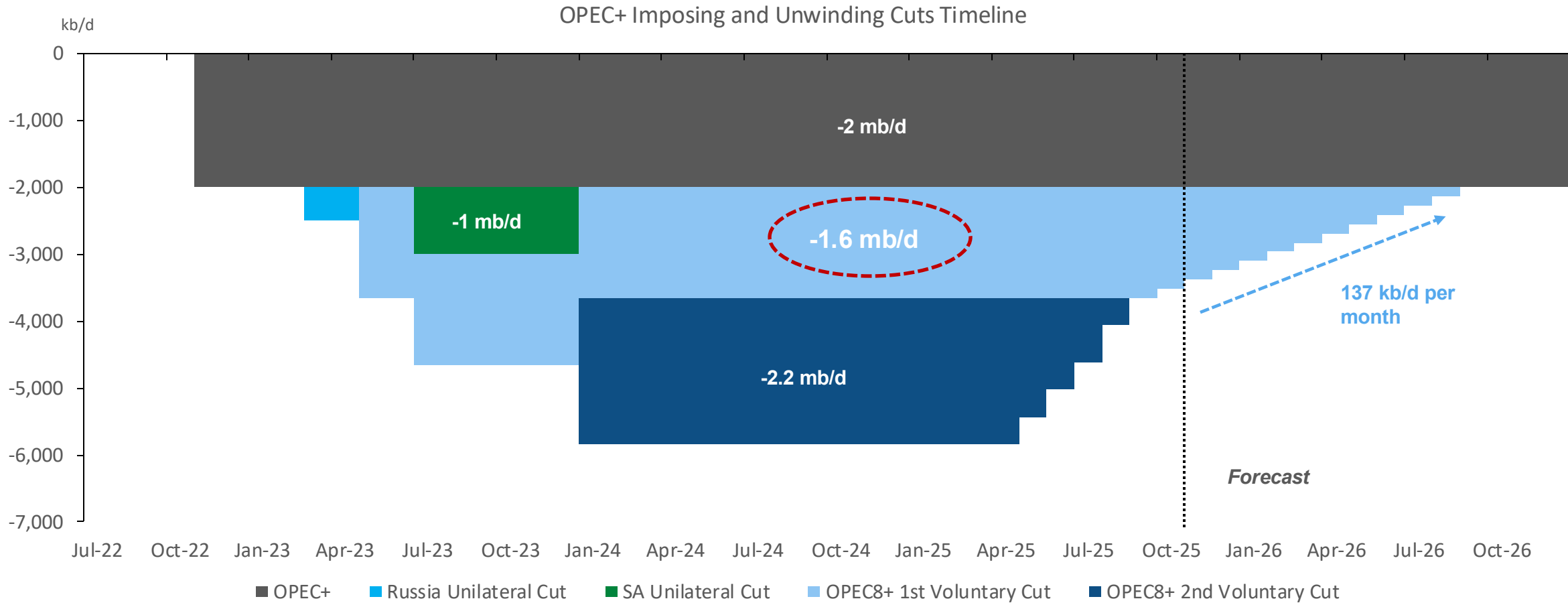
ทองคำ: อุปสงค์ทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้น ช่วยหนุนราคาทองในช่วงที่ผ่านมา

- ตลาดเริ่มให้น้ำหนักโอกาสเกิดภาวะ Stagflation มากขึ้น สะท้อนผ่านคาดการณ์เงินเฟ้อในช่วง 2 ปีข้างหน้า (Inflation Swap) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาตลอดนับตั้งแต่ช่วงต้นปี ขณะที่ตลาดให้น้ำหนักว่า Fed จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงราว 5-6 ครั้ง ตลอดจนถึงสิ้นปี 2026 หลังตัวเลขการจ้างงานในสหรัฐฯ อ่อนตัวลงแรง สะท้อนภาพเศรษฐกิจที่อ่อนกำลังลง โดยอุปสงค์เพื่อการลงทุนสะท้อนผ่านการถือครองทองคำผ่าน ETFs เริ่มฟื้นตัวขึ้น โดยเฉพาะช่วงสองเดือนที่ผ่านมา ซึ่งเป็นปัจจัยหนุนราคาทองคำ แม้การเข้าซื้อจากธนาคารกลางจะชะลอลงในช่วงเวลาเดียวกัน

OPEC8+ มีมติเริ่มทยอยคืนกำลังการผลิตที่เคยปรับลดลงตั้งแต่เดือน พ.ค. 2023 ใน
มาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 1

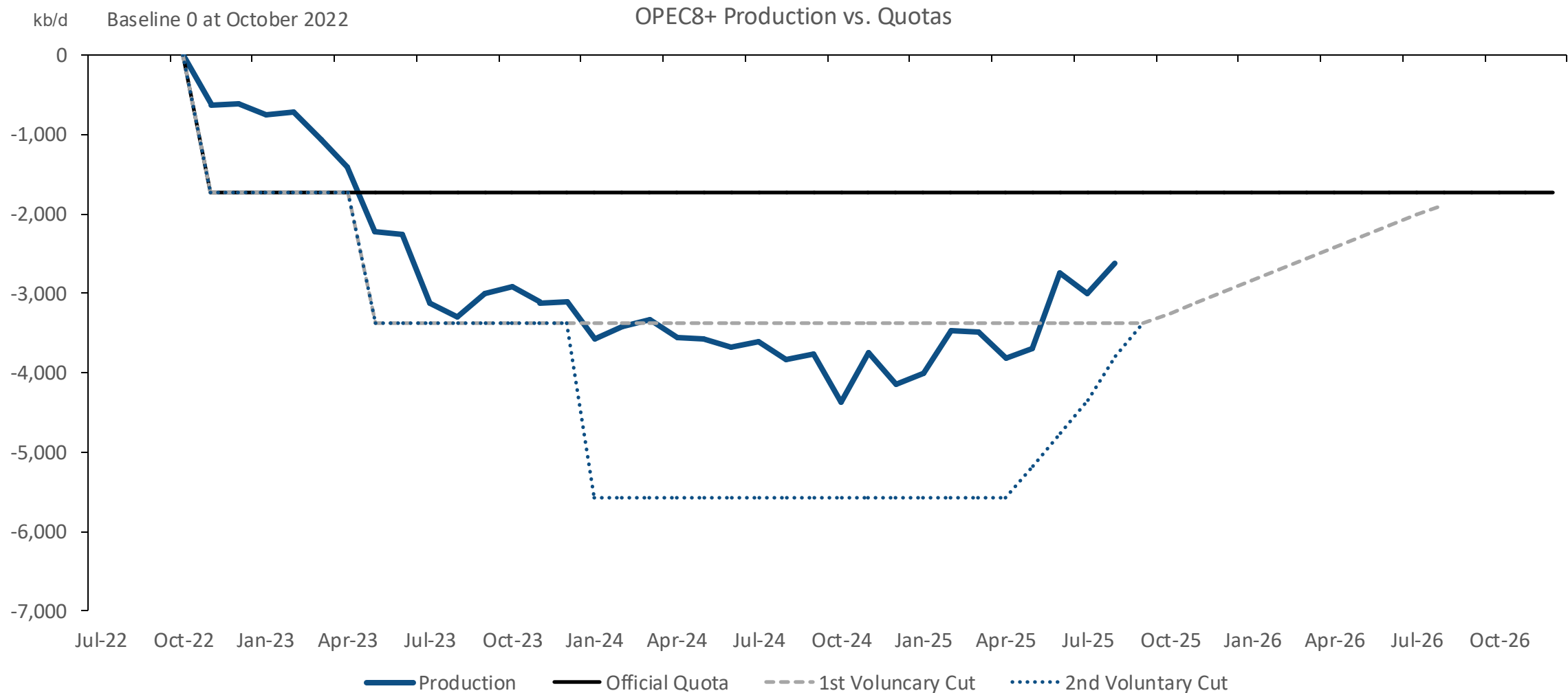


คาด OPEC8+ จะตัดสินใจเพิ่มกำลังการผลิตขึ้นเดือนละ 0.14 ล้านบาร์เรลต่อวัน รวม 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวันในหนึ่งปี อย่างไรก็ตาม การเพิ่มกำลังการผลิตจริงมีแนวโน้มต่ำกว่าตัวเลขที่ประกาศมาก



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

การเพิ่มกำลังการผลิตจริงมีแนวโน้มต่ำกว่าตัวเลขที่ประกาศมาก เนื่องจากระดับการผลิตน้ำมันไม่ได้ลดลงเท่าที่ประกาศในตัวเลขทางการ

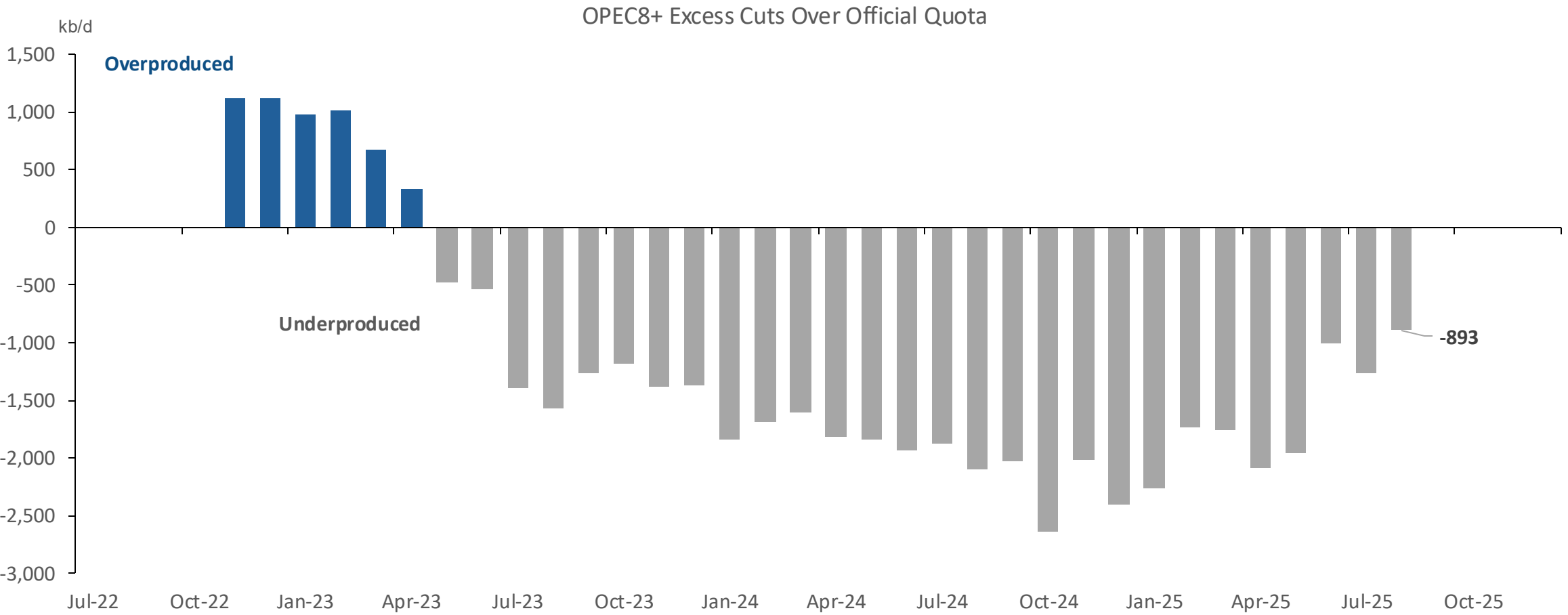


Source: Bloomberg, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราคาดว่า การเพิ่มกำลังการผลิตจริงของ OPEC ใน 12 เดือนข้างหน้าจะไม่เกิน 0.8-1.0 ล้านบาร์เรล/วัน



อัตราการปฏิบัติตามข้อตกลง (Compliance rate) ลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจในปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 50-60% (0.9 จาก 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ดังนั้นเราจึงคาดว่า การเพิ่มกำลังการผลิตในระยะข้างหน้าจะค่อนข้างจำกัด โดยประเทศที่มีแนวโน้มจะเพิ่มกำลังการผลิตได้มากที่สุด ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย และสหรัฐอเมริกา



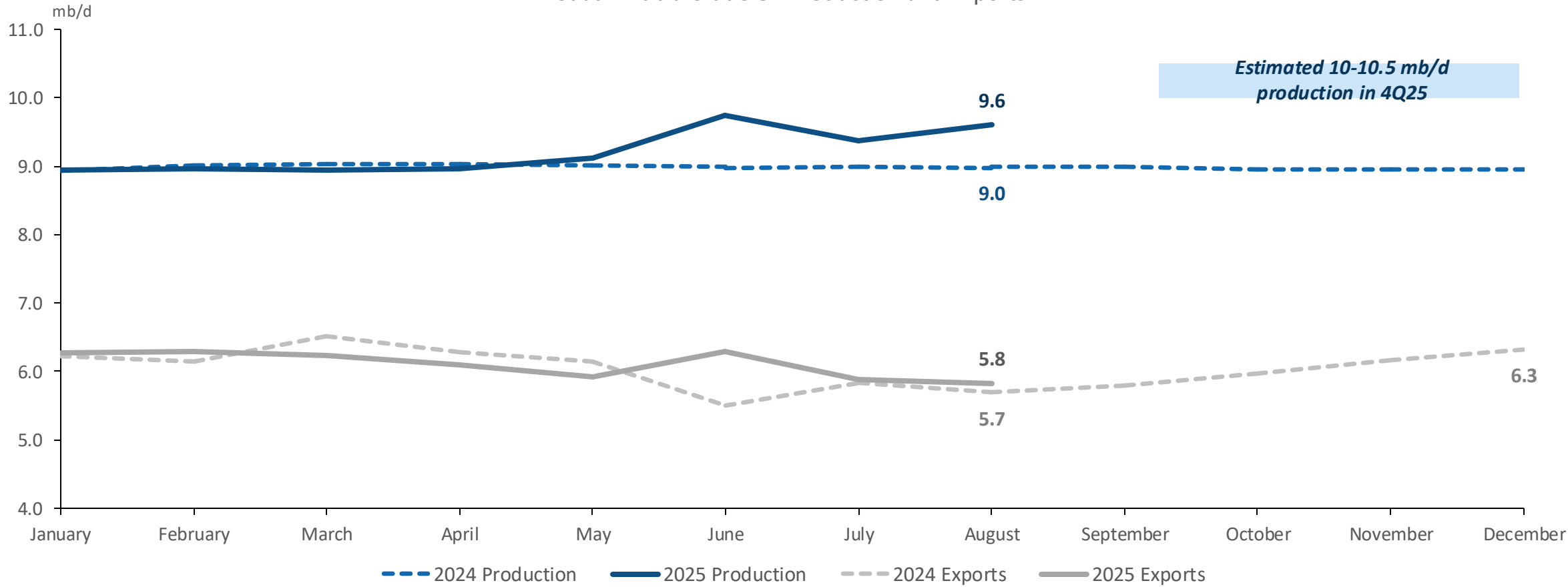
Source: Bloomberg, OPEC, Rystad, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดการณ์ส่งออกน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียจะเร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้า



การส่งออกน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียสูงกว่าปีก่อนเพียง 0.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทั้งที่การผลิตสูงขึ้น 0.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน จึงคาดว่า การส่งออกจะปรับเพิ่มขึ้นให้ทันกับการผลิตในไม่กี่เดือนข้างหน้า

Saudi Arabia Crude Oil Production and Exports



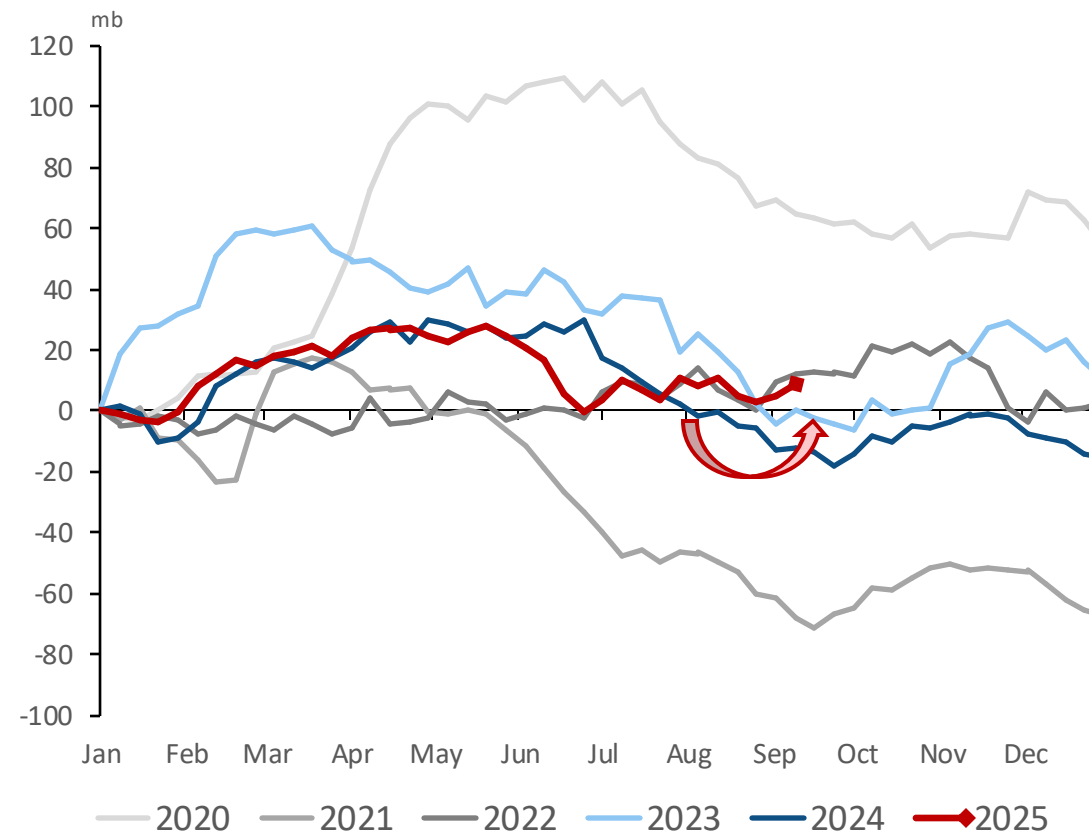
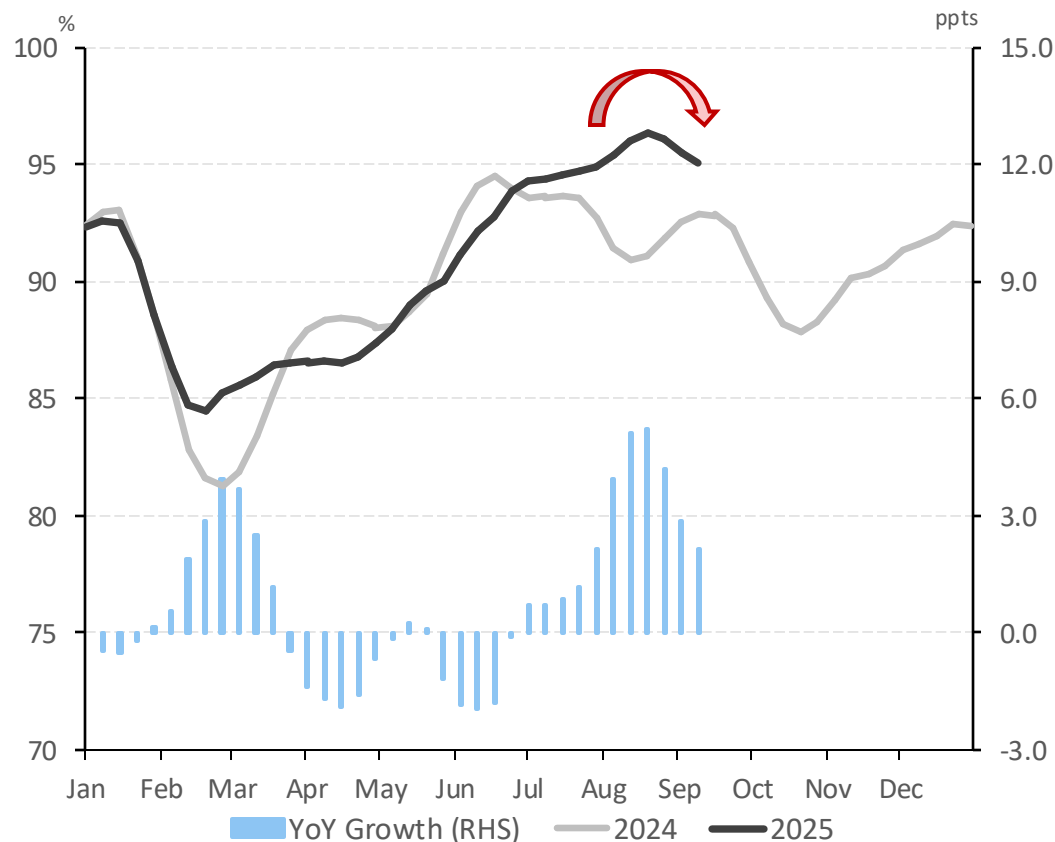
Source: Bloomberg, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โรงกลั่นน้ำมันส่งสัญญาณเริ่มเข้าสู่ช่วงซ่อมบำรุงประจำปี ซึ่งจะส่งผลกระทบด้านลบแก่อุปสงค์น้ำมันดิบ



ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันมักลดกำลังการผลิตลงระหว่างเดือนกันยายนถึงพฤศจิกายน ซึ่งเป็นช่วงซ่อมบำรุงประจำปี

เราคาดว่าปริมาณน้ำมันดิบคงคลังจะปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในไตรมาส 4 ปี 2025 จากอุปสงค์น้ำมันที่ชะลอลง



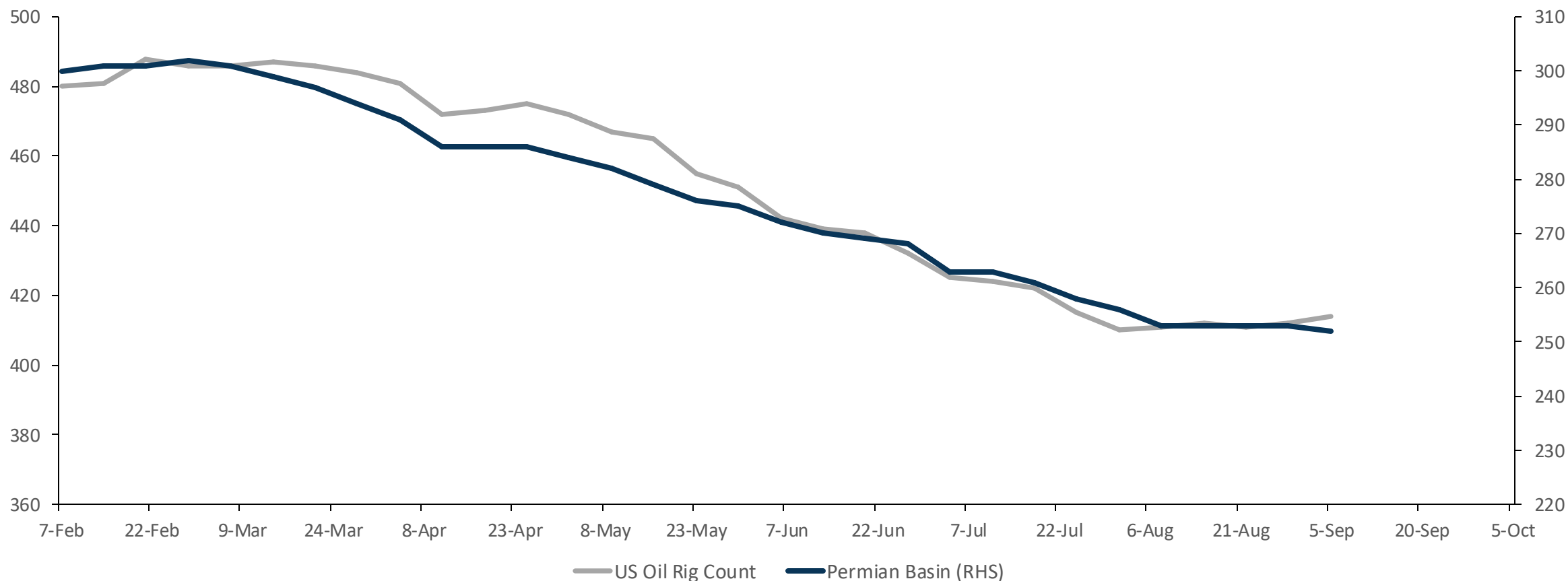
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ เริ่มทรงตัว หลังจากที่ปรับลดลงต่อเนื่อง ก่อนหน้านี้ตามทิศทางราคาน้ำมันดิบ



หลังจากที่ผู้ผลิตน้ำมันได้เร่งเข้าทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงด้านราคา (Hedging) ในเดือนมิถุนายนตามที่เราเคยวิเคราะห์ไว้ ปัจจุบันผู้ผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ก็ได้เริ่มปรับกิจกรรมการขุดเจาะให้มีเสถียรภาพมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้กิจกรรมขุดเจาะน้ำมันไม่หดตัวรุนแรงในช่วงท้ายปีแม้ราคาจะปรับลดลงต่อเนื่อง

US Oil Rig Count



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

Overview

US

EU

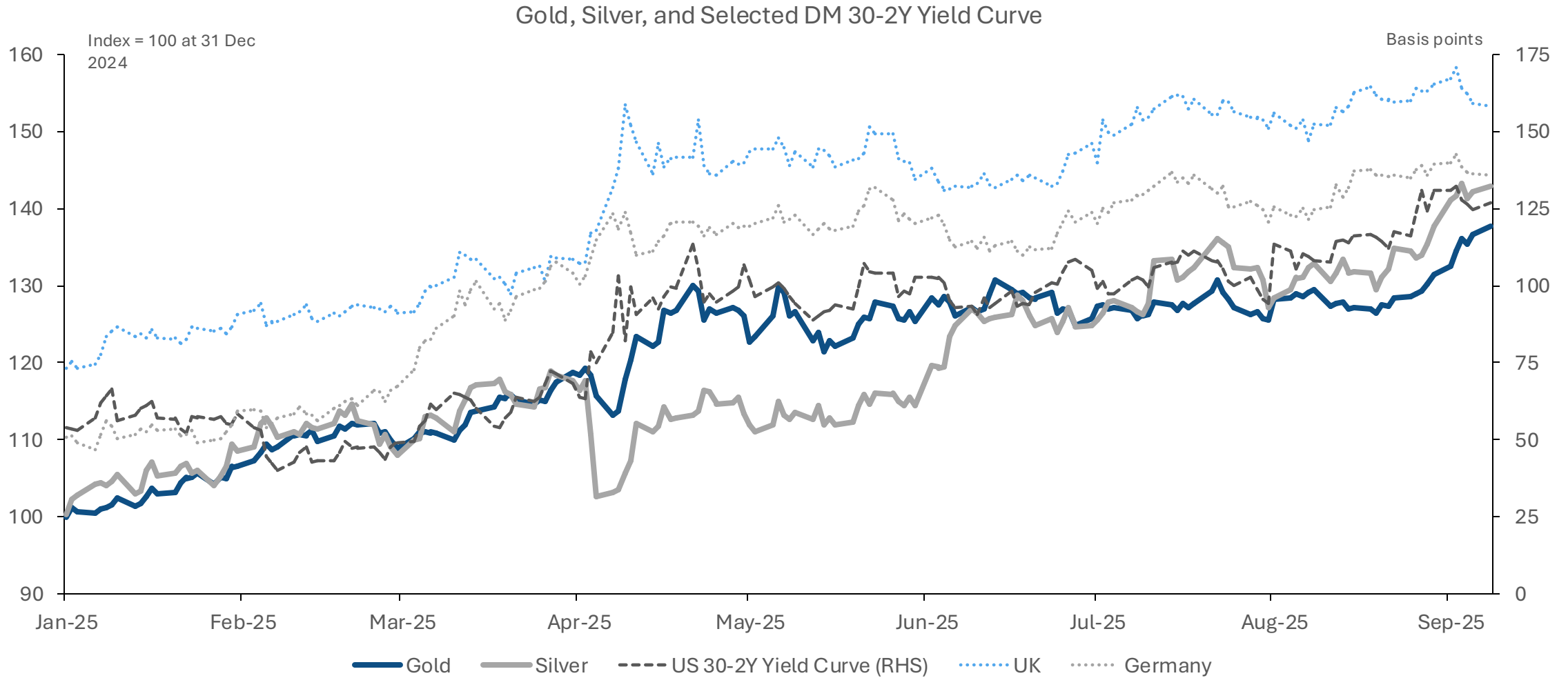
JP

CN

TH

Market Outlook

สภาพแวดล้อมด้านนโยบายการเงินและการคลังในปัจจุบัน สร้างแรงหนุนต่อ ราคาสินทรัพย์โลหะมีค่าอย่างทองคำและเงิน



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

Overview

US

EU

JP

CN

TH

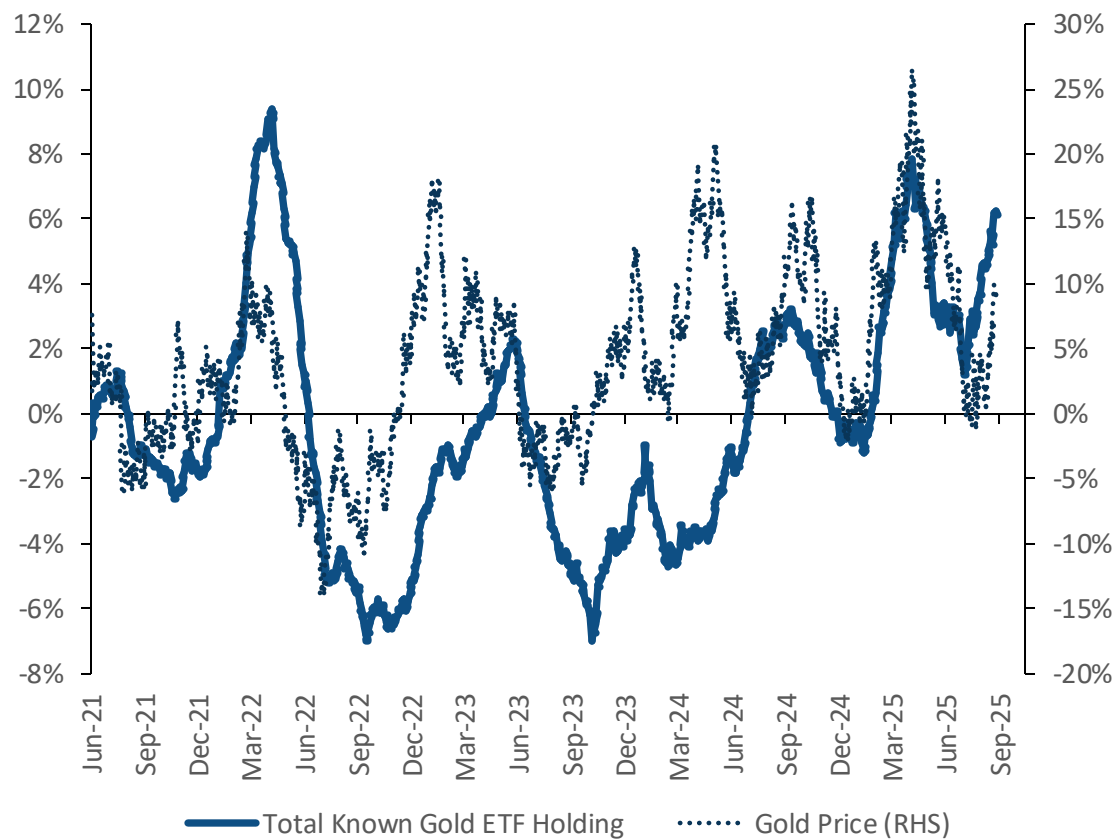
Market Outlook

โมเมนตัมการซื้อกองทุน ETF ทองคำและเงินแข็งแกร่งขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา



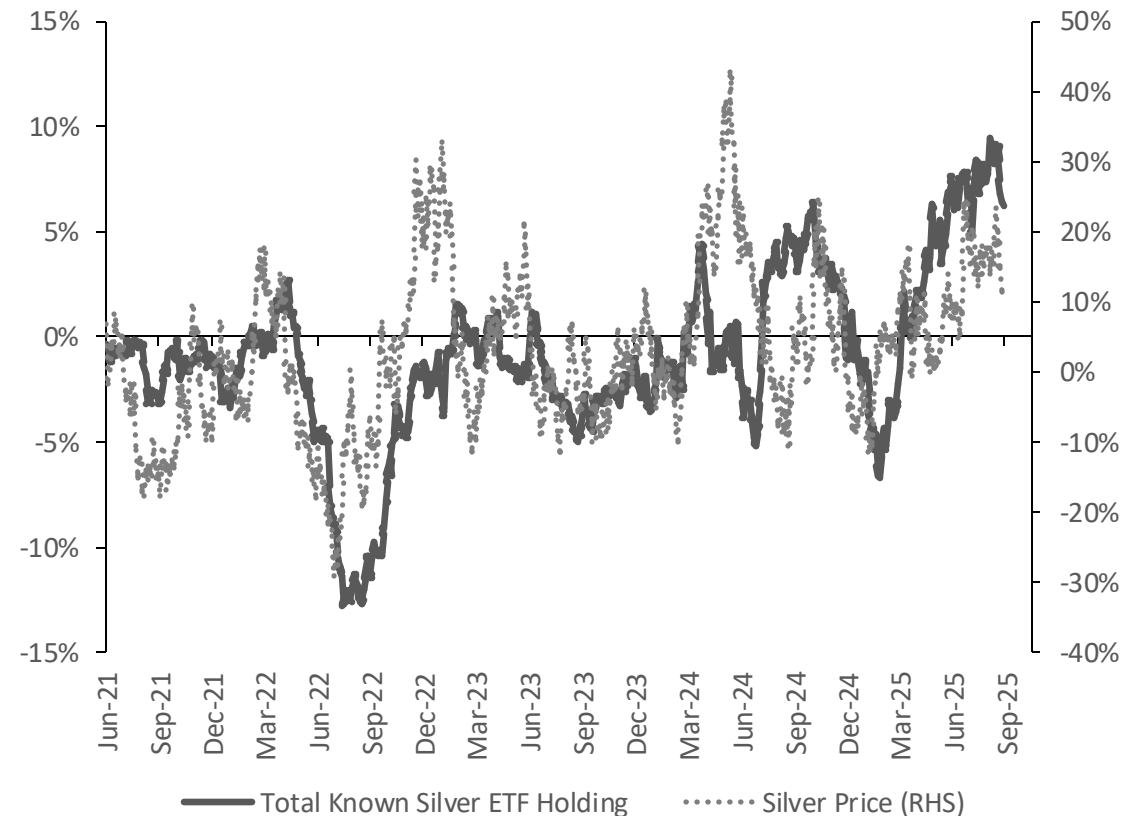
แรงซื้อในกองทุน ETF ทองคำเริ่มมีโมเมนตัมที่แข็งแกร่งขึ้นตั้งแต่ปี 2023...

Gold ETF Holdings vs Price, 3M Change



...ภาพเดียวกันเกิดขึ้นกับกองทุน ETF เงินเช่นกัน

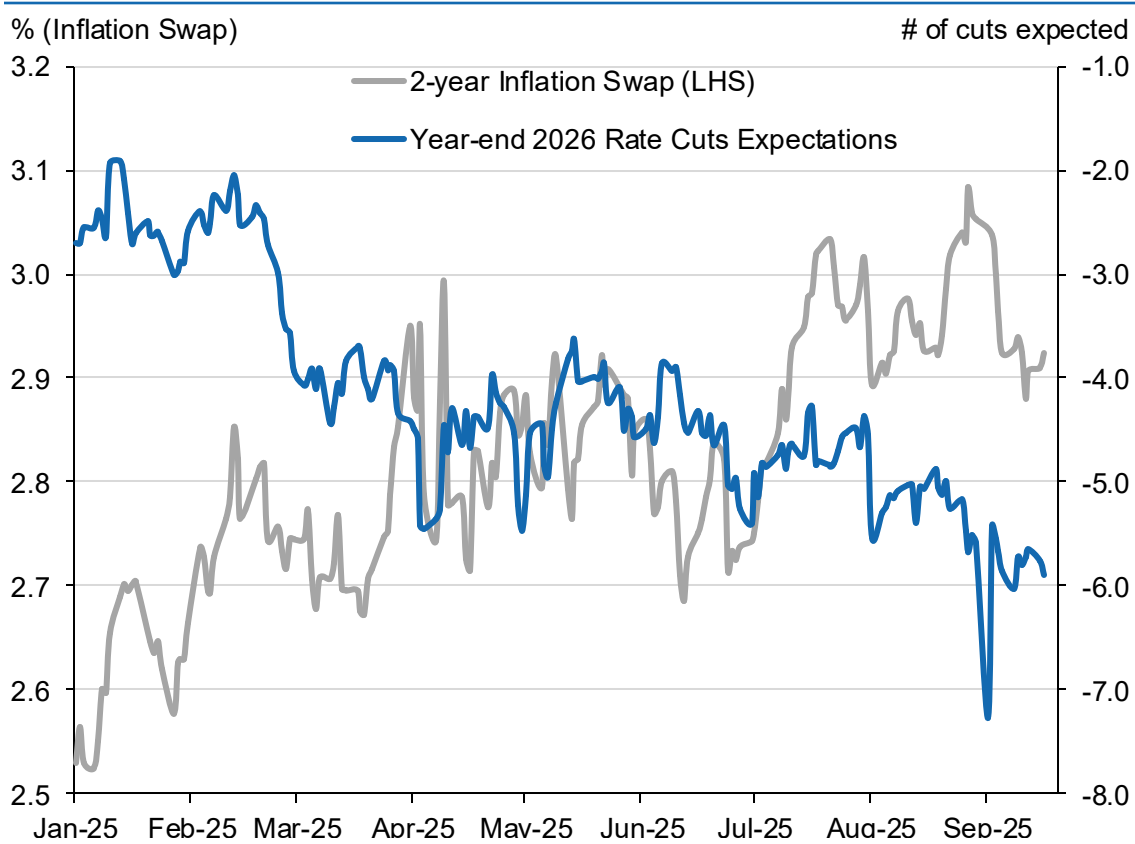
Silver ETF Holdings vs Price, 3M Change



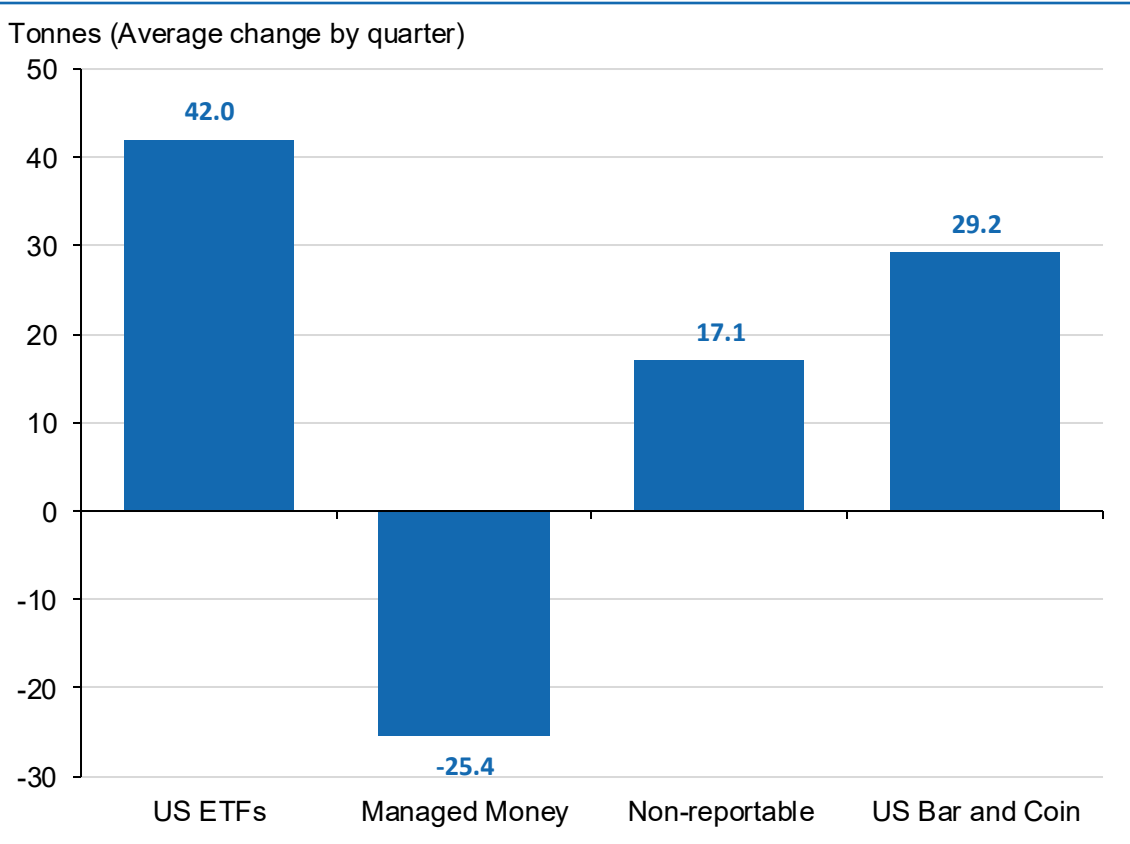
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดให้น้ำหนักเงินเฟ้อที่ค้างสูง ขณะที่ Fed จะลดดอกเบี้ยหลังตลาดแรงงานชะลอตัว สะท้อนภาพ Stagflation โดยในอดีตมักเป็นช่วงที่อุปสงค์ทองคำแข็งแกร่ง เป็นอีกปัจจัยช่วยหนุนราคาทองคำ

คาดการณ์การลดดอกเบี้ยของ Fed และคาดการณ์เงินเฟ้อในระยะข้างหน้า



การเปลี่ยนแปลงของอุปสงค์ทองคำในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอและเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น (Stagflation Period)



Note: 1\ Data from Q1 2000 to Q2 2025. Sensitivity to expected stagflation measured as quarterly historical change during stagflationary quarters, weighted by magnitude of stagflation signal. Stagflation defined as Q2 ahead y/y GDP growth expectation less Q1 ahead y/y GDP growth expectation falling and Q2 ahead y/y CPI expectation less Q1 ahead CPI expectation rising. Demand measured in tonnes. Weighted sensitivity based on square root of (squared change in growth + squared change in inflation).

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

Contributors

**Komsorn Prakobphol**

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

Thanathat Srisawast

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

Tanachaporn Nandhabiwat

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

Methas Rattanasorn

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

Nichanan Logewitool

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

Tanapat Dhanachata

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

Thanawat Thanatnithikon

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



Disclaimer

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