

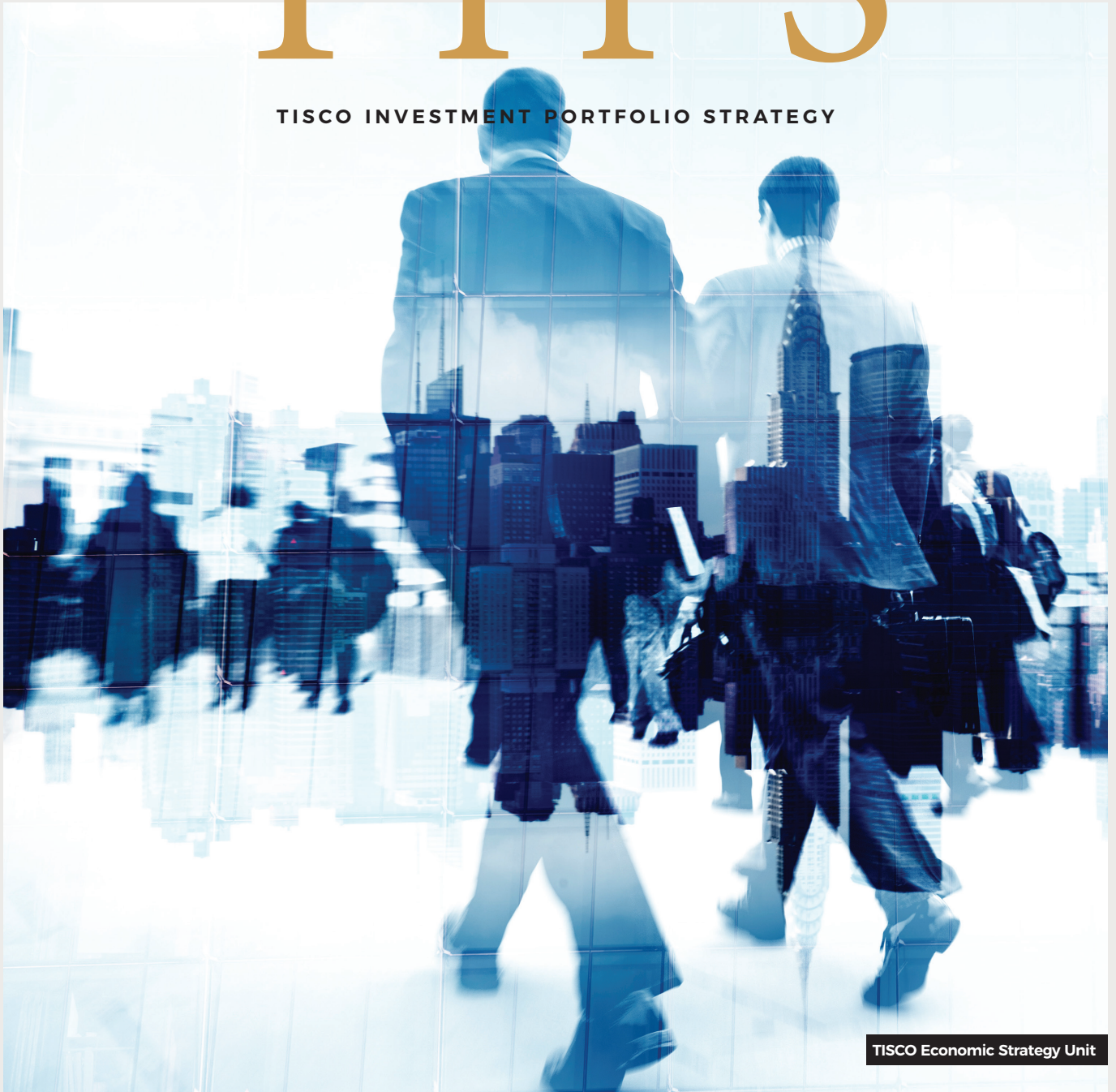
Last Issue
พบกันใหม่ที่
www.tiscowealth.com



September 2025 | Issue 118

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ตลาดหุ้นเริ่มส่งสัญญาณการพักฐานตามที่
เราคาดการณ์ไว้ หลังข้อมูลเศรษฐกิจชี้ความ
เสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวที่สวนทาง
กับเงินเฟ้อ หรือที่เรียกว่า Stagflation
กำลังทวีความรุนแรงมากขึ้น

เราให้น้ำหนักการลงทุนไปที่หุ้นกลุ่ม
สาธารณูปโภค ซึ่งจัดเป็นหุ้นเชิง Defensive
ที่มีรายได้ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ
และยังได้แรงหนุนจากเมกะเทรนด์ระยะยาว
อย่างการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้าน
Data Center ที่กำลังเร่งตัวขึ้นในสหรัฐฯ

สำหรับตราสารหนี้ ยังคงเผชิญแรงกดดัน
จากความเสี่ยงเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณ
ชัดเจนขึ้นจากมาตรการสงครามการค้า ทำให้
ยังมอง Fair level ของ US10Y ที่ประมาณ
4.5% และให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตร
ระยะสั้นมากกว่าพันธบัตรระยะยาว

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้	11
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์	15
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	22
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	23
• เศรษฐกิจยุโรป	29
• เศรษฐกิจจีน	33
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น	37
• เศรษฐกิจไทย	42

แจ้งยุติตีพิมพ์วารสาร TIPS

ศูนย์วิเคราะห์เศรษฐกิจและกลยุทธ์ทิสโก้ (TISCO ESU)
จะผลิตและตีพิมพ์บทวิเคราะห์ในรูปแบบวารสาร TIPS
เล่มสุดท้ายในเดือนกันยายน 2568

ท่านสามารถติดตามการวิเคราะห์กลยุทธ์การลงทุน
และเศรษฐกิจในรูปแบบ PDF ได้ทุกต้นเดือน
ทางเว็บไซต์ www.tiscowealth.com

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่เพียงผู้เดียว

ธนาคารทิสโก้ จำกัด (มหาชน)

48/2 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์

ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500

โทรศัพท์ : (66) 2633-6000 กด 2 กด 0

โทรสาร : (66) 2633-6800

E-mail : wealth@tisco.co.th

www.tiscowealth.com

EXECUTIVE SUMMARY

ตลาดหุ้นเริ่มส่งสัญญาณการพักฐานตามที่เราคาดการณ์ไว้ หลังข้อมูลเศรษฐกิจชี้ความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวที่สวนทางกับเงินเฟ้อ หรือที่เรียกว่า Stagflation กำลังทวีความรุนแรงมากขึ้น สะท้อนผ่านการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่เติบโตต่ำที่สุดในรอบหลายปี ขณะเดียวกัน ดัชนีเงินเฟ้อทั้งฝั่งผู้บริโภค (CPI) และผู้ผลิต (PPI) กลับเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งอาจทำให้ Fed ไม่สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มากเท่าที่ตลาดเคยคาด ส่งผลกระทบเชิงลบต่อสภาพคล่องในตลาด ท่ามกลางภาวะที่ Valuation ของหุ้นที่ยังค่อนข้างตึงตัว และอัตรากำไรของบริษัทในดัชนี S&P 500 เริ่มเผชิญแรงกดดันจากผลกระทบของ Tariff เราจึงให้น้ำหนักการลงทุนไปที่หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค (Utilities) ซึ่งจัดเป็นหุ้นเชิง Defensive ที่มีรายได้ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ และยังได้แรงหนุนจากเมกะเทรนด์ระยะยาวอย่างการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้าน Data Center ที่กำลังเร่งตัวขึ้นในสหรัฐฯ ส่งผลโดยตรงต่อความต้องการใช้ไฟฟ้าที่มีแนวโน้มเติบโตในระดับสูงต่อเนื่องในอนาคต

ด้านตลาดตราสารหนี้ เรายังคงประเมินว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (10-Year Treasury Bond Yield) มีแนวโน้มปรับขึ้นใกล้ระดับ 4.5% จากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณความเสี่ยงชัดเจนขึ้นจากผลของมาตรการสงครามการค้า ทำให้ราคาสินค้าคงทนในสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นชัดเจน ขณะที่ภาคบริการยังเผชิญแรงกดดันด้านค่าจ้างจากนโยบายกีดกันผู้อพยพ ซึ่งทำให้แรงงานใหม่เข้าสู่ระบบช้าลงอย่างมีนัย แม้ข้อมูลการจ้างงานนอกภาคเกษตรจะสะท้อนการชะลอตัวของตลาดแรงงาน แต่การที่อุปทานแรงงานเติบโตช้าลงตามไปด้วยทำให้ระดับการว่างงานไม่ปรับสูงขึ้นมากนัก เป็นข้อจำกัดสำคัญที่ทำให้เรามองว่า Fed จะไม่สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มาก เนื่องจากหากผ่อนคลายเป็นเร็วและมากเกินไปในภาวะที่แรงงานมีจำกัด ก็อาจไปกระตุ้นให้ค่าจ้างพุ่งสูงขึ้นและกลับมากดดันเงินเฟ้อ เราจึงยังมอง Fair level ของ US10Y ที่ประมาณ 4.5% และให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมากกว่าพันธบัตรระยะยาว

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ตลาดหุ้นเริ่มส่งสัญญาณการพักฐานตามที่เราคาดการณ์ไว้ หลังข้อมูลเศรษฐกิจชี้ความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวที่สวนทางกับเงินเฟ้อ หรือที่เรียกว่า Stagflation กำลังทวีความรุนแรงมากขึ้น
- เราให้น้ำหนักการลงทุนไปที่หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค (Utilities) ซึ่งจัดเป็นหุ้นเชิง Defensive ที่มีรายได้ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ และยังได้แรงหนุนจากเมกะเทรนด์ระยะยาวอย่างการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้าน Data Center ที่กำลังเร่งตัวขึ้นในสหรัฐฯ
- สำหรับตราสารหนี้ ยังคงเผชิญแรงกดดันจากความเสี่ยงเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณชัดเจนขึ้นจากมาตรการสงครามการค้า ทำให้เรายังมอง Fair level ของ US10Y ที่ประมาณ 4.5% และให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมากกว่าพันธบัตรระยะยาว



Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting				Themes
	Underweight	Neutral	Overweight		
ตลาดตราสารหนี้					
พันธบัตรสหรัฐฯ ระยะสั้น					- เน้นลงทุนในพันธบัตรระยะสั้น ซึ่งได้รับแรงหนุนโดยตรงจากวัฏจักรดอกเบี้ยขาลงของ Fed - แนะนำ Slightly Overweight พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะสั้น
พันธบัตรสหรัฐฯ ระยะยาว					- เงินเพื่อที่หนีขึ้นจากกำแพงภาษีสินค้านำเข้าทำให้ Yield ปรับลงได้ไม่มาก - เราประเมินผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่เหมาะสมต่อการลงทุนคือเมื่อ Bond yield อยู่ที่ประมาณ 4.5% - คงคำแนะนำ Slightly Underweight พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว
หุ้นรายประเทศ					
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ					- มี Valuation ที่ตึงตัวแล้ว ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเริ่มได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า ขณะที่ภาพเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวต่อเนื่อง - คงคำแนะนำ Neutral และมองการปรับฐานเป็นโอกาสลงทุน
ตลาดหุ้นเกิดใหม่ไม่รวมจีน					- ได้รับข้อถกแถลงการที่ตึงตัว ทว่าหลายอุตสาหกรรมยังเผชิญความเสี่ยงจากการไหลทะลักของสินค้าจากจีน - ปรับคำแนะนำเป็น Slight Underweight
ตลาดหุ้นจีน					- แนวโน้มเจรจาข้อตกลงการค้ากับสหรัฐฯ มีทิศทางที่ดีขึ้นกว่าคาด เริ่มได้รับ Sentiment บวก - ยังคงเผชิญปัญหาเชิงโครงสร้างจากภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อุดร้งการฟื้นตัวของการลงทุนและบริโภคภาคครัวเรือน - ปรับคำแนะนำเป็น Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น					- มีแนวโน้มที่รัฐบาลเสี่ยงขยับนโยบายของพรรค LDP ต้องหันไปใช้นโยบายการคลังเชิงกระตุ้นมากขึ้นเพื่อให้ได้รับเสียงสนับสนุนที่เพียงพอ - ในระยะยาวยังมีปัจจัยบวกจากความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่สูงขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform - ปรับคำแนะนำเป็น Slight Underweight
ตลาดหุ้นยุโรป					- ตลาด Priced-in การปรับโครงสร้างงบประมาณการคลังครั้งใหญ่ของเยอรมนีไปมากแล้ว ขณะที่ประเทศอื่นในยุโรปไม่ได้มีทรัพยากรการคลังให้กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มได้อีกมาก - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นราย Sector / Style					
Financials					- ได้รับประโยชน์จากแผนการคลังของ Trump ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคล การผ่อนคลายกฎระเบียบ - ค่อนข้างอ่อนไหวต่อภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มชะลอตัว - คงคำแนะนำ Neutral
Utilities					- เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมเชิง Defensive ที่รายได้ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ พร้อมทั้งเชื่อมโยงกับเมกะเทรนด์การลงทุน Data Center ที่ทำให้อุปสงค์การใช้ไฟฟ้าเติบโตขึ้น - ปรับคำแนะนำเป็น Slight Underweight
การลงทุนทางเลือก					
ทองคำ					- ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด จากแนวโน้มการเก็บสะสมทองคำเพิ่มขึ้นของธนาคารกลางหลายแห่ง - ปัจจัยเร่ง (Catalyst) ระยะสั้นลดลง หลังพัฒนาการสงครามการค้ามีแนวโน้มไปทางที่ผ่อนคลายมากขึ้น - คงคำแนะนำ Slight Overweight
น้ำมัน					- คงคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงท้ายปี จากอุปทานที่จะเพิ่มขึ้นจากซาอุดีอาระเบีย - Downside ในระยะกลางถึงยาวยังคงค่อนข้างจำกัด จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันในประเทศ Non-OPEC มีแนวโน้มเติบโตช้า - คงคำแนะนำ Neutral

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,253	0.7%	-0.5%	3.0%	6.5%	3.9%	-10.5%	-7.5%
Philippines PCOMP	6,282	0.1%	-0.2%	-2.1%	-1.7%	2.2%	-3.8%	-9.8%
Indonesia JCI	7,935	-0.4%	0.5%	5.2%	10.0%	20.5%	12.1%	5.2%
Singapore STI	4,255	0.5%	1.6%	-0.1%	9.6%	8.7%	12.3%	25.6%
Malaysia KLCI	1,602	0.3%	1.1%	4.5%	4.4%	2.2%	-2.4%	-2.0%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	25,806	0.9%	2.5%	1.6%	9.3%	12.0%	28.6%	46.5%
China H HSCEI	9,236	1.2%	2.2%	0.9%	7.6%	8.7%	26.7%	48.5%
MSCI China	83	1.4%	1.3%	2.5%	10.3%	12.4%	28.1%	45.0%
China CSI300	4,435	2.1%	4.6%	7.5%	14.2%	13.0%	12.7%	33.3%
Taiwan TWSE	24,270	-0.8%	-0.9%	3.9%	12.1%	4.2%	5.4%	9.5%
Korea KOSPI	3,199	0.9%	0.7%	0.1%	23.4%	21.6%	33.3%	18.4%
MSCI Korea	948	1.0%	-0.1%	0.1%	25.1%	21.0%	32.2%	11.6%
India SENSEX	81,307	-0.8%	0.9%	-0.2%	-0.5%	9.0%	4.1%	0.3%
MSCI India	2,938	-0.6%	1.5%	0.2%	0.4%	11.3%	3.3%	-2.5%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,990	-0.6%	0.3%	3.7%	7.5%	8.9%	10.2%	12.0%
Japan TOPIX	3,111	0.6%	-0.3%	5.4%	13.7%	14.2%	11.7%	15.9%
Japan Nikkei 225	42,926	0.1%	-1.8%	3.5%	15.5%	12.3%	7.6%	11.9%
Europe STOXX600	561	0.4%	1.4%	2.1%	3.0%	1.3%	10.6%	8.3%
Euro STOXX50	5,488	0.5%	0.7%	2.5%	3.0%	0.7%	12.1%	11.8%
US Dow Jones	45,632	1.9%	1.5%	1.6%	9.7%	4.6%	7.3%	10.8%
US S&P500	6,467	1.5%	0.3%	1.2%	11.4%	8.6%	10.0%	14.8%
MSCI US REITs	1,308	1.7%	2.7%	0.5%	4.0%	-3.4%	0.1%	-4.2%
J-REITs	1,923	-0.1%	0.9%	5.3%	11.8%	13.9%	16.4%	9.9%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	9,321	0.1%	2.0%	2.2%	6.9%	6.8%	14.1%	11.9%
Germany DAX	24,363	0.3%	0.0%	0.6%	3.1%	8.7%	22.4%	30.8%
France CAC 40	7,970	0.4%	0.6%	1.7%	3.0%	-1.0%	8.0%	5.2%
Switzerland SMI	12,265	0.2%	1.6%	2.6%	0.5%	-5.8%	5.7%	-0.7%
Portugal PSI 20	7,980	-0.5%	2.6%	3.5%	8.9%	15.3%	25.1%	19.1%
Spain IBEX 35	15,397	0.6%	0.8%	8.1%	9.2%	17.4%	32.8%	36.5%
Italy FTSE MIB	43,310	0.7%	1.5%	6.3%	9.7%	11.9%	26.7%	28.7%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	137,968	2.6%	1.2%	3.3%	0.1%	9.5%	14.7%	1.7%
Chile IPSA	8,854	1.5%	1.3%	7.7%	5.4%	21.0%	32.0%	37.0%
Mexico MEXBO	59,225	1.0%	1.6%	3.3%	1.4%	11.6%	19.6%	10.7%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	665	0.3%	-0.5%	0.6%	8.2%	12.9%	16.8%	15.7%
MSCI Latin America	2,374	2.7%	1.4%	4.8%	5.6%	16.0%	28.2%	3.5%
MSCI All Country World	955	1.4%	0.4%	1.5%	10.0%	10.2%	13.5%	14.9%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	63.77	0.2%	0.6%	-2.1%	3.6%	-7.5%	-11.1%	-14.8%
Brent Spot	67.81	0.1%	1.8%	-0.9%	4.7%	-7.1%	-9.2%	-14.2%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	4.04	-0.08	0.86	0.76	0.79	-0.05	1.12	-0.15
Gold Spot	3363.63	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%	15.7%	28.2%	33.5%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2872.89	0.0%	-0.3%	0.8%	4.4%	7.7%	10.8%	11.1%
Bloomberg Agri Subindex	56.13	0.7%	2.7%	2.7%	-2.1%	-6.8%	-1.5%	5.8%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	374.49	0.1%	0.3%	1.9%	6.8%	10.0%	10.5%	15.3%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	229.13	0.0%	0.0%	0.4%	1.3%	2.5%	2.9%	4.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	339.20	0.0%	-0.0%	0.8%	2.7%	5.0%	5.4%	7.3%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	472.85	0.1%	-0.0%	1.3%	4.6%	8.3%	8.7%	11.9%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	287.13	0.0%	-0.0%	0.7%	2.4%	4.5%	4.9%	6.7%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.27	-0	-4	-14	-29	-79	-71	-101
2Y	1.14	-1	-1	-16	-47	-90	-88	-107
5Y	1.16	-1	-2	-14	-52	-94	-93	-115
10Y	1.35	-1	-1	-15	-54	-93	-96	-121
Spread 10Y-2Y	21	-1	0	1	-6	-4	-7	-15
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.27	-7	-6	-12	-24	-3	-30	47
Japan 10Y	1.62	1	5	1	8	24	52	72
UK 10Y	4.69	-4	-0	12	-6	12	13	73
German 10Y	2.72	-4	-7	13	8	25	36	48
Spain 10Y	3.30	-4	-5	10	4	21	24	25
Italy 10Y	3.53	-6	-6	9	-13	-3	0	-9
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	14.22	-2.4	-0.9	-0.7	-8.1	-5.2	-3.1	-1.6
Dollar index	97.94	-0.9%	-0.2%	0.3%	-1.2%	-7.9%	-9.7%	-2.8%
USD/THB	32.47	-0.8%	-0.2%	0.2%	-0.4%	-4.1%	-5.5%	-4.6%
EUR/USD	1.17	0.9%	0.3%	-0.4%	2.8%	11.4%	13.0%	4.7%
GBP/USD	1.35	0.8%	-0.1%	0.4%	-0.5%	6.6%	7.8%	2.2%
USD/JPY	147.46	-0.9%	-0.2%	-0.2%	3.3%	-1.1%	-6.3%	2.1%
USD/CNY	7.16	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-1.2%	-1.9%	0.6%
USD/CNH	7.16	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-1.3%	-2.3%	0.6%
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)					As of		8/25/2025	

ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นเริ่มส่งสัญญาณการพักฐานตามที่เรคาดการณ์ไว้ หลังข้อมูลเศรษฐกิจชี้ความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวที่สวนทางกับเงินเฟ้อ หรือที่เรียกว่า Stagflation กำลังทวีความรุนแรงมากขึ้น สะท้อนผ่านการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่เติบโตต่ำที่สุดในรอบหลายปี ขณะเดียวกัน ดัชนีเงินเฟ้อทั้งฝั่งผู้บริโภค (CPI) และผู้ผลิต (PPI) กลับเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งอาจทำให้ Fed ไม่สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มากเท่าที่ตลาดเคยคาด ส่งผลกระทบเชิงลบต่อสภาพคล่องในตลาด ท่ามกลางภาวะที่ Valuation ของหุ้นที่ยังค่อนข้างตึงตัว และอัตรากำไรของบริษัทในดัชนี S&P 500 เริ่มเผชิญแรงกดดันจากผลกระทบของ Tariff เราจึงให้น้ำหนักการลงทุนไปที่หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค (Utilities) ซึ่งจัดเป็นหุ้นเชิง Defensive ที่มีรายได้ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ และยังได้แรงหนุนจากเมกะเทรนด์ระยะยาวอย่างการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้าน Data Center ที่กำลังเร่งตัวขึ้นในสหรัฐฯ ส่งผลโดยตรงต่อความต้องการใช้ไฟฟ้าที่มีแนวโน้มเติบโตในระดับสูงต่อเนื่องในอนาคต

โมเมนตัมการไล่ราคาซื้อเพื่อเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อยเริ่มชะลอ เพิ่มโอกาสที่ตลาดหุ้นจะพักฐานมากขึ้น

สินทรัพย์เสี่ยงได้รับแรงหนุนจาก Sentiment ซึ่งบวกในช่วงที่ผ่านมา ทั้งจากความคืบหน้าของการเจรจาการค้าและความคาดหวังต่อนโยบายการเงินที่อาจผ่อนคลายนโยบายการเงิน ส่งผลให้แรงซื้อเก็งกำไรไหลเข้าตลาดหุ้นอย่างแข็งแกร่ง จนทำให้ระดับ Valuation ของหุ้นสหรัฐฯ ตึงตัวขึ้นอย่างมาก

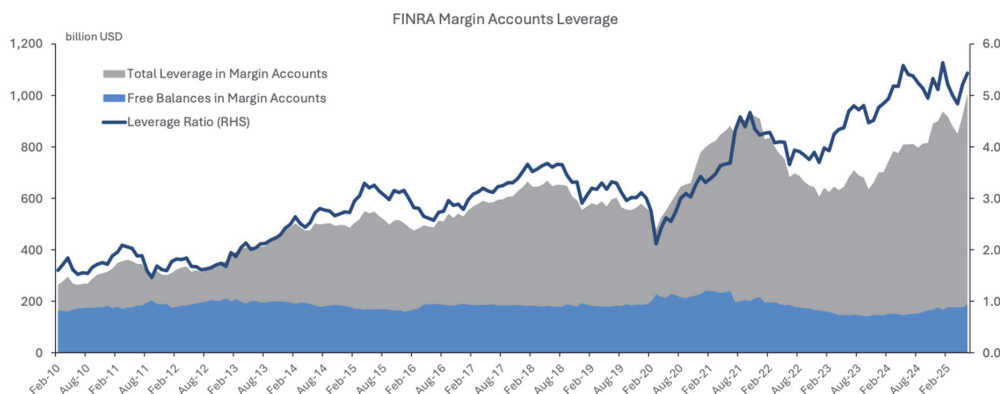
อย่างไรก็ดี ในระยะข้างหน้าโมเมนตัมการเก็งกำไรที่มากเกินไป (Euphoria) มีแนวโน้มชะลอลงชัดเจน หลังการใช้ Leverage ในบัญชี Margin account ของสหรัฐฯ พุ่งทะลุ 1 ล้านล้านดอลลาร์เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ ขณะที่เงินสดสำรองในบัญชีไม่ได้

เพิ่มขึ้นตาม สะท้อนถึงการพึ่งพาหนี้เพื่อการลงทุนที่สูงขึ้น เพิ่มความเปราะบางของตลาด โดยเฉพาะในหุ้นที่มีลักษณะเก็งกำไรสูง เช่น กลุ่มหุ้นที่ถูก Short มากที่สุด และหุ้นเทคโนโลยีที่ยังไม่มีกำไร ซึ่งเคลื่อนไหวตามกระแสเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อยอย่างใกล้ชิด

ด้วยโมเมนตัมของหุ้นกลุ่มดังกล่าวที่เริ่มแผ่วลง ประกอบกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มชะลอตัวในช่วงท้ายของปี และกำไรของบริษัทจำนวนมากที่ถูกกดดันจาก Tariff ที่เพิ่มสูงขึ้น เราประเมินว่าตลาดหุ้นน่าจะเข้าสู่ช่วงพักฐาน (Correction) อันเกิดจากแนวโน้มนักลงทุนทยอยขายทำกำไรเพื่อปิดความเสี่ยงมากขึ้น

แผนภาพที่ 1: การใช้ Leverage ในบัญชี Margin account ของสหรัฐฯ พุ่งทะลุ 1 ล้านล้านดอลลาร์เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ ขณะที่เงินสดสำรองในบัญชีไม่ได้เพิ่มขึ้นตาม สะท้อนถึงการพึ่งพาหนี้เพื่อการลงทุนที่สูงขึ้น

Margin account leverage has exceeded \$1 trillion for the first time, highlighting a sharp rise in risk-taking, while free balances continue to hover below \$200 billion



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

แผนภาพที่ 2: หุ้นที่มีลักษณะเก็งกำไรสูง เช่น กลุ่มหุ้นที่ถูก Short มากที่สุด และหุ้นเทคโนโลยีที่ยังไม่กำไร ซึ่งเคลื่อนไหวตามกระแสเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อย เริ่มมีโมเมนตัมที่แผ่วลง ซึ่งมักตามมาด้วยการพักฐานของตลาดหุ้น

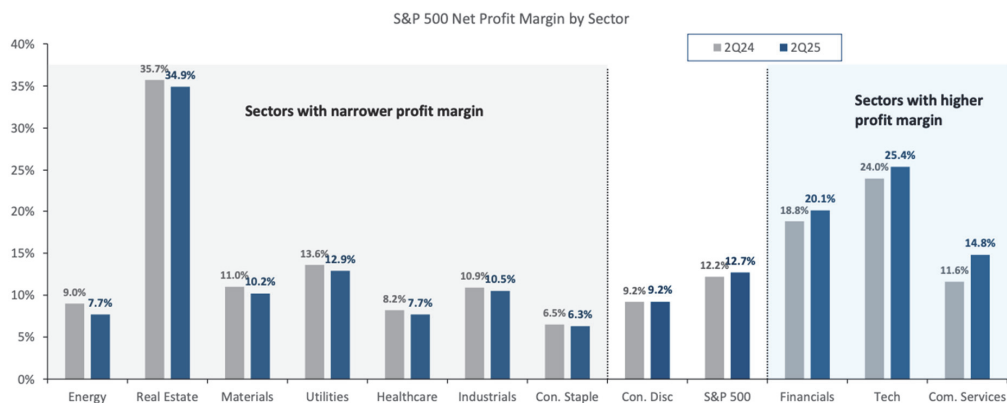
The sharp rise in the most-shorted stocks index and non-profitable tech firms signals excessive speculation, conditions that often precede a market correction as momentum fades



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

แผนภาพที่ 3: อัตรากำไรของหุ้นในดัชนี S&P 500 ปรับลดลงโดยส่วนมาก จากผลของมาตรการ Reciprocal Tariff ในไตรมาส 2/2025

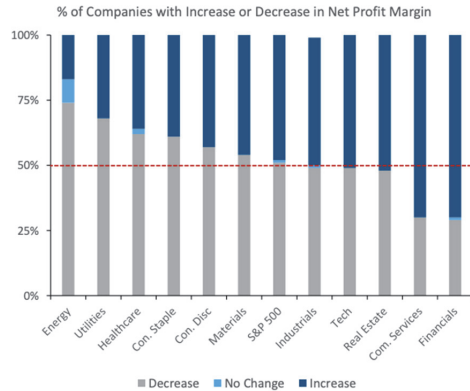
Excluding financials, only the technology and communication services sectors saw improved profit margins in 2Q25



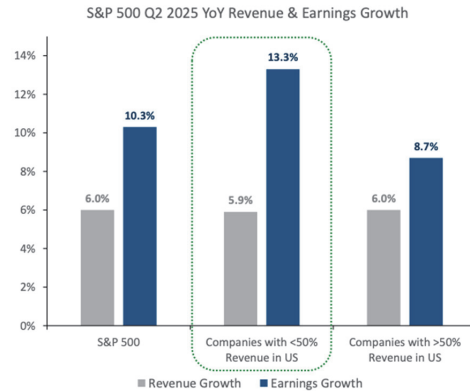
ที่มา: FactSet, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 4: บริษัทที่มีรายได้จากทั่วโลกในสัดส่วนที่สูง สามารถรักษาการเติบโตของกำไรได้ดีกว่าบริษัทที่มีรายได้กระจุกตัวอยู่ในสหรัฐฯ เป็นหลัก

Communication services was the only sector where a notable percentage of firms posted margin improvements

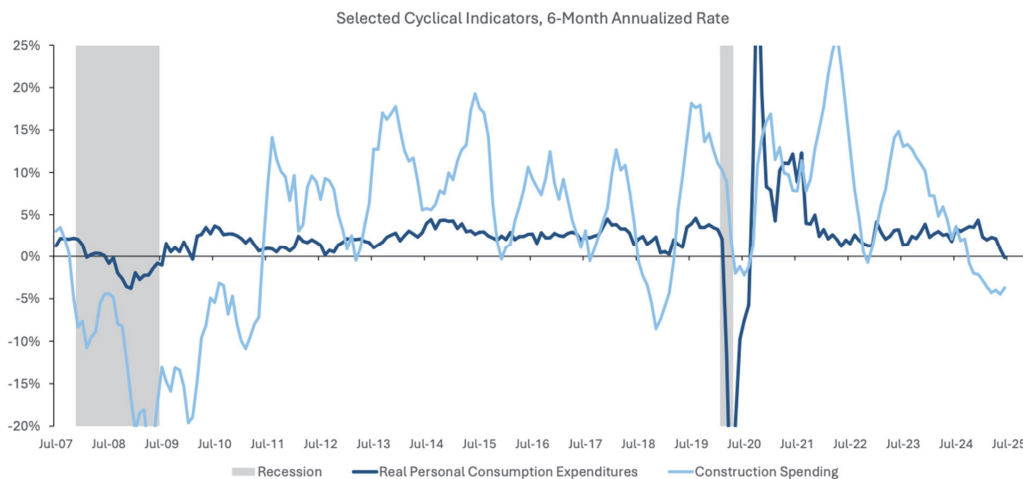


Despite similar revenue growth, firms with global exposure delivered higher earnings growth than those focused on domestic markets



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

แผนภาพที่ 5: ดัชนีปัจจัยเศรษฐกิจเศรษฐกิจ ได้แก่ การบริโภคครัวเรือน และรายจ่ายสำหรับการก่อสร้าง ชะลอตัวลงอยู่ในระดับใกล้เคียงกับช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยแล้ว



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

ความต้องการไฟฟ้าจาก Data Center สหรัฐฯ มีแนวโน้มพุ่งขึ้นเท่าตัวในปี 2030 หนุนอุตสาหกรรมสาธารณูปโภค (Utilities) ระยะยาว

สหรัฐฯ รายงานการใช้จ่ายก่อสร้างออฟฟิศเอกชนเดือน มิ.ย. อยู่ที่ 8.7 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (SAAR) หดตัว -1.1% YoY โดยออฟฟิศทั่วไปและสถาบันการเงินลดลงแรง (-16.4% และ -29.7% YoY) ตรงข้ามกับ Data Center ที่ขยายตัว +28.4% YoY และเติบโตมากกว่า 20% YoY ต่อเนื่องมาตั้งแต่ เม.ย. 2022 หรือยาวนานกว่า 39 เดือนติดต่อกัน จนล่าสุดทะลุ 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็นครั้งแรก เพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่านับตั้งแต่การเปิดตัว ChatGPT เมื่อปลายปี 2022

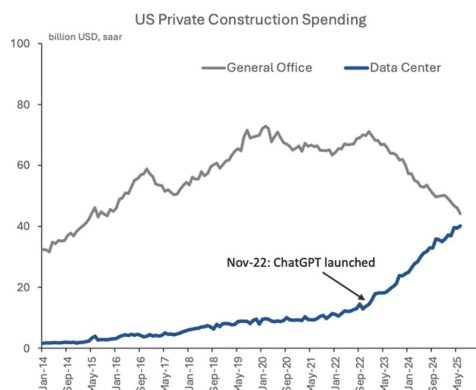
การลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานอย่าง Data Center ที่พุ่งสูงขึ้นสอดคล้องกับการใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มตามไปด้วย โดย Berkeley

Lab ประเมินว่าในปี 2023 ความต้องการใช้ไฟฟ้ากว่า 176 TWh หรือราว 4.4% ของประเทศ ถูกใช้ไปกับ Data Center จากไม่ถึง 60 TWh เมื่อสิบปีก่อน ขณะที่หากมองไปในอนาคต งานวิจัยจากทั้งภาครัฐและเอกชนระหว่างปี 2023-2024 ประเมินว่าภายในปี 2030 ความต้องการไฟฟ้าของ Data Center อาจพุ่งขึ้นแตะ 325-580 TWh หรือ 7-12% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งประเทศ

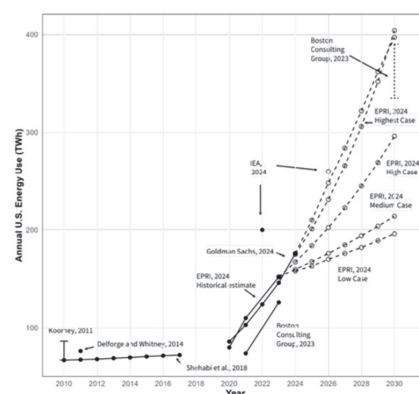
เรามองว่าแนวโน้มการลงทุน Data Center ที่เติบโตอย่างก้าวกระโดดจะกลายเป็นแรงหนุนระยะยาวต่ออุตสาหกรรมสาธารณูปโภค (Utilities) ของสหรัฐฯ ซึ่งจะมีบทบาทมากขึ้นในการรองรับโครงสร้างพื้นฐานพลังงานเพื่อขับเคลื่อน AI ในอนาคต ขณะที่ในระยะสั้นถึงกลาง Utilities ยังคงเป็นกลุ่ม Defensive ที่มีรายได้มั่นคง ช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้ ในช่วงที่ตลาดหุ้นเผชิญแรงกดดันจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง 🌀

แผนภาพที่ 6: ยอดการก่อสร้าง Data Center ในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่านับตั้งแต่การเปิดตัว ChatGPT ปลายปี 2022 และยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลให้ความต้องการใช้ไฟฟ้าเร่งตัวขึ้นอย่างมากในระยะยาว

Data center construction spending in the US has more than tripled since the launch of ChatGPT in late 2022



Academic and industry estimates suggest that data centers' share of total U.S. electricity consumption will rise from 4.4% in 2023 to 7%-12% by 2030



ที่มา: Census Bureau, Lawrence Berkeley National Lab, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงประเมินว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (10-Year Treasury Bond Yield) มีแนวโน้มปรับขึ้นใกล้ระดับ 4.5% จากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่เริ่มส่งสัญญาณความเสี่ยงชัดเจนขึ้นจากผลของมาตรการสงครามการค้า ทำให้ราคาสินค้าคงทนในสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นชัดเจน ขณะที่ภาคบริการยังเผชิญแรงกดดันด้านค่าจ้างจากนโยบายกีดกันผู้อพยพ ซึ่งทำให้แรงงานใหม่เข้าสู่ระบบช้าลงอย่างมีนัย แม้ข้อมูลการจ้างงานนอกภาคเกษตรจะสะท้อนการชะลอตัวของตลาดแรงงาน แต่การที่อุปทานแรงงานเติบโตช้าลงตามไปด้วยทำให้ระดับการว่างงานไม่ปรับสูงขึ้นมากนัก เป็นข้อจำกัดสำคัญที่ทำให้เรามองว่า Fed จะไม่สามารถผ่อนคลายนโยบายการเงินได้มาก เนื่องจากหากผ่อนคลายเป็นเร็วและมากเกินไปในภาวะที่แรงงานมีจำกัด ก็อาจไปกระตุ้นให้ค่าจ้างพุ่งสูงขึ้นและกลับมากดดันเงินเฟ้อ เราจึงยังมอง Fair level ของ US10Y ที่ประมาณ 4.5% และให้น้ำหนักกับการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมากกว่าพันธบัตรระยะยาว

นโยบายกีดกันผู้อพยพสร้างข้อจำกัดในการผ่อนคลายนโยบายการเงินของ Fed

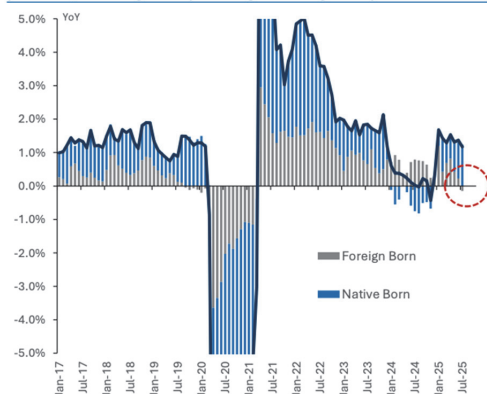
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีปรับลดลงแรงเมื่อต้นเดือน ส.ค. รับตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (Nonfarm Payroll) ที่ชะลอตัวลงอย่างมาก สะท้อนภาวะตลาดแรงงานที่อ่อนตัวลง และเพิ่มโอกาสที่ Fed อาจปรับลดดอกเบี้ยได้ในช่วงปลายปีนี้ อย่างไรก็ตาม ด้วยนโยบายกีดกันผู้อพยพของรัฐบาลที่ทำให้โครงสร้างแรงงานเปลี่ยนไป ทำให้แม้การเติบโตของการจ้างงานชะลอตัว ทว่าจำนวนแรงงานที่เข้าสู่ระบบก็เติบโตช้าลงเช่นกัน ส่งผลให้อัตราการว่างงานไม่ได้รับสูงขึ้นมากนัก สถานการณ์ดังกล่าวทำให้ Fed มีโจทย์ที่ซับซ้อนขึ้น เพราะหาก

ผ่อนคลายนโยบายการเงินมากเกินไป การกระตุ้นให้เกิดการจ้างงานในภาวะที่อุปทานของแรงงานมีจำกัดเช่นนี้ ก็อาจกระทบให้อัตราค่าจ้างเร่งตัว และย้อนกลับมากดดันเงินเฟ้อในที่สุด โดยเฉพาะเงินเฟ้อในภาคบริการที่มีความหนืดสูง

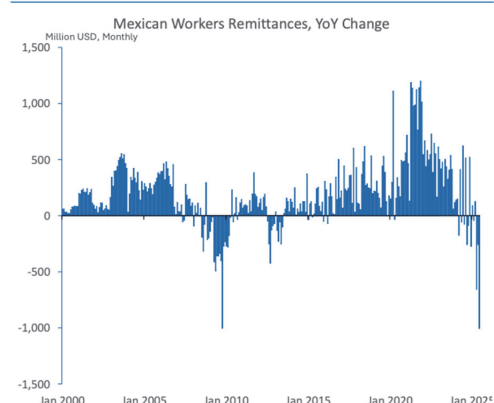
ในเชิงกลยุทธ์ เราจึงให้น้ำหนักไปที่พันธบัตรระยะสั้นมากกว่าระยะยาว เนื่องจากมีโอกาสได้ประโยชน์จากการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed โดยตรง และเสี่ยงต่อแรงกดดันด้านขึ้นของ Yield น้อยกว่า ขณะที่พันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปี เรายังประเมิน Fair level ที่ราว 4.5% จึงจะสะท้อนความเสี่ยงของแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อระยะยาวได้อย่างเหมาะสม

แผนภาพที่ 7: การจ้างงานแรงงานต่างด้าวในสหรัฐฯ หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤตโควิด-19 (ภาพซ้าย) ขณะที่เงินโอนกลับประเทศของแรงงานเม็กซิกันหดตัวรุนแรง (ภาพขวา) สะท้อนผลของนโยบายกีดกันแรงงานต่างด้าวของภาครัฐ

Foreign-born employment contracted for the first time since the pandemic, reflecting the impact of tighter immigration policies

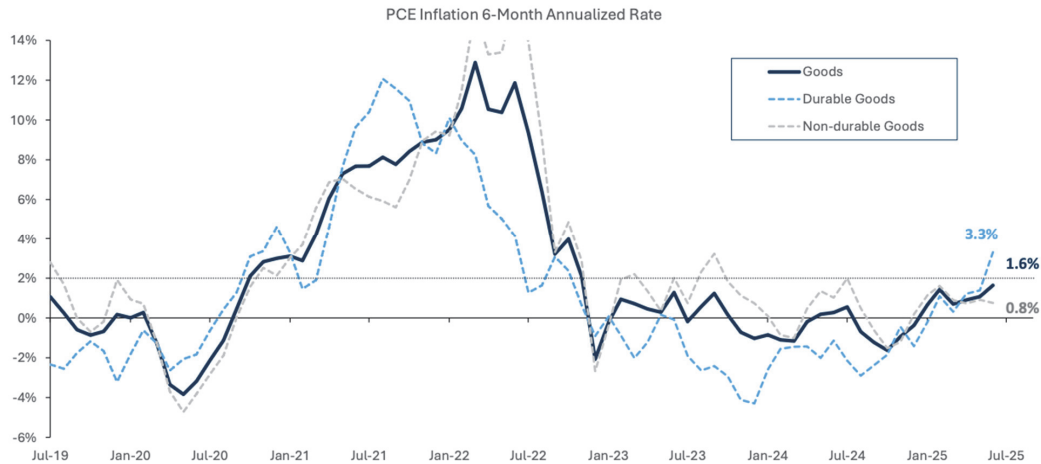


The sharpest drop in Mexican remittances since the GFC signals that fewer Mexicans are able to find work in the US



ที่มา: Fred, Banco de México, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 8: เงินเฟ้อในส่วนของสินค้าคงทน (เส้นประสีฟ้า) เริ่มเร่งตัวขึ้นชัดจากผลของภาษีสินค้านำเข้า



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

แผนภาพที่ 9: คาดการณ์ดอกเบี้ยของ Fed (เส้นสีน้ำเงิน) ปรับลดลง ขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (เส้นสีเทา) ยังคงอยู่เหนือระดับเป้าหมาย 2% สะท้อนความเชื่อมั่นของตลาดต่อ Fed ที่ถดถอยลง

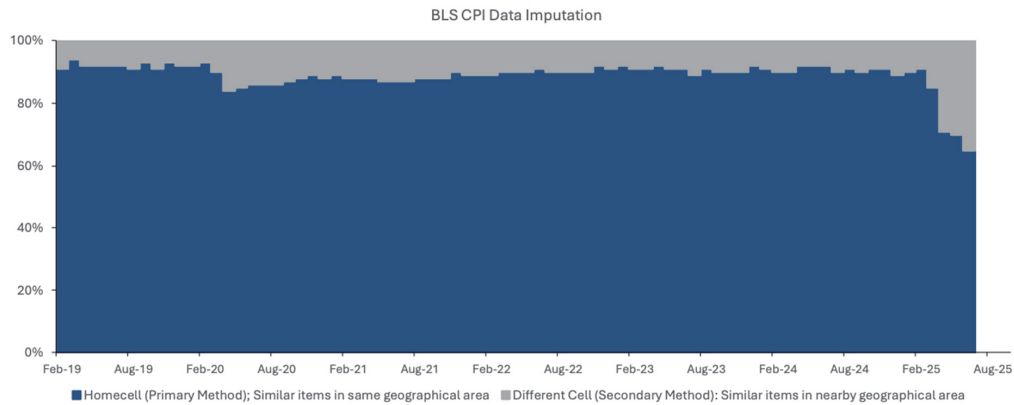
Expectations for Fed policy rates over the next two years have declined notably, suggesting deeper rate cuts, even as inflation expectations remain stubbornly anchored between 2.3-2.5%



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

แผนภาพที่ 10: ข้อมูลกว่า 1 ใน 3 ของตะกร้าสินค้าที่ใช้คำนวณ CPI ถูกเปลี่ยนการเก็บข้อมูลไปใช้วิธีที่มีความแม่นยำต่ำลงจากภาวะขาดแคลนเจ้าหน้าที่ของหน่วยงานสถิติ

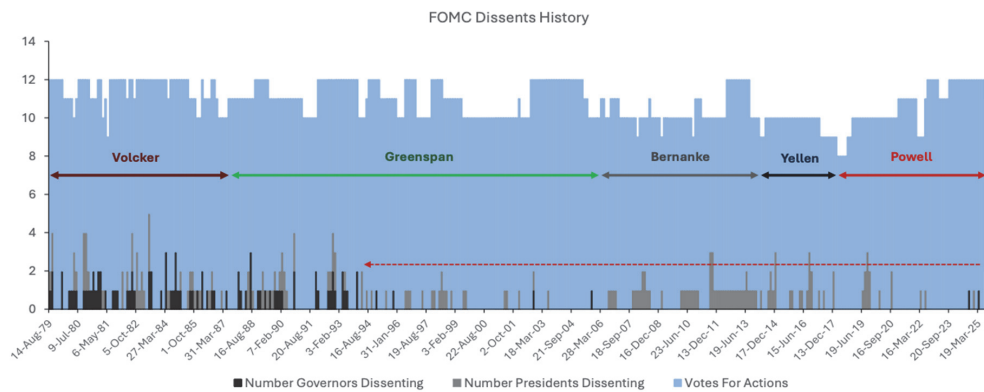
Over 35% of CPI basket data is now derived from substitute items in neighboring geographic areas, rather than the same locality, as a result of staffing constraints



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

แผนภาพที่ 11: กรรมการ Fed 2 รายโหวตไม่ตรงกับเสียงส่วนใหญ่ในการประชุมครั้งล่าสุด นับเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 1993 บ่งชี้ถึงการตัดสินใจที่ลำบากขึ้นของ Fed ซึ่งอาจเพิ่มความผันผวนให้กับตลาดพันธบัตรในระยะข้างหน้า

Governors Bowman and Waller's dissent at the July FOMC broke a three-decade long pattern, marking the first time since the Greenspan era that two governors simultaneously voted against the consensus



ที่มา: Federal Reserve Bank of St. Louis, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดัชนีบ่งชี้อุปสงค์ของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวอ่อนตัวลงอย่างชัดเจนในการประมูลรอบเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา สะท้อน Bond yield ยังคงมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง

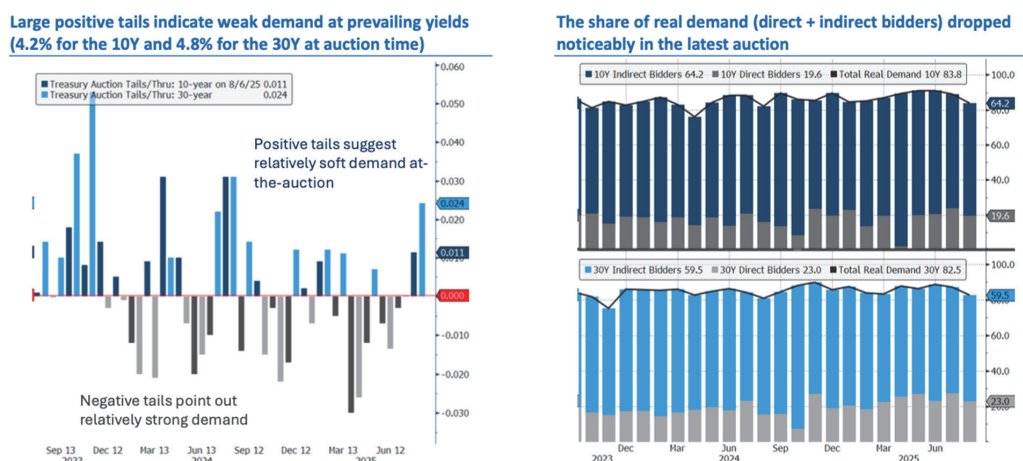
ในการประมูลพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ประจำเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา (US Treasury Auction) พบว่าสัญญาณอุปสงค์ของพันธบัตรระยะยาวชะลอตัวลงอย่างชัดเจน โดยดัชนีที่ตลาดให้ความสนใจอย่าง Bid-to-Cover Ratio ซึ่งปรับลดลงทั้งในพันธบัตรอายุ 10 ปี (จาก 2.61 เท่า เหลือ 2.35 เท่า) และพันธบัตรอายุ 30 ปี (จาก 2.38 เท่า เหลือ 2.27 เท่า) บ่งบอกถึงการที่นักลงทุนแสดงความสนใจเข้าซื้อลดลงเมื่อเทียบกับปริมาณที่ประมูล

อีกหนึ่งตัวชี้วัดสำคัญคือ Auction Tail หรือส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรที่ประมูลได้ (Auctioned yield) กับผลตอบแทนในตลาดรอง (Market yield) ณ ขณะนั้น ซึ่งถ้าตัวเลขนี้ออกมาเป็นค่าบวก หมายความว่านักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าระดับที่ซื้อขายอยู่ในตลาด จึงเสนอราคาในการประมูลที่

ต่ำลง สะท้อนว่าผู้ซื้อเห็นว่า Yield ที่ตลาดประเมิน (4.2% สำหรับพันธบัตร 10 ปี และ 4.8% สำหรับ 30 ปี ณ วันประมูล) ยังไม่จูงใจเพียงพอ ผลการประมูลในรอบที่ผ่านมาซึ่งมีค่า Auction Tail เป็นบวกทั้งสองช่วงอายุ จึงแสดงถึงความต้องการ Yield ที่สูงขึ้น

ขณะเดียวกัน สัดส่วนผู้ส่งคำสั่งประมูลที่มาจาก Direct Bidders (อาทิ กองทุนรวมในสหรัฐฯ และ Hedge Funds) และ Indirect Bidders (อาทิ เอกชนและธนาคารกลางต่างประเทศ) ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มอุปสงค์จริง (Real demand) ก็ลดต่ำลง ทำให้ปริมาณพันธบัตรที่เหลือเข้าสู่ Primary Dealers ตามกฎหมายเพิ่มมากขึ้น บ่งชี้ถึงอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรระยะยาวที่อ่อนตัวอย่างมากในช่วงต้นเดือนที่ Bond yield ปรับลดลงค่อนข้างต่ำ ผลการประมูลพันธบัตรซึ่งสะท้อนอุปสงค์ที่อ่อนตัวลงอย่างมีนัยจึงบ่งชี้ว่าผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวยังคงเผชิญกับความเสี่ยงด้านสูงในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 12: สัญญาณอุปสงค์ของพันธบัตรระยะยาวชะลอตัวลงอย่างชัดเจนในการประมูลรอบเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา ทั้งค่า Bid-to-Cover Ratio ที่ลดต่ำลง Auction Tail ที่มีค่าเป็นบวก และสัดส่วนผู้ส่งคำสั่งประมูลที่มาจากอุปสงค์จริงที่ลดลง



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

การถือครองทองคำซึ่งเป็นสินทรัพย์ทางเลือกในพอร์ตการลงทุน ช่วยกระจายความเสี่ยงและลดความผันผวนของพอร์ตการลงทุนในระยะยาวได้ โดยจากผลการศึกษาลงทุนที่มีทองคำในพอร์ตเมื่อเทียบกับพอร์ตที่ไม่มีทองคำ พบว่า อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับไม่แตกต่างกันมากนักไม่ว่าจะมีทองคำหรือไม่ทองคำในพอร์ตการลงทุนระยะเวลา 5, 15 และ 20 ปี แต่ในทางกลับกัน ค่าความผันผวนของพอร์ตการลงทุน (Volatility) เมื่อถือครองทองคำนั้นจะต่ำกว่าเมื่อเทียบกับไม่มีทองคำ ด้านตลาดน้ำมัน เราคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายปี 2025 หลังราคาน้ำมันเริ่มอ่อนตัวลงตามที่เราคาด ตามการคลี่คลายความกังวลด้านภูมิรัฐศาสตร์ ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานสะท้อนว่าตลาดกำลังเข้าสู่ภาวะอุปทานส่วนเกินอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะจากการผลิตของ OPEC ที่มีมติให้ซาอุดีอาระเบียเร่งการผลิตกลับสู่ระดับ 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน

ทองคำ

การถือครองทองคำซึ่งเป็นสินทรัพย์ทางเลือกในพอร์ตการลงทุนไม่เพียงแต่เพื่อหวังผลตอบแทนในระยะสั้นเพียงอย่างเดียว แต่ยังช่วยกระจายความเสี่ยงและลดความผันผวนของพอร์ตการลงทุนในระยะยาวได้

เรายังคงมุมมองเดิมว่าราคาทองคำมี Upside จำกัดในปี 2025 เมื่อเทียบกับปัจจัยมหภาค โดยราคาทองคำยังมีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบราว 3,200-3,500 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วงที่เหลือของปี อย่างไรก็ตาม การถือครองทองคำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ทางเลือกในพอร์ตการลงทุนไม่เพียงแต่เพื่อหวังผลตอบแทนในระยะสั้นเพียงอย่างเดียว แต่ยังช่วยกระจายความเสี่ยงและลดความผันผวนของพอร์ตการลงทุนในระยะยาวได้ โดยจากผลการศึกษาที่ใช้แบบจำลองพอร์ตการลงทุนผ่านโมเดลมอนติคาร์โล อ้างอิงข้อมูลตั้งแต่ปี 2000-2025 และให้น้ำหนักการลงทุนไปยังตลาดหุ้นประเทศพัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา (45%) สินทรัพย์ทางเลือก (24%) ตราสารหนี้ (23%) และทองคำ (8%) เมื่อเทียบกับพอร์ตการลงทุนที่ไม่มีทองคำอยู่แต่เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในตะกร้าเดิมขึ้นมา พบว่า อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับไม่แตกต่างกันมากนักไม่ว่าจะมีทองคำหรือไม่ทองคำในพอร์ตการลงทุนระยะเวลา 5, 15 และ 20 ปี แต่ในทางกลับกัน ค่าความผันผวนของพอร์ตการลงทุน (Volatility) เมื่อถือครองทองคำนั้นจะต่ำกว่าเมื่อเทียบกับไม่มีทองคำในพอร์ตในทุกช่วงอายุการถือครองตามที่กล่าวไปข้างต้น ส่งผลให้ผลตอบแทนเมื่อปรับตามความเสี่ยง (Risk-adjusted Return) เมื่อมีทองคำในพอร์ตปรับดีขึ้นกว่ากรณีที่ไม่มีทองคำ

นอกจากนี้ ทองคำยังเป็นสินทรัพย์มีค่าสหสัมพันธ์กับสินทรัพย์อื่นๆ ค่อนข้างต่ำ โดยในแบบจำลองพอร์ตการลงทุน (ไม่ใช่คาดการณ์แต่เป็นเพียงตัวอย่างเพื่อดูความอ่อนไหวของพอร์ต “Sensitivity Analysis”) ภายใต้ภาพเศรษฐกิจที่มีความผันผวน อาทิ ธนาคารกลางปรับขึ้นดอกเบี้ยสูง (Rate Hike Shock) เงินเฟ้อเร่งขึ้นสูง (Inflation Spike) ตลาดหุ้นปรับลงแรง (Equity Crash) และส่วนต่างผลตอบแทนตราสารหนี้เอกชนเพิ่มขึ้นจากพันธบัตรรัฐบาลมาก (Credit Spread Widening) พบว่า แม้พอร์ตการลงทุนในฉากทัศน์ต่างๆ จะติดลบไม่ว่าจะมีทองคำในพอร์ตหรือไม่ก็ตาม แต่การถือทองคำไว้ในพอร์ตจะช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านต่ำได้ราว 50-90bps ภายใต้สถานการณ์ต่างๆ อ้างอิงข้อมูลปี 2000-2025

โดยสรุป เรายังคงแนะนำให้ทยอยเข้าลงทุนในทองคำเมื่อเกิดการปรับฐาน ด้วยความระมัดระวัง เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน ขณะที่ราคาทองคำในระยะกลางถึงยาวยังมีปัจจัยสนับสนุนหลายประการ อาทิ 1) อุปสงค์การเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางในประเทศต่างๆ ที่มีแนวโน้มสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ถึงแม้ข้อมูลการเข้าซื้อทองคำของธนาคารกลางจะชะลอตัวลงในช่วงไตรมาสที่สองที่ผ่านมา ซึ่งน่าจะเป็นผลจากสัดส่วนการถือครองทองคำของธนาคารกลางบางแห่งเริ่มใกล้เคียงหรือถึงเป้าหมายการถือครองแล้วประกอบกับราคาทองคำที่ทรงตัวในระดับสูง อย่างไรก็ตาม หากอ้างอิงแบบสำรวจไปยังธนาคารกลาง (Central Bank) 73 แห่ง พบว่า กว่า 95% ของผู้ตอบแบบสอบถามคาดการณ์ว่าทองคำในทุนสำรอง (Gold Reserve) จะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า (vs. 54%,

75%, 52%, 61%, 71% และ 81% คำตอบปี 2019-2024 ตามลำดับ) ส่วนหนึ่งเป็นกลยุทธ์กระจายความเสี่ยงออกจากสินทรัพย์ในสกุลเงินดอลลาร์ โดยเฉพาะหากอัตราการเติบโตของทุนสำรองระหว่างประเทศกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งหรือราคาทองคำย่อตัวลง อาจเห็นอุปสงค์ทองคำจากธนาคารกลางฟื้นตัวขึ้นได้ 2) ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risks) จากตะวันออกกลางที่อาจรุนแรงขึ้น, จีน-ไต้หวันที่เป็นความเสี่ยงระยะยาว และ

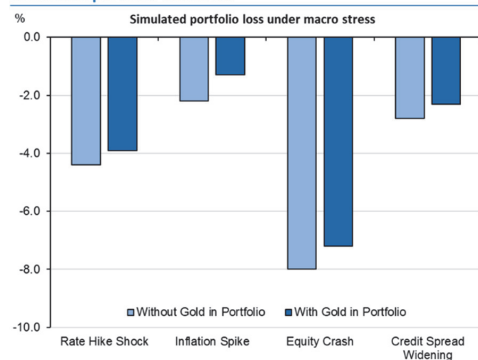
รัสเซีย-ยูเครนที่แม้จะดูมีความตึงเครียดมากขึ้น แต่ยังไม่มีความขัดแย้งอย่างแน่ชัด 3) ภาระหนี้ของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นสูงต่อเนื่อง หลังพรรครีพับลิกันเสนอแผนเพิ่มการขาดดุลงบกลางอีกกว่า 3.4 ล้านล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 10 ปีข้างหน้า ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นต่อสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะยาว

แผนที่ภาพ 13: การถือครองทองคำ ซึ่งเป็นสินทรัพย์ทางเลือกในพอร์ตการลงทุนไม่เพียงแต่เพื่อหวังผลตอบแทนในระยะสั้นเพียงอย่างเดียว แต่ยังช่วยกระจายความเสี่ยงและลดความผันผวนของพอร์ตการลงทุนในระยะยาวได้

Monte Carlo portfolio simulation

Scenario	5 years		15 years		20 years	
	No Gold	With Gold	No Gold	With Gold	No Gold	With Gold
Annualised return (%)	5.6	5.8	11.3	10.7	6.5	6.6
Annualised volatility (%)	11.7	10.8	12.1	11.3	11.7	10.9
Risk-adj return	0.48	0.54	0.93	0.94	0.56	0.61
Max drawdown (%)	-18.6	-16.6	-43.2	-38.0	-43.2	-38.8

Simulated portfolio scenarios



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

น้ำมัน

เราคงมมมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) มีแนวโน้มทยอยปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 60 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงท้ายปี 2025 หลังราคาน้ำมันเริ่มอ่อนตัวลงตามที่เราคาด ตามการคลี่คลายความกังวลด้านภูมิรัฐศาสตร์ ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานสะท้อนว่าตลาดกำลังเข้าสู่ภาวะอุปทานส่วนเกินอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะจากการผลิตของ OPEC ที่มีมติให้ซาอุดีอาระเบียเร่งการผลิตกลับสู่ระดับ 10 ล้านบาร์เรลต่อวันตั้งแต่เดือน ก.ย. จากเพียง 9 ล้านบาร์เรลเมื่อต้นปี ขณะเดียวกัน การส่งออกน้ำมันของซาอุดีอาระเบียก็กำลังฟื้นตัวขึ้นหลังผ่านพ้นฤดูร้อนซึ่งเป็นช่วงที่อุปสงค์ภายในประเทศพุ่งสูงขึ้น สวนทางการนำเข้าน้ำมันของจีนที่เริ่มชะลอตัวตามทิศทางเศรษฐกิจครึ่งหลังปี ด้วยปัจจัยดังกล่าว ทำให้เราประเมินว่าราคาน้ำมันยังเผชิญแรงกดดันด้านลบและมีแนวโน้มปรับอ่อนลงต่อเนื่องในช่วงปลายปีนี้

OPEC8+ เปิดทางให้ซาอุดีอาระเบียเร่งผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นอีกเกือบ 5 แสนบาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ย. เพิ่มความเสี่ยงด้านต่ำต่อราคาน้ำมันดิบในช่วงท้ายปี

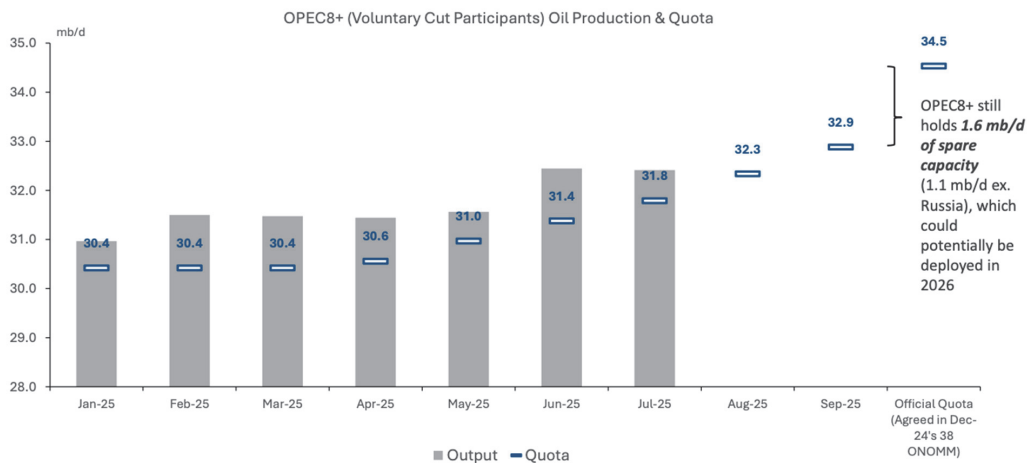
กลุ่ม OPEC8+ ซึ่งประกอบไปด้วยประเทศสมาชิกที่เข้าร่วมมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจ (ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย อิรัก สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ คูเวต คาซัคสถาน แอลจีเรีย และโอมาน) มีมติในการประชุมเมื่อวันที่ 3 ส.ค. ให้เร่งการเพิ่มกำลังการผลิตเร็วกว่ากำหนด โดยจะเพิ่มโควตาอีก 547,000 บาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ย. นับเป็นการยกเลิกมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจรอบที่ 2 โดยสมบูรณ์ (Fully unwound) เร็วกว่ากำหนดการณ์แรกที่เคยวางแผนไว้ถึงหนึ่งปีเต็ม โดยการตัดสินใจครั้งนี้จะทำให้โควตาของกลุ่ม OPEC8+ เพิ่มขึ้นเป็น 32.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน และเมื่อเทียบกับระดับการผลิตจริงแล้ว จะเท่ากับว่าเป็นการเปิดโอกาสให้สมาชิกกลุ่มเพิ่มการผลิตขึ้นได้อีกกว่า 5 แสนบาร์เรลต่อวันเมื่อเทียบกับระดับการผลิตเมื่อเดือน

ก.ค. ที่ผ่านมามีประมาณ 32.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเราคาดว่าเกือบทั้งหมดของการผลิตที่จะเพิ่มขึ้นจะมาจากซาอุดีอาระเบีย

การตัดสินใจดังกล่าวสอดคล้องกับมุมมองของเราที่เคยประเมินว่าทางกลุ่ม OPEC ต้องการเร่งยกเลิกมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 2 ภายในสิ้นปีนี้ ก่อนจะกลับสู่โหมด Wait-and-See อีกครั้ง แต่เร็วกว่าที่เราและนักวิเคราะห์หลายเจ้าที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงไตรมาส 4 อย่างไรก็ตาม เราประเมินการตัดสินใจของ OPEC ครั้งนี้ได้เพิ่มความเสี่ยงอุปทานน้ำมันในตลาดในระดับที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในช่วงไตรมาส 4 ที่อุปสงค์น้ำมันมักอ่อนตัวจากปัจจัยฤดูกาล ยิ่งสร้างความเสี่ยงด้านต่ำต่อราคาน้ำมันดิบ WTI ที่เราคาดว่าจะปรับลดลงใกล้เคียง 60 ดอลลาร์สหรัฐ ในช่วงท้ายปี

นอกจากนี้ ในระยะเวลาที่ยาวออกไปแล้ว OPEC ยังคงมีกำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ที่เกิดขึ้นจากมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 1 อยู่อีกราว 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน ประกอบกับการประชุมพิเศษของกลุ่ม OPEC8+ ที่จะจัดขึ้นอีกราวเดือนละครั้ง ซึ่งถือว่าค่อนข้างบ่อย สะท้อนว่าทางกลุ่มอาจยังต้องการทยอยยกเลิกมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 1 อีกในอนาคต ซึ่งเราคาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2026 เพื่อรับมืออุปสงค์น้ำมันโลกที่คาดว่าจะเติบโตขึ้นราว 1.1-1.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในปีหน้า และจะส่งผลให้ภาวะตลาดน้ำมันโลกอยู่ในภาวะค่อนข้างสมดุลและโน้มไปทางอุปทานส่วนเกิน (Excess supply) จากปัจจุบันไปจนถึงประมาณ 1 ปีข้างหน้า ทำให้ความเสี่ยงด้านสูงของราคาน้ำมันดิบค่อนข้างจำกัดในช่วงเวลาดังกล่าว

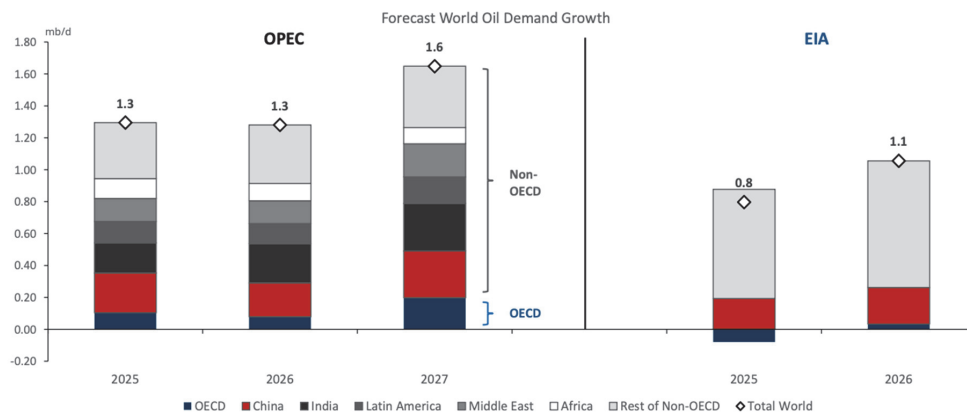
แผนภาพที่ 14: OPEC8+ ยังคงมีกำลังการผลิตส่วนเกิน (Spare capacity) ที่เกิดขึ้นจากมาตรการลดการผลิตโดยสมัครใจครั้งที่ 1 อยู่อีกราว 1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน...



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

แผนภาพที่ 15: ...ซึ่งเพียงพอต่อการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกในปี 2026 ที่คาดว่าจะอยู่ราว 1.1-1.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน

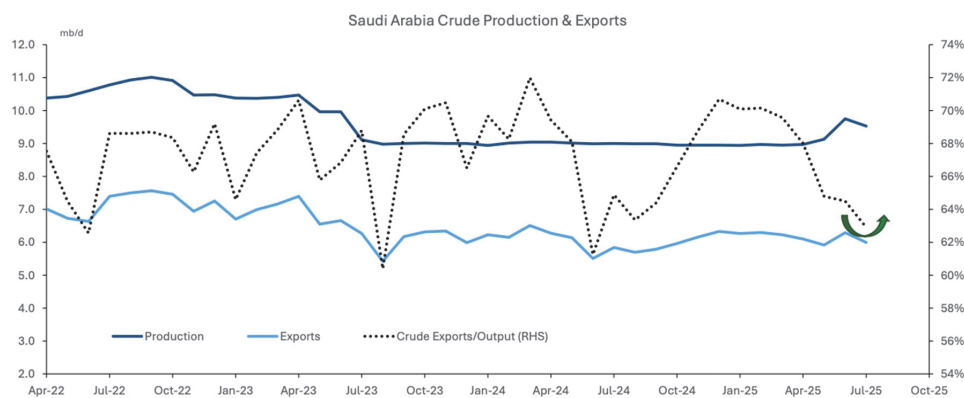
Global oil demand growth for 2026F is projected at roughly 1.1–1.3 mb/d, with nearly all incremental demand expected to come from developing economies



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

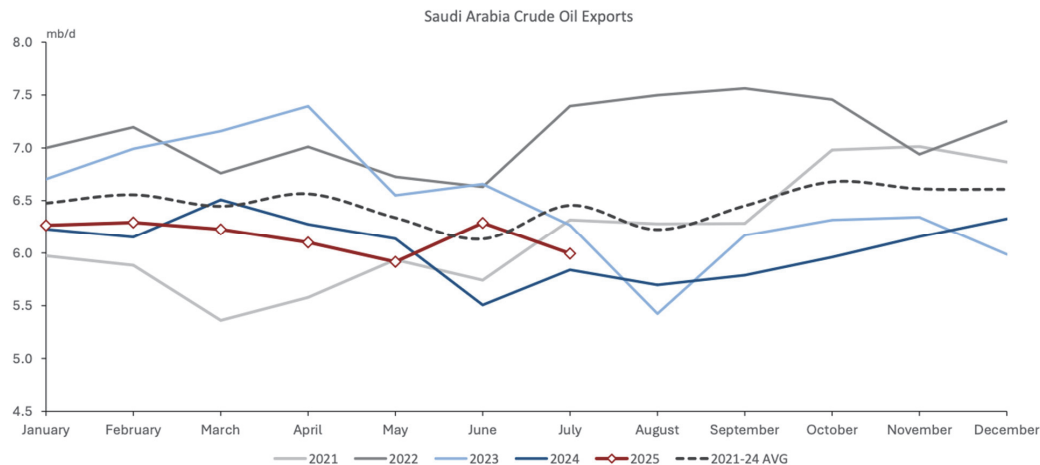
แผนภาพที่ 16: การส่งออกน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียมีแนวโน้มพลิกสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

Saudi Arabia's exports-to-production ratio has slipped below 63%, versus a long-term average of ~67%, suggesting scope for a rebound in exports



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

แผนภาพที่ 17: ชาวจีนมีแนวโน้มการส่งออกน้ำมันในช่วงครึ่งหลังของปี จากอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนตัวลงจากปัจจัยฤดูกาล



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

เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มอ่อนแรง กดดันการเติบโตของการนำเข้าน้ำมันดิบในช่วงท้ายของปี 2025

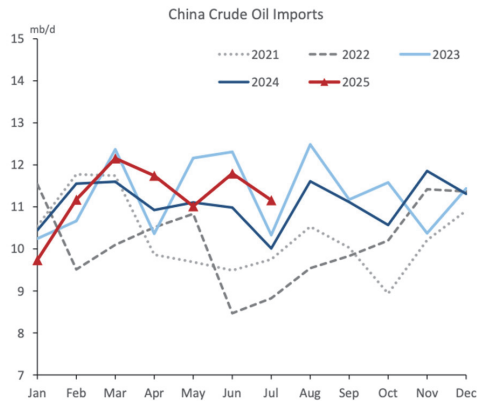
เศรษฐกิจจีนมีบทบาทสำคัญต่อทิศทางตลาดน้ำมันโลกอย่างมาก เนื่องจากแม้จีนจะเป็นผู้บริโภคน้ำมันรายใหญ่อันดับ 2 รองจากสหรัฐฯ แต่แตกต่างตรงที่จีนต้องพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันดิบในสัดส่วนสูง ทำให้กลายเป็นผู้นำเข้าน้ำมันดิบรายใหญ่ที่สุดของโลก ดังนั้นอุปสงค์น้ำมันของจีนจึงมีอิทธิพลต่อดุลอุปสงค์-อุปทานน้ำมันโลกโดยตรง

ในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2025 (7M25) จีนมีการนำเข้าน้ำมันดิบเฉลี่ย 11.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งถือเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และเพิ่มขึ้นราว 300,000 บาร์เรลต่อวันจากปีก่อนหน้า (7M24) อย่างไรก็ตาม การเติบโตดังกล่าวเป็นผลจากฐานต่ำเนื่องจากปี 2024 จีนชะลอการนำเข้าน้ำมัน ทำให้เมื่อเทียบกับปี 2023 การเติบโตจะอยู่ในระดับต่ำกว่า 100,000 บาร์เรลต่อวัน

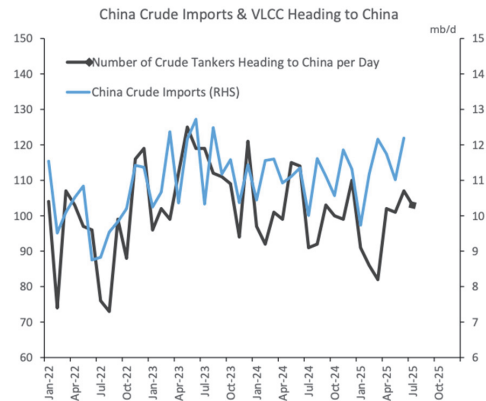
นอกจากนี้ ดัชนีเศรษฐกิจจีนหลายภาคส่วน อาทิ การลงทุนสินทรัพย์ถาวร และการบริโภคครัวเรือนเริ่มอ่อนแรงลง อีกทั้งการตกเป็นเป้าหมายหลักของสงครามการค้าจากกดดันการส่งออกมากขึ้นในระยะถัดไป ขณะที่จำนวนเรือบรรทุกน้ำมันดิบขนาดใหญ่ (VLCC) ที่กำลังมุ่งสู่ประเทศจีนก็ลดจำนวนลง สะท้อนการนำเข้าที่จะชะลอลงในระยะถัดไป ปัจจัยเหล่านี้ชี้ว่าอุปสงค์น้ำมันของจีนไม่น่าจะเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญในช่วงท้ายของปี 2025 เราจึงประเมินว่าตลาดน้ำมันยังคงเผชิญแรงกดดันด้านอุปทาน ขณะที่แรงหนุนจากอุปสงค์โดยเฉพาะจากจีนมีจำกัด ราคาน้ำมันดิบ WTI จึงมีแนวโน้มอ่อนตัวลงต่อไปสู่ระดับ 60 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในช่วงปลายปี และความเสี่ยงยังโน้มเอียงไปทางด้านต่ำ 📉

แผนภาพที่ 18: จำนวนเรือบรรทุกน้ำมันดิบขนาดใหญ่ (VLCC) ที่กำลังมุ่งสู่ประเทศจีนลดจำนวนลง สะท้อนการนำเข้าที่จะชะลอลงในระยะถัดไป

China's crude imports averaged 11.3 mb/d in 7M25, up just 0.3 mb/d from 7M24 levels and less than 0.1 mb/d from 7M23



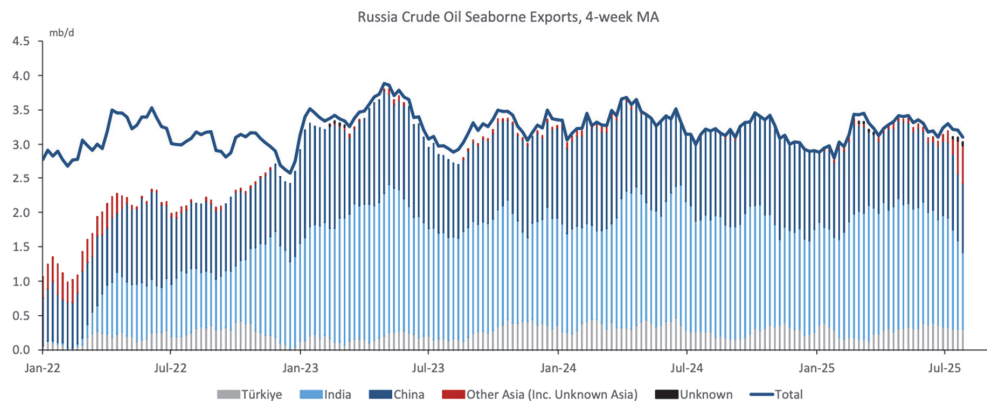
A decline in VLCC sailings to China suggests crude imports may be losing momentum



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

แผนภาพที่ 19: การส่งออกน้ำมันดิบของรัสเซียยังมีทิศทางทรงตัว แม้ได้รับแรงกดดันจากสหรัฐฯ สูงขึ้นในระยะหลัง โดยเกือบทั้งหมดเป็นการส่งออกน้ำมันไปที่จีนและอินเดีย

India shows no immediate sign of yielding to Trump's demand for sharp cuts in Russian crude purchases, while rising shipments to 'unknown Asia' may signal growth in shadow fleet activity



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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญในเดือน ก.ค. โดยการจ้างงานเพิ่มขึ้นเพียง +7.3 หมื่นตำแหน่ง ขณะเดียวกัน สำนักงานสถิติแรงงานยังมีการปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้าลงกว่า -2.58 แสนตำแหน่ง และหากไม่นับช่วงโควิด จะนับเป็นการปรับลดตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้าที่มากที่สุดตั้งแต่เคยจัดทำตัวเลขมา โดยการปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานจะเกิดขึ้นจากสองปัจจัยหลัก 1) การปรับปรุงผลของฤดูกาล “Seasonal Factor” และ 2) ได้รับข้อมูลจากผู้ประกอบการที่ครบถ้วนขึ้น “Non-seasonal Factor” ขณะที่กว่า 70% ของการปรับลดตัวเลขการจ้างงานในครั้งนี้ เกิดขึ้นจากการได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนขึ้น ซึ่งกล่าวได้ว่า ภาพการจ้างงานของสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ใช่ผลจากการปรับปรุงโมเดลฤดูกาลของสำนักงานสถิติแรงงาน
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนยังมีการพัฒนาการด้านบวก หลังดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 50.9 จุด ในเดือน ก.ค. ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการ (Service PMI) ที่ฟื้นตัวขึ้น +0.5 จุด เป็น 51.0 จุด และทำระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน ขณะเดียวกัน กิจกรรมในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 49.8 จุด และแม้ว่าดัชนีจะยังคงอยู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่อง แต่นับเป็นอัตราการหดตัวที่น้อยที่สุดในรอบกว่า 36 เดือน สำหรับนโยบายการเงิน ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.00% สำหรับ Deposit Facility Rate ตามที่เราและตลาดคาดการณ์ อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ในปัจจุบันยังเผชิญกับความไม่แน่นอนอีกมาก โดยเฉพาะจากความตึงเครียดด้านการค้า ซึ่งกรรมการนโยบายการเงินจะยังคงยึดหลักของการใช้ข้อมูลที่เข้ามาเพื่อกำหนดจุดยืนทางการเงินที่เหมาะสม (Data dependent)
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นกำลังเผชิญกับความไม่แน่นอนทางการเมือง หลังจากพรรคร่วมรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากทั้งในสภาผู้แทนราษฎรและวุฒิสภา ส่งผลให้พรรคร่วมรัฐบาลอาจต้องประนีประนอมและยอมรับข้อเสนอของพรรคฝ่ายค้านมากขึ้นเพื่อให้ได้ รับเสียงสนับสนุนสำหรับการผลักดันนโยบายและการตรากฎหมายสำคัญในรัฐสภา โดยหลังสูญเสียเสียงข้างมากในการเลือก ตั้งวุฒิสภา นายกรัฐมนตรีชิบะฮิโรฮิโระจะดำรงตำแหน่งต่อ แต่ยังมีแรงกดดันจากสมาชิกภายในพรรคที่เรียกร้องให้มีการเลือก ผู้นำพรรคใหม่ โดยหากมีการเปลี่ยนแปลงผู้นำพรรค LDP นโยบายการคลังในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มขยายตัวมากขึ้น ในด้าน นโยบายการเงิน เรายังคงมองว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงไตรมาส ที่ 4/2025 สู่ระดับ 0.75%
- เศรษฐกิจจีนเผชิญกับแรงกดดันเงินฝืดมาต่อเนื่องหลังวิกฤตในภาคอสังหาริมทรัพย์ จากทั้งปัญหาอุปสงค์ที่อ่อนแอและปัญหา อุปทานส่วนเกิน ส่งผลให้เกิดการแข่งขันด้านราคาที่ดินแรงในภาคอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งกดดันราคาสินค้าและกำไรภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยล่าสุด ทางการเงินได้ให้คำมั่นว่าจะจัดการกับการแข่งขันทางราคาที่ดินมากเกินไปและปัญหากลังการผลิตส่วนเกินในภาค อุตสาหกรรม (Anti-involution) โดยคาดว่าจะการทำให้ Supply-side reform ในรอบนี้อาจใกล้เคียงกับในปี 2015 อย่างไรก็ตาม ปัญหา กลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบันได้กระจายครอบคลุมทั้งอุตสาหกรรมต้นน้ำและอุตสาหกรรมเกิดใหม่ที่เป็นของเอกชน โดยการ สั่งลดกำลังการผลิตในปัจจุบันอาจมีประสิทธิภาพน้อยกว่าในอดีต อีกทั้งภาวะเงินฝืดในปัจจุบันยังเกิดจากฝั่งอุปสงค์ที่ยังไม่ฟื้น ตัว โดยเฉพาะจากราคาสังหาริมทรัพย์ที่ลดลงต่อเนื่อง กดดันความเชื่อมั่นและการบริโภคของภาคครัวเรือน จึงทำให้ประสิทธิภาพ ของการแก้ปัญหาเงินฝืดผ่านการปฏิรูปด้านอุปทานในรอบนี้อาจจำกัด หากไม่มีมาตรการฟื้นฟูอุปสงค์ควบคู่กัน
- เศรษฐกิจไทยครึ่งปีแรกขยายตัวได้ในเกณฑ์ดี และยังไม่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้ารอบใหม่มากนัก เราจึงได้ทำการปรับ เพิ่มคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยขึ้นมาที่ 1.9% และ 1.6% ในปี 2025F และ 2026F ตามลำดับสามารที่จะบรรลุ ข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่ 19% ซึ่งสอดคล้องกับฉันทกทัศน์ในกรณี Best case ที่ประเมินไว้ก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม เรา ประเมินว่าในช่วงครึ่งหลังของปี เศรษฐกิจไทยยังเผชิญกับความท้าทายในระดับที่สูง เนื่องจากมาตรการทางภาษีด้านการค้า ของสหรัฐฯ จะเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 7 เดือนสิงหาคมเป็นต้นไป ส่งผลให้ภาคการส่งออกมีแนวโน้มหดตัวสูงในเดือน กันยายนเป็นต้นไป และคาดว่าจะกระทบกับความสามารถในการแข่งขันของอุตสาหกรรมที่เปราะบางในระยะยาว ขณะเดียวกัน ภาคการท่องเที่ยวที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงมาก หากยังไม่มียุทธศาสตร์ของการฟื้นตัวที่มากเพียงพอในช่วงฤดูกาลท่องเที่ยว (High-season) อาจส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวปีนี้น่าจะต่ำกว่าปีที่แล้ว ซึ่งจะเป็อีกแรงกดดันของเศรษฐกิจไทย ด้านนโยบายการเงิน คาดว่ายังมีความจำเป็นที่จะต้องผ่อนคลายเป็นเพิ่มเติม โดยเราประเมินอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมที่ 0.75-1.00%

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

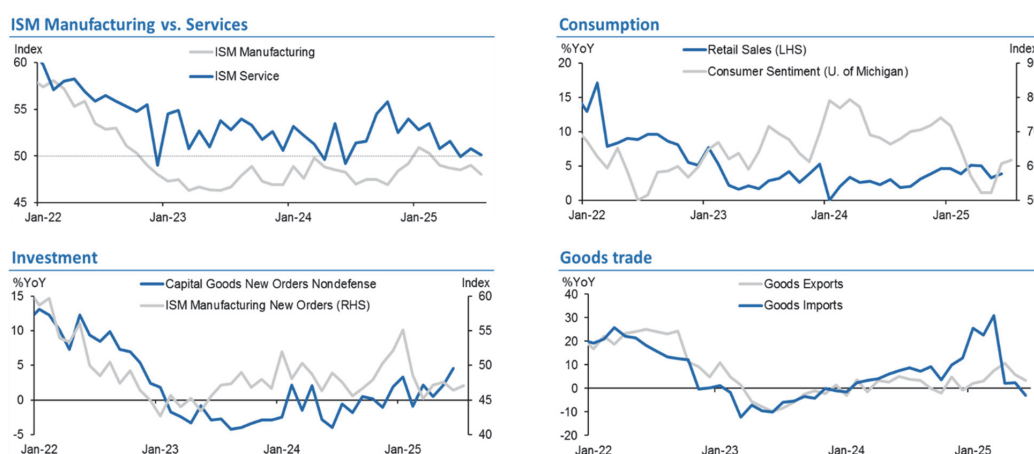
ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญในเดือน ก.ค. โดยการจ้างงานเพิ่มขึ้นเพียง +7.3 หมื่นตำแหน่ง ขณะที่สำนักงานสถิติแรงงานยังมีการปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้าลงกว่า -2.58 แสนตำแหน่ง และหากไม่นับช่วงโควิด จะนับเป็นการปรับลดตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้ามากที่สุดตั้งแต่เคยจัดทำตัวเลขมา โดยการปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานจะเกิดขึ้นจากสองปัจจัยหลัก 1) การปรับปรุงผลของฤดูกาล “Seasonal Factor” และ 2) ได้รับข้อมูลจากผู้ประกอบการที่ครบถ้วนขึ้น “Non-seasonal Factor” ขณะที่กว่า 70% ของการปรับลดตัวเลขการจ้างงานในครั้งนี้ เกิดขึ้นจากการได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนขึ้น ซึ่งกล่าวได้ว่า ภาพการจ้างงานของสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ใช่ผลจากการปรับปรุงโมเดลฤดูกาลของสำนักงานสถิติแรงงาน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ เดือน ก.ค. ส่งสัญญาณชะลอตัวลงทั้งในภาคบริการและการผลิต

กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ เดือน ก.ค. ส่งสัญญาณชะลอตัวลงทั้งในภาคบริการและการผลิต โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Service) ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 50.1 จุด ขณะที่ดัชนีทำระดับต่ำสุดในรอบ 2 เดือน ส่วนหนึ่งเป็นผลจากยอดการให้บริการ ค่าขอใช้บริการใหม่และการจ้างงานที่ปรับตัวลดลง อย่างไรก็ดี ราคาค่าบริการปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบกว่า 33 เดือน ทั้งนี้ แม้ว่าภาคบริการจะไม่ได้เกี่ยวข้องโดยตรงกับการตั้งกำแพงภาษีศุลกากร แต่ได้รับผลกระทบจากต้นทุนแฝงของราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นและความไม่แน่นอนจากนโยบายภาครัฐ โดยผู้ประกอบการในหลายอุตสาหกรรม อาทิ ภาคการก่อสร้าง

ระบุว่า ความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าส่งผลกระทบต่อต้นทุนการดำเนินงานและต้นทุนของโครงการต่างๆ อีกครั้ง ส่งผลให้เกิดความล่าช้าหรือถูกยกเลิกงาน ขณะที่ผู้ประกอบการในหมวดบริการด้านสุขภาพและสังคม ระบุว่า ภาษีศุลกากรส่งผลกระทบต่อต้นทุนการดำเนินงานปรับตัวเพิ่มขึ้นจากราคาวัสดุและอุปกรณ์สูงขึ้น ด้านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวลดลง -1.0 จุด เป็น 48.0 จุด โดยดัชนีอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ขณะที่ทำระดับต่ำสุดในรอบกว่า 9 เดือน ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการจ้างงาน เวลาส่งมอบของผู้ผลิตวัตถุดิบ ยอดคำสั่งซื้อใหม่จากต่างประเทศ และสินค้าคงคลังที่ปรับตัวลดลง อย่างไรก็ดี ผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อภายในประเทศ ปรับตัวเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 20: กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐฯ เดือน ก.ค. ส่งสัญญาณชะลอตัวลงทั้งในภาคบริการและการผลิต



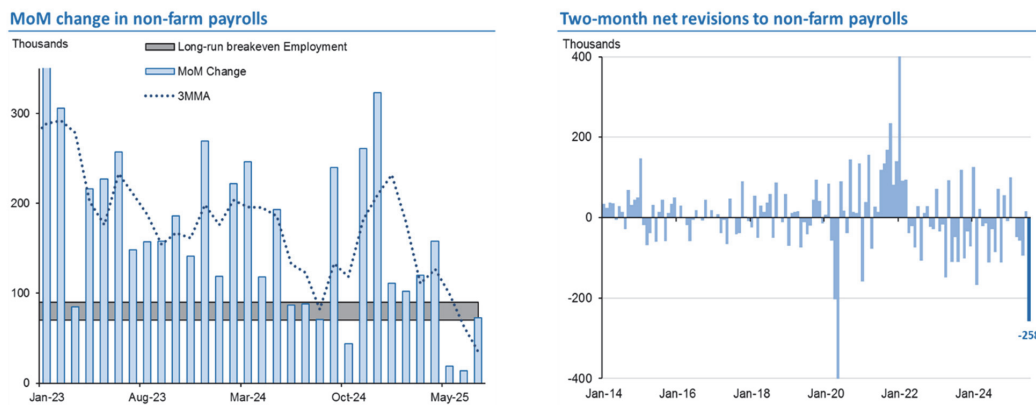
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญในเดือน ก.ค.

ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญในเดือน ก.ค. โดยการจ้างงานเพิ่มขึ้นเพียง +7.3 หมื่นตำแหน่ง ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ +1.04 แสนตำแหน่ง ขณะเดียวกัน สำนักงานสถิติแรงงานยังมีการปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้าลงกว่า -2.58 แสนตำแหน่ง และหากไม่นับช่วงโควิด จะนับเป็นการปรับลดตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้าที่มากที่สุดตั้งแต่เคยจัดทำตัวเลขมา

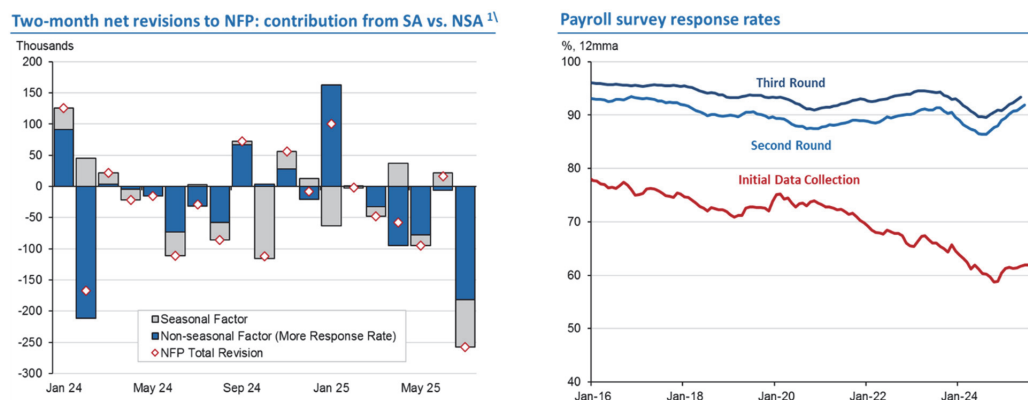
ทำตัวเลขมา ส่งผลให้การจ้างงานนอกภาคเกษตรเฉลี่ย 3 เดือนล่าสุด ชะลอตัวลงเหลือเพียง +3.5 หมื่นตำแหน่งต่อเดือน โดยการปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานจะเกิดขึ้นจากสองปัจจัยหลัก 1) การปรับปรุงผลของฤดูกาล “Seasonal Factor” และ 2) ได้รับข้อมูลจากผู้ประกอบการที่ครบถ้วนขึ้น “Non-seasonal Factor” ขณะที่กว่า 70% ของการปรับลดตัวเลขการจ้างงานในครั้งนี้ เกิดขึ้นจากการได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนขึ้น ซึ่งกล่าวได้ว่า ภาพการจ้างงานของสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ใช่ผลจากการปรับปรุงโมเดลฤดูกาลของสำนักงานสถิติแรงงาน

แผนภาพที่ 21: สำนักงานสถิติแรงงานยังมีการปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้าลงกว่า -2.58 แสนตำแหน่ง และหากไม่นับช่วงโควิด จะนับเป็นการปรับลดตัวเลขการจ้างงานของสองเดือนก่อนหน้าที่มากที่สุดตั้งแต่เคยจัดทำตัวเลขมา



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

แผนภาพที่ 22: การปรับปรุงตัวเลขการจ้างงานจะเกิดขึ้นจากสองปัจจัยหลัก 1) การปรับปรุงผลของฤดูกาล “Seasonal Factor” และ 2) ได้รับข้อมูลจากผู้ประกอบการที่ครบถ้วนขึ้น “Non-seasonal Factor” ขณะที่กว่า 70% ของการปรับลดตัวเลขการจ้างงานในครั้งนี้ เกิดขึ้นจากการได้รับข้อมูลที่ครบถ้วนขึ้น ซึ่งกล่าวได้ว่า ภาพการจ้างงานของสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ



Note: 1\ SA and NSA refers to seasonal factor and non-seasonal factor.

ที่มา: U.S. Bureau of Labor Statistics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า Fed มีแนวโน้มจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้น้อยกว่าที่ตลาดประเมินไว้ ส่วนหนึ่งจากปัจจัยเชิงโครงสร้างของตลาดแรงงานที่กำลังเปลี่ยนแปลงไป

ด้านตลาดการเงินหลังรับรู้ข้อมูลการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่อ่อนแอ ได้มีการให้น้ำหนัก (Priced-in) ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับราว 3.0% ณสิ้นปี 2026F หรือเทียบเท่ากับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายกว่า 125-150bps จากระดับปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่า Fed มีแนวโน้มจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้น้อยกว่าที่ตลาดประเมินไว้ ส่วนหนึ่งจากปัจจัยเชิงโครงสร้างของตลาดแรงงานกำลังเปลี่ยนแปลงไป และเงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าเป้าหมายของ Fed

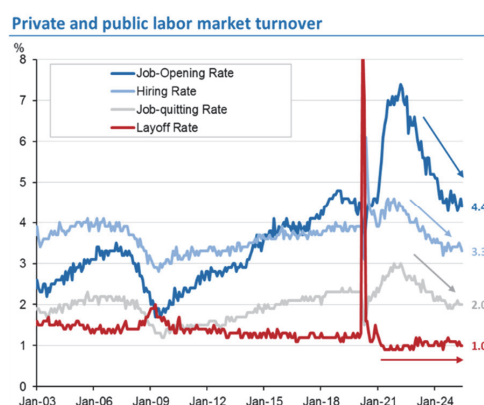
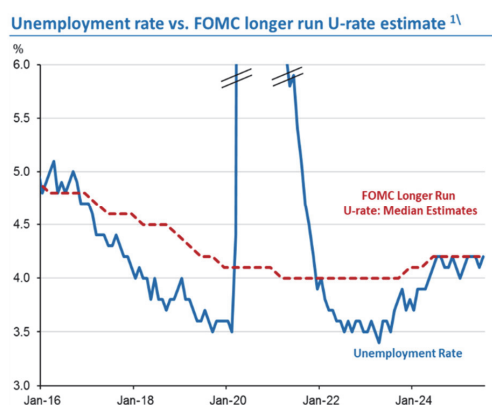
โดยเป็นเรื่องที่ปฏิเสธไม่ได้ว่าการจ้างงานนั้นอ่อนแอลง แต่อัตราการว่างงาน ซึ่งเป็นเครื่องชี้ที่ Fed ให้ความสำคัญสูง ยังทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่องในช่วงหนึ่งปีที่ผ่านมา และเราประเมินว่ามีแรงหนุนหลักจากสองปัจจัยสำคัญ

- 1) ผู้ประกอบการต้องการรักษาแรงงานเดิมไว้เพื่อรองรับอุปสงค์ที่จะเข้ามาในอนาคต ส่งผลให้อัตราการเลิกจ้างแรงงาน (Layoff Rate) ทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่อง แม้สถานะตลาดแรงงานจะชะลอตัวลงเรื่อยๆ

- 2) อุปทานแรงงานในสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลง หลังปณ. ทรัมป์ดำเนินมาตรการกีดกันผู้อพยพอย่างเข้มงวด ส่งผลให้จำนวนการเข้ามาของผู้พวยพแบบผิดกฎหมายลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2025 ซึ่งต่างจากช่วงปี 2022-2024 ที่มีผู้อพยพล้นกลับเข้าสู่สหรัฐฯ เฉลี่ยปีละกว่า 2 ล้านราย

โดยสรุป อุปสงค์และอุปทานแรงงานชะลอตัวลงพร้อมกัน ส่งผลให้อัตราการว่างงานไม่เพิ่มขึ้นมากนัก ขณะเดียวกัน จากจำนวนผู้พวยพที่มีแนวโน้มเข้ามาน้อยกว่าช่วงก่อน ส่งผลให้ระดับการจ้างงานที่ไม่ทำให้อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้น (Breakeven Employment) มีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในกรอบระหว่าง 6-8 หมื่นตำแหน่งต่อเดือนเท่านั้น ลดลงจากปีก่อนที่ราว 1.3-1.5 แสนตำแหน่งต่อเดือน หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังมีความสมดุลอยู่บ้างหากพิจารณาโครงสร้างประชากรที่เปลี่ยนแปลงไปจากช่วงก่อน อย่างไรก็ตาม อัตราว่างงานอาจเผชิญความเสี่ยงมากขึ้น หากความต้องการแรงงานชะลอลงไปมากกว่านี้ หรือผลกระทบของสงครามการค้าส่งผลให้ภาคธุรกิจทยอยปลดแรงงานเพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 23: เป็นเรื่องที่ปฏิเสธไม่ได้ว่าการจ้างงานนั้นอ่อนแอลง แต่อัตราการว่างงาน ซึ่งเป็นเครื่องชี้ที่ Fed ให้ความสำคัญสูง ยังทรงตัวในระดับต่ำต่อเนื่องในช่วงหนึ่งปีที่ผ่านมา



Note: 1\ Longer-run projection is the rate to which variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy.

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

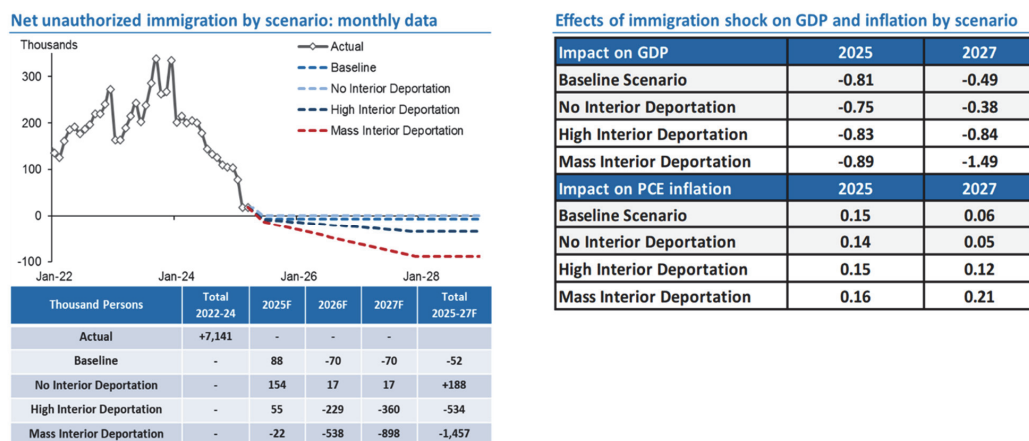
แผนภาพที่ 24: จำนวนผู้มีส่วนร่วมในตลาดแรงงานปรับตัวลดลงในช่วงสามเดือนที่ผ่านมา โดยมีแรงงานที่ทำงานในสหรัฐฯ แต่ไม่ได้เกิดในสหรัฐฯ (Foreign Born) ออกไปจากตลาดแรงงานกว่าหนึ่งล้านรายในช่วงปี 2025



Note: 1\ We use X-13 ARIMA to seasonally adjust BLS's labor force by nativity data.

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

แผนภาพที่ 25: อุปทานแรงงานในสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลง หลังปธน. ทรัมป์ดำเนินมาตรการกีดกันผู้อพยพอย่างเข้มงวด ส่งผลให้จำนวนการเข้ามาของผู้พวยพบแบบผิดกฎหมายลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2025



ที่มา: Dallas Fed, Department of Homeland Security, Transactional Records Access Clearinghouse, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ราว 50bps ในปี 2025 เพื่อรองรับกับความเสี่ยงด้านต่ำของตลาดแรงงาน

อีกหนึ่งสาเหตุที่ทำให้เราประเมินว่า Fed มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้น้อยกว่าที่ตลาดประเมินไว้ มาจากอัตราเงินเฟ้อที่ยังมีแนวโน้มค้างสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2% ต่อเนื่องในปีนี้และปีหน้า โดยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) เดือนก.ค. เติบโตขึ้นเป็น 3.1% YoY จาก 2.9% ในเดือนก่อน โดยหลักเป็นผลจากอัตราเงินเฟ้อในหมวดบริการหลักที่ไม่รวมราคาค่าเช่าบ้าน (Core Services exclude Rent of primary residence and Owners' equivalent rent) ที่เร่งตัวขึ้นสูง ตามการเพิ่มขึ้น

ของราคาในหมวดค่าตัวเครื่องบิน บริการซ่อมรถยนต์ บริการด้านสุขภาพ และบริการด้านความบันเทิง

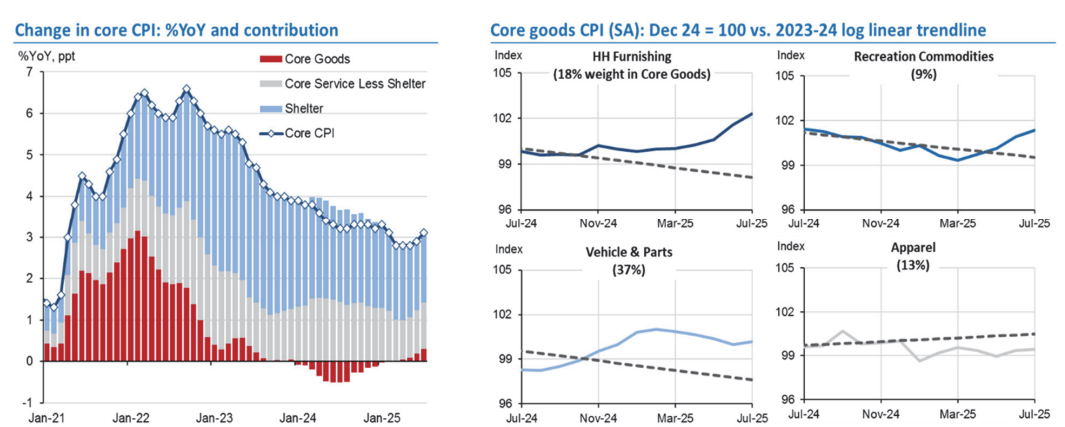
ขณะเดียวกัน ราคาสินค้าบางหมวดเริ่มเผชิญกับการส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของผู้ประกอบการในสหรัฐฯ จากผลของการตั้งกำแพงภาษีศุลกากร แต่ในภาพรวมยังไม่ได้นำกังวลเหมือนดังที่ Fed ประเมินไว้ในช่วงก่อน อย่างไรก็ตาม การส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค แม้จะเกิดขึ้นน้อยและช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ แต่เรามองว่าผู้ประกอบการยังมีแนวโน้มจะทยอยส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภคในช่วงที่เหลือของปี หลังต้นทุนการนำเข้าสินค้ายังปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้เงินเฟ้อยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านสูงอย่างต่อเนื่อง

โดยนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์ว่าเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มอยู่ที่ 3.2% YoY และ 2.3% YoY ในช่วงไตรมาส 4 ปี 2025F และ 2026F ตามลำดับ

โดยเราประเมินว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ราว 50bps ในปี 2025 เพื่อรองรับกับความเสี่ยงด้าน

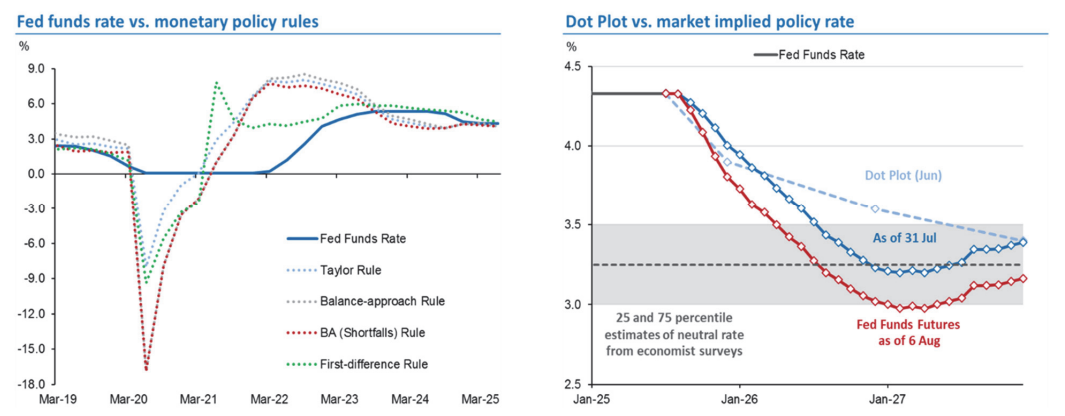
ต่ำของตลาดแรงงานตามการสื่อสารของคณะกรรมการนโยบายการเงินผ่าน Dot Plot ในรอบที่ผ่านมา และมีแนวโน้มจะลดอีกราว 25-50bps ในช่วงปี 2026 ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed จะอยู่ที่ 3.50-3.75% สำหรับ Upper Bound ณ สิ้นปี 2026 (vs. 3.0% คาดการณ์ของตลาดการเงิน ณ สิ้นปี 2026) 🧐

แผนภาพที่ 26: การส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค แม้จะเกิดขึ้นน้อยและช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ แต่เรามองว่าผู้ประกอบการยังมีแนวโน้มจะทยอยส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภคในช่วงที่เหลือของปี หลังต้นทุนการนำเข้าสินค้ายังปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง



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

แผนภาพที่ 27: เราประเมินว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้ราว 50bps ในปี 2025 เพื่อรองรับกับความเสี่ยงด้านต่ำของตลาดแรงงาน



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

แผนภาพที่ 28: คณะกรรมการนโยบายการเงินบางส่วนเริ่มกลับมาให้ความสำคัญกับความเสี่ยงด้านค่าของตลาดแรงงาน

Fed member comments/statements post July monetary policy meeting

Members	Economy	Labor Market	Price	Monetary
Christopher Waller	• Economy is <u>expected to remain soft</u> for 2H25	• <u>Downside risks</u> to the labor market have increased	• <u>Tariffs are one-off increases</u>	• The data imply the <u>policy rate should be around neutral</u>
Michelle Bowman	• Economic growth has <u>slowed markedly</u>	• Labor market has become less dynamic and <u>shows increasing signs of fragility</u>	• <u>Upside risks to price stability have diminished</u>	• Move our policy rate at a gradual pace <u>toward its neutral level</u>
Beth Hammack	• Economy that's operating <u>right around full employment</u>	• <u>Still well in balance</u> but with some disappointing signs	• <u>Not all the way where we need to be on the inflation side</u>	• We <u>might respond to some weakening on the labor side</u> but wouldn't want to overreact
Mary Daly	• -	• <u>Labor market is softening</u> quite a bit compared to last year	• <u>No evidence that tariff-driven price increases are seeping more broadly</u> into inflation	• The more likely thing is that we <u>might have to do more than two cuts</u>
Neel Kashkari	• The real underlying economy <u>is slowing</u>	• <u>Labor market is cooling</u>	• On tariffs, it's <u>unclear what impact they'll have on inflation</u>	• In the near term it may become <u>appropriate to start adjusting rates</u>
Alberto Musalem	• -	• <u>Balanced</u> in terms of supply and demand	• Price effects from <u>tariffs to be temporary</u>	• When you have risks on both sides, you have to take a <u>balanced approach</u>
Jeff Schmid	• Economy still <u>showing momentum</u>	• <u>Cooling</u> labor market	• Anticipating a relatively <u>muted effect of tariffs on inflation</u>	• <u>Modestly restrictive</u> monetary policy stance remains appropriate

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

เศรษฐกิจยุโรป

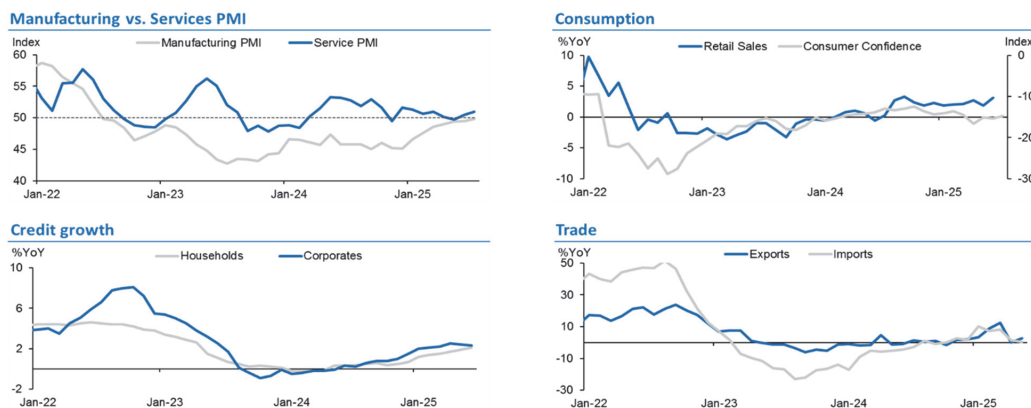
กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนยังมีพัฒนาการด้านบวก หลังดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 50.9 จุด ในเดือน ก.ค. ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการ (Service PMI) ที่ฟื้นตัวขึ้น +0.5 จุด เป็น 51.0 จุด และทำระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน ขณะเดียวกัน กิจกรรมในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 49.8 จุด และแม้ว่าดัชนีจะยังคงอยู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่อง แต่นับเป็นอัตราการหดตัวที่น้อยที่สุดในรอบกว่า 36 เดือน สำหรับนโยบายการเงิน ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.00% สำหรับ Deposit Facility Rate ตามที่เร้าและตลาดคาดการณ์ไว้ในการประชุมวันที่ 24 ก.ค. พร้อมกับระบุว่า เงินเฟ้อในปัจจุบันทรงตัวเท่ากับเป้าหมายระยะกลางของ ECB ที่ 2% แล้ว (“Inflation is currently at the 2% medium-term target”) อีกทั้งยังระบุเพิ่มว่า เงินเฟ้อภายในประเทศและค่าจ้างแรงงานเริ่มชะลอตัวลง ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในช่วงต้นปีแข็งแรงกว่าที่ประเมินไว้ จากการเร่งส่งออกไปยังสหรัฐฯ รวมถึงการบริโภคภาคเอกชนและการลงทุน อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ในปัจจุบันยังเผชิญกับความไม่แน่นอนอีกมาก โดยเฉพาะจากความตึงเครียดด้านการค้า ซึ่งกรรมการนโยบายการเงินจะยังคงยึดหลักของการใช้ข้อมูลเข้ามามีส่วนกำหนดจุดยึดทางนโยบายการเงินที่เหมาะสม (Data dependent)

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนยังมีพัฒนาการด้านบวกในเดือน ก.ค.

กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนยังมีพัฒนาการด้านบวก หลังดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 50.9 จุด ในเดือน ก.ค. ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการ (Service PMI) ที่ฟื้นตัวขึ้น +0.5 จุด

เป็น 51.0 จุด และทำระดับสูงสุดในรอบ 4 เดือน ขณะเดียวกัน กิจกรรมในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.3 จุด เป็น 49.8 จุด และแม้ว่าดัชนีจะยังคงอยู่เกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่อง แต่นับเป็นอัตราการหดตัวที่น้อยที่สุดในรอบกว่า 36 เดือน

แผนภาพที่ 29: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนยังมีพัฒนาการด้านบวกในเดือน ก.ค.



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

เราประเมินว่าวัฏจักรการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB ได้มาถึงจุดจบลงแล้ว แต่ความเสี่ยงยังโน้มไปทางด้านต่ำ

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.00% สำหรับ Deposit Facility Rate ตามที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ในการประชุมวันที่ 24 ก.ค. พร้อมกับระบุว่าเงินเฟ้อในปัจจุบันทรงตัวเท่ากับเป้าหมายระยะกลางของ ECB ที่ 2% แล้ว (“Inflation is currently at the 2% medium-term target”) อีกทั้งยังระบุเพิ่มว่า เงินเฟ้อภายในประเทศและค่าจ้างแรงงานเริ่มชะลอตัวลง ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนในช่วงต้นปีแข็งแกร่งกว่าที่ประเมินไว้ จากการเร่งส่งออกไปยังสหรัฐฯ รวมถึงการบริโภคภาคเอกชนและการลงทุน อย่างไรก็ดีสถานการณ์ในปัจจุบันยังเผชิญกับความไม่แน่นอนอีกมาก โดยเฉพาะจากความตึงเครียดด้านการค้า ซึ่งกรมการนโยบายการเงินจะยังคงยึดหลักของการใช้ข้อมูลที่เข้ามาเพื่อกำหนดจุดยึดทางนโยบายการเงินที่เหมาะสม (Data dependent)

ด้านเศรษฐกิจ: ECB ระบุว่าเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าที่คาดการณ์ไว้ในช่วงไตรมาสแรกของปี ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการเร่งนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบจากสงครามการค้า (Front Loading) ขณะที่การสำรวจและสอบถาม (Survey Indicator) บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มขยายตัวได้เล็กน้อยทั้งในภาคบริการและการผลิต อย่างไรก็ดี เริ่มมีสัญญาณที่เปราะบางมากขึ้น จาก 1) มาตรการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของปธน. ทรัมป์ 2) ค่าเงินยูโรที่แข็งค่าขึ้น และ 3) ความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์ ส่งผลให้ผู้ประกอบการหลายส่วนเริ่มลังเลที่จะลงทุน

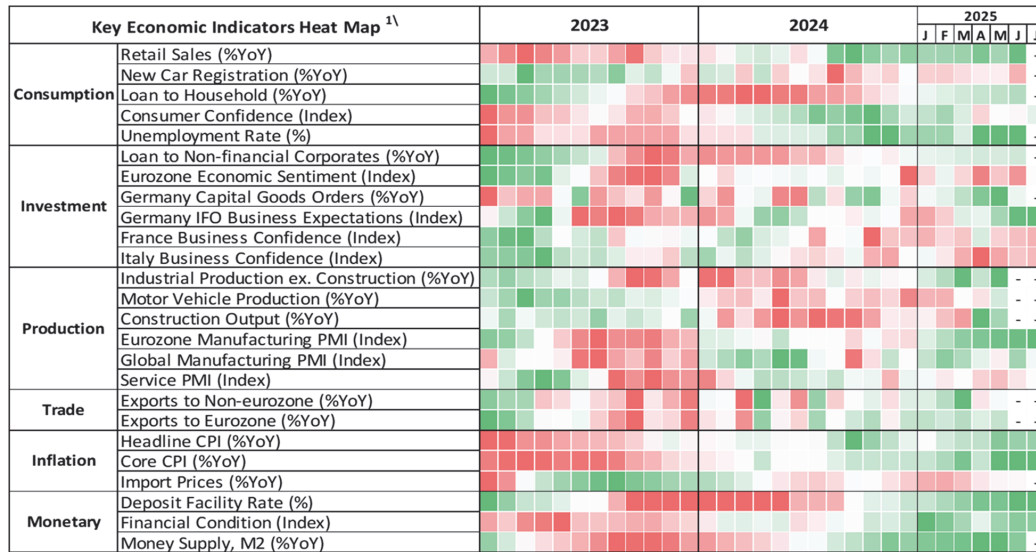
ด้านเงินเฟ้อ: ECB ระบุว่ามาตรวัดเงินเฟ้อโดยรวมมีความสอดคล้องกับเป้าหมายระยะกลางของ ECB ที่ 2% แล้ว (“Underlying inflation are overall consistent”) ซึ่งต่างจากการประชุมรอบก่อนที่ระบุว่าเงินเฟ้อมีแนวโน้มจะกลับไปทรงตัวสอดคล้องกับเป้าหมาย (“Inflation will stabilise sustainably”) ขณะเดียวกัน ECB มองว่าค่าจ้างแรงงานในยูโรโซนมีแนวโน้มชะลอตัวลง โดยเรามองว่าจะเป็นอีกปัจจัยช่วยลดแรงกดดันเงินเฟ้อในภาคบริการได้

สำหรับแนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า เราประเมินว่าวัฏจักรการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้จบลงแล้ว แต่ความเสี่ยงยังโน้มไปทางด้านต่ำ โดยถึงแม้เงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวไปสู่ระดับราว 1.4% YoY ในช่วงไตรมาสที่ 1/2026 และจะพลาดเป้าของ ECB แต่ส่วนใหญ่เป็นผลจากราคาพลังงานที่ทรงตัวในระดับต่ำและมาตรการอุดหนุนค่าครองชีพ (ลดค่าไฟฟ้า) ซึ่ง ECB มองว่าหากปัจจัยชั่วคราวนี้หมดลง เงินเฟ้อจะมีแนวโน้มกลับไปขยายตัวใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ 2% ในช่วงหลังจากนั้น

ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนทยอยฟื้นตัวขึ้นได้ต่อเนื่องนับตั้งแต่เข้าปี 2025 ส่วนหนึ่งจากการเร่งส่งออกไปยังสหรัฐฯ ประกอบกับการคลายความตึงตัวของนโยบายการเงินในช่วงก่อน เงินเฟ้อที่ชะลอตัวลง ค่าจ้างที่แท้จริงที่ยังเป็นบวก และอัตราการว่างงานที่ทรงตัวต่ำ ส่งผลให้ยอดการปล่อยสินเชื่อและการบริโภคภาคเอกชนฟื้นตัวขึ้นในปี 2025 นอกจากนี้ ความเสี่ยงด้านต่ำที่เศรษฐกิจต้องเผชิญยังมีค่อนข้างจำกัด โดยสหภาพยุโรปเผชิญภาษีศุลกากรจากสหรัฐฯ ในอัตรา 15% ขณะที่สัดส่วนการส่งออกไปสหรัฐฯ คิดเป็นเพียง 2.8% ของ GDP ซึ่งเราประเมินว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจในช่วง 4 ไตรมาสข้างหน้า คิดเป็นราว -0.4ppt เท่านั้น

ขณะที่นาง Christine Lagarde ประธาน ECB ยังกล่าวอีกว่าจุดยืนด้านนโยบายการเงินในปัจจุบันอยู่ในจุดที่เหมาะสมที่จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เพื่อรอดูความเสี่ยงต่างๆ ในช่วงไม่กี่เดือนข้างหน้า (“So we are in a good place now to hold and to watch how these risks develop over the course of the next few months”) ซึ่งสะท้อนว่าการประชุมครั้งถัดไป หากเศรษฐกิจยูโรโซนยังไม่ได้รับผลเชิงลบจากสงครามการค้าชัดเจนมากนัก ทาง ECB อาจพิจารณาคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เพื่อรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะกลาง (Policy Space) และรอดูพัฒนาของเศรษฐกิจต่อไปก่อน นอกจากนี้ ตลาดการเงินให้น้ำหนักเพียง 50% เท่านั้นที่ ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกหนึ่งครั้งในปี 2025 (vs. 80%-90% น้ำหนักก่อนการประชุมรอบเดือน ก.ค.) 

แผนภาพที่ 30: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนเข้าสู่ปี 2025 ส่งสัญญาณของการฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้น



Note: 1\ Higher number should be taken as positive (green), except for unemployment rate, inflation, import prices and ECB deposit facility rate.

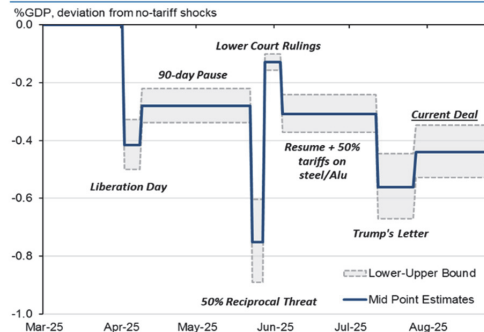
ที่มา: Bloomberg, Eurostat, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: สหภาพยุโรปเผชิญความเสี่ยงจากการจากสหรัฐฯ ในอัตรา 15% ขณะที่สัดส่วนการส่งออกไปสหรัฐฯ คิดเป็นเพียง 2.8% ของ GDP ซึ่งเราประเมินว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจในช่วง 4 ไตรมาสข้างหน้า คิดเป็นราว -0.4ppt เท่านั้น

US effective tariff rate on EU based on admin.'s announcements

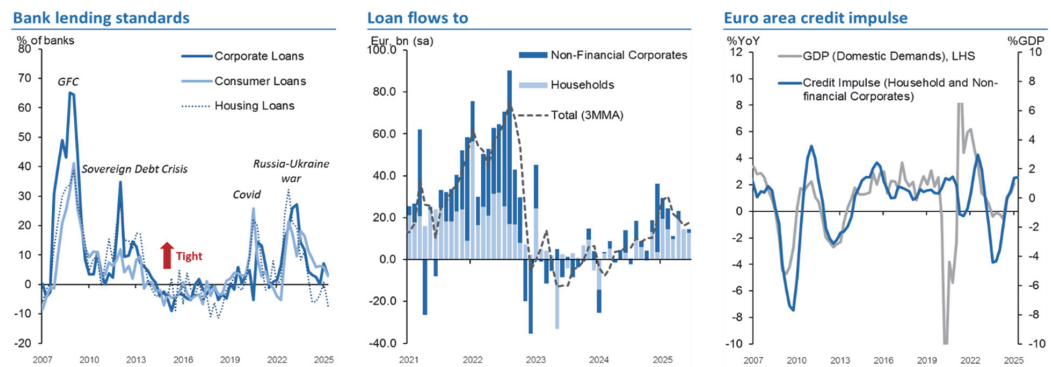
Pre-Trump Tariff stands at ~1%	IEEPA		Sec. 232		Investigation / Exempt		Tariff Shock
	Reciprocal List	Auto	Steel & Alu	Copper	Pharma	Others	
Weight in US Imports from EU	52%	12%	4%	0.3%	24%	7%	
Tariff Scenario							
Liberation Day	20%	25%	25%	0%	0%	0%	15%
90 Days Pause	10%	25%	25%	0%	0%	0%	9%
50% Reciprocal Threat	50%	25%	25%	0%	0%	0%	30%
Lower Court Rulings	0%	25%	25%	0%	0%	0%	4%
Resume + 50% Steel & Alu	10%	25%	50%	0%	0%	0%	10%
US Letters	30%	25%	50%	0%	0%	0%	21%
US-EU Deal	15%	15%	50%	50%	15%	0%	15%

Estimated Direct effect on GDP based on admin.'s announcements



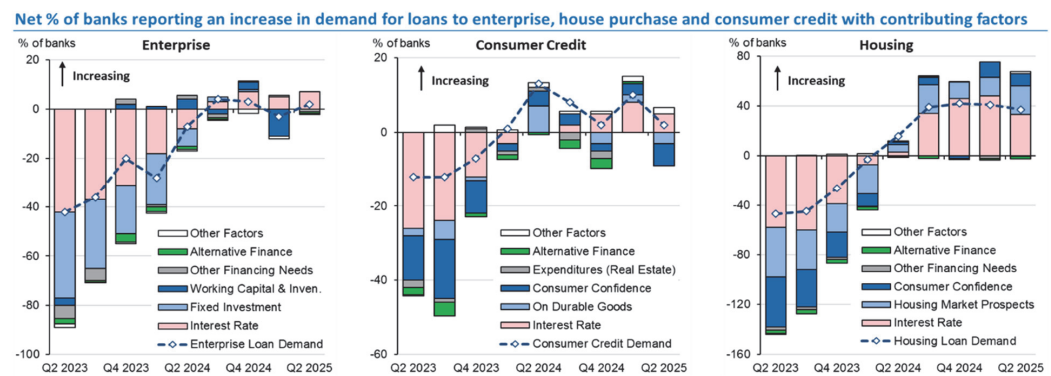
ที่มา: White House, Bloomberg, European Parliament, Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 32: ยอดการปล่อยสินเชื่อทยอยฟื้นตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากเกณฑ์การปล่อยสินเชื่อของภาคธนาคารที่ไม่ได้เข้มงวดมากขึ้นเมื่อเทียบกับก่อนหน้านี้...



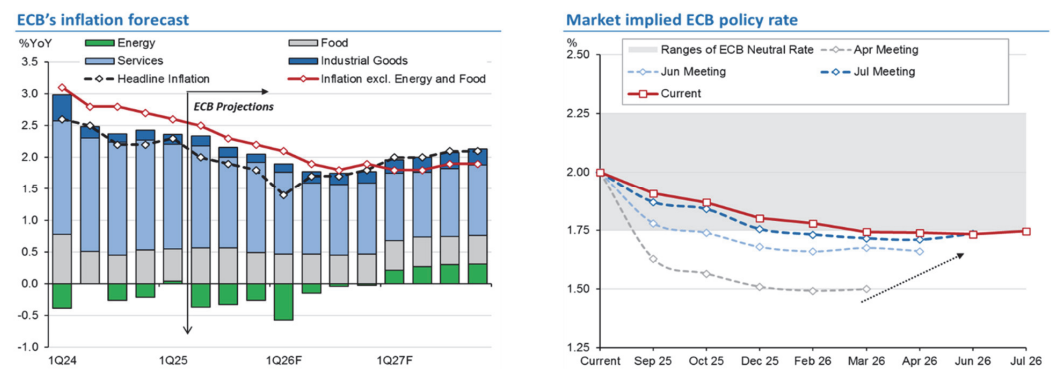
ที่มา: ECB, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 33: ...ขณะเดียวกัน ภาคธนาคารระบุว่า ความต้องการสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง สะท้อนประสิทธิภาพการส่งผ่านการดำเนินนโยบายการเงินของ ECB



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

แผนภาพที่ 34: แม้เงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอตัวลงไปสู่ระดับราว 1.4% YoY ในช่วงไตรมาสที่ 1/2026 และจะพลาดเป้าหมายของ ECB แต่ส่วนใหญ่เป็นผลจากราคาพลังงานที่ทรงตัวในระดับต่ำและมาตรการอุดหนุนค่าครองชีพ (ลดค่าไฟฟ้า) ซึ่ง ECB มองว่าหากปัจจัยชั่วคราวนี้หมดลง เงินเฟ้อจะมีแนวโน้มกลับไปขยายตัวใกล้เคียงกับเป้าหมายที่ 2% ในช่วงหลังจากนั้น



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

เศรษฐกิจจีน

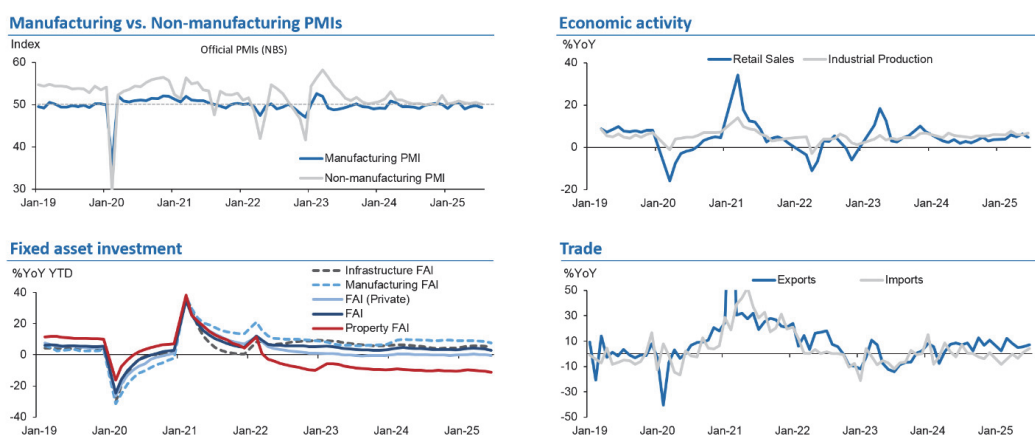
เศรษฐกิจจีนเผชิญกับแรงกดดันเงินฝืดมาต่อเนื่องหลังวิกฤตในภาคสังหาริมทรัพย์ จากทั้งปัญหาอุปสงค์ที่อ่อนแอ และปัญหาอุปทานส่วนเกิน ส่งผลให้เกิดการแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นในภาคอุตสาหกรรม ซึ่งกดดันราคาสินค้าและกำไรภาคอุตสาหกรรม โดยล่าสุด การเงินจีนได้ให้คำมั่นว่าจะจัดการกับการแข่งขันทางราคาที่มากเกินไปและปัญหาการคลังการผลิตส่วนเกินในภาคอุตสาหกรรม (Anti-involution) โดยคาดว่าจะการปฏิรูป Supply-side reform ในรอบนี้อาจใกล้เคียงกับในปี 2015 อย่างไรก็ดี ปัญหาการคลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบันได้กระจายครอบคลุมทั้งอุตสาหกรรมต้นน้ำและอุตสาหกรรมเกิดใหม่ที่เป็นของเอกชน แตกต่างจากในปี 2015 ที่อุตสาหกรรมที่มีปัญหาอยู่ในอุตสาหกรรมต้นน้ำ ซึ่งถูกควบคุมโดยรัฐบาล ดังนั้น การคลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบันอาจมีประสิทธิภาพน้อยกว่าในอดีต อีกทั้งภาวะเงินฝืดในปัจจุบันยังเกิดจากฝั่งอุปสงค์ที่ยังไม่ฟื้นตัว โดยเฉพาะจากราคาสังหาริมทรัพย์ที่ลดลงต่อเนื่อง กดดันความเชื่อมั่นและการบริโภคของภาคครัวเรือน จึงทำให้ประสิทธิภาพของการแก้ปัญหาเงินฝืดผ่านการปฏิรูปด้านอุปทานในรอบนี้อาจจำกัด หากไม่มีมาตรการเพิ่มอุปสงค์ควบคู่กัน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ค. ปรับเปลี่ยน บ่งชี้ถึงแรงผลักดันทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงในช่วงต้นไตรมาส 3

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตที่สำรวจโดยทางการจีน (Official manufacturing PMI) ปรับลดลงสู่ระดับ 49.3 ในเดือน ก.ค. จาก 49.7 ในเดือน มิ.ย. บ่งชี้ถึงแรงผลักดันทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอลงในช่วงต้นไตรมาส 3 นอกจากนี้ ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ในเดือน ก.ค. ชะลอตัวลงสู่ระดับ 5.7% YoY จาก 6.8% ในเดือน มิ.ย. และออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 6.0% แม้มูลค่าการส่งออกในเดือน ก.ค. จะออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ขณะที่ยอดขายปลีก (Retail Sales) ชะลอตัวลงสู่ระดับ 3.7% YoY ในเดือน ก.ค. จาก 4.8% ในเดือน มิ.ย. และออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่

4.6% ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ชะลอตัวลงสู่ระดับ 1.6% YoY ในเดือน ม.ค. - ก.ค. จาก 2.8% ในเดือน ม.ค. - มิ.ย. และออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 2.7% โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรชะลอตัวลงในทุกหมวด ทั้งการลงทุนในภาคการผลิต (-0.2% YoY vs. 5.6% ในเดือน มิ.ย.) และการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (-4.0% YoY vs. 3.2% ในเดือน มิ.ย.) ทั้งนี้ ทางการจีนระบุว่าสภาพอากาศที่แปรปรวนส่งผลกระทบต่อกิจกรรมการก่อสร้างในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่การลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์หดตัวเพิ่มขึ้น (-12.0% vs. -11.2% ในเดือน ม.ค. - มิ.ย.) สะท้อนแรงกดดันในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังอย่างต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 35: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ก.ค. ปรับเปลี่ยน



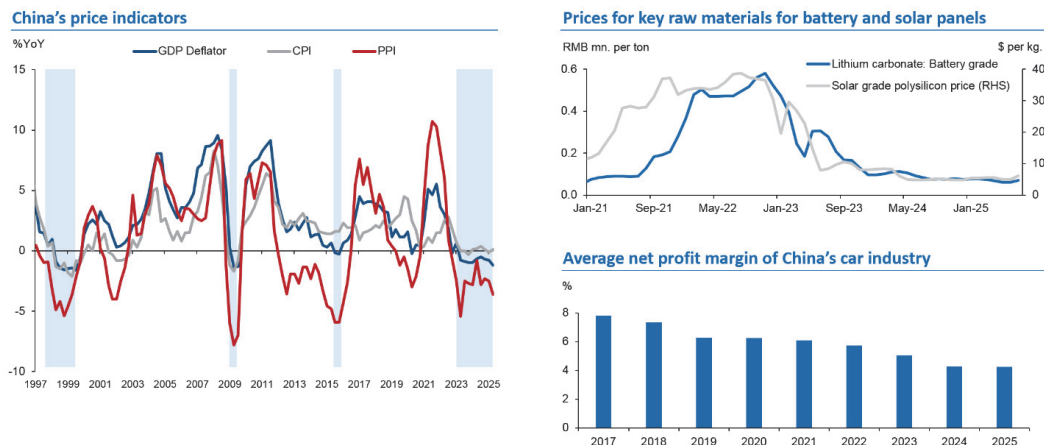
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีนยังคงเผชิญแรงกดดันจากภาวะเงินฝืด จากปัญหา ทั้งในฝั่งของอุปสงค์และอุปทาน

เศรษฐกิจจีนยังคงเผชิญแรงกดดันจากภาวะเงินฝืด โดยดัชนี GDP Deflator ซึ่งเป็นมาตรวัดระดับราคาในระบบเศรษฐกิจได้ปรับลดลงต่อเนื่องเป็นระยะเวลาดูติดต่อกันถึง 9 ไตรมาส สะท้อนถึงความเปราะบางของระดับราคภายในประเทศ ซึ่งปัญหาเงินฝืดดังกล่าวเป็นผลจากการชะลอตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์

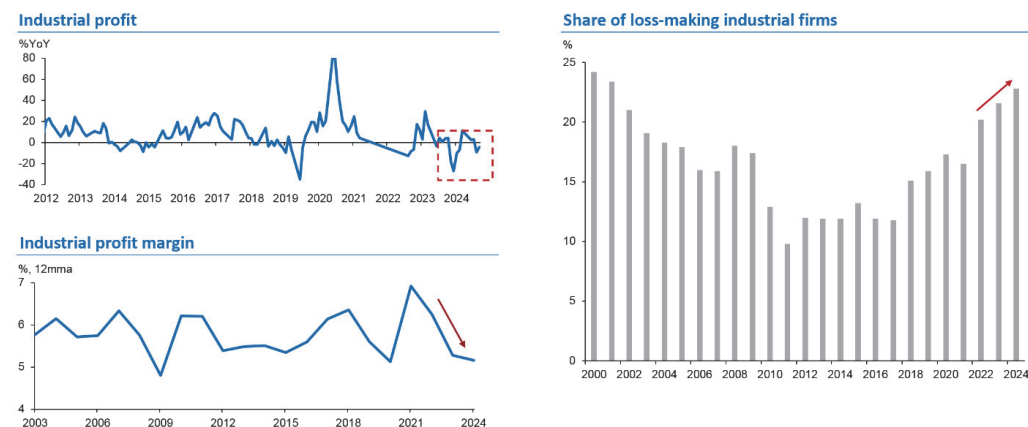
ที่ส่งผลกระทบต่อความมั่งคั่งและความเชื่อมั่นของภาคครัวเรือน ทำให้การฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศยังเปราะบาง ขณะที่ภาคธุรกิจต้องเผชิญกับการแข่งขันด้านราคาที่รุนแรง โดยมีการลดราคาสินค้าเพื่อกระตุ้นยอดขายในหลายอุตสาหกรรม ส่งผลให้ระดับราคาสินค้าและกำไรของภาคธุรกิจปรับลดลงต่อเนื่อง ขณะที่สัดส่วนของบริษัทที่ขาดทุนได้ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2000

แผนภาพที่ 36: เศรษฐกิจจีนยังคงเผชิญแรงกดดันจากภาวะเงินฝืด โดยดัชนี GDP Deflator ซึ่งเป็นมาตรวัดระดับราคาในระบบเศรษฐกิจได้ปรับลดลงต่อเนื่องเป็นระยะเวลาดูติดต่อกันถึง 9 ไตรมาส



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

แผนภาพที่ 37: กำไรของภาคธุรกิจปรับลดลงต่อเนื่อง ขณะที่สัดส่วนของบริษัทที่ขาดทุนได้ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2000



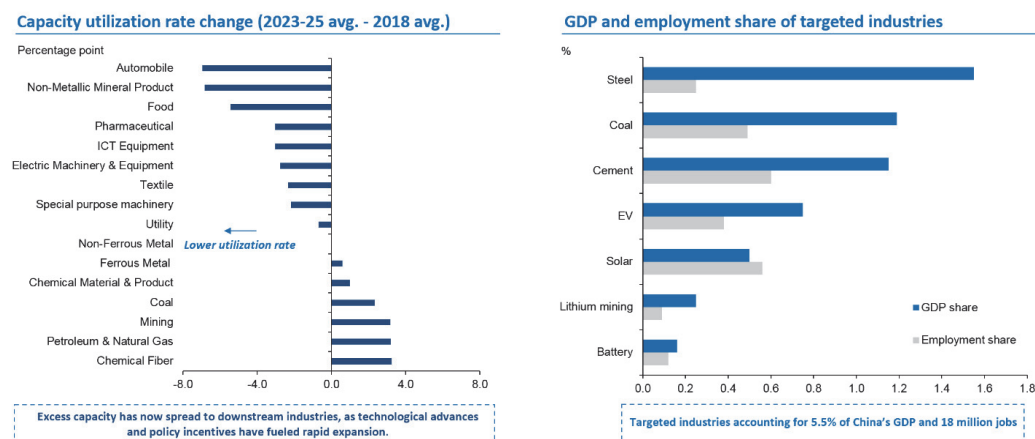
ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผู้นำระดับสูงของจีนประกาศมาตรการ Anti-involution โดยปัญหากำลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบันได้แพร่กระจายอยู่ทั้งในอุตสาหกรรมต้นน้ำและอุตสาหกรรมเกิดใหม่

ทางการจีนได้ประกาศมาตรการ Anti-involution เพื่อจำกัดการแข่งขันที่ไม่เป็นธรรมและแก้ไขปัญหากำลังการผลิตส่วนเกิน

ในภาคอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้ระดับราคาสินค้าและกำไรในภาคอุตสาหกรรมปรับลดลงต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา โดยย้ำถึงความจำเป็นในการรักษาเสถียรภาพด้านราคาและกำไรในภาคอุตสาหกรรม

แผนภาพที่ 38: ปัญหากำลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบันได้แพร่กระจายอยู่ทั้งในอุตสาหกรรมต้นน้ำและอุตสาหกรรมเกิดใหม่



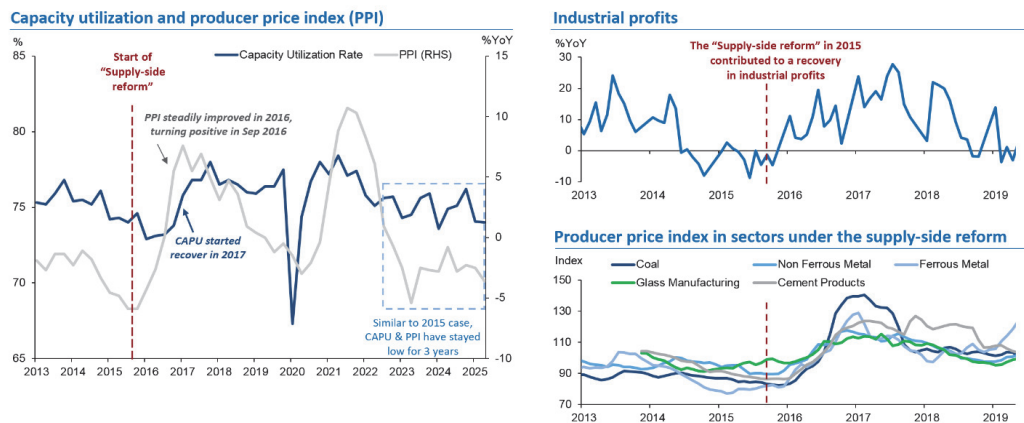
ที่มา: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side reform) ในอดีตของจีนตอนปี 2015 ให้ผลลัพธ์ที่ดี โดยพบว่าดัชนีราคาผู้ผลิต กำไรภาคอุตสาหกรรม ตลอดจนราคาสินค้าในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ปรับสูงขึ้น

ในการปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side reform) ในอดีตตอนปี 2015 ความพยายามในการลดกำลังการผลิตของกิจการรัฐในอุตสาหกรรมต้นน้ำ เช่น เหล็ก ถ่านหิน และซีเมนต์ ซึ่งอยู่ภายใต้การควบคุมของรัฐ สามารถดำเนินการได้อย่างมีประสิทธิภาพ

โดยทางการจีนมีการกำหนดเป้าหมายอย่างชัดเจน เช่น การสั่งการลดกำลังการผลิตในอุตสาหกรรมที่รัฐบาลควบคุมอยู่ลงร้อยละ 10 ภายในสองปี ซึ่งก่อให้เกิดผลลัพธ์เชิงบวก โดยดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) สามารถฟื้นจากติดลบกลับมาเป็นบวกได้ภายใน 3 ไตรมาส ขณะที่อัตราการใช้กำลังการผลิต ระดับราคาสินค้า และอัตรากำไรในภาคอุตสาหกรรมปรับตัวดีขึ้นตามลำดับภายในระยะเวลา 1-2 ปี

แผนภาพที่ 39: การปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side reform) ในอดีตตอนปี 2015 ส่งผลให้ดัชนีราคาผู้ผลิต กำไรภาคอุตสาหกรรม ตลอดจนราคาสินค้าในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ปรับสูงขึ้น



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

อย่างไรก็ดี อุตสาหกรรมที่มีปัญหากำลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบันได้แพร่กระจายสู่อุตสาหกรรมเกิดใหม่ที่เป็นของภาคเอกชน ประกอบกับปัญหาเงินฝืดเกิดจากความอ่อนแอของอุปสงค์ จึงอาจทำให้การปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side reform) ในปัจจุบันมีประสิทธิภาพที่น้อยกว่าในอดีต

อย่างไรก็ดี การปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side reform) ในปัจจุบันอาจมีประสิทธิภาพที่น้อยกว่าในอดีต เนื่องจากอุตสาหกรรมที่มีปัญหากำลังการผลิตส่วนเกินในปัจจุบันได้แพร่กระจายสู่อุตสาหกรรมเกิดใหม่ที่เป็นของภาคเอกชน เช่น NEV, Solar, Battery เป็นต้น ซึ่งทำให้การสั่งลดกำลังการผลิตจากทางการอาจทำได้ยากกว่าในอดีต โดยต้องอาศัยความร่วมมือจากภาคธุรกิจ

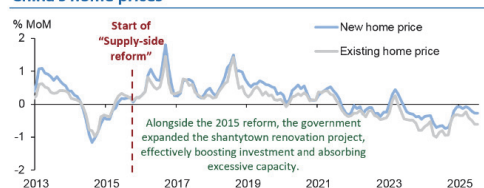
เอกชนในการยินยอมลดกำลังการผลิตลง นอกจากนี้ ปัญหาเงินฝืดในปัจจุบันไม่ได้เกิดจากปัญหาในฝั่งอุปทานเพียงอย่างเดียวเหมือนในอดีต แต่เกิดจากความอ่อนแอในฝั่งของอุปสงค์ ภายหลังวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ที่ทำให้ราคาที่อยู่อาศัยรับลดลงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลต่อความเชื่อมั่นและพฤติกรรมการบริโภคของประชาชน จึงอาจทำให้การแก้ปัญหาเงินฝืดผ่านการปฏิรูปด้านอุปทาน (Supply-side reform) อาจไม่ได้ส่งผลให้ระดับราคาสินค้าในระบบเศรษฐกิจฟื้นตัวได้รวดเร็วและชัดเจนเหมือนในอดีต หากไม่มีมาตรการกระตุ้นอุปสงค์ที่ช่วยให้การบริโภคในประเทศกลับมาฟื้นตัวได้อย่างยั่งยืน

แผนภาพที่ 40: ปัญหาเงินฝืดในปัจจุบันมีลักษณะ broad-based มากขึ้น และเกิดจากความอ่อนแอในฝั่งของอุปสงค์ ภายหลังวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ที่กระทบต่อความมั่งคั่งและการบริโภคของภาคครัวเรือน

Key differences between supply-side reforms in 2015 and nowadays

	2015-2018	2025
Affected industries	Upstream industries (Coal, Steel, Non-ferrous metal, Cement, Glass)	Both upstream and emerging industries (EV, Solar, Lithium mining, Food delivery, E-commerce, Hog farming, Coal, Steel, Cement, Glass)
Major "supply-side reform" measures	- Mandatory capacity cuts - Impose strict production quota - Shutdown of outdated, unlicensed, non-compliant plants - Encourage M&A to reduce low-efficiency capacity - Set up a 100bn. yuan fund to help laid-off workers	- Reduce production capacity - Reduce incentives for industries - Rein bad business practices - Encourage M&A to reduce low-efficiency capacity - Enforce stricter environmental, labor, quality standards - Shutdown of outdated, unlicensed, or non-compliant plants
Industrial profit	-2.3%YoY in 2015	-1.8%YoY in 25H1
Capacity utilization	74% in 2015	74% in 25H1
PPI Inflation	-5.2% in 2015	-2.8% in 25H1
CPI Inflation	1.4% in 2015	-0.1% in 25H1

China's home prices



China's consumer confidence



ที่มา: Bloomberg, Reuters, Government websites, Xinhua, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น



เศรษฐกิจญี่ปุ่นกำลังเผชิญกับความไม่แน่นอนทางการเมือง หลังจากที่พรรคร่วมรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากทั้งในสภาผู้แทนราษฎรและวุฒิสภา ส่งผลให้พรรคร่วมรัฐบาลอาจต้องประนีประนอมและยอมรับข้อเสนอของพรรคฝ่ายค้านมากขึ้น เพื่อให้ได้รับเสียงสนับสนุนสำหรับการผลักดันนโยบายและการตรากฎหมายสำคัญในรัฐสภา โดยหลังสูญเสียเสียงข้างมากในการเลือกตั้งวุฒิสภา นายกรัฐมนตรีชิบะฮิโรชิโร่ ยืนยันที่จะดำรงตำแหน่งต่อ แต่ยังมีแรงกดดันจากสมาชิกภายในพรรคที่เรียกร้องให้มีการเลือกผู้นำพรรคใหม่ โดยหากมีการเปลี่ยนแปลงผู้นำพรรค LDP นโยบายการคลังในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มขยายตัวมากขึ้น เนื่องจากสมาชิกพรรคท่านอื่นที่มีแนวโน้มเข้าร่วมการสมัครคัดเลือกผู้นำพรรคคนใหม่มีจุดยืนทางการคลังเชิงรุกมากกว่านายกรัฐมนตรีชิบะฮิโรชิโร่ ในด้านนโยบายเพื่อบรรเทาภาระค่าครองชีพ พรรคฝ่ายค้านเสนอให้ปรับลดภาษีบริโภคชั่วคราว ซึ่งจะส่งผลให้รายได้ของรัฐบาลลดลง และอาจสร้างแรงกดดันต่อเสถียรภาพทางการคลังและตลาดการเงินในระยะสั้น ในด้านนโยบายการเงิน เรายังคงมุมมองว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงไตรมาสที่ 4/2025 สู่ระดับ 0.75%

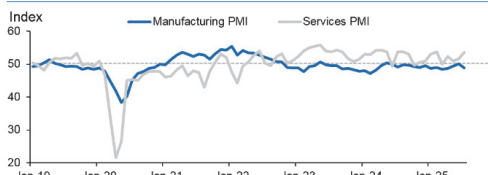
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิตปรับลดลง สวนทางกับดัชนีในภาคบริการที่ปรับดีขึ้น

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตเดือน ก.ค. ปรับลดลงสู่ระดับ 48.9 จากระดับ 50.1 ในเดือน มิ.ย. กลับเข้าสู่โซนหดตัว จากผลผลิตที่ลดลงท่ามกลางความไม่แน่นอนในประเด็นเรื่องการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ด้านดัชนีในภาคบริการปรับ

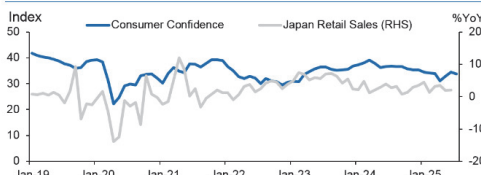
เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 53.6 จากระดับ 51.7 ในเดือนก่อนหน้า ขยายตัวต่อเนื่องติดต่อกันเป็นเดือนที่ 4 ด้านความเชื่อมั่นของผู้บริโภคปรับลดลง ขณะที่ยอดค้าปลีกปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ด้านการค้าระหว่างประเทศ พบว่า การส่งออกในเดือน ก.ค. ปรับลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 สะท้อนผลกระทบจากการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของทางสหรัฐฯ

แผนภาพที่ 41: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิตปรับลดลง สวนทางกับดัชนีในภาคบริการที่ปรับดีขึ้น

Manufacturing vs. Services PMI



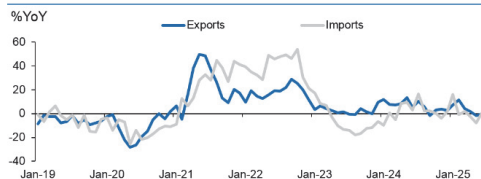
Retail sales



Investment



Trade



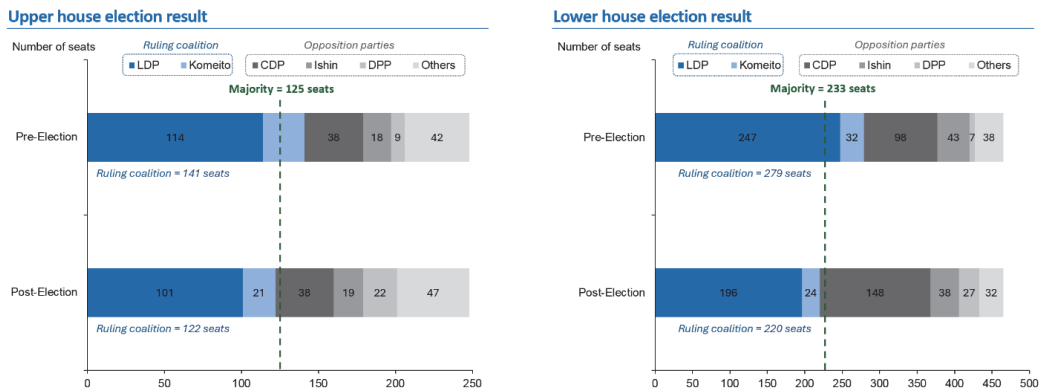
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พรรคร่วมรัฐบาลได้สูญเสียเสียงข้างมากในการเลือกตั้งสมาชิกวุฒิสภา (Upper House) ล่าสุด

ภายหลังการเลือกตั้งสมาชิกวุฒิสภา (Upper House) ของญี่ปุ่นเมื่อวันที่ 20 ก.ค. 2025 ที่ผ่านมา พรรคร่วมรัฐบาลได้สูญเสียเสียงข้างมากอีกครั้ง หลังจากทีสูญเสียเสียงข้างมากครั้งก่อนในการเลือกตั้งสภาผู้แทนราษฎร (Lower House) ในปี 2024

ส่งผลให้ในปัจจุบัน พรรคร่วมรัฐบาลไม่มีเสียงข้างมากทั้งในสภาผู้แทนราษฎร (Lower House) และวุฒิสภา (Upper House) ดังนั้น พรรคร่วมรัฐบาลอาจต้องประนีประนอมและยอมรับข้อเสนอของพรรคฝ่ายค้านมากขึ้นเพื่อให้ได้รับเสียงสนับสนุนสำหรับการผลักดันนโยบายและการตรากฎหมายสำคัญต่าง ๆ ในรัฐสภา

แผนภาพที่ 42: พรรคร่วมรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากทั้งในสภาผู้แทนราษฎร (Lower House) และวุฒิสภา (Upper House)



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

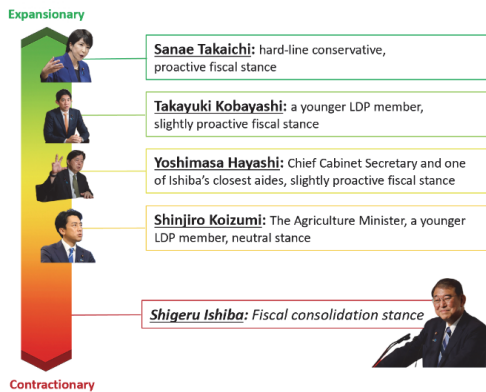
ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงอยู่ในระดับสูง โดยหากมีการเปลี่ยนแปลงผู้นำพรรค LDP อาจส่งผลให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นอ่อนคลายมากขึ้น

แม้หลังการเลือกตั้ง นายกรัฐมนตรีชิเงรุ อิชิบะ (Shigeru Ishiba) ได้แสดงเจตจำนงว่าจะดำรงตำแหน่งต่อไป แต่ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงอยู่ในระดับสูง โดยมีแรงกดดันจากสมาชิกภายในพรรคที่เรียกร้องให้นายกรัฐมนตรีลาออกหรือให้มีการเลือกผู้นำพรรค LDP ใหม่ แม้จากผลสำรวจความคิดเห็นล่าสุดชี้ว่า ประชาชนส่วนใหญ่มองว่านายกรัฐมนตรีชิเงรุ อิชิบะ (Shigeru Ishiba) ไม่จำเป็นต้องลาออก โดยผู้ตอบแบบสอบถามกว่า 80% เห็นว่าความพ่ายแพ้ของรัฐบาลมาจากปัญหาหรือภาพลักษณ์ของพรรค LDP เอง มากกว่าที่จะเป็นผลจากตัวผู้นำพรรค

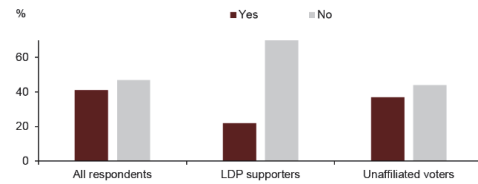
ทั้งนี้ หากนายกรัฐมนตรีชิเงรุ อิชิบะ (Shigeru Ishiba) ตัดสินใจลาออก พรรค LDP จะต้องดำเนินการกระบวนการเลือกผู้นำพรรคคนใหม่ ซึ่งแม้ในปัจจุบัน ยังไม่มีความชัดเจนในเรื่องของผู้สมัครที่โดดเด่น แต่หากมีการเปลี่ยนแปลงผู้นำพรรค LDP อาจส่งผลให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นอ่อนคลายมากขึ้น เนื่องจากสมาชิกพรรคที่มีแนวโน้มจะเข้ารับตำแหน่งผู้นำพรรค LDP คนใหม่ ต่างมีจุดยืนทางนโยบายการคลัง (Fiscal stance) ที่อ่อนคลายและมีความเป็นเชิงรุก (Proactive) มากกว่านายกรัฐมนตรีคนปัจจุบัน ส่งผลให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มที่จะขยายตัวมากขึ้น

แผนภาพที่ 43: สมาชิกพรรคที่มีแนวโน้มจะเข้ารับตำแหน่งผู้นำพรรค LDP คนใหม่ ต่างมีจุดยืนทางนโยบายการคลัง (Fiscal stance) ที่ผ่อนคลายและมีความเป็นเชิงรุก (Proactive) มากกว่านายกรัฐมนตรีคนปัจจุบัน

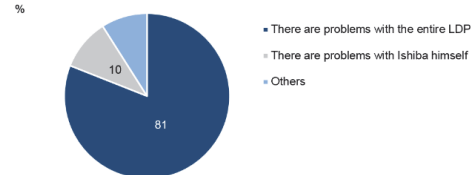
Potential contenders to replace Prime Minister Shigeru Ishiba



Poll: Should Ishiba quit over election result?



Poll: Pick one of two reasons for why the LDP suffered such a crushing defeat



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

พรรคฝ่ายค้านเสนอให้มีการปรับลดอัตราภาษีบริโภค (Consumption tax) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของรัฐบาล

ภายใต้แรงกดดันด้านเงินเพื่อ พรรคการเมืองต่าง ๆ ได้เสนอมาตรการในการดูแลค่าครองชีพของประชาชน โดยพรรค LDP ยังคงเสนอแนวทางในการให้เงินช่วยเหลือ (Cash handouts) เช่นเดียวกับในปีก่อน ขณะที่พรรคร่วมรัฐบาล (Komeito) ซึ่งเดิมเสนอให้มีการปรับลดอัตราภาษีในหมวดอาหารลงเหลือ 5% (จาก 8%) ได้ปรับข้อเสนอมาสอดคล้องกับ LDP ในเวลาต่อมา

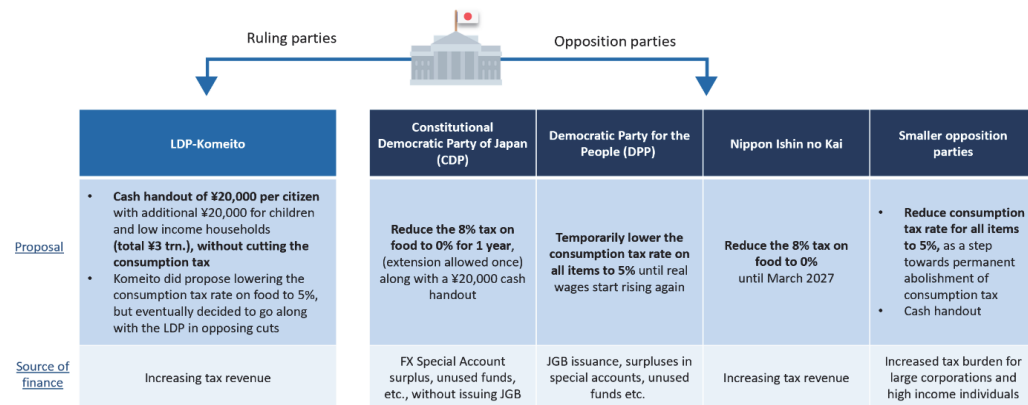
ในทางตรงกันข้าม พรรคฝ่ายค้านแทบทุกพรรคเสนอให้มีการปรับลดอัตราภาษีบริโภค (Consumption tax) เพื่อลดภาระค่าครองชีพของประชาชน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของรัฐบาล โดยปัจจุบัน Consumption tax ที่อัตรา 10% (8% สำหรับสินค้าในหมวดอาหาร) จะสร้างรายได้ให้รัฐบาลประมาณ 31 ล้านล้านเยน

หรือคิดเป็น 5.1% ของ GDP ซึ่งหากนำข้อเสนอของฝ่ายค้านในรูปแบบต่าง ๆ มาใช้ รายได้รัฐบาลอาจลดลงราว 5-15 ล้านล้านเยน หรือเทียบเท่าประมาณ 0.8-2.4% ของ GDP ขึ้นอยู่กับขนาดของการปรับลดภาษีดังกล่าว ซึ่งถือเป็นแรงกดดันต่อเสถียรภาพทางการคลังของประเทศ โดยผลลัพธ์จะออกมาเป็นอย่างไรขึ้นอยู่กับการเจรจาต่อรองระหว่างพรรคร่วมรัฐบาลและพรรคฝ่ายค้าน ซึ่งยังมีความไม่แน่นอนสูง

อย่างไรก็ดี ข้อเสนอส่วนใหญ่ของฝ่ายค้านระบุว่า มาตรการลดภาษีควรเป็นการดำเนินการชั่วคราวในช่วง 1-2 ปี เพื่อบรรเทาภาระค่าครองชีพในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูง หากเป็นเช่นนั้น ผลกระทบทางการคลังอาจจำกัดอยู่ในระยะสั้น แต่ก็ยังคงมีแนวโน้มที่จะสร้างแรงกดดันต่อตลาดการเงิน โดยเฉพาะในตลาดพันธบัตรรัฐบาล

แผนภาพที่ 44: พรรคฝ่ายค้านเสนอให้มีการปรับลดอัตราภาษีบริโภค (Consumption tax) เพื่อลดภาระค่าครองชีพของประชาชน

Proposals for inflation countermeasures by each political parties



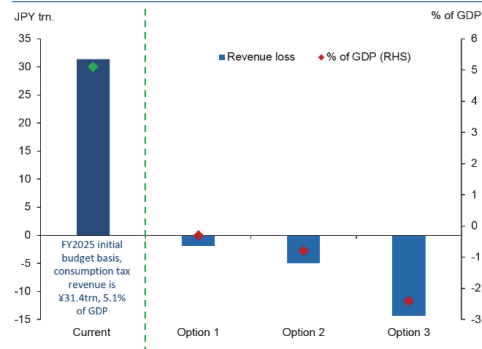
ที่มา: Japan times, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 45: การปรับลดอัตราภาษีบริโภค (Consumption tax) จะส่งผลให้รายได้รัฐบาลลดลงราว 5-15 ล้านล้านเยน หรือเทียบเท่าประมาณ 0.8-2.4% ของ GDP ขึ้นอยู่กับขนาดของการปรับลด

Proposals for consumption tax reduction

Policy option	Group	Party	Consumption tax rate	On Food
Current	Ruling	LDP	10%	8%
Option 1	Ruling	Komeito	10%	5%
Option 2	Opposition	CDP, Ishin	10%	0%
Option 3	Opposition	DDP, Communist, Reiwa	5%	5%

Revenue loss from consumption tax reduction



ที่มา: Japan times, Cabinet Office, Nikkei, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงไตรมาสที่ 4/2025 จาก 0.5% เป็น 0.75%

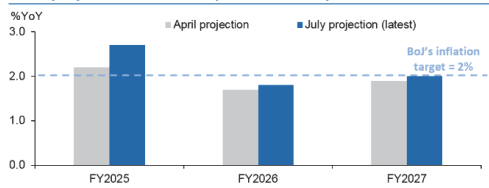
ด้านการดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ภายหลังจากที่ประเด็นข้อตกลงทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และญี่ปุ่นรวมถึงประเทศต่าง ๆ มีความชัดเจนมากขึ้น ตลาดได้ปรับเพิ่มโอกาสในการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ BoJ ในปีนี้

โดยจากการประชุม BoJ ล่าสุดในเดือน ก.ค. ทาง BoJ ยังระบุว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันที่ 0.5% ยังคงอยู่ในระดับ

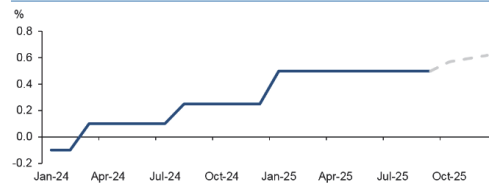
ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral rate) ซึ่งอยู่ในกรอบ 1.0-2.5% ซึ่งสะท้อนเจตนารมณ์ของ BoJ ที่ต้องการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติม โดยเรายังคงมุมมองว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงไตรมาสที่ 4/2025 จาก 0.5% เป็น 0.75% และปรับขึ้นอีกครั้งสู่ระดับ 1.0% ในปี 2026

แผนภาพที่ 46: ผู้ร่วมตลาดส่วนใหญ่คาดว่า BoJ จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งต่อไปภายในปีนี้

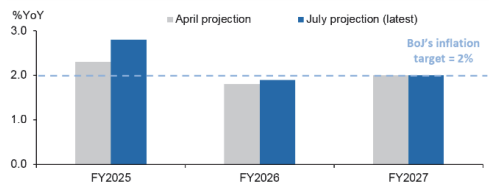
BoJ's projections: Core CPI (ex. Fresh food)



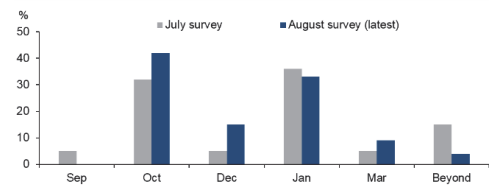
Market implied rate



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



BoJ watchers' expectations for the next hike



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

เศรษฐกิจไทย

เราทำการปรับเพิ่มคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยขึ้นมาที่ 1.9% และ 1.6% ในปี 2025F และ 2026F ตามลำดับ สืบเนื่องจากที่ทีมเจรจาสามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่ 19% ซึ่งสอดคล้องกับฉากทัศน์ในกรณี Best case ที่ประเมินไว้ก่อนหน้านี้ ประกอบกับเศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีแรกขยายตัวได้ในเกณฑ์ดี จากการส่งออกสินค้า แม้ภาคการท่องเที่ยวจะเริ่มซบเซาลง และการลงทุนภาครัฐที่ขยายตัวต่ำกว่าคาด โดยเราประเมินว่าในช่วงครึ่งหลังของปี เศรษฐกิจไทยยังเผชิญกับความท้าทายในระดับที่สูง เนื่องจากมาตรการทางภาษีด้านการค้าของสหรัฐฯ จะเริ่มมีผลบังคับใช้ ส่งผลให้ภาคการส่งออกมีแนวโน้มหดตัวสูง และคาดว่าจะกระทบกับความสามารถในการแข่งขันของอุตสาหกรรมที่เปราะบางในระยะยาว ขณะเดียวกัน ภาคการท่องเที่ยวที่ส่งสัญญาณชะลอตัวลงมาก หากยังไม่มีสัญญาณของการฟื้นตัวที่มากเพียงพอในช่วงฤดูกาลท่องเที่ยว (High-season) อาจส่งผลให้จำนวนนักท่องเที่ยวปีนี้ต่ำกว่าปีที่แล้ว ซึ่งจะเป็นอีกแรงกดดันของเศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 2 ขยายตัวได้ 2.8% YoY โดยได้แรงหนุนการส่งออกสินค้าที่ขยายตัวได้สูงต่อเนื่อง จากการชะลอการบังคับใช้มาตรการภาษีของสหรัฐฯ ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวซบเซาลง และการลงทุนของภาครัฐขยายตัวได้ไม่ดีนักจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่สูงขึ้น

GDP ไตรมาส 2/2025 ชะลอตัวลงเป็น 2.8% YoY จาก 3.2% ไตรมาสก่อน แต่สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดและเราที่ 2.7% และ 2.4% ตามลำดับ โดยหากปรับฤดูกาลแล้ว เศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 0.6% QoQ, SA จาก 0.7% ไตรมาสก่อน แต่สูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 0.5%

ด้านการผลิต: การผลิตในภาคการเกษตรอยู่ในเกณฑ์ขยายตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สาม ขณะที่การผลิตนอกภาคเกษตรชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง

การผลิตในภาคการเกษตรขยายตัว 6.0% YoY (vs 6.2% ไตรมาสก่อน) ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากผลผลิตผลไม้ และข้าวเปลือกที่ยังเร่งตัวขึ้น ขณะที่ผลผลิตมันสำปะหลัง อ้อย ยางพารา และผักปรับตัวลดลง ด้านราคาสินค้าเกษตรปรับตัวลดลง -3.7% YoY จาก -0.7% ไตรมาสก่อน โดยหลักเป็นผลจากราคาสินค้าเกษตรสำคัญ อาทิ ข้าวเปลือก อ้อย ยางพารา และผักที่ปรับตัวลดลง

การผลิตนอกภาคเกษตรชะลอตัวลงเป็น 2.5% YoY (vs. 2.9% ไตรมาสก่อน) โดยยังมีแรงสนับสนุนจากผลผลิตภาคอุตสาหกรรมที่ขยายตัวดีขึ้นเป็น 0.8% (vs. 0.4% ไตรมาสก่อน) จากการขยายตัวของสาขาการผลิตสินค้าอุตสาหกรรม 1.7% (vs 0.9% ไตรมาสก่อน) อย่างไรก็ตาม ด้านกิจกรรมในภาคบริการชะลอตัวลงสู่ระดับ 3.5% YoY (vs. 4.2% ไตรมาสก่อน) ส่วนหนึ่งมาจากกิจกรรมด้านการขนส่งและสถานที่เก็บสินค้าที่ชะลอตัวลง

(4.0% vs. 5.4% ไตรมาสก่อน), ที่พักแรมและบริการด้านอาหาร (2.1% vs. 7.2% ไตรมาสก่อน), ศิลปะ นันทนาการ และเอนเตอร์เทนเมนต์ (2.2% vs. 4.4% ไตรมาสก่อน) ขณะที่ กิจกรรมในภาคการขนส่งและขายปลีกยังขยายตัวได้ต่อเนื่อง (6.2% vs. 4.8% ไตรมาสก่อน) ข้อมูลข่าวสารและการสื่อสาร (5.4% vs. 4.6% ไตรมาสก่อน) และกิจกรรมทางการเงินและประกันภัย (2.6% vs. 2.1% ไตรมาสก่อน)

ด้านการใช้จ่าย: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงไตรมาสที่สองได้แรงหนุนจากการส่งออกสินค้า และการลงทุนภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชน การอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาครัฐ และการส่งออกบริการ กลับชะลอตัวลง

อุปสงค์ต่างประเทศ: การส่งออกสินค้าเร่งตัวขึ้นเป็น 14.3% YoY (vs. 13.8% ไตรมาสก่อน) ขณะที่การส่งออกบริการชะลอตัวลงเป็น 2.7% (vs. 7.0% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้การส่งออกสินค้าและบริการยังขยายตัวต่อเนื่องที่ 12.2% (vs. 12.3% ไตรมาสก่อน) อย่างไรก็ตาม การนำเข้าสินค้าและบริการเร่งตัวขึ้นเป็น 10.8% (vs. 2.1% ไตรมาสก่อน) โดยมาจากการขยายตัวของสินค้านำเข้าเป็นสำคัญที่ 15.3% (vs. 3.9% ไตรมาสก่อน)

อุปสงค์ในประเทศ: การลงทุนภาคเอกชนกลับมาเร่งตัวขึ้นเป็น 4.1% YoY (vs. -0.9% ไตรมาสก่อน) ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากผลของฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันปีก่อน อย่างไรก็ตาม การบริโภคภาคเอกชน (2.1% vs. 2.5% ไตรมาสก่อน) การอุปโภคบริโภคภาครัฐ (2.2% vs. 3.4% ไตรมาสก่อน) และการลงทุนภาคเอกชน (10.1% vs. 26.3% ไตรมาสก่อน) ชะลอตัวลง

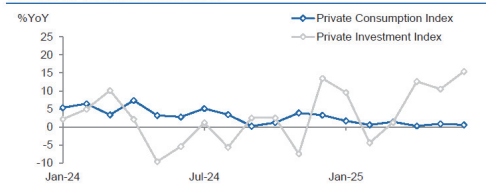
ปี 2025 สศช. ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวในกรอบ 1.8-2.3% (vs. 1.9% ESUe) ด้านเงินเฟ้อประเมินว่าจะขยายตัวอยู่ในกรอบ 0.0-0.5% (vs. 0.3% ESUe)

สำหรับข้อสังเกตของตัวเลข GDP ในไตรมาสนี้ คือ ภาพรวมการลงทุนที่ขยายตัวดีมาจากภาคเอกชนที่ขยายตัวได้ 4.1% ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากฐานที่ต่ำในปีก่อน และเมื่อดูในรายละเอียดพบว่า ปัจจัยหลักมาจากการลงทุนในเครื่องจักรเครื่องมือ สอดคล้อง

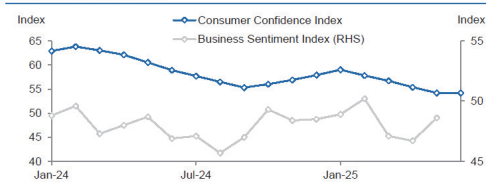
กับการเร่งผลิตเพื่อส่งออกในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่ด้านการก่อสร้างยังคงหดตัวต่อเนื่อง ตัวเลขดังกล่าวสะท้อนว่าเป็นเพียงการขยายตัวในระยะสั้น และยังไม่เห็นสัญญาณฟื้นตัวที่ชัดเจนของการลงทุนในภาคเอกชน นอกจากนี้ การลงทุนภาครัฐขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ อีกทั้งยังมีความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี จากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่สูงขึ้น

แผนภาพที่ 47: เศรษฐกิจไทยในเดือน มิ.ย. ชะลอลง ตามการส่งออกสินค้าและการผลิตในภาคอุตสาหกรรม รวมถึงภาคการท่องเที่ยวที่ซบเซา ขณะที่กำลังซื้อในประเทศได้รับแรงกดดันจากความกังวลด้านเศรษฐกิจสะท้อนจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับลดลงต่อเนื่อง

Domestic demand indicators



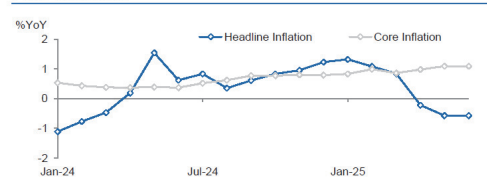
Sentiment indicators



External demand indicators



Price indicators



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

เราได้ทำการปรับเพิ่มประมาณการขยายตัวเศรษฐกิจไทยขึ้นมายอยู่ที่ 1.9% ในปี 2025F และ 1.6% ในปี 2026F โดยเป็นผลจากการเจรจาการค้าที่ออกมาสอดคล้องกับประมาณการในกรณี Best Case ทำให้มีการปรับเพิ่มคาดการณ์การส่งออกทั้งปี ซึ่งการที่อัตราภาษีอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับคู่แข่งทางการค้าในภูมิภาคจะช่วยให้ไทยยังคงสามารถรักษาขีดความสามารถในการแข่งขันเอาไว้ได้ และแนวโน้มตลาดแรงงานจึงอาจไม่แย่งอย่างที่เคยกังวลไว้ก่อนหน้านี้ ดังนั้นการบริโภคภาคเอกชนจึงถูกปรับดีขึ้นเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม การเติบโตโดยรวมยังคงชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับปีก่อน แม้ว่าตัวเลข GDP ไตรมาสสองจะออกมาดีกว่าที่ประเมินเล็กน้อย แต่หากพิจารณาจากความเสี่ยง และความท้าทายในช่วงที่เหลือของปีที่ยังคงอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะความไม่แน่นอนทางการเมืองที่กระตุ้นการลงทุนภาครัฐ ทำให้เราปรับลดคาดการณ์ในส่วนนี้ลงเล็กน้อย นอกจากนี้ เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปีหน้ามีแนวโน้มชะลอตัวลง จากผลกระทบของมาตรการภาษีของสหรัฐฯ ที่จะส่งผลกระทบเต็มปี ซึ่งมีความน่ากังวลต่อความรุนแรงและขอบเขตผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงที่อาจกว้างกว่าที่คาดไว้

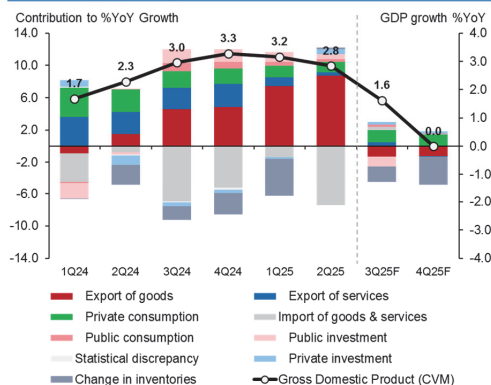
อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงต่อประมาณการในระยะต่อไป เราประเมินว่ามีความสมดุลมากขึ้น โดยเศรษฐกิจไทยอาจขยายตัวได้สูงกว่าที่คาดหากผลกระทบจากภาษีการค้ากับสหรัฐฯ มีผลต่อภาคการส่งออกสินค้าและภาคส่วนที่เกี่ยวข้องน้อยกว่าที่คาด ขณะเดียวกันหากปัจจัยความไม่แน่นอนด้านการเมืองคลี่คลายและรัฐบาลสามารถเร่งเบิกจ่ายงบประมาณ โดยเฉพาะงบลงทุนได้มากขึ้นก็จะเป็นอีกแรงขับเคลื่อนหนึ่งที่หนุนให้เศรษฐกิจไทยเติบโตดีกว่าที่เราประเมิน ขณะที่ความเสี่ยงด้านต่ำยังคงมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่อาจต่ำกว่าที่คาด (แม้ว่าปัจจุบันจะคาดไว้ที่ 33.5 ล้านคนซึ่งลดลงจากปีก่อนราว 5.6%YoY) อุปสงค์ของครัวเรือนในประเทศที่ชะลอตามปัญหาหนี้ครัวเรือนที่สูงและความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจ รวมถึงปัญหาค่าครองชีพและความไม่มั่นคงในหน้าที่การงาน ประกอบกับภาวะการเงินโดยรวมที่ยังคงตึงตัวแม้ ธปท. จะทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาบ้างแล้วก็ตาม ปัจจัยเหล่านี้คาดว่าจะเป็แรงกดดันที่ส่งผลให้เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าศักยภาพ และมีความเสี่ยงที่อาจจะต่ำกว่าที่ประเมิน

ในระยะข้างหน้า เราประเมินว่า นโยบายการเงินจะมีความผ่อนคลายมากขึ้น โดยคาดว่า ธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง 25bps ในช่วง 3 ไตรมาสข้างหน้า ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงจะลดลงไปอยู่ที่ระดับ 0.75% ในช่วงกลางปี 2026F ซึ่งเป็นระดับที่เราประเมินว่ามีความเหมาะสมกับเศรษฐกิจไทยใน

ภาวะที่เศรษฐกิจคาดว่าจะขยายตัวต่ำกว่าระดับศักยภาพ และศักยภาพของเศรษฐกิจต่ำกว่าในอดีต อีกทั้งอัตราเงินเฟ้อที่ยังคงต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย ธปท. (<1%) ทั้งในปีนี้และปีหน้า รวมถึงภาวะการเงินโดยรวมที่ยังตึงตัว

แผนภาพที่ 48: เราปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยขึ้นมาที่ 1.9% ในปีนี้ และ 1.6% ในปี 2026F จากการศึกษาได้ผลการค้ากับสหรัฐฯ ที่ 19% สอดคล้องกับประมาณการในฉากทัศน์ Best Case ของเราก่อนหน้านี้

Actual and projected growth forecast



Summary of macro indicators and GDP projection

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU 2025F	2026F	BoT 2025F	2026F	NESDC 2025F	FPO 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	67.0	68.0	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	33.7	35.0	--	--	32.5 - 33.5	33.1

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

ภาพรวมรายละเอียดการค้าจากอัตราภาษีศุลกากร 19% ยังต้องจับตาดูการกำหนดระดับสัดส่วนมูลค่าการผลิตในประเทศ (Regional Value Content: RVC) สำหรับอัตราภาษีสินค้าผ่านทาง (Transshipment rate) ที่ 40% ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อหลายกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผู้ประกอบการในประเทศจะถูกบีบให้ต้องปรับโครงสร้างการผลิต (Supply chain) ครั้งใหญ่

ในส่วนของการค้าที่สำคัญซึ่งเป็นเงื่อนไขในการเจรจาข้อตกลงการค้ากับสหรัฐฯ สามารถแบ่งออกเป็น 4 ประเด็นหลัก ได้แก่ 1. การเปิดตลาดให้กับสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ (Market Access) 2. การลดการเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ (Reduce trade surplus) 3. มาตรการกีดกันการค้าที่ไม่ใช่ภาษี (Non-Tariffs Barriers: NTBs) และ 4. การส่งเสริมการลงทุนระหว่างไทยและสหรัฐฯ

โดยในส่วนแรกการเปิดตลาดให้กับสินค้าจากสหรัฐฯ เท่าที่มีการเปิดเผยข้อมูลจากทีมเจรจาการค้าไทย คือการตกลงลดอัตราภาษีนำเข้าเหลือ 0% แก่สินค้าจากสหรัฐฯ กว่า 10,000 รายการ ครอบคลุมทั้งภาคเกษตร เทคโนโลยี และอุปกรณ์ทางการแพทย์ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าที่ไทยที่ได้ทำข้อตกลงการค้า FTA กับประเทศอื่นอยู่แล้ว หรือกลุ่มที่ไทยผลิตและใช้เองในประเทศไม่เพียงพอ โดยสินค้าบางรายการจะไม่ได้มีผลบังคับใช้ในทันที

และได้มีการขอผ่อนผันเป็นระยะเวลา 3-5 ปีก่อนที่จะลดภาษีนำเข้าให้เป็น 0% ในบางสินค้า นอกจากนี้ ในกลุ่มสินค้าเกษตรที่หลายฝ่ายให้ความสนใจ และตั้งคำถามถึงความเปราะบางของอุตสาหกรรมดังกล่าวในประเทศ อาทิ ข้าว น้ำตาล และผลไม้แปรรูป จะยังคงภาษีนำเข้าไว้

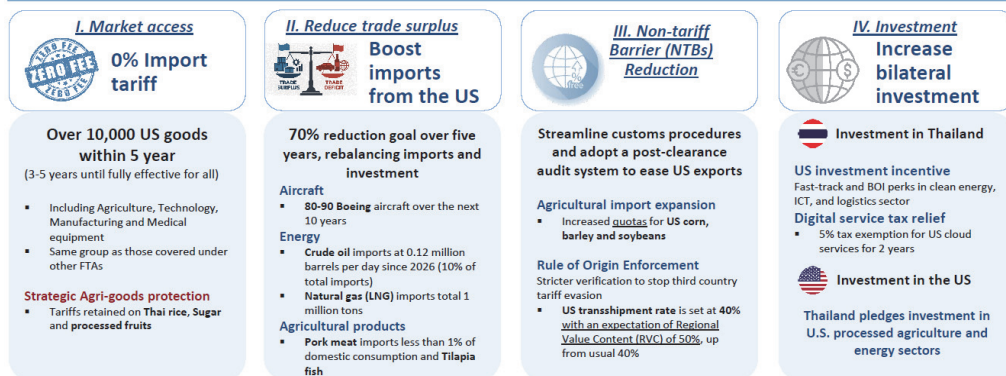
ส่วนที่ 2 จะเพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ มากขึ้นเพื่อลดการเกินดุลการค้าลง โดยตั้งเป้าที่ 70% ภายในระยะเวลา 5 ปี โดยมีกลุ่มสินค้าที่มีการตกลงจะนำเข้าเพิ่มเติม ได้แก่ เครื่องบินพาณิชย์ (Boeing) จะมีการนำเข้า 80-90 ลำ ภายในระยะเวลา 10 ปีตามแผนการซื้อเดิมของการบินไทย, สินค้ากลุ่มพลังงานจะนำเข้าน้ำมันดิบประมาณ 10% จากปริมาณที่นำเข้าจากทั่วโลก, และสินค้าเกษตร ที่ภาพรวมอาจดูค่อนข้างน่ากังวลสำหรับผู้ผลิตในประเทศ แต่ทีมเจรจาระบุว่า ในส่วนของเนื้อหมูจะมีการนำเข้าในสัดส่วนที่ไม่เกิน 1% ของการบริโภคในประเทศ ซึ่งเรามองว่าภาพรวมยังเปิดโอกาสให้กับผู้ประกอบการไทยได้มีระยะเวลาในการปรับตัวภายในช่วงระยะเวลาผ่อนผัน แต่ยังคงติดตามมาตรการช่วยเหลือ และสนับสนุนจากทางภาครัฐอย่างใกล้ชิดในระยะต่อไป

ส่วนที่ 4 ความพยายามในการเพิ่มการลงทุนระหว่างประเทศ ทั้งไทยและสหรัฐฯ โดยไทยจะพิจารณาลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เชี่ยวชาญ อาทิ เกษตรแปรรูป และพลังงาน ประกอบกับให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีกับการลงทุนจากฝั่งสหรัฐฯ ในกลุ่มอุตสาหกรรมดิจิทัล ไอซีที และโลจิสติกส์ อย่างไรก็ตาม ในส่วนที่มีความน่ากังวลเนื่องจากการเจรจายังไม่ชัดเจนที่ชัดเจน ได้แก่ ส่วนที่ 3 การกีดกันทางการค้าที่ไม่ใช่ภาษี โดยในข้อนี้มีการตกลงอัตราภาษีสินค้าผ่านทาง (Transshipment rate) ที่ 40% ซึ่งจะต้องมีการ

กำหนดระดับของสัดส่วนมูลค่าการผลิตในประเทศ (Regional Value Content: RVC) ซึ่งกำลังอยู่ระหว่างการเจรจา ดังนั้น เมื่อมีการบังคับใช้ คาดว่าจะไม่มีการผ่อนผันให้ แต่เป็นการบังคับใช้ทันที ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงสูงต่ออุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนการใช้ส่วนประกอบในประเทศ (Local content) ค่อนข้างต่ำ และจำเป็นต้องอย่างยั้งที่ภาครัฐจะต้องเตรียมพร้อมมาตรการรับมือ และช่วยเหลือผู้ประกอบการในประเทศให้สามารถปรับตัวได้ทัน

แผนภาพที่ 49: การเปิดตลาดการค้าไทยมีความเสี่ยงที่จะกระทบกลุ่มเปราะบาง โดยเฉพาะภาคเกษตร

Thailand weighs concessions for 19% U.S. tariff deal



ที่มา: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองว่าไทยอาจต้องเผชิญกับเกณฑ์ RVC ที่สูงกว่าที่หลายฝ่ายคาดหวัง ซึ่งเป็นไปได้ว่าจะอยู่ในกรอบ 60-80% โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความสำคัญเชิงยุทธศาสตร์ต่อประเทศสหรัฐฯ

จากการพิจารณาการจัดทำความตกลงการค้าเสรี (Free Trade Agreement: FTA) ของสหรัฐฯ ที่ผ่านมา ในช่วงปี 2000-2012 พบว่ามีการกำหนดเงื่อนไขเกณฑ์ RVC ขั้นต่ำ สำหรับอุตสาหกรรมที่มีความสำคัญต่อเศรษฐกิจ โดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์ อยู่ในช่วงตั้งแต่ 30-55% ขึ้นอยู่กับวิธีการคำนวณ RVC ซึ่งจะมีทั้งหมด 4 แบบ โดยหลักการคำนวณจะแตกต่างกันไปตามกลุ่มอุตสาหกรรมหรือประเภทสินค้า นอกจากนี้ ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยด้านโครงสร้างต้นทุนและความสามารถในการเข้าถึงข้อมูล อาทิ มูลค่าของวัตถุดิบ หรือราคาซื้อขายปลายทางที่มีความชัดเจนมากกว่า เพื่อให้ผู้ส่งออกสามารถเลือกวิธีการคำนวณในการยื่นผ่านเกณฑ์ RVC ได้

ทั้งนี้ จากความตกลง FTA ของสหรัฐฯ ในรอบล่าสุดในปี 2020 ที่ทำกับประเทศแคนาดาและเม็กซิโก (USMCA) และได้นำมาใช้แทนความตกลงการค้าเสรีอเมริกาเหนือ (NAFTA) เราพบว่าเกณฑ์ RVC ของอุตสาหกรรมยานยนต์ จากเดิมอยู่ที่ 62.5% ถูกปรับขึ้นมาอยู่ในช่วง 75-80% สะท้อนให้เห็นว่าสหรัฐฯ มีความพยายามที่จะเพิ่มเกณฑ์สัดส่วนการใช้ผลผลิตในกลุ่มประเทศคู่สัญญาให้สูงขึ้นกว่าเดิม เพื่อป้องกันการสวมรอยสินค้าจากประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะจากจีน

ดังนั้น เราจึงพอสรุปได้โดยสังเขปว่า การตกลงเกณฑ์ RVC สำหรับประเทศไทยและสหรัฐฯ เพื่อใช้กำหนดอัตราภาษีสินค้าผ่านทาง (Transshipment rate) ที่ 40% มีความเป็นไปได้ค่อนข้างมากที่ไทยจะต้องยอมตกลงในเกณฑ์ที่สูงกว่า 50% ขึ้นไป ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการไทยในอุตสาหกรรมที่มีการใช้สัดส่วนวัตถุดิบในประเทศต่ำกว่า 40% อาทิ อาหารและเครื่องดื่ม เสื้อผ้า ยาและเวชภัณฑ์ เป็นต้น ที่ต้องเร่งปรับการผลิต ในขณะที่ผู้ประกอบการสินค้าขั้นต้น อาจได้ประโยชน์จากความต้องการใช้วัตถุดิบในประเทศที่เพิ่มขึ้น

แผนภาพที่ 50: อุตสาหกรรมในกลุ่มเปราะบางอาจเผชิญกับเกณฑ์ Regional Value Content (RVC) ของสหรัฐฯ ในระดับ 30-80% เพิ่มความเสี่ยงให้กับภาคการส่งออก

Motor vehicle product rules of origin in selected US FTAs

US FTAs	Entry into force	RVC thresholds (minimum value)
NAFTA	1994	Net cost 62.5%
USMCA	2020	Transaction value 80%
		Net cost 75%
Chile	2004	Build-down 50%
		Build-up 30%
Singapore	2004	Build-up 30%
Australia	2005	Net cost 50%
South Korea	2012	Build-down 55%
		Build-up & Net cost 35%
Panama	2012	Build-down 50%
		Build-up & Net cost 35%
Colombia	2012	Net cost 35%

Rule of Origin enforcement: 4 methods to calculate RVC

Transaction Value Method (TV) - Common use: General goods (non-Auto products) - Useful when the sale price is clear and includes all relevant costs - Often used in USMCA and other modern US FTAs	Net Cost Method - Common use: Auto sector, required in USMCA FTAs - Helpful when transfer pricing, related-party sales, or fluctuating margins make transaction value unreliable
Build-Up Method - Common use: General goods, especially where originating content is easy to track - Flexible option when you can document the value of originating components more easily than subtracting non-originating inputs	Build-Down Method - Common use: General goods, especially where total value of finished good is clear - Some FTAs allow exporters choose Build-Up or Build-Down depending on which is easier - Common in older US FTAs such as Australia, Singapore and Chile

ที่มา: USTR, ITA, [privacyshield.gov](https://www.privacyshield.gov), [EveryCRSReport.com](https://www.everycrsreport.com), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราภาษีศุลกากรที่แท้จริงจากสหรัฐฯ อาจสูงกว่า 24% ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนการผลิตของผู้ประกอบการในภาคการส่งออกสูงขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

ถึงแม้ว่าไทยจะได้รับอัตราภาษีจากสหรัฐฯ ที่ 19% เป็นระดับที่ใกล้เคียงกับคู่แข่งทางการค้าในภูมิภาคเดียวกัน ซึ่งจะทำให้ผู้ประกอบการไทยยังรักษาความสามารถในการแข่งขันไว้ได้ แต่หากพิจารณาให้ละเอียด นอกเหนือจากอัตราภาษีพื้นฐานจาก 10% ที่ถูกบังคับใช้ในเดือน เม.ย เป็นต้นมา ปรับขึ้นมาเป็น 19% ตั้งแต่เดือน ส.ค. ยังมีอัตราภาษีศุลกากรในเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมที่สูงกว่าอัตราพื้นฐาน ได้แก่ ยานยนต์และชิ้นส่วน (25%) เหล็กทองแดง และอลูมิเนียม (50%)

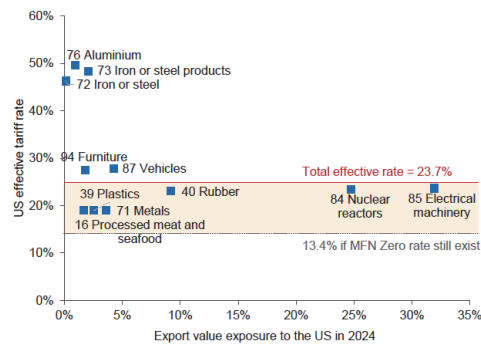
ดังนั้น เมื่อเราได้คำนวณอัตราภาษีศุลกากรที่แท้จริง จะพบว่าสูงถึง 23.7% ในกรณีที่สหรัฐฯ จะบังคับใช้อัตราภาษีพื้นฐานกับสินค้าส่งออกทั้งหมดของไทย โดยไม่มีข้อยกเว้น เพราะก่อนหน้านี้จะมีการประกาศใช้ภาษีนำเข้าจากประธานาธิบดีทรัมป์ กลุ่มสินค้าส่งออกของไทยที่ได้รับการยกเว้นทางภาษีคิดเป็นมูลค่า

กว่าครึ่งหนึ่งของทั้งหมดที่ส่งออกป้อนสหรัฐฯ นอกจากนี้ เราประเมินว่า ในระยะข้างหน้าหากไทยมีข้อตกลงที่ชัดเจนเรื่องของเกณฑ์ RVC จะส่งผลให้อุตสาหกรรมบางกลุ่มที่ไม่สามารถปรับห่วงโซ่อุปทานมาผลิตในประเทศได้เพียงพอ จะต้องจ่ายอัตราภาษีเพิ่มขึ้นเป็น 40% ซึ่งทำให้อัตราภาษีศุลกากรที่แท้จริงจะสูงกว่าที่ประเมินไว้ในครั้งนี้

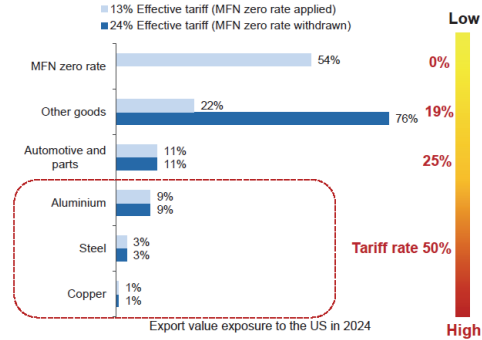
อย่างไรก็ตาม เรามองว่าฝ่ายของรัฐบาลอาจถือเป็นโอกาสที่จะยกระดับภาคการผลิตของไทย โดยส่งเสริมให้ใช้วัตถุดิบภายในประเทศมากขึ้น แทนการพึ่งพาการนำเข้า ซึ่งจำเป็นต้องมีมาตรการที่ออกมาช่วยสนับสนุนภาคเอกชนเพื่อไม่ให้ต้องแบกรับต้นทุนที่สูงเกินไป ไม่ว่าจะเป็นมาตรการช่วยเหลือทางด้านภาษี (Tax incentives) หรือ สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (Soft loans) โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมที่เปราะบาง นอกจากนี้ เรายังต้องติดตามอย่างใกล้ชิด ทั้งมาตรการช่วยเหลือและผลกระทบของอัตราภาษี เพื่อประเมินผลกระทบต่อภาคอุตสาหกรรมในระยะถัดไป

แผนภาพที่ 51: อัตราภาษีศุลกากรที่แท้จริงมีโอกาสที่จะสูงกว่า 24%

Assume that 19% imposed across the board (MFN withdrawn)



Tariff variation across export product categories

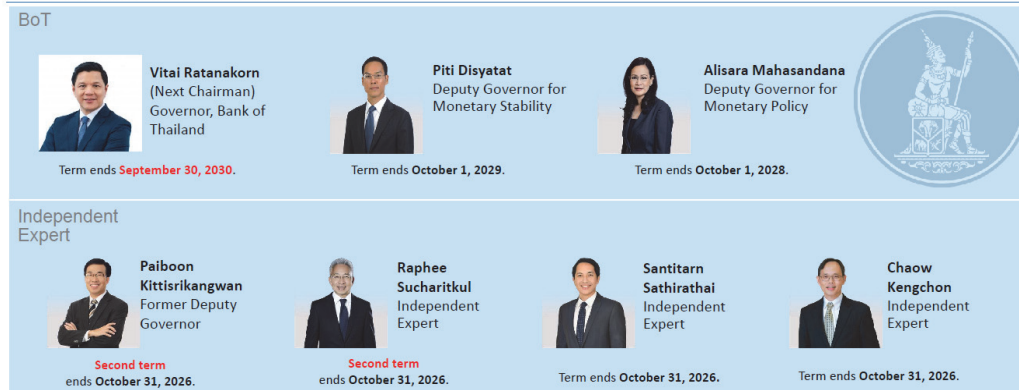


Note: US effective tariff rates is calculated based on HS code 6 digit listed in the U.S. custom data

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

แผนภาพที่ 52: รายชื่อของคณะกรรมการ กนง. หลังมีการเปลี่ยนแปลงตำแหน่งผู้ว่าการ ธปท. และแต่งตั้งแทนการลาออก โดยกรรมการฯ ชุดดังกล่าวจะเริ่มทำหน้าที่ในการประชุม กนง. ตั้งแต่วันที่ ๑ ตุลาคม ๒๕๖๖ เป็นต้นไป

Member of Monetary Policy Committee



Note: The Governor and Deputy Governor of the Monetary Policy Committee can serve a term of five years, and the Independent Experts can serve a term of three years, with a maximum of two consecutive terms.

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

เราประเมินว่าการเปลี่ยนแปลงคณะกรรมการ กนง. ที่จะมีผลตั้งแต่เดือน ต.ค. เป็นต้นไป จะส่งผลให้ภาพรวมทิศทางนโยบายการเงินในระยะข้างหน้ามีทิศทางที่ผ่อนคลายมากขึ้น

ในการประชุมนโยบายการเงินรอบการประชุมล่าสุดในเดือน ส.ค. ที่ผ่านมา คณะกรรมการ กนง. มีมติเป็นเอกฉันท์ ให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาที่ระดับ 1.50% โดยทางคณะกรรมการ กนง. ได้แสดงความกังวลถึงภาพเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าที่จะเห็นผลกระทบของมาตรการภาษีสหรัฐฯ ที่เริ่มมีการบังคับใช้ในเดือน ส.ค. เป็นต้นไป และปัจจัยสำคัญอีกประการคือภาวะการเงินที่ตึงตัวต่อเนื่อง โดยเฉพาะอัตราแลกเปลี่ยน และการชะลอตัวของสินเชื่อโดยเฉพาะกลุ่มเปราะบาง ซึ่งอาจได้รับผลกระทบซ้ำเติมจากมาตรการภาษี ซึ่งสะท้อนว่าในระยะถัดไป กนง. ยังมองว่านโยบายการเงินยังจำเป็นต้องผ่อนคลาย

อย่างไรก็ตาม การประชุม กนง. ตั้งแต่รอบเดือน ต.ค. เป็นต้นไป จะมีการเปลี่ยนคณะกรรมการทั้งสิ้น จำนวน 2 ท่าน ได้แก่ คุณวิทย์ รัตนกร ที่จะเข้ารับตำแหน่งผู้ว่าการ ธปท. คนใหม่ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. แทน ดร. เศรษฐพุฒิ สุทธิวิธยาธนฤพุมิ กับ นายเชาว์ เก่งชน ที่จะมารับตำแหน่งกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิ

ในคณะกรรมการ กนง. แทน นายรุ่งโรจน์ รังสิโยภาส ที่ลาออกก่อนครบวาระ โดยนาย เชาว์ เก่งชน จะมีวาระดำรงตำแหน่งจนถึง 31 ต.ค. 2026 ซึ่ง เรามองว่าทั้ง 2 กรรมการใหม่ที่จะเข้าร่วมการประชุม กนง. ในรอบหน้า มีจุดยืนทางนโยบายในเชิงผ่อนคลาย (Dovish stance) ซึ่งน่าจะส่งผลกระทบต่อทิศทางการประชุม กนง. ในระยะข้างหน้าที่น่าจะมีน้ำหนักไปในทิศทางที่ผ่อนคลายมากยิ่งขึ้น

ดังนั้น เราจึงยังคงคาดการณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ตามเดิม โดยคาดว่า ธปท. จะทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติมอีก 1 ครั้งในไตรมาสสุดท้ายของปี 2025F เป็น 1.25% โดยมีแนวโน้มก่อนไปในเดือน ธ.ค. มากกว่าที่จะเป็นการประชุมครั้งแรก นอกจากนี้ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อในระยะข้างหน้ายังมีแนวโน้มต่ำกว่ากรอบเป้าหมายของ ธปท. ดังนั้น เราคาดว่า กนง. ยังมีแนวโน้มจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงได้อีก ครั้งละ 0.25% ในทุกไตรมาส ของช่วงครึ่งปีแรกในปี 2026F โดยอัตราดอกเบี้ยจะถูกปรับลดลงไปอยู่ที่ระดับราว 0.75% ซึ่งน่าจะเป็นระดับต่ำสุด (Terminal rate) ของรอบการลดดอกเบี้ยครั้งนี้ 🌀

Our Team



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



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



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

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3	: 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2	: 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2:	02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4	: 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4	: 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4	: 02 745 6360
	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
โลดส์ ไคราช	: 044 012 000	สุรินทร์	: 044 068 000	อุดรธานี	: 042 155 000	อุบลราชธานี	: 045 995 000
ตรัง	: 075 825 000	ภูเก็ต	: 076 635 000	ถนนรัชฎา ภูเก็ต	: 076 354 545	สงขลา	: 074 815 000
ถนนนิพัทธ์อุทิศ 2 หาดใหญ่		: 074 238 855	สุราษฎร์ธานี	: 077 275 633			