

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

ชัยชนะของว่าที่ประธานาธิบดีทรัมป์
หนุนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ทำจุดสูงสุดใหม่
ผ่านนโยบายที่เป็นมิตรต่อภาคธุรกิจ

แต่อาจกระตุ้นเงินเฟ้อ และเป็นอุปสรรค
ต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed ในระยะ
ข้างหน้า

เรามองหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน
(Financials) เป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จาก
การขึ้นดำรงตำแหน่งของว่าที่ปธน.ทรัมป์
มากที่สุด

CONTENTS

| | |
|----------------------------------|----|
| EXECUTIVE SUMMARY | 03 |
| GLOBAL INVESTMENT STRATEGY | 04 |
| • Special Issue | 7 |
| • ตลาดหุ้น | 12 |
| • ตลาดตราสารหนี้ | 20 |
| • ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ | 25 |
| GLOBAL ECONOMIC INSIGHT | 32 |
| • เศรษฐกิจสหรัฐฯ | 33 |
| • เศรษฐกิจยุโรป | 39 |
| • เศรษฐกิจจีน | 44 |
| • เศรษฐกิจญี่ปุ่น | 50 |
| • เศรษฐกิจไทย | 55 |

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

ชัยชนะของว่าที่ประธานาธิบดีทรัมป์หนุนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ทำจุดสูงสุดใหม่ ผ่านนโยบายที่เป็นมิตรต่อภาคธุรกิจ ได้แก่ การลดภาษีนิติบุคคลจาก 21% เหลือ 15% และการปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs)

โดยนโยบายลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) จะส่งผลบวกต่อกำไรของบริษัทในสหรัฐฯ ในปีที่มีผลบังคับใช้โดยทันที ซึ่งการลดภาษีนิติบุคคลจาก 21% เป็น 15% ที่ทรัมป์เสนอคาดว่าจะส่งผลบวกต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ประมาณ 4% นำโดยหุ้นกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary) ตามด้วยหุ้นกลุ่มบริการด้านการสื่อสาร (Communication services) และหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials)

อย่างไรก็ตาม นโยบายการขึ้นภาษีนำเข้านับเป็นดาบสองคมต่อภาคธุรกิจ แม้จะเพิ่มความสามารถในการแข่งขันทางด้านราคาของบริษัทสหรัฐฯ แต่อาจกระตุ้นเงินเฟ้อ และเป็นอุปสรรคต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed นอกจากนี้ บางกลุ่มธุรกิจอาจต้องเผชิญกับการตอบโต้กลับของมาตรการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า โดยกลุ่มที่มีรายได้จากต่างประเทศสูง ได้แก่ กลุ่มเทคโนโลยี (Tech.) และกลุ่มสินค้าวัสดุ (Materials)

ดังนั้น ตลาดหุ้นภายใต้การบริหารงานของทรัมป์ แม้จะมีปัจจัยบวกจากความพยายามผลักดันนโยบายลดภาษี แต่น่าจะมีความผันผวนมากขึ้น จากนโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้า ซึ่งคาดเดาได้ยาก ส่งผลต่อเศรษฐกิจและความสัมพันธ์ระหว่างประเทศเป็นวงกว้าง และยังมีความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของราคาสินค้า ทำให้เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้น Bond yield ปรับอยู่ในระดับที่สูงขึ้น และชะลอการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในระยะข้างหน้า

สำหรับกลยุทธ์การลงทุน เราแนะนำให้ Overweight ตลาดหุ้นสหรัฐฯ จากนโยบายโดยรวมของทรัมป์ที่จะสนับสนุนการเติบโตของกำไรในภาคธุรกิจ โดยเฉพาะกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) ซึ่งเป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการลดภาษีนิติบุคคล เป็นอันดับต้นๆ การผ่อนคลายกฎระเบียบต่างๆ ในการประกอบธุรกิจ และมีความเสี่ยงต่ำจากสงครามการค้า ซึ่งนับเป็นปัจจัยกระตุ้นเพิ่มเติมจากเดิมที่กลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) มีปัจจัยบวกจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่จะเพิ่มขึ้นตามส่วนต่างดอกเบี้ย (Interest Margin) หลัง Fed เริ่มต้นปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ก.ย.

ส่วนตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ มาตรการกีดกันการค้าจะเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่ทำให้ปรับขึ้นได้จำกัด โดยเฉพาะตลาดหุ้นจีน ซึ่งมีความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นมิตรกับสหรัฐฯ มากนัก ในทางกลับกัน ตลาดหุ้นอินเดีย เวียดนาม และญี่ปุ่น อาจได้รับผลกระทบที่ค่อนข้างน้อยจากประเด็นดังกล่าว เนื่องจากอินเดียและเวียดนามถูกมองว่าเป็นเศรษฐกิจทางเลือก ในการเป็นผู้ผลิตสินค้าส่งออกไปทั่วโลกแทนจีน หรืออาจเป็นทางผ่านในการส่งสินค้าของจีน ในขณะที่ ตลาดหุ้นญี่ปุ่นมีความอ่อนไหวต่อประเด็นสงครามการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ค่อนข้างต่ำ และมีปัจจัยช่วยด้านค่าเงินเยนซึ่งมีแนวโน้มอ่อนค่าลงในช่วงปีหน้า

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY

Key Recommendations

- ชัยชนะของว่าที่ประธานาธิบดีทรัมป์หนุนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ทำจุดสูงสุดใหม่ ผ่านนโยบายที่เป็นมิตรต่อภาคธุรกิจ
- แต่อาจกระตุ้นเงินเฟ้อ และเป็นอุปสรรคต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed ในระยะข้างหน้า
- เรามองหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) เป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการขึ้นดำรงตำแหน่งของว่าที่ปธน.ทรัมป์มากที่สุด



Asset Allocation & Investment Themes

| Asset Class | Weighting | | | Themes |
|------------------------|-------------|---------|------------|---|
| | Underweight | Neutral | Overweight | |
| ตราสารหนี้ | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - Bond yield อายุยาวมีปัจจัยหนุน จาก 1) ความเสี่ยงเงินเฟ้อที่เริ่มก่อตัวขึ้น 2) ความคาดหวังต่อเศรษฐกิจที่จะฟื้นตัวขึ้น หลัง Fed เริ่มต้นปรับลดดอกเบี้ย และ 3) ความพยายามผลักดันนโยบายที่เพิ่มภาระหนี้สาธารณะ หลังว่าที่ปธน.ทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง - คาดการณ์แนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายปรับขึ้นภายใต้สภาวะที่สอดคล้องกับแนวโน้มที่ Fed ส่งสัญญาณ ทำให้ Bond yield อายุสั้น น่าจะมีการปรับขึ้นที่จำกัด - คงคำแนะนำ Bond yield อายุสั้นที่ Neutral |
| หุ้นรายประเทศ | | | | |
| ตลาดหุ้นสหรัฐฯ | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - ตลาดแรงงานเดือน ต.ค. อ่อนแอลง จากผลของพายุและการประท้วงหยุดงาน - เรามองเศรษฐกิจน่าจะหลีกเลี่ยง Recession ได้สำเร็จ และมีความเสี่ยงจากประเด็นเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะหากทรัมป์ปรับขึ้น Tariffs ตามอัตราที่ประกาศ - Valuation อยู่ในระดับที่แพงเมื่อเทียบกับในอดีต - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นไทย | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - มีปัจจัยบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ (แจกเงิน) - แต่น่าจะถูกหักลบด้วยผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วม - กนง. น่าจะคงดอกเบี้ยในช่วงที่เหลือของปี หลังปรับลดไปในเดือน ต.ค. ที่ผ่านมา ปี 2025 คาดว่าจะปรับลด -25 bps ในช่วงไตรมาส 1 - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นจีน | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - ภาคการผลิตและส่งออกฟื้นตัวขึ้น หลังการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ - Upside ในระยะข้างหน้ามีค่อนข้างจำกัด ขึ้นอยู่กับมาตรการกระตุ้นเพิ่มเติม หรือตัวเลขเศรษฐกิจจริงที่ฟื้นตัวขึ้น - และมีความเสี่ยงจากความไม่สงบระหว่างประเทศ และการออกมาตรการกีดกันทางการค้าจากว่าที่ปธน.ทรัมป์หลังขึ้นรับตำแหน่งในช่วงกลางเดือน ม.ค. 2025 - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นญี่ปุ่น | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัวชัดเจน คาดการณ์ GDP ถูกปรับลดลงต่อเนื่อง กดดันการเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียน - ไม่ค่อยได้รับผลกระทบจากประเด็นสงครามการค้าของสหรัฐฯ - มีปัจจัยบวกจากแนวโน้มการอ่อนค่าของสกุลเงินเยน ท่ามกลางการออกมาตรการกีดกันทางการค้าของสหรัฐฯ - Valuation ปรับขึ้นมาสูง และอยู่ในระดับที่แพง - คงคำแนะนำ Neutral |
| ตลาดหุ้นยุโรป | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - การฟื้นตัวของเศรษฐกิจเริ่มชะงัก หลังจากฟื้นตัวขึ้นเพียงเล็กน้อย - ECB ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่องในการประชุมเดือน ต.ค. - มีความเสี่ยงจากสงครามที่รุนแรงขึ้น จากข่าวการใช้ขีปนาวุธพิสัยไกลในสงครามรัสเซีย-ยูเครน - 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 - เพิ่มเข้าพอร์ตการลงทุน |
| Quality stocks | | | ● | <ul style="list-style-type: none"> - ความผันผวนในตลาดหุ้นเริ่มคลี่คลายลงหลังผลการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ - หุ้น Quality มีสถานะการเงินแข็งแกร่ง มักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นเมื่อความผันผวนในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Overweight |
| การลงทุนทางเลือก | | | | |
| ทองคำ | | ● | ● | <ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และการระเหินสาธารณะที่เพิ่มขึ้น - ทองคำเป็นสินทรัพย์ที่สามารถป้องกันความเสี่ยงจากการเร่งตัวขึ้นของเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด จากการกลับเข้าซื้อทองคำของทางการจีน และทิศทางการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายของ Fed - เพิ่มน้ำหนัก Overweight |
| น้ำมัน | | ● | | <ul style="list-style-type: none"> - ราคาน้ำมันดิบ (WTI) มีแนวโน้มทรงตัวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ แต่มีความเสี่ยงไม่ไปทางด้านต่ำช่วงสิ้นปี 2024 จากการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นจากการเปิดใช้งานท่อขนส่งก๊าซธรรมชาติ Matterhorn - 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 | 1,444 | 0.2% | -0.4% | -3.0% | 7.9% | 5.3% | 2.0% | 1.4% |
| Philippines PCOMP | 6,871 | 2.5% | 4.8% | -7.2% | -0.4% | 3.6% | 6.5% | 10.7% |
| Indonesia JCI | 7,196 | -0.2% | -0.3% | -7.4% | -4.7% | 0.1% | -1.1% | 3.4% |
| Singapore STI | 3,744 | -0.4% | 0.2% | 3.6% | 11.0% | 13.2% | 15.6% | 20.9% |
| Malaysia KLCI | 1,599 | -0.3% | -0.1% | -2.9% | -2.2% | -1.5% | 9.9% | 9.2% |
| Asia | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| HK HSI | 19,614 | 0.2% | 0.9% | -4.2% | 12.8% | 2.0% | 15.1% | 10.6% |
| China H HSCEI | 7,043 | 0.1% | 1.0% | -4.1% | 14.7% | 3.3% | 22.1% | 15.9% |
| MSCI China | 65 | 0.3% | 1.3% | -3.2% | 14.0% | 2.5% | 16.0% | 11.1% |
| China CSI300 | 3,981 | 0.2% | -1.4% | 1.2% | 19.9% | 8.3% | 16.0% | 11.2% |
| Taiwan TWSE | 22,556 | -0.7% | -0.7% | -4.2% | 1.4% | 6.2% | 25.8% | 29.5% |
| Korea KOSPI | 2,486 | 0.4% | 2.8% | -4.6% | -8.0% | -8.7% | -6.4% | -1.0% |
| MSCI Korea | 748 | 0.1% | 3.6% | -5.5% | -12.0% | -12.2% | -10.0% | -4.0% |
| India SENSEX | 77,108 | 0.0% | -2.0% | -5.0% | -4.7% | 4.3% | 6.7% | 17.0% |
| MSCI India | 2,810 | 0.0% | -1.4% | -6.4% | -6.3% | 3.2% | 13.0% | 24.8% |
| Developed Market | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| Australia AS 200 | 8,323 | -0.6% | 1.2% | -0.3% | 3.9% | 6.0% | 9.6% | 17.6% |
| Japan TOPIX | 2,684 | -0.4% | -0.6% | 0.2% | 0.7% | -2.7% | 13.4% | 13.4% |
| Japan Nikkei 225 | 38,017 | -0.2% | -1.3% | -2.4% | 0.2% | -2.4% | 13.6% | 14.0% |
| Europe STOXX600 | 500 | -0.0% | -0.2% | -4.0% | -2.6% | -4.3% | 4.5% | 9.8% |
| Euro STOXX50 | 4,730 | -0.5% | -0.2% | -4.3% | -3.2% | -6.3% | 4.6% | 9.2% |
| US Dow Jones | 43,408 | 0.3% | -1.3% | 1.1% | 6.2% | 8.9% | 15.2% | 23.7% |
| US S&P500 | 5,917 | 0.0% | -1.1% | 1.1% | 5.3% | 11.2% | 24.1% | 30.4% |
| MSCI US REITs | 1,379 | -0.4% | 0.1% | -0.1% | 3.2% | 14.0% | 10.4% | 23.7% |
| J-REITs | 1,674 | 0.0% | 1.2% | -1.2% | -4.0% | -6.1% | -7.4% | -8.6% |
| Europe | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| UK FTSE 100 | 8,085 | -0.2% | 0.7% | -2.8% | -2.4% | -3.9% | 4.5% | 8.1% |
| Germany DAX | 19,005 | -0.3% | 0.0% | -2.3% | 3.0% | 1.5% | 13.5% | 19.5% |
| France CAC 40 | 7,198 | -0.4% | -0.3% | -4.5% | -4.3% | -11.6% | -4.6% | -0.4% |
| Switzerland SMI | 11,540 | -0.0% | -1.4% | -5.9% | -5.8% | -3.8% | 3.6% | 7.0% |
| Portugal PSI 20 | 6,353 | -0.1% | 0.9% | -4.2% | -4.8% | -8.0% | -0.7% | 1.1% |
| Spain IBEX 35 | 11,590 | 0.0% | 1.9% | -2.1% | 4.3% | 2.2% | 14.7% | 17.9% |
| Italy FTSE MIB | 33,228 | -0.3% | -1.4% | -4.9% | -0.3% | -4.0% | 9.5% | 14.0% |
| Latin America | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| Brazil BOVESPA | 128,197 | 0.0% | 0.3% | -1.8% | -5.8% | 0.3% | -4.5% | 1.8% |
| Chile IPSA | 6,576 | 0.4% | 0.3% | -1.4% | 1.2% | -2.0% | 6.1% | 13.6% |
| Mexico MEXBO | 50,169 | -0.1% | -1.8% | -5.0% | -6.9% | -11.6% | -12.6% | -4.4% |
| Regional | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| MSCI Asia Pac ex Japan | 581 | -0.2% | 1.1% | -4.5% | 1.3% | 2.5% | 9.8% | 14.4% |
| MSCI Latin America | 2,080 | -0.1% | -0.5% | -4.1% | -10.2% | -16.3% | -21.9% | -15.7% |
| MSCI All Country World | 848 | -0.2% | -0.4% | -0.7% | 2.5% | 6.5% | 16.6% | 22.9% |
| Commodities | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| WTI Spot | 68.91 | -0.7% | 0.3% | -2.3% | -4.2% | -13.1% | -3.8% | -11.4% |
| Brent Spot | 72.95 | -0.7% | 0.5% | -1.8% | -4.1% | -12.0% | -5.3% | -11.5% |
| Brent-WTI Spread (USD/bbl) | 4.04 | 0.02 | 0.18 | 0.31 | -0.08 | 0.42 | -1.35 | -0.64 |
| Gold Spot | 2661.15 | 0.9% | 3.4% | -2.3% | 6.1% | 9.8% | 29.0% | 33.0% |
| Gold ETF Holdings (tonnes) | 2578.35 | 0.0% | -0.5% | -1.1% | 0.4% | 2.5% | -3.1% | -4.2% |
| Bloomberg Agri Subindex | 56.68 | 0.2% | 1.7% | 1.9% | 6.2% | -8.0% | -9.3% | -14.4% |
| Thai Bond index | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| ThaiBMA Govt Bond index | 331.45 | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 2.1% | 4.8% | 5.5% | 7.9% |
| ThaiBMA Govt Bond (1-3Y) | 222.00 | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.8% | 1.8% | 2.6% | 3.1% |
| ThaiBMA Govt Bond (3-7Y) | 319.51 | -0.0% | 0.1% | 0.1% | 1.1% | 2.6% | 3.4% | 4.4% |
| ThaiBMA Govt Bond (7-10Y) | 429.80 | 0.0% | 0.1% | -0.0% | 1.8% | 4.1% | 4.8% | 7.0% |
| ThaiBMA Govt Bond (<10Y) | 271.98 | -0.0% | 0.1% | 0.1% | 1.1% | 2.6% | 3.4% | 4.4% |
| Thai Bond Yields (bps) | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| 1Y | 2.13 | -0 | -1 | -3 | -15 | -16 | -24 | -25 |
| 2Y | 2.07 | -0 | -1 | -3 | -14 | -28 | -27 | -41 |
| 5Y | 2.22 | 0 | -0 | 3 | -9 | -29 | -24 | -41 |
| 10Y | 2.45 | -0 | 0 | 3 | -12 | -31 | -25 | -57 |
| Spread 10Y-2Y | 38 | 0 | 1 | 6 | 2 | -3 | 2 | -17 |
| Foreign Bond Yields (bps) | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| US 10Y | 4.40 | 1 | -4 | 20 | 60 | -2 | 52 | 0 |
| Japan 10Y | 1.10 | 1 | 3 | 13 | 22 | 12 | 48 | 39 |
| UK 10Y | 4.47 | 3 | -5 | 41 | 55 | 30 | 93 | 34 |
| German 10Y | 2.35 | 1 | -4 | 17 | 14 | -18 | 33 | -26 |
| Spain 10Y | 3.06 | 2 | -5 | 19 | 2 | -22 | 7 | -54 |
| Italy 10Y | 3.58 | 3 | -5 | 22 | -1 | -23 | -12 | -77 |
| Others | Last | 1D | 1W | 1M | 3M | 6M | YTD | 1Y |
| VIX index | 17.16 | 0.8 | 3.1 | -1.2 | 0.9 | 5.3 | 4.7 | 3.8 |
| Dollar index | 106.58 | 0.4% | -0.1% | 2.5% | 5.5% | 1.8% | 5.2% | 2.9% |
| USD/THB | 34.67 | 0.3% | -0.6% | 3.5% | 1.3% | -4.7% | 1.2% | -1.3% |
| EUR/USD | 1.06 | -0.5% | -0.1% | -2.5% | -5.3% | -2.8% | -4.4% | -3.4% |
| GBP/USD | 1.27 | -0.4% | -0.4% | -2.6% | -3.3% | -0.4% | -0.6% | 0.9% |
| USD/JPY | 154.70 | 0.3% | -0.7% | 2.8% | 6.5% | -0.9% | 9.7% | 4.6% |
| USD/CNY | 7.24 | 0.1% | 0.2% | 1.7% | 1.5% | 0.0% | 2.0% | 1.4% |
| USD/CNH | 7.25 | 0.1% | 0.0% | 1.5% | 1.7% | -0.0% | 1.7% | 1.5% |

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

As of 11/21/2024

SPECIAL

ISSUE

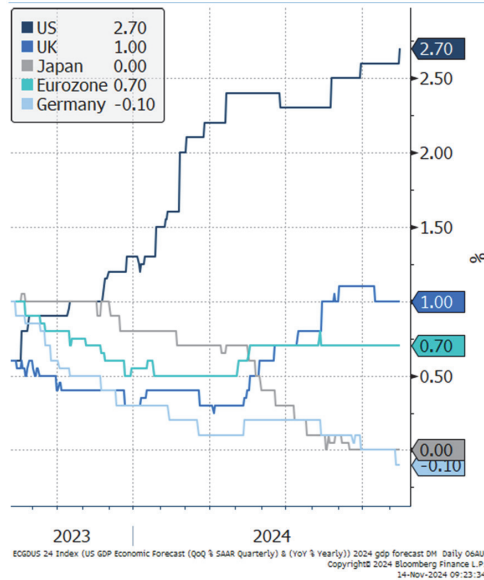
“บอกลา 2024 ปีที่ดีของตลาดหุ้น”

2024 นับเป็นปีที่ดีมากอีกปีหนึ่งของตลาดหุ้น โดยเฉพาะตลาดสหรัฐฯ ที่ปรับตัวขึ้นถึง 25% และไม่มี การปรับฐานใหญ่เกินกว่า 10% แม้แต่ครั้งเดียว ท่ามกลางการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกที่ดีกว่าคาด ซึ่งทำให้ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยลดลงอย่างมาก ในขณะที่เงินเฟ้อก็มีแนวโน้มชะลอลงกลับสู่เป้าหมาย ทำให้

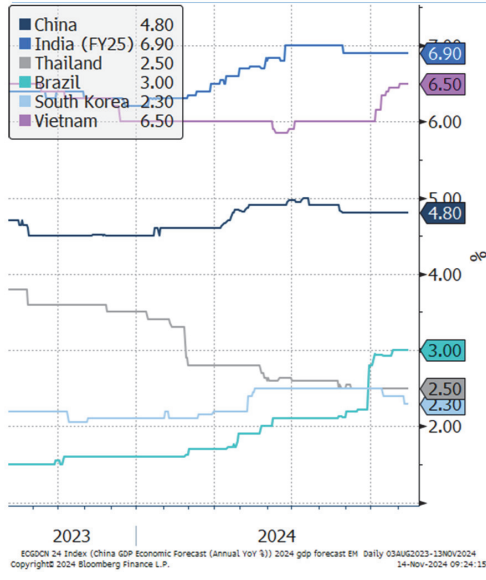
ธนาคารกลางทั่วโลกสามารถปรับลดดอกเบี้ยลงได้ เศรษฐกิจที่โตดีกว่าคาดและนโยบายการเงินที่มีแนวโน้มผ่อนคลายลง เป็นปัจจัยขับเคลื่อนทั้งด้านกำไรและ Valuation ของตลาดหุ้นโลก ให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีที่กำลังจะผ่านไป

แผนภาพที่ 1: คาดการณ์ GDP ปี 2024 ถูกปรับเพิ่มขึ้นในหลายภูมิภาค

GDP trends: 2024 forecasts (%YoY) for DM

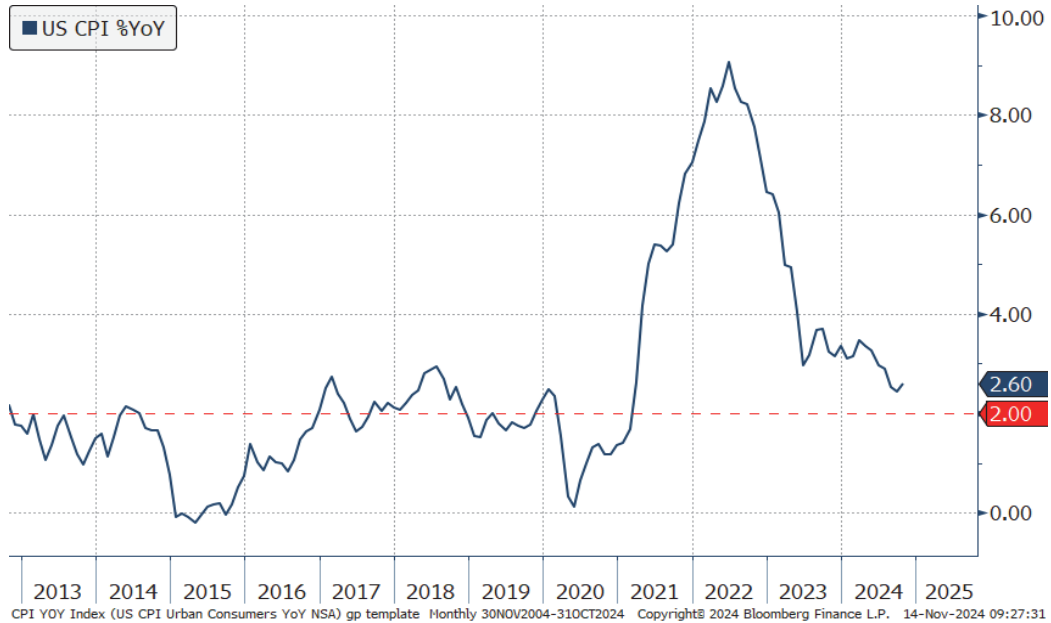


GDP trends: 2024 forecasts (%YoY) for EM



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

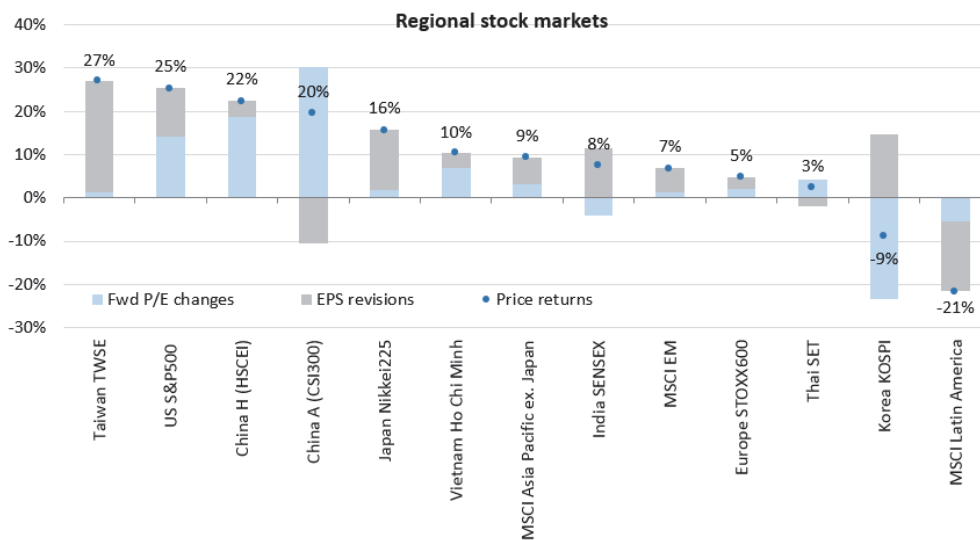
แผนภาพที่ 2: อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ลดลงเข้าใกล้เป้าหมายของ Fed ที่ 2%



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

แผนภาพที่ 3: ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นสูงในหลายภูมิภาค

Contributions to YTD changes of regional stock markets



ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU); data as of 14 Nov 2024

เตรียมรับมือ 2025 ปีที่ความผันผวนจะกลับมา

2025 จะเป็นปีที่ตลาดผันผวนมากขึ้น จากทั้งนโยบายของประธานาธิบดี Trump ที่คาดเดาได้ยากและส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ และความสัมพันธ์ระหว่างประเทศเป็นวงกว้าง รวมถึงความเสี่ยงที่เงินเฟ้อจะกลับมาเร่งตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของราคาสินค้าท่ามกลางมาตรการกีดกันการค้าและการตั้งกำแพงภาษีตอบโต้กันของหลายประเทศ ประกอบกับการเติบโตของเศรษฐกิจที่มีทิศทางชะลอตัวลงทั่วโลก

การกลับมาของทรัมป์จะเป็นปัจจัยกำหนดทิศทางการลงทุนในปีหน้า

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ทั้ง S&P500 Nasdaq และ DJIA ริบวาร์ขึ้นทำ New high ตอบรับชัยชนะของว่าที่ประธานาธิบดี (ปธน.) ทรัมป์ สะท้อนมุมมองของตลาดซึ่งคาดการณ์ว่านโยบายของรัฐบาลชุดใหม่จะส่งผลดีต่อบริษัทในสหรัฐฯ

นโยบายสำคัญที่เป็นแรงขับเคลื่อนตลาดหุ้น คือ การลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) ซึ่งทรัมป์เสนอให้ลดลงเป็น 15%

จาก 21% ในปัจจุบัน และการขึ้นอัตราภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ซึ่งทรัมป์เสนอให้เก็บกับทุกประเทศที่อัตรา 10% (ปัจจุบันเฉลี่ยที่ 3%) และกับจีนที่อัตรา 60% (ปัจจุบันเฉลี่ยที่ 20%)

นโยบายแรก การลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทในสหรัฐในปีที่มีผลบังคับใช้โดยทันที โดยประเมินว่าทุกๆการลดลงของอัตราภาษีนิติบุคคล 1pp จะทำให้กำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 เพิ่มขึ้นเกือบ 1% การลดภาษีนิติบุคคลจาก 21% เป็น 15% ที่ทรัมป์เสนอคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ประมาณ 4% นำโดยหุ้นกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary) ที่ราว 7% รองลงมาเป็นหุ้นกลุ่มบริการด้านการสื่อสาร (Communication services) และหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) ที่ราว 5% ใกล้เคียงกัน

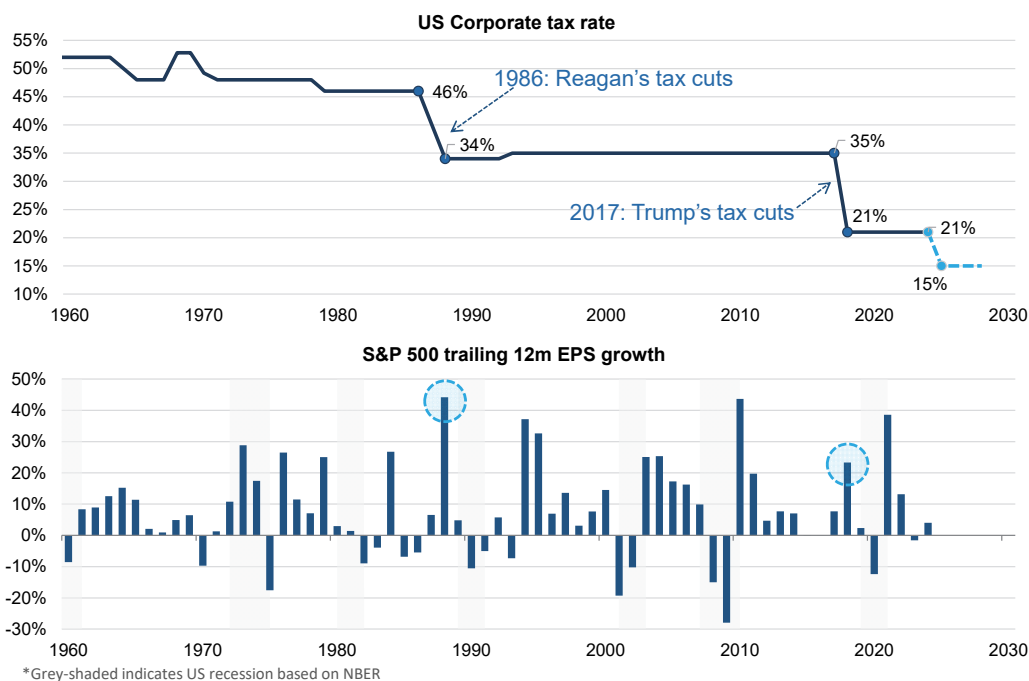
นโยบายที่สอง การขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) เปรียบเสมือนดาบสองคมต่อภาคธุรกิจอเมริกา เนื่องจากสินค้าจากต่างประเทศจะมีราคาแพงขึ้น เมื่อเทียบกับสินค้าที่ผลิตในประเทศ ทำให้ขีดความสามารถในการแข่งขันของบริษัทสหรัฐสูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกันราคาสินค้านำเข้าที่แพงขึ้นก็เป็นปัจจัยกระตุ้น

เงินเพื่อ ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการปรับลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed)

นอกจากนี้ สหรัฐฯอาจต้องเผชิญกับมาตรการตอบโต้กลับทางการค้า (Trade retaliation) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อส่งออกสินค้าในระยะข้างหน้า หุ้นสหรัฐกลุ่มที่มียอดขายจากต่างประเทศสูง เช่น กลุ่มเทคโนโลยี (Tech.) และกลุ่มสินค้าวัสดุ (Materials) ซึ่งมีสัดส่วนสูงถึง 57% และ 53% ตามลำดับ อาจถูกปรับลดแนวโน้มผลประกอบการ และมีความอ่อนไหวมากเป็นพิเศษจากประเด็นนี้

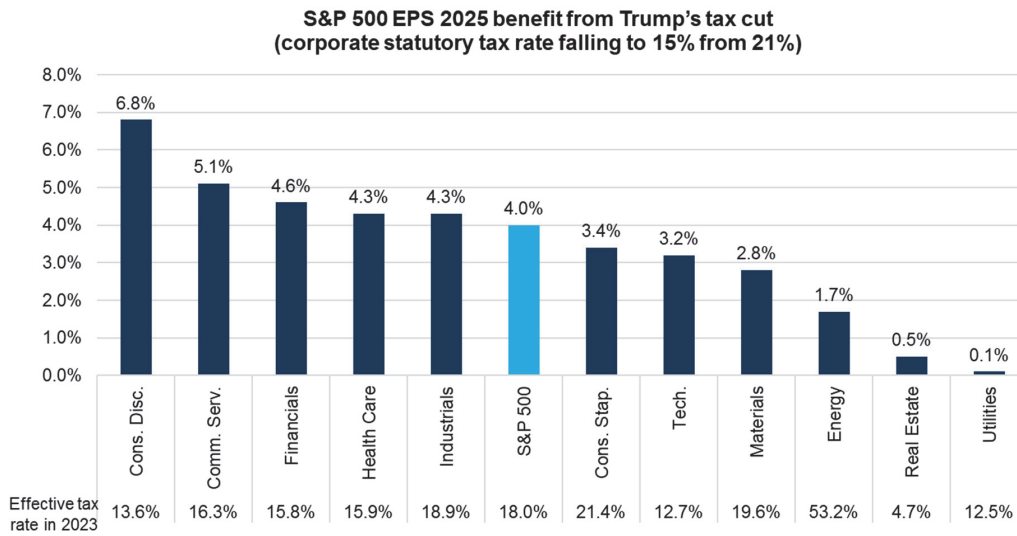
ดังนั้น การกลับมาดำรงตำแหน่งของทรัมป์ ซึ่งจะมีการผลักดันร่างกฎหมายลดภาษีนิติบุคคล และการปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) จะเป็นแรงกดดันอัตราดอกเบี้ยในตลาดให้อยู่ในระดับสูง เงินสกุลดอลลาร์สหรัฐจะมีทิศทางแข็งค่าขึ้น ทำให้เราคาดว่าตลาดหุ้นสหรัฐ จะ Outperform ตลาดหุ้นประเทศอื่นๆ ในระยะกลางถึงยาว โดยเฉพาะกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการลดภาษีนิติบุคคล และกลุ่มที่ได้รับผลกระทบน้อยจากการตอบโต้กลับของการขึ้น Tariffs เช่น กลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) 🍷

แผนภาพที่ 4: การลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทในปีที่มีผลบังคับใช้โดยทันที ซึ่งการลดของทรัมป์ในรอบนี้ คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อ S&P500 ประมาณ 4%



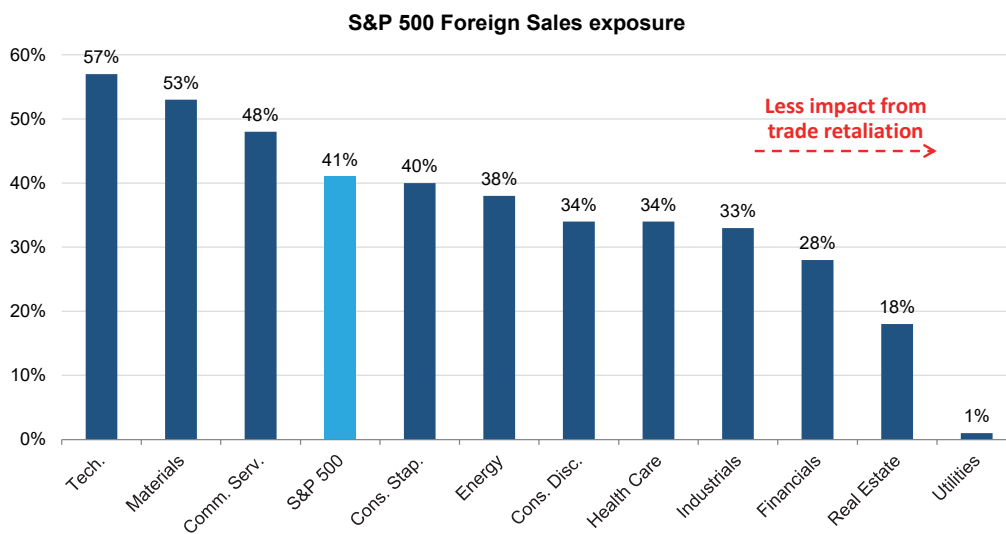
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 5: หุ้นที่ได้รับประโยชน์จากการลดภาษีนิติบุคคลมากที่สุด ได้แก่ หุ้นกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary) ราว 7% รองลงมาเป็นหุ้นกลุ่มบริการด้านการสื่อสาร (Communication services) และหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) ราว 5%



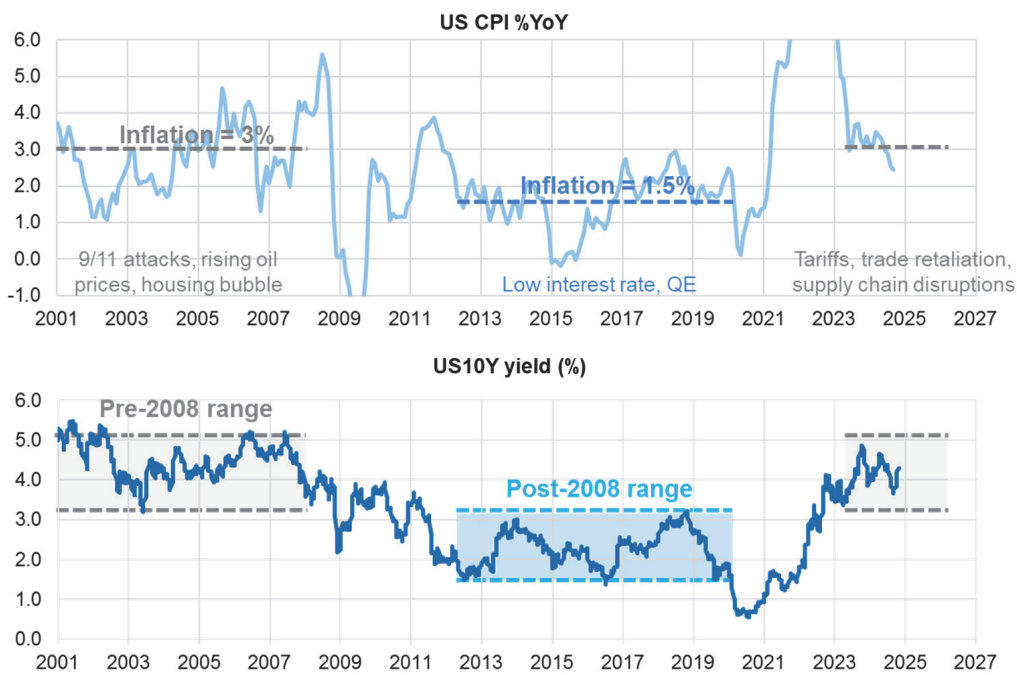
ที่มา: BofA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 6: หุ้นกลุ่มที่มียอดขายจากต่างประเทศสูง เช่น กลุ่มเทคโนโลยี (Tech.) และกลุ่มสินค้าวัสดุ (Materials) ซึ่งมีสัดส่วนสูงถึง 57% และ 53% ตามลำดับ อาจถูกปรับลดแนวโน้มผลประกอบการจากประเด็นการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs)



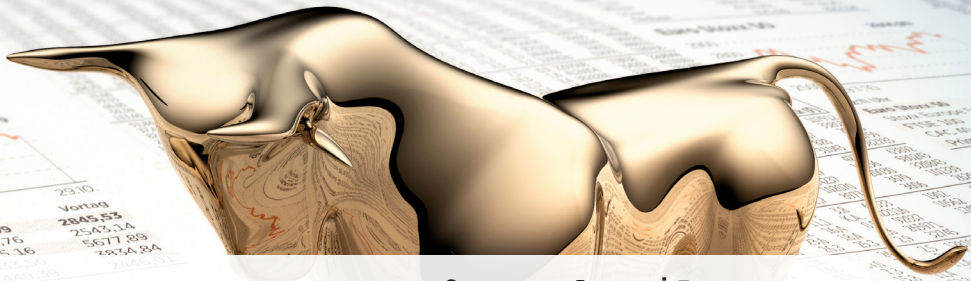
ที่มา: Factset, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 7: นโยบายของทรัมป์อาจผลักดันให้เงินเฟ้อ (CPI) ทรงตัวที่ระดับ 3% และทำให้ Bond yield อายุ 10 ปี อยู่ที่ระดับสูง 3-5% ในระยะข้างหน้า



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

ตลาดหุ้น



ชัยชนะของวอชิงตันที่ประธานาธิบดี Trump หนุนตลาดหุ้นสหรัฐฯ ทำจุดสูงสุดใหม่ ผ่านนโยบายที่เป็นมิตรต่อภาคธุรกิจ อย่างการลดภาษีนิติบุคคล ในขณะที่การปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) แม้จะเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของบริษัทสหรัฐฯ แต่อาจกระตุ้นเงินเฟ้อ และเป็นอุปสรรคต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed ในระยะข้างหน้า รวมถึงมีความเสี่ยงที่ประเทศอื่นจะออกมาตราการตอบโต้กลับการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า เรามองกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) เป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการขึ้นค่าแรงต่ำแห่งของวอชิงตันที่ประธานาธิบดี Trump มากที่สุด ทั้งจากการลดภาษีนิติบุคคล การผ่อนคลายกฎระเบียบต่างๆ และมีความเสี่ยงต่ำจากสงครามการค้า

นโยบายลดภาษีนิติบุคคลของ Trump จะหนุนกำไร S&P500 เพิ่ม 4% แต่ต้องจับตาผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้า

ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่หลังชัยชนะของ Trump โดยนโยบายสำคัญที่เป็นแรงขับเคลื่อนตลาดมีสองประการ คือ การลดภาษีนิติบุคคลจาก 21% เหลือ 15% และการปรับขึ้นภาษีนำเข้าเป็น 10% สำหรับทุกประเทศ (จากปัจจุบันที่ 3%) และ 60% สำหรับจีน (จากปัจจุบันที่ 20%)

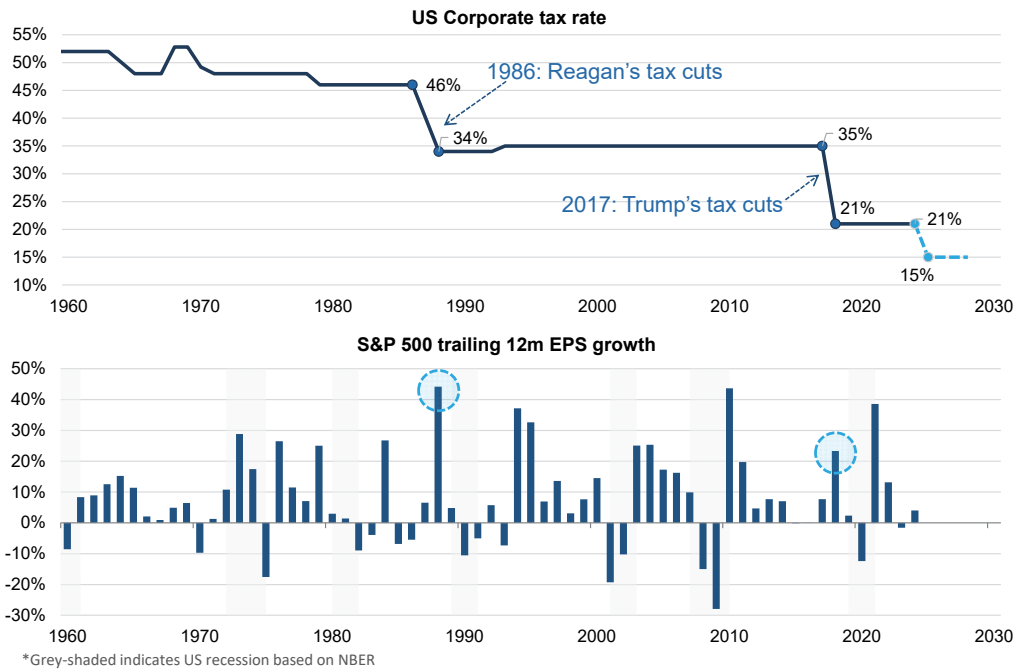
การลดภาษีนิติบุคคลจะส่งผลบวกต่อกำไรบริษัทจดทะเบียนใน S&P500 ประมาณ 4% โดยกลุ่มที่ได้ประโยชน์มากที่สุด คือ กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary) (7%) ตามด้วยกลุ่มบริการด้านการสื่อสาร (Communication services) และกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) (รวม 5%)

อย่างไรก็ตาม การขึ้นภาษีนำเข้าเป็นดาบสองคม แม้จะเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของบริษัทสหรัฐฯ แต่อาจกระตุ้นเงินเฟ้อและเป็นอุปสรรคต่อการลดดอกเบี้ยของ Fed

นอกจากนี้ บางกลุ่มธุรกิจอาจต้องเผชิญกับการตอบโต้กลับของการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า โดยกลุ่มหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงคือ กลุ่มเทคโนโลยี (Tech.) และกลุ่มสินค้าวัสดุ (Materials) เนื่องจากมีรายได้จากต่างประเทศสูง (57% และ 53% ตามลำดับ) ในทางกลับกัน กลุ่มธุรกิจสาธารณูปโภค (Utilities) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (Real estates) และกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) มีความเสี่ยงต่ำเพราะมีรายได้จากต่างประเทศน้อย

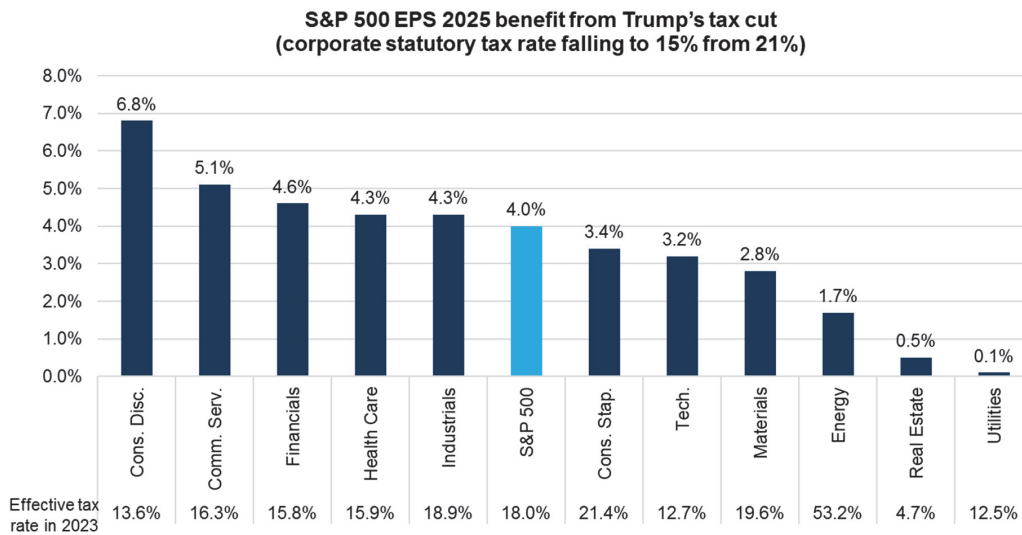
ชัยชนะของ Trump น่าจะสนับสนุนให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะ Outperform ตลาดหุ้นประเทศอื่น แนะนำให้ลงทุนในกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer Discretionary) ซึ่งได้ประโยชน์จากการลดภาษีและมีความเสี่ยงต่ำจากสงครามการค้า

แผนภาพที่ 8: การลดภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) จะส่งผลบวกต่อกำไรของบริษัทใน S&P500 ประมาณ 4% ในปีที่มีผลบังคับใช้



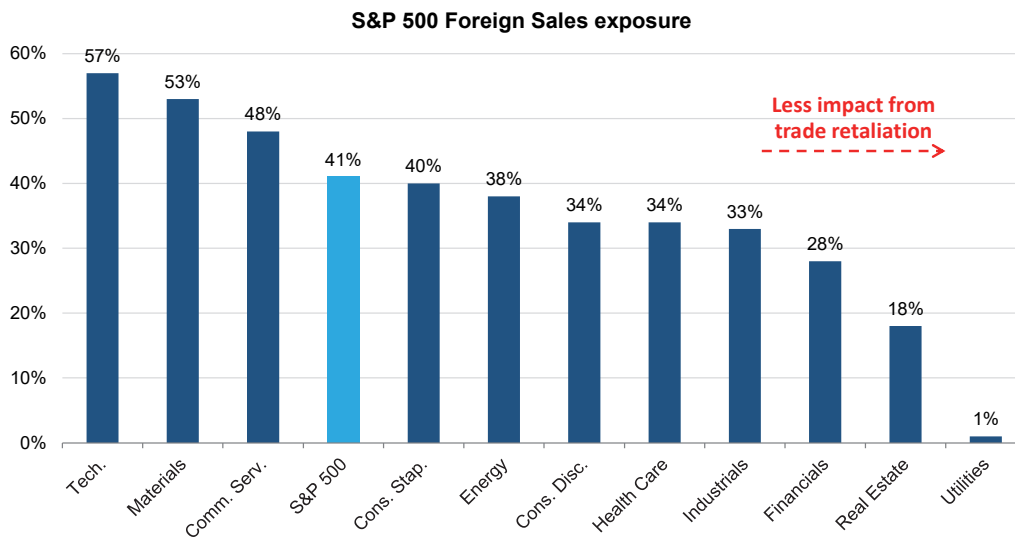
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: หุ้นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากการลดภาษีนิติบุคคลมากที่สุด ได้แก่ หุ้นกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary) ราว 7% รองลงมาเป็นหุ้นกลุ่มบริการด้านการสื่อสาร (Communication services) และหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) ราว 5%



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

แผนภาพที่ 10: ทุนกลุ่มที่มียอดขายจากต่างประเทศสูง เช่น กลุ่มเทคโนโลยี (Tech.) และกลุ่มสินค้าวัสดุ (Materials) ซึ่งมีสัดส่วนสูงถึง 57% และ 53% ตามลำดับ อาจถูกปรับลดแนวโน้มผลประกอบการจากประเด็นการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs)



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

กลุ่ม Financials เป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากนโยบาย Trump มากที่สุด

นโยบายของว่าที่ประธานาธิบดี Trump ทั้งการปรับลดอัตราภาษีนิติบุคคล (Corporate tax) และการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) แม้จะช่วยส่งเสริมศักยภาพในการเติบโตของภาคธุรกิจสหรัฐฯ แต่อาจบีบจ่ายแรงให้เงินเพื่อเพิ่มขึ้น ซึ่งถือเป็นอุปสรรคสำคัญต่อแนวโน้มการผ่อนคลายนโยบายการเงินของ Fed อย่างไรก็ตาม มีหุ้นกลุ่มหนึ่งที่ได้รับประโยชน์ทั้งจากนโยบายของว่าที่ประธานาธิบดี Trump และเงินเพื่อที่อาจเร่งตัวขึ้น คือ กลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) ดังนี้

1) กลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) เป็นกลุ่มที่ผลกำไรมีโอกาสเติบโตเพิ่มขึ้นราว +5% จากการปรับลดอัตราภาษีนิติบุคคล โดยคิดเป็นอันดับที่ 3 รองจากกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (Consumer discretionary) และกลุ่มบริการด้านการสื่อสาร (Communication services)

2) กำไรของภาคธนาคารมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างดอกเบี้ย (Interest Margin) โดยทิศทางเงินเฟ้อซึ่งมีแนวโน้มสูงขึ้น จากการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) จะเป็นแรงผลักดันให้ Bond yield อายุยาว ทรงตัวอยู่ในระดับสูง เมื่อ Bond yield ระยะยาว ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินเชื่อระยะยาว และเป็นรายได้หลักของธนาคาร ปรับเพิ่มขึ้น ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินฝากระยะสั้น ซึ่งเปรียบ

เสมือนต้นทุนในการกู้ยืมของธนาคาร ทรงตัวในระดับต่ำ ส่วนต่างดอกเบี้ยที่กว้างขึ้น จะสะท้อนความสามารถในการสร้างกำไรจากการให้กู้ยืมที่มากขึ้น

3) มีความเสี่ยงต่ำจากการตอบโต้กลับจากประเด็นทางการค้า โดยกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) มีรายได้จากต่างประเทศคิดสัดส่วนเพียง 28% น้อยกว่าเฉลี่ยของบริษัทใน S&P 500 ที่ 41% ทำให้ความเสี่ยงจากประเด็นนี้เป็นไปอย่างจำกัด

4) ว่าที่ประธานาธิบดี Trump มีนโยบายสนับสนุนการลดกฎระเบียบในสถาบันการเงิน (Bank de-regulation) ยกตัวอย่างเช่น ความเป็นไปได้ที่จะผ่อนคลายข้อกำหนดด้านเงินทุนชุดสุดท้ายของ Basel III หรือที่เรียกกันว่า “Basel III Endgame” ซึ่งปัจจุบันมีกำหนดเริ่มบังคับใช้ในช่วงกลางปี 2025 โดยคาดว่าจะมีการปรับขึ้นสัดส่วนเงินทุนขั้นต่ำ (Minimum capital requirements) ของธนาคารขนาดใหญ่ ซึ่งมีมูลค่าทรัพย์สินเกินกว่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ แนวโน้มการออกกฎระเบียบที่อาจไม่ได้เข้มงวดมากเหมือนที่ผ่านมา จะช่วยเพิ่มศักยภาพในการปล่อยกู้ (bank lending capacity) ของภาคธนาคารในระยะข้างหน้า

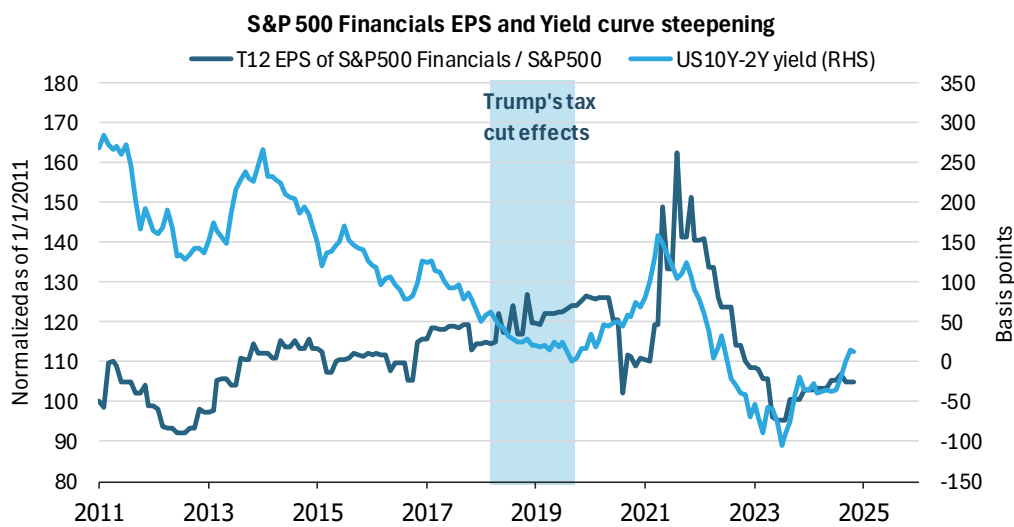
5) ตลาดในปัจจุบันยังไม่ได้มีการตอบรับต่อประเด็นการลดภาษีนิติบุคคล ดังจะเห็นได้จากตลาดหุ้นในกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากการลดภาษี (GS high tax vs low tax) ไม่ได้มีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกับโอกาสชนะการเลือกตั้งของ Trump ในช่วงที่ผ่านมา

โดยเมื่อพิจารณาการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในช่วงที่ประธานาธิบดี Trump ดำรงตำแหน่งรอบก่อน ซึ่งมีความพยายามผลักดันกฎหมายลดภาษีในลักษณะเดียวกัน พบว่าตลาดหุ้นมีการตอบรับต่อนโยบายลดภาษีนี้นิติบุคคล 2 ช่วง ช่วงแรกเกิดขึ้นทันทีหลังการประกาศผลเลือกตั้ง ส่วนอีกครั้งเกิดขึ้นหลังกฎหมายผ่านการเห็นชอบจากสภา โดยการปรับขึ้นในรอบหลังเป็นการปรับขึ้นระลอกใหญ่ หุ้นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากนโยบายลดภาษีปรับขึ้นมากกว่ากลุ่มที่ได้รับประโยชน์น้อย ในเปอร์เซ็นต์ที่สูงถึง 15% ซึ่งว่าหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) ยังมีปัจจัยบวก (Catalyst)

ต่อราคาที่สำคัญจากการผ่านกฎหมายลดภาษี ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงปีหน้า

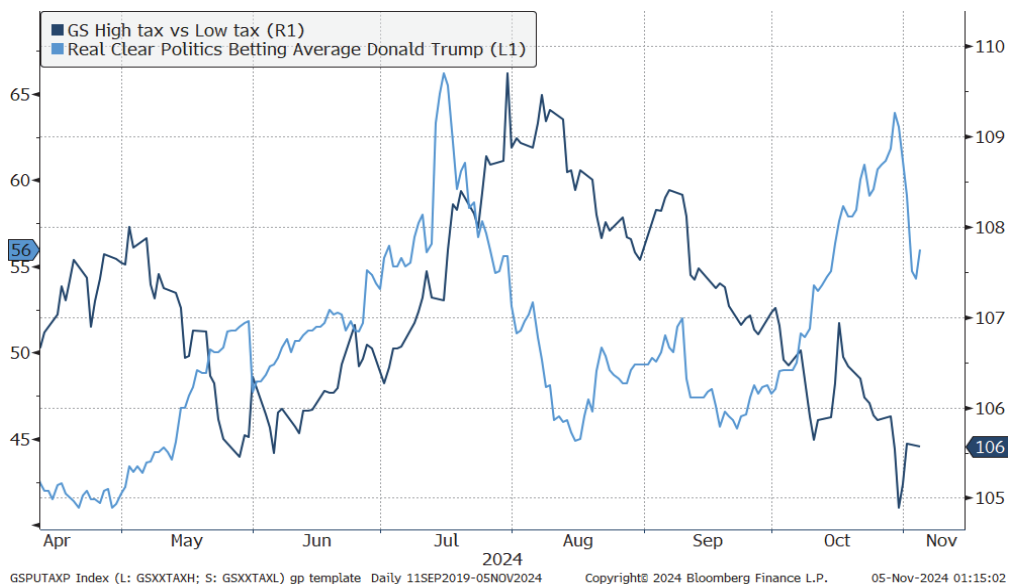
ดังนั้น หุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) จึงเป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการดำรงตำแหน่งของ Trump และที่สำคัญ ราคาหุ้นในปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนปัจจัยบวกจากการลดภาษีนี้นิติบุคคลอย่างเต็มที่ จึงมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในปีหน้า เรายังคงน้ำหนัก Overweight หุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) ในพอร์ตการลงทุน

แผนภาพที่ 11: กำไรของกลุ่ม Financials มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ไปในทิศทางเดียวกับการเพิ่มขึ้นของส่วนต่างดอกเบี้ย



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

แผนภาพที่ 12: ตลาดในปัจจุบันยังไม่ได้มีการตอบรับต่อประเด็นการลดภาษีนิติบุคคล



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

แผนภาพที่ 13: ตลาดหุ้นมีการตอบรับต่อการลดภาษีนิติบุคคล 2 ช่วง ช่วงแรกเกิดขึ้นทันทีหลังการประกาศผลเลือกตั้ง ส่วนอีกครั้งเกิดขึ้นหลังกฎหมายผ่านการเห็นชอบจากสภา โดยการปรับขึ้นในรอบหลังเป็นการปรับขึ้นระลอกใหญ่ นำโดยหุ้นกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากนโยบายลดภาษี



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

หุ้นเติบโต (Growth stocks) อาจจะไม่ได้เป็นผู้นำตลาดเหมือนที่ผ่านมา

ประเด็นปัญหาเงินเฟ้อ ซึ่งคลี่คลายลงในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา อาจกลับมาพุ่งตึงมากขึ้นในสมัยประธานาธิบดี Trump อัตราเงินเฟ้อ (CPI) ของสหรัฐฯ ซึ่งปรับลดลงอย่างต่อเนื่องมาอยู่ที่ระดับ 2.4% ในเดือน ก.ย. อาจกลับมาเร่งตัวขึ้นสู่ระดับ 3% ในช่วงปีหน้า ส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ซึ่งจากเดิมตลาดประเมินว่าจะสามารถปรับลดลงสู่ Terminal rate ที่ระดับ 3-3.5% อาจลดลงได้เพียง 4% และเป็นปัจจัยหนุนให้ Bond yield อายุยาว ทรงตัวในระดับสูงในระยะข้างหน้า

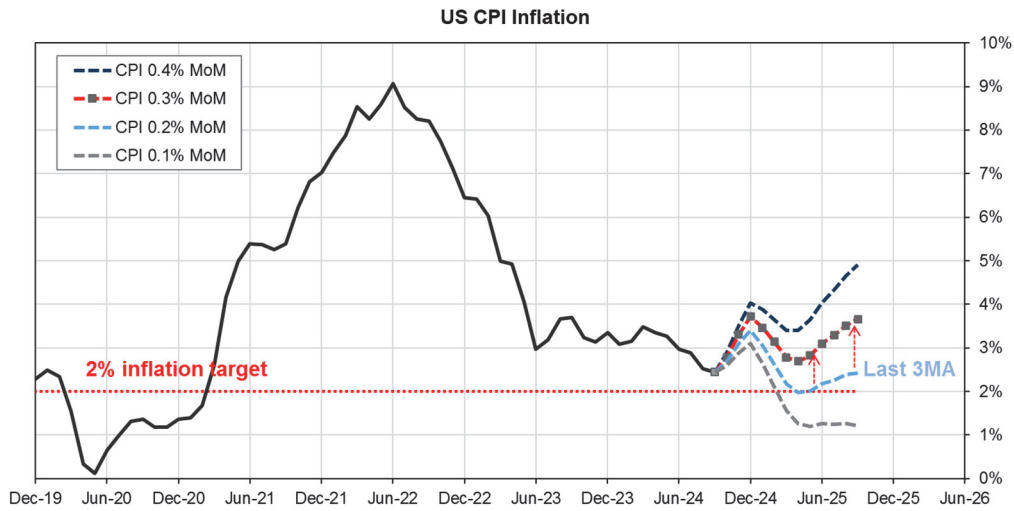
การปรับเพิ่มขึ้นของ Bond yield จะส่งผลกดดันราคาหุ้น เนื่องจาก Bond yield ถูกใช้เป็นอัตราคิดลด (Discount Rate) ในการประเมินราคาหุ้น เมื่อ Bond yield สูงขึ้น กระแสเงินสดในอนาคตจะลดลง ส่งผลกดดันราคาหุ้นในปัจจุบัน โดยเฉพาะกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth stocks) ซึ่งพึ่งพาการขยายธุรกิจในอนาคต

นอกจากนี้ นโยบายของ Trump เช่น การลดภาษีนิติบุคคล คาดว่าจะส่งผลบวกต่อหุ้นกลุ่มสถาบันการเงิน (Financials) มากที่สุด และจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นคุณค่า (Value stocks) ในขณะที่กลุ่มเทคโนโลยี (Tech.) ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มหุ้นเติบโต (Growth stocks) คาดว่าจะได้รับผลบวกค่อนข้างจำกัดจากการลดภาษีนิติบุคคล และมีความเสี่ยงเพิ่มเติมจากการตอบโต้กลับจากมาตรการกีดกันทางการค้า

ปัจจัยด้านเงินเฟ้อ และนโยบายของ Trump น่าจะทำให้ตลาดโยกย้ายการลงทุนจากหุ้นเติบโต (Growth stocks) ไปสู่หุ้นคุณค่า (Value stocks) มากขึ้นในระยะข้างหน้า ทำให้เรามองว่าหุ้นคุณค่า (Value stocks) อาจไม่ได้ Underperform หุ้นเติบโต (Growth stocks) มากเหมือนที่ผ่านมา

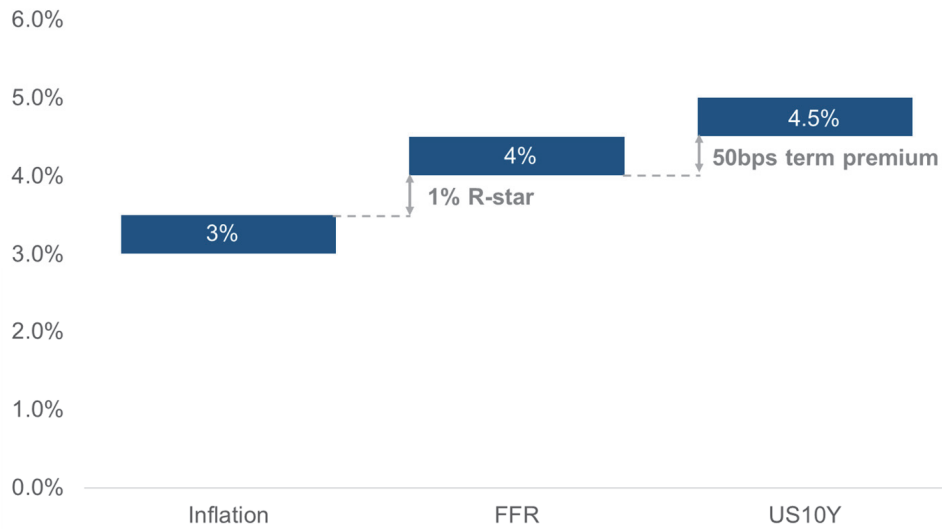
แผนภาพที่ 14: หากเงินเฟ้อ (CPI) เร่งตัวขึ้นจากปัจจุบันที่ 0.2% ต่อเดือน เป็น 0.3% ต่อเดือน อัตราเงินเฟ้อเทียบปีก่อนจะปรับกรอบแนวโน้มขึ้นเป็น 3%YoY ในช่วงปีหน้า ห่างไกลจากเป้าหมายเงินเฟ้อของ Fed ที่ 2% มากขึ้น

Rise in CPI from 0.2%MoM currently could see inflation stabilize at 3%YoY in 2025



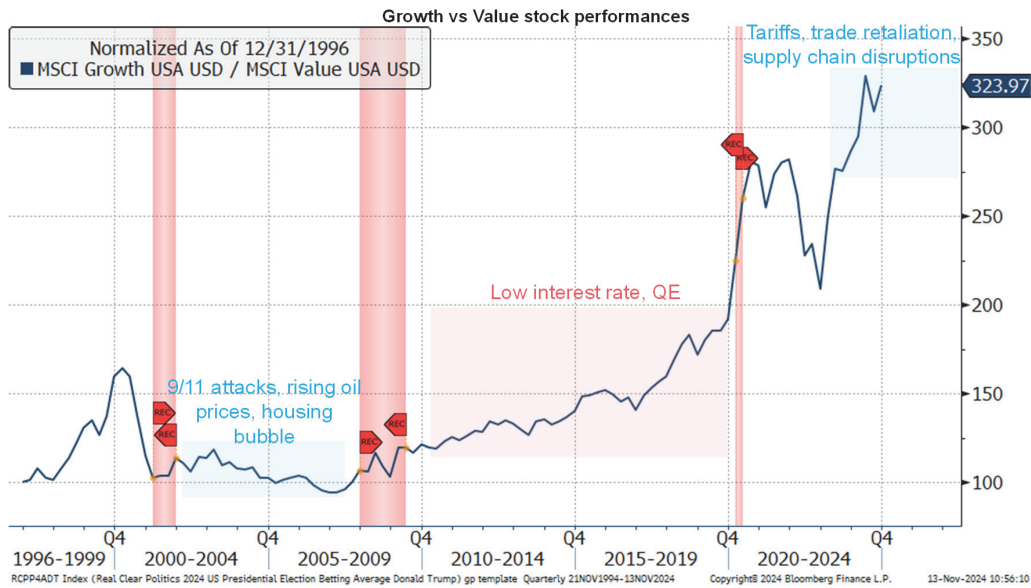
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 15: เราประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อที่ 3% จะทำให้ Fed ปรับลดดอกเบี้ยลงมาต่ำสุด (Terminal Fed funds rate) ที่ประมาณ 4% ซึ่งคิดการตอบสนองของ Bond yield ต่อชัยชนะของ Trump ที่ 4.5%



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

แผนภาพที่ 16: หุ้นคุณค่า (Value stocks) อาจไม่ได้ Underperform หุ้นเติบโต (Growth stocks) มากเหมือนช่วงที่ผ่านมา



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

อินเดีย ญี่ปุ่น เวียดนาม ได้รับผลกระทบที่จำกัดจากมาตรการกีดกันการค้า

มาตรการกีดกันการค้า โดยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) จะทำให้สินค้านำเข้าแพงขึ้น เป็นการเพิ่มข้อได้เปรียบด้านราคาให้กับผู้ผลิตในสหรัฐฯ ซึ่งจะช่วยเพิ่มส่วนแบ่งการตลาด (Market share) ในสหรัฐฯ เป็นปัจจัยหนุนให้ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มีโอกาสเติบโตสูงกว่าตลาดหุ้นประเทศอื่นในช่วง 3-4 ปีข้างหน้า หรือในระยะเวลาที่ Trump เป็นประธานาธิบดี

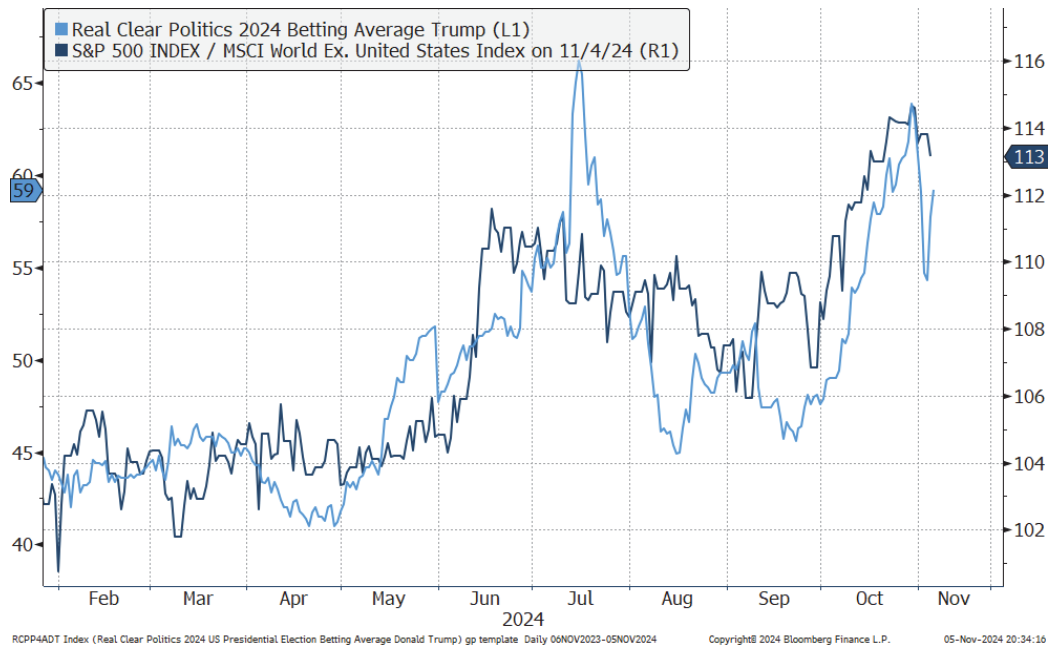
หากไม่นับตลาดหุ้นสหรัฐฯ เรามองว่าปัจจัยที่จะลดทอนผลกระทบจากมาตรการกีดกันทางการค้าในตลาดหุ้นประเทศอื่น ๆ อาจขึ้นอยู่กับความเกี่ยวเนื่องทางเศรษฐกิจกับประเทศสหรัฐฯ และเงินเป็นหลัก

จากศึกษาการเคลื่อนไหวของตลาดหุ้นในช่วงที่เกิดสงครามการค้าระหว่างจีนและสหรัฐฯ ในระหว่างปี 2017-2019 พบว่ากลุ่มประเทศที่มีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ

(S&P500) มากกว่าค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับตลาดหุ้นจีน (CSI300) ได้แก่ อินเดีย เวียดนาม และญี่ปุ่น สามารถปรับเพิ่มขึ้นได้สูง 55% 34% และ 21% ตามลำดับ ในช่วงระยะเวลา 3 ปีนั้น ในขณะที่ ยุโรป เยอรมนี ซึ่งมีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับตลาดหุ้นจีน (CSI300) สูงกว่าค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) ปรับเพิ่มขึ้นเพียง 14%

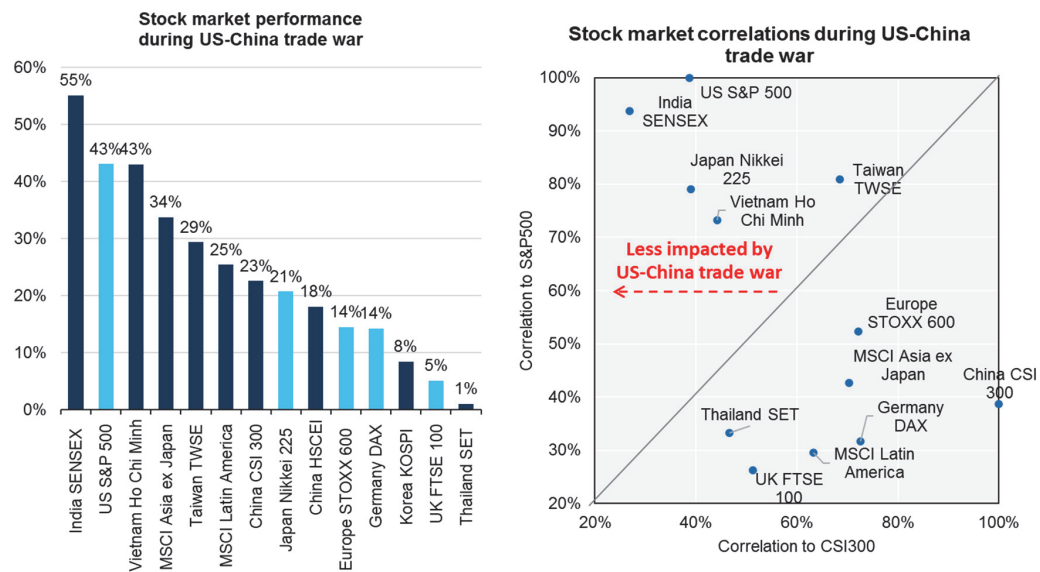
มาตรการขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ในรอบนี้ ซึ่ง Trump ประกาศว่าจะเก็บกับจีนที่อัตรา 60% และกับประเทศอื่น ๆ ที่อัตรา 10% สะท้อนความสัมพันธ์ที่ยังคงไม่เป็นมิตรกับจีนมากเป็นพิเศษ มีความเสี่ยงสูงที่การขึ้นภาษีสินค้านำเข้าของสหรัฐฯ จะตามมาด้วยการตอบโต้กลับจากจีน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจประเทศอื่น ๆ เป็นวงกว้าง ตลาดหุ้นของประเทศที่มีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) กับตลาดหุ้นสหรัฐฯ สูง อย่างอินเดีย เวียดนาม และญี่ปุ่น น่าจะช่วยลดทอนผลกระทบทางเศรษฐกิจที่อาจเกิดกับจีนได้

แผนภาพที่ 17: ตลาดหุ้นมีการตอบรับต่อการคาดการณ์การขึ้นภาษีนำเข้าอย่างต่อเนื่อง เห็นได้จากการปรับขึ้นนำตลาดประเทศอื่นๆของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในช่วงที่โอกาสชนะการเลือกตั้งของ Trump เพิ่มขึ้น



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

แผนภาพที่ 18: ตลาดหุ้นอินเดีย ญี่ปุ่น และเวียดนาม ได้รับผลกระทบที่จำกัดจากมาตรการกีดกันการค้า



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

*US-China trade war period between 1 Jan 2017 – 31 Dec 2019

ตลาดตราสารหนี้

เราปรับคาดการณ์ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond) ขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 4.5% ในปี 2025 จากปัจจัยด้านการเมืองของสหรัฐฯ ที่มีผลการเลือกตั้งเป็นชัยชนะของพรรค Republican ขาดลอยกว่าที่คาด สะท้อนแรงกดดันให้เกิดการพลิกคตินโยบายที่เกี่ยวข้องกับสงครามการค้า การเบรทศและปิดกั้นผู้อพยพผิดกฎหมายจำนวนมาก การลดอัตราภาษีนิติบุคคล และการผ่อนคลายความเข้มงวดของกฎหมายภาคธุรกิจ (De-regulation) ซึ่งเป็นนโยบายความเสี่ยงหลักของ Trump ให้ออกโอกาสเกิดขึ้นจริงมากขึ้น ส่งผลให้ตลาดปรับคาดการณ์แนวโน้มเงินเฟ้อและดอกเบี้ยระยะยาวสูงขึ้นจากแนวโน้มนโยบายสนับสนุนเศรษฐกิจ (Pro-Growth) ที่อาจเป็นอุปสรรคต่อการชะลอตัวของเงินเฟ้อ (Pro-Inflation) สู่ระดับเป้าหมายของ Fed อย่างไรก็ดี เราเฝ้ามอง Neutral ต่อพันธบัตรพันธบัตรระยะยาวมากขึ้นจากเดิมที่เป็น Underweight ด้วยระดับ Valuation ที่ค่อนข้างเหมาะสมแล้วที่ประมาณ 4.5%

Republican Sweep เพิ่มแรงกดดันต่อ Bond yield จากแนวโน้มเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นและความเสี่ยงต่อการเสื่อมถอยของวินัยการคลัง

ความเสี่ยงต่อ Bond yield ระยะยาวที่เราเคยชี้ไว้ใน TIPS ฉบับก่อนหน้าได้กลายเป็นความจริง หลังจากที่พรรค Republican นำโดยนาย Donald Trump ชนะการเลือกตั้งเมื่อวันที่ 5 พ.ย. ที่ผ่านมาอย่างถล่มทลาย โดยได้รับชัยชนะทั้งในตำแหน่งประธานาธิบดี วุฒิสภา (สว.) และสภาผู้แทนราษฎร (สส.) เหนือความคาดหมายของตลาด ผลการเลือกตั้งนี้สะท้อนถึงเสียงสนับสนุนนโยบายหลักของ Trump ที่ประชาชนเห็นด้วย เช่น การเพิ่มภาษีนำเข้า (Tariff) โดยเฉพาะกับจีน การลดภาษีรายได้นิติบุคคล และการใช้นโยบายต่อต้านการลักลอบเข้าเมืองผิดกฎหมายที่มีความเข้มงวดเพิ่มขึ้นในช่วงรัฐบาลของ Biden

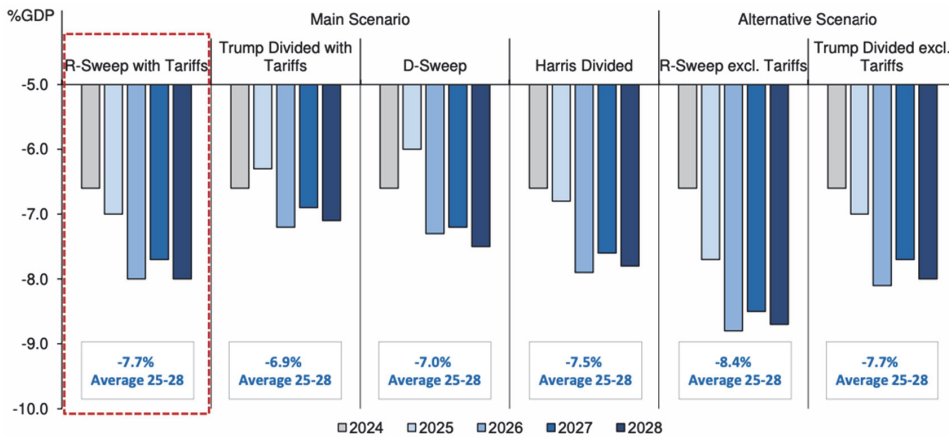
เรามองว่าภายใต้รัฐบาล Trump นโยบายที่ใช้หาเสียงมีโอกาสถูกผลักดันได้ง่ายขึ้น เนื่องจากพรรค Republican ครอง

เสียงข้างมากทั้งในสภามานและสภาล่าง ลดข้อจำกัดในการออกกฎหมายที่สำคัญ โดยเมื่อพิจารณาแนวโน้มนโยบายแล้ว ตลาดคาดว่าแผนการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล และอาจรวมถึงภาษีเงินได้ส่วนบุคคล และการลดความเข้มงวดด้านกฎระเบียบในภาคธุรกิจ (De-regulation) จะส่งผลดีต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ (Pro-Growth) ขณะที่การเพิ่มภาษีนำเข้าและการเนรเทศผู้อพยพผิดกฎหมายจำนวนมาก (Mass Deportation) จะสร้างแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ (Pro-Inflation) โดยเฉพาะเงินเฟ้อในภาคบริการที่มีความหนืดสูงจากตลาดแรงงานที่ตึงตัวขึ้น

ในขณะเดียวกัน การใช้นโยบายการคลังแบบผ่อนคลายยังเพิ่มความเสี่ยงต่อวินัยการคลังของสหรัฐฯ โดยนักเศรษฐศาสตร์คาดว่า การขาดดุลการคลังของรัฐบาลสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นเป็น 7-8% ของ GDP ต่อปี จากระดับปัจจุบันที่ 6-7% ต่อปี ซึ่งจะสร้างแรงกดดันเชิงบวกต่อ Term premium

แผนภาพที่ 19: นักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ว่าสหรัฐฯ มีแนวโน้มขาดดุลงบการคลังสูงขึ้นเป็น 7-8% ของ GDP ต่อปี ในสมัยรัฐบาลของ Trump

Federal budget deficit as %GDP with TCJA extension



ที่มา: Deutsche Bank, Penn-Wharton, Tax Foundation, Urban-Brookings Tax Policy Center, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

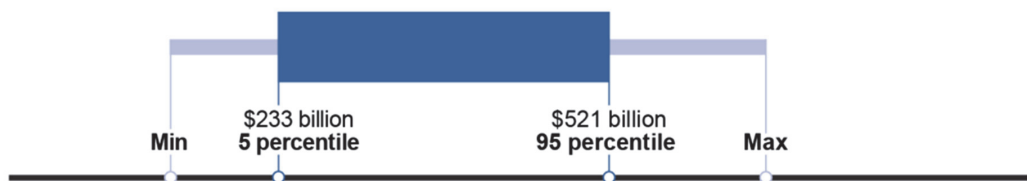
DOGE อาจช่วยลดการรั่วไหลของงบประมาณที่ไม่จำเป็นได้ ในระยะยาวโดยเริ่มจากการแก้ไขปัญหาทุจริตในงบประมาณสหรัฐฯ

ในส่วนของการก่อตั้งหน่วยงานใหม่อย่าง Department of Government Efficiency (DOGE) ที่มีเป้าหมายลดการใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นขึ้นมานั้น เรามองว่าอาจยังต้องใช้เวลาก่อร่างสร้างก่อนที่จะเห็นรายละเอียดเพิ่มเติม โดย Trump ระบุว่าหน่วยงานนี้จะเริ่มมีแผนงานที่ชัดเจนภายในวันชาติสหรัฐอเมริกาปีหน้า (4 ก.ค. 2025) เบื้องต้น เราคาดว่า DOGE จะมุ่งเน้นไปที่การลดรายจ่าย

ที่ไม่มีประสิทธิภาพและลดการทุจริต ซึ่งข้อมูลจากสำนักงานบัญชีกลางสหรัฐฯ (US Government Accountability Office) ระบุว่า การทุจริตทำให้รัฐบาลสูญเสียงบประมาณปีละมากกว่า 230,000 - 520,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็น 4-8% ของงบประมาณประจำปี หากแผนนี้สามารถลดการรั่วไหลของงบประมาณได้จริง อาจช่วยลดแรงกดดันต่อการขาดดุลงบการคลังในระยะยาวได้ แต่ในระยะสั้นคาดว่าความเสี่ยงต่อ Term premium จากการขาดดุลที่เพิ่มขึ้นยังคงมีน้ำหนักมากกว่า

แผนภาพที่ 20: สำนักงานบัญชีกลางสหรัฐฯ ประเมินว่าการทุจริตทำให้รัฐบาลสูญเสียงบประมาณปีละมากกว่า 230,000 - 520,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือคิดเป็น 4-8% ของงบประมาณประจำปี

Figure 6: Estimate of Direct Annual Financial Losses from Fraud Affecting the Federal Government, Based on Our Simulation



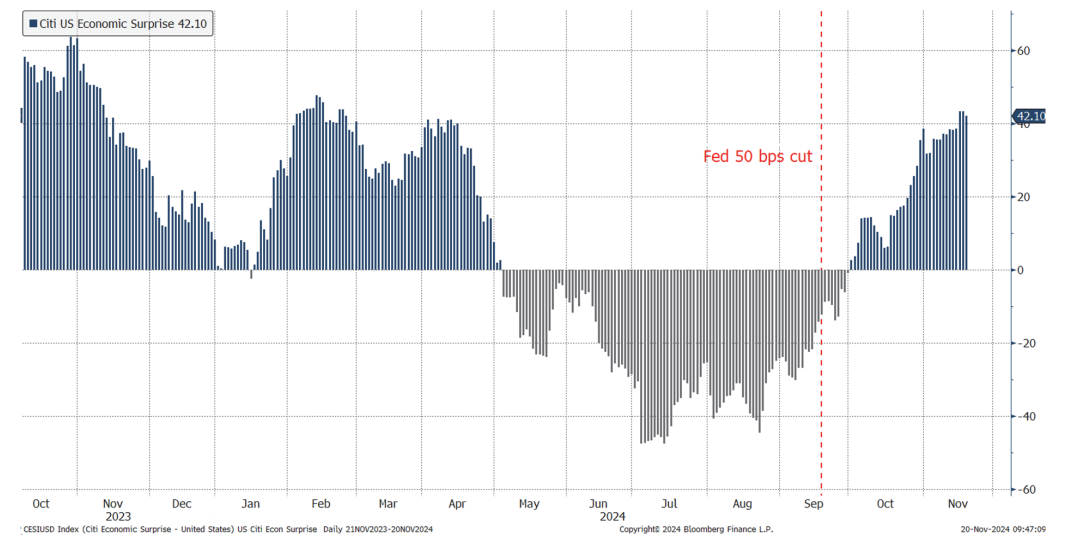
ที่มา: GAO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Fed ที่ตระหนักถึงข้อผิดพลาดใน 2 เดือนที่ผ่านมา เริ่มกลับมาให้ความสำคัญกับการควบคุมเงินเฟ้ออย่างจริงจังอีกครั้ง ซึ่งจะช่วยป้องกันไม่ให้ Bond yield ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรุนแรง

Fed ได้เริ่มเปลี่ยนจุดยืนกลับมาเป็น Hawkish อีกครั้ง หลังจากที่เร่งลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงถึง -75 bps ในการประชุมสองครั้งที่ผ่านมา สู่ระดับ 4.50-4.75% พร้อมกับการใช้คำชี้้นำล่วงหน้า (Forward guidance) ที่มีทำที่ผ่อนคลายเป็นอย่างมาก

สวนทางกับข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนผ่านดัชนี Economic Surprise ที่กลับมาอยู่ในแดนบวกอีกครั้ง บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ แข็งแกร่งกว่าที่ตลาดคาด ความแข็งแกร่งนี้ได้กระตุ้นให้กระแสของ Bond Vigilantes กลับมาอีกครั้ง ทำให้นักลงทุนมีความกังวลต่อแนวโน้มเงินเฟ้อสูงขึ้นในช่วงสองเดือนที่ผ่านมา สะท้อนผ่านคาดการณ์เงินเฟ้อระยะ 10 ปีใน Bond yield ที่ปรับสูงขึ้นแต่ละระดับ 2.4%

แผนภาพที่ 21: ดัชนี Economic Surprise ของสหรัฐฯ ปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องหลัง Fed เริ่มลดดอกเบี้ยครั้งแรกในเดือน ก.ย.



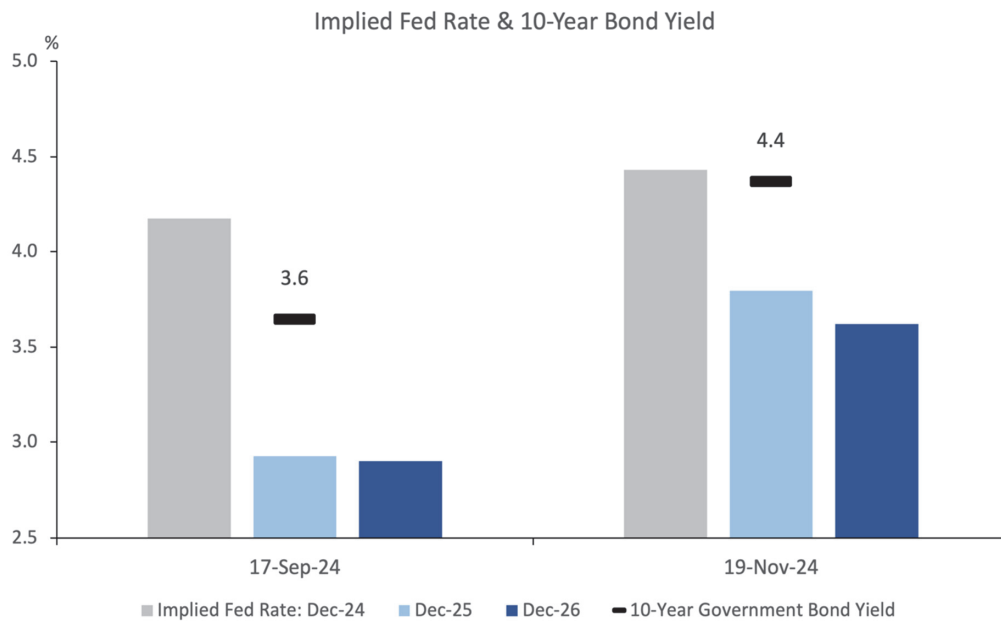
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภาพของเศรษฐกิจที่ยังแข็งแกร่งและทิศทางของเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น ทำให้นักลงทุนกลับมาปรับคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral rate) ของสหรัฐฯ สูงขึ้น จากเดิมที่มองว่า Fed จะสามารถลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับ 3.0% ปัจจุบันตลาดเริ่มให้น้ำหนักว่า Fed อาจต้องคงดอกเบี้ยที่ระดับประมาณ 4% ในระยะยาว โดยตลาด Fed Funds Futures คาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยสู่ระดับ 3.8% ในเดือน ธ.ค. 2025 และ 3.6% ในเดือน ธ.ค. 2026 ขณะเดียวกัน สัญญาแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยแบบ Overnight Index Swap ระยะ 5 ปี เริ่มต้นในอีก 5 ปีข้างหน้า (5Y5Y OIS Swap) ซึ่งสะท้อนแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยระยะยาว

ของตลาด (Neutral rate) ก็เคลื่อนไหวในช่วง 3.5-4.0% เช่นเดียวกัน

โดยสรุป เรามองว่าคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะยาวของตลาดได้ปรับขึ้นมาสอดคล้องกับแนวโน้มเงินเฟ้อที่มีความหนักแน่นสูงกว่าทศวรรษที่ผ่านมาแล้ว อีกทั้ง Fed ที่เริ่มปรับจุดยืนและกลับมาให้ความสำคัญกับการควบคุมเงินเฟ้ออย่างจริงจัง ส่งผลให้ระดับ Bond yield อายุ 10 ปีที่ประมาณ 4.5% เป็นระดับที่เหมาะสมและสะท้อนปัจจัยพื้นฐานในปัจจุบันไปพอสมควรแล้ว เราจึงปรับมุมมองต่อพันธบัตรระยะยาวจาก Underweight ขึ้นเป็น Neutral ที่ระดับ Bond yield ดังกล่าว 🍷

แผนภาพที่ 22: ตลาด Fed Funds Futures ในปัจจุบันคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยสู่ระดับ 3.8% ในเดือน ธ.ค. 2025 และ 3.6% ในเดือน ธ.ค. 2026 (ฝั่งขวา) จากเดิมที่มองว่า Fed จะลดดอกเบี้ยลงสู่ระดับต่ำกว่า 3.0% ได้ภายในปี 2025 (ฝั่งซ้าย)



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

แผนภาพที่ 23: ถ้อยแถลงของ Fed ภายใต้การนำของนาย Powell ได้เปลี่ยนกลับมาเป็นโทน Hawkish อย่างชัดเจนอีกครั้ง ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน พ.ย.

| Date | Headline | Dovish | Moderately Dovish | Neutral | Moderately Hawkish | Hawkish |
|--------------|---|--------|-------------------|---------|--------------------|---------|
| Nov 18, 2024 | *FED'S GOOLSBEE SEES CONCENTRATION OF TREASURY CLEARING AS RISK | | | | | |
| Nov 15, 2024 | *COLLINS: EXPECT FUTURE INFLATION PROGRESS TO BE UNEVEN | | | | | |
| | *COLLINS: SEE STRONG TRAJECTORY FOR INFLATION BACK TO 2% | | | | | |
| | *COLLINS: ECONOMY IS VULNERABLE TO SHOCKS IN BOTH DIRECTIONS | | | | | |
| | *COLLINS: SEE RISKS TO LABOR MARKET IN CONCENTRATED HIRING | | | | | |
| | *COLLINS: SEE RISKS TO INFLATION FROM STRONG SPENDING | | | | | |
| | *COLLINS: NOT A MOMENT CALLING FOR EXPLICIT GUIDANCE ON RATES | | | | | |
| | *COLLINS SAYS FED NEEDS TO PRESERVE HEALTHY ECONOMIC CONDITIONS | | | | | |
| | *BARKIN: WE'RE RESTRICTIVE ENOUGH, HARD TO KNOW EXACTLY HOW MUCH | | | | | |
| | *BARKIN: HARD TO MAKE A CALL ON TARIFF IMPACT WITHOUT DETAILS | | | | | |
| | *BARKIN: EXPECTATION AND HOPE INFLATION WILL COME DOWN NEXT YEAR | | | | | |
| | *COLLINS: DON'T WANT TO SPECULATE ON POLICIES NOT YET ENACTED | | | | | |
| | *COLLINS: SEES POLICY AS RESTRICTIVE, FAVORS NORMALIZING | | | | | |
| | *COLLINS: LABOR MARKET LOOKS CLOSE BEING AT FULL EMPLOYMENT | | | | | |
| | *COLLINS: STRONG SHELTER INFLATION REFLECTS PAST SHOCKS | | | | | |
| | *COLLINS: NOT SEEING EVIDENCE OF NEW PRICE PRESSURES | | | | | |
| | *COLLINS: NOT TAKING POSSIBLE RATE CUT OFF THE TABLE IN DECEMBER | | | | | |
| | *FED'S COLLINS SAYS SOME AMOUNT OF EASING APPROPRIATE OVER TIME | | | | | |
| | *GOOLSBEE: CURRENT FED POLICY STILL IN RESTRICTIVE POSTURE | | | | | |
| | *GOOLSBEE: SEE RATES ON 12-18 MONTH PATH TOWARD NEUTRAL | | | | | |
| | *FED'S GOOLSBEE SAYS RATES LIKELY NEED TO FALL OVER NEXT YEAR | | | | | |
| | *BOSTON FED PRESIDENT SAYS DEC. RATE CUT ISN'T 'DONE DEAL': WSJ | | | | | |
| Nov 14, 2024 | *POWELL: HAVE A LOT OF SPACE TO CUT RATES IF ECONOMY WEAKENS | | | | | |
| | *POWELL: BELIEVE POLICY IS RESTRICTIVE, NOT SURE HOW RESTRICTIVE | | | | | |
| | *POWELL: TODAY'S INFLATION DATA A BIGGER BUMP THAN WE EXPECTED | | | | | |
| | *POWELL: WE DO SEE INFLATION CONTINUING ON THAT BUMPY PATH | | | | | |
| | *POWELL: IF DATA LET US GO SLOWER, SEEMS LIKE RIGHT THING TO DO | | | | | |
| | *POWELL: RIGHT WAY TO FIND NEUTRAL RATE IS CAREFULLY, PATIENTLY | | | | | |
| | *POWELL: FRAMEWORK QUESTION IS HOW TO THINK ABOUT LOWER BOUND | | | | | |
| | *POWELL: AI IMPACT MAY BE LATER AND BIGGER THAN WE EXPECT | | | | | |
| | *POWELL: FACTORS INCL. BUSINESS FORMATION, GOVERNMENT SUPPORT | | | | | |
| | *POWELL: SEVERAL FACTORS LIKELY CONTRIBUTED TO PRODUCTIVITY GAIN | | | | | |
| | *POWELL: PRODUCTIVITY IS INCREDIBLY IMPORTANT, HOPE IT CONTINUES | | | | | |
| | *POWELL: WILL BE CAREFUL TO UNDERSTAND NET EFFECTS OF TARIFFS | | | | | |
| | *POWELL: NOT OBVIOUS HOW TARIFFS WILL AFFECT FED'S GOALS | | | | | |
| | *POWELL: CAN USE EMERGENCY TOOLS IN FINANCIAL STABILITY EVENTS | | | | | |
| | *POWELL: US FEDERAL DEBT ON AN UNSUSTAINABLE PATH | | | | | |
| | *POWELL: CAREFUL ABOUT CHANGING POLICY UNTIL A LOT MORE CERTAINTY | | | | | |
| | *POWELL: OFFICIALS WILL WAIT TO SEE ACTUAL FISCAL POLICY IMPACT | | | | | |
| | *POWELL: TOO EARLY TO REACH JUDGEMENTS ON TRUMP POLICIES IMPACT | | | | | |
| | *POWELL: RESPONDED FORCEFULLY TO INF., HELPED ANCHOR EXPECTATIONS | | | | | |
| | *POWELL: MOVING POLICY TO MORE NEUTRAL SETTING, NO PRESET PATH | | | | | |
| | *POWELL: RISKS TO EMPLOYMENT, INFLATION GOALS ROUGHLY IN BALANCE | | | | | |
| | *POWELL: CONFIDENT FED CAN MAINTAIN STRENGTH OF ECONOMY, JOB MKT | | | | | |
| | *POWELL: INFLATION HEADING TOWARD 2% ON 'SOMETIME S-BUMPY PATH' | | | | | |
| | *POWELL: WE CAN APPROACH DECISIONS CAREFULLY AMID STRONG ECONOMY | | | | | |

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

แผนภาพที่ 24: ดัชนีบ่งชี้จุดยืนของ Fed ผ่านถ้อยแถลงของกรรมการ (ภาพล่าง) กลับมา Hawkish มากขึ้น หลังคาดการณ์เงินเฟ้อระยะยาว (ภาพบน) แรงตัวขึ้นแตะระดับ 2.4%



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

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

ราคาทองคำปรับลดลงหลังปธน. ทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง อย่างไรก็ตามเราคาดว่าราคาทองคำปรับลดลงในรอบนี้ อาจเป็นการปรับลดลงเพียงระยะสั้น เนื่องจากในระยะกลางถึงยาว ราคาทองคำยังมีปัจจัยบวกหลายประการ ได้แก่ 1) ภาวะหนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว 2) อัตราเงินเฟ้อที่อาจเร่งตัวขึ้น 3) ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) เราแนะนำให้หาโอกาสที่ราคาทองคำปรับฐานนี้ ททยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุน สำหรับราคาน้ำมัน เรามองแนวโน้มราคาน้ำมันดิบ (WTI) เคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ แต่มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำช่วงสิ้นปี 2024 จากการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นจากผลของการเปิดใช้งานก่อนส่งก๊าซธรรมชาติ Matterhorn

ทองคำ

ราคาทองคำปรับตัวลดลง หลังทรัมป์ชนะการเลือกตั้ง ตามที่เราคาด

ราคาทองคำปรับตัวลงอย่างรวดเร็วเกือบ -10% หลังการประกาศผลการเลือกตั้งประธานาธิบดี (ปธน.) ซึ่งนายโดนัลด์ ทรัมป์ชนะการเลือกตั้งได้เป็นปธน.อีกสมัย โดยการปรับลดลงของราคาทองคำเกิดขึ้นพร้อมกับ Bond yield ที่ปรับเพิ่มขึ้นสูงแตะระดับ 4.5% สูงสุดในรอบ 4 เดือน

การตอบสนองต่อผลการเลือกตั้งดังกล่าว เป็นการเคลื่อนไหวในลักษณะเดียวกับที่เกิดขึ้นหลังปธน.ทรัมป์ชนะการเลือกตั้งในปี 2016 และมีการเสนอนโยบายลดภาษีคล้ายกัน ซึ่งจะส่งผลให้รายได้ภาครัฐลดลง เพิ่มความจำเป็นในการออกพันธบัตรรัฐบาลในปริมาณมากขึ้นเพื่อชดเชยรายได้ที่อาจลดลง ผลักดันให้ Bond yield ปรับเพิ่มขึ้น และกดดันให้ราคาทองคำปรับตัวลง

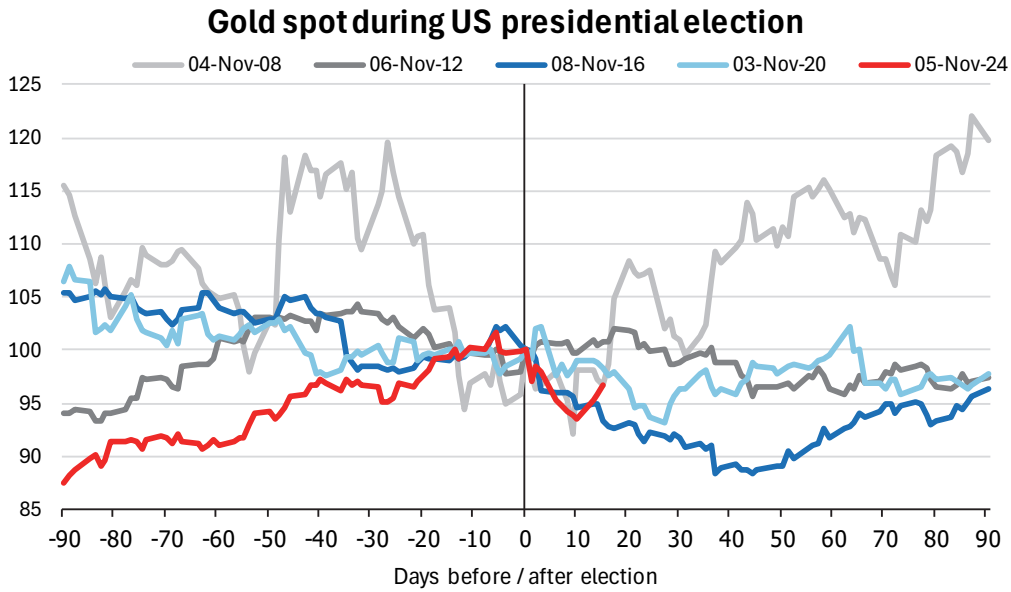
อย่างไรก็ดี เรามองว่าการปรับลดลงในรอบนี้ อาจเป็นการปรับลดลงเพียงระยะสั้น เนื่องจากในระยะกลางถึงยาว ราคาทองคำยังมีปัจจัยบวกหลายประการ ได้แก่

1) ภาวะหนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลต่อความเชื่อมั่นในการถือครองสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะยาว และทำให้ทองคำ ซึ่งเป็นหนึ่งในสินทรัพย์ปลอดภัย มีความต้องการมากขึ้น

2) นโยบายการปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ของปธน.ทรัมป์ อาจเป็นปัจจัยเร่งให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ทองคำเป็นสินค้าโภคภัณฑ์มีคุณสมบัติในการป้องกันเงินเฟ้อ (Inflation hedge) ราคาทองคำมักจะปรับเพิ่มขึ้นสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น

3) ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical risk) ซึ่งเกิดขึ้นในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา เช่น สงครามรัสเซีย-ยูเครน สงครามในตะวันออกกลาง การยิงขีปนาวุธของเกาหลีเหนือ และความขัดแย้งระหว่างจีน-ไต้หวัน รวมไปถึงความสัมพันธ์ด้านการค้าระหว่างประเทศที่ถดถอย จากประเด็นสงครามการค้าที่อาจเกิดขึ้นอีกครั้งจากการดำรงตำแหน่งของปธน. ทรัมป์

เราแนะนำให้หาโอกาสที่ราคาทองคำปรับฐานนี้ ททยอยเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในทองคำ เพื่อป้องกันความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุน



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

น้ำมัน

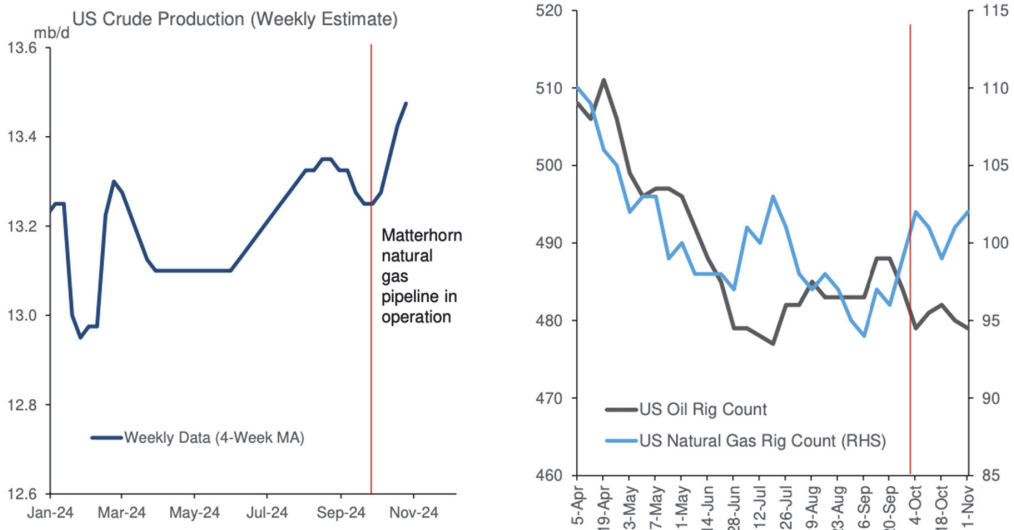
เราคงมุมมองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) เคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ แต่มีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำช่วงสิ้นปี 2024 จากการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ที่เพิ่มสูงขึ้นจากผลของการเปิดใช้งานท่อขนส่งก๊าซธรรมชาติ Matterhorn ในพื้นที่ Permian Basin อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าคลังน้ำมันสำเร็จรูป (Refined product inventories) ที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ รวมถึงค่ากำไรการกลั่นที่เริ่มทรงตัว จะเป็นปัจจัยช่วยพยุงราคาน้ำมันดิบไม่ให้ปรับลดลงต่ำกว่ากรอบราคาที่เรามองไว้อย่างมีนัยสำคัญ

เรามองการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ จะเร่งตัวขึ้นราว 100,000-200,000 บาร์เรลต่อวันในช่วงปลายปีนี้จากปัจจัยเฉพาะด้าน ปัญหาคอขวดห่วงโซ่อุปทานที่คลี่คลาย ซึ่งเป็นเพียงปัจจัยระยะสั้นเท่านั้น

เราคงว่าการเพิ่มขึ้นของการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ ช่วงปลายปีนี้ได้รับอานิสงส์จากการเปิดใช้งานท่อขนส่งก๊าซธรรมชาติ Matterhorn ซึ่งเชื่อมระหว่างแหล่งขุดเจาะน้ำมันและก๊าซธรรมชาติใน Permian Basin ไปยังเมือง Houston โดยท่อนี้ถือเป็นท่อขนส่งก๊าซธรรมชาติสายแรกที่เปิดดำเนินการในรอบ 3 ปี ทำให้กิจกรรมการขุดเจาะก๊าซธรรมชาติที่เร่งตัวขึ้นส่งผลบวกมาถึงปริมาณน้ำมันที่ผลิตได้ในพื้นที่ Permian Basin ด้วย

แผนภาพที่ 26: การผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ (ภาพซ้าย) เติบโตขึ้นหลังการเปิดใช้งานท่อขนส่งก๊าซธรรมชาติ Matterhorn

The Matterhorn project, the first new pipeline in 3 years, was completed in September and is expected to boost oil production by 0.1-0.2 mb/d



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

อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลจาก Matterhorn จะช่วยเพิ่มการผลิตน้ำมันได้เพียง 100,000-200,000 บาร์เรลต่อวัน และเป็น การเพิ่มขึ้นเพียงในระยะสั้น สาเหตุหลักได้แก่

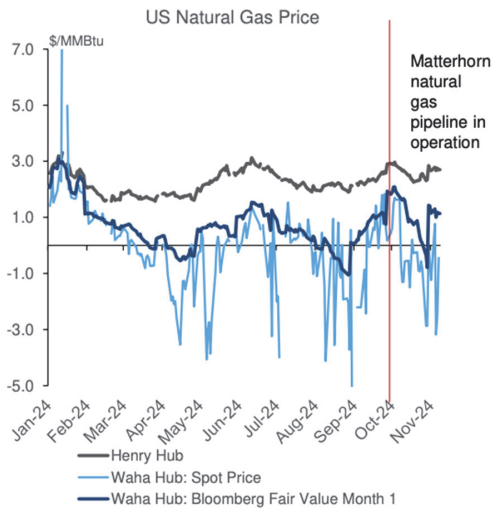
- 1) ราคาก๊าซธรรมชาติใน Waha Hub ซึ่งตั้งอยู่ใน Permian Basin ยังไม่ฟื้นตัวสู่ระดับใกล้เคียงกับราคาก๊าซธรรมชาติที่ Henry Hub อย่างที่ผู้ผลิตบางรายคาดไว้ และ
- 2) ผู้ผลิตส่วนใหญ่กว่า 80% ระบุว่าไม่มีแผนจะเพิ่มการผลิต แม้ปัญหาคอขวดในห่วงโซ่อุปทานจะคลี่คลาย การเพิ่มขึ้น

ของกิจกรรมการขุดเจาะก๊าซธรรมชาติจึงน่าจะมากจากบริษัทส่วนน้อยที่วางแผนเพิ่มการผลิตตั้งแต่ก่อนหน้านี้อแล้ว

ด้วยเหตุผลดังกล่าว เราจึงมองว่าการเติบโตของการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ ที่เห็นตั้งแต่เดือน ต.ค. จะเป็นเพียงการเร่งตัวขึ้นในระยะสั้นจากปัจจัยเฉพาะ และมองความเสี่ยงด้านต่ำค่อนข้างจำกัดต่อกรอบราคาน้ำมันดิบ WTI 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วงสิ้นปีนี้

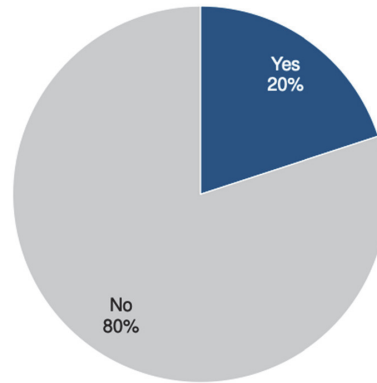
แผนภาพที่ 27: ผู้ผลิตส่วนใหญ่กว่า 80% ระบุว่าไม่มีแผนจะเพิ่มการผลิต แม้ปัญหาคอขวดในห่วงโซ่อุปทานจะคลี่คลาย (ภาพขวา) ขณะที่ราคาก๊าซธรรมชาติใน Waha Hub ซึ่งตั้งอยู่ใน Permian Basin ก็ยังไม่ฟื้นตัวสู่ระดับใกล้เคียงกับราคาก๊าซธรรมชาติที่ Henry Hub (ภาพซ้าย)

Natural gas prices at the Waha Hub in the Permian Basin remain depressed



4 out of 5 firms operating in the Permian Basin have no plans to ramp up production

Is your firm planning to ramp up well completion activities in the Permian Basin once the natural gas pipeline bottleneck is cleared?

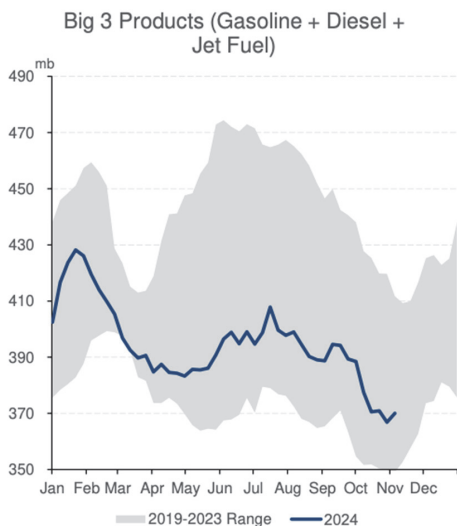


Note: Executives from 25 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, Sept. 11–19, 2024. This question was posed only to executives who said their firm drilled or completed a horizontal well in the Permian Basin in the past 2 years.

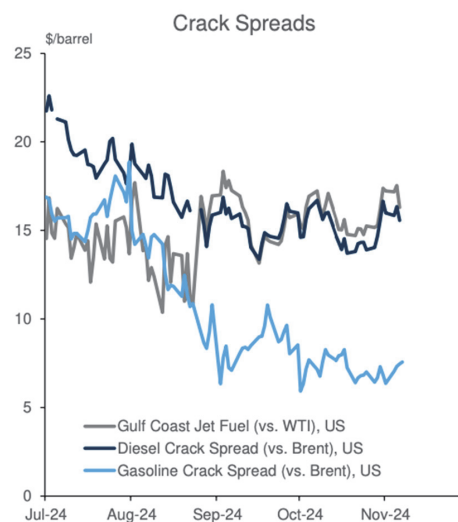
ที่มา: Bloomberg, Federal Reserve Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: คลังน้ำมันสำเร็จรูป (Refined product inventories) ที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ (ภาพซ้าย) รวมถึงค่ากำไรการกลั่นที่เริ่มทรงตัว (ภาพขวา) เป็นปัจจัยช่วยพยุงราคาน้ำมันดิบ

Product inventories have remained in the lower range since 2Q24



Crack spreads steady since October



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

นโยบายสนับสนุนอุตสาหกรรมพลังงานของ Trump อาจไม่ช่วยให้การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ เติบโตขึ้นได้อย่างมีนัย...

ตลาดบางส่วนคาดว่า การผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ จะเติบโตสูงขึ้นในอนาคต ภายใต้นโยบายของนาย Donald Trump ซึ่งขณะการเลือกตั้งประธานาธิบดี ที่มีแนวทางที่สนับสนุนอุตสาหกรรมพลังงานฟอสซิลอย่างน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ คำกล่าว “Drill, baby drill” ของ Trump ที่ถูกกล่าวหลายครั้งระหว่างการหาเสียง แสดงให้เห็นถึงจุดยืนที่สนับสนุนการค้นหาก๊าซและขุดเจาะน้ำมันอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการเติบโตของการผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะชะลอตัวลงอย่างชัดเจนจาก 2 ปัจจัยหลัก ประกอบด้วย:

1. **ต้นทุนการขุดเจาะที่สูงขึ้น** กว่าช่วงก่อนในสมัยของ Trump (2017-2020) โดยปัจจุบันคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI ที่จะทำให้การผลิตคุ้มทุน (Breakeven price) ได้ปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 60-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ซึ่งเมื่อเทียบกับราคาน้ำมันดิบในปัจจุบันที่ประมาณ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ จัดว่าเป็นระดับราคาที่ไม่สร้างแรงจูงใจในการขยายการผลิตในสหรัฐฯ เราเริ่มเห็นสัญญาณนี้จากแบบสำรวจผู้ผลิตพลังงานของ Fed สาขา Dallas ซึ่งชี้ถึงการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาว (CAPEX)

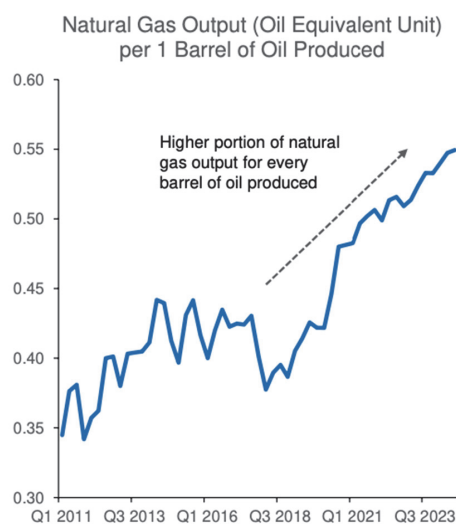
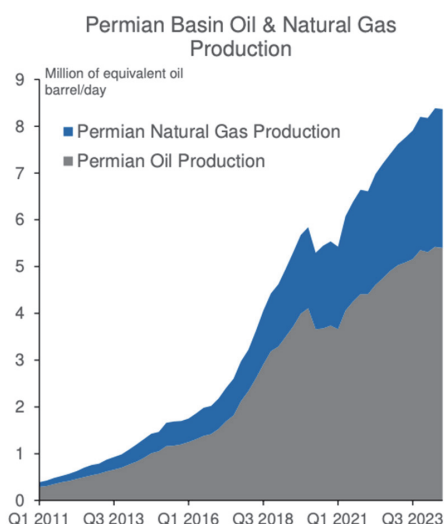
และมุมมองของบริษัทที่ชะลอตัวลง รวมถึงดัชนีกิจกรรมโดยรวมในไตรมาส 3/2024 ที่พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัวเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤติ COVID-19 และ

2. **โครงสร้างธรรมชาติของบ่อน้ำมันใน Permian Basin** ที่เปลี่ยนแปลงไป โดย Permian Basin ซึ่งครอบคลุมฝั่งตะวันตกของรัฐ Texas และฝั่งตะวันออกเฉียงใต้ของรัฐ New Mexico ถือเป็นแหล่งสำคัญของการเติบโตในการผลิตน้ำมันดิบในสหรัฐฯ โดยมีการผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นจากประมาณ 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2016 สู่ระดับ 5 ล้านบาร์เรลต่อวันในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ข้อมูลการผลิตล่าสุดแสดงให้เห็นว่าหลุมน้ำมันในพื้นที่นี้มีสัดส่วนการผลิตก๊าซธรรมชาติเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งจะเป็นอุปสรรคต่อการเติบโตของการผลิตน้ำมันในอนาคต

โดยสรุป แม้ว่านโยบายของ Trump จะสนับสนุนการผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ แต่เราให้น้ำหนักมากกว่าไปที่ปัจจัยด้านต้นทุนที่สูงขึ้นและการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างธรรมชาติของหลุมน้ำมันใน Permian Basin ที่จะจำกัดการเติบโตของการผลิตน้ำมันในระยะยาว

แผนภาพที่ 29: หลุมน้ำมันในพื้นที่ Permian Basin มีสัดส่วนการผลิตก๊าซธรรมชาติเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง (ภาพขวา) ซึ่งจะเป็นอุปสรรคต่อการเติบโตของการผลิตน้ำมันในอนาคต

Wells in the Permian Basin have become significantly gassier compared to the Permian shale boom of 2016-2020



Note: We apply EIA's conversion factor of 6,000 cubic feet of natural gas = 1 barrel of oil

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

...ขณะที่นโยบายต่างประเทศของสหรัฐฯ น่าจะส่งผลกระทบต่อภูมิทัศน์การซื้อขายน้ำมันในตลาดโลกมากกว่า

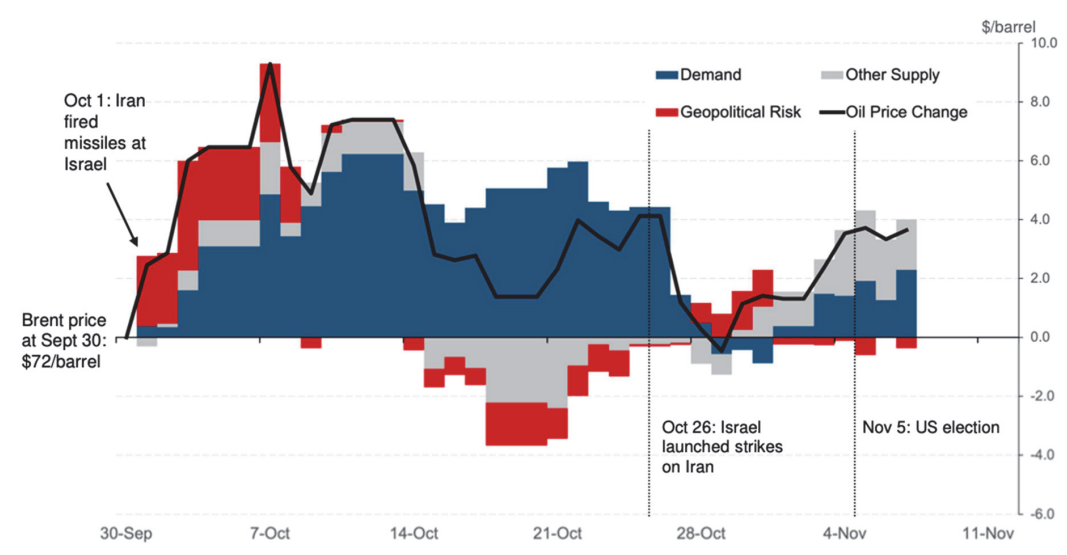
เราคาดว่า การผลิตและส่งออกน้ำมันของอิหร่าน ซึ่งเพิ่มขึ้นมาราว 1-1.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในสมัยรัฐบาลของ Biden เมื่อเทียบกับรัฐบาล Trump มีแนวโน้มจะลดลงอีกครั้งจากการกลับมาบังคับใช้มาตรการคว่ำบาตรที่เข้มงวดตั้งแต่ต้นปี 2025 หลังจาก Trump เข้ารับตำแหน่ง

อย่างไรก็ตาม การลดลงของการส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านอาจไม่รุนแรงเท่ากับช่วงที่ถูกคว่ำบาตรครั้งแรก เนื่องจากมี 3 ปัจจัยหลักที่อาจทำให้มาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ในปัจจุบันส่งผลได้ไม่เต็มประสิทธิภาพ ได้แก่ 1) ลูกค้าน้ำมันที่ปัจจุบันการส่งออกกว่า 80-90% เป็นการขายให้กับประเทศจีน ที่อาจไม่ปฏิบัติตามนโยบายของสหรัฐฯ มากนัก 2) ระบบการจ่าย

เงินระหว่างจีนและอิหร่านที่ลดการพึ่งพาระบบของสหรัฐฯ ลงไปมาก และ 3) กองเรือขนส่งน้ำมันที่อิหร่านหันมาใช้เรือขนส่งของตนเอง จีน และกองเรือผิดกฎหมาย (Shadow fleet) มากขึ้น

จากปัจจัยดังกล่าว เราจึงคาดว่า การส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านอาจลดลงได้ราว 0.5-1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ขณะที่ทาง OPEC ซึ่งเตรียมกลับมาเพิ่มการผลิต น่าจะยังคงจุดยืน “ยึดหยุ่น, เตรียมพร้อม, และระมัดระวัง” (Proactive, Preemptive, and Precaution) โดยคาดว่าทางกลุ่มจะสังเกตปริมาณการส่งออกที่ลดลงจริงของอิหร่านและอุปสงค์น้ำมันโลกที่เพิ่มขึ้น ก่อนค่อยๆ ปรับเพิ่มการผลิตอย่างระมัดระวัง เพื่อหลีกเลี่ยงอุปทานล้นตลาด ซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อราคาน้ำมันในระยะกลาง-ยาว จากกำลังการผลิตสำรอง (Spare capacity) ของกลุ่ม OPEC ที่ลดลง

แผนภาพที่ 30: ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (แท่งสีแดง) ในราคาน้ำมันถูก Priced-out ออกไปเกือบหมดแล้ว เมื่อเทียบกับราคาน้ำมันในวันก่อนที่อิหร่านโจมตีอิสราเอล

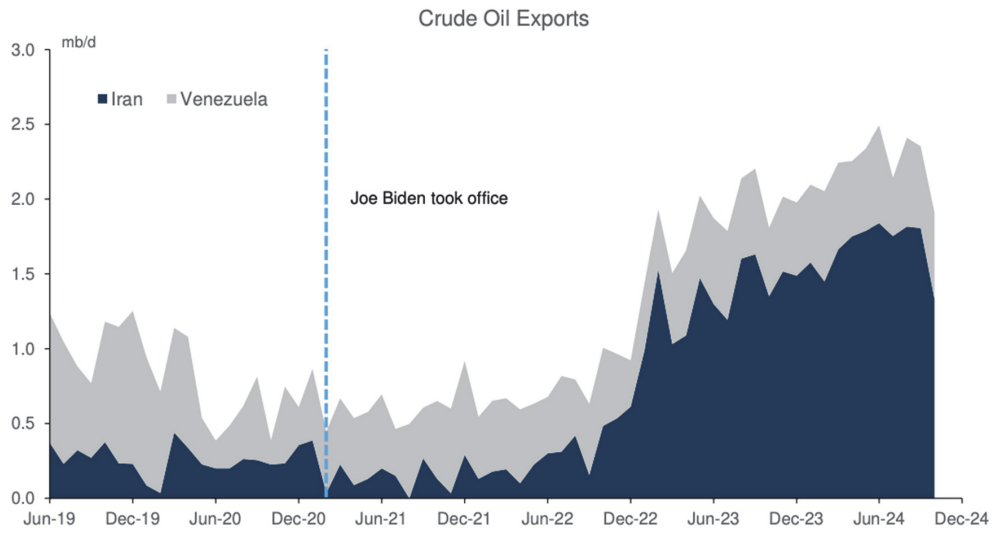


Note: The model assumes the following: 1) when stocks and oil prices move in the same direction, the movement is attributed to a 'Demand' factor 2) when stocks and oil prices move in opposite directions, the movement is attributed to a 'Supply' factor and 3) under 'Supply', if gold and oil prices move 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)

แผนภาพที่ 31: เราคาดว่า การส่งออกน้ำมันดิบของอิหร่านอาจลดลงได้ราว 0.5-1 ล้านบาร์เรลต่อวันจากการกลับมาบังคับใช้มาตรการคว่ำบาตรจริงจังกโดยสหรัฐฯ ขณะที่ทาง OPEC น่าจะรอดูปริมาณการส่งออกของอิหร่านที่ลดลงจริงและทยอยเพิ่มการผลิตมาชดเชยโดยไม่ให้เกิดภาวะอุปทานล้นตลาด

OPEC is expected to boost production to offset losses from Iran, a move that could be slightly bullish in the medium term as it reduces OPEC's spare capacity



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

GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- กิจกรรมทางเศรษฐกิจสหรัฐ ในเดือน ต.ค. ยังคงได้รับแรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการเป็นหลัก ขณะที่เครื่องชี้ในภาคการผลิตยังคงส่งสัญญาณที่อ่อนแอ โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Service) เดือน ต.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 56.0 จุด ทำระดับสูงสุดในรอบ 27 เดือน อย่างไรก็ตาม ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing) ปรับตัวลดลงเป็น 46.5 จุด ทำระดับต่ำสุดในรอบ 16 เดือน ด้านผลการเลือกตั้ง นายโดนัลด์ ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ โดยพรรครีพับลิกันได้ครองเสียงข้างมากทั้งในสภามหาชนและสภาล่าง ส่งผลให้การผ่านกฎหมายเพื่อเปลี่ยนแปลงหรือปรับปรุงงบประมาณจะมีความราบรื่นมากยิ่งขึ้น โดยนายทรัมป์จะเข้ารับตำแหน่งปธน. สหรัฐฯ ในวันที่ 20 ม.ค. 2025 และเรามองว่านโยบายต่างๆ ที่นายทรัมป์เคยหาเสียงไว้จะค่อยๆ มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นในเวลาต่อมา
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจยูโรโซนฟื้นตัวได้ดีกว่าที่ประเมินไว้ โดย GDP ไตรมาส 3/2024 เติบโตขึ้น +0.4% QoQ, sa สูงกว่าไตรมาสก่อนและคาดการณ์ของตลาดที่ 0.2% โดยหากพิจารณาเป็นรายประเทศหลัก พบว่าเศรษฐกิจเยอรมนีหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิคไปได้ ส่วนเศรษฐกิจฝรั่งเศสได้แรงหนุนจากการจัดมหกรรมกีฬาโอลิมปิก 2024 ขณะที่เศรษฐกิจสเปนยังคงขยายตัวได้ดีจากการบริโภคภาคเอกชนและการอุปโภคบริโภคของภาครัฐที่เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อน ทั้งนี้ แม้เศรษฐกิจยูโรโซนจะมีสัญญาณของการฟื้นตัวขึ้นมาบ้าง แต่หากมองไปในระยะข้างหน้า เศรษฐกิจยังคงเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำจากสงครามการค้าที่มีแนวโน้มทวีความรุนแรงขึ้นหลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ โดยอ้างอิงการประเมินจากภาคเอกชน หากนายทรัมป์ขึ้นำแพงภาษีสินค้านำเข้าได้จริงตามที่หาเสียง GDP ยูโรโซนอาจได้รับผลกระทบประมาณ 0.5-1.0% โดยเฉพาะเยอรมนีและอิตาลีที่อาจจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำมากกว่าประเทศอื่นในกลุ่มยูโรโซน เนื่องจากภาคการผลิตเป็นหัวใจหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ
- ผลการเลือกตั้งล่าสุดในญี่ปุ่นได้สะท้อนถึงความไม่แน่นอนทางการเมือง หลังจากที่ฝ่ายรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎรเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2009 และต้องจัดตั้งรัฐบาลเสียงส่วนน้อย รวมถึงฝ่ายรัฐบาลสูญเสียตำแหน่งประธานในบางคณะกรรมการการดำเนินงาน การผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณจะมีความท้าทายมากขึ้นในระยะต่อไป โดยฝ่ายรัฐบาลต้องประนีประนอมกับพรรคฝ่ายค้านมากขึ้นเพื่อให้สามารถผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณได้ ทำให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นในระยะต่อไปมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น (fiscal expansion) เนื่องจากพรรคฝ่ายค้านส่วนใหญ่สนับสนุนการปรับลดภาษีเพื่อเพิ่มรายได้ให้ครัวเรือน ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังคงมั่นใจว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดยภาคธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรม การส่งผ่านต้นทุนของภาคธุรกิจไปยังราคาสินค้าของผู้บริโภคมากขึ้น ขณะที่ค่าจ้างมีแนวโน้มขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง โดยเรายังคงมุมมองว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.5% ในเดือนมกราคม 2025 แต่มีความเสี่ยงที่ BoJ อาจขึ้นดอกเบี้ยในเดือนธันวาคมนี้ หากอัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูง (upside risk) มากขึ้นหรือหากค่าเงินเยนอ่อนค่าลงเพิ่มเติม
- ทางการเงินได้ประกาศมาตรการทางการคลังล่าสุดเพื่อแก้ไขปัญหาหนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่น ผ่านมาตรการ debt swap มูลค่า 10 ล้านล้านเยนในระยะเวลา 5 ปี โดยในช่วงที่ผ่านมา หนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่นปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่นับตั้งแต่เกิดวิกฤตในภาคอสังหาริมทรัพย์ในปี 2021 รายได้จากการขายที่ดิน ซึ่งเป็นรายได้หลักของรัฐบาลท้องถิ่นได้ปรับลดลง เช่นเดียวกับรายได้จากภาษีที่ปรับลดลงท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นต้องเผชิญกับฐานะการเงินที่ตึงตัว (fiscal stress) ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นต้องหาแหล่งรายได้จากแหล่งอื่นเพิ่มเติม ผ่านการเรียกเก็บค่าปรับและภาษีย้อนหลังจากภาคธุรกิจ รวมถึงปรับลดรายจ่าย (spending) ซึ่งส่งผลกระทบต่อขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา โดยแม้ว่าการประกาศมาตรการ debt swap มูลค่า 10 ล้านล้านเยนจะมีมูลค่าใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ และช่วยลด fiscal stress ให้แก่รัฐบาลท้องถิ่น แต่ตลาดยังคงผิดหวังเนื่องจากไม่มีการประกาศมาตรการที่ช่วยกระตุ้นการบริโภคหรือสนับสนุนภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการฟื้นตัวอย่างยั่งยืนของเศรษฐกิจ โดยภาระดอกเบี้ยจ่ายที่คาดว่าจะลดลงราว 6 แสนล้านเยนจากการทำ debt swap ดังกล่าว คิดเป็นเพียง 0.46% ในระยะเวลา 5 ปี จึงอาจไม่ส่งผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะสั้นมากนัก เพราะไม่สามารถกระตุ้นภาคเศรษฐกิจจริง (real economy) หรือการบริโภคได้โดยตรง
- เศรษฐกิจไทยในไตรมาสที่ 3/2024 ขยายตัว 3.0% YoY จาก 2.2% ในไตรมาสก่อนซึ่งสอดคล้องกับคาดการณ์ของเราแต่สูงกว่าที่ตลาดคาด และหากปรับฤดูกาลแล้ว GDP จะเร่งตัวขึ้น 1.2% QoQ, SA (vs. 0.8% ไตรมาสก่อน) โดยปัจจัยหนุนที่สำคัญในไตรมาสนี้เป็นผลจากการใช้จ่ายและการลงทุนของภาครัฐที่ขยายตัวสูง ประกอบกับการส่งออกที่ขยายตัวดีทั้งในหมวดสินค้าและบริการ อย่างไรก็ตาม การบริโภคในประเทศแม้จะชะลอตัวลงตามทิศทางที่เราได้ประเมินไว้ แต่ยังคงขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนและการลดลงของสินค้าคงคลังยังคงเป็นปัจจัยฉุดรั้งในไตรมาสนี้ ด้านมุมมองในระยะต่อไป เราคาดว่าจะทยอยเห็นการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน ขณะที่รายจ่ายและการลงทุนจากภาครัฐ คาดว่ายังคงเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญต่อเศรษฐกิจไทย นอกจากนี้ ความต่อเนื่องของการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว และการค้าระหว่างประเทศมีแนวโน้มที่จะช่วยหนุนให้เศรษฐกิจไทยในไตรมาสสุดท้ายของปีขยายตัวได้สูงขึ้นแตะระดับ 4% YoY ด้านนโยบายการเงินเรามองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% ในการประชุมรอบสุดท้ายของปีในเดือน ธ.ค. แต่มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps สู่ระดับ 2.00% ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2025F

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

Wall Street

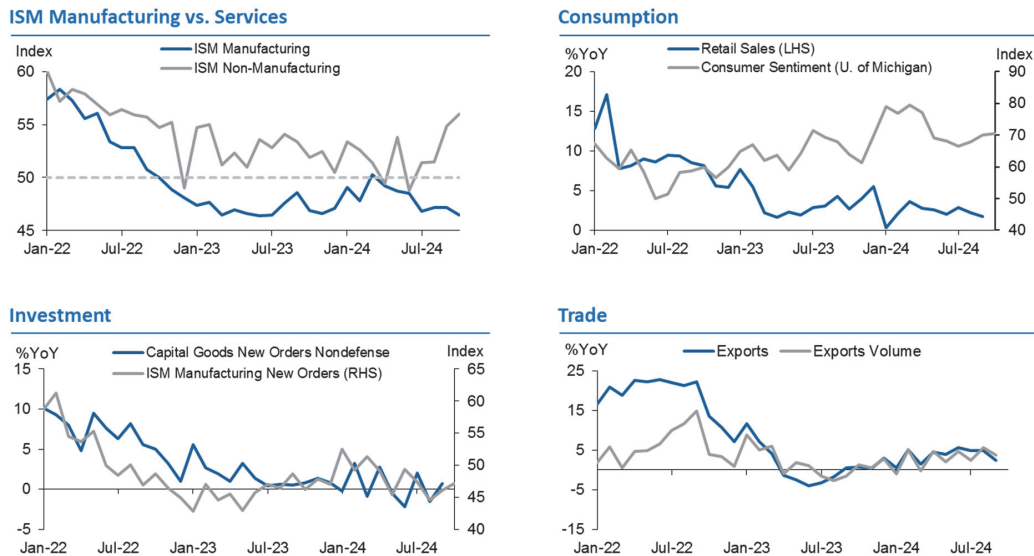
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ยังคงได้รับแรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการเป็นหลัก ขณะที่เครื่องใช้ในภาคการผลิตยังคงส่งสัญญาณที่อ่อนแอ โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Service) เดือน ต.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 56.0 จุด ทำระดับสูงสุดในรอบ 27 เดือน อย่างไรก็ดี ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing) ปรับตัวลดลงเป็น 46.5 จุด ทำระดับต่ำสุดในรอบ 16 เดือน ด้านผลการเลือกตั้ง นายโดนัลด์ ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ โดยพรรครีพับลิกันได้ครองเสียงข้างมากทั้งในสภาบนและสภาล่าง ส่งผลให้การผ่านกฎหมายเพื่อเปลี่ยนแปลงหรือปรับปรุงงบประมาณจะมีความราบรื่นมากยิ่งขึ้น โดยนายทรัมป์จะเข้ารับดำรงตำแหน่งปธน. สหรัฐฯ ในวันที่ 20 ม.ค. 2025 และเรามองว่านโยบายต่างๆ ที่นายทรัมป์เคยหาเสียงไว้จะค่อยๆ มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นในเวลาต่อมา

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ยังคงได้รับแรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการเป็นหลัก

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ยังคงได้รับแรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการเป็นหลัก ขณะที่เครื่องใช้ในภาคการผลิตยังคงส่งสัญญาณที่อ่อนแอ โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Service) เดือน ต.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 56.0 จุด ทำระดับสูงสุดในรอบ 27 เดือน อย่างไรก็ดี ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (ISM Manufacturing) ปรับตัวลดลงเป็น 46.5 จุด ทำระดับต่ำสุดในรอบ 16 เดือน อีกทั้งดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ส่วนยอดค้าปลีกแม้จะชะลอตัวลงจากเดือนก่อนหน้า แต่ยังคงรายงานออกมาสูงกว่าตลาดคาดการณ์ไว้ สะท้อนการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ยังมีความต่อเนื่อง ตามดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ทยอยฟื้นตัวขึ้นมา อย่างไรก็ดี การจ้างงานนอกภาคเกษตรเดือน ต.ค. เผชิญแรงกดดันจากทั้งเฮอริเคนมิลตันและการประท้วงของพนักงานโบอิง ส่งผลให้การจ้างงานเพิ่มขึ้นเพียง

+1.2 หมื่นตำแหน่ง ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 1.0 แสนตำแหน่งเป็นอย่างมาก โดยทางสำนักงานสถิติแรงงานระบุว่าตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่ชะลอลงเป็นผลกระทบของพายุเฮอริเคน แม้ยังไม่สามารถระบุตัวเลขที่แน่ชัดได้ (“It is likely that payroll employment estimates in some industries were affected by the hurricanes”) โดยหากมองไปในเดือนพ.ย. จากผลกระทบของเฮอริเคนที่หมดลงและข้อตกลงปรับขึ้นค่าจ้างให้กับพนักงานโบอิงลุล่วง การจ้างงานนอกภาคเกษตรจะมีแนวโน้มปรับเข้าสู่เกณฑ์ปกติมากขึ้น โดยสรุป ในช่วงโค้งสุดท้ายของปี เศรษฐกิจมีแนวโน้มขยายตัวได้ในระดับราว 2.5% QoQ, saar สะท้อนผ่านโมเดล GDPNow ของ Fed สาขา Atlanta โดยมีแรงหนุนจากการใช้จ่ายของผู้บริโภค ตามความเชื่อมั่นที่ทยอยฟื้นตัวขึ้น ค่าจ้างแรงงานที่ขยายตัวสูง ขณะที่อัตราว่างงานแม้จะปรับเพิ่มขึ้นจากช่วงก่อน แต่ก็ยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต

แผนภาพที่ 32: กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือน ต.ค. ยังคงได้รับแรงหนุนจากกิจกรรมในภาคบริการเป็นหลัก



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

นายโดนัลด์ ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ขณะที่พรรครีพับลิกันได้ครองเสียงข้างมากทั้งในสภานบนและสภาล่าง ส่งผลให้การผ่านกฎหมายเพื่อเปลี่ยนแปลงหรือปรับปรุงงบประมาณจะมีความราบรื่นมากยิ่งขึ้น

นายโดนัลด์ ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ขณะที่พรรครีพับลิกันได้ครองเสียงข้างมากทั้งในสภานบนและสภาล่าง ส่งผลให้การผ่านกฎหมายเพื่อเปลี่ยนแปลงหรือปรับปรุงงบประมาณจะมีความราบรื่นมากยิ่งขึ้น โดยนายทรัมป์จะเข้ารับตำแหน่งปธน. สหรัฐฯ ในวันที่ 20 ม.ค. 2025 และเรามองว่านโยบายต่างๆ ที่นายทรัมป์เคยหาเสียงไว้จะมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้นหลังจากนั้น อาทิ

- **นโยบายการค้าและการลงทุน:** การให้ความสำคัญกับอเมริกาเป็นอันดับแรก (America First) ผ่านการใช้นโยบายการค้าตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับทุกประเทศทั่วโลกในอัตรา 10% ยกเว้นสินค้าที่มาจากประเทศจีนจะโดนเก็บภาษีสูงถึง 60% ขณะเดียวกันนายทรัมป์จะใช้มาตรการด้านอุตสาหกรรมเพื่อเพิ่มการลงทุนในภาคการผลิตจากทั้งในและต่างประเทศ ผ่านการลดหย่อนภาษีหรือผ่อนปรนกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการลงทุน
- **นโยบายภาษี:** ต่ออายุมาตรการลดหย่อนภาษี (Tax Cuts and Jobs Act: TCJA) สำหรับภาคครัวเรือนและธุรกิจออกไป และปรับลดภาษีนิติบุคคลลงเป็น 15% จาก 21% ในปัจจุบัน ขณะที่นายทรัมป์ยังหาเสียงไว้อีกว่าจะยกเลิกการจัดเก็บภาษีจาก 1) รายได้จากสวัสดิการประกันสังคม 2) รายได้จากทิป และ 3) รายได้จากการทำงานล่วงเวลา

- **นโยบายผู้อพยพ:** ขับไล่ผู้อพยพที่เข้าสหรัฐฯ แบบผิดกฎหมายออกจากประเทศ (Mass Deportation) และเพิ่มความเข้มงวดในการตรวจชายแดนเพื่อจำกัดการลักลอบเข้าประเทศอย่างผิดกฎหมาย ขณะที่นายทรัมป์อาจกลับมาผลักดันการสร้างกำแพงที่ติดกับชายแดนเม็กซิโก และเพิ่มความเข้มงวดในการจ้างงานชาวต่างชาติ ผ่านการยืนยันสถานะทางกฎหมายของพนักงานในบริษัท อีกทั้งจะงดให้สิทธิการถือครองสัญชาติอเมริกันสำหรับเด็กที่เกิดในสหรัฐฯ ในกรณีที่บุพการีไม่มีการแจ้งอพยพถิ่นฐานอย่างถูกต้อง
- **นโยบายพลังงานและสิ่งแวดล้อม:** สนับสนุนการใช้พลังงานฟอสซิล ลดกฎเกณฑ์ข้อบังคับที่ไม่เอื้อต่อการขุดเจาะใหม่ และผ่อนคลายนโยบายการควบคุมมลพิษ อย่างไรก็ตาม นายทรัมป์อาจลดเงินทุนลงทุนสำหรับ Inflation Reduction Act และยกเลิกการลดหย่อนภาษีสำหรับการซื้อรถยนต์ไฟฟ้า (Electric Vehicle)
- **นโยบายระหว่างประเทศ:** พยายามยุติสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน โดยอาจลดการสนับสนุนเงินทุนและยุทโธปกรณ์ให้แก่ยูเครน และกดดันชาติพันธมิตรในกลุ่มนาโต (North Atlantic Treaty Organization: NATO) ให้เพิ่มงบประมาณทางทหาร ขณะที่นายทรัมป์อาจลดบทบาทหรือการมีส่วนร่วมเกี่ยวข้องกับข้อขัดแย้งระหว่างจีนและไต้หวัน อย่างไรก็ตาม นายทรัมป์จะยังคงให้การสนับสนุนอิสราเอล

ในด้านนโยบายการคลัง จากนโยบายภาษีของนายทรัมป์ มีแนวโน้มขาดดุลงบการคลังเพิ่มขึ้นไปสู่ระดับ 7-8% ของ GDP ที่เป็นมิตรกับทั้งภาคครัวเรือนและธุรกิจ และส่วนใหญ่เป็นการลดภาษี ยกเว้นการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้า จะส่งผลให้สหรัฐฯ

แผนภาพที่ 33: นายโดนัลด์ ทรัมป์ ชนะการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ขณะที่พรรครีพับลิกันได้ครองเสียงข้างมากทั้งในสภามันและสภาล่าง ส่งผลให้การผ่านกฎหมายเพื่อเปลี่ยนแปลงหรือปรับปรุงงบประมาณจะมีความราบรื่นมากยิ่งขึ้น

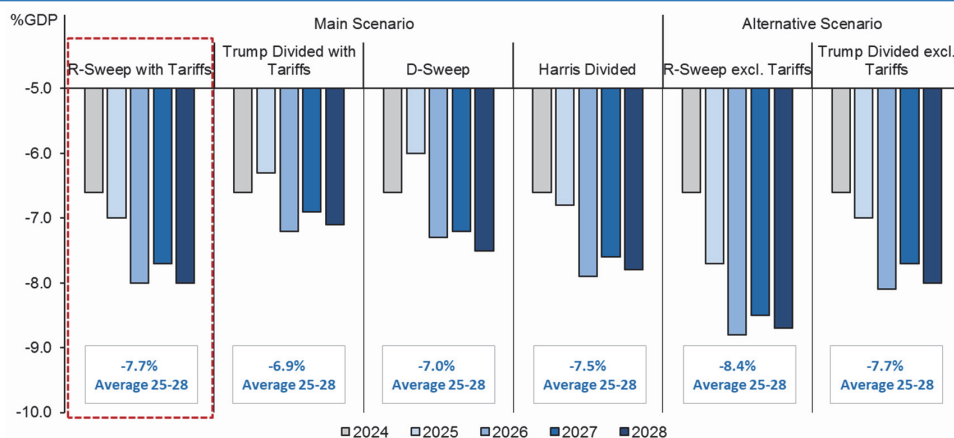
Recap of Trump's proposed policies

| | Trump |
|-------------------|--|
| Tax policy | <ul style="list-style-type: none"> Lower corporate tax rate to 15% Make the expiring individual income tax and estate tax cuts from TCJA permanent or extended Consider replacing personal income taxes with tariffs (not practical in our view) Exempt Social security benefits, tip income, and overtime pay from taxation |
| Trade policy | <ul style="list-style-type: none"> Impose a 10% universal baseline tariff on all US imports Impose a 60% tariff on all US imports from China but open to FDI from China (build in the US) |
| Foreign relations | <ul style="list-style-type: none"> Strong supporter of Israel Vows to end Russia-Ukraine war in one day On Taiwan taking US chip business: "We should have tariffed them" |
| Healthcare | <ul style="list-style-type: none"> Replace the Affordable Care Act; make it better, stronger, and less expensive |
| Border Security | <ul style="list-style-type: none"> If re-elected, to revive his first-term policies to "seal the border" and carry out "the largest deportation operation" in US history |

ที่มา: Tax Foundation, CFR.org, BBC, Bloomberg, Yahoo Finance, CNBC, Al Jazeera, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 34: จากนโยบายภาษีของนายทรัมป์ที่เป็นมิตรกับทั้งภาคครัวเรือนและธุรกิจ และส่วนใหญ่เป็นการลดภาษี ยกเว้นการขึ้นกำแพงภาษีสินค้านำเข้า จะส่งผลให้สหรัฐฯ มีแนวโน้มขาดดุลงบการคลังเพิ่มขึ้นไปสู่ระดับ 7-8% ของ GDP ในช่วงปี 2025-28

Federal budget deficit as %GDP with TCJA extension



ที่มา: Deutsche Bank, Penn-Wharton, Tax Foundation, Urban-Brookings Tax Policy Center, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับจีนประเทศเดียว อาจส่งผลให้เงินเฟ้อสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เคยมองไว้ประมาณ 0.5-1.0% และหากนายทรัมป์ขึ้นกำแพงภาษีกับทั่วโลกได้จริงตามที่หาเสียงไว้ เงินเฟ้ออาจปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ประมาณ 1.0-2.0%

นายทรัมป์เสนอให้มีการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากทั่วโลกในอัตรา 10% ยกเว้นสินค้าจากประเทศจีนที่อาจถูกเรียกเก็บในอัตราที่สูงถึง 60% โดยเราประเมินว่า การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับจีนประเทศเดียว อาจส่งผลให้เงินเฟ้อสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เคยมองไว้ประมาณ 0.5-1.0% และหากนายทรัมป์ขึ้นกำแพงภาษีกับทั่วโลกได้จริงตามที่หาเสียงไว้ เงินเฟ้ออาจปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ประมาณ 1.0-2.0% (ข้อควรระวัง: การตั้งกำแพงภาษีไม่ได้ทำให้เกิดแรงกดดันด้านราคาเหมือนช่วงปี 2022-23 แต่เป็นการเพิ่มระดับดัชนีราคาผู้บริโภคหรือค่าครองชีพขึ้น โดยในกรณีสมมุติหากนายทรัมป์ตั้งกำแพงภาษีในเดือน ก.พ. 2025 ผลกระทบต่อเงินเฟ้อในรูป YoY ควรจะหมดลงในเดือน ก.พ. 2026)

โดยสรุป จากนโยบายกำแพงภาษีสินค้านำเข้าที่แนวโน้มว่าจะเกิดขึ้นจริงในปีหน้า แม้จะไม่ได้ตั้งกับทุกประเทศทั่วโลกเหมือนที่ได้หาเสียงไว้ แต่ก็ปฏิเสธไม่ได้ว่าเงินเฟ้อสหรัฐฯ ต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านสูงทั้งจากนโยบายการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าและนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายนอกจากนี้ คาดการณ์เงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา การเลือกตั้งปธน. สะท้อนผ่าน Breakeven-inflation อายุ 1, 2, 5 และ 10 ปี ส่งผลให้ Fed อาจไม่สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามแผนเดิมที่มองไว้ โดยเรามองว่าดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ณ สิ้นปี 2025F จะอยู่ระดับใกล้เคียง 4% (vs. 3.4% Dot Plot เดือน ก.ย.) อย่างไรก็ตาม ยังมีความไม่แน่นอนอยู่มากว่าสุดท้ายนโยบายที่นายทรัมป์หาเสียงจะถูกนำมาใช้จริงมากน้อยแค่ไหน เนื่องจากในอดีตนโยบายที่ใช้หาเสียงมักจะไม่ได้นำมาใช้จริงทั้งหมด ดังนั้นผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อเงินเฟ้ออาจมีความคลาดเคลื่อนไปจากที่เราและตลาดประเมิน

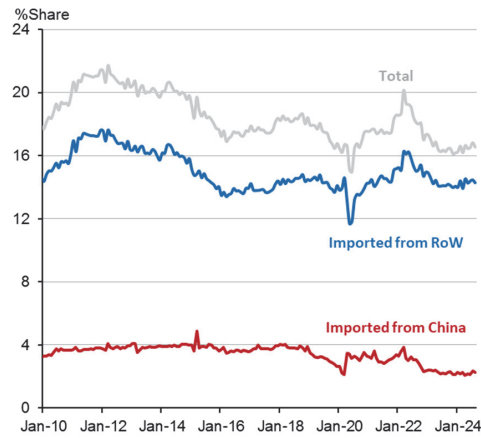
แผนภาพที่ 35: การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าคล้ายกับที่เคยเกิดขึ้นในช่วงปี 2018-19 (List 1-4A) มีแนวโน้มเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงครึ่งหลังของปี 2025

| Statutes | Authorization trigger | Presidential powers | Comments |
|---|---|---|--|
| Statutes with Limited Powers | | | |
| Trade Expansion Act of 1962, Section 232(b) | Enable the President to raise tariffs or otherwise regulate imports as necessary to strengthen national security | Impose tariffs or quotas as needed to offset the adverse impact | Would need national security investigation |
| Trade Act of 1974, Section 122 | Large and serious US BoP deficit | Impose tariffs up to 15%, or quantitative restrictions, or both for up to 150 days against one or more countries with large BoP surpluses | Restrictions in place longer than 150 days would need new congressional authorization. However, this act does allow tariffs can be imposed across the board without the need for a prior national security investigation |
| Trade Act of 1974, Section 201 | Goods imported into the US in such increased quantities that they are a substantial cause of serious injury to U.S. manufacturers | (1) an increase in, or imposition of, a duty on the imports; (2) a tariff-rate quota on the product; (3) a modification, or imposition of, any quantitative restriction on imports; or (4) any combination of these actions | Would need a written petition filed by a trade association, firm, union, or group of workers representing a U.S. industry. Investigations may also be triggered by House Ways and Means or Senate Finance Committee resolutions, at the request of the USTR, or at the ITC's own initiative. |
| Trade Act of 1974, Section 301 | Foreign country denies the US its FTA rights or carries out practices that are unjustifiable, unreasonable, or discriminatory | Retaliatory actions, at presidential discretion, including tariffs and quotas | Can impose tariffs in retaliation for a manipulated or undervalued exchange rate, market access barriers, or anything else that burdened US exports |
| Statutes with Far-reaching Powers | | | |
| Trading with the Enemy Act of 1917 | During time of war | All forms of international commerce, plus the power to freeze and seize foreign-owned assets of all kinds | President Roosevelt in 1933 and President Nixon in 1971 invoked these Act when US was not in War |
| International Emergency Economic Powers Act of 1977 | National emergency | | |

ที่มา: Peterson Institute for International Economics, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 36: เราประเมินว่า การตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพียงประเทศเดียว อาจส่งผลให้เงินเพื่อสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าที่เคยมองไว้ได้ประมาณ 0.5-1.0% และหากนายทรัมป์ขึ้นกำแพงภาษีกับทั่วโลก ได้จริงตามที่หาเสียงไว้ เงินเพื่ออาจปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ประมาณ 1.0-2.0%...

US goods imports as % share of total consumption



Effects of tariff hikes on inflation

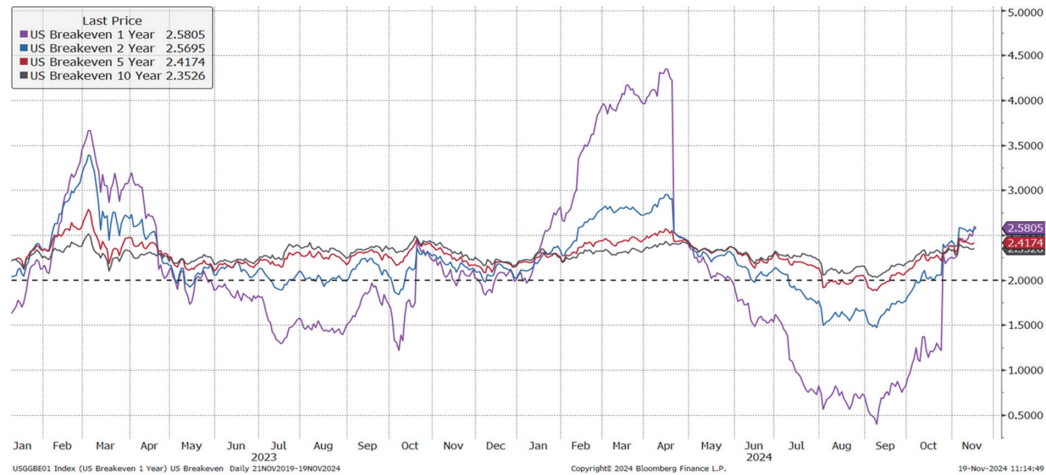
| Tariffs Effectively Increased to... | Tariffs on Rest of World | | | | | |
|-------------------------------------|--------------------------|------|------|------|------|------|
| | 2% | 4% | 6% | 8% | 10% | |
| Tariffs on China | 20% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 0.7% |
| | 30% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 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% |

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: ...นอกจากนี้ ค่าคาดการณ์เงินเพื่อในอนาคตปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยตั้งแต่ต้นนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน. สะท้อนผ่าน Breakeven-inflation อายุ 1, 2, 5 และ 10 ปี...



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

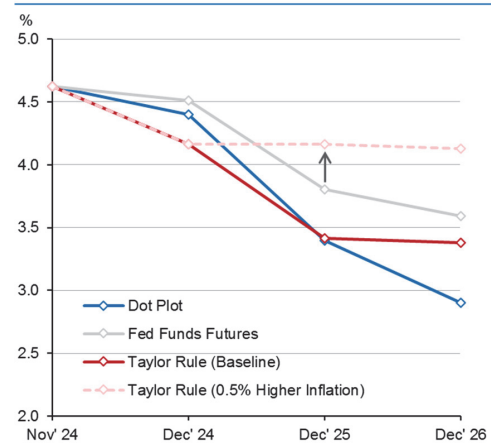
แผนภาพที่ 38: ... ส่งผลให้ Fed อาจไม่สามารถปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามแผนเดิมที่มองไว้ โดยเรามองว่าดอกเบี้ยนโยบายของ Fed ณ สิ้นปี 2025F อาจอยู่ที่ระดับใกล้เคียง 4% (vs. 3.4% Dot Plot เดือน ก.ย.)

Taylor rule

| | | Unemployment Rate (%) | | | | | | | | | |
|----------------|-----|-----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--|
| | | 3.8 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.4 | 4.5 | 4.6 | |
| Core PCE (YoY) | 3.2 | 5.5 | 5.4 | 5.3 | 5.1 | 5.0 | 4.9 | 4.8 | 4.7 | 4.6 | |
| | 3.1 | 5.3 | 5.2 | 5.1 | 5.0 | 4.9 | 4.8 | 4.7 | 4.5 | 4.4 | |
| | 3.0 | 5.2 | 5.1 | 5.0 | 4.8 | 4.7 | 4.6 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | |
| | 2.9 | 5.0 | 4.9 | 4.8 | 4.7 | 4.6 | 4.5 | 4.4 | 4.2 | 4.1 | |
| | 2.8 | 4.9 | 4.8 | 4.7 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | |
| | 2.7 | 4.7 | 4.6 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 3.9 | 3.8 | |
| | 2.6 | 4.6 | 4.5 | 4.4 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.7 | |
| | 2.5 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 3.5 | |
| | 2.4 | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 3.9 | 3.8 | 3.7 | 3.6 | 3.5 | 3.4 | |
| | 2.3 | 4.1 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.7 | 3.6 | 3.5 | 3.3 | 3.2 | |
| 2.2 | 4.0 | 3.9 | 3.8 | 3.6 | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | | |

- Consensus expects unemployment rate to stay at 4.3% and core PCE to expand by 2.2% in 2025F.
- Inflation likely to expand higher than assumed as Donald Trump has won the election.

Fed Funds Rate



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

แผนภาพที่ 39: เงินเฟ้อสหรัฐฯ มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นสูงกว่าที่เคยประเมินไว้ในยุคของนายทรัมป์ ส่งผลให้ Fed อาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายตามแผนเดิมที่มองไว้ใน Dot Plot รอบเดือน ก.ย. ที่ผ่านมามีได้ยากมากขึ้น

| | President | Donald Trump | |
|---|-----------|---|---|
| | Congress | Divided | Sweep |
| Macro theme | | Trade war 2.0, Short-term inflationary pressure | Trade war 2.0, Lower tax, Reflation fears |
| GDP | | =/↓ | =/↑ |
| Inflation | | ↑↑ | ↑↑ |
| Fiscal deficit | | ↑ | ↑↑ |
| President's stance on Fed | | Fed likely challenged by verbal intervention | |
| Policy rate deviation from baseline (EoP2026 ~3.25-3.50%) | | ↑ | ↑ |
| Potential Policies under Different Election Outcomes | | | |
| Tariffs: 60% China & 10% World | | ✓ | ✓ |
| Partial TCJA extension | | ✓ | ✓ (Fully extended) |
| Corporate tax to (vs. 21% current) | | | 15% |
| Immigration reform | | | ✓ |
| High earners: 28% on long-term cap. gain | | | |
| Eliminate tax on social security benefits | | | ✓ |
| Expand CTC to \$3K/3.6K | | ✓ | ✓ |

ที่มา: Trump campaigns, Bloomberg, Deutsche Bank, Pictet, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจยุโรป

กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดีกว่าที่ประเมินไว้ โดย GDP ไตรมาส 3/2024 เติบโตขึ้น +0.4% QoQ, สูงกว่าไตรมาสก่อนและคาดการณ์ของตลาดที่ 0.2% โดยหากพิจารณาเป็นรายประเทศหลัก พบว่าเศรษฐกิจเยอรมนีหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิคไปได้ ส่วนเศรษฐกิจฝรั่งเศสได้แรงหนุนจากการจัดมหกรรมกีฬาโอลิมปิก 2024 ขณะที่เศรษฐกิจสเปนยังคงขยายตัวได้ดีจากการบริโภคภาคเอกชนและการอุปโภคของภาครัฐที่เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อน ทั้งนี้ แม้เศรษฐกิจยูโรโซนจะมีสัญญาณของการฟื้นตัวขึ้นมาบ้าง แต่หากมองไปในระยะข้างหน้า เศรษฐกิจยังคงเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำจากสงครามการค้าที่มีแนวโน้มทวีความรุนแรงขึ้นหลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ โดยอาจเกิดการประเมินจากภาคเอกชน หากนายทรัมป์ขึ้นตำแหน่งภาษีสินค้านำเข้าได้จริงตามที่หาเสียง GDP ยูโรโซนอาจได้รับผลกระทบประมาณ 0.5-1.0% โดยเฉพาะเยอรมนีและอิตาลีที่อาจจะต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำมากกว่าประเทศอื่นในกลุ่มยูโรโซน เนื่องจากภาคการผลิตเป็นหัวใจหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ

กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัวชัดเจนกว่าที่ประเมินไว้

กิจกรรมทางเศรษฐกิจฟื้นตัวได้ดีกว่าที่ประเมินไว้ โดย GDP ไตรมาส 3/2024 เติบโตขึ้น +0.4% QoQ, สูงกว่าไตรมาสก่อนและคาดการณ์ของตลาดที่ 0.2% ขณะที่เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน GDP จะเร่งตัวขึ้น 0.9% YoY สูงกว่าไตรมาสก่อนและคาดการณ์ตลาดที่ 0.6% และ 0.8% ตามลำดับ โดยหากพิจารณาเป็นรายประเทศหลัก จะพบว่า เศรษฐกิจเยอรมนีพลิกกลับมาขยายตัว 0.2% QoQ และหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิคไปได้ ส่วนเศรษฐกิจฝรั่งเศสได้แรงหนุนจากการจัดมหกรรมกีฬาโอลิมปิก 2024 และขยายตัว 0.4% สูงสุดในรอบสามไตรมาส ขณะที่เศรษฐกิจสเปนยังคงขยายตัวได้ดีที่ระดับ 0.8% จากการบริโภคภาคเอกชนและการอุปโภคของภาครัฐที่เร่งตัวขึ้นจากไตรมาสก่อน

นอกจากนี้ หลังจากที่ ECB ประชุมนโยบายการเงินในวันที่ 17 ต.ค. เสร็จสิ้นไป เครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวในยูโรโซนรายงานออกมาสูงกว่าที่ตลาดประเมินไว้เช่นเดียวกับตัวเลข GDP โดยยอดค้าปลีก เดือน ก.ย. เติบโตขึ้นเป็น 2.9% YoY สูงกว่าเดือนก่อนและคาดการณ์ตลาดที่ 2.4% และ 1.3% ตามลำดับ จากยอดการสั่งซื้อออนไลน์ที่เร่งตัวสูงขึ้น ขณะที่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ECB เริ่มส่งผลต่อภาคเศรษฐกิจจริงมากขึ้น สะท้อนผ่านยอดการปล่อยสินเชื่อภาคครัวเรือน (0.6% YoY vs. 0.5% เดือนก่อน) และภาคธุรกิจที่ไม่รวมสถาบันการเงิน

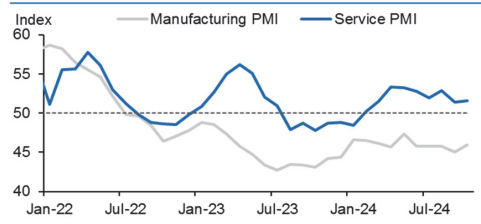
(0.6% vs. 0.4% เดือนก่อน) ที่ทยอยฟื้นตัวขึ้น นอกจากนี้ อัตราการว่างงานเดือน ก.ย. ของยูโรโซนยังคงทรงตัวอยู่ที่ 6.3% ทำระดับต่ำสุดตั้งแต่เคยจัดเก็บตัวเลข และต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 6.4%

ในช่วงโค้งสุดท้ายของปี 2024 เครื่องชี้เศรษฐกิจเดือน ต.ค. ปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังอ่อนแอ สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Service PMI) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.2 จุด เป็น 51.6 จุด โดยดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 9 ส่วนดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.0 จุด เป็น 46.0 จุด ทำระดับสูงสุดในรอบ 5 เดือน อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงเคลื่อนไหวในเกณฑ์หดตัวยาวนานต่อเนื่องกว่า 28 เดือน

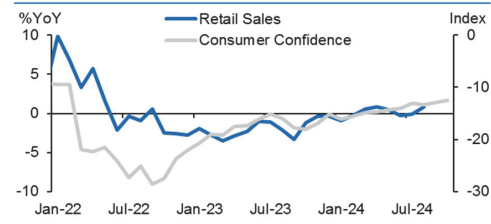
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (Headline CPI) เดือน ต.ค. เติบโตขึ้นเป็น 2.0% YoY จาก 1.7% เดือนก่อน สูงกว่าคาดการณ์ตลาดเล็กน้อยที่ 1.9% ส่วนอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) ทรงตัวจากเดือนก่อนที่ระดับ 2.7% สูงกว่าคาดการณ์ตลาดเล็กน้อยที่ 2.6% โดยหากพิจารณารายละเอียดจะพบว่า ราคาในหมวดบริการ (4.0% vs. 3.9% เดือนก่อน), หมวดอาหาร เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ และยาสูบ (2.9% vs. 2.4% เดือนก่อน) และหมวดสินค้าหลัก (0.5% vs. 0.4% เดือนก่อน) เติบโตขึ้น ขณะที่ราคาในหมวดพลังงาน (-4.6% vs. -6.1% เดือนก่อน) หดตัวในอัตราที่น้อยลง

แผนภาพที่ 40: เข้าสู่โค้งสุดท้ายของปี 2024 เครื่องชี้เศรษฐกิจเดือน ต.ค. ปรับตัวดีขึ้นในภาคบริการ ขณะที่ภาคการผลิตยังอ่อนแอ

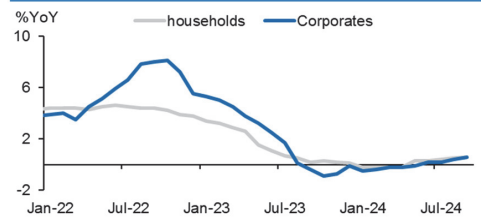
Manufacturing vs. Services PMI



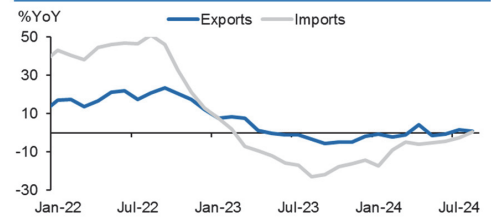
Consumption



Credit growth



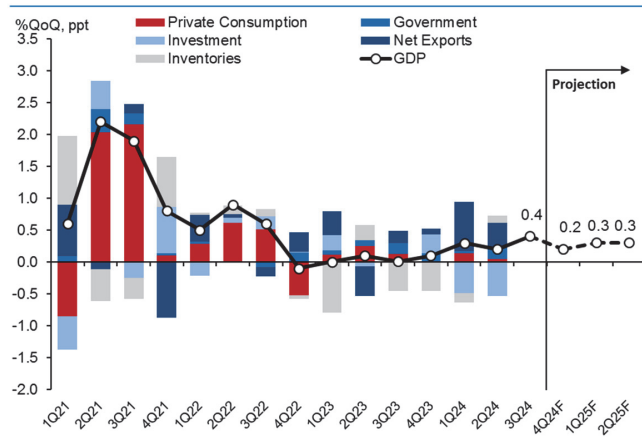
Trade



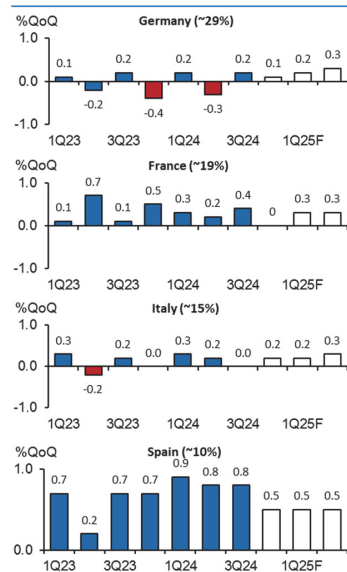
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 41: GDP ไตรมาส 3/2024 เร่งตัวขึ้น +0.4% QoQ สูงกว่าไตรมาสก่อนและคาดการณ์ของตลาดที่ 0.2% โดยหากพิจารณาเป็นรายประเทศหลัก จะพบว่า เศรษฐกิจหลักเพียงภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิคไปได้ ส่วนเศรษฐกิจฝรั่งเศสได้แรงหนุนจากการจัดมหกรรมกีฬาโอลิมปิก

Contribution to Eurozone GDP: QoQ



GDP: Big 4 countries



Note: 1\ Consensus as of 8 Nov.

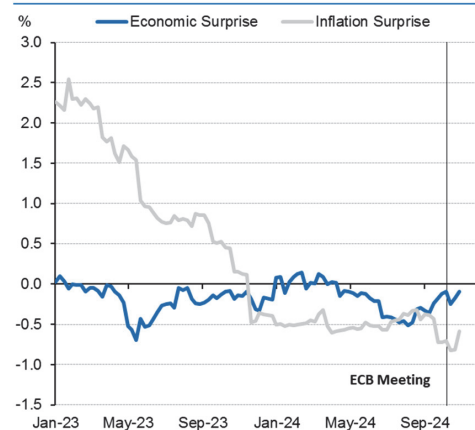
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: หลังจากที่ ECB ประชุมนโยบายการเงินในวันที่ 17 ต.ค. เสริมขึ้นไป เครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวในยูโรโซนรายงานออกมาสูงกว่าที่ตลาดประเมิน

Economic data released since ECB's Oct meeting

| Indicator | Period | Unit | Survey | Actual |
|---------------------|--------|-------|--------|--------|
| Service PMI | Oct | Index | 51.2 | 51.6 |
| Manufacturing PMI | Oct | Index | 45.9 | 46.0 |
| Economic Sentiment | Oct | Index | 96.3 | 95.6 |
| Consumer Confidence | Oct | Index | -12.5 | -12.5 |
| CPI | Oct | %YoY | 1.9% | 2.0% |
| GDP | 3Q24 | %QoQ | 0.2% | 0.4% |
| Retail Sales | Sep | %YoY | 1.3% | 2.9% |
| Unemployment Rate | Sep | % | 6.4% | 6.3% |
| M3 | Sep | %YoY | 2.9% | 3.2% |

Economic surprise



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

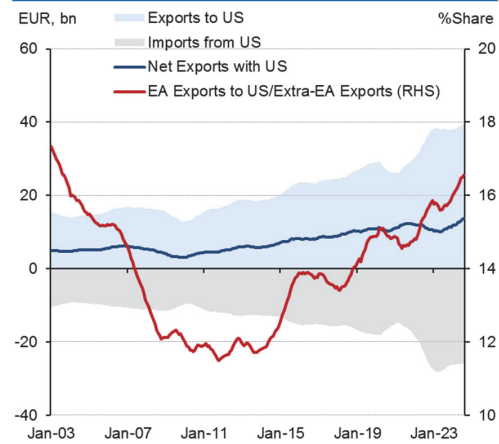
เศรษฐกิจยูโรโซนแม้จะมีสัญญาณของการฟื้นตัวที่ดีขึ้นบ้าง แต่หากมองไปในระยะข้างหน้า เศรษฐกิจยังคงต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำจากสงครามการค้าที่มีแนวโน้มทวีความรุนแรงขึ้นหลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน.

เศรษฐกิจยูโรโซนแม้จะมีสัญญาณของการฟื้นตัวที่ดีขึ้นบ้าง แต่หากมองไปในระยะข้างหน้า เศรษฐกิจยังคงต้องเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำจากสงครามการค้าที่มีแนวโน้มทวีความรุนแรงขึ้นหลังนายทรัมป์ชนะการเลือกตั้งปธน. สหรัฐฯ โดยอ้างอิงการประเมินจากภาคเอกชน หากนายทรัมป์ขึ้นตำแหน่งประธานาธิบดีแล้ว คาดว่าเศรษฐกิจยูโรโซนอาจได้รับผลกระทบประมาณ 0.5-1.0% โดยเฉพาะเยอรมนีและอิตาลีที่จะเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำมากกว่าประเทศอื่นในกลุ่มยูโรโซน เนื่องจากมีภาคการผลิตเป็นหัวใจหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ ซึ่งกลุ่มประเทศในยูโรโซนส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ ราว 16-17% ของการส่งออกทั้งหมด (ไม่รวมการค้าภายในเขตเศรษฐกิจเดียวกัน) และยังคงเผชิญการนำเข้าจากสหรัฐฯ คิดเป็นประมาณ 1% ของ GDP ของกลุ่มฯ นอกจากนี้ สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ ซึ่งจะตามมาด้วยการชะลอแผนการลงทุนของภาคเอกชน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจส่งออก-นำเข้าสินค้าเป็นหลัก

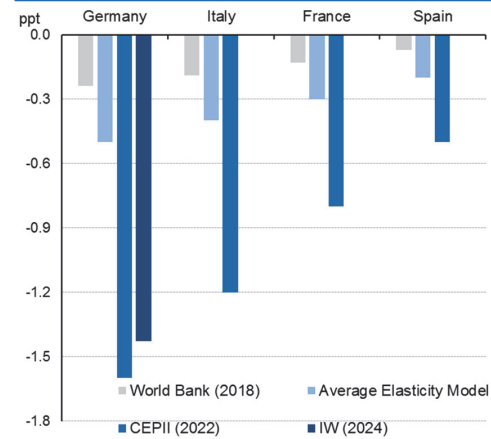
จากความเสี่ยงที่กล่าวไปข้างต้น ตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน OIS Futures) มองว่า ECB จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลงไปอยู่ที่ 1.75% ภายในช่วงไตรมาสที่สามของปีหน้า (จากปัจจุบันที่ 3.25%) ซึ่งจะต่ำกว่าระดับดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Nominal Neutral Rate) ที่หลายฝ่ายประเมินไว้ที่ระดับ 2.0-2.5% อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่า ECB จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปสู่ระดับ 2% เท่านั้น ในช่วงไตรมาสที่สามของปีหน้า และจะเป็นการจบวัฏจักรดอกเบี้ยขาลง โดย ECB เป็นธนาคารกลางที่ตั้งเป้าหมายเสถียรภาพด้านราคาเพียงอย่างเดียว (“Here at the European Central Bank (ECB), we work to keep prices stable in the euro area. We do this so that you will be able to buy as much with your money tomorrow as you can today.”) ขณะเดียวกัน คาดการณ์เงินเฟ้อในระยะข้างหน้าจาก 1) นักเศรษฐศาสตร์ 2) แบบสำรวจภาคครัวเรือนและธุรกิจ และ 3) ตลาดการเงินสะท้อนผ่าน Inflation Swap 5Y5Y ต่างบ่งชี้ถึงเงินเฟ้อที่ยังทรงตัวอยู่ใกล้เคียงระดับ 2.0-2.2% ซึ่งยังคงสอดคล้องกับเป้าหมายของ ECB จึงทำให้ ECB ยังไม่มีความจำเป็นที่ต้องใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากนัก

แผนภาพที่ 43: กลุ่มประเทศในยุโรปโซนส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ ราว 16-17% ของการส่งออกทั้งหมดที่ไม่รวมการค้าภายในเขตเศรษฐกิจเดียวกัน และยังเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ คิดเป็น 1% ของ GDP

Euro Area trade with the US (12mma)



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

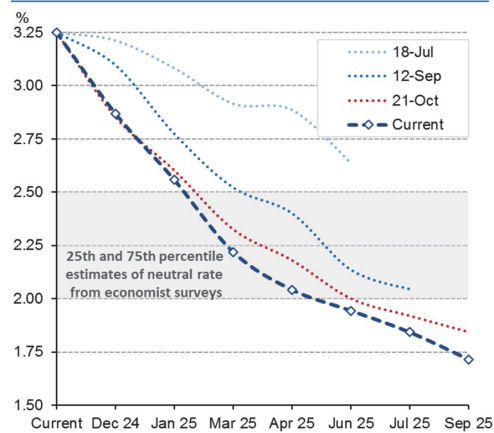


Note: Impact on GDP varies depending on demand elasticity. For IW calculations, we show the impact after four years on GDP.

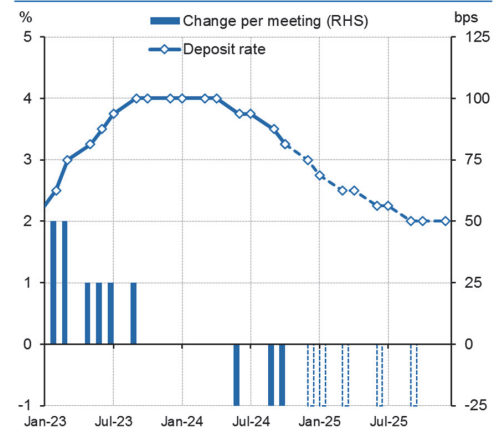
ที่มา: Bloomberg, SUERF, World Bank, CEPII, IW, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 44: ตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน OIS Futures) มองว่า ECB จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Deposit Facility Rate) ลงไปอยู่ที่ 1.75% ภายในช่วงไตรมาสที่สามของปีหน้า อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่า ECB จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงไปสู่ระดับ 2% ซึ่งจะเป็นการจบวงจรดอกเบี้ยขาลง

Market implied policy rate

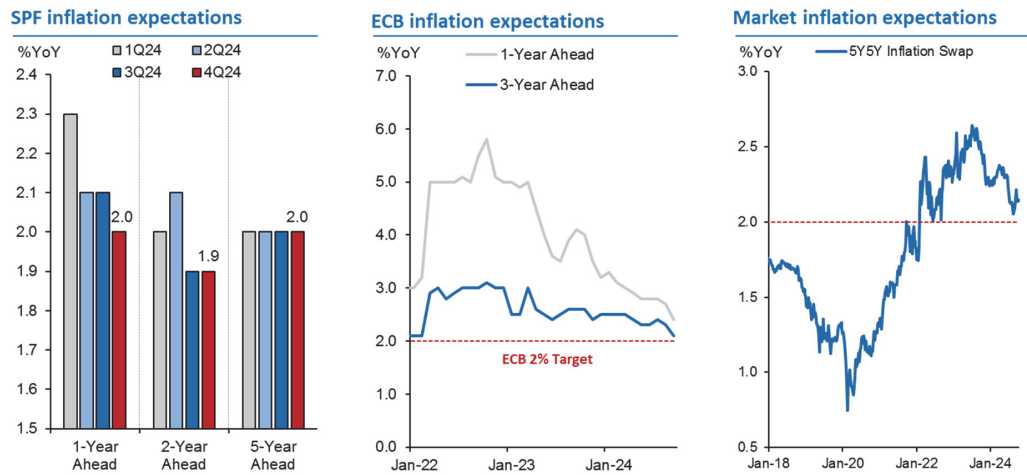


Our deposit rate projections



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

แผนภาพที่ 45: คาดการณ์เงินเฟ้อจาก 1) นักเศรษฐศาสตร์ 2) แบบสำรวจภาคครัวเรือนและธุรกิจ และ 3) ตลาดการเงินสะท้อนผ่าน Inflation Swap 5Y5Y ต่างบ่งชี้ถึงเงินเฟ้อที่ยังทรงตัวอยู่แถวระดับ 2.0-2.2% สอดคล้องกับเป้าหมายที่ ECB ตั้งไว้ จึงทำให้ ECB ยังมีความจำเป็นไม่มากที่ต้องปรับดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่าระดับที่เป็นกลาง



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

เศรษฐกิจจีน

ทางการจีนได้ประกาศมาตรการทางการคลังล่าสุดเพื่อแก้ไขปัญหาหนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่น ผ่านมาตรการ debt swap มูลค่า 10 ล้านล้านหยวนในระยะเวลา 5 ปี โดยในช่วงที่ผ่านมา หนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่นปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่นับตั้งแต่เกิดวิกฤตในภาคอสังหาริมทรัพย์ในปี 2021 รายได้จากการขายที่ดิน ซึ่งเป็นรายได้หลักของรัฐบาลท้องถิ่นได้ปรับลดลง เช่นเดียวกับรายได้จากภาษีที่ปรับลดลงท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นต้องเผชิญกับฐานะการเงินที่ตึงตัว (fiscal stress) ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นต้องหาแหล่งรายได้จากแหล่งอื่นเพิ่มเติม ผ่านการเรียกเก็บค่าปรับและภาษีย้อนหลังจากภาคธุรกิจ รวมถึงปรับลดรายจ่าย (spending) ซึ่งส่งผลลบต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจจีนในช่วงที่ผ่านมา โดยแม้ว่าการประกาศมาตรการ debt swap มูลค่า 10 ล้านล้านหยวนจะมีมูลค่าใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ และช่วยลด fiscal stress ให้แก่รัฐบาลท้องถิ่น แต่ตลาดยังคงผิดหวังเนื่องจากไม่มีการประกาศมาตรการที่ช่วยกระตุ้นการบริโภคหรือสนับสนุนภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการฟื้นตัวอย่างยั่งยืนของเศรษฐกิจจีน โดยการคาดการณ์ว่าจะลดลงราว 6 แสนล้านหยวนจากการทำ debt swap ดังกล่าว คิดเป็นเพียง 0.46% ในระยะเวลา 5 ปี จึงอาจไม่ส่งผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะสั้นมากนัก เพราะไม่สามารถกระตุ้นภาคเศรษฐกิจจริง (real economy) หรือการบริโภคได้โดยตรง

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตและภาคบริการเร่งตัวขึ้น โดยยอดค้าปลีกปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 8 เดือน ทั้งนี้ ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมและการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาด

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Official Manufacturing PMI) ในเดือน ต.ค. อยู่ที่ระดับ 50.1 ปรับเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ระดับ 49.8 และสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยภาคการผลิตของจีนพลิกเข้าสู่โซนขยายตัวหลังจากหดตัวต่อเนื่องมาเป็นระยะเวลา 5 เดือนติดต่อกัน โดยกิจกรรมการผลิตเร่งตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 6 เดือน ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ (New order) ทรงตัว ทั้งนี้ New export order ยังคงอ่อนแอและหดตัวต่อเนื่อง ด้านดัชนีนอกภาคการผลิต (Official Non-Manufacturing PMI) อยู่ที่ระดับ 50.2 ปรับเพิ่มขึ้นจากเดือนก่อนที่ระดับ 50 และใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยดัชนีนอกภาคการผลิต ได้แรงหนุนจากดัชนีในภาคบริการ (Service PMI) ที่ปรับเพิ่มขึ้นจากเทศกาลวันหยุดยาว (Golden week)

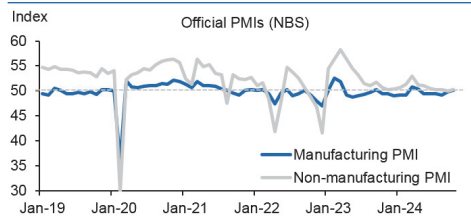
ตัวชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่าง ๆ ของเดือน ต.ค. ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดไว้ โดยยอดค้าปลีก (Retail sales) ปรับเพิ่มขึ้น 4.8%YoY ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 8 เดือน เร่งตัวขึ้นจากเดือนก่อนที่ขยายตัว 3.2% และออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 3.8% จากแรงหนุนของการใช้จ่ายช่วงวันชาติจีนซึ่งเป็นวัน

หยุดยาวและเทศกาลลดราคาประจำปี รวมถึงได้รับผลบวกจากมาตรการ Consumer goods trade-in program ของภาครัฐที่สนับสนุนให้ผู้บริโภคซื้อสินค้าคงทน สะท้อนจากยอดขายรถยนต์และยอดขายเครื่องใช้ในบ้านที่เร่งตัวขึ้นสู่ระดับ 3.7%YoY และ 39%YoY ตามลำดับ (vs. 0.4% และ 21% ในเดือนก่อน) อย่างไรก็ตาม ดัชนีการผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial production) ออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยขยายตัว 5.3% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 5.6% และชะลอลงจากเดือนก่อนหน้าที่ขยายตัว 5.4%

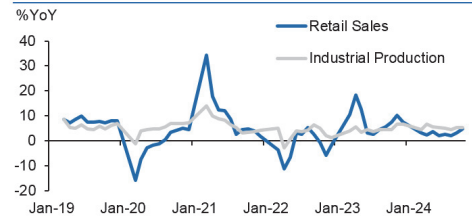
ด้านการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed asset investment) ในช่วงเดือน ม.ค. - ต.ค. ขยายตัว 3.4%YoY เช่นเดียวกับในเดือนก่อน ต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้ที่ 3.5% เล็กน้อย โดยการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property investment) ในช่วงเดือน ม.ค. - ต.ค. ยังคงหดตัวต่อเนื่อง -10.3%YoY หดตัวมากขึ้นจากในช่วง 9 เดือนแรกของปีที่ -10.1% สะท้อนความเชื่อมั่นของบริษัทผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งสวนทางกับการลงทุนในภาคการผลิต (Manufacturing investment) ที่เร่งตัวขึ้น 10%YoY (vs. 9.7% ในเดือนก่อน) ตามทิศทางของการส่งออกที่แข็งแกร่ง โดยยอดการส่งออกเร่งตัวขึ้นสู่ 12.7%YoY จาก 2.4% ในเดือน ก.ย. ขณะที่การนำเข้าหดตัว -2.3% YoY จากระดับ 0.3% ในเดือนก่อน

แผนที่ภาพ 46: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนในเดือน ต.ค. ส่วนใหญ่ออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้

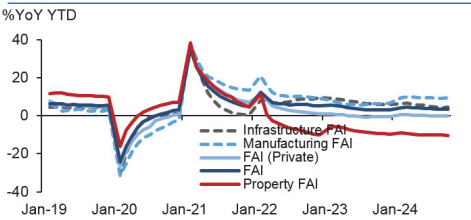
Manufacturing vs. Non-manufacturing PMIs



Economic activity



Fixed asset investment



Trade



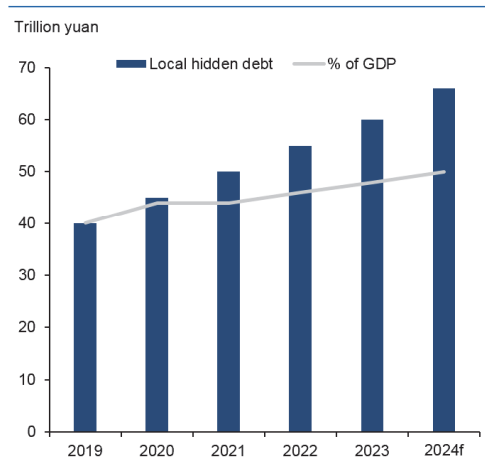
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จีนประกาศมาตรการ debt swap หลังภาระหนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่นปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทางการเงินได้ประกาศมาตรการทางการคลังล่าสุดเพื่อแก้ไขปัญหาภาระหนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่น ผ่านมาตรการ debt swap ซึ่งเป็นการรีไฟแนนซ์หนี้เพื่อช่วยลดภาระดอกเบี้ยที่รัฐบาลท้องถิ่นต้องจ่าย และเพิ่มระยะเวลาในการชำระ

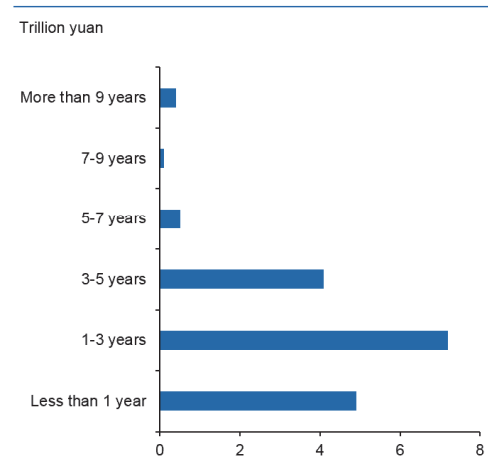
หนี้ โดยในช่วงที่ผ่านมา หนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่นปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการระดมทุนเพื่อไปลงทุนในโครงการต่าง ๆ ซึ่งจากการประเมินของ IMF พบว่าหนี้แอบแฝง (hidden debt) มีมูลค่าประมาณ 60 ล้านล้านหยวน โดยหนี้ที่เริ่มมีปัญหาอาจมีมูลค่าราว 20-30 ล้านล้านหยวน และหนี้ส่วนใหญ่จะครบกำหนดอายุการจ่ายคืนภายใน 1-3 ปี

แผนที่ภาพ 47: หนี้แอบแฝง (hidden debt) ของรัฐบาลท้องถิ่นจีนมีมูลค่าประมาณ 60 ล้านล้านหยวน โดยหนี้ส่วนใหญ่จะครบกำหนดอายุการจ่ายคืนภายใน 1-3 ปี

China's Local Hidden Debt (IMF estimation)



Maturity of Local Government Financial Vehicle Bonds



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

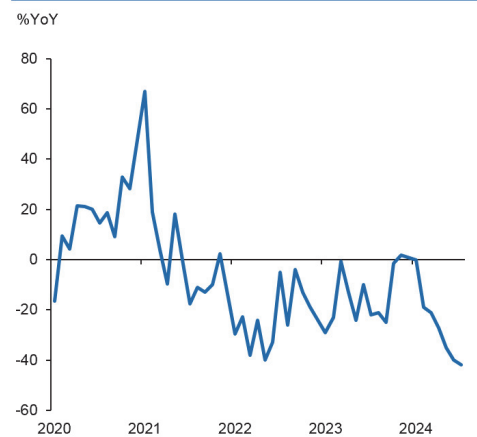
ท่ามกลางหนี้ที่เพิ่มขึ้น รายได้ของรัฐบาลท้องถิ่นปรับลดลง ส่งผลให้ฐานะทางการเงินของรัฐบาลท้องถิ่นมีความตึงตัว

นับตั้งแต่เกิดวิกฤตในภาคอสังหาริมทรัพย์ในปี 2021 รายได้จากการขายที่ดิน ซึ่งเป็นรายได้หลักของรัฐบาลท้องถิ่นปรับลดลงต่อเนื่อง เช่นเดียวกับรายได้จากภาษีที่ปรับลดลงท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ขณะที่ภาระหนี้ยังอยู่ในระดับสูง โดยรัฐบาลท้องถิ่นหลายแห่งเผชิญกับปัญหาทางการเงินจนไม่สามารถชำระ

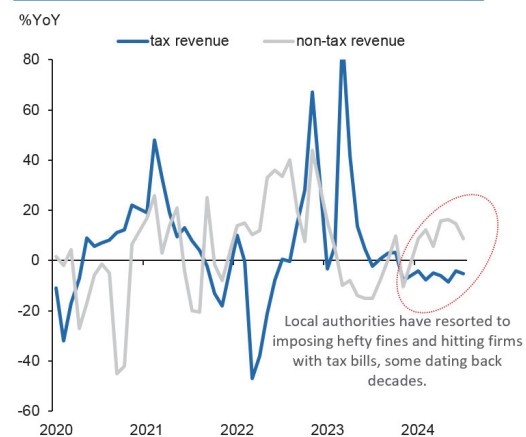
ค่าใช้จ่ายประจำวัน ตลอดจนมีการค้างชำระเงินเดือนพนักงานและภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้อง ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นต้องหาแหล่งรายได้อื่นเพิ่มเติม ผ่านการเรียกเก็บค่าปรับและภาษีย้อนหลังกับภาคธุรกิจ เพื่อนำรายได้มาชำระหนี้และค่าใช้จ่ายจำเป็นต่าง ๆ ซึ่งการกระทำดังกล่าวได้ส่งผลลบต่อความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจ (business sentiment) และเป็นปัจจัยที่กดดันการลงทุนและการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

แผนที่ภาพ 48: รายได้ของรัฐบาลท้องถิ่นปรับลดลงต่อเนื่อง ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นต้องหาแหล่งรายได้จากแหล่งอื่นเพิ่มเติม

Land sales income of local governments



Local government revenues: Tax and Non-Tax Revenue



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

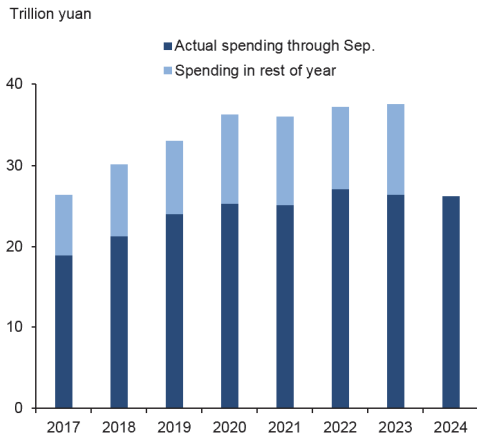
ฐานะการเงินที่ตึงตัว (fiscal stress) ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นลดการใช้จ่าย ซึ่งเป็นอีกปัจจัยที่กดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา

นอกจากนี้ การที่รัฐบาลท้องถิ่นต้องเผชิญกับฐานะการเงินที่ตึงตัว (fiscal stress) ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นลดการใช้จ่ายและ

ลดการลงทุนในโครงการต่าง ๆ ลง ซึ่งเป็นอีกปัจจัยสำคัญที่กดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมา โดยในช่วง 3 ไตรมาสแรกของปี การใช้จ่ายปรับลดลง 1%YoY

แผนที่ภาพ 49: การที่รัฐบาลท้องถิ่นต้องเผชิญกับฐานะการเงินที่ตึงตัว (fiscal stress) ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นลดการใช้จ่ายลง

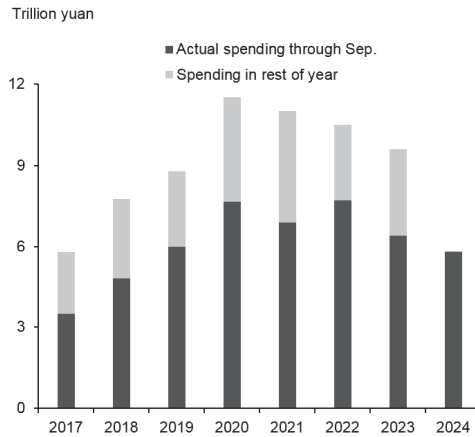
China's Fiscal Spending



Note: Shows augmented spending (from the main budgets and fund budgets)

- Spending was meant to rise 3% this year, but is down 1% so far (end-Sep).
- After the first three quarters, 35% of this year's budgeted fiscal spending has yet to be delivered.

Local Government Infrastructure Funds Are Spending Less



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

ทางการเงินอนุมัติมาตรการ debt swap มูลค่า 10 ล้านล้านหยวนในระยะเวลา 5 ปี

จากการประชุม NPC Standing Committee เดือน พ.ย. ทางการเงินประกาศขยายเพดานหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นเป็น 35.52 ล้านล้านหยวน ซึ่งจะช่วยทำให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถออกพันธบัตรพิเศษเพิ่มเติมได้อีก 6 ล้านล้านหยวน ในระยะเวลา 3 ปี เพื่อนำไปรีไฟแนนซ์หนี้แอบแฝง (hidden debt) นอกจากนี้ รัฐบาลท้องถิ่นยังได้โควตาออกพันธบัตรพิเศษเพื่อรีไฟแนนซ์หนี้ดังกล่าวเพิ่มเติมอีก 4 ล้านล้านหยวนภายในระยะเวลา 5 ปี รวมมูลค่าโครงการ debt swap 10 ล้านล้านหยวนในระยะเวลา 5 ปี โดยการเพิ่มเพดานหนี้ครั้งนี้ถือเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2015 เป็นต้นมา ที่

เงินอนุมัติการเพิ่มเพดานหนี้ให้รัฐบาลท้องถิ่นในช่วงกลางปีงบประมาณ โดยรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังจีนประเมินว่ามาตรการ debt swap ดังกล่าวจะช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของรัฐบาลท้องถิ่นได้ราว 6 แสนล้านหยวนในระยะเวลา 5 ปี ซึ่งจะช่วยให้รัฐบาลท้องถิ่นสามารถใช้จ่ายได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นในการกระตุ้นเศรษฐกิจ การลงทุน และการบริโภคได้

แม้มาตรการ debt swap มูลค่า 10 ล้านล้านหยวนดังกล่าว มีขนาดที่ใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ แต่ตลาดยังคงรู้สึกผิดหวังเนื่องจากไม่มีมาตรการที่ช่วยกระตุ้นการบริโภคหรือสนับสนุนภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการฟื้นตัวอย่างยั่งยืนของเศรษฐกิจจีน

แผนที่ภาพ 50: ทางการเงินอนุมัติมาตรการ debt swap มูลค่า 10 ล้านล้านหยวนในระยะเวลา 5 ปี แต่ไม่มีมาตรการที่ช่วยกระตุ้นการบริโภคหรือสนับสนุนภาคอสังหาริมทรัพย์เพิ่มเติม

Announced and reported fiscal stimulus measures since late September

| Fiscal stimulus measures | Local government debt resolution | Consumption | Housing market | Bank recapitalization |
|---|--|---|--|--|
| Previously announced | 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 | - Widen credit support under "White-list" program - Renovate 1 million houses in "Urban villages" - Allow local governments to use special bonds to buy unsold homes | Additional CGSB for bank recapitalization |
| Media reported (unconfirmed) | RMB6tn bond issuance for debt resolution | RMB1tn CGSB for consumption | RMB4tn special bonds for idle land and property purchases | RMB1tn CGSB for bank recapitalization |
| Officially announced by NPCSC on Nov 8 | RMB10tn local government bond issuance for debt resolution over 2024-2028 | No CGSB quota approval, but pledging to scale up policy support for consumer goods trade-in and equipment upgrade program | No special bonds quota approval, but flagging it is in progress | No CGSB quota approval, but flagging it is in progress |

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

การทำ debt swap จะช่วยบรรเทาความตึงเครียดทางการเงินของรัฐบาลท้องถิ่น แต่อาจไม่ส่งผลบวกต่อ GDP มากนัก

มาตรการ debt swap จะช่วยบรรเทาความตึงเครียดทางการเงินและการคลัง (fiscal stress) ของรัฐบาลท้องถิ่น ผ่านดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับลดลงและมีระยะเวลาการจ่ายคืนหนี้ที่นานขึ้น โดยต้นทุนของการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นต่ำกว่าต้นทุนของหนี้แอบแฝง (hidden debt) ส่งผลให้รัฐบาลท้องถิ่นจะมีสภาพคล่องมากขึ้นสำหรับใช้ในการกระตุ้นเศรษฐกิจหรือชำระค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ซึ่งอาจเป็นผลบวกทางอ้อมต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ดี ปัญหาสำคัญของเศรษฐกิจจีนยังเป็นเรื่องของแรงกดดันเงินฝืดและการบริโภคภาคครัวเรือนที่ปรับลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2023 ซึ่งจากข้อมูลล่าสุดพบว่า ความยืดเยื้อของสถานการณ์ในภาคอสังหาริมทรัพย์ส่งผลให้การใช้จ่ายในหมวดที่อยู่อาศัยของภาคครัวเรือนแทบจะไม่มีขยายตัว โดยการบริโภคภาคครัวเรือนที่ปรับลดลงต่อเนื่องถือเป็นหนึ่งในปัจจัย

กดดันเศรษฐกิจที่สำคัญ ซึ่งไม่สามารถแก้ไขได้ด้วยมาตรการ debt swap โดยภาระดอกเบี้ยจ่ายที่คาดว่าจะลดลงราว 6 แสนล้านหยวน คิดเป็นเพียง 0.46% ในระยะเวลา 5 ปี จึงอาจไม่ส่งผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะสั้นมากนัก เพราะไม่สามารถกระตุ้นภาคเศรษฐกิจจริง (real economy) หรือการบริโภคภาคครัวเรือนได้โดยตรง มาตรการ debt swap นี้จึงมีลักษณะเป็นการช่วยรักษาเสถียรภาพและลดความเสี่ยงต่อระบบการเงินมากกว่าช่วยกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจ

ในปีหน้า เราคาดว่าทางการเงินจะมีมาตรการทางการคลังเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจเพิ่มเติม โดยทางการเงินมีแนวโน้มปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (fiscal deficit) ขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 3% ต่อ GDP รวมถึงคาดว่าจะมีโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อเพิ่มการใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้นเมื่อเทียบกับในปีนี้ 🌐

แผนที่ภาพ 51: มาตรการ debt swap จะช่วยบรรเทาความตึงเครียดทางการเงินและการคลัง (fiscal stress) ของรัฐบาลท้องถิ่น ผ่านดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับลดลงและยืดระยะเวลาการจ่ายคืนหนี้ออกไป

Local government bond yields are below LGFV bonds



Estimated impact of the debt swap program

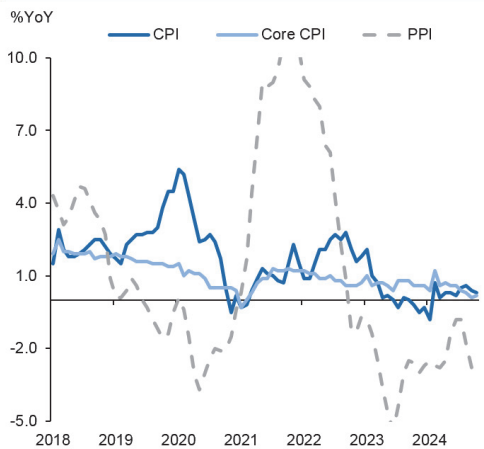
| Hidden debt | Current | With the debt swap (Est.) |
|----------------------------|---|---------------------------|
| Average maturity | 1-3 years | 5-10 years |
| Average interest rate | 3.6% | ≈ 2.1% |
| Interest payments per year | The Finance Minister suggested that the reduction of interest costs would amount to RMB600bn (0.46% of GDP) spread over 5 years | |

- The debt swap would reduce risks of default, lower debt-servicing costs, and give local officials greater scope to support economic growth
- Debt restructuring will ensure local governments' essential operations and facilitate delivery of fiscal stimulus.
- Repaying delayed payments to companies and employees will increase the private sector's income, which in turn could spur investment and consumption demand.

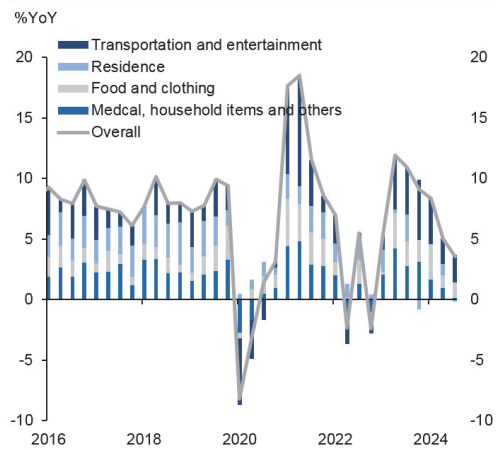
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 52: ทั้งนี้ ปัญหาสำคัญของเศรษฐกิจจีนเป็นเรื่องของแรงกดดันเงินฝืดและการบริโภคภาคครัวเรือนที่ปรับลดลง ดังนั้น มาตรการ debt swap อาจไม่ส่งผลบวกโดยตรงต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะสั้นมากนัก

China: deflationary pressure remains



Household nominal consumption expenditure per capita



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

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

ผลการเลือกตั้งล่าสุดในญี่ปุ่นได้สะท้อนถึงความไม่แน่นอนทางการเมือง หลังจากที่ฝ่ายรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎรเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2009 และต้องจัดตั้งรัฐบาลเสียงส่วนน้อย รวมถึงฝ่ายรัฐบาลสูญเสียตำแหน่งประธานในบางคณะกรรมการ ดังนั้น การผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณจะมีความท้าทายมากขึ้นในระยะต่อไป โดยฝ่ายรัฐบาลต้องประนีประนอมกับพรรคฝ่ายค้านมากขึ้นเพื่อให้สามารถผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณได้ ทำให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นในระยะต่อไปมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น (fiscal expansion) เนื่องจากพรรคฝ่ายค้านส่วนใหญ่สนับสนุนการปรับลดภาษีเพื่อเพิ่มรายได้ให้ครัวเรือน ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังคงมั่นใจว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดยภาคธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมกรรมการส่งผ่านต้นทุนของภาคธุรกิจไปยังราคาสินค้าของผู้บริโภคมากขึ้น ขณะที่ค่าจ้างมีแนวโน้มขยายตัวได้อย่างต่อเนื่อง โดยเรายังคงมุมมองว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.5% ในเดือนมกราคม 2025 แต่มีความเสี่ยงที่ BoJ อาจขึ้นดอกเบี้ยในเดือนธันวาคมนี้ หากอัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูง (upside risk) มากขึ้นหรือหากค่าเงินเยนอ่อนค่าลงเพิ่มเติม

กิจกรรมทางเศรษฐกิจญี่ปุ่นปรับลดลง โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ เช่นเดียวกับยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภค

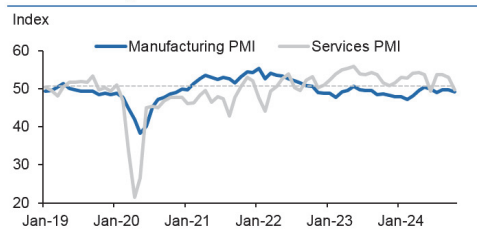
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตเดือน ต.ค. ปรับลดลงเล็กน้อยสู่ระดับ 49.2 จากระดับ 49.7 ในเดือนก่อนโดยภาคการผลิตหดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 ซึ่งผลผลิตปรับลดลงมากที่สุดในรอบ 6 เดือน ขณะที่ยอดคำสั่งซื้อใหม่ (New order) ทั้งในและต่างประเทศยังหดตัวต่อเนื่องจากอุปสงค์ที่อ่อนแอ ด้านดัชนีในภาคบริการปรับลดลงสู่ระดับ 49.7 จากระดับ 53.1 ในเดือนก่อน

หดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. ด้านราคาปัจจัยการผลิตยังปรับเพิ่มขึ้นตามทิศทางของค่าจ้างแรงงานและราคาวัตถุดิบ ขณะที่ความเชื่อมั่นปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 31 เดือน

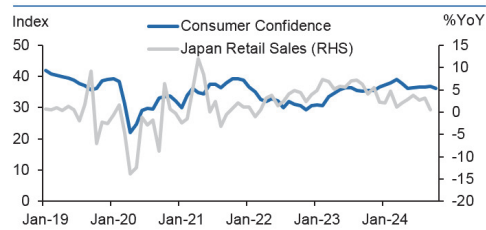
ด้านยอดค้าปลีกชะลอตัวลงสู่ระดับ 0.5% YoY ในเดือน ก.ย. (vs. 3.1% ในเดือนก่อน) ด้านดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน ต.ค. ลดลงสู่ระดับ 36.2 จุด (vs. 36.9 ในเดือนก่อน) ด้านการค้าระหว่างประเทศ ยอดการส่งออกในเดือน ก.ย. พลิกหดตัว -1.7% YoY (vs. +5.6% ในเดือนก่อน) ขณะที่ยอดการนำเข้าชะลอตัวลงสู่ระดับ 2.1% YoY (vs. 2.3% ในเดือนก่อน)

แผนที่ภาพ 53: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อปรับลดลงทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ เช่นเดียวกับยอดค้าปลีกและความเชื่อมั่นผู้บริโภค

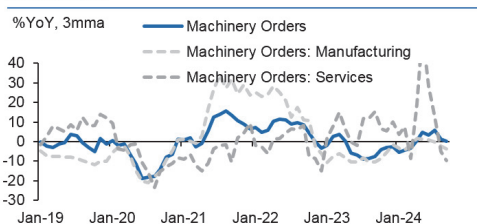
Manufacturing vs. Services PMI



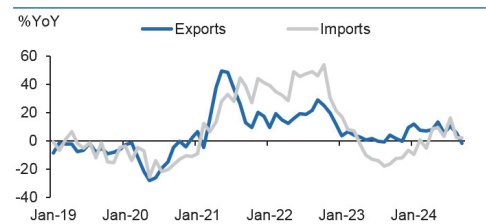
Retail sales



Investment



Trade



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

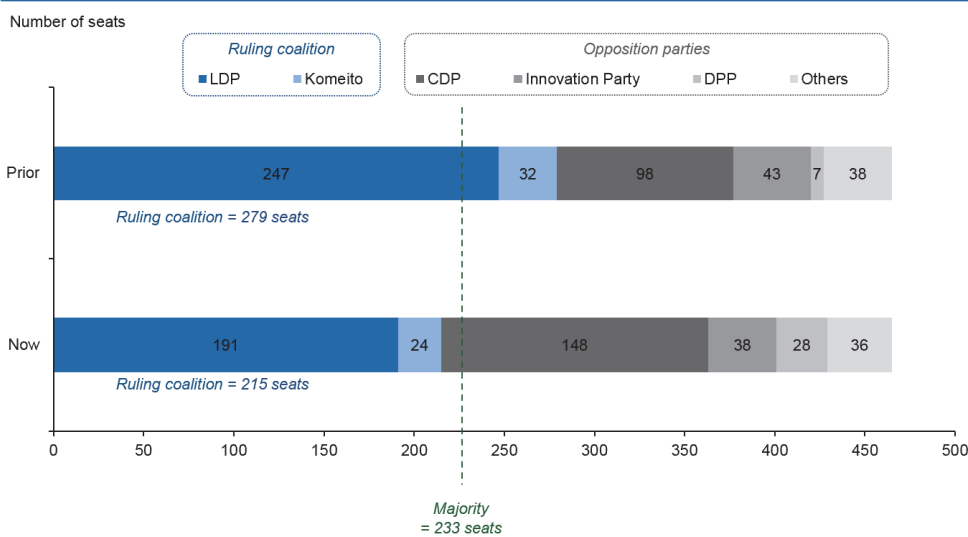
ผลการเลือกตั้งล่าสุดในญี่ปุ่นได้สะท้อนถึงความไม่แน่นอนทางการเมือง หลังจากที่ฝ่ายรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎรเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2009

ผลการเลือกตั้งล่าสุดในญี่ปุ่นได้สะท้อนถึงความไม่แน่นอนทางการเมืองของประเทศ หลังจากที่ฝ่ายรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎรเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2009 ส่งผลให้รัฐบาลภายใต้การนำของนายกรัฐมนตรีชิบะต้องจัดตั้งรัฐบาลเสียงส่วนน้อย ซึ่งแตกต่างจากสถานการณ์ในอดีตที่ฝ่ายรัฐบาลครองเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎร ตลอดจนครองเสียงข้าง

มากและตำแหน่งประธานในทุกคณะกรรมการ (standing committee) จึงทำให้การผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณเป็นไปอย่างราบรื่นในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ปัจจุบันอาจทำให้การผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณมีความท้าทายมากขึ้นและอาจมีความล่าช้า โดยเฉพาะในประเด็นที่มีความเห็นไม่ตรงกันกับพรรคฝ่ายค้าน โดยฝ่ายรัฐบาลต้องประนีประนอมกับพรรคฝ่ายค้านมากขึ้น โดยอาจต้องยอมปรับเปลี่ยนนโยบายบางส่วนเพื่อให้สามารถผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณได้

แผนที่ภาพ 54: ฝ่ายรัฐบาลสูญเสียเสียงข้างมากในสภาผู้แทนราษฎรเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2009

Japan's Lower House election result



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

แผนที่ภาพ 55: การที่ฝ่ายรัฐบาลได้เสียงส่วนน้อยส่งผลให้ฝ่ายรัฐบาลสูญเสียตำแหน่งประธานในบางคณะกรรมการ ดังนั้น การผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณจะมีความท้าทายมากขึ้นในระยะต่อไป

Key Seat Numbers in the Lower House

| Number of seats | Status |
|-----------------|--|
| 233 | Majority |
| 244 | Stable Majority: Committee Chairman from ruling coalition can bring the decision to approval |
| 261 (Prior) | Absolute Stable Majority: Ruling coalition dominates all of the standing committee chair posts, as well as holds a majority in each committee |
| 310 | Two-Thirds: Ruling coalition can propose constitutional amendments if 2/3 approval is attained in both the lower and upper houses |

- Some parties may decide to cooperate on the deliberation and passage of legislative bills with the ruling parties on a case-by-case basis, for issues where they agree.
- For bills where there is a large difference in opinions within the ruling coalition or with opposition parties, deliberations may be significantly delayed or amendments to bills may be necessary to make concessions with the cooperating parties as well as opposition parties.

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

นโยบายการคลังของญี่ปุ่นในระยะต่อไปมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น (fiscal expansion) เนื่องจากพรรคฝ่ายค้านส่วนใหญ่สนับสนุนการปรับลดภาษีเพื่อเพิ่มรายได้ให้แก่ภาคครัวเรือน

พรรคฝ่ายค้านส่วนใหญ่สนับสนุนนโยบายการคลังแบบผ่อนคลาย (fiscal expansion) เช่น การลดภาษี และการเพิ่มรายได้ให้กับครัวเรือน โดยเฉพาะครัวเรือนที่มีรายได้น้อยถึงปานกลาง ทำให้ฝ่ายรัฐบาลอาจต้องรับฟังเสียงจากพรรคฝ่ายค้านในการกำหนดนโยบายทางเศรษฐกิจในอนาคต ส่งผลให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นในระยะต่อไปมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น โดยพรรคฝ่ายค้านที่มีแนวโน้มสนับสนุนฝ่ายรัฐบาลมากที่สุดคือพรรค Democratic Party for the People (DPP) ซึ่งได้มีการหารือ

เกี่ยวกับนโยบายเศรษฐกิจกับทางฝ่ายรัฐบาลแล้ว และมีที่นั่งในสภาเพียงพอที่จะช่วยให้ฝ่ายรัฐบาลสามารถผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณได้ โดยพรรค DPP ต้องการให้ฝ่ายรัฐบาลนำนโยบายทางเศรษฐกิจของพรรค DPP ไปรวมกับนโยบายทางเศรษฐกิจของฝ่ายรัฐบาลเพื่อแลกกับการสนับสนุนการผ่านร่างกฎหมายและงบประมาณ ซึ่งพรรค DPP มีแนวคิดสนับสนุนการให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีแก่กลุ่มประชาชนที่เป็นวัยทำงาน ผ่านการเสนอเพิ่มเพดานรายได้สำหรับผู้ที่ไม่ต้องเสียภาษี (tax-free annual income) ขึ้นจากเดิม 1.03 ล้านเยนเป็น 1.78 ล้านเยน ซึ่งจะทำให้จำนวนผู้ที่ต้องเสียภาษีรายได้ปรับลดลง ตลอดจนช่วยเพิ่มรายได้ให้แก่ครัวเรือนและกระตุ้นการบริโภคภาคครัวเรือนในระยะต่อไป

แผนที่ภาพ 56: พรรคฝ่ายค้านส่วนใหญ่สนับสนุนการดำเนินนโยบายการคลังแบบผ่อนคลาย

Policy manifestos of the major political parties

| Party | Major manifestos |
|---------------------------------------|--|
| Liberal Democratic Party (LDP) | <ul style="list-style-type: none"> - Prioritize exit from deflation - Cash payouts to low-income earners to counter high prices (Komeito: Extend electricity and gas subsidies) - Achieve positive real wages and increase the minimum wage - Attain fiscal primary balance surplus in FY2025 - Reform tax system for sustainable tax revenue (income, corporate and tobacco tax hikes) |
| Democratic Party for the People (DPP) | <ul style="list-style-type: none"> - Raise the ceiling on tax-free annual income for part-time workers - Reduce the consumption tax until real wages increase |
| Japan Innovation Party | <ul style="list-style-type: none"> - Reduce the consumption tax rate from the current 10% to 8% - Reduce income tax and corporate tax - Include financial income in aggregate income for taxation |
| Constitutional Democratic Party (CDP) | <ul style="list-style-type: none"> - Strengthen progressive income taxation - Levy corporate tax according to profit - Include financial income in aggregate income for taxation - Refund a portion of the consumption tax paid by of low and middle-income earners - Revise the BoJ's inflation target from 2% to above 0% and target real wage growth |

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

ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังคงมั่นใจว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืน พร้อมกล่าวว่าเห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในพฤติกรรมการส่งผ่านต้นทุนของภาคธุรกิจไปยังราคาสินค้าของผู้บริโภคมากขึ้น

ในด้านนโยบายการเงิน จากการประชุมของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ล่าสุดในเดือน ต.ค. สะท้อนว่า BoJ ยังคงมั่นใจว่าจะสามารถบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อที่ระดับ 2% ได้อย่างยั่งยืน โดย

BoJ กล่าวว่าได้สังเกตเห็นการส่งผ่านต้นทุนค่าจ้างที่สูงขึ้นไปยังราคาสินค้าในภาคบริการ (service prices) มากขึ้น ซึ่งเป็นเงื่อนไขหลักในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยเห็นถึงการเปลี่ยนแปลงในพฤติกรรมการส่งผ่านต้นทุนของภาคธุรกิจไปยังราคาสินค้าของผู้บริโภค เมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดโรคระบาด COVID-19 ที่ภาคธุรกิจแทบไม่มีการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังราคาสินค้าผู้บริโภค

แผนที่ภาพ 57: ภาคธุรกิจมีการส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาสินค้าของผู้บริโภคมากขึ้น

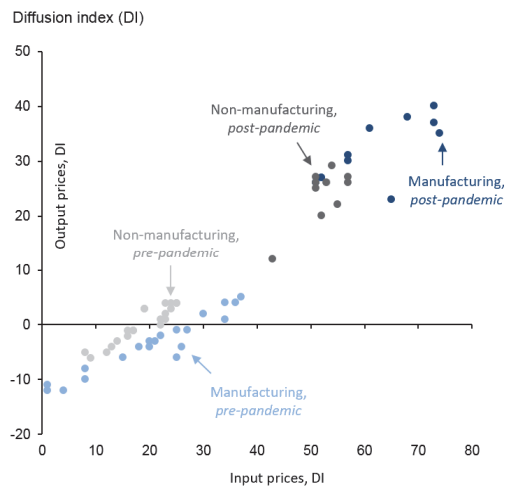
Medians of the policy board members' forecasts

| % YoY | FY2024 | FY2025 | FY2026 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Real GDP | 0.6 (0.6) | 1.1 (1.0) | 1.0 (1.0) |
| CPI (ex. Fresh food) | 2.5 (2.5) | 1.9 (2.1) | 1.9 (1.9) |
| CPI (ex. Fresh food and energy) | 2.0 (1.9) | 1.9 (1.9) | 2.1 (2.1) |

Note: figures in parentheses indicate the previous forecast in July

- "Our basic stance is that if our economic and price outlooks are realized, we'll respond by raising rates," Ueda said.
- Firms' behavior has shifted more toward raising wages and prices, and nominal wages have increased clearly. In addition, moves to reflect wage increases in selling prices have continued to strengthen.
- Risks to prices are skewed to the upside for fiscal 2025.

Japan input and output prices across sectors



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

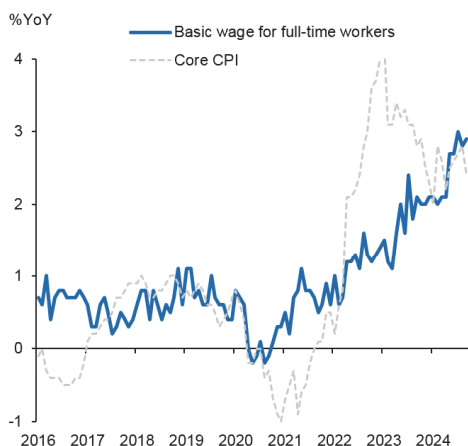
พรรคการเมืองต่าง ๆ ให้การสนับสนุนการปรับขึ้นค่าจ้าง ขณะที่สภาพแรงงานญี่ปุ่นได้ตั้งเป้าหมายการเพิ่มค่าจ้างในปีหน้าในระดับอย่างน้อย 5% เท่ากับเป้าหมายในปีนี้ ส่งผลให้ค่าจ้างมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง

นอกจากนี้ พรรคการเมืองต่าง ๆ ให้การสนับสนุนการปรับขึ้นค่าจ้าง ซึ่งถือเป็นหนึ่งในนโยบายหลักของแต่ละพรรค

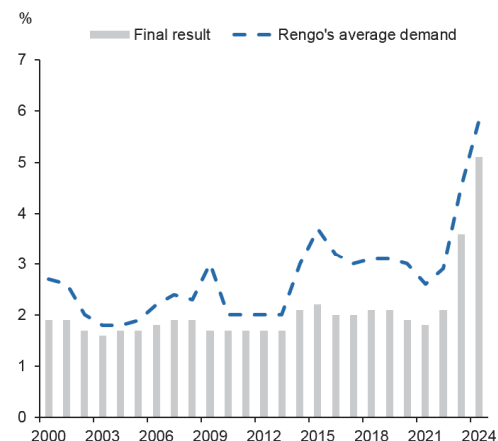
ขณะที่ล่าสุด สภาพแรงงานญี่ปุ่นได้ตั้งเป้าหมายการเพิ่มค่าจ้างในปีหน้าในระดับอย่างน้อย 5% ซึ่งเท่ากับเป้าหมายในปีนี้ ซึ่งจะช่วยให้การขยายตัวของค่าจ้างในระยะต่อไปใกล้เคียงกับระดับปัจจุบันและยังคงอยู่ในเกณฑ์ที่สอดคล้องกับอัตราเงินเฟ้อที่ระดับ 2% ของ BoJ

แผนที่ภาพ 58: ค่าจ้างมีแนวโน้มขยายตัวต่อเนื่อง โดยพรรคการเมืองต่าง ๆ ให้การสนับสนุนการปรับขึ้นค่าจ้าง ตลอดจนสภาพแรงงานญี่ปุ่นได้ตั้งเป้าหมายการเพิ่มค่าจ้างในปีหน้าในระดับอย่างน้อย 5% เท่ากับเป้าหมายในปีนี้

Basic wage (same-sample basis) and national core CPI



Japan's major labor unions (Rengo)'s wage deal




Japan's largest labor union federation aims to secure avg wage increases of **at least 5%** at the 2025 pay negotiations

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

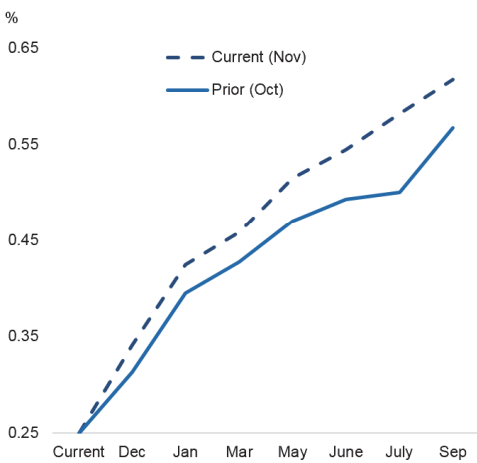
BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.5% ในเดือนมกราคม 2025 ทั้งนี้ BoJ อาจขึ้นดอกเบี้ยในเดือนธันวาคมนี้ หากอัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูง (upside risk) มากขึ้นหรือหากค่าเงินเยนอ่อนค่าลงเพิ่มเติม

เรายังคงมุมมองว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไป 25bps สู่ระดับ 0.5% ในเดือนมกราคม 2025

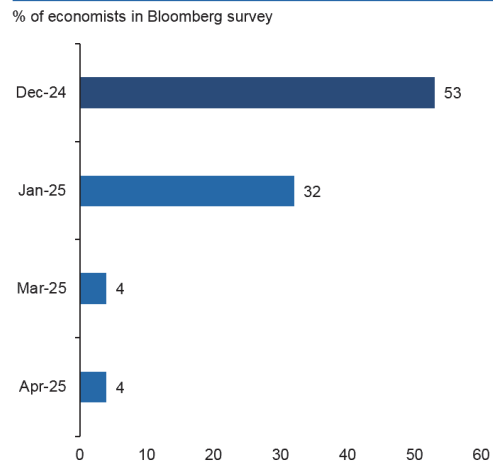
อย่างไรก็ดี BoJ อาจขึ้นดอกเบี้ยในเดือนธันวาคมนี้ หากอัตราเงินเฟ้อมีความเสี่ยงด้านสูง (upside risk) มากขึ้น หรือหากค่าเงินเยนอ่อนค่าลงไประดับ 160 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะทำให้ราคาสินค้านำเข้าปรับเพิ่มขึ้น และก่อให้เกิดแรงกดดันเงินเฟ้อในระยะต่อไป ซึ่งจะเป็นปัจจัยกดดันให้ BoJ ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือน ธ.ค. 

แผนที่ภาพ 59: ตลาดมอง BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปภายในเดือนมกราคม 2025

Market implied rate



Economist forecasts for BoJ's next rate hike



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

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยไตรมาสที่ 3/2024 ขยายตัว 3.0% YoY จาก 2.2% ไตรมาสก่อนซึ่งสอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา แต่สูงกว่าที่ตลาดคาด และหากปรับฤดูกาลแล้ว GDP จะเร่งตัวขึ้น 1.2% QoQ, SA (vs. 0.8% ไตรมาสก่อน) โดยปัจจัยหนุนที่สำคัญในไตรมาสนี้เป็นผลจากการใช้จ่ายและการลงทุนของภาครัฐที่ขยายตัวสูง ประกอบกับการส่งออกที่ขยายตัวดีทั้งในหมวดสินค้าและบริการ อย่างไรก็ตาม การบริโภคในประเทศแม้จะชะลอตัวลงมาตามทิศทางที่เราได้ประเมินไว้ แต่ยังคงขยายตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป ขณะที่การลงทุนภาคเอกชน และการลดลงของสินค้าคงคลังยังคงเป็นปัจจัยกดดันไตรมาสนี้ ด้านมุมมองในระยะต่อไป เราคาดว่าจะทยอยเห็นการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชน ขณะที่รายจ่ายและการลงทุนจากรัฐ คาดว่ายังคงเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญต่อเศรษฐกิจไทย นอกจากนี้ ความต่อเนื่องของการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว และการค้าระหว่างประเทศมีแนวโน้มที่จะช่วยหนุนให้เศรษฐกิจไทยไตรมาสสุดท้ายของปีขยายตัวได้สูงขึ้นแตะระดับ 4% YoY ด้านนโยบายการเงินเรามองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 2.25% ในการประชุมรอบสุดท้ายของปีในเดือน ธ.ค. แต่มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps สู่ระดับ 2.00% ในช่วงไตรมาสแรกของปี 2025F

GDP ไตรมาส 3/2024 ที่ขยายตัวดี เป็นผลจากการใช้จ่ายและการลงทุนภาครัฐที่ขยายตัวสูง รวมถึงภาคการส่งออกที่ขยายตัวแข็งแกร่งทั้งในหมวดสินค้าและบริการ ขณะที่การบริโภคในประเทศชะลอตัวตามคาด ส่วนการลงทุนภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่อง

GDP ไตรมาส 3/2024 ขยายตัว 3.0% YoY จาก 2.2% ไตรมาสก่อน เท่ากับการคาดการณ์ของเรา แต่สูงกว่าตลาดคาดที่ 2.4% โดยหลังจากปรับฤดูกาล GDP จะเร่งตัวขึ้น 1.2% QoQ, SA (vs. 0.8% ไตรมาสก่อน) แต่ต่ำกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 0.8% **ด้านการผลิต:** การผลิตในภาคการเกษตรหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สี่ (-0.5% YoY) ขณะที่สาขานอกภาคการเกษตรยังขยายตัวต่อเนื่อง (3.2%) จากการก่อสร้างภาครัฐ (33.0%) ที่พลิกกลับมาขยายตัวครั้งแรกในรอบ 6 ไตรมาส

ด้านการใช้จ่าย: การใช้จ่ายภาครัฐและการส่งออกเป็นแรงหนุนสำคัญของเศรษฐกิจในไตรมาสนี้ รวมถึงการบริโภคภาคเอกชนที่ยังขยายตัวดีแม้ว่าจะชะลอตัวลงจากไตรมาสก่อน การลงทุนภาคเอกชนยังคงอยู่เกณฑ์หดตัวเป็นไตรมาสที่ 2

- อุปสงค์ต่างประเทศ: การส่งออกสินค้าเร่งตัวขึ้นเป็น 8.3% YoY (vs. 1.9% ไตรมาสก่อน) การส่งออกบริการเร่งตัวขึ้นและขยายตัวได้ในระดับเลขสองหลักที่ 21.9% (vs. 19.6% ไตรมาสก่อน) ส่งผลให้การส่งออกสินค้าและบริการเร่งตัวขึ้นเป็น 10.5% (vs. 4.7% ไตรมาสก่อน)
- อุปสงค์ในประเทศ: การใช้จ่ายภาครัฐเป็นแรงหนุนสำคัญของเศรษฐกิจในไตรมาสนี้ โดยการลงทุนภาครัฐพลิกกลับมาขยายตัว 25.9% YoY (vs. -4.0% ไตรมาสก่อน) ด้านการอุปโภคภาครัฐเร่งตัวขึ้นเป็น 6.3% (vs. 0.3% ไตรมาสก่อน) การบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวลงเล็กน้อยจากปัจจัยฐานแต่ยังคงขยายตัวที่ระดับ 3.4% (vs. 4.9% ไตรมาสก่อน) ในทางกลับกันการลงทุนภาคเอกชนอยู่เกณฑ์หดตัวเป็นไตรมาสที่ 2 ติดต่อกัน -2.5% (vs. -6.8% ไตรมาสก่อน)

ส่วนประมาณการเศรษฐกิจ สศช. ประเมินเศรษฐกิจไทยในปี 2024F จะขยายตัว 2.6% (vs. 2.8% ESUe) และ สศช. ประเมินเงินเฟ้อจะขยายตัวอยู่ที่ 0.5% ในปี 2025F ส่วนปี 2025 สศช. ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวในกรอบ 2.3-3.3% (vs. 3.0% ESUe) ด้านเงินเฟ้อประเมินว่าจะขยายตัวอยู่ในกรอบ 0.3-1.3%

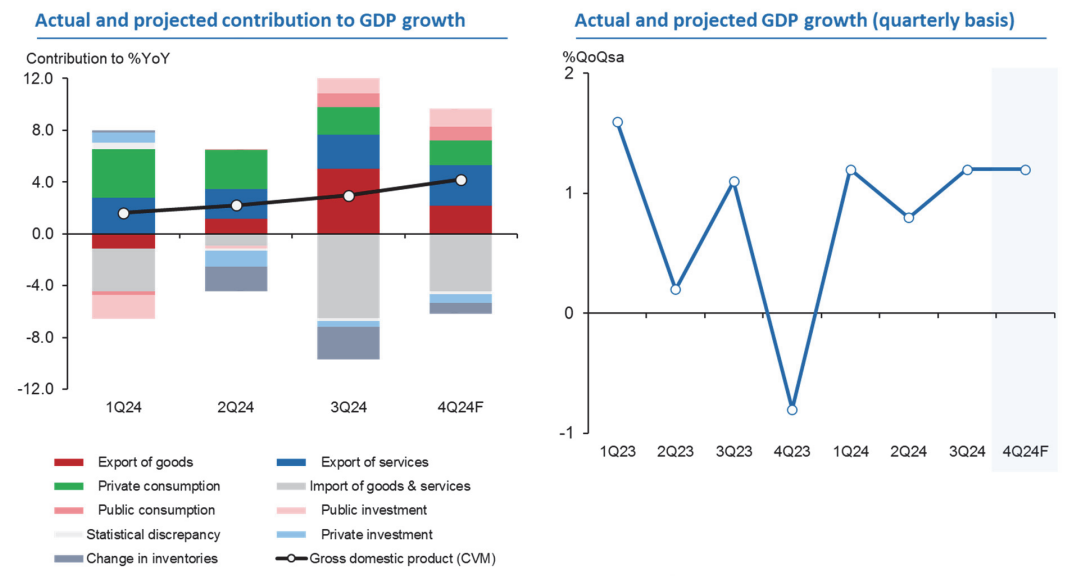
GDP ไตรมาสที่ 3/2024 ขยายตัว 3.0% YoY สอดคล้องกับที่เราคาดแต่สูงกว่าคาดการณ์ของตลาด (2.4% YoY) โดยแรงหนุนหลักมาจากการใช้จ่ายและการลงทุนของภาครัฐ รวมถึงการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของภาคการส่งออกสินค้า นอกจากนี้ภาคการท่องเที่ยวยังคงมีบทบาทสำคัญต่อการฟื้นตัวในไตรมาสนี้ ด้านการบริโภคภาคเอกชนชะลอตัวตามที่เราคาด ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนหดตัวต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สอง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ายอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนจาก BOI ที่เร่งตัวขึ้นสูง ประกอบกับการนำเข้าสินค้าทุนและยอดจำหน่ายเครื่องจักรเครื่องมือในประเทศที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจะช่วยหนุนให้การลงทุนภาคเอกชนกลับมาฟื้นตัวได้ในระยะถัดไป นอกจากนี้ แม้จำนวนนักท่องเที่ยวในไตรมาสนี้สามจะต่ำกว่าที่เราคาดหวังไปบ้าง แต่ด้วยพฤติกรรมของนักท่องเที่ยวที่ปักพืงในประเทศนานขึ้น แนวโน้มรายรับจากภาคการท่องเที่ยวจะยังคงฟื้นตัวดีสอดคล้องกับประมาณการของเรา

ส่วนความเสี่ยงสำคัญที่ต้องจับตาในช่วงท้ายของปี 2024 จนถึงในปี 2025 จากปัจจัยต่างประเทศประกอบด้วย นโยบายการค้าของสหรัฐฯ ความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์ และการเติบโตของเศรษฐกิจจีนที่อาจต่ำกว่าคาด ขณะที่ปัจจัยภายในประเทศ เรามองว่ายังคงเป็นปัญหาภาระหนี้สินของครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง และคุณภาพของสินเชื่อที่มีแนวโน้มด้อยลง ในขณะที่สถาบันการเงินยังคงเข้มงวดกับการปล่อยสินเชื่อแม้ ธปท. จะผ่อนคลายนโยบายการเงินบ้างแล้วก็ตาม แต่เรามองว่าสินเชื่อในระบบยังมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในระดับต่ำ และอาจเป็นอุปสรรคต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในระยะถัดไป

โดยสรุป เราคงประมาณการการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย ที่ 2.8% ในปี 2024F จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เร่งตัวขึ้นมาส อดคล้องกับมุมมองของเรา ขณะเดียวกัน แนวโน้มในไตรมาส หน้า เรามองเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวดีขึ้นต่อเนื่อง (คาด GDP 4Q24F ขยายตัวได้ราว 4%YoY) ผลจากปัจจัยลบเชิงวัฏจักรที่

คลี่คลาย (งบประมาณภาครัฐไม่ล่าช้า) ฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว รวมถึง ภาวการณ์ท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะเดียวกันผลจากมาตรการ แจกเงิน 10,000 บาทในเฟสแรกคาดว่าจะมีส่วนช่วยพยุงการใ้ จ่ายในประเทศได้บางส่วน

แผนที่ภาพ 60: ไตรมาส 4/2024 เรามองว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวเร่งขึ้นต่อเนื่องโดยคาดจะขยายตัวได้ราว 4%YoY ผลจากปัจจัยลบเชิงวัฏจักรที่คลี่คลาย (งบประมาณภาครัฐไม่ล่าช้า) ฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว รวมถึงภาวการณ์ท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวต่อเนื่อง ขณะเดียวกันแผนการกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านการแจกเงินเพิ่มเติมจากรัฐบาล จะช่วยพยุงการบริโภคในประเทศให้ไม่ชะลอตัวลงมากนัก



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

มูลค่าการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนของสำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ใน 3 ไตรมาสแรกของปี 2024 สูงกว่ายอดรวมของทั้งปีของ 5 ปีก่อน และสูงที่สุดในรอบ 10 ปี ยอดการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนซึ่งเป็นตัวชี้วัดนำของการลงทุนในอนาคตตส่งสัญญาณบวก โดยใน 3 ไตรมาสแรกของปี 2024 มีการออกบัตรส่งเสริม 2,072 โครงการ และมีมูลค่า 6.7 แสนล้านบาท สูงกว่า 3 ไตรมาสแรกของปี 2023 ที่มีมูลค่า 3.4 แสนล้านบาท และสูงกว่ายอดทั้งปี 2023 ที่ 4.9 แสนล้านบาท และค่าเฉลี่ยทั้งปีของปี 2019-2023 ที่ 4.3 แสนล้านบาท โดยแรงหนุนหลักของการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนที่เพิ่มขึ้นโดยหลักมาจากอุตสาหกรรมเป้าหมายดังนี้

- อุตสาหกรรมเครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ 2.5 แสนล้านบาท (vs. 1.3 แสนล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน) ด้วยแรงหนุนของการลงทุนใน Data center, การผลิตอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์
- อุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วน 5.4 หมื่นล้านบาท (vs. 3.3 หมื่นล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)

- อุตสาหกรรมเกษตรและแปรรูปอาหาร 5.2 หมื่นล้านบาท (vs. 3.4 หมื่นล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)
- อุตสาหกรรมปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ 3.9 หมื่นล้านบาท (vs. 1.8 หมื่นล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)
- อุตสาหกรรมดิจิทัล 1.6 หมื่นล้านบาท (vs. 1.4 หมื่นล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)
- อุตสาหกรรมอื่นๆ (สาธารณสุข, โลหะและวัสดุ, บริการที่มีมูลค่าสูง) เพิ่มขึ้นเป็น 2.2 แสนล้านบาท (vs. 0.9 แสนล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)

โดยยอดการออกบัตรส่งเสริมการลงทุนนั้นมาจากทั้งโครงการของคนไทยและชาวต่างชาติ

- โครงการที่คนไทยถือหุ้น 100% มีมูลค่า 1.4 แสนล้านบาท (vs. 0.6 แสนล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)
- โครงการที่คนต่างชาติถือหุ้น 100% มีมูลค่า 3.3 แสนล้านบาท (vs. 1.9 แสนล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)
- โครงการที่คนไทยและคนต่างชาติร่วมกันถือหุ้น มีมูลค่า 2.0 แสนล้านบาท (vs. 0.8 แสนล้านบาท 3 ไตรมาสแรกปีก่อน)

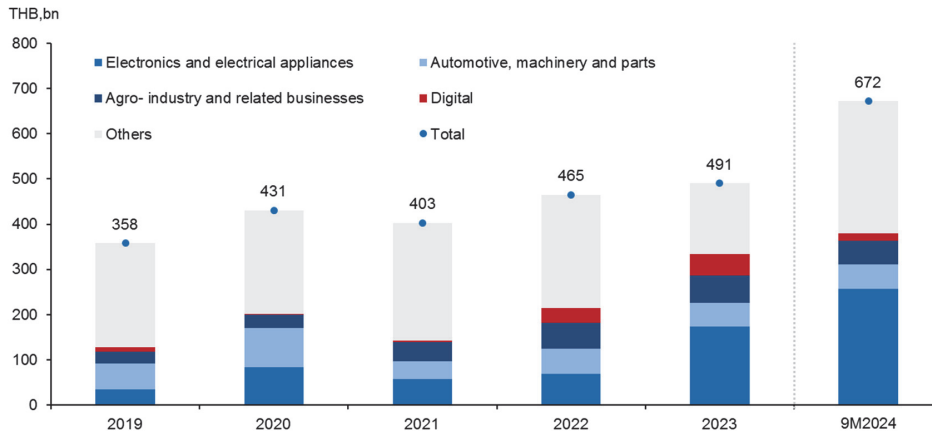
ซึ่ง BOI คาดว่าโครงการในช่วง 3 ไตรมาสแรกจะเพิ่มการจ้างงานได้ 1.47 แสนตำแหน่ง (vs. 0.8 แสนตำแหน่งในช่วงเดียวกันปีก่อน)

ซึ่งหลังจากการออกบัตรส่งเสริมแล้วโดยปกติจะเริ่มลงทุน 1-3 ปี หลังได้รับบัตรส่งเสริมทำให้คาดได้ว่าตัวเลขการ

ลงทุนน่าจะเป็นแรงหนุนสำคัญในช่วงที่เหลือของปี 2024F และ 2025F โดยเราคาดว่าในปี 2025F การลงทุนภาคเอกชนจะขยายตัวได้ 3.2% (vs. -0.8% ปี 2024F) ซึ่งสอดคล้องกับการประมาณการของธนาคารแห่งประเทศไทยที่คาดว่า ปี 2025F การลงทุนภาคเอกชนจะขยายตัวได้ 2.9% (vs. -2.8% ปี 2024F)

แผนที่ภาพ 61: มูลค่าการออกบัตรส่งเสริมการลงทุน 3 ไตรมาสแรกของปี 2024 สูงกว่ายอดรวมของทั้งปีก่อนหน้าและค่าเฉลี่ยของ 5 ปี ย้อนหลัง และสูงที่สุดในรอบ 10 ปี

BOI's Investment Promotion Certificate Issuance



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

นักท่องเที่ยวชาวจีนเน้นการเดินทางออกไปท่องเที่ยวในจุดหมายระยะใกล้ (Short haul) มากกว่าระยะไกล (Long haul)

นักท่องเที่ยวชาวจีนเป็นหนึ่งในหมวดหมู่สำคัญที่อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวทั่วโลกต่างจับตามองการฟื้นตัวกลับมา เนื่องด้วยเม็ดเงินที่ใช้จ่ายและจำนวนที่นับว่าสูงที่สุดในหมู่นักท่องเที่ยวทั่วโลก โดยข้อมูลจำนวนนักท่องเที่ยวจากประเทศจีนไปยังประเทศต่างๆ หลังจากที่รัฐบาลจีนผ่อนปรนมาตรการควบคุมสะท้อนถึงพฤติกรรมการเดินทางท่องเที่ยวของนักท่องเที่ยวชาวจีนที่เปลี่ยนแปลงไปจากก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 อย่างเห็นได้ชัด

ข้อมูลล่าสุด (2Q24) ชี้ให้เห็นว่า นักท่องเที่ยวชาวจีนต่างเลือกที่จะเดินทางไปท่องเที่ยวในจุดหมายระยะใกล้ อาทิ เกาหลีใต้ อาเซียน ญี่ปุ่น และประเทศไทย สะท้อนจากสัดส่วนของการฟื้นตัวที่ดีกว่าประเทศอื่นๆ (ไม่รวมฮ่องกง) อย่างเห็นได้ชัด ขณะที่รูปแบบของการเดินทางระยะไกล (Long-haul) ได้รับความนิยมน้อยลง โดยพบว่าสัดส่วนของการฟื้นตัวนั้นยังค่อนข้างที่จะช้าโดยหากแบ่งเป็นรายประเทศมีรายละเอียดดังนี้

- การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวออกโดยรวม (ไม่รวมฮ่องกง) อยู่ที่ระดับ 55% ของช่วงก่อนโควิด (2Q19)

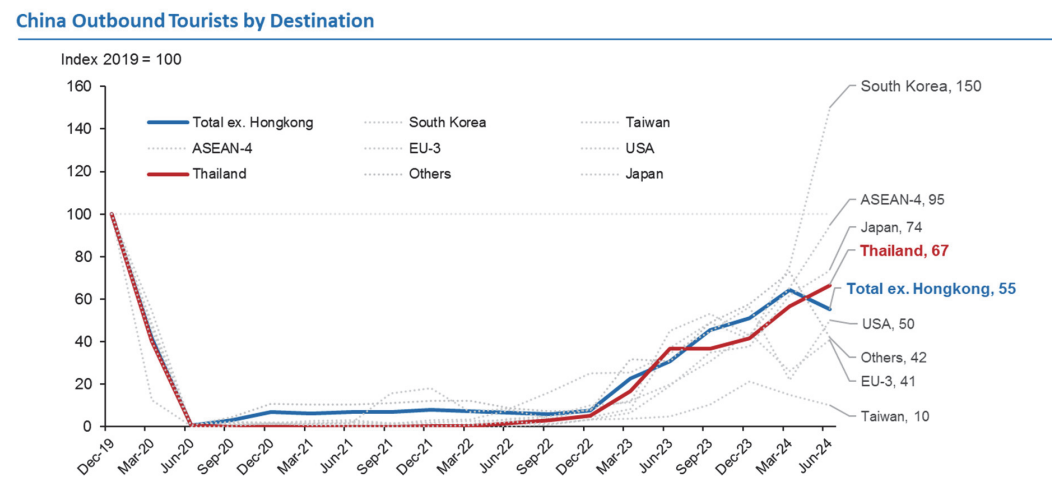
- โดยนักท่องเที่ยวออกฟื้นตัวสูงกว่าค่าเฉลี่ยประกอบด้วย นักท่องเที่ยวออกไปเกาหลีใต้อยู่ที่ระดับ 150% ของช่วงก่อนโควิด, อาเซียน-4 (เวียดนาม, สิงคโปร์, มาเลเซีย, อินโดนีเซีย) อยู่ที่ระดับ 95% ของช่วงก่อนโควิด, ญี่ปุ่น อยู่ที่ระดับ 74% ของช่วงก่อนโควิด และไทยอยู่ที่ระดับ 67% ของช่วงก่อนโควิด
- ส่วนนักท่องเที่ยวออกฟื้นตัวต่ำกว่าค่าเฉลี่ยประกอบด้วย นักท่องเที่ยวออกไปสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 50% ของช่วงก่อนโควิด, EU-3 (เยอรมัน, ฝรั่งเศส, อิตาลี) อยู่ที่ระดับ 41% ของช่วงก่อนโควิด และ ไต้หวันอยู่ที่ระดับ 10% ของช่วงก่อนโควิด

ปัจจัยดังกล่าวอาจสะท้อนได้ว่า ความมั่งคั่งของนักท่องเที่ยวชาวจีนนั้นอาจยังไม่ได้ฟื้นตัวอย่างเต็มที่ เนื่องจากปัญหาเศรษฐกิจภายในประเทศ ทั้งการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ต่ำกว่าเป้าของทางการ และราคาอสังหาริมทรัพย์ที่ยังคงปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง หรือแม้กระทั่งดัชนีตลาดหุ้นที่แม้จะฟื้นตัวบ้างแล้ว แต่ก็ยังคงอยู่ต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2021 กว่า 30%

โดยที่ผ่านมา รัฐบาลจีนหันมามุ่งเน้นการกระตุ้นเศรษฐกิจภายในประเทศ ผ่านการปรับลดอัตราเงินสำรองของธนาคาร (RRR) การปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ทั้งระยะสั้น กลาง และยาว รวมถึงมาตรการพยุงภาคอสังหาริมทรัพย์ และตลาดหุ้น แต่สัญญาณของการฟื้นตัวในด้านการบริโภคในประเทศจีนยังคงอ่อนแอและล่าช้ากว่าหลายฝ่ายคาดหวัง

เราแนะนำจับตาการฟื้นตัวของการเดินทางออกของนักท่องเที่ยวชาวจีนในระยะต่อไป โดยเฉพาะ รูปแบบ และความพึงพอใจ (Preference) ในการเลือกจุดหมายปลายทางสำหรับการท่องเที่ยว ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยที่สำคัญสำหรับการประเมินการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว โดยเรามองปี 2025F นักท่องเที่ยวจีนจะเข้ามาเป็นอีกหนึ่งแรงหนุนให้กับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยประเมินจำนวนนักท่องเที่ยวจีนจะอยู่ที่ 7-8 ล้านคน

แผนที่ภาพ 62: จำนวนนักท่องเที่ยวจีนมาไทยฟื้นตัวสูงกว่าค่าเฉลี่ย



Note: ASEAN-4 includes Vietnam, Indonesia, Malaysia, and Singapore.
 EU-3 includes Germany, France, and Italy.
 ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ธนาคารแห่งประเทศไทยย้ำชัดว่ามีหน้าที่ในการสร้างสภาพแวดล้อมทางการเงินที่เอื้ออำนวยให้เศรษฐกิจโตได้ตามศักยภาพ และให้เงินเพื่อไม่เป็นอุปสรรคต่อการขยายตัว แต่ไม่ได้เป็นเครื่องยนต์ของการขยายตัวของเศรษฐกิจ

ในการประชุม Monetary Policy Forum ครั้งที่ 3/2024 ณ วันที่ 30 ต.ค. 2024 ธปท. ได้ย้ำจุดยืนว่าการลดดอกเบี้ยในการประชุม กนง. ครั้งล่าสุด ว่าเป็นการปรับสมดุล (Recalibration) ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้อยู่ในระดับที่เป็นกลาง (Neutral Rate) และมีความเหมาะสมกับภาวะการเงินในปัจจุบัน และเสถียรภาพของระบบการเงิน ขณะที่ศักยภาพของเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเติบโตได้ช้าลง และไม่ต่ำเกินไปจนนำไปสู่การสะสมความไม่สมดุลทางการเงินในระยะยาว โดยยังระบุอีกว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมครั้งที่ผ่านมา ยังไม่ใชการเริ่มต้นของของวัฏจักรการผ่อนคลายนโยบายการเงิน (Monetary easing cycle)

ทั้งนี้ช่วง ถาม-ตอบ กับนักวิเคราะห์และสื่อมวลชน ทาง ดร. ปิติ ดิษยทัต รองผู้ว่าการ ด้านเสถียรภาพการเงิน และผู้ทรงคุณวุฒิท่านอื่นๆ ได้มีการตอบคำถามในประเด็นหลักดังนี้

ดอกเบี้ยและนโยบายการเงิน: ดร.ปิติ ให้ความเห็นว่าเป็นปัจจุบันความคาดหวังของประชาชนต่อนโยบายการเงินนั้นกว้างขึ้นกว่าเดิมมาก โดยดร. ปิติระบุว่า ธปท. มีหน้าที่ในการสร้างสภาพแวดล้อมทางการเงินที่เอื้ออำนวยให้เศรษฐกิจโตได้ตามศักยภาพ และทำให้เงินเพื่อไม่เป็นอุปสรรคต่อการขยายตัว แต่ธปท. ไม่สามารถเป็นเครื่องยนต์ของการขยายตัวของเศรษฐกิจได้ ทั้งนี้ ธปท. ก็อยากเห็นศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจสูงขึ้นเช่นกัน แต่เครื่องมือทางการเงินที่มีอยู่อาจไม่สามารถที่จะสนับสนุนการเพิ่มขึ้นของศักยภาพเศรษฐกิจได้โดยตรง

ทั้งนี้ เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ระดับ 2.25% ในปี 2024F ตามอัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเร่งขึ้นกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายของ กนง. ในไตรมาสสุดท้ายของปี และทำที่ของ กนง. ที่มองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 2.25% อยู่ในระดับที่เป็นกลาง สอดคล้องกับศักยภาพเศรษฐกิจ และไม่ต่ำเกินไปจนนำไปสู่การสะสมความไม่สมดุลทางการเงินในระยะยาว รวมถึงไม่เป็นอุปสรรคต่อกระบวนการปรับลดสัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อรายได้ ทั้งนี้ ในกรณีฐาน เรามองว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งต่อไปจะอยู่ในช่วงไตรมาสที่ 1/2025F ซึ่งจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ย

นโยบายของไทยปรับลดลงมาอยู่ที่ 2.00% จากนั้นมีแนวโน้มสูงที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวที่ 2.00% ตลอดทั้งปี 2025F อย่างไรก็ตาม ถ้าการขยายตัวของสินเชื่อใหม่ในระบบพลิกเป็นลบ

และ SM รวมถึง NPL ปรับเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ กนง. อาจพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยได้มากกว่าที่เราประเมินไว้

แผนที่ภาพ 63: ความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทยและกระทรวงการคลังต่อนโยบายการเงินและมิตที่เกี่ยวข้อง

Discussion between the Ministry of Finance and the Bank of Thailand



Piti Disyatat, Deputy Governor
Discussing Monetary Stability at Monetary Policy Forum 3/2024

- **Monetary policy:** Monetary policy can only provide the monetary preconditions for sustainable growth but cannot itself be the engine of growth.
- **FX:** The BOT does not have a target for FX, but it is one of the important factors in calculating FCI - if it is not far from the fundamentals, the BOT is unlikely to intervene.
- **Inflation targeting:** The BOT does not have a magic number for inflation. In the medium term, an average of 1-3% is considered appropriate.

The Ministry of Finance and the Bank of Thailand have scheduled a meeting to discuss the inflation targeting framework

Nov
30 Oct
29 Oct
29 Oct

The BOT will present a plan to the Ministry of Finance to achieve its inflation target in 2025.



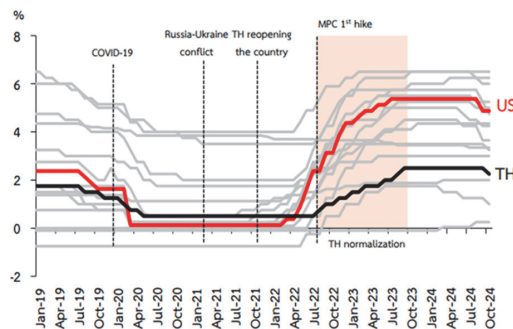
Pichai Chunhavajira,
Deputy Prime Minister of Thailand and Minister of Finance

- **Monetary policy:** Interest rates are also related to economic growth. People know that when the economy is growing, **we need low interest rates to stimulate investment.**
- **FX:** We are an exporting country, so we should take care of the exchange rate so that we are not at a disadvantage to our trade competitors.
- **Inflation targeting:** We accept 1-3% range, but the important point is not the target, but the actual number, which has not yet reached the target.

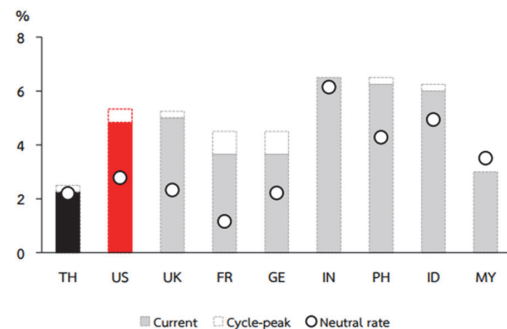
ที่มา: BoT, Local press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 64: รพท. ระบุว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย ณ ปัจจุบันอยู่ในระดับที่เป็นกลาง (Neutral rate)

Policy interest rates of various countries



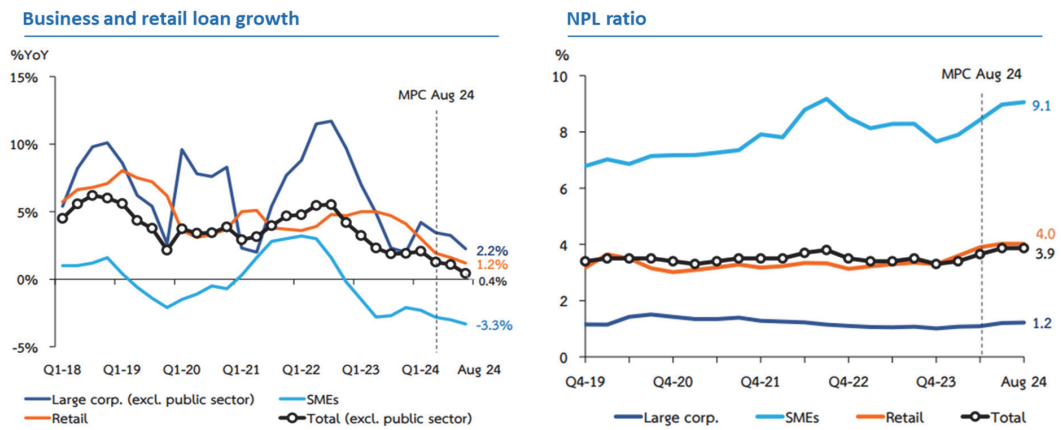
Policy interest rates and nominal neutral rates



Note: (1) Policy interest rate data includes 17 economies: Australia, Canada, China, Euro Area, Hong Kong, India, Indonesia, Japan, Malaysia, New Zealand, Philippines, South Korea, Switzerland, Taiwan, Thailand, United Kingdom, United States (as of 16 Oct 24) (2) Neutral rates of TH, US, UK, FR, GE, IN are proxied by natural rate of interest path in 2024 and long-term inflation forecast (5Y5Y) as of Oct 24; Neutral rates of PH, ID, MY are proxied by average of real interest rate since 2000, excluding the COVID-19 period (2020)

ที่มา: BIS, IMF WEO, Consensus Forecast, BSP'S BS Review 2018, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

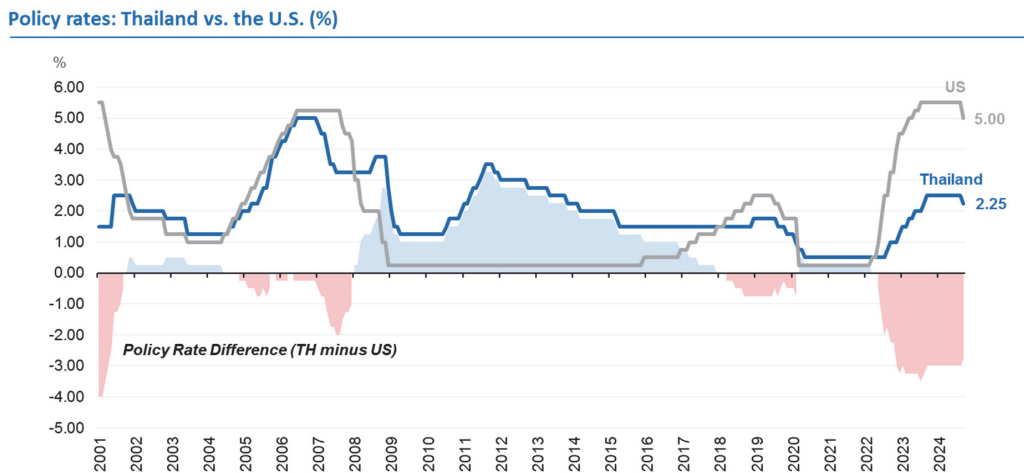
แผนที่ภาพ 65: สินเชื่อชะลอตัวลงทั้งในภาคธุรกิจและรายย่อย ด้านคุณภาพสินเชื่อค่อยๆดีขึ้นแต่เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น



Note: (1) Loan growth data cover loans from commercial banks and subsidiaries, SFIs, and non-bank under the supervision of the BOT
 (2) For loans from commercial banks and subsidiaries, business credit lines per bank (excluding interbank) as of Aug 2024 is used to categorize large corp. (credit line > 500 MB) and SMEs (credit line ≤ 500 MB). For SFIs and non-bank, OSMEP's criteria is used. (3) NPL ratio data cover loans from commercial banks and subsidiaries, SFIs, and non-bank under the supervision of the BOT

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

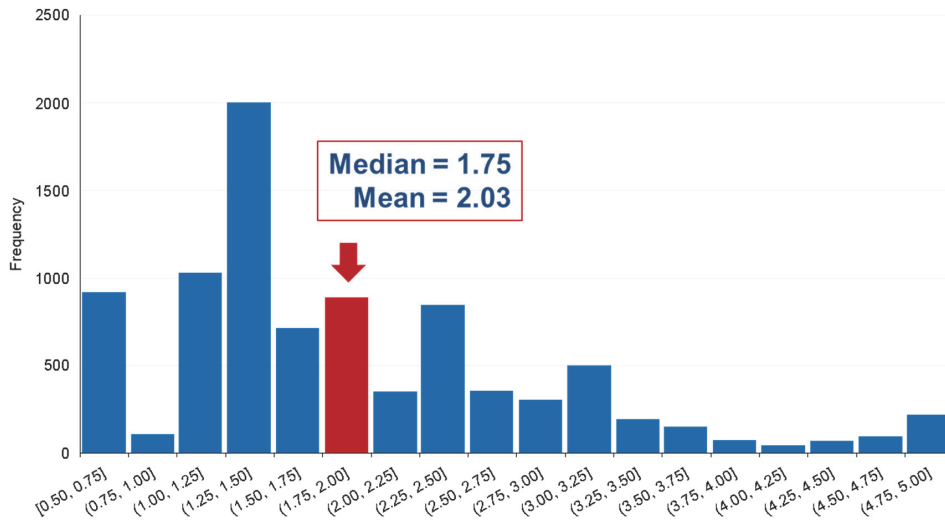
แผนที่ภาพ 66: ระยะห่างของอัตราดอกเบี้ยของนโยบายไทยและสหรัฐฯ เป็นอุปสรรคหนึ่งต่อการลดดอกเบี้ยของ กนง.



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

แผนที่ภาพ 67: เรามองอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยที่ระดับ 1.75% -2.00% เป็นจุดที่สมดุล

Frequency of BOT Policy Interest Rates



Note: Data from 23-May-2000 to 28-Oct-2024, Frequency = daily, No. of observations = 8,925
ที่มา: BoT, CEIC, 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 โลควิฑู
Economist
(66) 2633 6474
nichananl@tisco.co.th



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



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



ธนวัฒน์ ธนทีธกร
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 |
| | เซ็นทรัลเวสต์ 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 | พรอมานาด 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 | | | |