

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ปี 2025 แม้จะมีปัจจัยบวกจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ผ่านนโยบายลดภาษีเงินได้ และภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง

แต่นโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) อาจทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น เป็นอุปสรรคต่อการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed

แนะนำให้ Overweight ตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) รวมถึงทองคำ

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	15
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	22
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	34
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	35
• เศรษฐกิจยุโรป	42
• เศรษฐกิจจีน	48
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	57
• เศรษฐกิจไทย	63

ข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุด ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ไม่อาจรับรองความถูกต้อง ความสมบูรณ์แท้จริงของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ได้มาจากการพิจารณาโดยเหมาะสมและรอบคอบแล้ว และอาจเปลี่ยนแปลงได้โดยไม่จำเป็นต้องแจ้งล่วงหน้าแต่อย่างใด รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชน หรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ 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

2024 นับเป็นปีที่ดีมากอีกปีหนึ่งของตลาดหุ้น ท่ามกลางการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกที่ดีกว่าคาด และการชะลอตัวของเงินเฟ้อ ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกสามารถปรับลดดอกเบี้ยลงได้ และเป็นปัจจัยขับเคลื่อนทั้งด้านกำไรและ Valuation ของตลาดหุ้นโลกให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีที่ผ่านมา

2025 จะเป็นปีที่ตลาดผันผวนมากขึ้น แม้จะมีปัจจัยบวกจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผ่านความพยายามผลักดันนโยบายลดภาษีเงินได้ของประธานาธิบดี โดนัลด์ ทรัมป์ และภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง แต่แนวโน้มภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) อาจนำไปสู่การตอบโต้กลับจากประเทศอื่น ในขณะที่เดียวกันเป็นการเพิ่มความเสี่ยงเงินเฟ้อให้เร่งตัวขึ้น ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ทำให้เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น Bond yield อาจปรับอยู่ในระดับที่สูงขึ้นในปี 2025

พอร์ตการลงทุนที่เหมาะสมสำหรับปี 2025 จึงควรผสมผสานระหว่างสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากนโยบายของประธานาธิบดี ทรัมป์ และสามารถป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้แก่ ตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) รวมถึงทองคำ

โดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ น่าจะยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ท่ามกลางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งจากการใช้จ่ายและการบริโภคภายในประเทศ ตามภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง และนโยบายโดยรวมของประธานาธิบดี ทรัมป์ที่สนับสนุนการเติบโตของกำไรในสหรัฐฯ ทั้งการลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) และการผ่อนคลายกฎระเบียบต่างๆ (De-regulation)

หุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) จัดเป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากนโยบายของทรัมป์มากที่สุด โดยคาดการณ์กำไรมีโอกาสปรับขึ้นสูงกว่ากลุ่มอื่นๆ หลังมาตรการลดภาษีนิติบุคคลมีผลบังคับใช้ และมี Sentiment ในการลงทุนที่สดใสขึ้น จากนโยบายการผ่อนคลายกฎระเบียบในการประกอบธุรกิจ ซึ่งจะเพิ่มศักยภาพในการปล่อยสินเชื่อของภาคธนาคาร และการบริโภคของประชาชน ในขณะที่ มีความเสี่ยงต่ำจากตอบโต้กลับของสงครามการค้า ตามสัดส่วนยอดขายภายในประเทศที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทใน S&P 500 รวมถึงมีความสามารถในการต้านทานเงินเฟ้อ โดยมักจะปรับเพิ่มขึ้นได้ แม้ Bond yield จะเพิ่มสูงขึ้น

ส่วนทองคำ เป็นสินทรัพย์ที่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ และมีความต้องการสูงขึ้น ทั้งจากภาคเอกชน และธนาคารกลาง ท่ามกลางความไม่แน่นอนจากความสัมพันธ์ระหว่างประเทศ ทั้งจากประเด็นการตั้งกำแพงภาษี และสงคราม



GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ปี 2025 แม้จะมีปัจจัยบวกจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ผ่านนโยบายลดภาษีเงินได้ และภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง
- แต่่นโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) อาจทำให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น เป็นอุปสรรคต่อการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed
- แนะนำให้ Overweight ตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) รวมถึงทองคำ

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตราสารหนี้		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - Bond yield อายุยาวมีปัจจัยหนุนในปี 2025 จาก 1) ความเสี่ยงเงินเฟ้อที่เริ่มก่อตัวขึ้น 2) ความคาดหวังต่อเศรษฐกิจที่จะฟื้นตัวขึ้นหลัง Fed เริ่มตัดปรับลดดอกเบี้ย และ 3) ความพยายามผลักดันนโยบายทางการคลังที่เพิ่มภาระหนี้สาธารณะ - แต่เพราะ Bond yield อายุ 10 ปี ปรับเพิ่มขึ้นเหนือระดับ 4.5% สะท้อนว่าตลาดมีการตอบรับต่อปัจจัยข้างต้นแล้วพอสมควร ทำให้ Bond yield น่าจะปรับขึ้นต่อไปอย่างจำกัด - เพิ่มน้ำหนัก Bond อายุยาว
หุ้นรายประเทศ				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มขยายตัวแข็งแกร่ง จากการใช้จ่ายภายในประเทศ ท่ามกลางภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง - มีความเสี่ยงจากประเด็นเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะหากทรมปรับขึ้น Tariffs ตามอัตราที่ประกาศ - Valuation อยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นไทย		●		<ul style="list-style-type: none"> - มีปัจจัยบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ (แจกเงิน) - แต่น่าจะถูกหักลบด้วยผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม - กนง. น่าจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25 bps ในช่วงไตรมาส 1 - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นจีน		●		<ul style="list-style-type: none"> - ภาคการผลิตและส่งออกฟื้นตัวขึ้น หลังการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ - Upside ในระยะข้างหน้ามีค่อนข้างจำกัด ขึ้นอยู่กับมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติม หรือตัวเลขเศรษฐกิจจริงที่ฟื้นตัวขึ้น - และมีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกมาตรการกีดกันทางการค้าจากว่าประธานาธิบดี ทรัมป์หลังขึ้นรับตำแหน่งในช่วงกลางเดือน ม.ค. 2025 - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจยังไม่มีความฟื้นตัวชัดเจน คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - ไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากประเด็นสงครามการค้าของสหรัฐฯ - มีปัจจัยบวกจากแนวโน้มการอ่อนค่าของสกุลเงินเยน ท่ามกลางการออกมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นยุโรป		●		<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลง - ECB ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่องในการประชุมเดือน ต.ค. - มีความเสี่ยงจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่ยืดเยื้อ และความไม่แน่นอนจากผลการเลือกตั้งในเยอรมนี - Valuation อยู่ในระดับถูก - คงคำแนะนำ Neutral
หุ้นราย Sector / Style				
Financials			●	<ul style="list-style-type: none"> - ได้รับประโยชน์จากแผนการคลังของ Trump ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคล การผ่อนคลายกฎระเบียบ และมีความเสี่ยงต่ำจากการตอบโต้กลับของมาตรการทางการค้า - ได้ประโยชน์จากการเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อ - ผลกำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะยาวและสั้น (Yield curve steepening) - คงคำแนะนำ Overweight
Consumer discretionary			●	<ul style="list-style-type: none"> - ได้รับประโยชน์จากแผนการลดภาษีนิติบุคคลของ Trump มากที่สุด - Valuation อยู่ในระดับที่ไม่แพงมาก เมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Overweight
Quality stocks		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - หุ้น Quality มีสถานะการเงินแข็งแกร่ง มักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นเมื่อความผันผวนในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น - ความผันผวนในตลาดหุ้นเริ่มคลี่คลายลงหลังผลการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ - ลดน้ำหนักลงเป็น Neutral
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ			●	<ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด ที่ระดับ 2,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ หลังทางการจีนกลับเข้าซื้อทองคำเป็นครั้งแรกในรอบ 7 เดือนที่ระดับเฉลี่ยดังกล่าวในเดือน พ.ย. 2024 - คาดการณ์ที่ระดับ 2,500 – 3,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2025 - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน		●		<ul style="list-style-type: none"> - คาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในปี 2025 - แนวโน้มการผลิตน้ำมันมีโอกาสเติบโตได้ช้า ซึ่งจะช่วยรักษาตลาดน้ำมันโลกในปี 2025 ให้อยู่ใกล้เคียงระดับสมดุล - ประเด็นความขัดแย้งในตะวันออกกลางอาจกระทบราคาน้ำมันเพียงระยะสั้น - คงคำแนะนำ Neutral
US REITs		●		<ul style="list-style-type: none"> - ตลาดเช่าบ้านยังคงแข็งแกร่ง จากปริมาณบ้านที่ขาดแคลน Price-to-rent ratio อยู่ในระดับสูง - ปัจจัยกดดัน จาก Bond yield อายุยาว ที่กลับมาเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral

● Previous Recommendation ● Underweight : ลดน้ำหนักการลงทุน ● Neutral : คงน้ำหนักการลงทุน ● Overweight : เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,399	0.2%	-3.1%	-4.2%	-3.8%	7.3%	-1.2%	0.3%
Philippines PCOMP	6,367	-0.5%	-4.1%	-6.4%	-11.6%	0.0%	-1.3%	-2.4%
Indonesia JCI	7,007	-0.7%	-5.2%	-2.6%	-11.4%	4.2%	-3.7%	-2.5%
Singapore STI	3,765	-0.5%	-1.2%	0.2%	3.6%	14.0%	16.2%	20.8%
Malaysia KLCI	1,597	0.1%	-0.3%	-0.4%	-4.1%	-0.2%	9.8%	8.9%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	19,672	0.8%	-3.6%	0.0%	9.2%	6.7%	15.4%	19.2%
China H HSCEI	7,121	1.1%	-3.3%	0.5%	12.9%	8.1%	23.4%	27.3%
MSCI China	65	0.8%	-2.8%	0.4%	15.4%	9.2%	15.6%	17.3%
China CSI300	3,934	0.5%	-2.3%	-1.1%	23.1%	11.5%	14.7%	18.0%
Taiwan TWSE	22,865	0.7%	-0.8%	0.1%	3.7%	-1.5%	27.5%	30.1%
Korea KOSPI	2,441	1.1%	-1.7%	-1.3%	-5.4%	-12.7%	-8.1%	-5.0%
MSCI Korea	743	1.5%	-0.2%	-0.9%	-5.6%	-14.6%	-10.6%	-6.7%
India SENSEX	80,182	-0.6%	-1.6%	3.4%	-3.6%	3.7%	11.0%	12.2%
MSCI India	2,922	-0.7%	-1.7%	4.4%	-4.8%	1.7%	17.5%	19.1%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	8,153	-0.1%	-2.1%	-2.6%	-0.5%	4.9%	7.4%	8.9%
Japan TOPIX	2,703	-0.3%	-2.5%	-0.2%	3.3%	-0.9%	14.2%	15.8%
Japan Nikkei 225	38,672	-0.7%	-3.0%	0.7%	4.1%	0.3%	15.6%	16.4%
Europe STOXX600	514	0.1%	-1.1%	2.8%	-1.4%	0.1%	7.4%	7.8%
Euro STOXX50	4,957	0.3%	-0.0%	4.3%	0.3%	1.5%	9.6%	9.3%
US Dow Jones	42,327	-2.6%	-4.1%	-2.4%	2.0%	9.0%	12.3%	13.5%
US S&P500	5,872	-2.9%	-3.5%	-0.4%	4.5%	7.0%	23.1%	23.9%
MSCI US REITs	1,296	-4.0%	-5.0%	-5.7%	-7.8%	7.0%	3.8%	4.6%
J-REITs	1,618	-0.2%	-1.0%	-3.8%	-7.6%	-6.6%	-10.4%	-9.6%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,199	0.0%	-1.2%	1.2%	-1.6%	-0.1%	6.0%	7.3%
Germany DAX	20,243	-0.0%	-0.8%	6.2%	6.5%	12.0%	20.8%	20.9%
France CAC 40	7,385	0.3%	-0.5%	2.1%	-3.0%	-2.5%	-2.1%	-2.5%
Switzerland SMI	11,639	-0.9%	-0.4%	0.8%	-3.5%	-3.5%	4.5%	4.4%
Portugal PSI 20	6,295	-0.3%	-0.9%	-1.0%	-6.3%	-3.8%	-1.6%	-1.1%
Spain IBEX 35	11,618	0.3%	-1.5%	0.3%	-1.4%	5.1%	15.0%	15.0%
Italy FTSE MIB	34,401	0.2%	-1.0%	3.2%	1.0%	3.6%	13.3%	13.3%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	120,772	-3.1%	-6.8%	-5.5%	-9.7%	1.0%	-10.0%	-7.9%
Chile IPSA	6,731	0.0%	-0.0%	2.9%	6.3%	2.9%	8.6%	11.2%
Mexico MEXBO	49,968	-0.9%	-2.7%	-1.0%	-5.0%	-6.1%	-12.9%	-13.4%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	581	0.2%	-1.4%	0.6%	1.5%	2.7%	9.9%	13.1%
MSCI Latin America	1,890	-2.8%	-7.4%	-9.6%	-16.7%	-13.1%	-29.0%	-27.0%
MSCI All Country World	845	-2.2%	-2.6%	-0.0%	2.3%	5.2%	16.3%	17.9%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	70.19	0.7%	0.2%	1.2%	-2.4%	-14.0%	-2.0%	-4.4%
Brent Spot	73.05	0.3%	-0.5%	-0.4%	-2.4%	-14.1%	-5.2%	-7.8%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	2.86	-0.30	-0.53	-1.06	-0.07	-0.64	-2.53	-2.93
Gold Spot	2610.52	-0.4%	-2.8%	-0.7%	0.7%	12.1%	26.5%	27.9%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2571.94	0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.8%	2.3%	-3.4%	-3.6%
Bloomberg Agri Subindex	55.70	-1.0%	-2.6%	-1.9%	-1.0%	-5.1%	-10.8%	-12.5%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	338.65	0.2%	0.6%	2.2%	3.5%	6.8%	7.7%	8.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	222.78	0.0%	0.1%	0.4%	0.8%	1.9%	3.0%	3.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	322.11	0.1%	0.2%	0.8%	1.4%	3.1%	4.3%	4.4%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	435.54	0.2%	0.3%	1.3%	2.5%	4.9%	6.2%	6.8%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	273.95	0.1%	0.2%	0.7%	1.4%	3.0%	4.1%	4.4%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	2.03	-1	-4	-11	-23	-32	-34	-33
2Y	1.99	0	0	-8	-15	-38	-35	-36
5Y	2.06	-1	-2	-15	-15	-45	-39	-41
10Y	2.27	-3	-5	-18	-25	-49	-42	-54
Spread 10Y-2Y	28	-3	-5	-9	-10	-11	-7	-18
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.50	12	18	11	79	28	62	57
Japan 10Y	1.09	-0	4	2	24	16	48	46
UK 10Y	4.56	3	24	9	71	51	102	86
German 10Y	2.25	2	12	-13	6	-15	22	17
Spain 10Y	2.94	1	18	-13	-6	-33	-5	-12
Italy 10Y	3.40	2	21	-17	-17	-49	-30	-36
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	27.62	11.8	14.0	12.0	9.4	15.3	15.2	15.1
Dollar index	108.07	1.0%	1.0%	1.8%	7.4%	2.7%	6.6%	5.8%
USD/THB	34.56	0.3%	1.8%	0.1%	4.2%	-5.8%	0.9%	-0.8%
EUR/USD	1.04	-0.2%	-1.2%	-1.9%	-7.0%	-3.4%	-6.0%	-5.4%
GBP/USD	1.26	-0.1%	-0.9%	-0.7%	-5.2%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
USD/JPY	154.57	0.4%	1.5%	-0.1%	8.1%	-2.1%	9.6%	7.5%
USD/CNY	7.30	0.0%	0.4%	0.8%	3.3%	0.6%	2.8%	2.5%
USD/CNH	7.31	0.1%	0.5%	1.0%	3.3%	0.4%	2.6%	2.6%

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

As of

12/19/2024

ตลาดหุ้น

ตลาดหุ้นในปี 2025 จะผันผวนมากขึ้น แม้จะมีปัจจัยบวกจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผ่านความพยายามผลักดันนโยบายลดภาษีเงินได้ของประธานาธิบดี โดนัลด์ ทรัมป์ และภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง แต่นโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) อาจนำไปสู่การตอบโต้กลับจากประเทศอื่น ในขณะที่ตัวชี้วัดเป็นการเพิ่มความเสี่ยงเงินเฟ้อให้แรงตัวขึ้น ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ทำให้เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น Bond yield อาจปรับอยู่ในระดับที่สูงขึ้นปี 2025

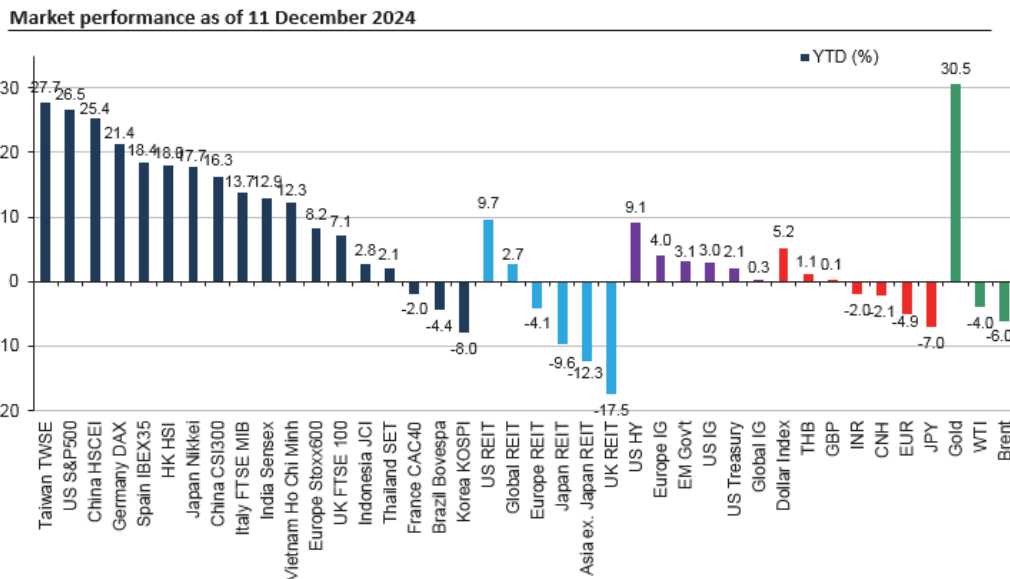
กลยุทธ์การลงทุนหุ้นในปี 2025 แนะนำให้ Overweight ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ตามผลบวกจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และนโยบายของทรัมป์ โดยเฉพาะกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) ซึ่งเป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากนโยบายของทรัมป์มากที่สุด ในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำ จากสงครามการค้า การเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อ และการเพิ่มขึ้นของ Bond yield

เตรียมรับมือ 2025 ปีที่ความผันผวนจะกลับมา

2024 นับเป็นปีที่ดีมากอีกปีหนึ่งของตลาดหุ้น ท่ามกลางการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกที่ดีกว่าคาด และการชะลอตัวลงของเงินเฟ้อ ทำให้ธนาคารกลางทั่วโลกสามารถปรับลดดอกเบี้ยลงได้ และเป็นปัจจัยขับเคลื่อนทั้งด้านกำไรและ Valuation ของตลาดหุ้นโลกให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีที่ผ่านมา

2025 จะเป็นปีที่ตลาดผันผวนมากขึ้น จากทั้งนโยบายด้านการค้าของประธานาธิบดี ทรัมป์ที่คาดเดาได้ยาก ซึ่งอาจนำไปสู่การตั้งกำแพงภาษีตอบโต้กันของหลายประเทศ และการยุติการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลาง ท่ามกลางความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้น

แผนภาพที่ 1: เศรษฐกิจโลกที่ขยายตัวดีกว่าคาด และการผ่อนคลายนโยบายการเงิน เป็นปัจจัยผลักดันให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นสูงในปี 2024



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

กำแพงภาษีจะเติมเชื้อเพลิงให้กับเงินเฟ้อในปี 2025

อัตราเงินเฟ้อ ซึ่งปรับลดลงเข้าใกล้เป้าหมายของธนาคารกลางในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เริ่มกลับมาเร่งตัวขึ้นในช่วงปลายปี 2024 โดยอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งไม่นับรวมราคาอาหารและพลังงาน (Core CPI) ในสหรัฐฯ อยู่ที่ 0.3%MoM ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ในเดือน พ.ย. คิดเป็นการเร่งตัวขึ้นแตะระดับ 3.6%YoY ห่างไกลจากเป้าหมายของ Fed มากขึ้น

ด้านนโยบายเศรษฐกิจของประธานาธิบดี ทรัมป์ ซึ่งมุ่งเน้นการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ ผ่านนโยบายการปรับลดอัตราภาษีเงินได้ (Income tax) และการปรับเพิ่มอัตราภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ก็ยิ่งเป็นการเติมเชื้อเพลิงให้กับเงินเฟ้อจากทั้งฝั่งอุปสงค์ และอุปทาน

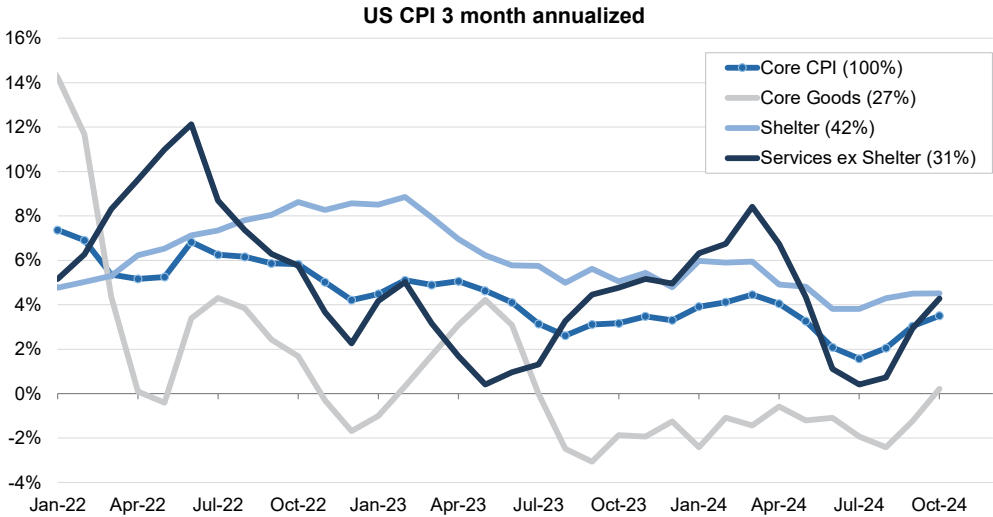
โดยอัตราเงินเฟ้อฝั่งอุปสงค์ นอกจากจะได้รับปัจจัยหนุนการใช้จ่ายและการบริโภค จากภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง หลัง Fed เริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมามีแรง

หนุนจากการปรับลดอัตราภาษีเงินได้ ซึ่งประธานาธิบดี ทรัมป์น่าจะผลักดันให้มีผลบังคับใช้ภายในปีแรกของการเข้ารับตำแหน่ง

ส่วนอัตราเงินเฟ้อฝั่งอุปทาน ซึ่งถึงแม้ในช่วงที่ผ่านมาจะคลี่คลายลงจากปัญหาห่วงโซ่อุปทาน (Supply chain disruptions) แต่ความไม่แน่นอนจากประเด็นความสัมพันธ์ระหว่างประเทศอาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงเส้นทางขนส่งสินค้า รวมไปถึงการย้ายฐานการผลิต ทำให้ต้นทุนสินค้ามีแนวโน้มสูงขึ้น ในขณะที่มาตรการตั้งกำแพงภาษีของประธานาธิบดี ทรัมป์ จะส่งผลกระทบต่อ การปรับขึ้นราคาสินค้านำเข้า โดยหากประธานาธิบดี ทรัมป์ปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้ากับจีนที่อัตรา 60% และกับทั่วโลกที่อัตรา 10% ตามที่หาเสียงไว้ คาดว่าจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นถึง 1.2pp

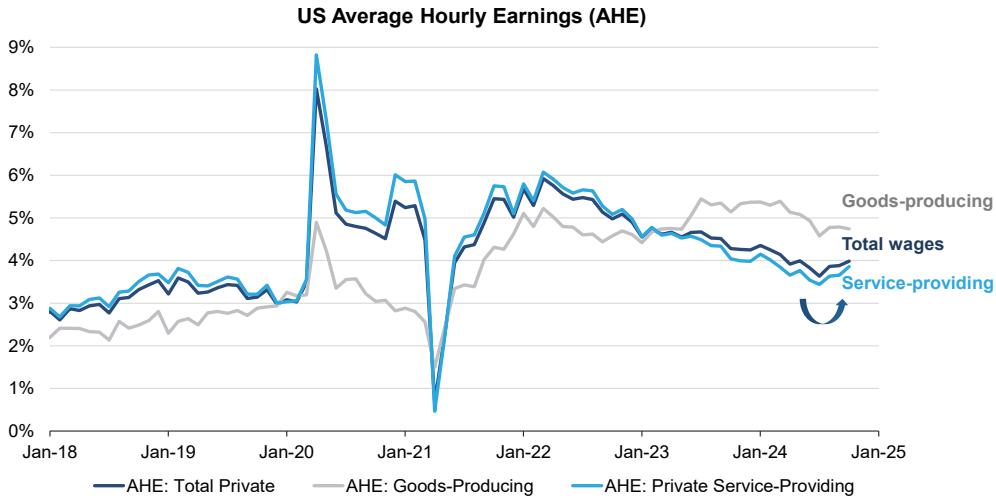
มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศทางการคลัง ทั้งการปรับลดอัตราภาษีเงินได้ และการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า จะเป็นตัวเร่งเงินเฟ้อที่สำคัญในปี 2025 เพิ่มเติมจากปัจจุบันที่ถูกสนับสนุนจากภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง

แผนภาพที่ 2: อัตราเงินเฟ้อเริ่มกลับมาเร่งตัวขึ้นในช่วงปลายปี 2024



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

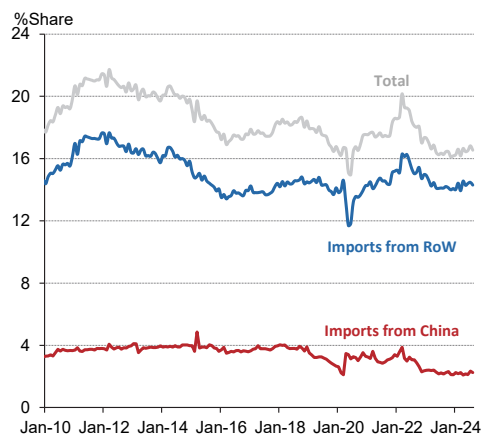
แผนภาพที่ 3: เงินเพื่อฝังอุปสงค์มีแรงหนุนการใช้จ่าย จากการขยายตัวของค่าจ้าง



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

แผนภาพที่ 4: หากประธานาธิบดี ทรัมป์ปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้ากับจีนที่อัตรา 60% และกับทั่วโลกที่อัตรา 10% ตามที่หาเสียงไว้ คาดว่าจะส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นถึง 1.2pp

US goods imports as % share of total consumption



Effects of tariff hikes on inflation

Tariffs increased to...	Tariffs on Rest of World					
	2%	4%	6%	8%	10%	
Tariffs on China	20%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%
	30%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
	40%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
	50%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%
	60%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%

*Assuming a pass-through rate of 50%.

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

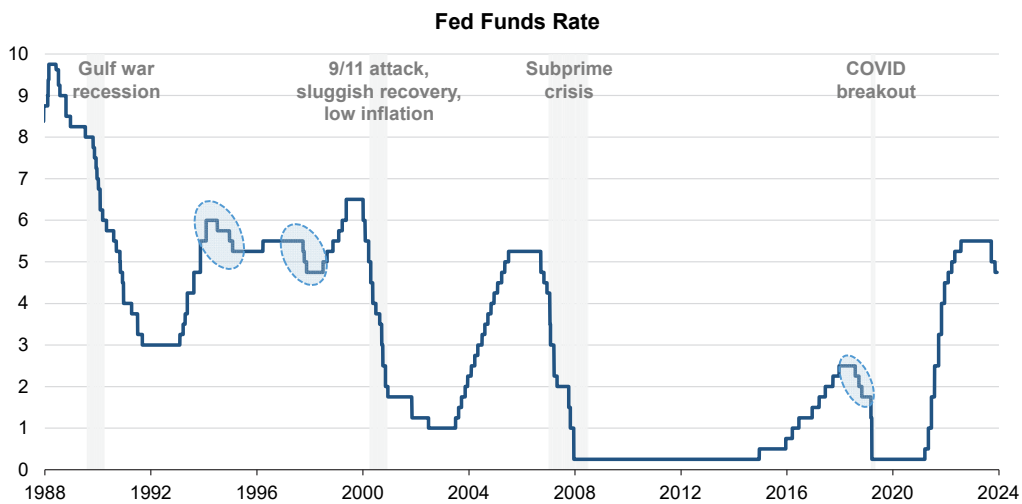
Fed อาจยุติการลดดอกเบี้ยในปี 2025

เงินเฟ้อที่มีแนวโน้มปรับสูงขึ้น ห่างไกลจากเป้าหมายของ Fed ที่ 2% อาจทำให้ Fed ตัดสินใจรอบการปรับลดดอกเบี้ยที่ระดับ 4% ในปี 2025

เราศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ย้อนหลังไปตั้งแต่ปี 1989 ปี หรือการลดดอกเบี้ย 6 รอบล่าสุด พบว่า Fed ตัดสินใจปรับลดดอกเบี้ยเมื่อเศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวลง หรือความกังวลต่อประเด็นเงินเฟ้อคลี่คลายลง โดย Fed จะยังคงปรับลดดอกเบี้ยลงอย่างต่อเนื่อง หากเศรษฐกิจชะลอตัวลงเพิ่มเติม เข้าสู่ภาวะถดถอย และเงินเฟ้อยังคงมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง

การกลับมาเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อในปี 2025 ตามปัจจัยที่กล่าวข้างต้น จึงเป็นอุปสรรคที่สำคัญต่อการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมของ Fed และอาจกดดันให้ Fed ตัดสินใจรอบการลดดอกเบี้ยที่ระดับ 4% ซึ่งจะเท่ากับระดับประเมินอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) โดยไม่ได้ปรับลดดอกเบี้ยลงไปจนต่ำกว่าหรือเทียบเท่ากับระดับต่ำสุดในรอบก่อนหน้า หรือที่เรียกกันว่า “Mid-cycle adjustment” คล้ายกับการตัดสินใจที่เกิดขึ้นในปี 1996, 1998 และ 2019

แผนภาพที่ 5: Fed จบรอบการลดดอกเบี้ยระหว่างทาง (Mid-cycle rate cuts) ในปี 1996, 1998 และ 2019



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

แผนภาพที่ 6: Fed อาจตัดสินใจยุติการปรับลดดอกเบี้ย หากเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น

Start and end date of easing cycle	Reason for starting easing cycle	Reason for subsequent easing
June 1989-Sep. 1992 (40 months)	Slowing growth and reduced concern of an upsurge in inflation	1991 Gulf War recession and sluggish recovery
July 1995-Feb. 1996 (8 months)	Reduced inflation concerns	No subsequent easing
Sept. 1998-Nov. 1998 (3 months)	To cushion the U.S. economy from increased market volatility stemming from Russia's debt default	No subsequent easing
Jan. 2001-June 2003 (30 months)	Weakening growth	9/11 terrorist attack, sluggish recovery, low inflation
Sep. 2007-Dec. 2008 (16 months)	Financial stress and weakening growth	Deepening financial crisis and Global Financial Crisis
Aug. 2019-Mar. 2020 (7 months)	Downside risks from weaker global growth and trade uncertainty	COVID-19 pandemic

ที่มา: Federal Reserve

ตลาดหุ้นยังอยู่ในขาขึ้น แม้ Fed จะจบรอบการลดดอกเบี้ย

ในอดีต Fed มีการจบรอบการลดดอกเบี้ยระหว่างทาง (Mid-cycle rate cuts) ทั้งหมด 3 รอบ ในปี 1996, 1998 และ 2019 โดยเกิดขึ้นหลังจากที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) หรืออัตราเงินเฟ้อเริ่มส่งสัญญาณเร่งตัวขึ้น

ยกตัวอย่างเช่น การยุติการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ในปี 1996 และ 1998 เกิดขึ้นหลังจากที่ Fed ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงทั้งหมด -75bps สู่ระดับอัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) ที่ราว 5% ในเวลานั้น ส่วนการยุติการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ในปี 2019 เกิดขึ้นหลังจากที่เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นเกินกว่าระดับเป้าหมายที่ 2% ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลกระทบจากการปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ในสมัยที่ทรัมป์ดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีก่อนหน้านี้

อัตราดอกเบี้ยที่เหมาะสมต่อเศรษฐกิจในระยะยาว (Neutral rate) ในปัจจุบันถูกประเมินว่าอยู่ในระดับประมาณ 3-4.5% ซึ่งเท่าอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2024 ที่ระดับ 4.5% ในขณะที่

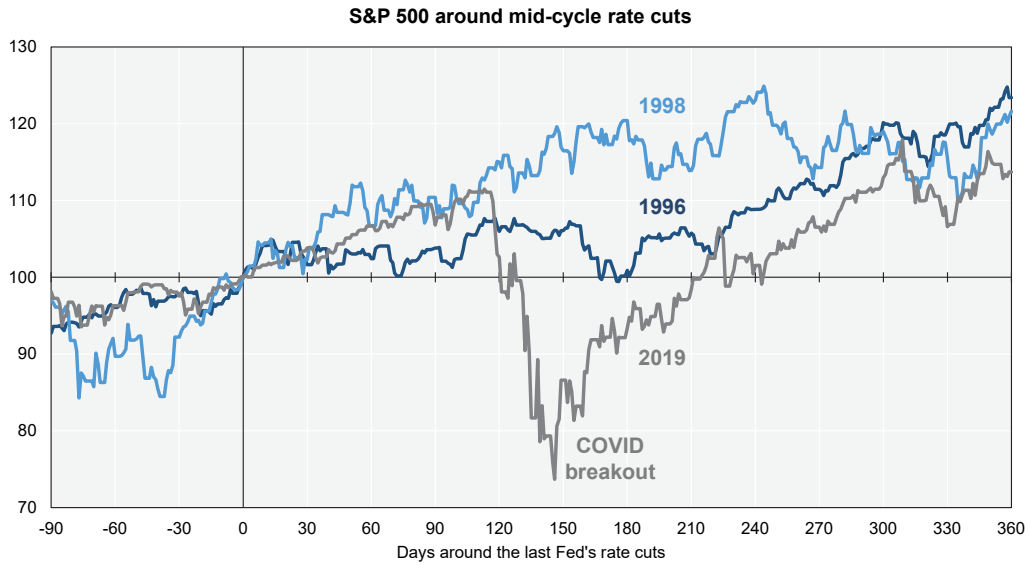
อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า ทำให้ Fed น่าจะเริ่มส่งสัญญาณชะลอการปรับลดดอกเบี้ย หรือยุติการปรับลดดอกเบี้ยเมื่อเข้าสู่ปี 2025

เราศึกษาการเคลื่อนไหวของดัชนี S&P 500 หลัง Fed ยุติการปรับลดอัตราดอกเบี้ยใน 3 รอบดังกล่าว พบว่าตลาดหุ้นยังมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะช่วง 3 เดือนแรก ซึ่งตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นในเปอร์เซ็นต์ที่มากถึง 10% และยังคงอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นตลอดระยะเวลา 12 เดือนต่อมา ตามการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจ (ยกเว้นปี 2019 ซึ่งเกิดการระบาดของ COVID-19 ใน 5 เดือนต่อมา)

โดยตลาดหุ้นกลุ่มที่ปรับตัวขึ้นสูงสุด เป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการใช้จ่ายและการบริโภคซึ่งเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ได้แก่ กลุ่มธุรกิจเทคโนโลยี (Tech) กลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary)

การเคลื่อนไหวดังกล่าว สะท้อนว่าตลาดหุ้นน่าจะมีการปรับลดลงที่จำกัดในช่วงปี 2025 ถึงแม้ Fed จะจบรอบการลดดอกเบี้ยลง

แผนภาพที่ 7: ตลาดหุ้นยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น หลัง Fed จบรอบการปรับลดอัตราดอกเบี้ย



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

แผนภาพที่ 8: หุ่นกลุ่ม Tech., Financials และ Consumer discretionary ปรับเพิ่มขึ้นนำกลุ่มอื่น ในช่วง 1 ปี หลัง Fed จบรอบการปรับลดดอกเบี้ย

S&P500 returns after Fed's mid-cycle rate cuts

S&P500	31-Jan-1996	17-Nov-1998	30-Oct-2019*	Average
Tech	50.1%	72.3%	22.6%	48.4%
Financials	31.7%	15.6%	7.7%	18.3%
S&P 500	21.1%	22.5%	11.1%	18.3%
Cons Discretionary	10.6%	26.5%	9.8%	15.7%
Industrials	21.3%	16.8%	5.9%	14.7%
Comm Services	-4.0%	35.0%	12.6%	14.5%
Energy	26.7%	19.5%	-3.9%	14.1%
Health Care	19.8%	6.2%	10.3%	12.1%
Materials	8.8%	8.7%	3.0%	6.8%
Cons Staples	24.4%	-14.6%	5.3%	5.1%
Utilities	0.0%	-7.1%	9.5%	0.8%
Real Estate	n.a.	n.a.	4.8%	n.a.

*12-month returns after last Fed rate cuts on specified dates, except 2019 using pre-covid returns which is roughly 3 months

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

แผนภาพที่ 9: เศรษฐกิจในปี 2025 มีความคล้ายคลึงกับเศรษฐกิจในช่วงปี 1996 และปี 2019 มากที่สุด จากประเด็นด้านเงินเฟ้อ และสงครามการค้า

Aspect	1996	1998	2019	2025 (Projected)
Real GDP Growth Rate	<ul style="list-style-type: none"> ~4%, driven by consumer spending and business investment 	<ul style="list-style-type: none"> remained strong at 4-5%, despite external pressures from the Asian financial crisis. 	<ul style="list-style-type: none"> ~3%; strong consumer spending but trade tensions began to impact business investment 	<ul style="list-style-type: none"> ~2.0% - 2.2%. moderation in growth due to inflationary pressures and global uncertainties.
Inflation Rate	<ul style="list-style-type: none"> ~2.5-3% Moderate price increases, due to rising energy prices 	<ul style="list-style-type: none"> ~1.5% Inflation remained subdued due to competitive pressures from cheaper imports 	<ul style="list-style-type: none"> ~1.5-2% Strong consumer demand but trade tensions began to pressure prices towards year-end. 	<ul style="list-style-type: none"> Above 2.5%, driven by supply chain disruptions and increased consumer demand from fiscal policies.
Monetary Policy	<ul style="list-style-type: none"> Reduce rates to 5.25% (total of -75bps since 1995) Inflation control was a priority, leading to cautious rate adjustments 	<ul style="list-style-type: none"> Reduced by -75bps to 4.5% to promote growth and stabilize markets affected by the Asian financial crisis 	<ul style="list-style-type: none"> Lowered by -75bps to 1.75%, before COVID outbreak, to stimulate the economy amid slowing growth and trade tensions 	<ul style="list-style-type: none"> Potential cuts to around 4% depending on inflation trends and economic performance.
Fiscal Policy	<ul style="list-style-type: none"> President Bill Clinton focused on deficit reduction Raised taxes on higher-income earners in 1993 and reduced spending on defense Achieved budget surpluses due to strong revenue growth from taxes 		<ul style="list-style-type: none"> Increased budget deficit due to tax cuts and increased military funding Deregulation 	<ul style="list-style-type: none"> Plans to extend individual tax cuts set to expire in 2025 Lowering corporate tax rates further to 15% Deregulation
Geopolitical Risks	<ul style="list-style-type: none"> NAFTA negotiations; some concerns about job displacement. Global tensions existed but were less pronounced; U.S.-Russia relations were relatively stable. 	<ul style="list-style-type: none"> Impact of the Asian financial crisis led to increased market volatility and concerns about global economic stability. 	<ul style="list-style-type: none"> Trade tensions with China escalated throughout 2019, impacting business sentiment and investment decisions 	<ul style="list-style-type: none"> Trade tensions (especially with China) and global instability (e.g., Russia-Ukraine conflict)

ที่มา: Brookings, Tax Foundation, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปัจจัยด้านการคลังและการเงินที่สวนทางกัน จะทำให้ตลาดหุ้นผันผวนมากขึ้นในปี 2025

ตัวเลขเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น ตามการผ่อนคลายนโยบายการเงินของ Fed ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2024 ประกอบกับนโยบายของประธานาธิบดี ทรัมป์ ทั้งการปรับลดอัตราภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) และการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) อาจเร่งให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นในปี 2025 ซึ่งในท้ายที่สุดแล้ว อาจส่งผลกระทบต่อภัยย้อนกลับมายังการปรับลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed

นโยบายการคลังที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้น อาจถูกหักกลับโดยนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ตลาดหุ้นอาจเคลื่อนไหวตามปัจจัยด้านการคลังและการเงินที่สวนทางกัน และผันผวนมากขึ้นในปี 2025 เราประเมินปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อทิศทางตลาดหุ้น ดังนี้

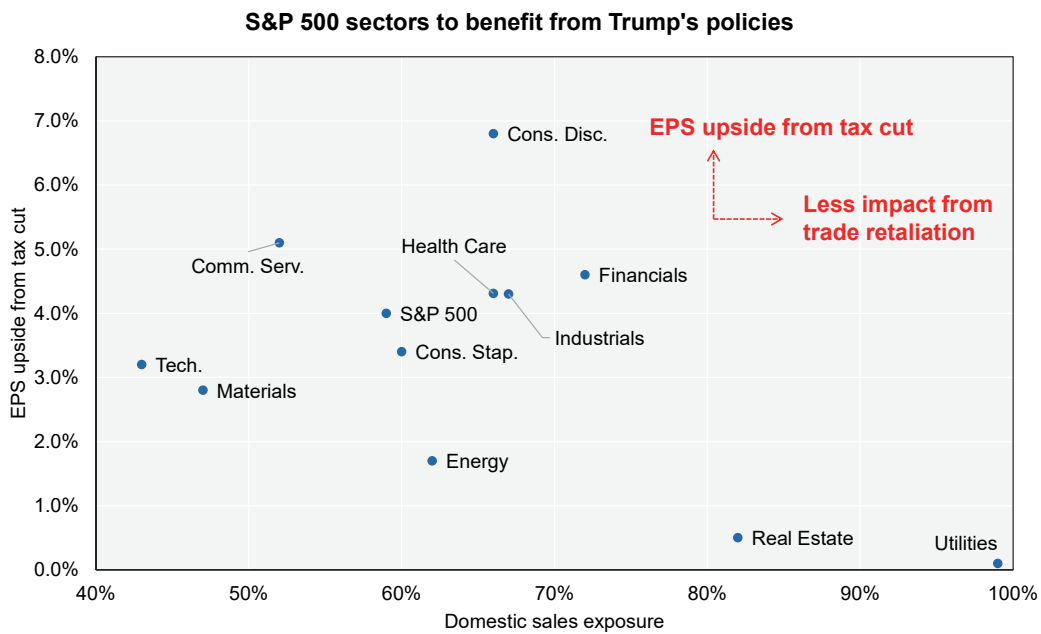
- 1. การเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อ** เราประเมินอัตราเงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้นสู่ระดับ 3% ในปี 2025 หนุนโดยมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทางการคลัง เช่น การต่อขยายมาตรการปรับลดอัตราภาษีส่วนบุคคล (Individual tax) ซึ่งปัจจุบันมีกำหนดหมดอายุในสิ้นปี 2025 และการปรับลดกฎระเบียบในสถาบันการเงิน (Bank de-regulation) ซึ่งจะเพิ่มศักยภาพในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น นอกจากนี้ ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลงตั้งแต่ช่วงปลายปี 2024 จะกระตุ้นการใช้จ่ายและการบริโภคภายในประเทศให้แข็งแกร่งขึ้น ในขณะที่ การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) จะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของต้นทุนสินค้า ทำให้เงินเฟ้อมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในปี 2025 หนุนจากปัจจัยทั้งฝั่งอุปสงค์และอุปทาน

- 2. การผลักดันนโยบายของทรัมป์** โดยนโยบายสำคัญที่กระทบต่อตลาดหุ้นมี 2 นโยบาย คือ 1) การลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) จาก 21% เหลือ 15% ซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ประมาณ 4% นำโดยหุ้นกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary) ตามด้วยหุ้นกลุ่มบริการด้านการสื่อสาร (Communication services) และหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และ 2) การปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ซึ่งถึงแม้จะเป็นการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันด้านราคาให้กับบริษัทผู้ผลิตในสหรัฐฯ แต่อาจนำไปสู่การตอบโต้กลับจากประเทศอื่น ทำให้กลุ่มธุรกิจที่มีรายได้จากภายในประเทศในสัดส่วนที่สูง ได้แก่ กลุ่มธุรกิจสาธารณูปโภค (Utilities) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (Real estate) และกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) ได้รับผลกระทบที่จำกัดจากการตอบโต้กลับทางการค้า
- 3. อัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะถูกปรับลดช้าลง หรืออาจยุติการปรับลดที่ระดับ 4%** จากที่กล่าวข้างต้น ถึงแม้ Fed จะจบบรรยากาศลดดอกเบี้ย แต่ตลาดหุ้นยังปรับตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง หนุนโดยการใช้จ่ายและการบริโภคซึ่งเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ นำโดยหุ้นกลุ่มธุรกิจเทคโนโลยี (Tech) กลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary)

4. การปรับขึ้นของ Bond yield ระยะยาว การฟื้นตัวขึ้นของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ รวมถึงนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น จะเป็นแรงผลักดัน Bond yield อายุ 10 ปี ให้ทรงตัวในระดับสูงราว 4.5% ในปี 2025 หุ้นในกลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อการปรับขึ้นของ Bond yield อาจมีการปรับขึ้นอย่างจำกัด ได้แก่ กลุ่มอสังหาฯ (Real estate) และกลุ่มธุรกิจสาธารณูปโภค (Utilities)

ดังนั้น ตลาดหุ้นในปี 2025 แม้จะมีปัจจัยบวกจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ผ่านความพยายามผลักดันนโยบายลดภาษีเงินได้ และภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง แต่จะมีความผันผวนมากขึ้น จากนโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้า ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงให้เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น และเป็นอุปสรรคต่อการปรับลดดอกเบี้ยของ Fed ทำให้เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น Bond yield อาจปรับอยู่ในระดับที่สูงขึ้นในช่วงปี 2025

แผนภาพที่ 10: หุ้นกลุ่ม Financials และ Consumer discretionary ได้รับประโยชน์จากนโยบายทรัมป์มากกว่ากลุ่มอื่นๆ



ที่มา: BofA, Factset, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หุ้นกลุ่ม Financials และ Consumer discretionary มีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นสูง จากการใช้จ่ายภายในประเทศที่แข็งแกร่ง และนโยบายการคลังของทรัมป์

กลยุทธ์การลงทุนหุ้นในปี 2025 แนะนำให้ Overweight ตลาดหุ้นสหรัฐฯ จากทิศทางที่ฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และนโยบายโดยรวมของทรัมป์ที่จะสนับสนุนการเติบโตของกำไรในภาคธุรกิจ

โดยเฉพาะกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) ซึ่งเป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากนโยบายของทรัมป์มากที่สุด ทั้งจากการลดภาษีนิติบุคคล และการผ่อนคลายกฎระเบียบต่างๆ ในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำ จากสงครามการค้า การเร่งตัวของเงินเฟ้อ และการเพิ่มขึ้นของ Bond yield

ตลาดตราสารหนี้



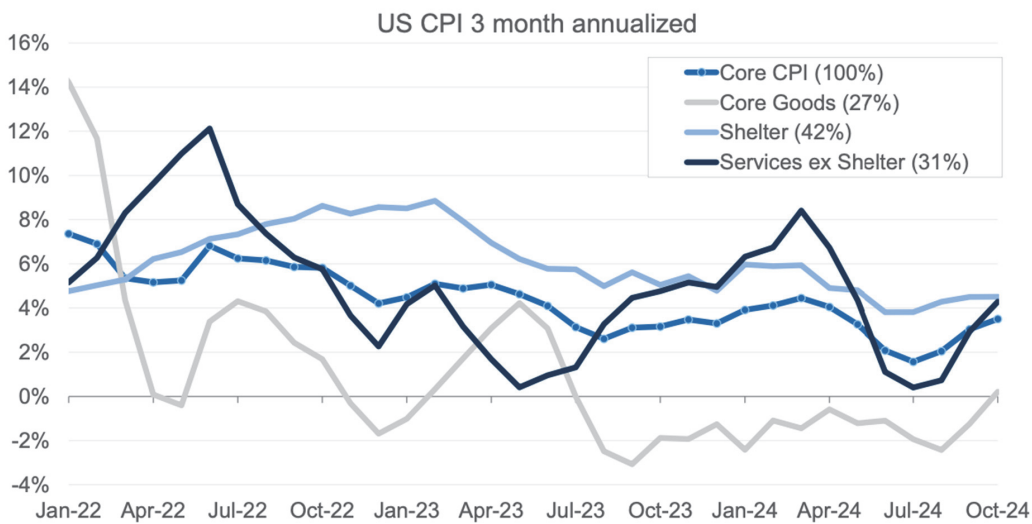
เรามีมุมมองค่อนข้าง Neutral ต่อพันธบัตรระยะยาวในปี 2025 โดยคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) จะเคลื่อนไหวในกรอบ 4.5-5.0% สะท้อนแนวโน้มเงินเฟ้อที่เริ่มกลับมาเร่งตัวขึ้นและมีโอกาสทรงตัวใกล้ระดับ 3% โดยได้รับแรงหนุนจากเงินเฟ้อในภาคบริการและที่อยู่อาศัยซึ่งมีความหนืดสูงและยังคงอยู่ที่ใกล้เคียงระดับ 5% ขณะเดียวกัน กรรมการ Fed ได้แสดงจุดยืนที่เน้นรักษาสภาพตลาดแรงงานไม่ให้อ่อนตัวลงมากเกินไป (Dovish) มากกว่าการใช้นโยบายการเงินตึงตัวอย่างหนักเพื่อนำเงินเฟ้อกลับสู่เป้าหมาย 2% แต่อาจต้องแลกกับการชะลอตัวลงอย่างมีนัยของเศรษฐกิจ ทำให้สภาวะการเงินยังไม่เข้มงวดพอที่จะกดดันเงินเฟ้อลงต่ำกว่า 3% ได้อย่างมีนัยสำคัญ เราจึงให้น้ำหนักสภาวะ “No Landing” จะยังคงดำเนินต่อไปในปี 2025 ซึ่งจะจำกัดความสามารถของ Fed ในการลดดอกเบี้ยนโยบายให้ต่ำกว่า 4% และมองว่า Valuation ที่เหมาะสมสำหรับการลงทุนในพันธบัตรระยะยาวคือเมื่อ Bond yield อยู่ที่ระดับประมาณ 4.5% หรือสูงกว่า

โอกาสที่เงินเฟ้อสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงต่อเนื่องสู่ระดับเป้าหมาย 2% ลดน้อยลงเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มในช่วงที่ผ่านมา

อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงช้ากว่าคาด และเริ่มแสดงความหนืดที่ระดับประมาณ 3% โดยได้รับแรงกดดันจากราคาลินค้า (Goods inflation) ที่พลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น

หลังจากที่เคยลดลงอย่างต่อเนื่องเป็นปัจจัยสำคัญในการช่วยกดดันอัตราเงินเฟ้อในช่วงก่อนหน้า ขณะเดียวกัน เงินเฟ้อในภาคบริการและที่อยู่อาศัย ซึ่งมีลักษณะความหนืดสูง ยังคงทรงตัวอยู่ในระดับใกล้เคียง 5% ทำให้เรามองว่าโอกาสที่เงินเฟ้อจะลดลงอย่างต่อเนื่องสู่ระดับเป้าหมาย 2% ของ Fed ในระยะข้างหน้ามีโอกาสน้อยกว่า

แผนภาพที่ 11: เงินเฟ้อจากหมวดสินค้าพื้นฐาน (เส้นสีเทา) ซึ่งเคยเป็นปัจจัยสำคัญในการช่วยให้ดัชนีเงินเฟ้อโดยรวมชะลอตัวลง เริ่มพลิกกลับมาอยู่ในเกณฑ์บวกอีกครั้ง



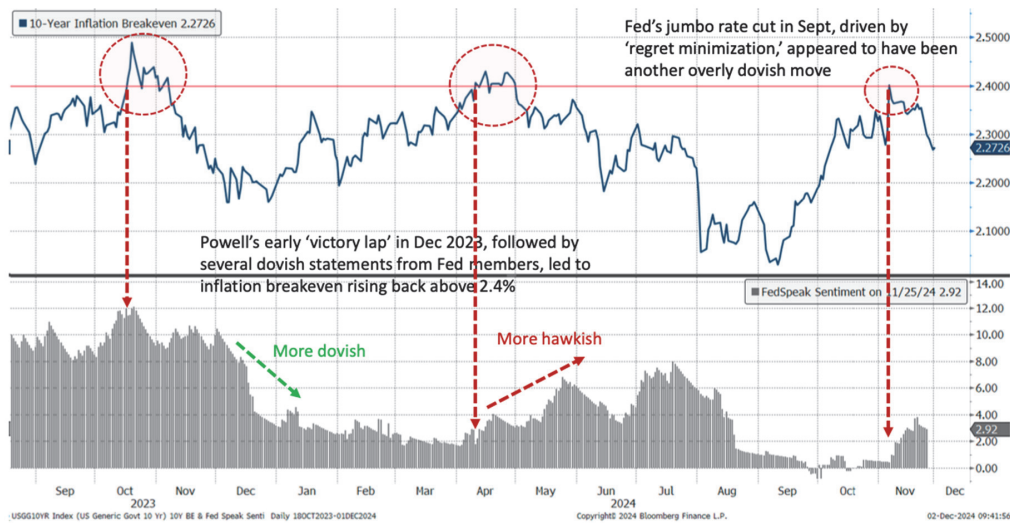
ที่มา: Fred, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดประเมินว่าความผิดพลาดของ Fed ในการประชุมเมื่อเดือน ก.ย. จะส่งผลให้สภาวะ No Landing ยังคงดำเนินต่อไป จุดยืนของ Fed ภายใต้การนำของนาย Powell ในปีที่ผ่านมาเริ่มแสดงให้เห็นทิศทางที่ให้ความสำคัญกับตลาดแรงงานและภาวะเศรษฐกิจมากขึ้น (Dovish) สะท้อนจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยมากถึง -50 bps ในเดือน ก.ย. ก่อนจะมาตามมาด้วยการ

ลดอีก -25 bps ในเดือน พ.ย. สู่ระดับ 4.50-4.75% การดำเนินนโยบายดังกล่าวทำให้ตลาดและเราเห็นว่า Fed กำลังโน้มไปทาง Dovish มากเกินไป ซึ่งจะส่งผลให้สภาวะการเงิน (Financial conditions) ไม่ตึงตัวเพียงพอที่จะกดดันให้เงินเฟ้อชะลอตัวลงได้เพิ่มเติมในระยะข้างหน้า

แผนภาพที่ 12: กรรมการ Fed ชุดปัจจุบันมักมีจุดยืนที่ค่อนข้าง Dovish เว้นแต่เมื่อความกังวลต่อเงินเฟ้อใน Bond yield สูงขึ้นใกล้ระดับ 2.5%

The current Fed committee tends to lean more dovish, except when inflation fears arise, exerting sufficient upward pressure on bond yields

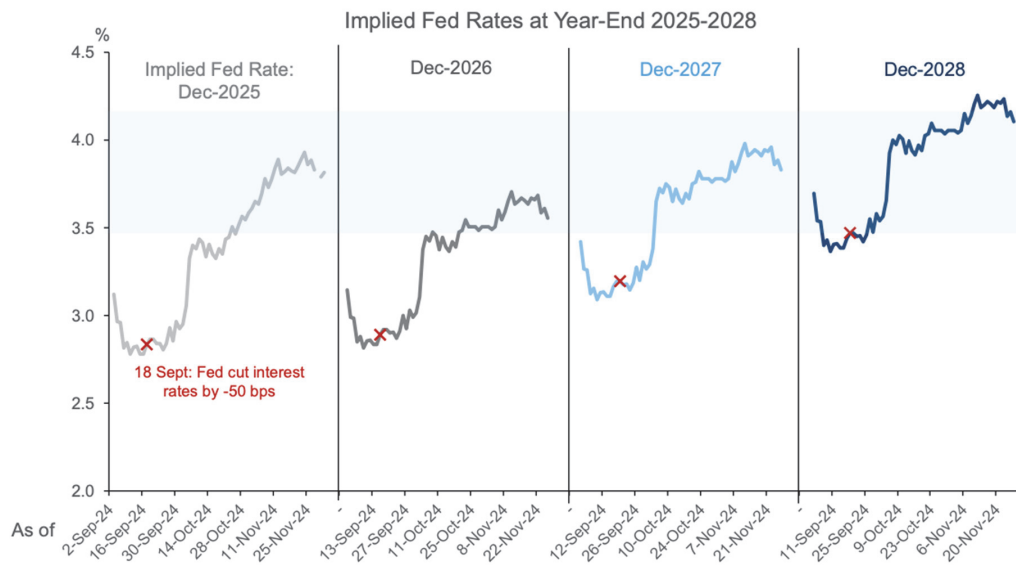


ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความผิดพลาดนี้สะท้อนผ่าน Bond yield อายุ 10 ปีที่เพิ่มขึ้นสวนทางกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น รวมถึงการคาดการณ์ดอกเบี้ยในตลาด Fed Funds Futures ที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมาก จากเดิมที่ตลาดเคยคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยสู่ระดับประมาณ 3% ได้ แต่หลังการประชุมเดือน ก.ย. 2024 ตลาดได้ปรับคาดการณ์ขึ้นมามองว่าดอกเบี้ย Fed จะอยู่ในช่วง 3.5-4.0% ไปจนถึงอย่างน้อยสิ้นปี 2028

กล่าวคือ ความพยายามของ Fed ที่ต้องการหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจหดตัวอย่างรุนแรง (Hard Landing) และมุ่งสร้างสภาวะ Soft Landing มากเกินไป กลับกลายเป็นการทำให้ตลาดมองว่า Fed กำลังผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างรวดเร็วเกินไป และมากเกินไป จนเสี่ยงนำเศรษฐกิจไปสู่ภาวะที่เงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าระดับเป้าหมายอย่างมีนัยสำคัญ หรือที่เรียกว่า “No Landing” ให้ดำเนินต่อไปอีกระยะหนึ่ง

แผนภาพที่ 13: ตลาด Fed Funds Futures เปลี่ยนคาดการณ์เป็นการมองว่า Fed จะต้องคงดอกเบี้ยไว้ได้ระดับ 3.5-4.0% จนถึงอย่างน้อยสิ้นปี 2028 หลังจาก Fed เผยจุดยืนที่ Dovish กว่าที่คาดในการประชุมเมื่อเดือน ก.ย. 2024



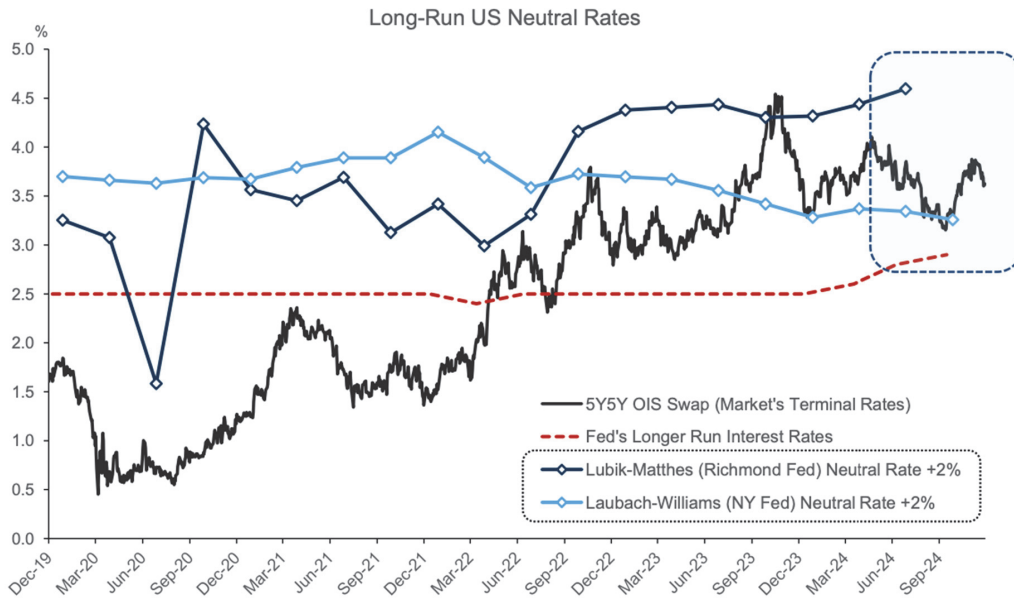
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราดอกเบี้ย Neutral rate ระยะยาวของสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้น หลังจากผ่านพ้นวิกฤติ COVID-19

ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจและภูมิทัศน์เงินเฟ้อที่เปลี่ยนไป บ่งชี้ว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางในระยะยาว (Long-term neutral rate) ของสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นหลังวิกฤติ COVID-19 สังเกตได้จากเศรษฐกิจที่ยังคงเติบโตได้เหนือศักยภาพระยะยาวที่ประมาณ 2% แม้ Fed จะปรับขึ้นดอกเบี้ยเกินระดับ 5% แล้วก็ตาม ในขณะที่ด้านเงินเฟ้อ กระแสต่อต้านโลกาภิวัตน์ (De-Globalisation) ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงต่อสงครามการค้า โดยเฉพาะในยุคของประธานาธิบดี Donald Trump ได้ส่งผลให้เกิดการย้ายฐานการผลิตออกจากแหล่งการผลิตที่มีประสิทธิภาพสูงและต้นทุนค่อนข้างต่ำอย่างประเทศจีน คาดจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของต้นทุนการผลิตและราคาสินค้าในอนาคต

นอกจากนี้ ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลงจากทิศทางดอกเบี้ยขาลง นำโดยธนาคารกลางสหรัฐฯ และธนาคารกลางในหลายประเทศ ที่ไม่ต้องการให้ค่าเงินของตนแข็งค่าขึ้นอย่างมีนัยเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ อันเป็นผลจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง อาจช่วยหนุนอุปสงค์มวลรวม (Aggregate demand) ของโลกให้เพิ่มขึ้น ขณะที่ฝั่งอุปทานยังคงเผชิญแรงเสียดทานจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่ซับซ้อน ปัจจัยเหล่านี้ล้วนส่งผลให้เงินเฟ้อมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับหลายทศวรรษที่ผ่านมา เราจึงมองอัตราดอกเบี้ยระยะยาวอย่าง Bond yield อายุ 10 ปี ของสหรัฐฯ ที่ระดับ 4.5-5.0% เป็นระดับ Valuation ที่เหมาะสมกับภูมิทัศน์เงินเฟ้อในยุคใหม่

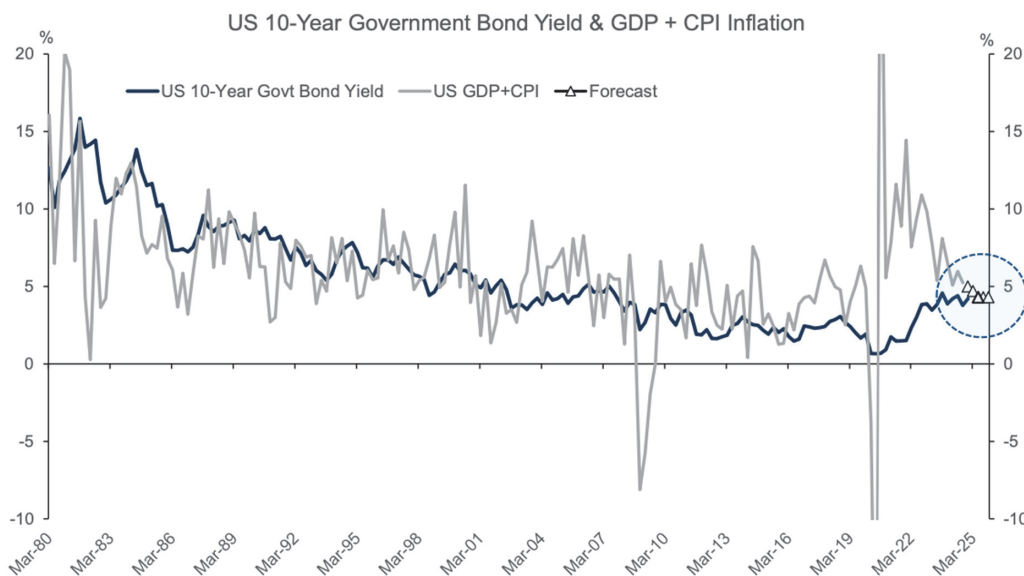
แผนภาพที่ 14: ดัชนีบ่งชี้อัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางในระยะยาวของสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 3.0-4.5%



Note: The Lubik-Matthes and Laubach-Williams lines assumed long-term inflation of 2%

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

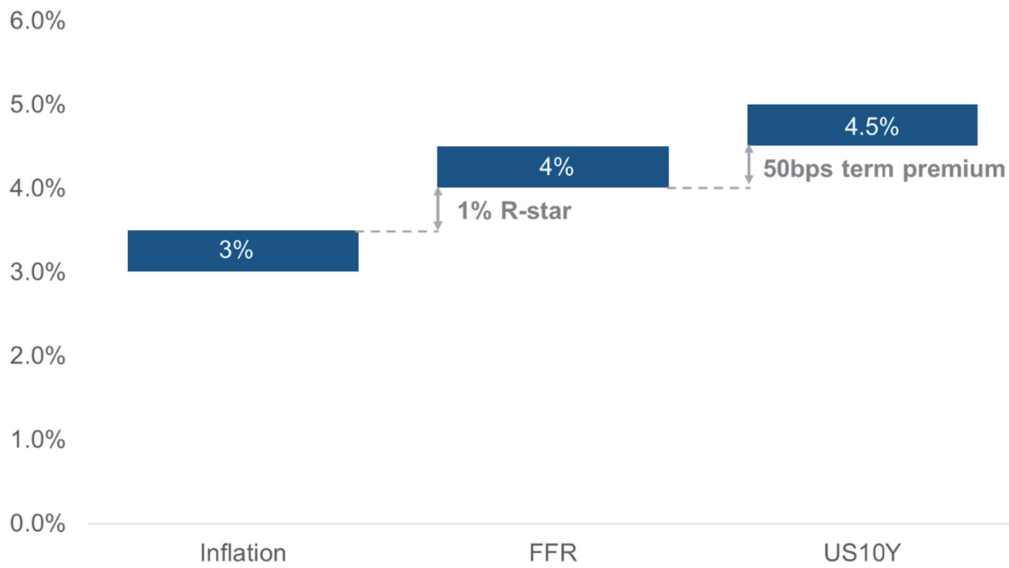
แผนภาพที่ 15: กฎ “Rule of Thumb” ที่ระบุว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี มักเคลื่อนไหวใกล้เคียงกับอัตรา Nominal GDP ซึ่งว่า Bond yield มีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบ 4-5% ในปี 2025



Note: Forecast GDP and CPI is based on Bloomberg consensus as of December 3rd, 2024

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

แผนภาพที่ 16: เราประเมินว่า Valuation ที่เหมาะสมสำหรับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี อยู่ที่ประมาณ 4.5% หรือสูงกว่า ในขณะที่เงินเฟ้อมีแนวโน้มทรงตัวใกล้เคียงระดับ 3.0%



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

คุณสมบัติการกระจายความเสี่ยงของตราสารหนี้ลดลงเมื่อเงินเฟ้อทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 3% หรือสูงกว่า

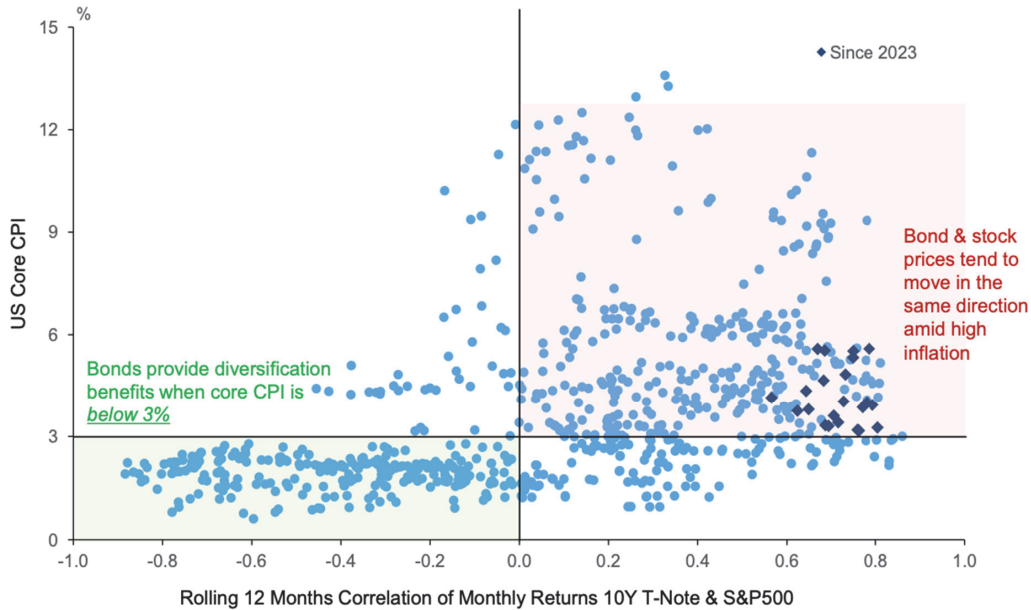
หนึ่งคุณสมบัติสำคัญของตราสารหนี้คือความสามารถในการกระจายความเสี่ยงให้กับพอร์ตโฟลิโอของนักลงทุน โดยเฉพาะเมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง เช่น หุ้น เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตรมักเพิ่มขึ้นในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ ซึ่ง Bond yield ปรับลดลงตามเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่ชะลอตัว ขณะที่หุ้นมักให้ผลตอบแทนสูงในช่วงต้นของวัฏจักรเศรษฐกิจที่รายได้และกำไรบริษัทฟื้นตัว ความล้มพันนี้ นำไปสู่การสร้างทฤษฎีการลงทุนยอดนิยม เช่น พอร์ตโฟลิโอ 60/40 ที่แบ่งการลงทุน 60% ในตราสารทุน และ 40% ในตราสารหนี้ เพื่อสร้างสมดุลระหว่างผลตอบแทนและความเสี่ยง

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี เทียบกับดัชนีหุ้น S&P500 ในช่วงกว่า

60 ปี (1963-2024) พบว่าคุณสมบัติการกระจายความเสี่ยงของตราสารหนี้เด่นชัดในช่วงที่เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ทรงตัวในระดับต่ำใกล้ 2% แต่เมื่อเงินเฟ้อสูงขึ้นเกิน 3% ราคาพันธบัตรและหุ้นมักเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน สาเหตุหนึ่งคือ Bond yield ที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงเงินเฟ้อสูง ส่งผลกระทบต่อ Valuation ของหุ้น ทำให้ราคาหุ้นอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของ Bond yield และราคาหุ้นมักปรับตัวเพิ่มขึ้นพร้อมกับราคาพันธบัตร (Bond yield ลดลง)

ด้วยแนวโน้มที่เงินเฟ้อในระยะข้างหน้าที่น่าจะทรงตัวใกล้ระดับ 3% เราจึงมีมุมมองค่อนข้าง Neutral ต่อการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว ส่วนหนึ่งจากคุณสมบัติการกระจายความเสี่ยงที่ลดลง

แผนภาพที่ 17: พันธบัตรระยะยาวมีคุณสมบัติในการช่วยกระจายความเสี่ยงจากหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพในสถานะที่เงินเฟ้อพื้นฐานอยู่ต่ำกว่าระดับประมาณ 3%



Note: Monthly data from 1963-2024

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

นโยบายคลังอาจมีบทบาทในการแทรกแซงการเคลื่อนไหวของ Bond yield มากขึ้นในยุคของ Trump

นักลงทุนมีมุมมองเชิงบวกต่อการตัดสินใจของ Trump ที่ต้องการแต่งตั้งนาย Scott Bessent ผู้ก่อตั้งและผู้จัดการกองทุน Key Square ซึ่งเป็นบริษัทจัดการกองทุน Hedge fund ที่มีความเชี่ยวชาญด้านการลงทุนเชิงมหภาค ให้ดำรงตำแหน่งว่าที่รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังคนใหม่ของสหรัฐฯ และคาดหวังว่า Bessent จะช่วยผลักดันนโยบายที่ส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจ (Pro-Growth) และเป็นมิตรกับตลาดลงทุน ขณะเดียวกัน นโยบายที่อาจสร้างผลกระทบในวงกว้าง เช่น สงครามการค้า ก็น่าจะมีความสุดโต่งลดลง

อย่างไรก็ตาม อีกประเด็นสำคัญที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดคือการเคลื่อนไหวของกระทรวงการคลังในยุคของ Trump และ Bessent คือนโยบายการจัดการหนี้สาธารณะ ซึ่งในไตรมาส 3/2024 ตัวเลขหนี้สาธารณะสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นแตะระดับกว่า 35.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และด้วยอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของหนี้สาธารณะ (Interest rates on federal debt held by the public) ที่เพิ่มสูงขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 3.2% ทำให้ในปี 2024 นี้รัฐบาลสหรัฐฯ มีภาระดอกเบี้ยที่ต้องชำระต่อปีเกินกว่า 1.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากการประเมินของสำนักงานงบประมาณ (Congressional Budget Office) และมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอีกต่อเนื่อง

นาย Bessent เคยแสดงความเห็นไม่เห็นด้วยกับแนวทางของนาง Janet Yellen รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังคนปัจจุบัน ที่ใช้การออกพันธบัตรระยะสั้นในสัดส่วนสูงเพื่อลดผลกระทบต่อภาวะการเงินโดยรวมจากดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ซึ่งช่วยกดดัน Term premium ของพันธบัตรระยะยาวให้อยู่ในระดับต่ำ โดย Bessent มองว่าสหรัฐฯ ควรกู้ยืมผ่านพันธบัตรระยะยาวมากขึ้นเมื่อ Bond yield อยู่ในระดับต่ำมาก (“When rates are very low, you should extend duration”) นอกจากนี้ เขายังสนับสนุนให้รัฐบาลพิจารณาออกพันธบัตรอายุยาวพิเศษ เช่น 50 ปี หรือ 100 ปี จากปัจจุบันที่พันธบัตรสหรัฐฯ มีอายุยาวที่สุดเพียง 30 ปี

เรามองว่าแนวคิดเชิงปฏิบัติของนาย Bessent อาจเพิ่มบทบาทของกระทรวงการคลังต่อการเคลื่อนไหวของ Bond yield คล้ายคลึงกับนโยบาย Yield Curve Control (YCC) ของธนาคารกลางญี่ปุ่น แต่น่าจะเน้นเป้าหมายเพื่อลดความผันผวนและรักษา Bond yield ให้อยู่ใกล้ระดับที่เหมาะสม มากกว่าการกดดัน Bond yield ให้สูงหรือต่ำกว่าระดับที่ตลาดกำหนดอย่างมีนัยสำคัญ หากแนวทางนี้ถูกนำมาใช้ อาจทำให้ Bond yield เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบที่ค่อนข้างชัดเจนมากขึ้นในอนาคต 🔄

แผนภาพที่ 18: ติดตามแนวทางการบริหารหนี้สาธารณะของกระทรวงการคลัง ภายใต้การนำของ Scott Bessent โดยในช่วงที่ผ่านมา การปรับอุปทานพันธบัตรของกระทรวงการคลังมักส่งผลต่อ Term premium ประมาณ 20-50 bps ในแต่ละไตรมาส

Issuing ultra long-term bonds "would have been a great idea," "When *rates are very low, you should extend duration*," he said. "I think it's *very unfortunate what Secretary Yellen's doing*. She's financing at the front end, and she's making a bet on the carry trade, which is not good risk management."

Scott Bessent
7 June 2024



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

88

เราแนะนำให้ Overweight ทองคำในพอร์ตการลงทุน โดยคาดว่าราคาทองคำในปี 2025 จะเคลื่อนไหวที่ระดับราว 2,500 – 3,000 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ โดยมีแนวโน้มเป็นขาขึ้นในช่วงที่มีความกังวลเรื่องเงินเฟ้อหรือความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ แต่อาจมีการพักฐานเป็นระยะหาก Fed ยังคงยืนกรานในการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดสำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2025 โดยได้รับแรงสนับสนุนจากแนวโน้มการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ และบราซิลที่มีโอกาสเติบโตได้ช้า ขณะเดียวกัน อุปทานน้ำมันจาก OPEC+ คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเพียง 300,000-400,000 บาร์เรลต่อวัน ช่วยรักษาตลาดน้ำมันโลกในปี 2025 ให้อยู่ใกล้เคียงระดับสมดุลมากกว่าจะเกินดุล (Supply surplus) อย่างมีนัยสำคัญอย่างที่ตลาดเป็นกังวล

ทองคำ

ราคาทองคำในปี 2024 ปรับขึ้นสูงสุดตั้งแต่ปี 2007

ราคาทองคำปรับเพิ่มขึ้นมากถึง +26% ในปี 2024 (ข้อมูล ณ วันที่ 19 ธ.ค. 2024) สูงสุดในรอบ 14 ปี และมากกว่าสินทรัพย์อื่น ๆ เป็นอย่างมาก ท่ามกลางปัจจัยบวกหลายประการ ได้แก่ ความกังวลต่อความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ซึ่งก่อตัวขึ้นในช่วงไตรมาส 3 หลังตัวเลขตลาดแรงงานออกมาอ่อนแอลง และความขัดแย้งระหว่างประเทศที่ยืดเยื้อและลุกลามไปหลายประเทศ

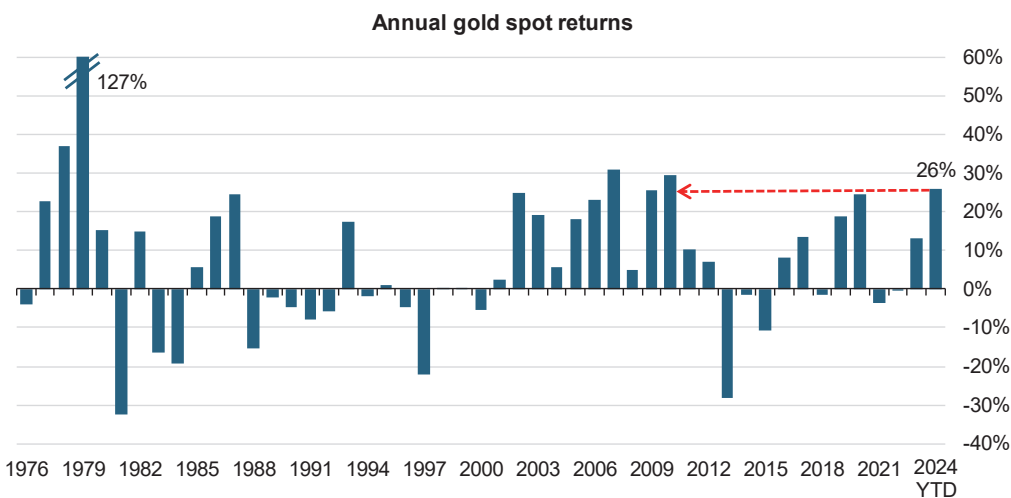
ประเด็นความเสี่ยงจากเศรษฐกิจถดถอย (Recession risk) รวมถึงความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้อุปสงค์ทองคำ ทั้งจากภาคเอกชน และธนาคาร

กลาง เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน โดยเฉพาะจากประเทศจีน ท่ามกลางเศรษฐกิจภายในประเทศที่ชะลอตัวลง และตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่ซบเซา

นอกจากนี้ การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารในหลายประเทศ เช่น ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ซึ่งเริ่มต้นลดในเดือน มิ.ย., ธนาคารกลางอังกฤษ (BoE) เริ่มในเดือน ส.ค. และธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เริ่มในเดือน ก.ย. ส่งผลให้สภาพคล่องในระบบเพิ่มขึ้น และเป็นปัจจัยสนับสนุนการลงทุนในทองคำ

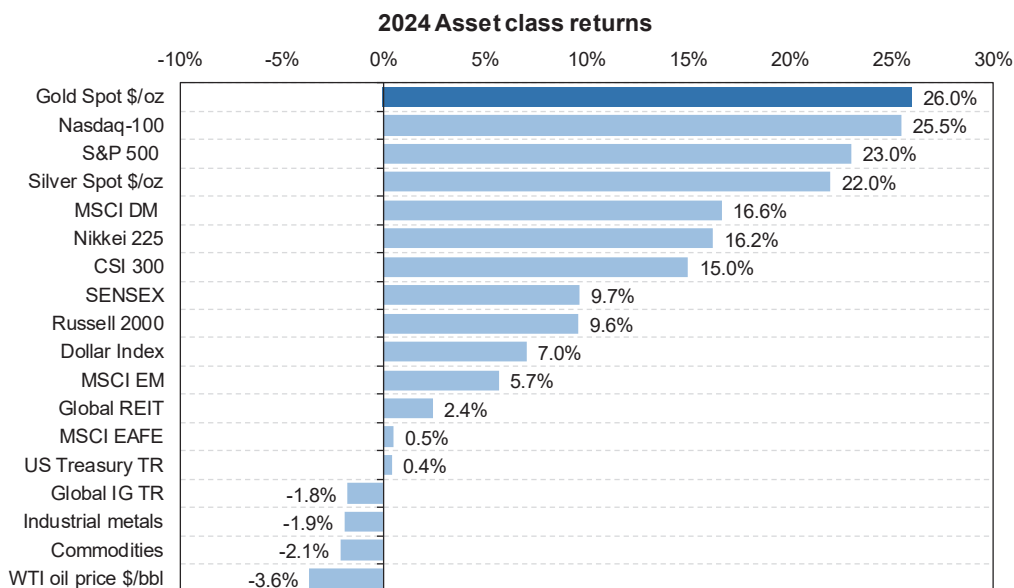
การปรับขึ้นของราคาทองคำในปี 2024 เกิดขึ้นท่ามกลางปัจจัยบวกหลายประการที่เอื้อต่อการปรับขึ้นของราคาทองคำ ทำให้ราคาทองคำปรับตัวขึ้นสูงสุดในรอบหลายปี

แผนภาพที่ 19: ราคาทองคำปี 2024 ปรับขึ้นสูงสุดตั้งแต่ปี 2007



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); Data as of 19 Dec 2024

แผนภาพที่ 20: ทองคำให้ผลตอบแทนมากกว่าสินทรัพย์อื่นในปี 2024



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

Data as of 19 Dec 2024, in local currency

ราคาทองคำในปี 2025 จะได้รับปัจจัยบวกจากเงินเฟ้อ และความไม่แน่นอนจากความสัมพันธ์ระหว่างประเทศ

ทองคำในปี 2025 จะยังคงเป็นสินทรัพย์ทางเลือกที่ควรมีในพอร์ตการลงทุน ด้วยคุณสมบัติในการเป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ ท่ามกลางปัจจัยเสี่ยงสำคัญ 2 ประการ ได้แก่ อัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น (อ่านรายละเอียดในส่วนตลาดหุ้นและเศรษฐกิจสหรัฐฯ) และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อต่อเนื่อง

โดยความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และภาวะทางการเงินที่ผ่านคลายลงในช่วงปลายปี 2024 และในปี 2025 อาจทวีความรุนแรงมากขึ้น จากนโยบายตั้งกำแพงภาษีทางการค้า เราศึกษาข้อมูลอัตราเงินเฟ้อ (CPI) ในอดีตย้อนหลังช่วง 60 ปีที่ผ่านมา และผลตอบแทนของสินทรัพย์ต่างๆ พบว่าราคาทองคำมักจะให้ผลตอบแทนเป็นบวกสูงกว่าสินทรัพย์อื่นในช่วงที่เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น (มากกว่า 3%) ซึ่งอาจเรียกได้ว่าทองคำ เป็นสินทรัพย์ที่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากเงินเฟ้อได้ดีที่สุด

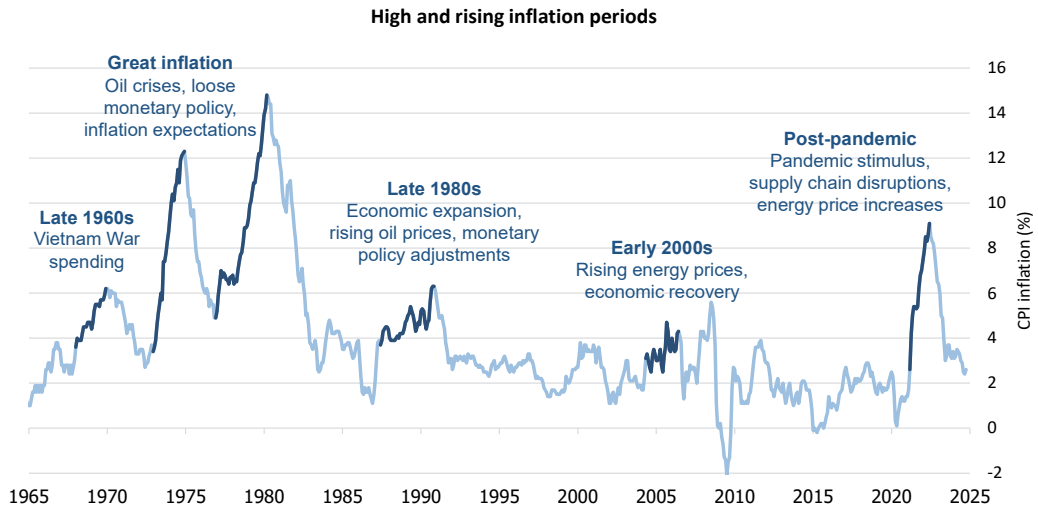
ด้านความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ โดยเฉพาะความขัดแย้งในภูมิภาคที่สำคัญ เช่น สถานการณ์ในยูเครนที่ยืดเยื้อและส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานโลก ความสัมพันธ์ระหว่างจีนและ

ได้วันนี้อาจส่งผลต่อการผลิตชิพและอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลก ความไม่สงบในตะวันออกกลางที่อาจกระทบต่อการขนส่งและราคาน้ำมัน รวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศคู่ค้าอื่นๆ จากนโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ของประธานาธิบดี ทรัมป์ ทำให้ความต้องการสินทรัพย์ปลอดภัยอย่างทองคำมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม ปัจจัยกดดันสำคัญต่อราคาทองคำมาจากนโยบายการเงินของ Fed ที่ยังคงต้องรักษาอัตราดอกเบี้ยในระดับสูงเพื่อควบคุมเงินเฟ้อ ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการถือครองทองคำสูงขึ้น เนื่องจากทองคำเป็นสินทรัพย์ที่ไม่ให้ผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ย นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นจะเป็นปัจจัยถ่วงที่ทำให้ราคาทองคำไม่สามารถปรับตัวขึ้นได้อย่างก้าวกระโดด

เราแนะนำให้ Overweight ทองคำในพอร์ตการลงทุน โดยคาดว่าราคาทองคำในปี 2025 จะเคลื่อนไหวที่ระดับราว 2,500 – 3,000 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ โดยมีแนวโน้มเป็นขาขึ้นในช่วงที่มีความกังวลเรื่องเงินเฟ้อหรือความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ แต่อาจมีการพักฐานเป็นระยะหาก Fed ยังคงยืนกรานในการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด

แผนภาพที่ 21: ในอดีต อัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น (สูงกว่า 3%) ทั้งหมด 6 ครั้ง



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

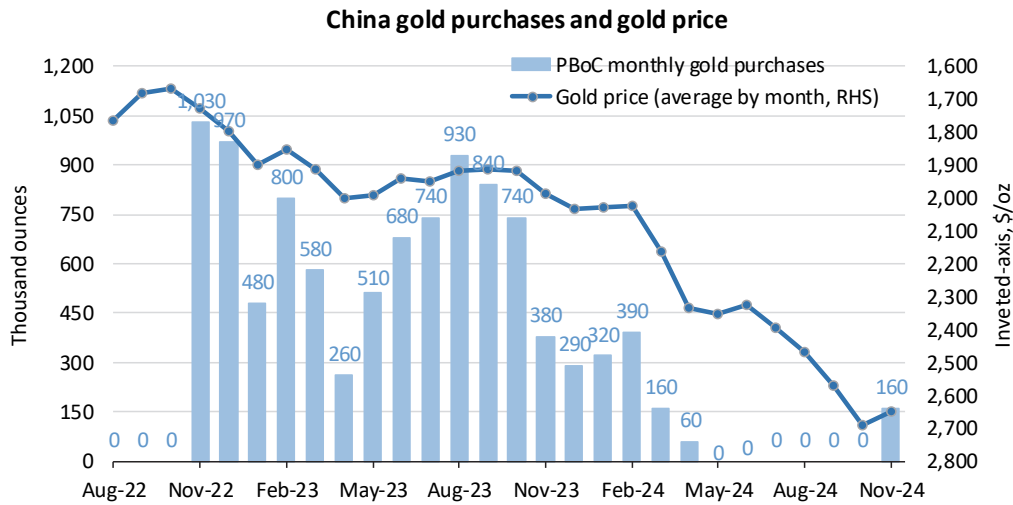
แผนภาพที่ 22: ทองคำโดยเฉลี่ยให้ผลตอบแทนสูงกว่าสินทรัพย์อื่นในช่วงที่เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้น

Asset performances during high and rising inflation

Asset class	Dec'72 - Dec'74	Dec'76 - Mar'80	Jun'87 - Nov'90	May'04 - Jun'06	Mar'21 - Jun'22	Average
Gold Spot \$/oz	188%	268%	-14%	55%	9%	101%
WTI oil price \$/bbl	n.a.	n.a.	42%	85%	79%	69%
Commodity	183%	77%	28%	15%	40%	69%
Global REIT	-34%	75%	-8%	63%	5%	20%
US Treasury TR	n.a.	5%	34%	6%	-5%	10%
MSCI EAFE	-38%	39%	-4%	40%	-16%	4%
Dollar Index	-12%	-11%	-16%	-4%	12%	-6%
S&P 500	-42%	-5%	6%	13%	-7%	-7%

ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); Absolute returns over specified periods.

แผนภาพที่ 23: ธนาคารกลางจีนกลับเข้าซื้อทองคำในเดือน พ.ย. ซึ่งราคาเฉลี่ยอยู่ที่ 2,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ สะท้อนว่าที่ระดับราคาคงกล่าวเป็นระดับที่มีความต้องการซื้อจากการเงิน และน่าจะปรับลดลงได้อย่างจำกัด



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

น้ำมัน

เรามองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) ที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 2025 โดยได้รับแรงสนับสนุนจากแนวโน้มการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ และบราซิลที่มีโอกาสเติบโตได้ช้า หลังราคาน้ำมันดิบทรงตัวในระดับค่อนข้างต่ำจาก Sentiment ที่เป็นลบมาต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน อุปทานน้ำมันจาก OPEC+ คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเพียง 300,000-400,000 บาร์เรลต่อวัน ช่วยรักษาตลาดน้ำมันโลกในปี 2025 ให้อยู่ใกล้เคียงระดับสมดุลมากกว่าจะเกินดุล (Supply surplus) อย่างมีนัยสำคัญอย่างที่ตลาดเป็นกังวล นอกจากนี้ เราคาดว่ารูปแบบราคาสัญญาน้ำมันดิบ (Oil futures curve) จะยังคงลักษณะค่อนข้างเป็น Backwardation (สัญญาระยะสั้นมีมูลค่าสูงกว่าสัญญาระยะยาว) ซึ่งจะสนับสนุนให้นักลงทุนในสัญญา Futures ราคาน้ำมันได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบเพียงอย่างเดียว

ปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบในปี 2024 แม้ว่าความขัดแย้งในหลายภูมิภาคจะทวีความรุนแรงขึ้นเป็นบางช่วง

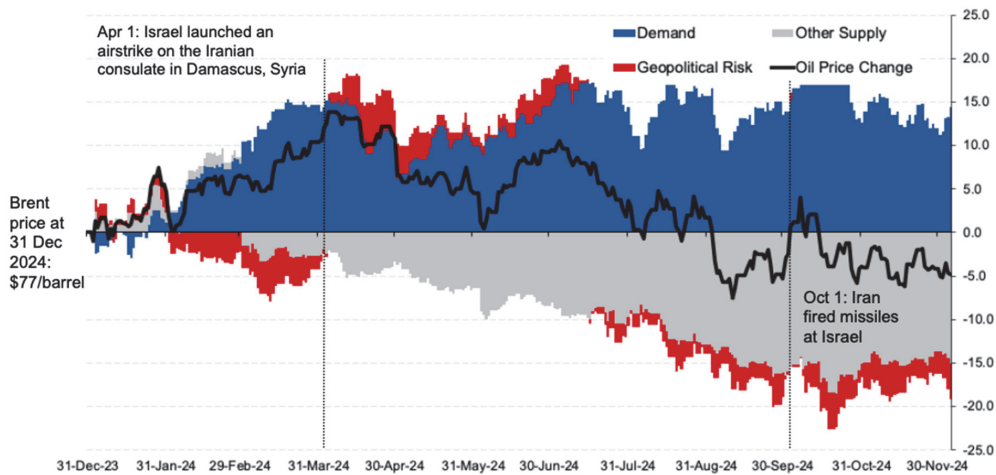
ราคาน้ำมันดิบในปี 2024 ยังคงเคลื่อนไหวเป็นหลักจากปัจจัยพื้นฐานด้านอุปสงค์และอุปทาน มากกว่าปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์

แม้จะมีความร้อนแรงของสงครามในยุโรปตะวันออกและตะวันออกกลางที่เกิดขึ้นเป็นระยะ อย่างไรก็ตาม เมื่อวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบด้วยแบบจำลองที่เชื่อมโยงความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีหุ้นโลกยกเว้นอุตสาหกรรมพลังงาน (MSCI World ex. Energy), ราคาน้ำมันดิบ และราคาทองคำ พบว่าปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์มีผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบอย่างมีนัยสำคัญเพียงครั้งเดียว คือช่วงหลังเหตุการณ์อิสราเอลโจมตีกรุงเยรูซาเลมในซีเรียเมื่อวันที่ 1 เม.ย. ขณะที่เหตุการณ์ภูมิรัฐศาสตร์อื่นๆ ในปี 2024 ส่วนใหญ่เป็นเพียงเป็นปัจจัยรบกวนระยะสั้น (Noise) ต่อตลาดน้ำมันเท่านั้น

ในระยะข้างหน้า เราคาดว่าความร้อนแรงของประเด็นภูมิรัฐศาสตร์จะเริ่มลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากพิจารณาจากตลาดเดิมน้ำมัน Polymarket ซึ่งมีความแม่นยำสูงในการทายผลเลือกตั้งสหรัฐฯ ที่ปัจจุบันให้น้ำหนักราว 40-50% ว่านาย Donald Trump จะสามารถยุติสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนได้ภายใน 90 วันหลังเข้ารับตำแหน่ง หรือประมาณภายในเดือน เม.ย. 2025 เราคาดว่าความตึงเครียดด้านปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่จะลดลงนี้จะช่วยให้ตลาดกลับมาให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมากขึ้นในปี 2025 พร้อมทั้งลดความผันผวนของราคาน้ำมันลงบางส่วน

แผนภาพที่ 24: ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (แท่งสีแดง) ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบอย่างมีนัยหลังเหตุการณ์อิสราเอลโจมตีกงสุลอิหร่านในซีเรียเมื่อวันที่ 1 เม.ย. ขณะที่เหตุการณ์ภูมิรัฐศาสตร์อื่นๆ ในปี 2024 ส่วนใหญ่เป็นเพียงเป็นปัจจัยรบกวนระยะสั้น (Noise)

Expectations around economic demand and supply dynamics have been the primary driver of oil prices in 2024, even amid heightened geopolitical tensions



Note: The model assumes the following: 1) when stocks and oil prices move in the same direction, the movement is attributed to a 'Demand' factor 2) when stocks and oil prices move in opposite directions, the movement is attributed to a 'Supply' factor and 3) under 'Supply', if gold and oil prices move in the same direction, the movement is driven by 'Geopolitical Risk'. The model uses Brent crude oil price, gold price, and the MSCI World ex-Energy index for calculations

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

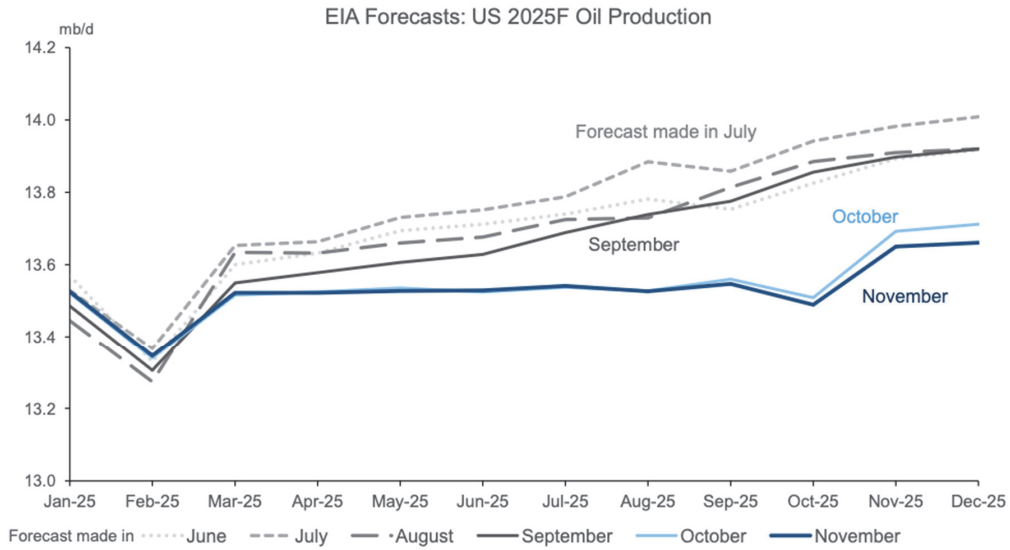
การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวใกล้แตะจุดสูงสุด (Shale oil peak) ในอนาคตอันใกล้

การเติบโตของเทคโนโลยีการขุดเจาะน้ำมันจากชั้นหินดินดาน (Shale oil) ของสหรัฐฯ มีบทบาทสำคัญต่อพัฒนาการของตลาดน้ำมันโลกอย่างมากในทศวรรษที่ผ่านมา โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุคเฟื่องฟูของแหล่งขุดเจาะน้ำมัน Permian Basin ในรัฐ Texas หลัง

ปี 2016 ซึ่งผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นมากกว่า 4 ล้านบาร์เรลต่อวันเมื่อเทียบระหว่างปี 2024 และ 2016 หรือคิดเป็นสัดส่วนมากกว่าครึ่งหนึ่งของอุปสงค์น้ำมันโลกที่เพิ่มขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เราเริ่มเห็นสัญญาณการชะลอตัวของแนวโน้มการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ที่ชัดเจนมากขึ้น หลังระดับการผลิตเริ่มทรงตัวอยู่ที่ระดับ 13.0-13.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน

แผนภาพที่ 25: คาดการณ์การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ สำหรับปี 2025F ถูกปรับลดลงอย่างต่อเนื่องในประมาณการครั้งหลัง ๆ

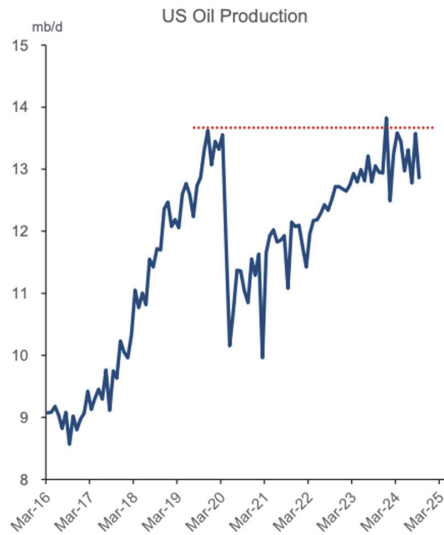
As we have argued, at the current 'supply destruction' price, it is unlikely that oil output—particularly from US shale—will see significant growth



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

แผนภาพที่ 26: การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 13.0-13.5 ล้านบาร์เรลต่อวันมาเป็นระยะเวลาหนึ่งแล้ว (ภาพซ้าย) ขณะที่การส่งออกที่เติบโตต่ำลงเป็นอุปสรรคต่อการเพิ่มการผลิตในระยะข้างหน้า (ภาพขวา)

US oil production has remained stagnant, hovering between 13.0-13.5 mb/d



Sluggish exports putting pressure on production



Note: Oil production data is taken from EIA-914 report, with an added adjustment factor

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

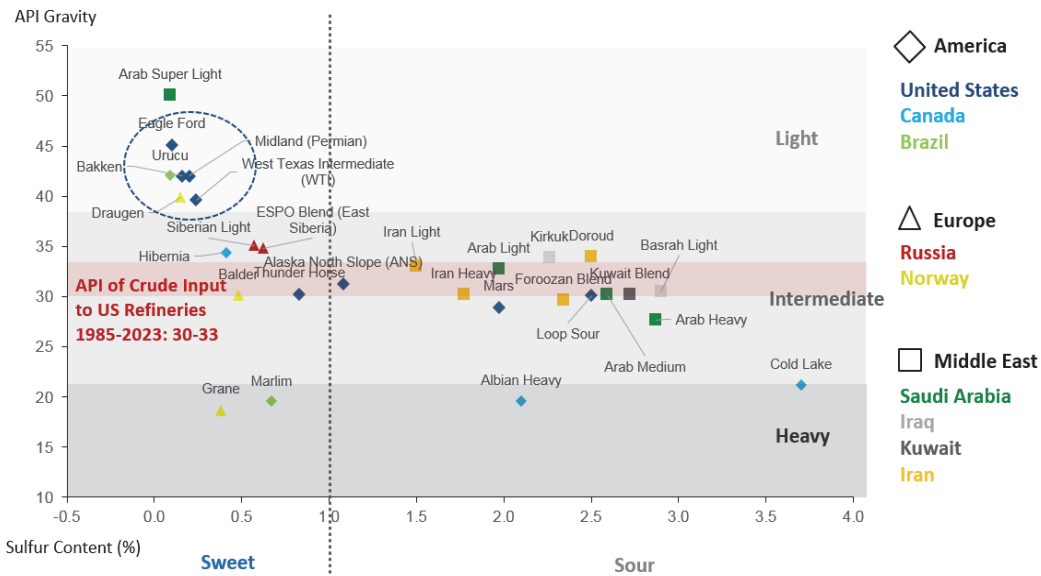
แม้จุดยืนของนาย Donald Trump ซึ่งมีกำหนดกลับมาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีในเดือน ม.ค. 2025 จะเน้นสนับสนุนอุตสาหกรรมพลังงานฟอสซิลอย่างน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ โดยมีคำกล่าวระหว่างการหาเสียงอย่าง “Drill, baby drill” ที่สะท้อนถึงการสนับสนุนการค้นหาและขุดเจาะน้ำมันอย่างชัดเจน แต่เราประเมินว่าผลกระทบจากนโยบายภาครัฐจะมีอยู่ค่อนข้างจำกัด และคาดว่า การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะไม่สามารถเติบโตได้อย่างโดดเด่นเช่นในอดีต เนื่องจากสองปัจจัยสำคัญดังนี้:

1) คุณภาพน้ำมันดิบและความไม่สอดคล้องกับโรงกลั่น:

น้ำมันดิบที่ผลิตจาก Permian Basin มีคุณสมบัติเป็นน้ำมันดิบเบา (มีค่าดัชนี API สูง) และความหวานสูง (มีสัดส่วนกำมะถันใน

น้ำมันต่ำ) ซึ่งแตกต่างจากน้ำมันดิบในแหล่งผลิตสำคัญอื่น ๆ เช่น แคนาดา อเมริกาใต้ หรือภูมิภาคตะวันออกกลาง โรงกลั่นน้ำมันส่วนใหญ่ที่สร้างขึ้นก่อนยุคเฟื่องฟูของ Shale oil จึงไม่สามารถรองรับคุณสมบัติเฉพาะตัวของน้ำมันดิบจาก Shale oil ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่นในสหรัฐฯ ซึ่งระหว่างปี 1985-2023 มีค่าเฉลี่ยดัชนี API ของน้ำมันดิบที่เข้าสู่กระบวนการกลั่นเพียง 30-33 หน่วยเท่านั้น ต่ำกว่าค่า API ของน้ำมันดิบที่ผลิตจาก Eagle Ford, Bakken และ Permian Basin ที่สูงถึง 42-45 หน่วยอย่างมีนัยสำคัญ ความไม่สอดคล้องนี้ได้ส่งผลให้การส่งออกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัวลง และกลายเป็นปัจจัยที่อุดรั้งการเติบโตของการผลิตน้ำมันตามไปด้วย

แผนภาพที่ 27: น้ำมันดิบที่ผลิตจากแหล่งผลิตสำคัญในสหรัฐฯ อาทิ Eagle Ford, Bakken และ Permian Basin มีคุณสมบัติเป็นน้ำมันดิบเบา (มีค่าดัชนี API สูง) และความหวานสูง (มีสัดส่วนกำมะถันในน้ำมันต่ำ) กว่าน้ำมันดิบจากแหล่งผลิตสำคัญอื่น ๆ อย่างมาก



ที่มา: Awadh & Almimar (2015), EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

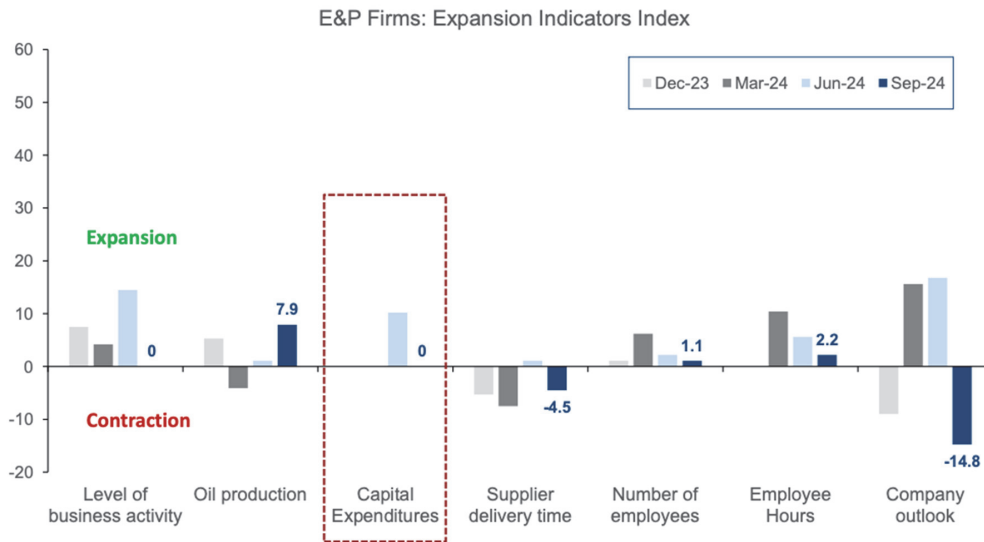
2) ต้นทุนการขุดเจาะที่เพิ่มสูงขึ้น: หลังวิกฤต COVID-19 ต้นทุนการขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ เพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่องอย่างมีนัยสำคัญ จากข้อมูลของ Fed สาขา Dallas ในไตรมาส 1/2024 พบว่า ราคาน้ำมันดิบ WTI ที่ทำให้ผู้ผลิตคุ้มทุน (Breakeven price) ได้ปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 60-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล เมื่อประกอบกับวินัยการเงินของบริษัทพลังงาน (Capital discipline) ที่สูงขึ้นในการมุ่งเน้นรักษาสภาพคล่องและอัตรากำไรมากกว่าการแย่งส่วนแบ่งการตลาด ส่งผลให้จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมัน (Oil rig count) ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดการขุดเจาะในอนาคต ปรับ

ตัวลดลงต่อเนื่องเมื่อราคาสัญญาล่วงหน้า 12 เดือนอยู่ต่ำกว่า 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

จากปัจจัยทั้งสองนี้ เราจึงมองว่าแนวโน้มของการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ในปี 2025 มีโอกาสเติบโตต่ำกว่าตลาดคาด และการเติบโตอาจถึงจุดสูงสุด (Shale oil peak) ภายในอีกไม่กี่ปี เป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างที่จะช่วยพยุงราคาน้ำมันดิบให้ไม่ปรับลดลงต่ำกว่าระดับ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในระยะยาวอย่างมีนัยสำคัญ

แผนภาพที่ 28: แบบสำรวจผู้ผลิตพลังงานในสหรัฐฯ รายไตรมาสโดย Fed สาขา Dallas ชี้บริษัทพลังงานมีการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาว (CAPEX) ต่ำมาหลายไตรมาส

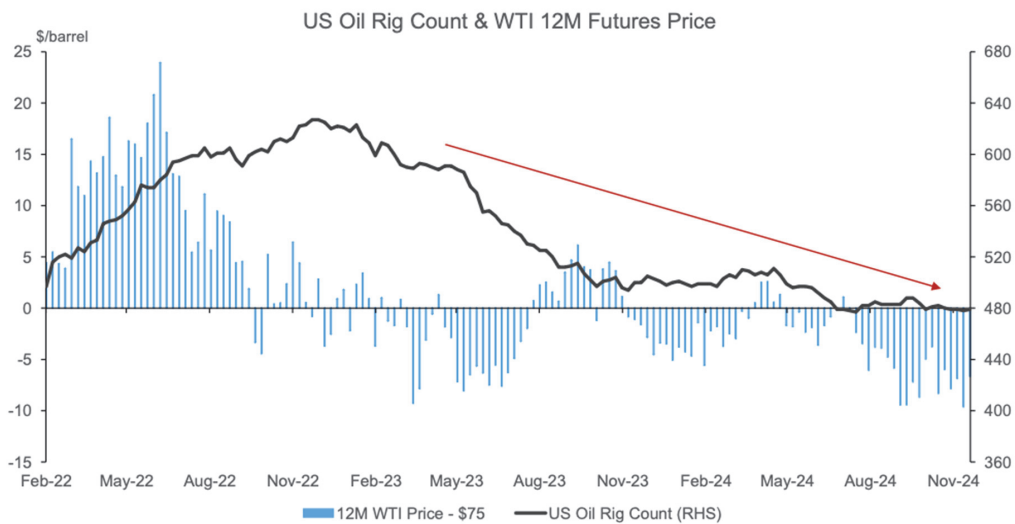
American E&P firms' CAPEX has been lackluster over the last few quarters as oil prices fluctuated near the breakeven level, while company outlooks worsened significantly in 3Q24



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

แผนภาพที่ 29: จำนวนแท่นขุดเจาะน้ำมันดิบ (Rig count) ในสหรัฐฯ อยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่องขณะที่ราคาสัญญาน้ำมันดิบล่วงหน้า 12 เดือนอยู่ต่ำกว่าระดับ 75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

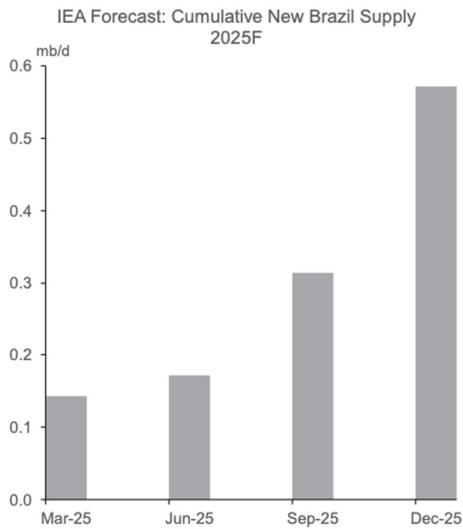
We estimate that a long-term 12-month futures price of approximately \$75/barrel for WTI is necessary to sustain US oil production



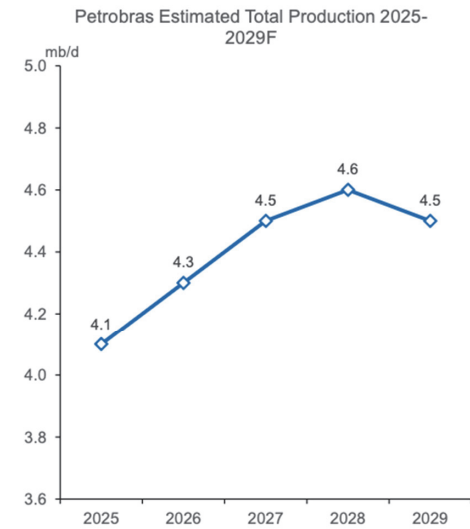
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 30: คาดการณ์การผลิตน้ำมันของบราซิลโดย IEA (ภาพซ้าย) สูงกว่าประมาณการของบริษัท Petrobras (ภาพขวา) ที่เป็นผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในบราซิลอย่างมาก

The IEA forecasts that Brazil's oil supply will grow by more than 500,000 b/d by the end of 2025...



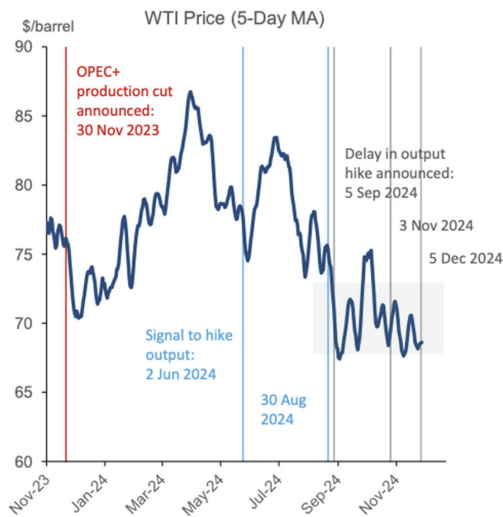
...while Petrobras, the national oil firm, only expects 400,000 b/d in new supply over the span of 5 years with the assumption of Brent at \$68-83/barrel



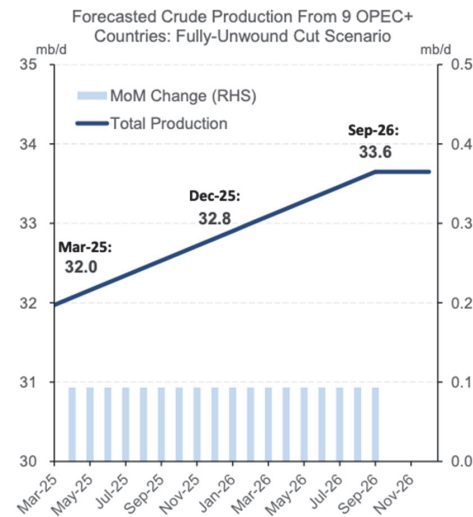
ที่มา: Petrobras's Business Plan 2025-2029, IEA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 31: จากผลการประชุม OPEC+ ล่าสุดเมื่อวันที่ 5 ธ.ค. เราประเมินว่าการผลิตน้ำมันดิบของ OPEC+ จะเพิ่มขึ้นเฉลี่ยเพียง 0.3-0.4 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2025 และอีกประมาณ 1.0-1.1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2026

OPEC+ planned to hike output when oil price was close to \$80/barrel but kept delaying as price was near \$70/barrel



OPEC+ to increase effective output by approximately 0.3-0.4mb/d YoY in 2025F (0.8 mb/d between Mar-Dec) and 1.0-1.1mb/d in 2026F (0.8 mb/d between Dec25-Sep26)

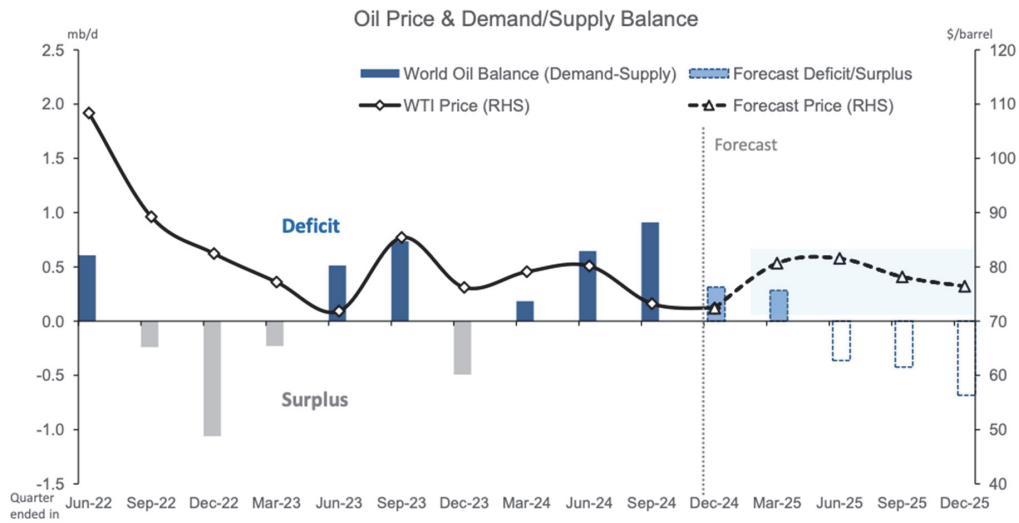


Note: The estimate includes UAE's quota increase of 300 kb/d starting in April 2025

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

แผนภาพที่ 32: เรามองราคาน้ำมันดิบ WTI เคลื่อนไหวใกล้เคียงระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในปี 2025 โดยมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำเล็กน้อย

OPEC's market support, combined with potential lower-than-expected oil supply from the Americas, is expected to support strong market fundamentals in 2025



Note: The forecast was completed on December 2nd and was based on EIA's November 2024 Short-Term Energy Outlook (STEO) forecast data and assumes OPEC will increase supply starting in January 2025
 ที่มา: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาด Roll yield มีแนวโน้มลดลงเล็กน้อย แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์บวก เป็นปัจจัยสำคัญช่วยเสริมผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดน้ำมันดิบต่อเนื่องในปี 2025

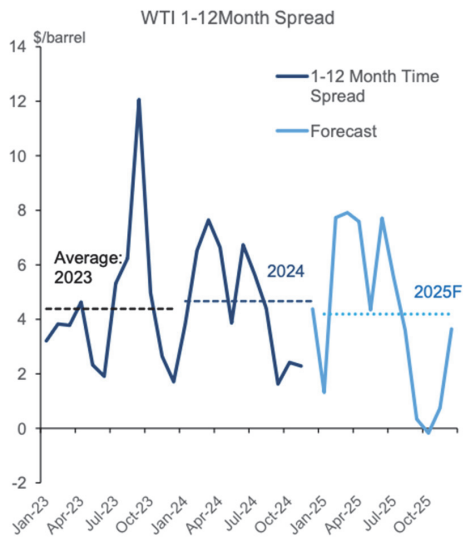
ผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปี (Year-To-Date returns) ของกองทุน ETFs ที่ลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันดิบ เช่น กองทุน USO และ DBO อยู่ที่ประมาณ 9.6% และ 4.7% ตามลำดับ (ณ วันที่ 3 ธ.ค. 2024) ซึ่งสูงกว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบที่ติดลบ -2.4% ถึงราว 7-12% ความแตกต่างนี้เป็นผลจากภาวะ Backwardation ในโครงสร้างราคาสัญญาน้ำมันดิบ (Oil futures curve) ที่สัญญาระยะสั้นมีมูลค่าสูงกว่าสัญญาระยะยาว ซึ่งเป็นภาวะที่มักเกิดขึ้นในช่วงที่ตลาดน้ำมันค่อนข้างตึงตัว โดยภาวะ Backwardation ช่วยให้นักลงทุนในตลาดการเงินที่ถือครองสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันดิบได้รับผลกำไรเพิ่มเติมจากการที่สัญญาปัจจุบัน (ระยะสั้น) หมดยุลง และถูกเปลี่ยนไปเป็นสัญญาใหม่ (ระยะยาวกว่า) ในราคาที่ต่ำกว่า หรือที่เรียกว่าการ Roll over และเกิดกำไรที่เรียกว่า Roll yield สะสมต่อเนื่อง

อย่างไรก็ดี Roll yield อาจมีผลตอบแทนเป็นบวก เช่น ในปี 2024 ที่ผ่านมา ซึ่งตลาดอยู่ในภาวะ Backwardation แต่ก็สามารถให้ผลตอบแทนเป็นลบได้ในสภาวะตรงข้ามที่เรียกว่า Contango ที่สัญญาระยะสั้น มีมูลค่าต่ำกว่าสัญญาระยะยาว ซึ่งมักเกิดในช่วงที่ตลาดน้ำมันมีอุปทานส่วนเกินต่อเนื่อง ส่งผลให้นักลงทุนสูญเสียเงินบางส่วนเมื่อเกิดการ Roll over สัญญาในแต่ละเดือน

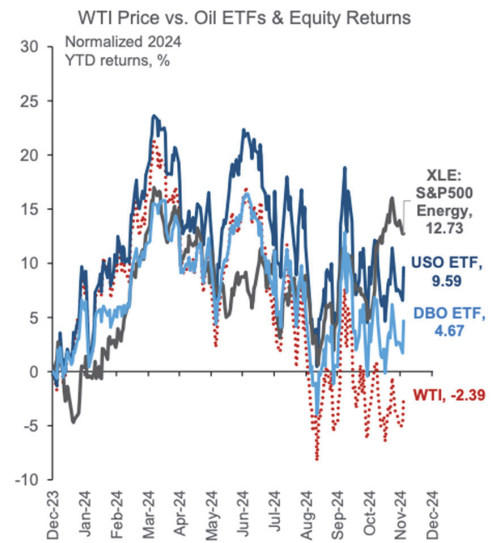
สำหรับปี 2025 เราคาดว่าสภาวะตลาดจะยังคงอยู่ในลักษณะ Backwardation และให้ Roll yield ที่เป็นบวก แม้จะลดลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปี 2024 ส่งผลให้ผลตอบแทนของกองทุน ETFs ที่ลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าและการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบใกล้เคียงกันมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าภาพรวมตลาดที่มี Roll yield เป็นบวก จะช่วยสร้างผลตอบแทนเพิ่มเติม นอกเหนือจากการฟื้นตัวของราคาน้ำมันดิบ WTI ที่คาดว่าจะกลับไปเคลื่อนไหวอยู่ใกล้ระดับ 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ทำให้น้ำมันดิบยังเป็นสินทรัพย์ที่น่าสนใจอยู่ในปี 2025 🔄

แผนภาพที่ 33: เราคาดว่าสถานะตลาดจะยังคงอยู่ในลักษณะ Backwardation และให้ Roll yield ที่เป็นบวก แม้จะลดลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับปี 2024 (ภาพซ้าย) ซึ่งจะส่งผลให้กองทุน ETFs ที่ลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีผลตอบแทนที่สูงกว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันเพียงอย่างเดียว

We expect 1M-12M spread to remain positive most of 2025F



Roll yield has been major driver of returns for oil ETFs in 2024



Note: Latest data as of December 3rd, 2024

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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เงินเพื่อพื้นฐานมีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าเป้าของ Fed ประกอบกับอัตราว่างงานมีแนวโน้มทรงตัวมากขึ้นในปี 2025F และ R-Star ที่สูงขึ้น ส่งผลให้ Fed จำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินอย่างระมัดระวัง นอกจากนี้ Fed อาจต้องใช้เวลาประเมินผลของมาตรการที่นายทรัมป์จะดำเนินในปีหน้า อาทิ การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าที่จะนำมาซึ่งการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (Inflation Expectation) และการส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค (Cost Pass-through) มากน้อยเพียงใด โดยเรามองว่า Fed มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพียง 50bps สู่ระดับ 3.75-4.00% ในปี 2025F ขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงกลับไปสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ระดับ 2.1% ในปี 2025F (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์รายงานโดย Bloomberg) จากที่มีแนวโน้มขยายตัวได้ราว 2.7% ในปี 2024F ทั้งนี้ เรามองว่าครึ่งแรกของปี 2025 เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มสดใสกว่าช่วงครึ่งปีหลัง จากแรงหนุนของอุปสงค์ภายในประเทศเป็นสำคัญ (หักลินค่าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ) โดยโมเมนตัมการใช้จ่ายของผู้บริโภคในปัจจุบันยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง ประกอบกับค่าจ้างแรงงานยังขยายตัวสูง ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคเริ่มทยอยปรับดีขึ้น นอกจากนี้ ราคาสินทรัพย์ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง เป็นอีกหนึ่งแรงส่งสำคัญต่อการบริโภคภาคเอกชน แม้อัตราเงินออมส่วนบุคคลจะปรับลดลงเรื่อยมานับตั้งแต่ออกจากช่วงโควิด
- เรามองว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับ 2% ภายในช่วงกลางปี 2025F และจะเป็นการจบวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง แต่เพียงเท่านี้ อย่างไรก็ดี หากคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (Inflation Expectation) ยังคงปรับตัวลดลงอย่างมีนัย และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นไปอย่างล่าช้ากว่าที่ ECB ประเมินไว้ โดยเฉพาะ หากสหรัฐฯ พิจารณาตั้งกำแพงภาษีสินค้าเข้ากับประเทศในกลุ่มยูโรโซนอย่างครอบคลุม ทางคณะกรรมการ ECB อาจพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่า 2.0% ได้ ขณะที่เศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2025F มีแนวโน้มขยายตัว 1.1% (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์รายงานโดย Bloomberg) จาก 0.7% ในปี 2024F โดยมองปัจจัยหนุนหลักจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ โดยเฉพาะการใช้จ่ายของภาคเอกชน จากค่าจ้างแรงงานที่ขยายตัวสูง และเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลง ส่งผลให้ค่าจ้างที่แท้จริงเมื่อหักเงินเฟ้อ (Real Wage) ยังทรงตัวในแดนบวก สะท้อนกำลังซื้อภาคครัวเรือนที่แข็งแกร่ง ทั้งนี้ แม้เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในปีหน้า แต่อาจไม่ใช่เส้นทางที่ราบรื่นนัก เพราะยังมีความเสี่ยงอีกหลายประการที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิด
- เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2025 มีแนวโน้มขยายตัวได้ต่อเนื่อง ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ โดยเฉพาะการบริโภคภาคครัวเรือน โดยการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างและค่าจ้างที่แท้จริงจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการบริโภคของญี่ปุ่น นอกจากนี้ เงินเฟ้อในปีหน้ามีแนวโน้มทรงตัวที่ระดับเป้าหมายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดยเราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป ปีละ 2 ครั้งสู่ระดับ 1% ในช่วงปลายปีงบประมาณหน้า อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ รวมถึงความไม่แน่นอนจากการเมืองในประเทศและนโยบายของรัฐบาลยังคงเป็นประเด็นที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิด เนื่องจากอาจส่งผลกระทบต่อทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ
- การเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2025 มีแนวโน้มชะลอตัวลง ท่ามกลางความท้าทายในหลายภาคส่วน โดยเฉพาะจากสงครามการค้า โดยคาดว่าทางการจีนจะยังคงตั้งเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth target) ในปี 2025 ไว้ที่ราว 5% เช่นเดียวกับในปีนี้ และเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยการบริโภคในประเทศและการลงทุนของภาครัฐมีแนวโน้มปรับดีขึ้นจากมาตรการสนับสนุนของภาครัฐ ทั้งนี้ การส่งออกที่เป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจจีนในปีนี้มีแนวโน้มได้รับผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้า โดยความเสี่ยงภายนอกที่สูงขึ้นส่งผลให้ทางการจีนมีแนวโน้มมุ่งเน้นการกระตุ้นการเติบโตผ่านการบริโภคในประเทศมากขึ้น ขณะที่ล่าสุด ทางผู้นำระดับสูงของจีนได้ส่งสัญญาณใช้นโยบายการคลังเชิงรุกและนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายมากขึ้นเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจในปีหน้า
- เศรษฐกิจไทยในปี 2025F คาดจะขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.0% จาก 2.8% ในปี 2024F โดยมองปัจจัยสนับสนุนจากใช้จ่ายของภาครัฐฯ ที่เร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะโครงการลงทุนต่างๆ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ขณะเดียวกัน การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มได้รับแรงหนุนจากเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ ในการย้ายฐานการผลิต โดยแนวโน้มการท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวต่อเนื่องแม้จะชะลอลงบ้าง คาดว่าจะช่วยหนุนให้การบริโภคภาคเอกชนยังขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป ด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2025F มีแนวโน้มจะเร่งขึ้นเป็น 1.2% จากระดับ 0.6% ในปี 2024F ส่งผลให้นโยบายการเงินอาจผ่อนคลายลงได้บ้าง แต่ไม่มากนัก เนื่องจากเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวกลับสู่ระดับศักยภาพ และอัตราเงินเฟ้อมีทิศทางเร่งขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมาย ด้านความเสี่ยงเรามองว่าภาระหนี้ครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับสูงเป็นปัจจัยกดดันหลัก นอกเหนือรวมถึงสถานการณ์ในอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ยังคงมีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งการขึ้นมาเป็น ปธน.ของนายโดนัลด์ ทรัมป์เป็นความเสี่ยงที่สำคัญ ด้วยนโยบายกีดกันทางการค้าและนโยบายภาษี ที่จะกดดันการส่งออกของไทยในปี 2025F และการเติบโตของเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มต่ำลงจากมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ อาจส่งผลให้อุปสงค์ในประเทศจีนลดลง ซึ่งมีผลทำให้การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวของไทยอาจได้รับผลกระทบบางส่วน

เศรษฐกิจสหรัฐฯ



เงินเพื่อพื้นฐานมีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ประกอบกับอัตราว่างงานมีแนวโน้มทรงตัวมากขึ้นในปี 2025F และ R-Star ที่สูงขึ้น ส่งผลให้ Fed จำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินอย่างระมัดระวัง นอกจากนี้ Fed อาจต้องใช้เวลาประเมินผลของมาตรการที่ นายกรัฐมนตรีดำเนินในปีก่อน อาทิ การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าที่จะนำมาซึ่งการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (Inflation Expectation) และการส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค (Cost Pass-through) มากน้อยเพียงใด โดยเราคาดว่า Fed มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพียง 50bps สู่ระดับ 3.75-4.00% ในปี 2025F ขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวกลับไปสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ระดับ 2.1% ในปี 2025F (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์รายงานโดย Bloomberg) จากที่มีแนวโน้มขยายตัวได้ราว 2.7% ในปี 2024F ทั้งนี้ เราคาดว่าครึ่งแรกของปี 2025 เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มสดใสกว่าช่วงครึ่งปีหลัง จากแรงหนุนของอุปสงค์ภายในประเทศเป็นสำคัญ (หักสินค้าคงคลังและส่งออกสุทธิ) โดยโมเมนตัมการใช้จ่ายของผู้บริโภคในปัจจุบันยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง ประกอบกับค่าจ้างแรงงานยังขยายตัวสูง ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคเริ่มทยอยปรับตัวขึ้น นอกจากนี้ ราคาสินทรัพย์ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง เป็นอีกหนึ่งแรงส่งสำคัญต่อการบริโภคภาคเอกชน แม้อัตราเงินออมส่วนบุคคลจะปรับลดลง เรื่อยมานับตั้งแต่ออกจากช่วงโควิด

เราคาดว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50bps สู่ระดับ 3.75-4.00% ในปี 2025F

ภาพรวมนโยบายการเงินในปี 2024: ปีที่ผ่านมาเป็นปีที่มีความผันผวนสูง โดยเฉพาะสำหรับตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน Fed Funds Futures) โดยตลาดมีการปรับมุมมองต่อทิศทาง การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) หลายต่อหลายครั้ง โดยเริ่มต้นปี 2024 ตลาดการเงินมองว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากถึง 125-150bps ในปี 2024 อย่างไรก็ดี จากเงินเฟ้อที่กลับมาเร่งตัวขึ้นสูงกว่าเป้าหมายของ Fed อย่างมีนัย ส่งผลให้ในช่วงกลางไตรมาสที่สอง ตลาดการเงินปรับคาดการณ์ และมองโอกาสการลดดอกเบี้ยในปี 2024 เหลือเพียง 25-50bps เท่านั้น ขณะที่เมื่อเข้าสู่ช่วงกลางไตรมาสที่สาม ตลาดปรับคาดการณ์อีกครั้ง โดยกลับมามองว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายมากถึง 100-125bps ในปี 2024 จากอัตราว่างงานที่เร่งตัวขึ้นพร้อมกับการจ้างงานนอกภาคเกษตรชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญ และเนื่องด้วยตลาดแรงงานที่อ่อนกำลังลง ส่งผลให้ Fed เข้าสู่วัฏจักรดอกเบี้ยขาหลงบ่อยครั้ง และปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50bps ในเดือน ก.ย. และลดลงอีก 25bps ในเดือน พ.ย. และ ธ.ค. ส่งผลให้ทั้งปี 2024 Fed ปรับลดดอกเบี้ยนโยบายไปแล้วถึง 100bps สู่ระดับ 4.25-4.50%

ทิศทางนโยบายการเงินในปี 2025F: เราคาดว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50bps สู่ระดับ 3.75-4.00% สอดคล้องกับ Dot Plot ล่าสุดรอบเดือน ธ.ค. จาก

- 1) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าที่หลายฝ่ายประเมินไว้ เนื่องจากการชะลอตัวของเงินเฟ้อเริ่มหยุดชะงัก โดยอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในช่วงเดือน ส.ค.-พ.ย. ขยายตัวเฉลี่ย 0.3% MoM ส่งผลให้คณะกรรมการบาง

ส่วนออกมาระบุถึงความเสี่ยงที่เงินเฟ้ออาจกลับสู่เป้าหมายได้ช้าลง นอกจากนี้ การชะลอตัวของเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากราคาในหมวดสินค้าหลัก (Core Goods) ที่พลิกหดตัวในรูป YoY ตั้งแต่ช่วงต้นปี 2024 เป็นต้นมา อย่างไรก็ดี นายโดนัลด์ ทรัมป์ เสนอมาตรการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า โดยเราประเมินว่า ประเทศจีนเป็นหนึ่งในเป้าหมายหลักที่นายทรัมป์จะตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า ขณะที่คู่ค้าอื่นๆ ของสหรัฐฯ มีแนวโน้มเผชิญกับการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าแบบเจาะจง (Targeted Tariffs) ในปี 2025F ส่งผลให้เงินเฟ้อมีความเสี่ยงที่จะขยายตัวสูงกว่าประมาณการที่ไม่รวมมาตรการตั้งกำแพงภาษีราว 0.4-0.6ppt

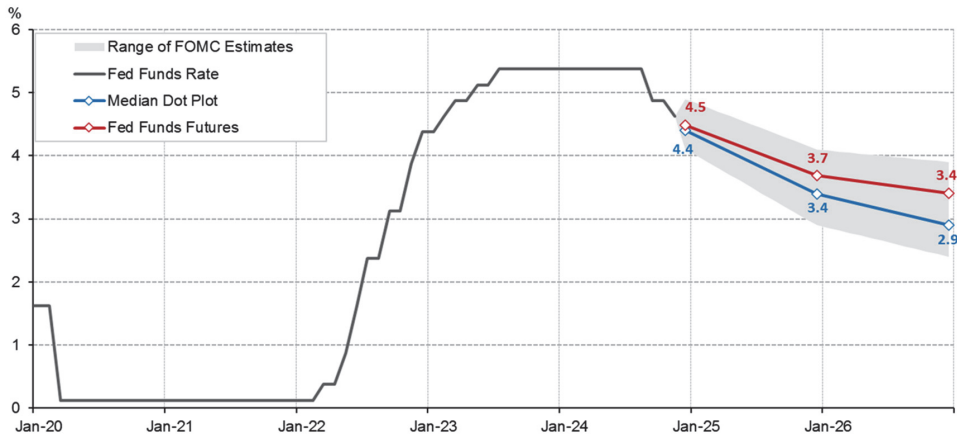
- 2) อัตราการว่างงานมีแนวโน้มทรงตัวมากยิ่งขึ้นในปี 2025F โดยอัตราว่างงานที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงก่อน ส่วนหนึ่งเป็นผลจากอุปทานแรงงานที่เพิ่มขึ้น หลังมีผู้อพยพหลังไหลเข้ามาในสหรัฐฯ ในยุคของบารัค โอบามา เป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ดี นายทรัมป์เสนอมาตรการคุมเข้มชายแดน และจำกัดการเข้ามาของผู้อพยพ ซึ่งจะเป็นการลดอุปทานของแรงงานชาวต่างชาติเมื่อเทียบกับช่วงปี 2022-2024 ขณะที่ผลสำรวจของสหพันธ์ธุรกิจอิสระแห่งชาติสหรัฐฯ (NFIB) เผยบริษัทขนาดเล็กมีแผนที่จะเพิ่มการจ้างงาน อีกทั้งยังมีมุมมองเชิงบวกต่อการดำเนินธุรกิจมากขึ้น หลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง ขณะเดียวกัน เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่แข็งแกร่ง ซึ่งคาดว่าจะเป็อีกแรงหนุนที่สำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ และการจ้างงานในระยะถัดไป

3) R-Star ที่สูงขึ้นจากในอดีต อาจส่งผลให้ช่องว่างที่เหลือน้อยของ Fed ในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเหลือน้อยลง โดยอัตราดอกเบี้ย R-Star หรือเรียกอีกอย่างว่า Real Natural Rate of Interest ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่สอดคล้องกับการเติบโตของเศรษฐกิจและแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะยาว ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าในช่วงก่อนเป็นอย่างมาก โดยอ้างอิงจากการคำนวณค่า R-Star ของธนาคารกลางสหรัฐฯ, นักเศรษฐศาสตร์ และตลาดการเงิน จะพบว่าระดับดอกเบี้ย R-Star เฉลี่ยในปัจจุบันจะอยู่ที่ระดับ 1.4% (vs. 0.7% เฉลี่ยในช่วงปี 2012-2019) ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราเงินเฟ้อที่ 2% หมายความว่าระดับดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมในระยะยาวจะอยู่ที่ 3.4%

โดยสรุป เงินเพื่อพื้นฐานมีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าเป้าของ Fed ประกอบกับอัตราว่างงานมีแนวโน้มทรงตัวมากขึ้นในปี 2025F และ R-Star ที่สูงขึ้น ส่งผลให้ Fed จำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินอย่างระมัดระวัง และต้องคำนึงถึงความเสี่ยงทั้งสองด้าน กล่าวคือ หาก Fed รีบร้อนลดดอกเบี้ยเร็วเกินไปอาจทำให้เงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้น แต่หาก Fed ลดดอกเบี้ยช้าเกินไปก็อาจส่งผลให้เศรษฐกิจอ่อนตัวลงอย่างไม่จำเป็น นอกจากนี้ Fed อาจต้องใช้เวลาประเมินผลของมาตรการที่นายทรัมป์จะดำเนินในปีหน้า อาทิ การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าว่าจะนำมาซึ่งการเพิ่มขึ้นของคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (Inflation Expectation) และการส่งผ่านต้นทุนจากผู้ผลิตไปสู่ผู้บริโภค (Cost Pass-through) มากน้อยเพียงใด

แผนภาพที่ 34: เรามองว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 50bps สู่ระดับ 3.75-4.00% จาก...

FOMC dot plot vs. market expectations

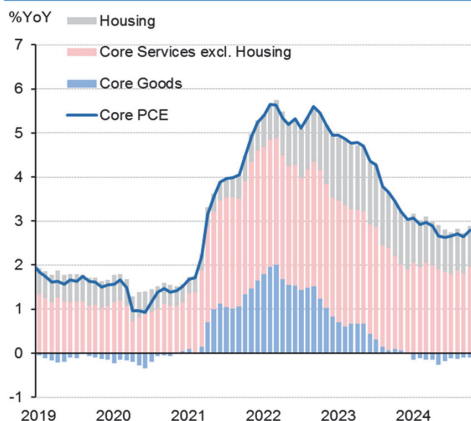


Note: Fed Funds Futures data as of 6 Dec.

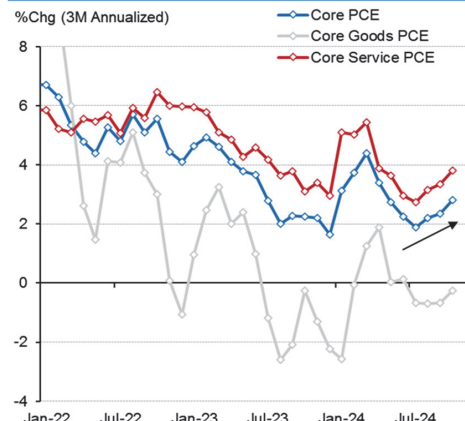
ที่มา: Bloomberg, Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 35: ... อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่มีแนวโน้มขยายตัวสูงกว่าที่หลายฝ่ายประเมินไว้ เนื่องจากการชะลอตัวของเงินเฟ้อเพื่อเริ่มหยุดชะงัก และ...

Core PCE inflation & contribution



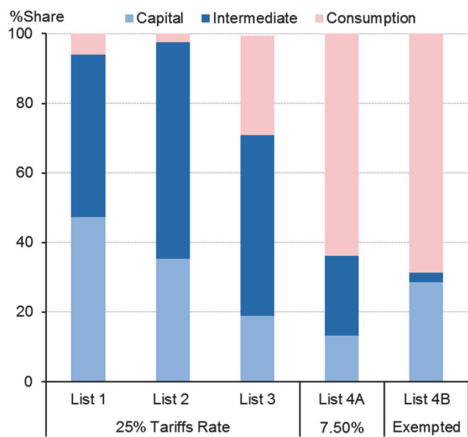
Core PCE inflation 3-month annualized basis



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

แผนภาพที่ 36: ...มาตรการกีดกันการค้าของสหรัฐฯ ที่อาจสร้างความเสี่ยงด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้อในปี 2025F ได้ราว 0.4-0.6ppt...

Type of goods targeted in trade war 1.0 on China



Effects of tariff hikes on inflation

Tariffs Effectively Increased to...	Tariffs on China	Tariffs on Rest of World				
		2%	4%	6%	8%	10%
20%		0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%
30%		0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
40%		0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
50%		0.5%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%
60%		0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%

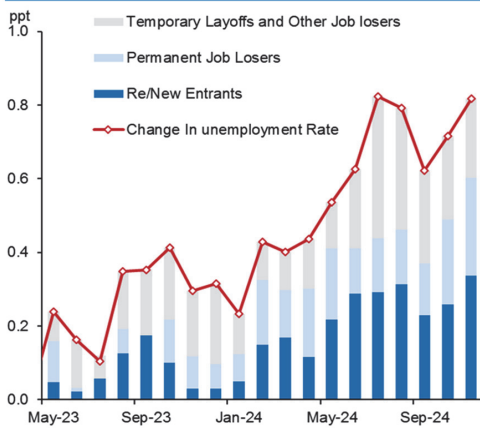
Brief explanation:

- Trump has proposed an up-to-60% tariff rate on Chinese goods and 10% tariffs for the rest of the world.
- Using 12m rolling data, total goods imports accounted for about 16% of personal consumption, with about 2% from China.
- Effective tariff rate has been around 11% for goods imported from China and about 1.5% from RoW.
- We assume a pass-through rate of 50%.

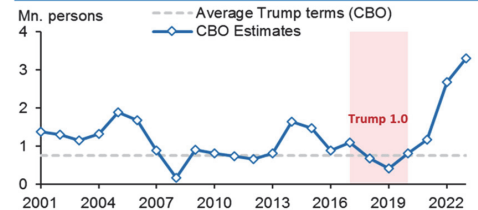
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 37: ...ขณะที่อัตราการว่างงานมีแนวโน้มทรงตัวมากขึ้นในปี 2025F จากการคุมเข้มชายแดนและจำกัดการเข้ามาของผู้อพยพ ซึ่งจะเป็นการลดอุปทานของแรงงานชาวต่างชาติเมื่อเทียบกับช่วงปี 2022-2024 นอกจากนี้...

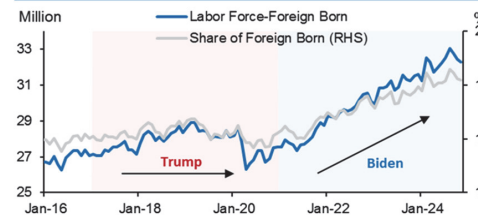
Contribution to change in U-rate since Apr-23



CBO estimates of net immigration



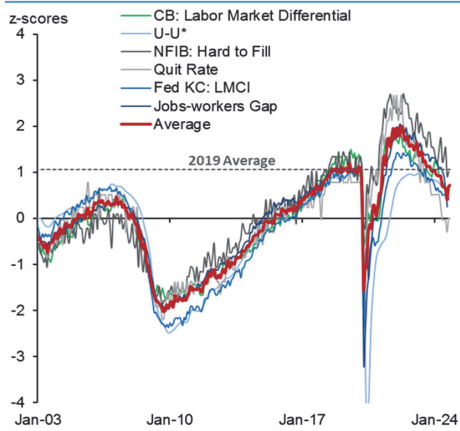
Foreign born in US labor force



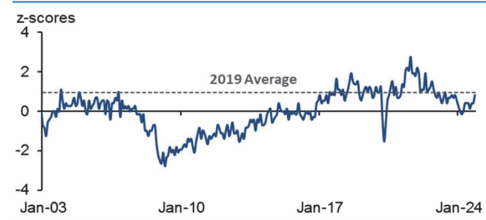
ที่มา: Bloomberg, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 38: ...ผลสำรวจของสหพันธ์ธุรกิจอิสระแห่งชาติสหรัฐฯ (NFIB) เผยบริษัทขนาดเล็กมีแผนที่จะเพิ่มการจ้างงาน อีกทั้งยังมีมุมมองเชิงบวกต่อการดำเนินธุรกิจมากขึ้น หลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง ขณะเดียวกัน เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่แข็งแกร่ง ซึ่งคาดว่าจะเป็อีกแรงหนุนที่สำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ และการจ้างงานในระยะถัดไป

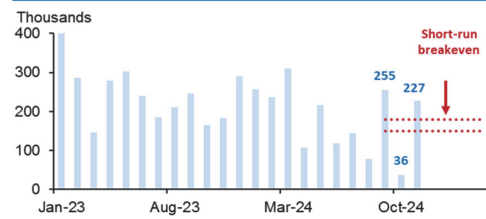
Labor market conditions



NFIB: small business hiring plans index



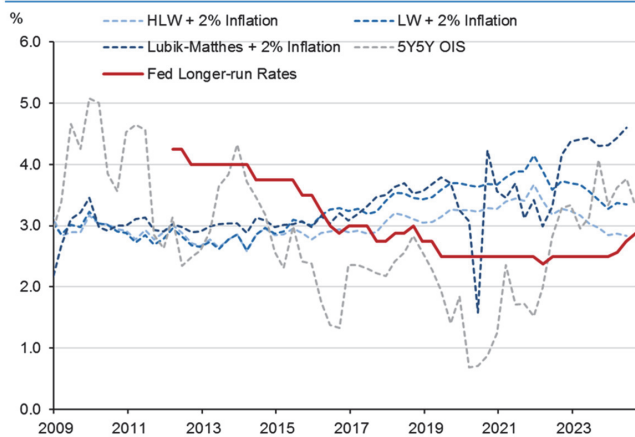
MoM change in non-farm payrolls



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

แผนภาพที่ 39: อัตราดอกเบี้ย R-Star ปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าในช่วงก่อนเป็นอย่างมาก โดยอ้างอิงจากการคำนวณค่า R-Star ของธนาคารกลางสหรัฐฯ, นักเศรษฐศาสตร์ และตลาดการเงิน จะพบว่าระดับดอกเบี้ย R-Star เฉลี่ยในปัจจุบันจะอยู่ที่ระดับ 1.4% (vs. 0.7% เฉลี่ยในช่วงปี 2012-2019) ซึ่งเมื่อรวมกับอัตราเงินเฟ้อที่ 2% หมายความว่าระดับดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลางจะอยู่ที่ 3.4%

Long-term neutral rate



R-star estimates

Metric	Avg. (05-07)	Avg. (12-19)	Latest
LW	2.54	1.08	1.22
HLW	2.59	0.90	0.74
Lubik-Matthes	2.22	1.22	2.60
DB Macro	2.36	0.83	1.48
DKW Model	1.33	0.42	1.23
High Frequency	1.96	0.59	1.58
5y5y real OIS	2.49	0.12	1.33
Bond-equity	2.62	0.56	1.30
Average	2.3	0.7	1.4

Note: LW = Laubach-Williams estimates or HLW = Holston-Laubach-Williams estimates.

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

แผนภาพที่ 40: คณะกรรมการนโยบายการเงินส่วนใหญ่มีมุมมองเชิงบวกกับตลาดแรงงานมากขึ้น

Fed member statements post November monetary policy meeting

Members	Economy	Labor Market	Price	Monetary
Jerome Powell*	"in <u>remarkably good shape</u> "	Since Sep, The labor market "is <u>better</u> , and the <u>downside risks appear to be less</u> "	inflation is "coming a <u>little higher</u> "	"We can afford to be a little <u>more cautious</u> as we try to find neutral"
Alberto Musalem	"growth to moderate toward the long-term potential"	"Remain <u>consistent with full employment</u> "	<u>greater risk</u> that...prices " <u>could stall</u> , or possibly reverse."	"to <u>consider slowing the pace of rate cuts</u> , or pausing"
Adriana Kugler*	"being in a <u>good position</u> "	"The labor market remains <u>solid</u> "	"sustainable path to our 2% goal"	"policy is not on a preset course"
Christopher Waller*	"household balance sheets...in generally <u>good shape</u> ..."	" <u>looser but still-strong</u> labor market"	"on its downward path to 2 percent over the <u>medium term</u> "	"leaning toward...returning monetary policy to a more neutral setting"
John Williams*	"in a <u>good place</u> "	"the labor market is <u>solid</u> "	"there are reasons to be confident that it will reach target"	"We <u>don't want to be so restrictive</u> "
Neel Kashkari	"in a <u>good place</u> "	"labor market remains <u>strong</u> "	" <u>some confidence</u> that it's gently trending down"	"Reasonable consideration on Dec rate cuts"
Lisa Cook*	"economic activity moving along at a <u>strong pace</u> "	"labor market is in a <u>good position</u> "	"disinflationary trajectory is still in place"	"to move the policy rate toward a more neutral stance over time"

Note: * = Committee Members

ที่มา: Fed, The New York Times, Bloomberg, Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองว่าครึ่งแรกของปี 2025 เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มสดใสกว่าช่วงครึ่งหลังของปีหน้า

การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงกลับไปสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ระดับ 2.1% ในปี 2025F (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์รายงานโดย Bloomberg) จากที่มีแนวโน้มขยายตัวได้ราว 2.7% ในปี 2024F ทั้งนี้ เรามองว่าครึ่งแรกของปี 2025 เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มสดใสกว่าช่วงครึ่งปีหลัง จากแรงหนุนของอุปสงค์ภายในประเทศเป็นสำคัญ (หักสินค้าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ) โดยโมเมนตัมการใช้จ่ายของผู้บริโภคในปัจจุบันยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง ประกอบกับค่าจ้างแรงงานยังขยายตัวสูง ส่วนความเชื่อมั่นผู้บริโภคเริ่มทยอยปรับดีขึ้น นอกจากนี้ ราคาสินทรัพย์ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง เป็นอีกหนึ่งแรงส่งสำคัญต่อการบริโภคภาคเอกชน แม้อัตราเงินออมส่วนบุคคลจะปรับลดลงเรื่อยมานับตั้งแต่ออกจากช่วงโควิด

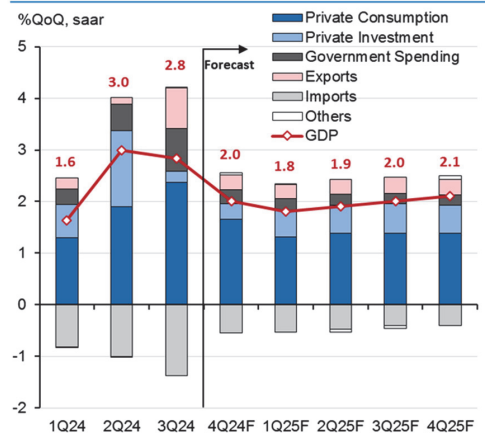
ขณะที่ภาคธนาคารเริ่มผ่อนคลายนโยบายในการปล่อยกู้ (Lending Standard) ให้กับภาคธุรกิจเพื่อการพาณิชย์และ

อุตสาหกรรม (C&I Loans) และธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ทยอยคลายความตึงตัวของนโยบายการเงิน จะเป็นอีกหนึ่งแรงส่งให้การลงทุนภาคเอกชนเข้าสู่ปี 2025F

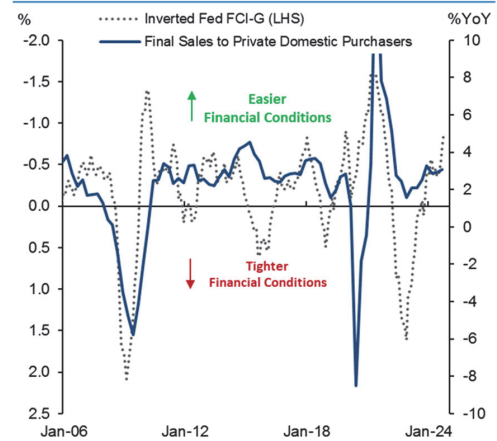
นอกจากนี้ หลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ ซึ่งนโยบายหาเสียงส่วนใหญ่เน้นเป็นมิตรกับภาคครัวเรือนและธุรกิจ อาทิ การต่อมาตรการลดภาษีบุคคลธรรมดา ยกเลิกการจัดเก็บภาษีทำงานล่วงเวลาและเงินได้จากทิป และลดภาษีนิติบุคคลลงเหลือ 15% จาก ปัจจุบัน 21% เป็นต้น ประกอบกับโมเมนตัมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าที่หลายฝ่ายประเมิน ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์บางส่วนเริ่มปรับคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจในปีหน้าขึ้น อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้จะยังมีโมเมนตัมที่แข็งแกร่ง แต่ควรจับตามาตรการกีดกันการค้าที่นายทรัมป์หาเสียงไว้ โดยหากการตั้งกำแพงภาษีนำมาซึ่งการตอบโต้ของประเทศคู่ค้า และความขัดแย้งที่ขยายวงกว้าง อาจทำให้การขยายตัวของเศรษฐกิจเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

แผนภาพที่ 41: การเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอตัวลงกลับไปสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ระดับ 2.1% ในปี 2025F (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์รายงานโดย Bloomberg)

GDP growth ^{1\}



Fed financial conditions vs. domestic demand

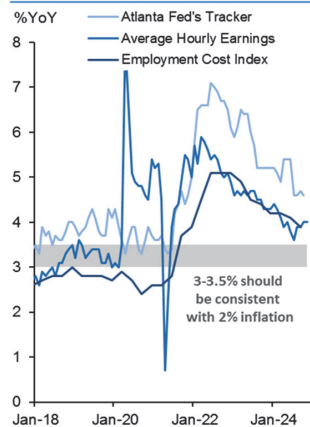


Note: 1\ Consensus data as of 27 Nov.

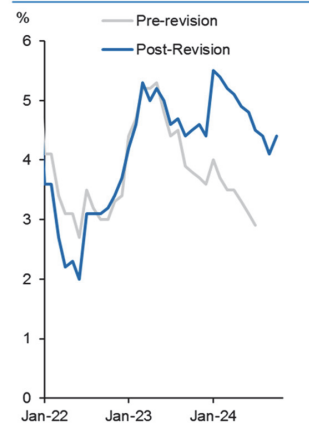
ที่มา: Bloomberg, Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: เรามองว่าครึ่งแรกของปี 2025 เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มสดใสกว่าช่วงครึ่งปีหลัง จากแรงหนุนของอุปสงค์ภายในประเทศเป็นสำคัญ (หักสินค้าคงคลังและยอดส่งออกสุทธิ) โดยโมเมนตัมการใช้จ่ายของผู้บริโภคในปัจจุบันยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง ประกอบกับค่าจ้างแรงงานยังขยายตัวสูง นอกจากนี้ ราคาสินทรัพย์ในสหรัฐฯ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูง เป็นอีกหนึ่งแรงส่งสำคัญต่อการบริโภคภาคเอกชน แม้อัตราเงินออมส่วนบุคคลจะปรับลดลงเรื่อยมานับตั้งแต่ออกจากช่วงโควิด

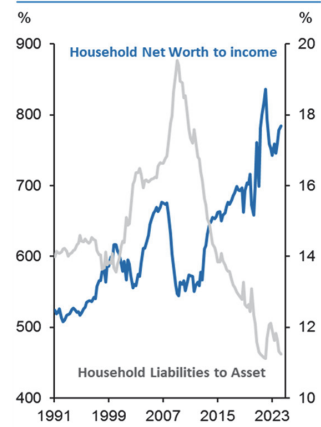
Wage growth



HH Savings Rate



HH net worth & liabilities



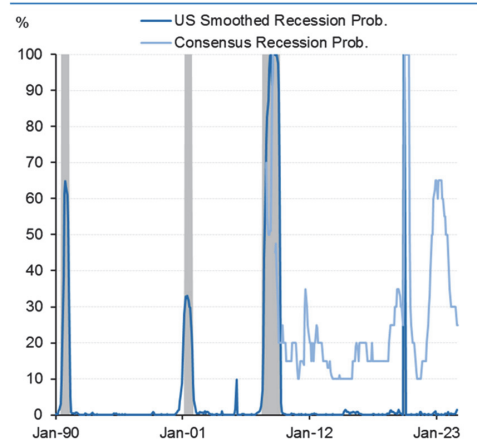
ที่มา: Bloomberg, Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 43: เรามองโอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังมีไม่มาก สอดคล้องกับมุมมองของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ที่ปรับลดโอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วง 12 เดือนข้างหน้าลง

Selected economic indicators with lead time to recession ^{1\}

Indicators	Median Months to Recession	
Bank Lending Standards for C&I Loans	17	Turn detected 6 months or more before recession starts.
Industrial Production (%YoY)	14	
Yield Curve (10Y-2Y)	12	
Corporate Confidence	10	
Building Permits	10	
Real Retail Sales (%YoY)	9	
CB: Consumer Confidence	9	
New Home Sales	8	
U. of Michigan Consumer Expectations	7	
Leading Economic Indicators	7	
U. of Michigan Consumer Sentiment	7	
Mfg. New Orders (Consumer Goods)	6	
Initial Jobless Claims	6	
Housing Starts	6	
Average Weekly Hours (Mfg.)	5	Turn detected 1-5 months before recession starts.
S&P 500	5	
Real GDP (%YoY)	4	
3M Change in Private Payrolls	4	
Continuing Claims	3	
ISM Mfg. New Orders	3	
ISM Manufacturing	2	
Real Retail Sales	1	
CAP-U	1	
Mfg. Inventory to Sales	0	
Core Capex Orders	-2	
Industrial Production	-2	
Loan Delinquency Rate (C&I Loans, %)	-3	

Recession probability: Smoothed & consensus for 1-year ahead ^{2\}



*Note: 1\ Estimated by Deutsche Bank: red color = indicator has already turned, grey = indicator just started turning, green = indicator has shown no signs of turning yet. 2\ Smoothed recession probabilities for the United States are obtained from a dynamic-factor Markov-switching model applied to four monthly coincident variables: non-farm payroll employment, the index of industrial production, real personal income excluding transfer payments, and real manufacturing and trade sales.
ที่มา: Bloomberg, Deutsche Bank, Fred, NBER, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

เศรษฐกิจยุโรป

เรามองว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปสู่ระดับ 2% ภายในช่วงกลางปี 2025F และจะเป็นการจบวัฏจักรดอกเบี้ยขาลงแต่เพียงเท่านี้ อย่างไรก็ตาม ทัศนคติ หักคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (Inflation Expectation) ยังคงปรับตัวลดลงอย่างมีนัย และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นไปอย่างล่าช้ากว่าที่ ECB ประเมินไว้ โดยเฉพาะ หากสหรัฐฯ พิจารณาตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับประเทศในกลุ่มยูโรโซนอย่างครอบคลุม ทางคณะกรรมการ ECB อาจพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่า 2.0% ได้ ขณะที่เศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2025F มีแนวโน้มขยายตัว 1.1% (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์รายงานโดย Bloomberg) จาก 0.7% ในปี 2024F โดยมองปัจจัยหนุนหลักจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ โดยเฉพาะการใช้จ่ายของภาคเอกชน จากค่าจ้างแรงงานที่ขยายตัวสูง และเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลง ส่งผลให้ค่าจ้างที่แท้จริงเมื่อหักเงินเฟ้อ (Real Wage) ยังคงทรงตัวในแดนบวก สะท้อนกำลังซื้อภาคครัวเรือนที่แข็งแกร่ง ทั้งนี้ แม้เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในปีหน้า แต่อาจไม่ใช่เส้นทางที่ราบรื่นนัก เพราะยังมีความเสี่ยงอีกหลายประการที่ต้องจับตามองอย่างใกล้ชิด

เรามองว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปสู่ระดับ 2% ภายในช่วงกลางปี 2025F และจะเป็นการจบวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง

ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ตามที่เราและตลาดคาดการณ์ในการประชุมวันที่ 12 ธ.ค. ส่งผลให้ Deposit Facility Rate อยู่ที่ 3.0% โดยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งนี้ เป็นผลจากพัฒนาการเงินเพื่อที่มีแนวโน้มกลับสู่เป้าหมายที่ ECB ตั้งไว้ ส่วนรายงานผลการประชุมนโยบายการเงินค่อนข้างโน้มเอียงไปในทางผ่อนคลายมากยิ่งขึ้น หลังคณะกรรมการได้นำประโยคที่ระบุว่า จะกำหนดระดับดอกเบี้ยที่ตึงตัวมากพอเพื่อให้มั่นใจว่าเงินเฟ้อจะกลับลงไปสู่เป้าหมายที่ 2% ออกจากรายงานการประชุม (“It will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim.”) และเปลี่ยนเป็นคณะกรรมการจะยึดหลักของข้อมูลที่เข้ามาในช่วงเวลานั้นๆ เพื่อกำหนดจุดยืนของนโยบายการเงินที่เหมาะสม (“It will follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate monetary policy stance.”) ซึ่งอาจสะท้อนว่าคณะกรรมการมองการจัดการกับเงินเฟ้อนั้นใกล้สิ้นสุดลงแล้ว

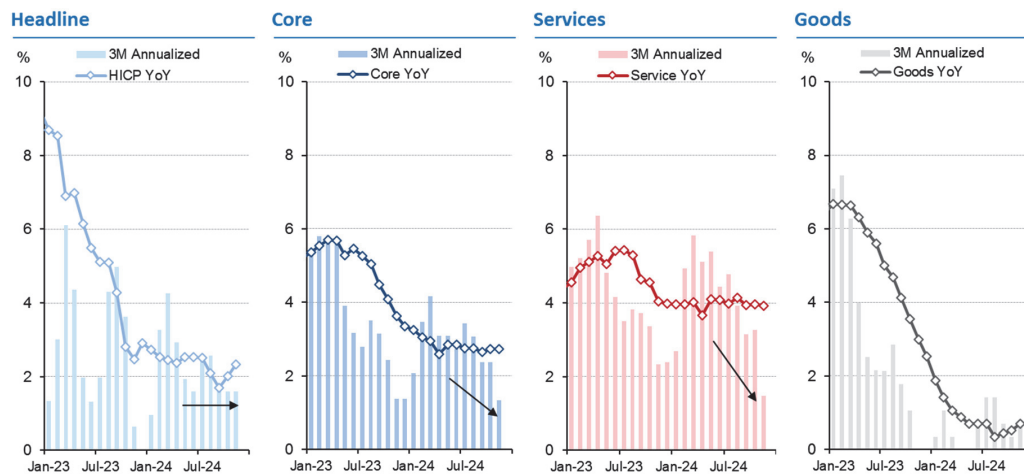
ECB ปรับลดคาดการณ์เงินเฟ้อ (HICP Inflation) สำหรับปี 2024F และ 2025F ลง -0.1ppt เป็น 2.4% และ 2.1% ตามลำดับ ส่วนหนึ่งจากทิศทางของราคาพลังงานที่มีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่องถึงช่วงไตรมาสที่สามของปีหน้า ขณะที่คาดการณ์เงินเฟ้อปี 2026F ไว้ที่ 1.9% ตามเดิม ด้านเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ECB มีการคาดการณ์สำหรับปี 2024F และ 2025F ไว้ที่ 2.9% และ 2.3% ตามลำดับ ขณะที่ปรับลดคาดการณ์ปี 2026F ลง -0.1ppt เป็น 1.9% ในด้านเศรษฐกิจ ECB ปรับลดคาดการณ์การเติบโตสำหรับปี 2024F (-0.1ppt เป็น 0.7%), 2025F (-0.2ppt เป็น 1.1%) และ 2026F (-0.1ppt เป็น 1.4%) โดยหลักเป็นผล

จากทั้งการส่งออกและอุปสงค์ภายในประเทศที่มีแนวโน้มฟื้นตัวล่าช้ากว่าที่เคยประเมินไว้

ด้านการประเมินความเสี่ยง (Risk Assessment) ต่อเศรษฐกิจยังคงโน้มไปทางด้านต่ำ (“The risks to economic growth remain tilted to the downside.”) โดยปัจจัยที่ส่งผลให้เศรษฐกิจของยูโรโซนเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำ ได้แก่ นโยบายกีดกันทางการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น ซึ่งจะกระทบกับภาคการส่งออกของยูโรโซน และการเติบโตของเศรษฐกิจโลก ขณะที่ความเชื่อมั่นภาคครัวเรือนและธุรกิจที่ปรับลดลง อาจทำให้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจภายในประเทศล่าช้าออกไป

ด้านการให้สัมภาษณ์หลังการประชุมนโยบายการเงิน ประธาน ECB นาง Christine Lagarde ระบุถึงความไม่แน่นอนของระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลางว่าอยู่ที่เท่าไร อย่างไรก็ตาม นาง Lagarde ระบุว่า แต่ตามการประเมินของทาง ECB ระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลางจะอยู่ในกรอบระหว่าง 1.75-2.50% ซึ่งสะท้อนถึงความระมัดระวังในการสื่อสารเพื่อไม่ให้เป็นการผูกมัดทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินที่มากเกินไป ด้านตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน OIS Futures) มอง ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลงไปอยู่ที่ 1.75% ภายในช่วงกลางปีหน้า (จากปัจจุบันที่ 3.00%) ซึ่งเป็นกรอบล่างของระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลางที่ ECB ประเมินไว้ เรามองว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปสู่ระดับ 2% ภายในช่วงกลางปี 2025F และจะเป็นการจบวัฏจักรดอกเบี้ยขาลงแต่เพียงเท่านี้ อย่างไรก็ตาม ทัศนคติ หักคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (Inflation Expectation) ยังคงปรับตัวลดลงอย่างมีนัย และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเป็นไปอย่างล่าช้ากว่าที่ ECB ประเมินไว้ โดยเฉพาะ หากสหรัฐฯ พิจารณาตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับประเทศในกลุ่มยูโรโซนอย่างครอบคลุม ทางคณะกรรมการอาจพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่า 2.0%

แผนภาพที่ 44: แม้อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน จะยังทรงตัวอยู่แถวระดับ 4% YoY แต่หากพิจารณาโมเมนตัมในรูป 3-Month Annualized Basis จะพบว่าเงินเพื่อพื้นฐานเริ่มชะลอตัวอย่างมีนัยสำคัญ

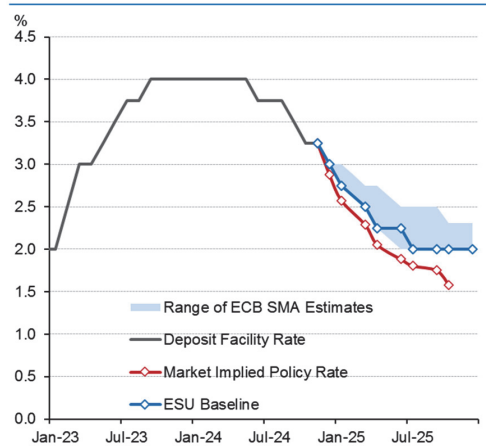


Note: Seasonally adjusted data.

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

แผนภาพที่ 45: เรามองว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปสู่ระดับ 2% ภายในช่วงกลางปี 2025F และจะเป็นการจบวัฏจักรดอกเบี้ยขาสูง

Expected ECB deposit facility rate in 2025



Taylor rule

		Unemployment Rate (%)								
		6.0	6.1	6.2	6.3	6.4	6.5	6.6	6.7	6.8
Inflation (%YoY)	2.5	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
	2.4	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
	2.3	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
	2.2	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
	2.1	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
	2.0	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
	1.9	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
	1.8	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
	1.7	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
	1.6	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
1.5	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	

Note: Consensus expects 6.4% unemployment rate and 2% inflation in 2025F.

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

แผนภาพที่ 46: คณะกรรมการนโยบายการเงินยังคงสื่อสารด้วยความระมัดระวัง สอดคล้องกับการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายในอัตรา -25bps

ECB member statements since September meeting

Member	Date	Comments
Muller	19 Nov	I don't see a reason to move in bigger steps now.
Panetta	19 Nov	We need to normalize our monetary-policy stance and move to neutral or even expansionary territory , if necessary.
PATSALIDES	21 Nov	To continue lowering rates at a steady pace and magnitude , if projections in Dec reaffirm baseline.
Holzmann	21 Nov	Warnings of undershooting 2% are not warranted.
Centeno	25 Nov	Back to neutral territory , something around 2%, maybe slightly below, maybe 2%.
SCHNABEL	27 Nov	I would warn against moving too far into accommodative territory.
Villerooy	28 Nov	If growth were to remain subdued and inflation at risk of falling below target, there are risks of sub-neutral policy.
Stournaras	29 Nov	More aggressive rate cuts, if there's evidence US tariffs will lead Europe into recession.
Nagel	4 Dec	Rates should converge... at a measured pace toward neutral territory, no need to act too hastily.
Lagarde	4 Dec	Not on a pre-committed rate path.
Makhlouf	4 Dec	Need to see some pretty significant evidence... into making a big leap of more than 25 basis points
Rehn	4 Dec	Neutral rate would be about 2.5% and it's likely that level will be attained in late winter (Jan-Jun).
Vujcic	4 Dec	When the road is slippery, you take small steps , and this is what we are doing.

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

แม้เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นในปีหน้า แต่อาจไม่ใช้เส้นทางที่ราบรื่นนัก เนื่องจากยังมีความเสี่ยงอีกหลายประการที่รออยู่

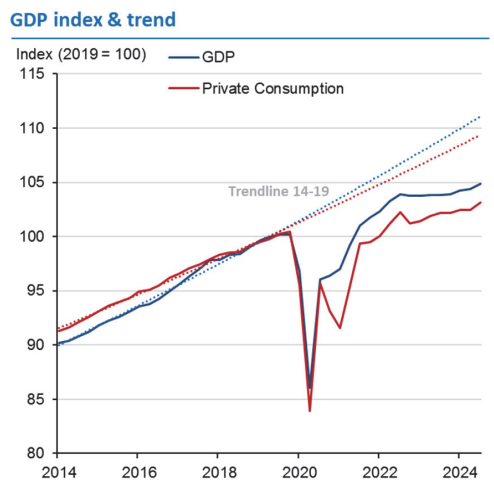
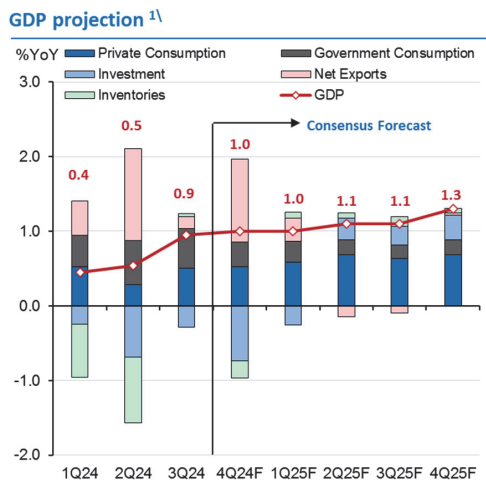
เศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2025F จะฟื้นตัวขึ้นเป็น 1.1% (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์รายงานโดย Bloomberg) จาก 0.7% ในปี 2024F โดยมองปัจจัยหนุนหลักจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ โดยเฉพาะการใช้จ่ายของภาคเอกชน จากค่าจ้างแรงงานที่ขยายตัวสูง และเงินเฟ้อที่ชะลอตัวลง ส่งผลให้ค่าจ้างที่แท้จริงเมื่อหักเงินเฟ้อ (Real Wage) ยังทรงตัวในแดนบวก สะท้อนกำลังซื้อภาคครัวเรือนที่ยังแข็งแกร่ง นอกจากนี้ ตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านอัตราการว่างงานในยูโรโซนที่ทำการระดับต่ำสุดตั้งแต่เคยจัดทำตัวเลขมา ประกอบกับการลดส่วนตำแหน่งงานว่างเปิดรับที่แม้จะชะลอลงจากปีก่อน แต่ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต (2.5% ไตรมาส 3/2024 vs. 1.9% เฉลี่ยปี 2015-2019) ซึ่งจะเป็นอีกหนึ่งแรงส่งให้กับการบริโภคของภาคเอกชนได้ในปีหน้า อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี แม้เศรษฐกิจยูโรโซนมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นในปีหน้า แต่อาจไม่ใช่เส้นทางที่ราบรื่นนัก เพราะยังมีความเสี่ยงอีกหลายประการที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิด อาทิ

- สงครามการค้าที่มีแนวโน้มทวีความรุนแรงขึ้น หลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ โดยอ้างอิงการประเมินจาก

ภาคเอกชน หากนายทรัมป์ขึ้นำแก๊งภาษีกับสินค้านำเข้าได้จริงตามที่หาเสียง GDP ยูโรโซนอาจได้รับผลกระทบประมาณ 0.5-1.0% โดยเฉพาะเยอรมนีและอิตาลีที่จะเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำมากกว่าประเทศอื่นในกลุ่มยูโรโซน เนื่องจากมีภาคการผลิตเป็นหัวใจหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ซึ่งกลุ่มประเทศในยูโรโซนส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ ราว 16-17% ของการส่งออกทั้งหมด (ไม่รวมการค้าภายในเขตเศรษฐกิจเดียวกัน) และยังคงเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ คิดเป็นประมาณ 1% ของ GDP ของกลุ่มฯ นอกจากนี้ สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ ซึ่งจะตามมาด้วยการชะลอแผนการลงทุนของภาคเอกชน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจส่งออก-นำเข้าสินค้าเป็นหลัก

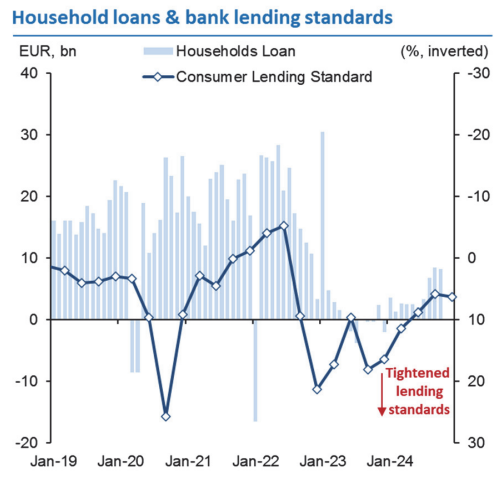
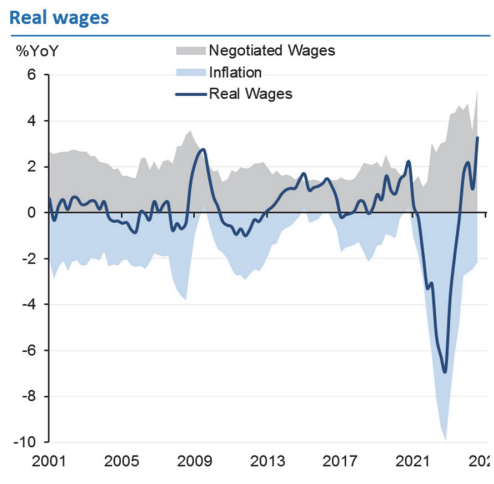
- ความไม่แน่นอนทางการเมืองในยุโรปที่ทวีความรุนแรงขึ้น อาจกระทบต่อความเชื่อมั่นของทั้งภาคธุรกิจ และครัวเรือน โดยเฉพาะในฝรั่งเศสที่พรรครัฐบาลไม่สามารถครองเสียงข้างมากในสภาได้ ส่งผลให้การผ่านร่างงบประมาณประจำปี 2025 ติดขัดและล่าช้า ขณะที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองนี้ ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์บางส่วนเริ่มออกมาปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2025F ลง

แผนภาพที่ 47: เศรษฐกิจยูโรโซนในปี 2025F จะฟื้นตัวขึ้นเป็น 1.1% (อิงจากผลสำรวจของนักเศรษฐศาสตร์ รายงานโดย Bloomberg) จาก 0.7% ในปี 2024F โดยมองปัจจัยหนุนหลักจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ...



Note: 1\ Consensus data as of 9 Dec.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

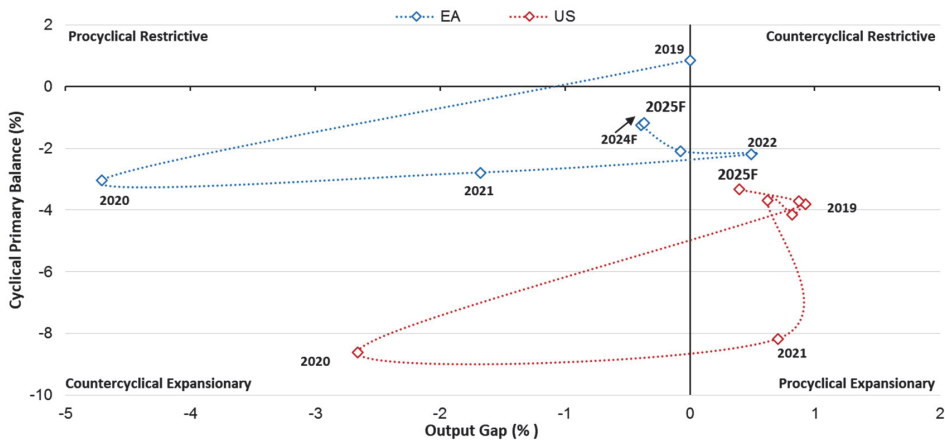
แผนภาพที่ 48: ...โดยเฉพาะการใช้จ่ายของภาคเอกชน จากค่าจ้างแรงงานที่ขยายตัวสูง และเงินเฟ้อที่ลดลง ส่งผลให้ค่าจ้างที่แท้จริงเมื่อหักเงินเฟ้อ (Real Wage) ยังทรงตัวในแดนบวก สะท้อนกำลังซื้อภาคครัวเรือนที่ปรับเพิ่มขึ้น



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

แผนภาพที่ 49: ประเทศในยุโรปมีแนวโน้มดำเนินนโยบายการคลังด้วยความระมัดระวังในปีหน้า และพยายามลดการขาดดุลการคลังลง ท่ามกลางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังเปราะบาง

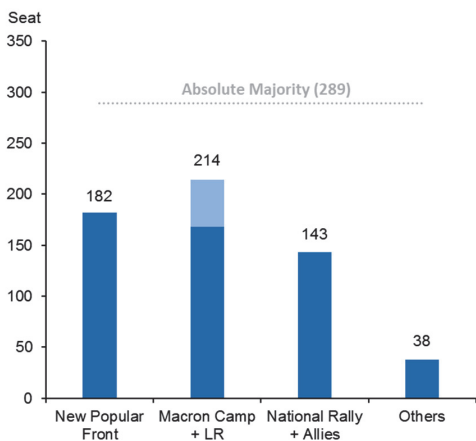
Output gap vs. government cyclical-adjusted primary balance



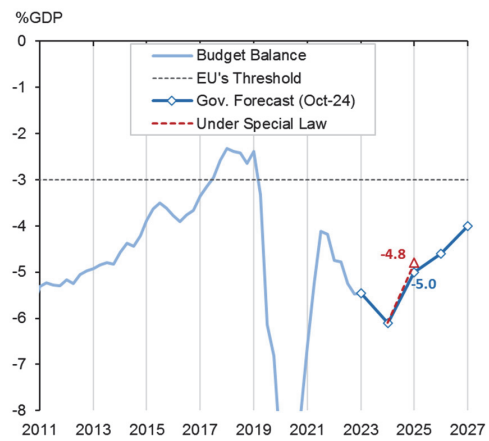
ที่มา: Bloomberg, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 50: พรรครัฐบาลของฝรั่งเศสไม่สามารถครองเสียงข้างมากในสภาได้ ส่งผลให้การผ่านงบประมาณประจำปี 2025 ติดขัดและล่าช้า ขณะที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองนี้ ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์บางส่วนเริ่มออกมาปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2025F ลง

Distribution of seat in the National Assembly



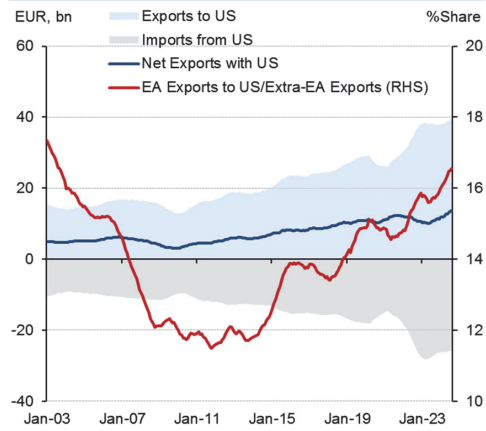
Potential budget balance under special law



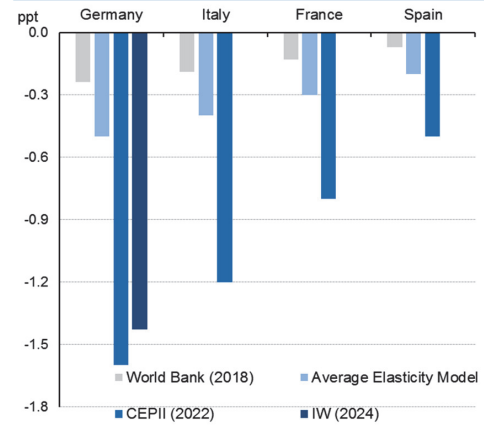
ที่มา: Bloomberg, French Finance Ministry, Le Monde, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 51: สงครามการค้าที่มีแนวโน้มทวีความรุนแรงขึ้น หลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ โดยอ้างถึงการประเมินจากภาคเอกชน หากนายทรัมป์ขึ้นตำแหน่งภายในสิ้นค้ำนำเข้าได้จริงตามที่หาเสียง GDP ยุโรปอาจได้รับผลกระทบประมาณ 0.5-1.0%

Euro area trade with the US (12mma)



Impact on GDP of 10% increase in US tariff rate ¹⁾



Note: Impact on GDP varies depending on demand elasticity. For IW calculations, we show the impact after four years on GDP.

ที่มา: Bloomberg, SUERF, World Bank, CEPII, IW, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

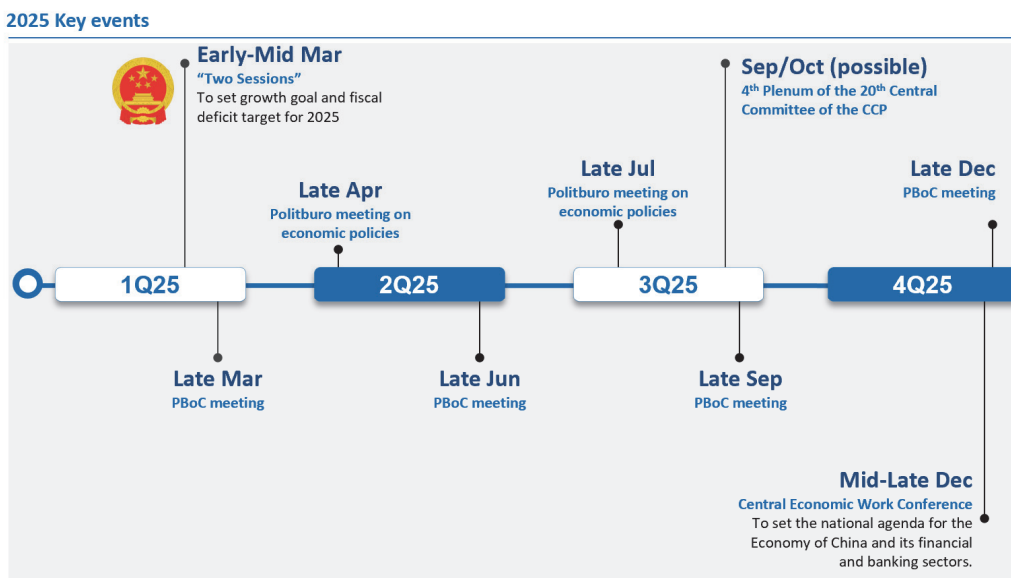
การเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปี 2025 มีแนวโน้มชะลอลง ท่ามกลางความท้าทายในหลายภาคส่วน โดยเฉพาะจากสงครามการค้า โดยคาดว่าทางการจีนจะยังคงตั้งเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth target) ในปี 2025 ไว้ที่ราว 5% เช่นเดียวกับในปีนี้ และเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลการคลังเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งจะช่วยให้การบริโภคในประเทศและการลงทุนของภาครัฐมีแนวโน้มปรับดีขึ้นจากมาตรการสนับสนุนของภาครัฐ ทั้งนี้ การส่งออกที่เป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจจีนในปีนี้มีแนวโน้มได้รับผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้า โดยความเสี่ยงภายนอกที่สูงขึ้นส่งผลให้ทางการจีนมีแนวโน้มมุ่งเน้นการกระตุ้นการเติบโตผ่านการบริโภคในประเทศมากขึ้น ขณะที่ล่าสุด ทางผู้นำระดับสูงของจีนได้ส่งสัญญาณใช้นโยบายการคลังเชิงรุกและนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายมากขึ้นเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจในปีหน้า

จับตามองการประชุมสองสภาประจำปี (Two sessions) และการประชุม Politburo ทางเศรษฐกิจ

สำหรับในปีหน้า การประชุมสำคัญของทางการจีนที่ต้องจับตามอง ได้แก่ การประชุมสองสภาประจำปี (Two sessions) ที่จะจัดขึ้นในเดือนมีนาคม 2025 ซึ่งจะมีการประกาศเป้าหมาย

การเติบโตทางเศรษฐกิจในปี 2025 (GDP growth target) และเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (Fiscal deficit) ตลอดจนการประชุม Politburo ทางเศรษฐกิจในเดือนเมษายน กรกฎาคม และ ธันวาคม ที่ทางการจีนจะประเมินสถานการณ์ทางเศรษฐกิจและอาจส่งสัญญาณถึงการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม

แผนภาพที่ 52: จับตามองการประชุมสองสภาประจำปี (Two sessions) และการประชุม Politburo ทางเศรษฐกิจ



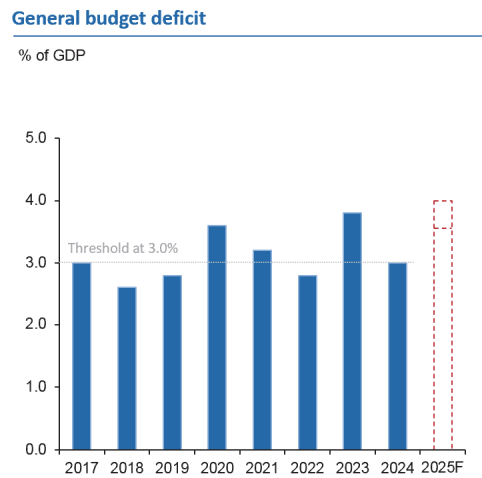
ที่มา: Goldman Sachs, Wikipedia, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทางการจีนอาจยังกำหนด GDP growth target ไว้ที่ราว 5% ตามเดิม และปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (Fiscal deficit) ในปี 2025

สำหรับการกำหนดเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจในปี 2025 (GDP growth target) ตลาดบางส่วนคาดว่าทางการจีนอาจปรับลดเป้าหมายการเติบโตลงเหลือ 4.5% จากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจที่ปรับสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่ามีโอกาสสูงที่ทางการจีนจะยังกำหนด GDP target ในปี 2025 ไว้ที่ราว 5% เช่น

เดียวกับในปีนี้ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับตลาด แม้ว่าจะเป็นเป้าหมายที่ค่อนข้างท้าทาย ท่ามกลางความเสี่ยงจากสงครามการค้าและความเปราะบางภายในประเทศ โดยคาดว่าทางการจีนจะปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลังขึ้นไปเป็น 4% ของ GDP ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 30 ปี (จากระดับปัจจุบันที่ 3% ของ GDP) สะท้อนถึงงบประมาณที่จะเพิ่มขึ้นสำหรับการกระตุ้นเศรษฐกิจในปีหน้า

แผนภาพที่ 53: ทางการจีนอาจยังกำหนด GDP target ไว้ที่ราว 5% ตามเดิม และปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง



Policy makers will likely set a higher-than-usual deficit target of 3.5% to 4% of GDP

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

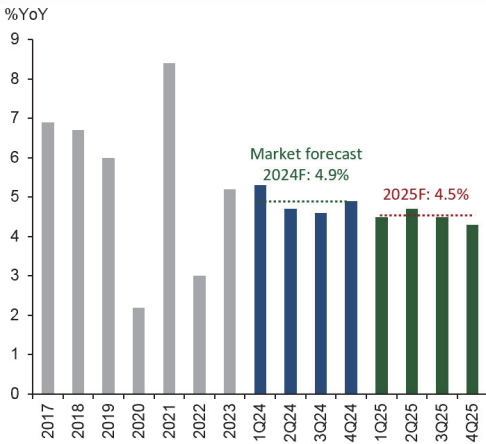
การเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปีหน้ามีแนวโน้มชะลอลงสู่ระดับ 4.5% โดยคาดว่า การบริโภคและการลงทุนจะฟื้นตัว แต่การส่งออกจะปรับลดลง

เศรษฐกิจจีนในปีหน้ามีแนวโน้มขยายตัวชะลอลงสู่ระดับ 4.5% จากที่คาดว่าจะเติบโตได้ราว 5% ในปีนี้ ตามทิศทางของการส่งออกที่มีแนวโน้มปรับลดลงท่ามกลางความตึงเครียดทางการค้า ขณะที่การบริโภคมีแนวโน้มปรับดีขึ้นจากแรงหนุนของมาตรการ

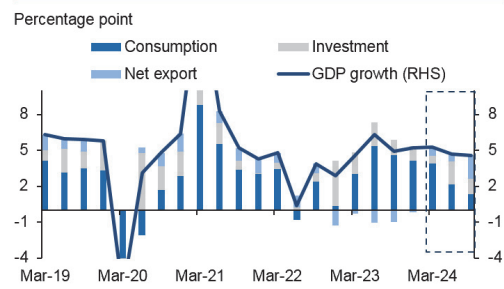
กระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลที่คาดว่าจะมีออกมาเพิ่มเติมในช่วงต้นปีหน้า รวมถึงการลงทุน โดยเฉพาะการลงทุนจากภาครัฐและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นตามการสนับสนุนของภาครัฐ นอกจากนี้ ทางการจีนได้ออกมาตรการ Debt swap เพื่อบรรเทาปัญหาหนี้ให้แก่วัฒนการท้องถิ่น ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นมีแนวโน้มเพิ่มการใช้จ่ายและการลงทุนได้ในปีหน้า

แผนภาพที่ 54: เศรษฐกิจจีนในปีหน้ามีแนวโน้มชะลอตัวลงสู่ระดับ 4.5% โดยคาดว่าจะการบริโภคและการลงทุนจะฟื้นตัว แต่การส่งออกจะปรับลดลง

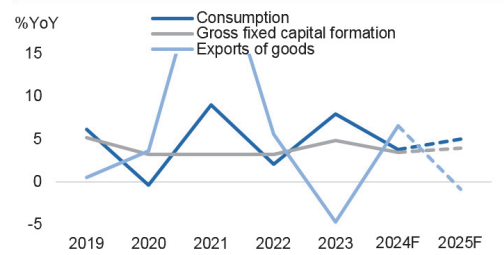
GDP growth



Contribution to real GDP growth^{1\}



Forecasts for GDP growth components



*Note: 1\ Consumption includes household consumption and government consumption
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

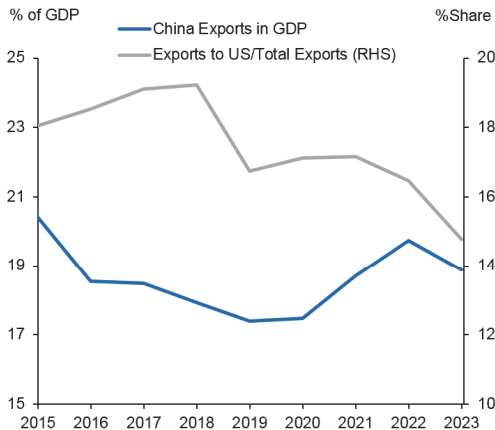
การส่งออก ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจจีนในปีนี้มีแนวโน้มได้รับผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้า

ภาคการส่งออก ซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจจีนในปีนี้มีแนวโน้มได้รับผลกระทบจากความตึงเครียดทางการค้าในปีหน้า โดยปัจจุบัน จีนมีการส่งออกไปยังตลาดสหรัฐฯ ลดลงและหันไปขยายตลาดใหม่ ๆ ในกลุ่มประเทศนอกสหรัฐฯ (non-US market) มากขึ้นภายหลังจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ (Trade War) ในรอบก่อน โดยความเสี่ยงจาก Trade war ในรอบนี้ อาจ

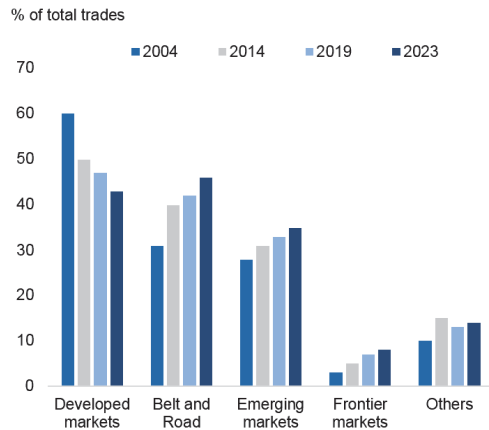
ส่งผลให้จีนต้องพยายามหันไปส่งออกให้แก่ตลาดกลุ่มประเทศเกิดใหม่ (EM) เพิ่มขึ้น รวมถึงอาจมีการย้ายฐานการผลิตออกจากจีนเพื่อหลีกเลี่ยงภาษีจากสหรัฐฯ (relocate supply chain) แต่การหาตลาดส่งออกใหม่ในครั้งนี้อาจทำได้ยากกว่าในอดีต เนื่องจากหลายประเทศเริ่มขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนเพื่อปกป้องอุตสาหกรรมในประเทศเช่นกัน แม้ว่าสินค้าจีนยังคงมีความได้เปรียบในด้านราคาก็ตาม

แผนภาพที่ 55: จีนมีการส่งออกไปยังตลาดสหรัฐฯ ลดลง และหันไปขยายตลาดใหม่ ๆ ในกลุ่มประเทศนอกสหรัฐฯ (non-US market) มากขึ้น

Chinese exports as % of GDP



China trade value by region



- EM exports could further rise on growing economic and political ties between China and Belt & Road economies, and continued supply-chain reorganization from Chinese companies.
- Still, China's push to expand exports in non-US markets may intensify trade tensions and given China's already large market shares in global markets, finding new export markets may be more challenging than in the past.

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

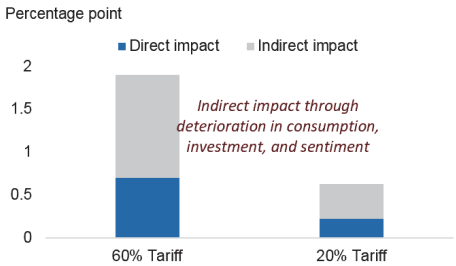
Trade War ถือเป็นความเสี่ยงหลักของเศรษฐกิจจีนในปีหน้า แต่คาดว่าจีนจะมีมาตรการบรรเทาผลกระทบดังกล่าว

ประเด็น Trade War ถือเป็นปัจจัยเสี่ยงหลักที่จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจจีนในปีหน้า โดยจากการประเมินผลกระทบพบว่า หากสหรัฐฯ ขึ้นภาษีสินค้านำเข้า 60% กับจีน จะส่งผลให้ GDP ของจีนอาจลดลงเกือบ 2 percentage point จากทั้งผลกระทบทางตรง (Direct impact) ผ่าน Net export ที่อาจลดลงประมาณ 0.6-0.7 percentage point รวมถึงจากผลกระทบทางอ้อม (Indirect impact) ผ่านการลงทุน การบริโภค และความเชื่อมั่นที่แยลง อย่างไรก็ตาม คาดว่าภาษีดังกล่าวอาจไม่สูงถึง 60% โดยสหรัฐฯ

มีแนวโน้มเปิดโอกาสให้จีนสามารถเจรจาต่อรองได้ เช่นเดียวกับใน Trade war รอบก่อน โดยใน Baseline เรามองว่า Effective tariff rate จะปรับเพิ่มขึ้นราว 20% นอกจากนี้ จีนมีแนวโน้มใช้มาตรการต่าง ๆ เพื่อบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจที่เกิดจากนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ เช่น การเพิ่มมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในประเทศ การปล่อยให้ค่าเงินหยวนอ่อนค่าลงเพื่อบรรเทาผลกระทบจาก tariff การ re-route สินค้า การเพิ่มการส่งออกไปยังประเทศอื่น โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศ EM และกลุ่มประเทศที่มีความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจกับจีน เช่น กลุ่มประเทศ Belt and Road รวมถึงการขึ้นภาษีนำเข้ากลับกับสินค้าจากสหรัฐฯ เป็นต้น

แผนภาพที่ 56: นโยบายการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีน แต่คาดว่าจีนจะมีมาตรการบรรเทาผลกระทบดังกล่าว

Potential impact of US tariffs on Chinese GDP



Possible options to offset the negative tariff impact

China's possible response measures
Reciprocal tariff hikes
Bolstered fiscal and monetary support
CNY depreciation
Export control
Export diversification

USDCNY



ที่มา: Bloomberg, Goldman Sachs, JP Morgan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

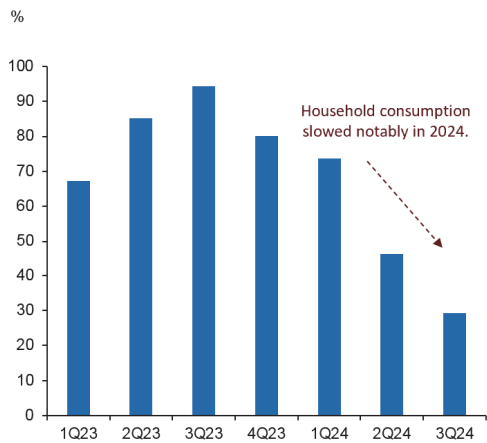
จีนมีแนวโน้มมุ่งเป้าไปที่การกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจผ่านการบริโภคและการลงทุนในประเทศ

ความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกที่เพิ่มขึ้น ทำให้ทางการจีนต้องหันมากระตุ้นการบริโภคและการลงทุนในประเทศมากขึ้น หลังจากที่การบริโภคในปีนี้ปรับลดลง เช่นเดียวกับความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับลดลงต่อเนื่องตามการคาดการณ์ราคาบ้านที่ยังลดลง ดังนั้น การสร้างเสถียรภาพในภาคอสังหาริมทรัพย์จึงถือเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นและการใช้จ่ายของผู้บริโภค โดยในปี 2024 ภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนยังไม่เห็นการฟื้นตัวที่ชัดเจน แม้ว่าล่าสุดเริ่มมีสัญญาณที่ปรับดีขึ้นบ้าง จากราคาบ้าน

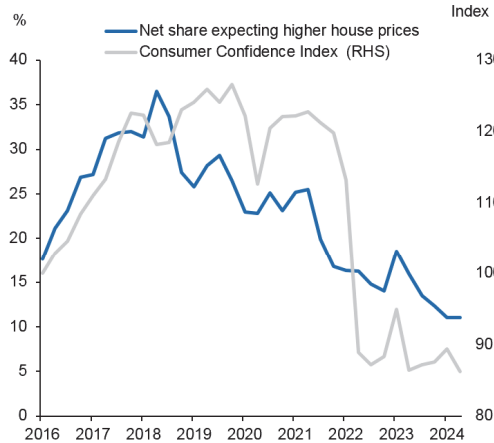
ที่หดตัวน้อยลงและยอดขายที่ปรับดีขึ้น โดยเฉพาะในเมืองใหญ่ โดยในปีหน้า คาดว่าภาคอสังหาริมทรัพย์อาจเริ่มปรับดีขึ้น โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ในเมืองใหญ่ที่มีแนวโน้มฟื้นตัวได้ก่อน ขณะที่เมือง Tier อื่น ๆ โดยเฉพาะเมืองขนาดเล็ก อาจยังต้องใช้เวลาและนโยบายสนับสนุนมากขึ้น เนื่องจากพื้นฐานทางเศรษฐกิจมีความเปราะบางมากกว่าและมีจำนวนอุปทานที่อยู่อาศัยมากกว่าในเมืองใหญ่ โดยหากรัฐบาลกลางมีการจัดสรรเงินทุนสำหรับการลดอุปทานที่อยู่อาศัยอย่างจริงจัง จะเป็นปัจจัยที่ช่วยเร่งการฟื้นตัวของภาคอสังหาริมทรัพย์ได้

แผนภาพที่ 57: การบริโภคและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคปรับลดลงต่อเนื่องตามการคาดการณ์ราคาบ้านที่ลดลง

Share of GDP Growth: Final Consumption Expenditure



Expectations for house prices and consumer confidence

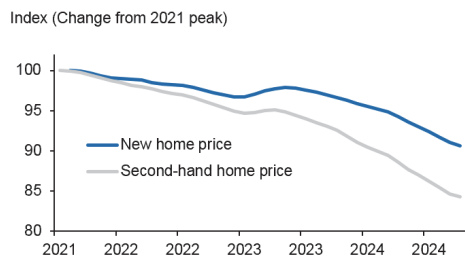


Stabilizing expectations for future house prices is the key to boosting consumer confidence, leading to higher spending.

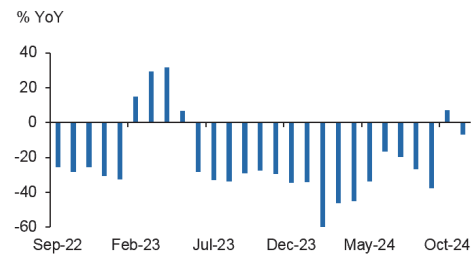
ที่มา: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 58: ภาคอสังหาริมทรัพย์ของจีนในปี 2024 ยังไม่เห็นการฟื้นตัวที่ชัดเจน

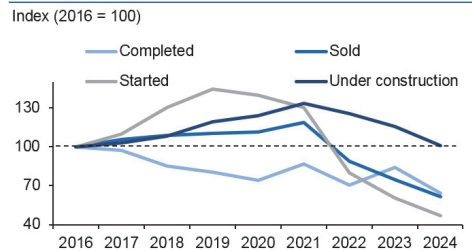
China 70 Cities' Home Price Change



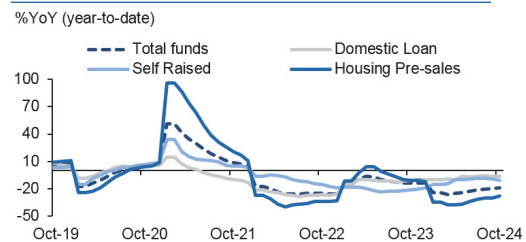
New home sales of the 100 biggest real estate firms



Housing market activities: Floor space (Residential)



Property developers' source of fund growth



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

**ทางการเงินส่งสัญญาณกระตุ้นเศรษฐกิจในปีหน้า ผ่านการใช้
นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายและนโยบายการคลังแบบเชิงรุก
มากขึ้น**

จากการประชุมผู้นำระดับสูงของจีนล่าสุด ทางการเงินได้ส่งสัญญาณว่าจะใช้นโยบายการคลังเชิงรุก (Proactive fiscal policies and unconventional counter-cyclical measures) มากขึ้นในปีหน้า โดยจะเปลี่ยนไปให้ความสำคัญกับการกระตุ้นการบริโภคในประเทศเป็นลำดับแรก หลังจากในช่วงที่ผ่านมาเน้นภาคการ

ผลิตและเทคโนโลยีเป็นสำคัญ ตลอดจนจะเพิ่ม Social safety net ให้แก่ประชาชน และสร้างความมั่นคงด้านการจ้างงานและระดับราคา รวมถึงจะพยายามสร้างเสถียรภาพในตลาดอสังหาริมทรัพย์และตลาดหุ้น โดยทางการเงินมีแนวโน้มขยายวงเงินและขอบเขตของมาตรการ Trade-in Program ที่ให้เงินอุดหนุนเพื่อกระตุ้นการซื้อสินค้าคงทนของผู้บริโภค ซึ่งเริ่มเห็นผลบวกจากมาตรการดังกล่าว ผ่านยอดขายรถยนต์ EV และเครื่องใช้ไฟฟ้าในบ้านที่เร่งตัวขึ้นในไตรมาสนี้

แผนภาพที่ 59: ทางการเงินส่งสัญญาณกระตุ้นเศรษฐกิจในปีหน้า ผ่านการใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายและนโยบายการคลังแบบเชิงรุกมากขึ้น

Language shift from China's top leaders (Politburo meeting)

	Latest	September 2024	December 2023
Monetary	Moderately loose	<ul style="list-style-type: none"> Emphasizing its "prudent" monetary policy stance Strengthening the counter-cyclical adjustment of fiscal and monetary policies 	Prudent monetary policy to be flexible, appropriate, targeted, and effective
Fiscal	More proactive (unconventional counter-cyclical policy adjustments)		Proactive fiscal policy to be appropriately strengthened and improved in quality and efficiency
Housing policy	Stabilize property market	Stabilize the property market and reverse its downturn	N/A
Consumption	Strong boost to consumption and comprehensive expansion of domestic demand	Increase the income of middle and low-income groups and improve the consumption structure	Expand domestic demand and form a virtuous cycle of mutual promotion between consumption and investment

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

แผนภาพที่ 60: ทางการจีนออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อเนื่องนับตั้งแต่ปลายเดือนกันยายนที่ผ่านมา

Support measures launched since late September 2024 and expected for 2025

	Announced since late Sep 2024	Expected in 2025
Monetary	<ul style="list-style-type: none"> 20bps 7-day reverse repo rate cut with a follow-up 25bps LPR adjustment and 30bps MLF rate cut 50bps RRR cut and hint at another 25-50bps by year-end 	<ul style="list-style-type: none"> Two 20bps policy rate cuts Two 25-50bps RRR cuts Allow the CNY to depreciate somewhat to partly offset the tariff impact
Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> Rmb 10trn to facilitate local government debt resolution Rmb400bn additional funding from the unspent bond issuance quota accumulated from previous years Subsidized consumer goods trade-in and equipment upgrade program Small subsidies for disadvantaged groups and students 	<ul style="list-style-type: none"> Higher official deficit (3.5-4% of GDP) Local government special bonds (LGSB) for debt resolution, land repurchases, regional bank recapitalization and infrastructure Rmb2-2.5trn ultra-long-term central government special bonds (ULT CGSB) for major projects, bank recapitalization and consumption
Property	<ul style="list-style-type: none"> Lowered the minimum downpayment ratio to 15% 50bps avg. reduction to existing mortgage rates 100% funding proportion of the Rmb300bn affordable housing re-lending policy (was 60%) Easing of home purchase restrictions Increase lending to white-list projects and target 1 million additional units for urban village renovations Allowing banks to support land reserve buybacks 	<ul style="list-style-type: none"> Additional fiscal support for housing destocking Easing of home purchase restrictions
Equity Market	<ul style="list-style-type: none"> 500bn yuan swap facility allowing securities firms, funds and insurers to borrow for stock purchases Rmb300bn relending program for banks to support listed companies' share buybacks 	<ul style="list-style-type: none"> Policies that emphasize shareholder returns, investor protection, and quality of listed companies

ที่มา: Bloomberg, Goldman Sachs, JP Morgan, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จีนเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงินสู่ Moderately Loose Monetary Policy สะท้อนนโยบายการเงินที่มีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้นในปีหน้า

ทางการจีนได้เปลี่ยนทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินจาก Prudent monetary policy ที่ใช้มาตลอดตั้งแต่ปี 2011-2024 เป็น Moderately loose monetary policy ซึ่งถูกใช้ล่าสุดในช่วง

วิกฤตการเงินโลก (GFC) ปี 2008-2010 โดยเราคาดว่าในปีหน้า ธนาคารกลางจีน (PBOC) จะลดดอกเบี้ยเพิ่มเติมอีก 40bps ท่ามกลางแรงกดดันเงินฝืด ซึ่งจะถือเป็นการลดที่มากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2015 รวมถึงมีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราเงินสำรองตามกฎหมาย (RRR) อีกราว 50-100bps เพื่อเพิ่มสภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจ

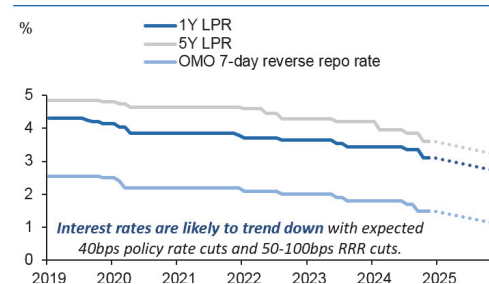
แผนภาพที่ 61: จีนเปลี่ยนทิศทางนโยบายการเงินสู่ Moderately Loose Monetary Policy สะท้อนนโยบายการเงินที่มีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้นในปีหน้า

China's Monetary Policy Stance

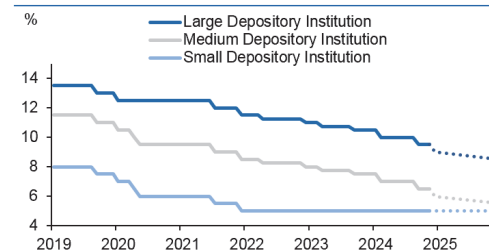
Year	Stance
2025	Moderately loose
2011-2024	Prudent
Nov. 2008-2010	Moderately loose
Jan. 2008-Nov. 2008	Tight
1998-2007	Prudent
1993-1997	Moderately tight

President Xi Jinping's decision-making Politburo vowed to embrace a "moderately loose" monetary policy in 2025, signaling more rate cuts ahead and shifting from a "prudent" strategy that's been held for nearly 14 years.

Monetary policy: Interest rates

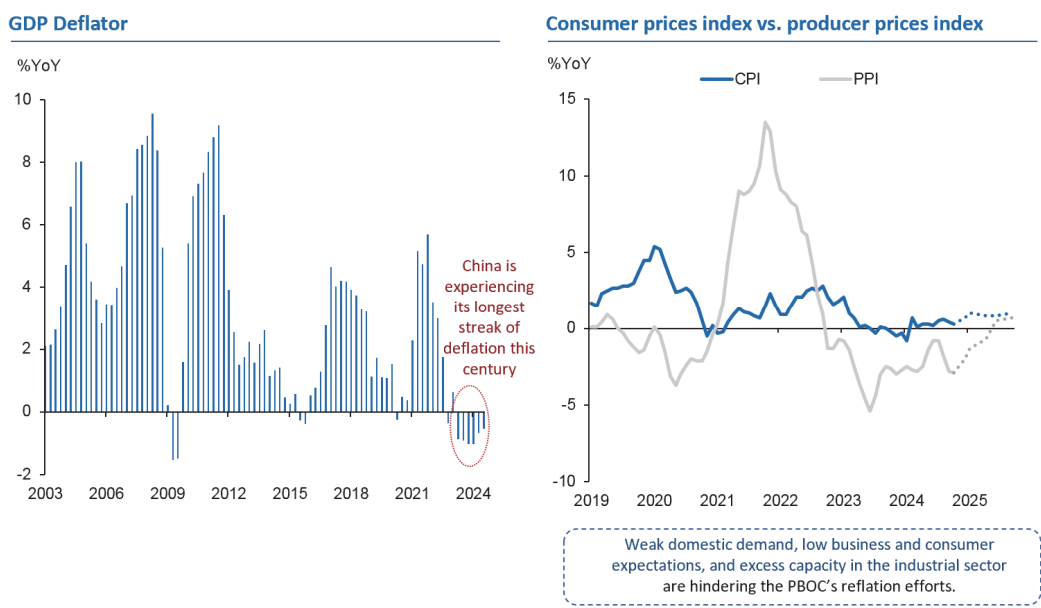


Required Reserve Ratio



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

แผนภาพที่ 62: จีนยังมีแนวโน้มเผชิญกับแรงกดดันเงินฝืด แม้คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะปรับเพิ่มขึ้นในปีหน้า แต่จะยังอยู่ในระดับต่ำ



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2025 มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง ตามการฟื้นตัวของอุปสงค์ภายในประเทศ โดยเฉพาะการบริโภคภาคครัวเรือน โดยการเพิ่มขึ้นของค่าจ้างและค่าจ้างที่แท้จริงจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการบริโภคของญี่ปุ่น นอกจากนี้ เงินเฟ้อในปีหน้ามีแนวโน้มทรงตัวที่ระดับเป้าหมายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ที่ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดยเราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป ปีละ 2 ครั้งสู่ระดับ 1% ในช่วงปลายปีงบประมาณหน้า อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก โดยเฉพาะนโยบายภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ รวมถึงความไม่แน่นอนจากการเมืองในประเทศและนโยบายของรัฐบาลยังคงเป็นประเด็นที่ต้องจับตาอย่างใกล้ชิด เนื่องจากอาจส่งผลกระทบต่อทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ

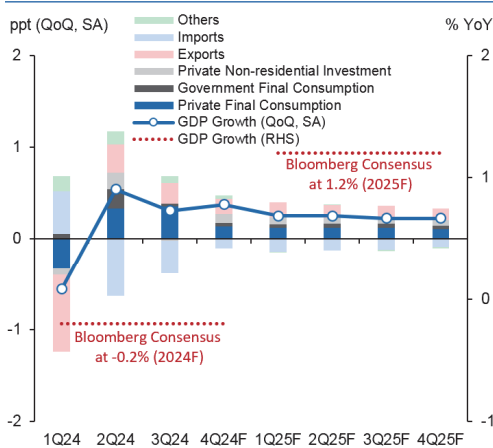
เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2025 มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง จากแรงหนุนของอุปสงค์ภายในประเทศ

เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปีหน้ามีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง จากแรงสนับสนุนของอุปสงค์ภายในประเทศ (Domestic Demand) โดยเฉพาะการบริโภคภาคครัวเรือนที่ยังมีแนวโน้มขยายตัว ตามทิศทางของค่าจ้างและค่าจ้างที่แท้จริง (Real Wage) ที่มีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น รวมถึงอาจได้ผลบวกจากมาตรการของภาครัฐ

นอกจากนี้ การลงทุนของภาคธุรกิจยังคงเป็นไปในทิศทางขาขึ้น อันเป็นผลมาจากกำไรภาคธุรกิจ (Corporate Profit) และความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ (Business Sentiment) ตลอดจนความต้องการลงทุนที่ยังอยู่ในระดับดี ด้านการส่งออกมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น ตามอุปสงค์ของสินค้าในกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ที่ยังแข็งแกร่ง รวมถึงเศรษฐกิจโลกยังมีทิศทางขยายตัวต่อเนื่อง

แผนภาพที่ 63: เศรษฐกิจญี่ปุ่นในปี 2025 มีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง

GDP: contribution to growth ^{1\} 2\



Factors affecting Japan's GDP growth in 2025

	Trend in 2025	Supporting factors
Consumption	+	<ul style="list-style-type: none"> Improvements in real wages The effects of an increase in the income tax threshold (which is being discussed by the ruling coalition and DPP)
CAPEX	+	<ul style="list-style-type: none"> Continued high levels of corporate profits and positive business sentiment Steady capital investment will continue as sustained investment demand strengthens domestic manufacturing bases
Export	+	<ul style="list-style-type: none"> Japan's auto production normalizes, and semiconductor-related exports will remain firm amid a soft landing by the US economy and continued moderate growth in the global economy

Note: 1\ Consensus as of 11 Dec. 2\ The figure shows preliminary data.

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

นโยบายของพรรคฝ่ายค้านในการปรับขึ้นเกณฑ์รายได้ขั้นต่ำที่ต้องเสียภาษีเป็นประเด็นที่ต้องจับตามอง

รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งประกอบด้วย การสนับสนุนการขึ้นค่าจ้าง การบรรเทาปัญหาเงินเฟ้อให้แก่ประชาชน และการแจกเงินให้กับประชาชนรายได้น้อย เพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในประเทศ นอกจากนี้ หนึ่งในนโยบายทางเศรษฐกิจที่ควรจับตามองคือข้อเสนอจากพรรคฝ่ายค้าน (DPP) ในการปรับเกณฑ์รายได้ขั้นต่ำที่จะถูกเก็บภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา (Income Threshold) โดยพรรค DPP ได้มีการ

เสนอให้เพิ่มเพดานจาก 1.03 ล้านเยนในปัจจุบัน เป็น 1.78 ล้านเยน ซึ่งหากมีการดำเนินการดังกล่าว คาดว่าจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ (GDP) ได้ประมาณ 0.3 percentage point อย่างไรก็ตาม ข้อเสนอนี้อาจส่งผลให้รายได้จากภาษีของรัฐบาลลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ฝ่ายรัฐบาลมีแนวโน้มเจรจาขอปรับลดลงมาอยู่ที่ 1.3 ล้านเยน ซึ่งเป็นระดับรายได้ขั้นต่ำที่ต้องเริ่มจ่ายเงินประกันสังคม โดยแม้ว่าการประนีประนอมดังกล่าวจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้น้อยกว่า แต่ยังเป็นผลดีต่อการบริโภคภาคครัวเรือนในระยะยาว

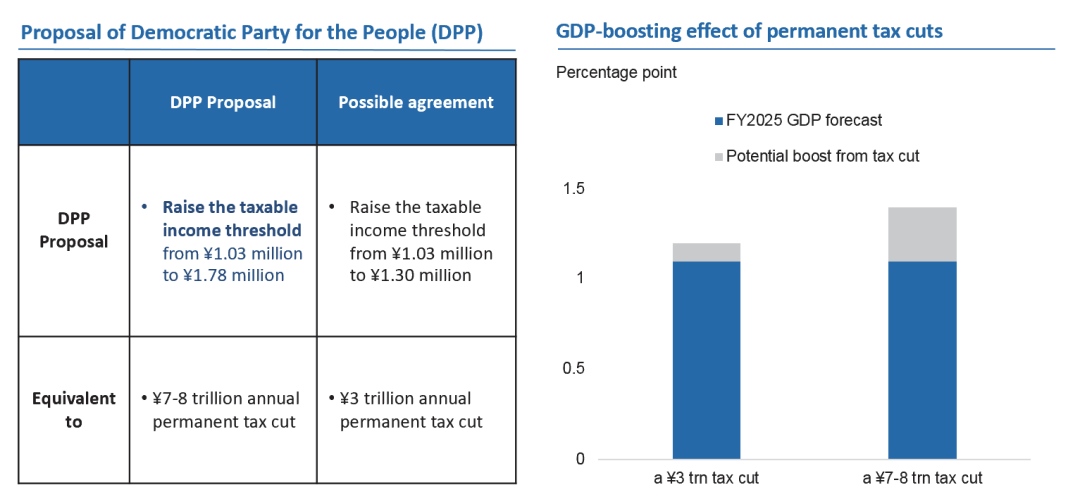
แผนภาพที่ 64: รัฐบาลญี่ปุ่นได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งประกอบด้วย การสนับสนุนการขึ้นค่าจ้าง การบรรเทาปัญหาเงินเฟ้อให้แก่ประชาชน และการแจกเงินให้กับประชาชนรายได้น้อย

Economic package (Cabinet approved on 22 Nov)

Measures	Total Size (JPY, trn)	Fiscal Spending (JPY, trn)	Details
Support for economic growth in Japan and regional areas	19.1	10.4	<ul style="list-style-type: none"> • Create environment conducive to wage hikes (i.e. support pass-through of higher costs to prices, with a view to provide higher wages) • Fund transfer to revitalize regional economies (i.e. expand value-added in agriculture and tourism industries) • Promote Japan as a center of investment and asset management (i.e. expand domestic investment, support AI and semiconductors, and support start-ups that drive innovation)
Measures to address Inflation	12.7	4.6	<ul style="list-style-type: none"> • Cash benefits to low-income households (30,000 JPY per household, additional 20,000 JPY per child) • Extension of subsidies for electricity and gas bills to Jan-Mar 2025 • Extension of subsidies for gasoline
Measures to ensure the safety and security of citizens	7.2	6.9	<ul style="list-style-type: none"> • Natural disaster recovery, disaster prevention, and strengthening of infrastructure (i.e. equip disaster evacuation facilities) • Support for childcare, crime prevention (e.g. improve work environment and higher wages for nursery teachers)

ที่มา: Cabinet Office, Goldman Sachs, Reuters, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 65: นโยบายปรับขึ้นเกณฑ์รายได้ขั้นต่ำที่ต้องเสียภาษีจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น



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

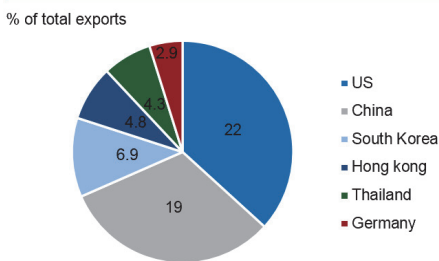
ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในปีหน้ามาจากปัจจัยภายนอกมากกว่าปัจจัยภายในประเทศ

เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังคงมีความไม่แน่นอนจากนโยบายการปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม คาดว่าผลกระทบโดยรวมต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นอาจอยู่ในระดับจำกัด เนื่องจากการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ ร้อยละ 10 ต่อทุกประเทศ อาจไม่ส่งผลต่อความสามารถในการแข่งขันด้านราคา (Price Competitiveness) อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากประเทศอื่น ๆ ต่างเผชิญกับมาตรการ

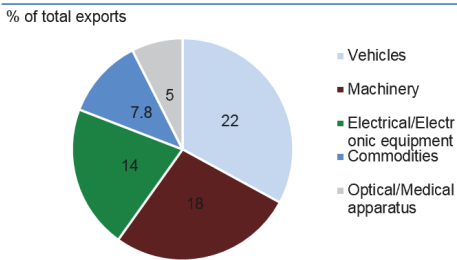
เดียวกัน โดยขนาดของผลกระทบมีแนวโน้มขึ้นอยู่กับเปลี่ยนแปลงในอุปสงค์สินค้าจากสหรัฐฯ และความสามารถของสหรัฐฯ ในการหาสินค้าในประเทศเพื่อทดแทนการนำเข้าจากญี่ปุ่น ซึ่งอาจทำได้ไม่ถนัด รวมถึงคาดว่าสหรัฐฯ จะไม่ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าร้อยละ 10 กับทุกประเทศได้อย่างรวดเร็ว เนื่องจากต้องใช้ระยะเวลาพิจารณาและผ่านกระบวนการตามกฎหมาย ดังนั้น ผลกระทบจากนโยบายการปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปีหน้ายังมีแนวโน้มอยู่ในระดับจำกัด

แผนภาพที่ 66: ผลกระทบจากนโยบายการปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นในปีหน้ายังมีแนวโน้มอยู่ในระดับจำกัด

Japan's main export destinations



Japan's exports by category



Impact of US tariffs on Japanese economy

	Impact
10% across-the-board tariff on all US imports	<ul style="list-style-type: none"> Relative price competitiveness across countries exporting to the US will not change 10% universal tariff would reduce US GDP by <0.5pp The impact on Japan's GDP would be limited to <0.1pp
Tariffs on Chinese exports to the US	<ul style="list-style-type: none"> Limited knock-on effects for Japan's economy (<0.1pp)
Tariffs focused on the Japanese auto industry	<ul style="list-style-type: none"> 10% tariff would reduce Japan's auto exports to the US by about 10%, lowering GDP by around 0.1-0.2pp

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

การเติบโตของค่าจ้างในปีหน้ายังมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในอดีต

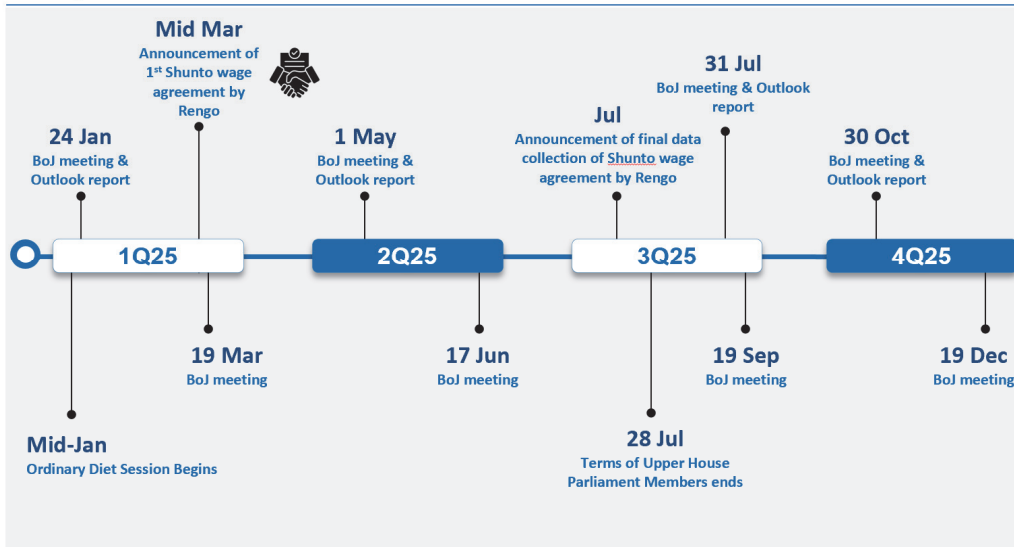
การเติบโตของค่าจ้างยังเป็นประเด็นสำคัญที่ต้องจับตา ซึ่งข้อมูลในช่วงที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าค่าจ้างพื้นฐาน (Base Wage) ของพนักงาน (Full-time workers) ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปีงบประมาณนี้ โดยล่าสุดอยู่ที่ประมาณ 3% ซึ่งเป็นระดับที่สอดคล้องกับระดับอัตราเงินเฟ้อเป้าหมายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ที่ 2% อย่างยั่งยืน โดยแม้ว่าผลการเจรจาค่าจ้างในปีหน้า

จะมีแนวโน้มอยู่ในระดับต่ำกว่าของปีนี้ที่ 5.1% (Base Wage 3.6%) ตามเงินเฟ้อที่ลดลง แต่คาดว่าค่าจ้างพื้นฐาน (Base Wage) จะยังสามารถทรงตัวอยู่ในระดับ 3% ได้ เนื่องจากตลาดแรงงานที่ยังคงตึงตัว

สำหรับปีหน้า ค่าจ้างที่แท้จริง (Real Wage) มีแนวโน้มกลับมาขยายตัวเป็นบวกได้ต่อเนื่อง หลังจากที่ติดลบเป็นส่วนใหญ่ในปีนี้ ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการบริโภคภาคครัวเรือนในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 67: การเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างประจำปีของสหภาพแรงงานที่จะเริ่มรายงานผลในช่วงเดือน มี.ค. จะเป็นหนึ่งในองค์ประกอบสำคัญต่อการดำเนินนโยบายการเงินสำหรับ BoJ

2025 Key events ^{1\}

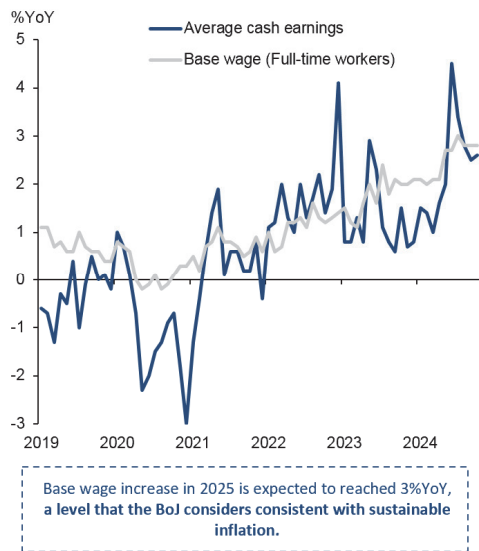


Note: 1\ Timeline of Shunto wage agreement is considered from 2024 timeline.

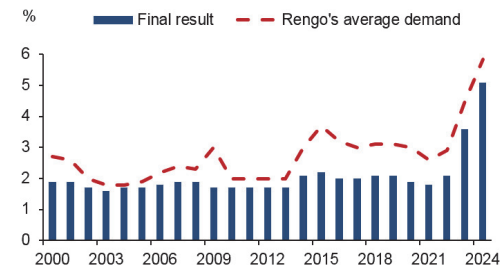
ที่มา: Bank of Japan, Rengo, Goldman Sachs, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 68: ค่าจ้างพื้นฐาน (Base Wage) ของพนักงาน (Full-time workers) ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปีงบประมาณนี้

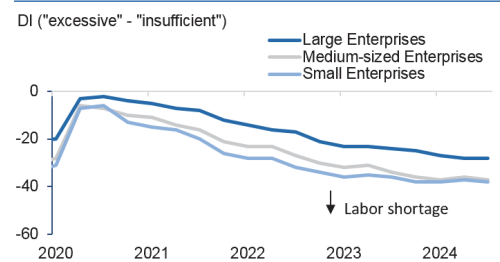
Wage growth



Shunto wage negotiations



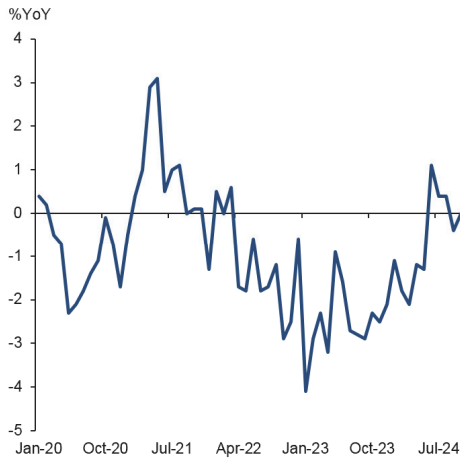
Labor shortage: Employment Conditions



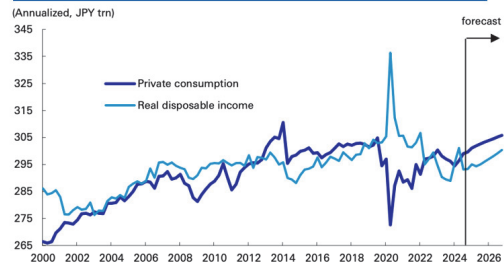
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 69: ค่าจ้างจริง (Real Wage) มีแนวโน้มกลับมาขยายตัวเป็นบวกได้ในปีหน้า

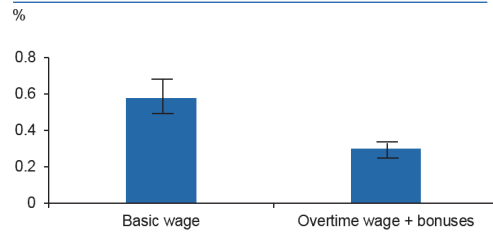
Japan's real wage growth



Real private consumption and real disposable income



Elasticity of consumption to wages



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

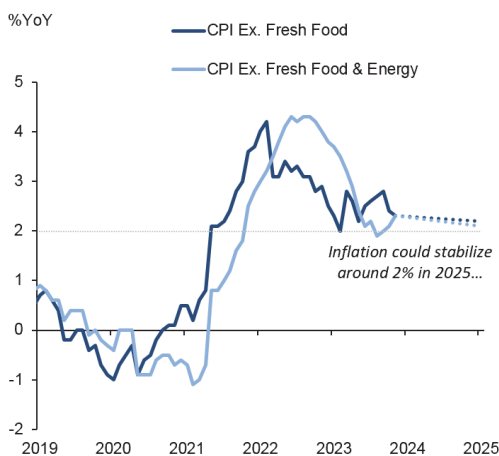
ด้านอัตราเงินเฟ้อในปี 2025 มีแนวโน้มทรงตัวที่ระดับ 2%

แม้ว่าอัตราเงินเฟ้อจะมีแนวโน้มชะลอลงตัวลงในปีหน้า แต่คาดว่าจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 2% ซึ่งเป็นเป้าหมายของ BoJ ได้อย่างยั่งยืน โดยการปรับขึ้นค่าจ้างยังคงสร้างแรงกดดันต่อเงินเฟ้อผ่านต้นทุนแรงงานที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ภาคธุรกิจยังมีแนวโน้ม

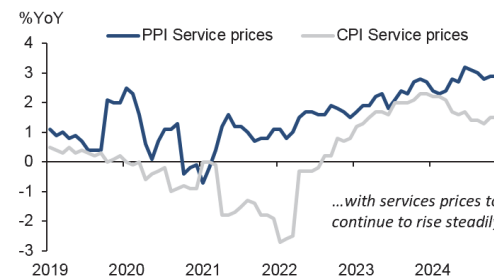
ส่งผ่านต้นทุนค่าจ้างไปยังราคาสินค้า โดยเฉพาะราคาสินค้าในภาคบริการ (Service Prices) อย่างต่อเนื่อง ขณะที่ผลสำรวจยังชี้ว่าประชาชนส่วนใหญ่มองว่าราคาสินค้าจะปรับเพิ่มขึ้นในอีก 1 ปีข้างหน้า

แผนภาพที่ 70: อัตราเงินเฟ้อในปีหน้ามีแนวโน้มทรงตัวอยู่ที่ระดับ 2% ซึ่งเป็นเป้าหมายของ BoJ ได้อย่างยั่งยืน

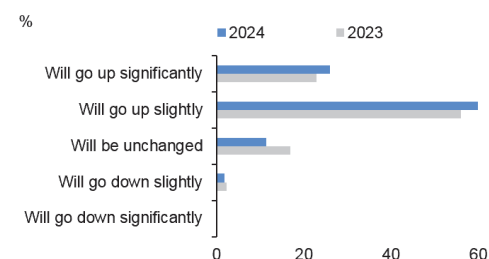
Japan's inflation: Consumer price index



Service prices



Outlook for price levels one year from now: BoJ survey



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

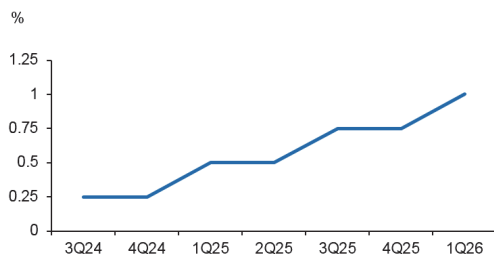
BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายปีละ 2 ครั้ง สู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงปลายปีงบประมาณหน้า

จากแนวโน้มค่าจ้างและอัตราเงินเฟ้อดังกล่าว เราคาดว่า BoJ จะดำเนินการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายปีละ 2 ครั้ง ครั้งละ 25bps ไปสู่ระดับ 1% ในช่วงปลายปีงบประมาณหน้า ทั้งนี้ ยังมีปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่อ การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย

นโยบายของ BoJ ในอนาคต เช่น หากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากกว่าที่คาดไว้ อาจทำให้ BoJ ต้องชะลอการขึ้นดอกเบี้ย หรือในทางกลับกัน หากมีเหตุการณ์ที่ส่งผลให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงมาก BoJ อาจมีความจำเป็นต้องเร่งการขึ้นดอกเบี้ย เพื่อป้องกันความเสี่ยงเงินเฟ้อที่เกิดจากการอ่อนค่าของเงินเยน

แผนภาพที่ 71: BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายปีละ 2 ครั้ง สู่ระดับอย่างน้อย 1% ในช่วงปลายปีงบประมาณหน้า

Forecast of BoJ's rate hikes



Japan Economic Forecasts: Bloomberg survey

	Median forecast
BoJ Target Rate (YE2025)	0.75%
10-year JGB yield (YE2025)	1.4%
USDJPY (YE2025)	145
Terminal rate	1.00%

Uncertainties around the BoJ's rate hikes

Factors	Consequences
Heightened tariff policy under Trump administration	Greater downside risk for the Japanese economy, raising obstacles to the BoJ's plan to hike rates
More aggressive fiscal policy	Higher terminal rate in the BoJ's rate-hike cycle or a faster hike in policy rates if an active fiscal policy leads to higher JGB issuance and BoJ increases its purchasing which would heighten the downward pressure on JPY
Instability in Japanese politics	A delay in the BoJ's rate hikes

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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยในปี 2025F คาดจะขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.0% จาก 2.8% ในปี 2024F โดยมองปัจจัยสนับสนุนจากใช้จ่ายของภาครัฐฯ ที่เร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะโครงการลงทุนต่างๆ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ขณะเดียวกัน การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มได้รับแรงหนุนจากเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ ในการย้ายฐานการผลิต โดยแนวโน้มการท่องเที่ยวยังฟื้นตัวต่อเนื่องแม้จะชะลอลงบ้าง คาดว่า จะช่วยหนุนให้การบริโภคภาคเอกชนยังขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป ด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2025F มีแนวโน้มจะเร่งขึ้นเป็น 1.2% จากระดับ 0.6% ในปี 2024F ส่งผลให้นโยบายการเงินอาจผ่อนคลายน้อยลงได้บ้าง แต่ไม่มากนัก เนื่องจากเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวกลับสู่ระดับศักยภาพ และอัตราเงินเฟ้อมีทิศทางเร่งขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมาย ด้านความเสี่ยงเรอบมองว่าภาวะหนี้ครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับสูงเป็นปัจจัยกดดันหลัก นอกเหนือรวมถึงสถานการณ์ในอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ยังคงมีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งการขึ้นทะเบียน ประธานาธิบดีของนายโดนัลด์ ทรัมป์เป็นความเสี่ยงที่สำคัญ ด้วยนโยบายกีดกันทางการค้าและนโยบายภาษี ที่จะกดดันการส่งออกของไทยในปี 2025F และการเติบโตของเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มต่ำลงจากมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ อาจส่งผลให้อุปสงค์ในประเทศจีนลดลง ซึ่งมีผลทำให้การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวของไทยอาจได้รับผลกระทบบางส่วน

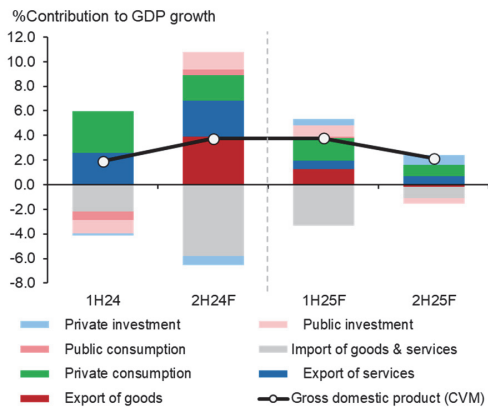
เศรษฐกิจไทยในปี 2025F คาดว่าจะขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.0% แต่ความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำ ขณะที่มอง ปัจจัยสนับสนุนมาจากการลงทุนทั้งภาครัฐ และเอกชน รวมถึงภาคการท่องเที่ยวที่ยังขยายตัวต่อเนื่อง ส่วนเงินเฟ้อคาดว่าจะกลับสู่กรอบเป้าหมายได้ส่งผลให้นโยบายการเงินอาจผ่อนคลายน้อยได้เล็กน้อย

เศรษฐกิจไทยในปี 2025F คาดจะขยายตัวดีขึ้นเป็น 3.0% จากระดับ 2.8% ในปี 2024F โดยมองการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในช่วงครึ่งปีแรกจะสดใสกว่าครึ่งปีหลัง ส่วนหนึ่งจากผลของฐานด้านปัจจัยสนับสนุนคาดว่าจะมาจากใช้จ่ายของภาครัฐฯ ที่เร่งตัวขึ้น โดยเฉพาะโครงการลงทุนต่างๆ และมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ ขณะเดียวกัน การลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มได้รับแรงหนุนจากเม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศ ในการย้ายฐานการผลิต ขณะเดียวกันแนวโน้มการท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวต่อเนื่องแม้จะชะลอลงบ้าง คาดว่าจะช่วยหนุนให้การบริโภคภาคเอกชนยังขยายตัวได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยการฟื้นตัวของรายได้ในหลายสาขาอาชีพยังล่าช้า โดยเฉพาะลูกจ้างในสาขาภาคการผลิต และกลุ่ม

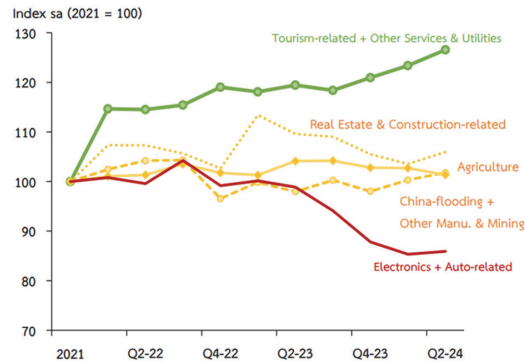
อาชีพอิสระ รวมถึงภาระหนี้สินของครัวเรือนที่ยังอยู่ในระดับสูงมองเป็นปัจจัยกดดันหลัก นอกเหนือไปจากอุปสงค์ในหมวดยานยนต์ที่ยังคงมีความไม่แน่นอนสูงและนโยบายกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ ด้านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในปี 2025F มีแนวโน้มจะเร่งขึ้นเป็น 1.2% จากระดับ 0.6% ในปี 2024F ส่งผลให้นโยบายการเงินอาจผ่อนคลายน้อยลงได้บ้าง แต่ไม่มากนัก เนื่องจากเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวกลับสู่ระดับศักยภาพ และอัตราเงินเฟ้อมีทิศทางเร่งขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมาย อีกทั้งความเสี่ยงและความไม่แน่นอนจากปัจจัยทั้งภายใน และภายนอกที่สูงขึ้น ดังนั้นการรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy Space) ในภาวะที่ความไม่แน่นอนสูงขึ้นอาจเป็นสิ่งที่ผู้ดำเนินนโยบายจะให้ความสำคัญเพิ่มขึ้น โดยสรุปเราคาดว่า กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 0.25% ในการประชุมครั้งแรกของปี 2025F มาอยู่ที่ระดับ 2.00% และมีแนวโน้มที่จะคงดอกเบี้ยไว้ที่ระดับดังกล่าวตลอดทั้งปีหากกิจกรรมทางเศรษฐกิจยังฟื้นตัวต่อเนื่องตามที่คาด และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อใหม่ในระบบไม่หดตัวรุนแรง

แผนภาพที่ 74: อย่างไรก็ตาม เรามองว่าประมาณการเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงที่โน้มไปทางด้านต่ำจากหลายปัจจัย

Actual and projected contribution to GDP growth ¹⁾



Economic activity across sectors ²⁾



Note: 1) %Contribution to GDP growth in chart does not include inventories, residuals and Statistic discrepancies, 2) Tourism-related and Other Services & Utilities uses VAT per company as a proxy (Ex. Manufacturing of Beverages, Government services and lotto. Real Estate & Construction-related uses VAT on average sales across companies within construction sector. Agriculture uses agricultural production index as a proxy. China-flooding / Electronics / Auto-related / Other Manufacturing & Mining uses manufacturing production index (MPI) as a proxy; BoT calculations.

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

การลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนคาดว่าจะเป็นแรงหนุนสำคัญต่อการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปี 2025F

เราคาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะพลิกกลับมาขยายตัว 3.7% ในปี 2025F จากที่คาดว่าจะหดตัว -2.4% ในปี 2024F จากปัจจัยฐานและแรงหนุนจากยอดการออกบัตรการส่งเสริมการลงทุนที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัย โดยในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี 2024 ได้มีการออกบัตรส่งเสริมถึง 2,072 โครงการ รวมเป็นมูลค่ากว่า 6.7 แสนล้านบาท (vs. 3.4 แสนล้านบาท ในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี 2023 และ 4.9 แสนล้านบาท ทั้งปี 2023) อีกทั้งยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงปี 2019-2023 ที่ 4.3 แสนล้านบาท นำโดยอุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ 2.5 แสนล้านบาท (vs. 1.3 แสนล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน) และอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วน 5.4 หมื่นล้านบาท (vs. 3.3 หมื่นล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)

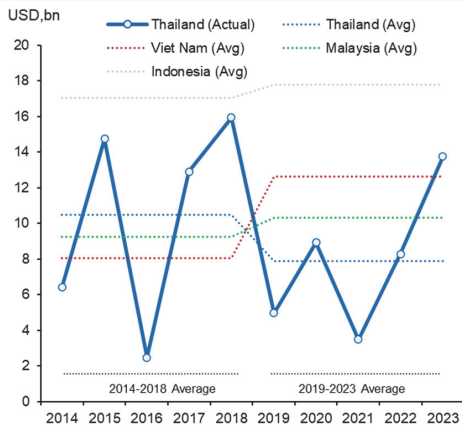
อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยกำลังสูญเสียศักยภาพในการดึงดูดเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างชาติอย่างต่อเนื่อง สะท้อนจากมูลค่าการลงทุนทางตรงจากต่างชาติของประเทศไทยที่ลดลงจากเดิมที่มีสัดส่วนราว 1.8% ของ GDP ในช่วงปี 2014-2019

เหลือเพียง 1.2% ของ GDP ในช่วงปี 2019-2023 ซึ่งน้อยกว่าเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้านอย่างเวียดนามที่มีมูลค่าการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติสูงถึง 4.5% ของ GDP นอกจากนี้ มาเลเซียเองก็มีมูลค่าการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติในระดับที่สูงกว่าไทยเช่นเดียวกันที่ระดับ 3.0% ของ GDP โดยค่าเฉลี่ยของกลุ่มของประเทศเอเชียแปซิฟิก (ยกเว้นประเทศรายได้สูง) มีมูลค่าการลงทุนโดยตรงจากต่างชาติ 1.4% ของ GDP ทำให้รัฐบาลมีความจำเป็น และควรให้ความสำคัญกับการดึงดูดนักลงทุนต่างชาติเพื่อเพิ่มศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจในระยะยาว

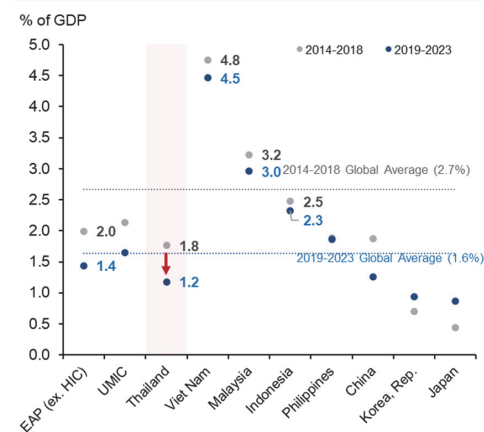
ด้านการลงทุนภาครัฐเราคาดว่าจะขยายตัว 3.8% ในปี 2025F ต่อเนื่องจาก ปี 2024F ที่คาดว่าจะขยายตัวราว 3.3% โดยรัฐบาลมีโครงการขนาดใหญ่หลายโครงการที่อยู่ในขั้นตอนของการศึกษาและพิจารณา เช่น โครงการแลนด์บริดจ์ สร้อยไข่มุกอ่าวไทยและเอนเตอร์เทนเมนต์ คอมเพล็กซ์ ซึ่งคาดว่าจะใช้เงินลงทุนรวมกันราวเกือบ 10% ของ GDP รวมถึงการลงทุนในการสร้างโครงข่ายรถไฟความเร็วสูงเชื่อมทั่วประเทศที่ต้องติดตามการเบิกจ่ายเม็ดเงินลงทุน ซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนการลงทุนภาครัฐในปี 2025F

แผนภาพที่ 75: เม็ดเงินการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศมีสัดส่วนลดลงจากเดิม 1.8% ของ GDP ในช่วงปี 2014-2019 เหลือเพียง 1.2% ของ GDP ในช่วงปี 2019-2023

Foreign direct investment, net inflows (values)



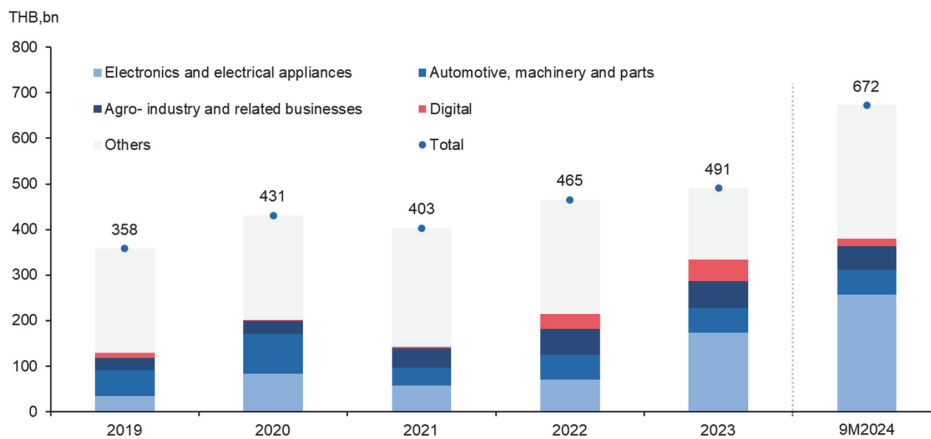
Foreign direct investment, net inflows (% of GDP)



Note: EAP (ex. HIC) = East Asia & Pacific (excluding high income), UMIC = Upper middle income.
ที่มา: WDI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 76: อย่างไรก็ตามในปี 2025F เม็ดเงินการลงทุนโดยตรงคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นสะท้อนจากตัวเลขการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนที่สูงสุดในรอบ 10 ปี

BOI's investment promotion certificate issuance



Note: Others investment mostly contributed by High value service, Utility, and Metal and material.
ที่มา: BOI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 77: รัฐบาลมีโครงการขนาดใหญ่หลายโครงการที่อยู่ในขั้นตอนการศึกษาและพิจารณา เช่น โครงการแลนด์บริดจ์ สร้อยไข่มุกอ่าวไทยและเอนเตอร์เทนเมนต์ คอมเพล็กซ์

Upcoming mega projects

1


Land Bridge



- Purpose:** Develop the southern economy, connect transportation between the Gulf of Thailand and the Andaman Sea
- Cost:** ~1,000,000 THB,mn (5.8% of GDP)

2

Entertainment Complexes



- Purpose:** Attract foreign investment, raise income from tourism, and increase government income through taxes and fees.
- Cost:** ~300,000-500,000 THB,mn (1.7%-2.4% of GDP)

3

Pearl Necklace Project



- Purpose:** Obtain land and reduce congestion in Bangkok and prevent flooding in Bangkok and its vicinity.
- Cost:** ~400,000 THB,mn (2.3% of GDP)

Potential projects

High-Speed Corridor	Length	Cost	Status
Northeastern HSR Phase 1 (2026)	250.8 km	179,412 THB,mn	Under construction "could be in service by 2028"
Eastern HSR Phase 1 (2027)	220 km	224,544 THB,mn	Site preparation
Northeastern HSR Phase 2 (2029)	356.01 km	226,340 THB,mn	Will be presented to the cabinet for approval
Northern HSR Phase 1 (2032)	380 km	212,892 THB,mn	Planning stage
Southern HSR Phase 1 (2032)	211 km	100,125 THB,mn	Planning stage
Northern HSR Phase 2 (2037)	288 km	232,411 THB,mn	Planning stage
Southern HSR Phase 2 (2037)	759 km	432,329 THB,mn	Planning stage
Eastern HSR Phase 2 (2037)	190 km	159,111 THB,mn	Planning stage

*Note: Costs of upcoming projects are estimated, % of GDP calculated by 2023 GDP
ที่มา: Local press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)*

อัตราภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ของไทยอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับทั้งประเทศรายได้ปานกลาง และประเทศที่มีเศรษฐกิจนอกระบบขนาดใหญ่ ทำให้สัดส่วนการจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มเมื่อเทียบกับ GDP ของไทยต่ำกว่าประเทศที่มีลักษณะโครงสร้างทางเศรษฐกิจใกล้เคียงกัน

ประเทศไทยจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ได้เพียง 3.7% ของ GDP ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของประเทศเพื่อนบ้านที่ 4.2% ของ GDP และประเทศที่มีโครงสร้างใกล้เคียงกับไทย (เช่น จีน เวียดนาม เบลารุส) ที่ 6.8% ของ GDP และประเทศในกลุ่มรายได้กึ่งกลางค่อนข้างสูง ที่ 6.1% ของ GDP ซึ่งสาเหตุหนึ่งมาจากกำหนดอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย โดยไทยจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มที่อัตรา 7% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มประเทศรายได้ปานกลางค่อนข้างสูงที่ระดับ 15% และกลุ่มประเทศเอเชียแปซิฟิก (ยกเว้นประเทศรายได้สูง) ที่ 11% รวมถึงต่ำกว่าประเทศที่มีเศรษฐกิจนอกระบบขนาดใหญ่กว่าไทยทุกประเทศ (เช่น ซิมบับเว จอร์เจีย ไนจีเรีย)

โดยหากอิงตามการประเมินของธนาคารโลก (World Bank) ประเทศไทยมีเศรษฐกิจนอกระบบใหญ่เป็นอันดับ 8 ของโลกเมื่อเทียบกับขนาดเศรษฐกิจ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนกว่า 45% ของ GDP และเป็นรองเพียงประเทศซิมบับเว (1), จอร์เจีย (2), ไนจีเรีย (3), โบลิเวีย (4), กัวเตมาลา (5), ยูเครน (6) และกาบอง (7) โดยการมีเศรษฐกิจนอกระบบขนาดใหญ่หมายถึงการที่รัฐไม่สามารถเก็บภาษีรายได้โดยตรงกับธุรกิจนอกระบบเหล่านี้ได้ ดังนั้นการขึ้นอัตราภาษี VAT ซึ่งเป็นการจัดเก็บภาษีจากด้านรายจ่าย

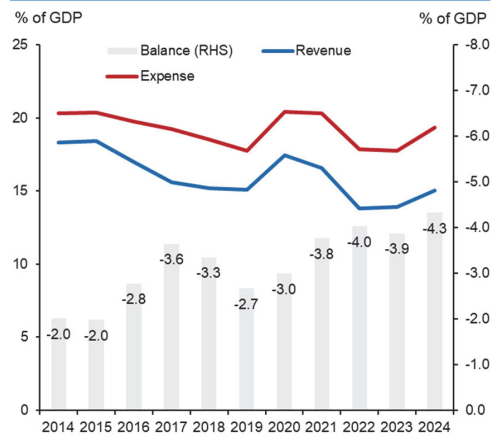
จึงเป็นเครื่องมือหนึ่งที่จะสามารถช่วยให้รัฐบาลสามารถเก็บภาษีได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยหากประเทศไทยสามารถปรับขึ้น VAT จาก 7% ไปเป็น 10% เราคาดว่าภาครัฐจะมีรายรับเพิ่มขึ้นปีละกว่า 4 แสนล้านบาทซึ่งเทียบเคียงได้กับการสร้างรถความเร็วสูงประมาณ 2 สาย, รถไฟฟ้าสายสีส้ม 3 สาย หรือโรงพยาบาลขนาดกลางถึง 320 แห่ง

นอกจากนี้ หากมองจากโครงสร้างของรายจ่ายและรายรับของรัฐบาลจะพบว่า รัฐบาลไทยมีการขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา โดยสัดส่วนการจัดเก็บรายได้ต่อ GDP ปรับลดลงเรื่อยมา สวนทางกับรายจ่ายที่ไม่ได้ลดลง ในอัตราที่สอดคล้องกัน หมายถึงว่า หากรัฐบาลไม่มีการปฏิรูปแผนการใช้จ่ายและการจัดเก็บภาษีที่เป็นรูปธรรม รัฐบาลไทยจะมีแนวโน้มขาดดุลเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งจะมีผลต่อฐานะทางการคลังในระยะยาว

ดังนั้น การเพิ่มอัตราภาษีและการขยายฐานการจัดเก็บภาษีโดยมุ่งเน้นการดึงเศรษฐกิจที่อยู่นอกระบบให้กลับเข้ามาในระบบทั้งจากมาตรการจูงใจ อาทิ Negative Income Tax หรือ VAT Refund ควบคู่กับการเพิ่มบทลงโทษสำหรับกิจการหรือบุคคลที่หลีกเลี่ยงการเสียภาษี จะช่วยให้โครงสร้างระหว่างรายรับ กับรายจ่ายของรัฐบาลมีความสมดุลมากยิ่งขึ้น และมีงบประมาณเพียงพอที่จะนำมาใช้จ่ายและลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ อีกทั้งยังจะส่งผลดีกับฐานะทางการคลังในระยะยาว อย่างไรก็ตาม การลดขนาดของภาครัฐฯ ด้วยการยุบองค์กร หรือหน่วยงานที่ซ้ำซ้อน และไม่มี ความจำเป็น ก็จะเป็นอีกวิธีหนึ่งที่ช่วยให้ฐานะทางการคลังดีขึ้นได้

แผนภาพที่ 78: ประเทศไทยจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ได้เพียง 3.7% ของ GDP ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของประเทศใกล้เคียง

Government finance



Tax revenue to GDP, by type

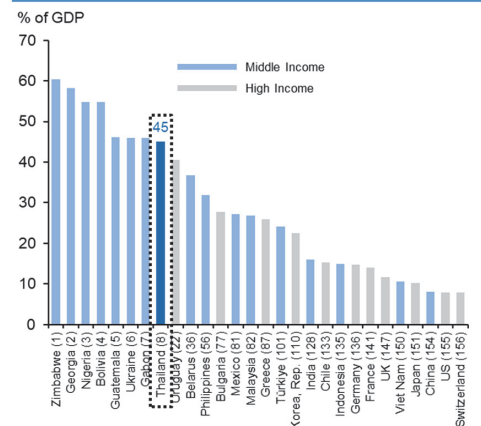
Average 2017-2019, % of GDP	Thailand	Regional peers	Structural peers	UMIC
Total Taxes	16.3%	15.1%	19.2%	18.9%
Individuals	1.8%	1.6%	2.4%	3.4%
Corporations	4.2%	3.9%	3.5%	3.2%
Property	0.2%	0.6%	1.4%	0.7%
VAT	3.7%	4.2%	6.8%	6.1%
Excises	4.1%	2.1%	2.0%	2.2%
International trade	0.6%	1.1%	1.8%	0.9%

Note: Structural peers, including Belarus, China, Vietnam

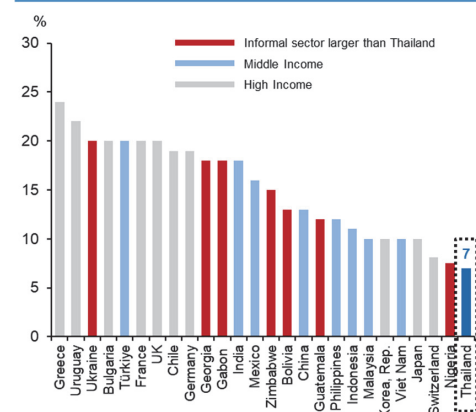
ที่มา: Fiscal Policy Office, World bank, ICTD 2021, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 79: อัตราภาษีมูลค่าเพิ่มของไทยอยู่ที่ 7% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มประเทศรายได้กลางค่อนข้างสูงที่ 15% และกลุ่มประเทศเอเชียแปซิฟิก (ยกเว้นประเทศรายได้สูง) ที่ 11%

Informal output (2020)



VAT rate

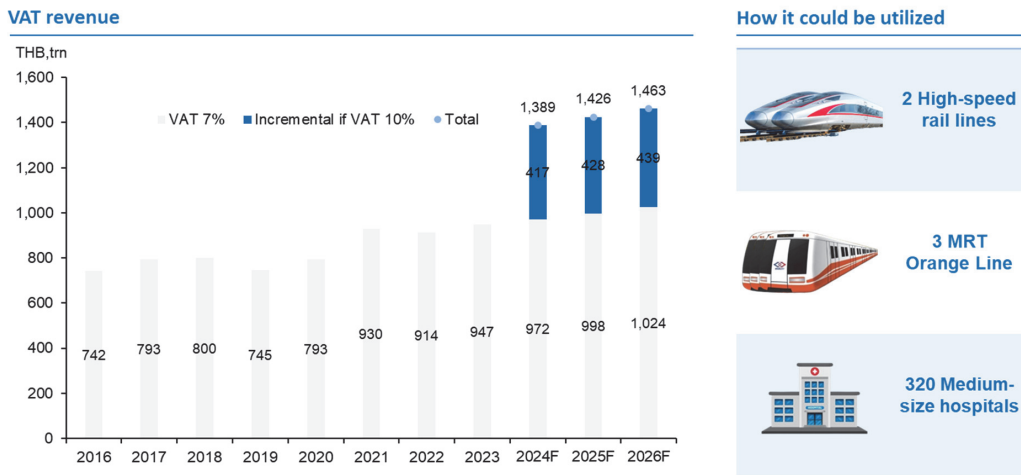


The VAT rate in Thailand is notably lower than the UMICs average of 15 percent and the EAP average of 11 percent. In 2021, Royal Decree No. 724 was published in the Thai Official Gazette, extending the reduced 7 percent VAT rate for an additional two years, up to 2023. The cabinet holds the authority to approve annual extensions of this reduced rate.

Note: Dynamic General Equilibrium (DGE) model-based estimates of informal output

ที่มา: Elgin, C., M. A. Kose, F. Ohnsorge, and S. Yu. 2021. "Understanding Informality." CERP Discussion Paper 16497, Centre for Economic Policy Research, London., World bank 2023, PWC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 80: หากประเทศไทยสามารถขึ้น VAT จาก 7% เป็น 10% ได้คาดว่าจะทำให้มีรายได้เข้ารัฐเพิ่มขึ้นปีละราว 4 แสนล้านบาท



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

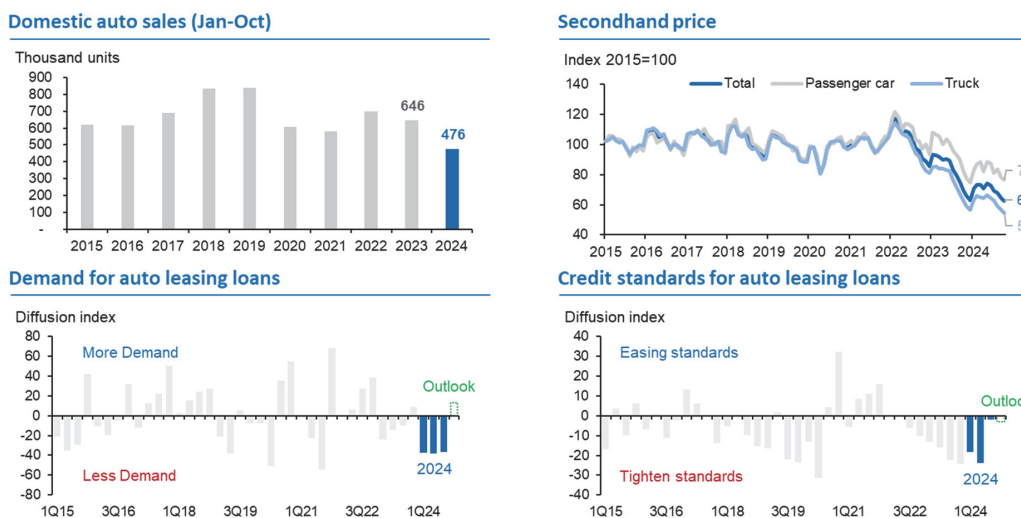
สถานการณ์ตลาดยานยนต์ไทยยังคงอยู่ในแนวโน้มขาลง ทั้งตลาดในประเทศและนอกประเทศ

เรามองว่าตลาดยานยนต์ไทยยังคงอยู่ในแนวโน้มขาลง สะท้อนจากยอดขายรถยนต์ในประเทศในช่วง 10 เดือนแรกของปี 2024 ที่ 4.76 แสนยูนิต ต่ำสุดในรอบ 10 ปี (vs. 6.46 แสนยูนิต ในช่วง 10 เดือนแรกของปี 2023) โดยมีผลพวงจากหลายปัจจัย เช่น ดัชนีราคาการผลิตมือสองที่ปรับตัวลดลงต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 62 จุด รวมถึงอุปสงค์ของสินค้าเช่าซื้อรถที่หดตัวอย่างต่อเนื่องมากกว่า 3 ไตรมาสติดต่อกัน อีกทั้งภาคธนาคารยังมีเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถอย่างต่อเนื่องจากสถานการณ์ยอดหนี้ที่ต้องจับตาเป็นพิเศษ (SM หรือหนี้ที่ค้างชำระตั้งแต่ 1 เดือน

ขึ้นไปแต่ไม่เกิน 3 เดือน) ในหมวดการเช่าซื้อที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องมาอยู่ที่ระดับ 15.7% ของการกู้ทั้งหมด

โดยหากมองในด้านการผลิตช่วง 10 เดือนแรกของปี 2024 อุตสาหกรรมยานยนต์ไทยผลิตได้ 1.25 ล้านคัน ต่ำสุดในรอบ 3 ปี แม้ได้รับแรงหนุนจากภาคการส่งออกที่ขยายตัวได้ดี อย่างไรก็ตาม หากมองภาพในระยะยาว ประเทศไทยเป็นหนึ่งในประเทศที่สูญเสียส่วนแบ่งการตลาดในตลาดยานยนต์โลกในช่วงปี 2019-2023 โดยการส่งออกยานยนต์และชิ้นส่วนของไทยเติบโตเฉลี่ยเพียง 3.7% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของโลกที่ 5.6% ซึ่งผู้นำตลาดยานยนต์ในโลกยุคปัจจุบันคือผู้ประกอบการจากประเทศจีนที่การส่งออกขยายตัวได้เฉลี่ยถึงปีละ 26.9%

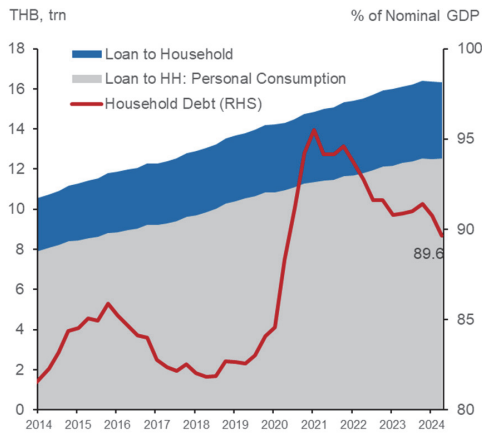
แผนภาพที่ 81: สถานการณ์ตลาดรถยนต์ไทยยังอยู่ในช่วงขาลงจากปัจจัยราคาการผลิตมือสองที่ยังลดลงต่อเนื่อง อุปสงค์ของสินค้าเช่าซื้อที่ปรับตัวลดลงและธนาคารยังคงเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อเช่าซื้ออย่างต่อเนื่อง



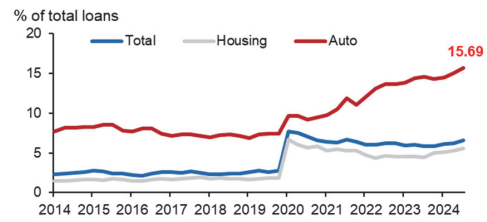
ที่มา: FTI, AUCT, BOT, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 82: ภาคธนาคารยังคงเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อเช่าซื้ออย่างต่อเนื่อง จากสถานการณ์ยอดหนี้ที่ต้องจับตาเป็นพิเศษ (SM) ในหมวดสินเชื่อเช่าซื้อที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องมาอยู่ที่ระดับ 15.7% ของยอดสินเชื่อรวม

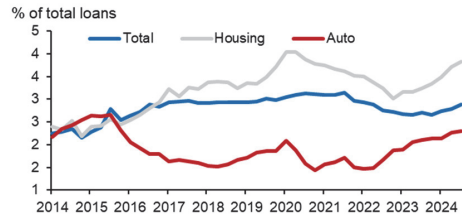
Household debt



Special-Mentioned Loans



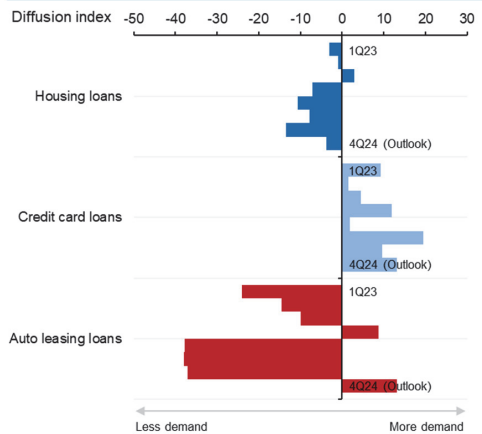
Non-Performing Loans



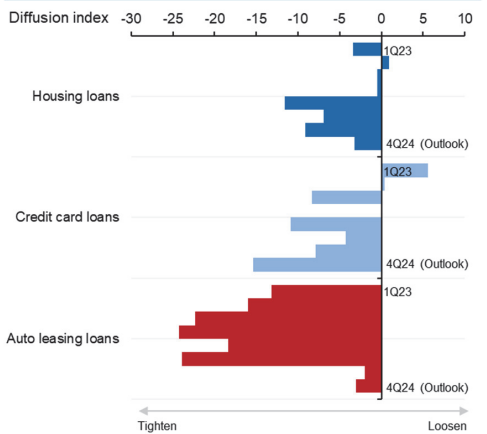
ที่มา: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 83: นอกจากสินเชื่อเช่าซื้อแล้วธนาคารยังเข้มงวดกับทั้งสินเชื่อบ้านและสินเชื่อบัตรเครดิตเช่นกัน

Demand for loans



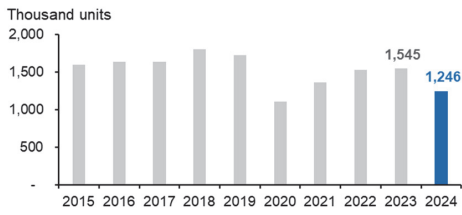
Credit standards



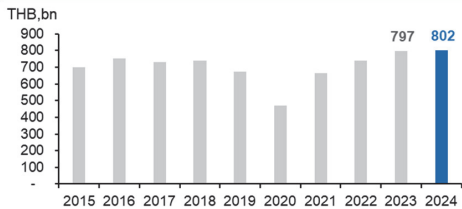
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 84: ไทยกำลังสูญเสียส่วนแบ่งการตลาดรถยนต์ในตลาดโลกไปให้กับรถยนต์ไฟฟ้าของจีน

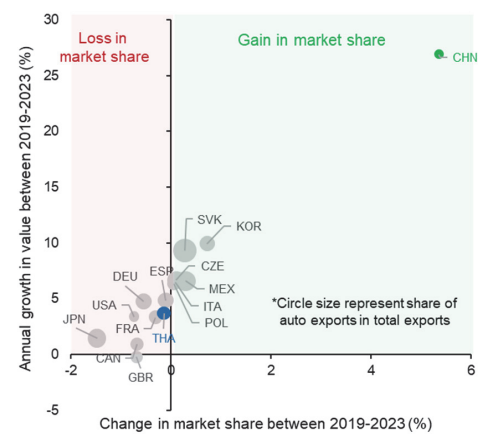
Domestic auto production (Jan-Oct)



Auto exports (Jan-Oct)



Auto export market landscape



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

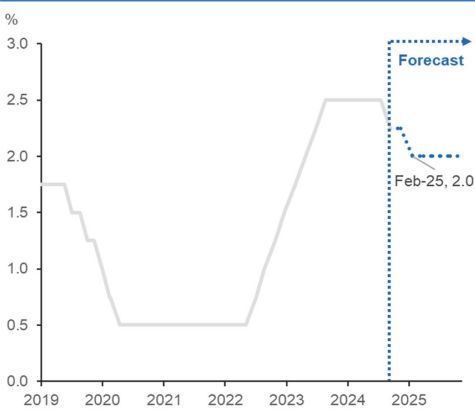
คาดการณ์. ลดดอกเบี้ย 1 ครั้ง (-25 bps) มาอยู่ที่ 2.00% ในปี 2025F จากเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวกลับสู่ระดับศักยภาพ และอัตราเงินเฟ้อที่มีทิศทางเร่งขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมาย

เรามองว่านโยบายการเงินอาจผ่อนคลายเป็นได้บ้างแต่ไม่มากนัก เนื่องจากเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวกลับสู่ระดับศักยภาพ และอัตราเงินเฟ้อที่มีทิศทางเร่งขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมาย อีกทั้งความเสี่ยงและความไม่แน่นอนจากปัจจัยทั้งภายในและภายนอกที่สูงขึ้น ดังนั้น การรักษาขีดความสามารถในการ

ดำเนินนโยบายการเงิน (Policy Space) ในภาวะที่ความไม่แน่นอนสูงขึ้นจึงเป็นสิ่งที่ต้องคำนึงถึง อีกทั้งการมุ่งเน้นการใช้มาตรการเงินที่ตรงจุด (Targeted Policy) จะช่วยแก้ไขปัญหานี้ได้เป็นอย่างดีมีประสิทธิภาพมากกว่าการลดดอกเบี้ยนโยบายเพียงลำพัง โดยสรุปเราคาดว่า กนง. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 0.25% ในการประชุมครั้งแรกของปี 2025F มาอยู่ที่ระดับ 2.00% และมีแนวโน้มที่จะคงดอกเบี้ยยาวตลอดทั้งปี หากกิจกรรมทางเศรษฐกิจยังฟื้นตัวต่อเนื่องตามที่คาด และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อใหม่ในระบบไม่หดตัวรุนแรง

แผนภาพที่ 85: คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) หลายท่านยังคงให้ความเห็นว่าการลดดอกเบี้ยครั้งล่าสุดเป็นเพียงการปรับสมดุล (Recalibration) ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับที่เป็นกลาง (Neutral Rate) ไม่ใช่การเริ่มต้นของวัฏจักรการผ่อนคลายนโยบายการเงิน

Policy rate outlook



Statements of the MPC members

Sethaput Suthiwartnarueput, Governor at The 2024 Annual Meetings of IMF and WBG (22 Oct)

“Given that we just recalibrated, I think the bar for taking further rate moves has to be reasonably high”

Piti Disyatat, Deputy Governor Monetary Stability at Monetary Policy Forum 3/2024 (30 Oct)

“Monetary policy can only provide the monetary preconditions for sustainable growth but cannot itself be the engine of growth”.

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

ปัจจัยภายนอกยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญของเศรษฐกิจไทย ในปี 2025F

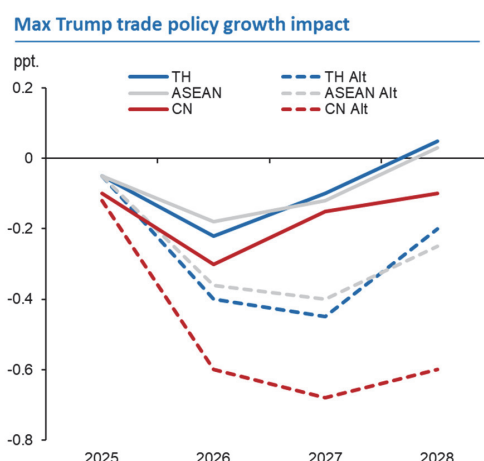
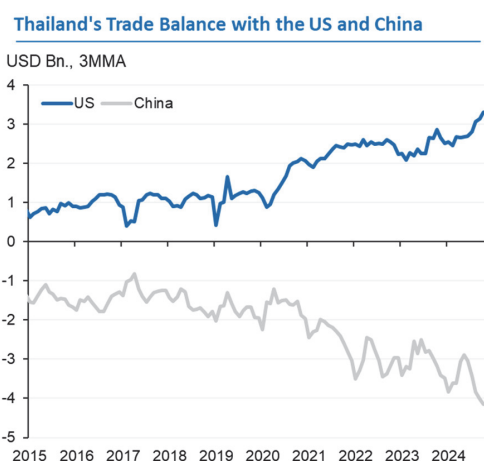
เรามองว่าการขึ้นมาเป็น ประธานาธิบดี สมัยที่สองของ นายโดนัลด์ ทรัมป์ เป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อภาคการส่งออกของไทย ด้วยนโยบายกีดกันทางการค้าและนโยบายภาษี ที่จะกดดัน การส่งออกของไทยในปี 2025F โดยเราประเมินว่ากระทบที่อาจ เกิดขึ้นกับเศรษฐกิจไทยจะอยู่ที่ราว 0.3 – 1.1 Percentage Point ของ ประมาณการ GDP ตลอดช่วงที่ทรัมป์ดำรงตำแหน่ง ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับว่าสหรัฐฯ จะตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพิ่มขึ้น ที่ระดับ 60% ตามที่หาเสียงไว้ได้หรือไม่ รวมถึงอัตราภาษีดังกล่าวจะถูกขยายวงกว้างไปยังประเทศอื่น ๆ ที่เกิดดุลการค้ากับ สหรัฐฯ ได้มากน้อยแค่ไหน ซึ่งประเทศไทยถือเป็นอีกหนึ่งประเทศ ที่เกิดดุลการค้ากับสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง และเพิ่มขึ้น อย่างรวดเร็วนับตั้งแต่ปี 2563 ที่ผ่านมา ขณะเดียวกัน การเติบโต ของเศรษฐกิจจีนที่มีแนวโน้มต่ำลงจากมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ อาจส่งผลให้อุปสงค์ในประเทศจีนลดลง ซึ่งจะมี ผลพวงต่อเนื่องมายังภาคการท่องเที่ยวของไทยที่การฟื้นตัวอาจ น้อยกว่าที่ประเมินไว้ อีกทั้งสินค้าส่วนเกินที่ไม่สามารถส่งออกไปยังสหรัฐฯ อาจถูกระบายมาที่ประเทศในแถบอาเซียน

ที่ผ่านมา สินค้าราคาถูกจากจีนถูกนำเข้ามาขายผ่าน แพลตฟอร์มอีคอมเมิร์ซในประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว สร้าง ผลกระทบต่ออุตสาหกรรมการผลิตภายในประเทศ ไม่ว่าจะเป็น

อุตสาหกรรมสิ่งทอ ของใช้เบ็ดเตล็ด เครื่องนุ่งห่ม และเคมีภัณฑ์ เป็นต้น สิ่งนี้ส่งผลให้เกิดปัญหาความไม่สมดุลกันระหว่างภาค การบริโภคภายในประเทศ และภาคผลิตของไทย โดยเฉพาะในช่วงหลังการระบาดของโควิด-19 เป็นต้นมา ซึ่งจากการศึกษา พบว่า ในปี 2012-2020 GDP ในภาคการผลิตและภาคการ บริโภคมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ที่ 0.88 ขณะที่ในปี 2021-2024 นั้น ค่าสหสัมพันธ์กลับลดลงต่อเนื่องเหลือเพียง 0.14 เท่านั้น และในอนาคตก็จะมีแนวโน้มจะลดลงอีกหากไทยยังคงนำเข้าสินค้าเพื่อการอุปโภคบริโภคจากจีนมากขึ้น

ดังนั้น จึงมีความจำเป็นมากขึ้นที่ภาครัฐจะต้องเข้ามา มีบทบาทในการจัดการกับปัญหาดังกล่าวอย่างเร่งด่วนเพื่อช่วยปกป้อง ผู้ประกอบการภายในประเทศเพื่อไม่ให้ธุรกิจต่างๆ ต้องปิดตัวลง และกระทบกับการจ้างงาน โดยเรามองว่ารัฐอาจจำเป็นที่จะต้อง ศึกษาแนวทาง เช่น การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าในกลุ่มสินค้า ที่ราคาถูกเพื่อปกป้องผู้ประกอบการในประเทศให้ยังสามารถแข่งขัน ได้ต่อไป ขณะเดียวกัน การยกระดับในด้านการศึกษา และ Upskill / Reskill แรงงานไทยให้มีความรู้ความสามารถเพิ่มขึ้น ก็เป็นสิ่งที่ จำเป็นเร่งด่วนเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี สินค้าหลายชนิดของไทย มีความคล้ายคลึงกับสินค้าจีน จึงอาจได้รับประโยชน์ในทางอ้อม หากสามารถเจาะตลาดลูกค้ากลุ่มสหรัฐฯ ได้ในสภาวะที่กำแพงภาษี สินค้านำเข้าของสหรัฐฯ ต่อประเทศจีนจะถูกปรับเพิ่มขึ้น

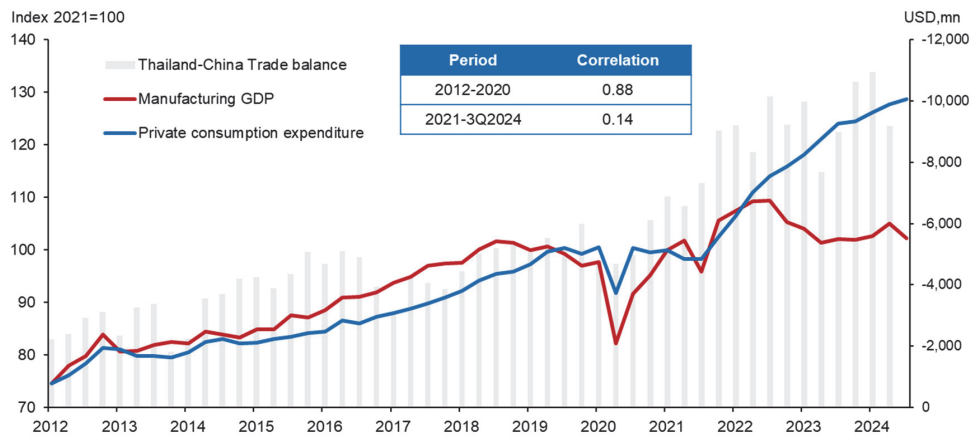
แผนภาพที่ 86: นโยบายกีดกันทางการค้าและนโยบายภาษีของสหรัฐฯ คาดว่าจะกดดันการส่งออกของไทย ในปี 2025F



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

แผนภาพที่ 87: ในปี 2012-2020 GDP ภาคการผลิตและการบริโภคมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ที่ 0.88 ขณะที่ในปี 2021-2024 นั้นค่าสหสัมพันธ์ลดลงเหลือเพียง 0.14 เท่านั้น

Relationship between production and consumption



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

Our Team



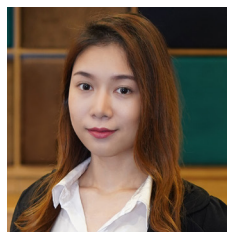
คอมสร ประกอบพล
Head of Economic Strategy Unit
(66) 2633 6250
komsorn@tisco.co.th



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



ทิพย์รัตน์ นันทปรีดาวัฒน์
Strategist
(66) 2633 6249
tipparatn@tisco.co.th



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



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



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



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



สิทธวัฒน์ เจริญสภาพ
Research Assistant
(66) 2633 6497
sittiwat@tisco.co.th

TISCO Wealth

บริการให้คำปรึกษาการลงทุนครบวงจร สำหรับกลุ่มลูกค้าคนพิเศษที่มีพอร์ตลงทุนกับกลุ่มทิสโก้ ตั้งแต่ 5 ล้านบาทขึ้นไป
ติดต่อขอรับบริการได้ที่ธนาคารทิสโก้ทุกสาขาทั่วประเทศ

สาขาธนาคารในเขตกรุงเทพฯ และปริมณฑล

เปิดทำการทุกวัน	เดอะมอลล์ท่าพระ ชั้น 3 : 02 477 9934	เดอะมอลล์บางแค ชั้น 2 : 02 454 9854	เดอะมอลล์บางกะปิ ชั้น 2: 02 363 3456
	เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 4 : 02 646 1571	เซ็นทรัลพระราม 3 ชั้น 4 : 02 673 7017	เซ็นทรัลบางนา ชั้น 4 : 02 745 6360
	เมกาบางนา ชั้น 1 : 02 105 2080	เซ็นทรัลลาดพร้าว ชั้น 2 : 02 937 0909	เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ชั้น 4 : 02 193 8080
	เซ็นทรัลพลาซ่า 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	พროมาเนด ชั้น 3 : 02 947 5315
	ไอคอนสยาม ชั้น 5 : 02 056 4168		
จันทร์ - ศุกร์	สำนักงานใหญ่ : 02 633 6217	เพชรบุรีตัดใหม่ : 02 318 3717	อาคารภคินท์ : 02 633 4333
	ศรีนครินทร์ : 02 006 5000	เยาวราช : 02 623 2212	ราชวงศ์ : 02 622 8220
	ดิโอลด์สยาม ชั้น 1 : 02 623 9141		

สาขาธนาคารในเขตภูมิภาค

นครปฐม : 034 145 000	ราชบุรี : 032 327 010	สระบุรี : 036 222 449	อยุธยา : 035 909 000
จันทบุรี : 039 606 000	ชลบุรี : 033 079 000	พัตยา : 038 416 525	ระยอง : 033 065 000
ศรีราชา : 033 008 000	เชียงใหม่ : 053 211 112	นครสวรรค์ : 056 052 000	พิษณุโลก : 055 055 000
ขอนแก่น : 043 055 000	นครราชสีมา : 044 075 000	โลดส์ โคราช : 044 012 000	สุรินทร์ : 044 068 000
อุดรธานี : 042 155 000	อุบลราชธานี : 045 995 000	ตรัง : 075 825 000	ภูเก็ต : 076 635 000
ถนนรัชฎา ภูเก็ต : 076 354 545	สงขลา : 074 815 000	ถนนนิพัทธ์อุทิศ 2 หาดใหญ่ : 074 238 855	
สุราษฎร์ธานี : 077 275 633			