

TIPS

TISCO INVESTMENT PORTFOLIO STRATEGY



TISCO Economic Strategy Unit

เรามิมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดหุ้นโลก หลังการปรับฐานแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา และมองเป็นโอกาสในการเข้าลงทุนในหุ้นที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง ซึ่งปัจจุบันมี Valuation ที่น่าสนใจมากขึ้นหลัง Priced-in ปัจจัยด้านลบไปพอสมควรแล้ว

Valuation ของหุ้นญี่ปุ่นยังคงค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับคุณภาพที่พัฒนาขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform สะท้อนผ่านอัตราส่วนกำไรต่อสัดส่วนผู้ถือหุ้น (RoE) ที่ฟื้นตัวเข้าใกล้กับดัชนีหุ้นโลกมากขึ้น

สำหรับตราสารหนี้ แนะนำกระจายการลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY	03
GLOBAL INVESTMENT STRATEGY	04
• ตลาดหุ้น	07
• ตลาดตราสารหนี้.....	13
• ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์.....	18
GLOBAL ECONOMIC INSIGHT	26
• เศรษฐกิจสหรัฐฯ	27
• เศรษฐกิจยุโรป	34
• เศรษฐกิจจีน	39
• เศรษฐกิจญี่ปุ่น.....	44
• เศรษฐกิจไทย	49

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

เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดหุ้นโลก หลังการปรับฐานแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา นำโดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P 500) ที่ปรับลดลงจากจุดสูงสุดราว 10% นำโดยกลุ่ม Magnificent 7 ซึ่งเคยเป็นผู้นำในตลาดขาขึ้น แต่กลับกลายเป็นกลุ่มที่กดดันตลาดในรอบนี้ จากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณอ่อนแรง จนกระตุ้นให้เกิดมุมมองเกี่ยวกับความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจถดถอย ขณะเดียวกันสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้นยังเพิ่มความไม่แน่นอนให้กับตลาด อย่างไรก็ตามเรามองว่าการปรับตัวลงครั้งนี้เป็นเพียงการปรับฐานระยะสั้น (Price Correction) ไม่ใช่จุดเริ่มต้นของแนวโน้มขาจรระยะยาว และมองเป็นโอกาสในการเข้าลงทุนในหุ้นที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง ซึ่งปัจจุบันมี Valuation ที่น่าสนใจมากขึ้นหลัง Priced-in ปัจจัยด้านลบไปพอสมควรแล้ว

ในภาวะตลาดที่ยังคงเผชิญกับความผันผวน เรามองว่านี่เป็นโอกาสสำหรับการเข้าลงทุนในหุ้นที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง การปรับพอร์ตลงทุนในช่วงนี้ควรมุ่งเน้นไปที่กลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับประโยชน์จากการลดภาษีนิติบุคคล และมีรายได้หลักจากตลาดในประเทศ เพื่อลดความเสี่ยงจากสงครามการค้าและมาตรการตอบโต้ทางเศรษฐกิจจากประเทศคู่ค้า

หนึ่งในกลุ่มที่เรายังมองว่าน่าสนใจคือหุ้นสถาบันการเงินในสหรัฐฯ ซึ่งยังมีแนวโน้มเติบโตจากส่วนต่างอัตรดอกเบี้ย (Net Interest Margin) ที่ขยายตัว ตามทิศทางการลดดอกเบี้ยของ Fed อีกทั้งยังได้รับแรงสนับสนุนจากนโยบายลดกฎระเบียบในภาคการเงิน (Bank De-regulation) ซึ่งจะช่วยเพิ่มศักยภาพในการทำกำไรและลดต้นทุนของธนาคาร ทำให้หุ้นกลุ่มการเงินมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดีในระยะถัดไป นอกจากนี้ หุ้นกลุ่มพลังงานยังเป็นอีกหนึ่งอุตสาหกรรมที่มีโอกาสให้ผลตอบแทนที่ดี หลังราคาน้ำมันที่ปรับตัวลงมาก่อนข้างมากจากความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย สวนทางกับปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันที่ยังคงแข็งแกร่ง ทำให้เรามองราคาน้ำมันมีแนวโน้มฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ในระดับ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล

GLOBAL INVESTMENT STRATEGY



Key Recommendations

- เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดหุ้นโลก หลังการปรับฐานแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา และมองเป็นโอกาสในการเข้าลงทุนในหุ้นที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง ซึ่งปัจจุบันมี Valuation ที่น่าสนใจมากขึ้นหลัง Priced-in ปัจจัยด้านลบไปพอสมควรแล้ว
- Valuation ของหุ้นญี่ปุ่นยังคงค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับคุณภาพที่พัฒนาขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform สะท้อนผ่านอัตราส่วนกำไรต่อสัดส่วนผู้ถือหุ้น (RoE) ที่ฟื้นตัวเข้าใกล้กับดัชนีหุ้นโลกมากขึ้น
- สำหรับตราสารหนี้ แนะนำกระจายการลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง

Asset Allocation & Investment Themes

Asset Class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
ตลาดตราสารหนี้				
พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ	●	●		<ul style="list-style-type: none"> - เรามอง Fed จะลดดอกเบี้ย 2 ครั้ง (-50 bps) ในปีนี้ ต่ำกว่าตลาดในปัจจุบันที่คาดว่าจะลด 3 ครั้ง - เน้นลงทุนในพันธบัตรระยะสั้น ขณะที่พันธบัตรระยะยาวเข้าลงทุนเมื่อ Bond yield อยู่ที่ 4.5% ขึ้นไป - ปรับคำแนะนำ Underweight พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว
ตราสารหนี้โลก		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - Real yield ของพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีและฝรั่งเศสปรับเพิ่มขึ้นมาสูงสุดในรอบกว่า 15 ปีแล้ว - Overweight การลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง
หุ้นรายประเทศ				
ตลาดหุ้นสหรัฐฯ			●	<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงในช่วงต้นปี โดยเฉพาะจากการเร่งนำเข้าสินค้าก่อนการตั้งกำแพงภาษี แต่ความเสี่ยงเศรษฐกิจถดถอยยังต่ำ - ด้วยฐานสินทรัพย์ที่อยู่ในสกุลเงินดอลลาร์ (Dollar asset) มัก Outperform ดัชนีตลาดหุ้นในช่วงที่ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่า - คงคำแนะนำ Overweight โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและพลังงาน
ตลาดหุ้นเกิดใหม่ไม่รวมจีน	●			<ul style="list-style-type: none"> - เผชิญแรงกดดันจากแนวโน้มเงินดอลลาร์แข็งค่า ประกอบกับเป็นกลุ่มประเทศที่ค่อนข้างอ่อนไหวต่อความเสี่ยงสงครามการค้าทวีความรุนแรง - คงคำแนะนำ Underweight
ตลาดหุ้นจีน		●		<ul style="list-style-type: none"> - Upside ในระยะข้างหน้าค่อนข้างจำกัด จากความเสี่ยงเป็นเป้าหมายหลักของสงครามการค้า - คาดตลาด Price-in มาตรการกระตุ้นการบริโภค และแผนขาดดุลการคลังที่สูงขึ้นแล้ว - ได้รับอานิสงส์บวกจากกระแสการพัฒนาเทคโนโลยี AI อย่าง DeepSeek ซึ่งคาดว่าจะช่วยหนุน Sentiment ได้ระดับหนึ่ง - คงคำแนะนำ Neutral
ตลาดหุ้นญี่ปุ่น			●	<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ต่อเนื่องและแข็งแกร่งกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์เคยคาด พร้อมทั้งเงินเฟ้อทรงตัวอยู่ในระดับค่อนข้างสูง - มีปัจจัยบวกจากผลการเจรจาปรับขึ้นค่าจ้างที่สูงกว่า 5% ต่อเนื่องเป็นปีที่สอง ประกอบกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่สูงขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform - คงคำแนะนำ Overweight
ตลาดหุ้นยุโรป		●		<ul style="list-style-type: none"> - ECB คาดปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อเนื่อง ตามแนวโน้มความอ่อนแอของภาคเศรษฐกิจ - แนวโน้มสงครามรัสเซีย-ยูเครนส่อแววยืดเยื้อ แม้แรงสนับสนุนยูเครนจากสหรัฐฯ จะแผ่วลง ความไม่แน่นอนยังคงสูง - ตลาด Priced-in การปรับโครงสร้างงบประมาณการคลังครั้งใหญ่ของเยอรมนีไปมากแล้ว ขณะที่ประเทศอื่นในยุโรปไม่ได้มีทรัพยากรการคลังให้กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มได้อีกมาก - 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
Energy		●	●	<ul style="list-style-type: none"> - หุ่นกลุ่มพลังงานมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นเมื่อ Sentiment โดยรวมของตลาดกลับมาเป็น Risk-on อีกครั้ง - ได้รับผลประโยชน์จากราคาน้ำมันที่คาดว่าจะปรับสูงขึ้นด้วยแรงหนุนจากปัจจัยฤดูกาลช่วงกลางปี - ปรับคำแนะนำเป็น Overweight
Quality stocks		●		<ul style="list-style-type: none"> - หุ้น Quality มีสถานะการเงินแข็งแกร่ง มักจะ Outperform หุ้นกลุ่มอื่นเมื่อความผันผวนในตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น - คงคำแนะนำ Neutral
การลงทุนทางเลือก				
ทองคำ			●	<ul style="list-style-type: none"> - ราคาทองคำมีปัจจัยหนุนระยะกลาง-ยาวจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ และความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ - มี Downside จำกัด จากแนวโน้มการเก็บสะสมทองคำเพิ่มขึ้นของธนาคารกลางหลายแห่ง อาทิ จีน อินเดีย ตุรกี และไทย - ประกอบกับมาตรการทดลองของจีนที่อนุญาตให้บริษัทประกันขนาดใหญ่สามารถลงทุนในทองคำได้ ช่วยลดความผันผวนของราคาจากกระแสเงินของนักลงทุนสถาบัน - คงคำแนะนำ Overweight
น้ำมัน			●	<ul style="list-style-type: none"> - คาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ (WTI) ฟื้นตัวขึ้นไปเคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ในช่วงกลางปี - Downside ค่อนข้างจำกัด จากแนวโน้มการผลิตน้ำมันมีโอภาสเติบโตได้ช้า ซึ่งจะช่วยรักษาตลาดน้ำมันโลกในปี 2025 ให้อยู่ใกล้เคียงระดับสมดุล - คงคำแนะนำ Overweight

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

Past Performance

ASEAN	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Thailand SET	1,186	0.4%	1.3%	-4.1%	-15.0%	-18.9%	-15.3%	-14.2%
Philippines PCOMP	6,192	-0.9%	-1.8%	1.6%	-5.2%	-16.7%	-5.2%	-10.0%
Indonesia JCI	6,203	-1.9%	-4.1%	-8.1%	-12.2%	-20.2%	-12.4%	-15.6%
Singapore STI	3,945	-0.1%	2.2%	0.4%	4.6%	8.9%	4.1%	22.6%
Malaysia KLCI	1,507	0.1%	-0.3%	-4.9%	-6.0%	-9.8%	-8.2%	-2.3%
Asia	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
HK HSI	23,885	-2.2%	-1.1%	2.3%	18.8%	25.7%	19.1%	44.8%
China H HSCEI	8,848	-2.3%	-0.9%	2.7%	21.1%	31.8%	21.4%	53.7%
MSCI China	76	-2.3%	-2.5%	1.4%	16.7%	25.1%	17.7%	39.4%
China CSI300	3,935	-1.5%	-1.5%	-0.9%	-1.2%	17.4%	-0.0%	11.0%
Taiwan TWSE	22,107	-0.8%	-0.1%	-6.2%	-4.4%	-1.4%	-4.0%	9.3%
Korea KOSPI	2,632	0.2%	0.8%	-0.5%	7.8%	0.0%	9.7%	-4.2%
MSCI Korea	798	0.4%	2.0%	1.0%	9.7%	-0.6%	11.3%	-8.5%
India SENSEX	77,936	0.7%	5.1%	4.7%	-0.7%	-8.2%	-0.3%	7.0%
MSCI India	2,743	0.7%	4.5%	3.7%	-3.8%	-12.6%	-3.6%	5.4%
Developed Market	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Australia AS 200	7,937	0.2%	1.1%	-4.5%	-3.5%	-2.5%	-2.7%	2.1%
Japan TOPIX	2,791	0.3%	2.8%	2.0%	2.3%	5.0%	0.2%	-0.8%
Japan Nikkei 225	37,608	-0.2%	1.5%	-3.0%	-3.7%	-0.9%	-5.7%	-8.0%
Europe STOXX600	550	-0.6%	-0.2%	-0.7%	9.1%	5.8%	8.3%	7.9%
Euro STOXX50	5,424	-0.5%	-0.4%	-0.5%	11.7%	9.8%	10.8%	7.8%
US Dow Jones	41,985	0.1%	1.2%	-3.4%	-3.0%	-0.5%	-1.3%	6.4%
US S&P500	5,668	0.1%	0.5%	-5.3%	-6.2%	-1.1%	-3.6%	8.3%
MSCI US REITs	1,287	-1.4%	-0.6%	-4.1%	-2.1%	-9.1%	-1.5%	6.8%
J-REITs	1,709	0.3%	2.0%	1.6%	4.0%	-2.0%	3.4%	-6.0%
Europe	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
UK FTSE 100	8,647	-0.6%	-0.4%	-0.1%	6.3%	4.4%	5.8%	9.0%
Germany DAX	22,892	-0.5%	-1.1%	2.1%	15.3%	20.5%	15.0%	25.7%
France CAC 40	8,043	-0.6%	-0.4%	-0.6%	10.4%	5.8%	9.0%	-1.3%
Switzerland SMI	13,075	-0.2%	0.1%	0.9%	13.8%	8.5%	12.7%	12.2%
Portugal PSI 20	6,798	-0.9%	-0.8%	-0.3%	7.5%	0.5%	6.6%	9.1%
Spain IBEX 35	13,350	0.3%	1.5%	2.6%	16.4%	12.8%	15.1%	22.0%
Italy FTSE MIB	39,036	-0.4%	0.0%	1.5%	15.7%	15.2%	14.2%	13.7%
Latin America	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
Brazil BOVESPA	132,345	0.3%	2.6%	5.5%	9.6%	0.1%	10.0%	4.2%
Chile IPSA	7,586	0.1%	1.0%	3.8%	13.6%	17.6%	13.1%	16.4%
Mexico MEXBO	52,672	-0.8%	1.5%	-1.9%	6.8%	-1.8%	6.4%	-7.0%
Regional	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
MSCI Asia Pac ex Japan	589	-0.8%	0.0%	-1.5%	2.4%	-1.2%	3.4%	10.0%
MSCI Latin America	2,121	-0.4%	1.2%	3.4%	12.9%	-6.5%	14.5%	-15.5%
MSCI All Country World	842	-0.2%	-0.2%	-3.3%	-1.7%	-0.3%	0.1%	7.8%
Commodities	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
WTI Spot	68.49	0.0%	1.3%	-3.1%	-2.3%	-4.3%	-4.5%	-15.1%
Brent Spot	72.34	0.2%	1.8%	-3.3%	-1.7%	-3.8%	-3.1%	-15.3%
Brent-WTI Spread (USD/bbl)	3.85	0.14	0.36	-0.23	0.37	0.24	0.93	-0.95
Gold Spot	3022.76	-0.6%	0.8%	2.7%	15.5%	13.9%	15.2%	39.0%
Gold ETF Holdings (tonnes)	2709.01	0.2%	0.4%	2.2%	5.4%	4.6%	5.1%	5.8%
Bloomberg Agri Subindex	57.99	-0.5%	-0.8%	-4.0%	2.9%	0.7%	1.7%	-2.4%
Thai Bond index	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
ThaiBMA Govt Bond index	345.62	0.2%	0.5%	1.6%	1.7%	5.5%	2.0%	7.5%
ThaiBMA Govt Bond (1-3Y)	224.86	0.1%	0.2%	0.6%	0.9%	1.8%	1.0%	3.0%
ThaiBMA Govt Bond (3-7Y)	327.08	0.1%	0.4%	1.3%	1.6%	2.8%	1.6%	4.4%
ThaiBMA Govt Bond (7-10Y)	444.95	0.2%	0.7%	2.0%	2.0%	4.4%	2.3%	6.3%
ThaiBMA Govt Bond (<10Y)	277.76	0.1%	0.4%	1.1%	1.4%	2.7%	1.5%	4.2%
Thai Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
1Y	1.86	-1	-4	-20	-16	-40	-12	-38
2Y	1.77	-3	-8	-27	-23	-35	-25	-38
5Y	1.82	-2	-8	-28	-26	-36	-27	-43
10Y	2.04	-2	-8	-24	-22	-42	-26	-50
Spread 10Y-2Y	28	1	-0	3	1	-7	-1	-12
Foreign Bond Yields (bps)	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
US 10Y	4.28	1	-1	-12	-30	56	-28	9
Japan 10Y	1.55	1	3	12	46	73	44	80
UK 10Y	4.73	7	9	16	15	79	16	80
German 10Y	2.79	-1	-2	32	47	65	43	47
Spain 10Y	3.43	-2	-1	31	40	49	36	27
Italy 10Y	3.89	-3	-2	28	40	41	37	25
Others	Last	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y
VIX index	19.14	-0.1	-1.4	0.2	4.9	3.8	1.8	6.1
Dollar index	104.02	0.2%	0.6%	-2.4%	-3.9%	3.5%	-4.1%	-0.4%
USD/THB	33.88	0.6%	0.9%	1.1%	-0.7%	3.7%	-1.4%	-6.8%
EUR/USD	1.08	-0.2%	-0.7%	3.5%	4.3%	-2.9%	4.7%	0.0%
GBP/USD	1.29	-0.3%	-0.3%	2.4%	3.4%	-3.3%	3.4%	2.4%
USD/JPY	149.64	0.4%	0.4%	0.0%	-4.9%	4.3%	-4.9%	-1.2%
USD/CNY	7.25	0.0%	0.4%	0.1%	-0.6%	3.2%	-0.6%	0.6%
USD/CNH	7.26	0.0%	0.4%	0.1%	-0.7%	3.4%	-1.1%	0.1%

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

As of 3/24/2025

ตลาดหุ้น



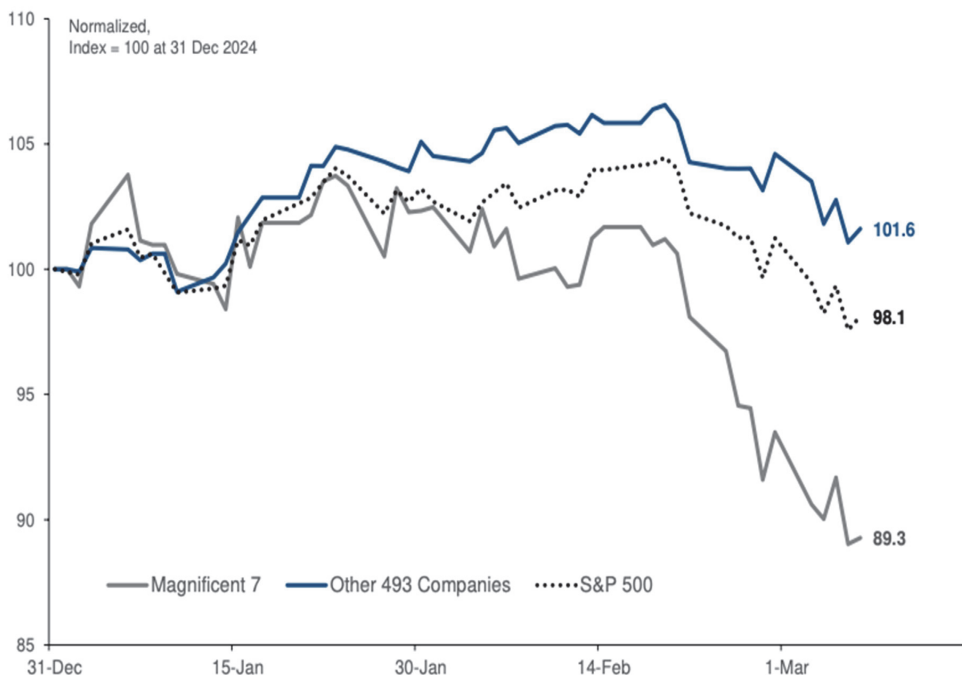
เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดหุ้นโลก หลังการปรับฐานแรงในช่วงเดือนที่ผ่านมา นำโดยตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P 500) ที่ปรับลดลงจากจุดสูงสุดราว 10% นำโดยกลุ่ม Magnificent 7 ซึ่งเคยเป็นผู้นำในตลาดขาขึ้น แต่กลับกลายเป็นกลุ่มที่กดดันตลาดในรอบนี้ จากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอแรง จนกระตุ้นให้เกิดมุมมองเกี่ยวกับความเสี่ยงของภาวะเศรษฐกิจถดถอย ขณะเดียวกัน สงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้นยังเพิ่มความไม่แน่นอนให้กับตลาด อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการปรับตัวลงครั้งนี้เป็นเพียงการปรับฐานระยะสั้น (Price Correction) ไม่ใช่จุดเริ่มต้นของแนวโน้มขาลงระยะยาว และมองเป็นโอกาสในการเข้าลงทุนในหุ้นที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง ซึ่งปัจจุบันมี Valuation ที่น่าสนใจมากขึ้นหลัง Priced-in ปัจจัยด้านลบไปพอสมควรแล้ว

Sentiment ตลาดหุ้นถูกกดดันเกินจริง หลังหุ้น Magnificent 7 พลิกนำตลาดลง

กลุ่มหุ้นเทคโนโลยีขนาดใหญ่ “Magnificent 7” ซึ่งมีรายได้จากต่างประเทศในสัดส่วนที่สูงและมี Valuation ค่อนข้างแพง กลายเป็นปัจจัยกดดันตลาดในปีนี้ หลังจากที่เคยเป็นผู้นำในช่วงขาขึ้นตลอดกว่าสองปีที่ผ่านมา โดยตั้งแต่ต้นปี หุ้นกลุ่มนี้ปรับลดลงกว่า -15% (ณ วันที่ 20 มี.ค.) ในขณะที่หุ้นอีก 493 บริษัทในดัชนี S&P 500 แทบไม่ได้ปรับลดลง สะท้อน Sector Rotation หรือการหมุนเวียนเงินทุนระหว่างอุตสาหกรรม สอดคล้องกับแนวโน้มที่เราคาดการณ์ไว้ใน TIPS ฉบับก่อนหน้า

การปรับตัวลงของหุ้นขนาดใหญ่ที่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน ส่งผลให้ Sentiment ตลาดโดยรวมถูกกดดันมากกว่าปกติ แม้ว่า Price Correction ซึ่งหมายถึงการปรับฐานลงราว -10% จากจุดสูงสุดก่อนหน้า จะเป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นเป็นประจำตามสถิติทุกประมาณสองปี อย่างไรก็ตาม ความกังวลที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณอ่อนแอแรง ทำให้ตลาดให้น้ำหนักกับความเสี่ยงของ ภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ที่อาจสูงขึ้น

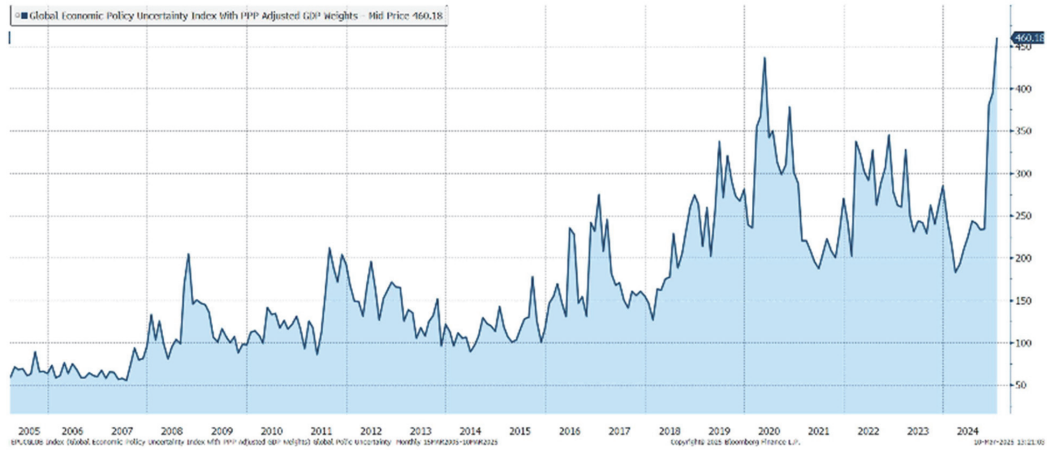
แผนภาพที่ 1: หุ้นกลุ่ม Magnificent 7 ปรับตัวลงแรงกว่าอีก 493 บริษัทในดัชนี S&P 500 อย่างมาก



Note: Latest data as of 10 March

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

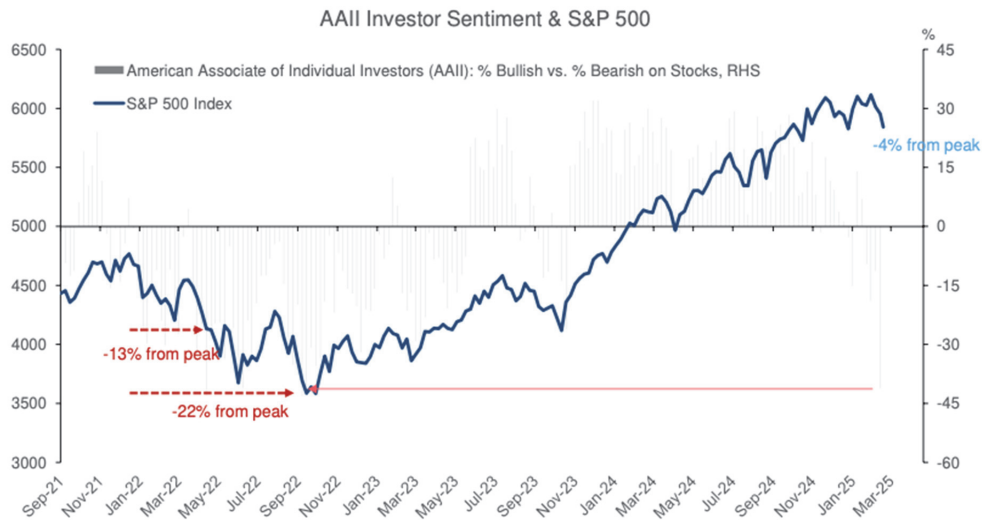
แผนภาพที่ 2: ดัชนีสะท้อนความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจโลกพุ่งสูงขึ้นจากความกังวลสงครามการค้า



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

แผนภาพที่ 3: Sentiment ของนักลงทุนรายย่อยเทียบกับช่วงปลายปี 2022 ที่ตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P500) ปรับลงจากจุดสูงสุดก่อนหน้ากว่า -22% แล้ว

The current risk-off sentiment is as strong as during the 2022 bear market, when the S&P 500 fell more than 22% within nine months of its peak



Note: The AAII survey result is updated weekly, latest data as of 5 March

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

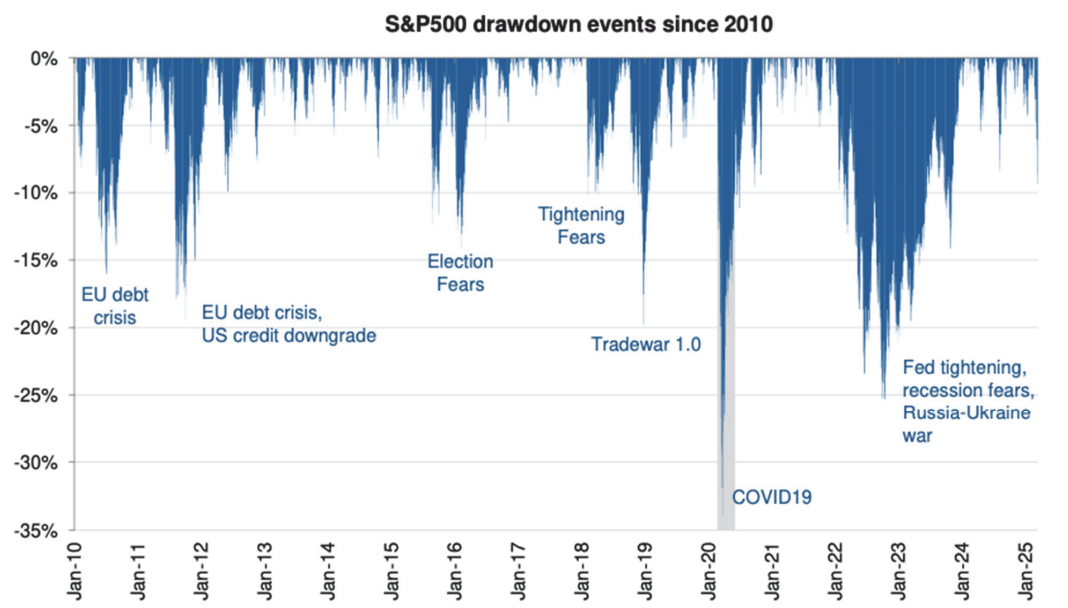
อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าการปรับฐานของตลาดหุ้นในรอบนี้ เป็นเพียงการปรับตัวระยะสั้น (Price Correction) ไม่ใช่การกลับตัวเป็นขาลงระยะยาว (Bear Market) เนื่องจากปัจจัยความเสถียรด้านต่ำค่อนข้างจำกัด ซึ่งประกอบด้วย

1. **เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังไม่ถึงจุดวิกฤต** แม้ไตรมาสแรกอาจเผชิญแรงกดดันจากการเร่งนำเข้าสินค้าก่อนมาตรการภาษีใหม่ ส่งผลให้ GDP ชะลอตัวลงชั่วคราว แต่การนำเข้าเหล่านี้คาดว่าจะลดลงในระยะถัดไป ซึ่งจะช่วยให้เศรษฐกิจฟื้นตัวในไตรมาสต่อ ๆ ไป ขณะเดียวกัน ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจหลักยังสะท้อนการขยายตัวต่อเนื่อง อาทิ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ของทั้งภาคการผลิตและบริการที่ยังยืนเหนือระดับ 50 จุด การจ้างงานที่เพิ่มขึ้นกว่า 200,000 ตำแหน่งต่อเดือน และยอดค้าปลีกที่ยังเติบโต
2. **สงครามการค้าแม้มีความรุนแรง แต่ผลกระทบยังจำกัด** แม้ว่าทรัมป์จะมีท่าทีแข็งกร้าวและประกาศขึ้นภาษีนำเข้า

กับหลายประเทศ แต่โดยรวมแล้วยังต่ำกว่าที่เคยหาเสียงไว้ (ภาษีนำเข้ากับจีนที่ 60% และกับประเทศอื่นที่ 10%) ยิ่งไปกว่านั้น การบังคับใช้จริงยังมีข้อยกเว้นมากมาย ดังเช่นในกรณีของเม็กซิโกและแคนาดา ที่มีการยกเว้นภาษีนำเข้าให้กับสินค้าภายใต้ข้อตกลง USMCA ซึ่งนับเป็นสัดส่วนใหญ่ของการค้าระหว่างทั้งสองประเทศ อย่างไรก็ตาม สงครามการค้ายังเป็นปัจจัยที่ต้องติดตามต่อเนื่อง โดยเฉพาะตั้งแต่วันที่ 2 เม.ย. ซึ่งเป็นกำหนดการที่รัฐบาลสหรัฐฯ ตั้งใจจะประกาศ Reciprocal Tariff (ภาษีตอบโต้)

มองไปข้างหน้า ตลาดหุ้นยังมีปัจจัยบวกจากนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของทรัมป์ อาทิ ความพยายามในการลดภาษีนิติบุคคลจาก 21% ในปัจจุบันเหลือ 15% หากทำได้จริง จะส่งผลบวกต่อกำไรของบริษัทจดทะเบียนสหรัฐฯ ราว 4% คาดว่าจะช่วยชดเชยผลกระทบเชิงลบจากกำแพงภาษีได้

แผนภาพที่ 4: การปรับตัวลงมากกว่า -15 ถึง -20% ในแต่ละครั้งของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ต้องถูกกดดันจากเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบเป็นวงกว้างและรุนแรงอย่างมาก อาทิ วิกฤตหนี้สาธารณะในยุโรป การลิดคควานช่วง Covid-19 หรือ Fed ที่ใช้นโยบายการเงินดิ่งตัวที่สุดในรอบกว่า 40 ปี



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

หุ้นการเงินสหรัฐฯ ยังมีปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง ขณะที่หุ้นกลุ่มพลังงานภาคมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นตามราคาน้ำมัน

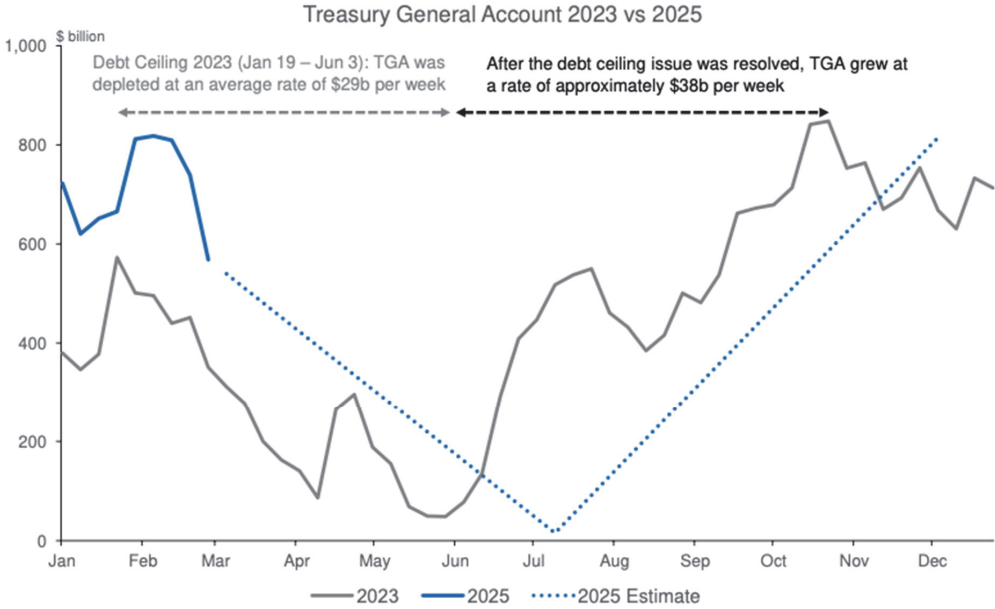
ในภาวะตลาดที่ยังคงเผชิญกับความผันผวน เรามองว่านี่เป็นโอกาสสำหรับการเข้าลงทุนในหุ้นที่มีพื้นฐานแข็งแกร่ง ซึ่งปัจจุบันมี Valuation น่าสนใจมากขึ้น หลังตลาดได้สะท้อน (Priced-in) ปัจจัยลบไปแล้วในระดับหนึ่ง การปรับพอร์ตลงทุนในช่วงนี้ควรมุ่งเน้นไปที่กลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับประโยชน์จากการลดภาษีนิติบุคคล และมีรายได้หลักจากตลาดในประเทศ เพื่อลดความเสี่ยงจากสงครามการค้าและมาตรการตอบโต้ทางเศรษฐกิจจากประเทศคู่ค้า

หนึ่งในกลุ่มที่เราอยากรองว่าน่าสนใจคือหุ้นสถาบันการเงินในสหรัฐฯ ซึ่งยังมีแนวโน้มเติบโตจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Net

Interest Margin) ที่ขยายตัว ตามทิศทางการลดดอกเบี้ยของ Fed อีกทั้งยังได้รับแรงสนับสนุนจากนโยบายลดกฎระเบียบในภาคการเงิน (Bank De-regulation) ซึ่งจะช่วยเพิ่มศักยภาพในการทำกำไรและลดต้นทุนของธนาคาร ทำให้หุ้นกลุ่มการเงินมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดีในระยะถัดไป

นอกจากนี้ หุ้นกลุ่มพลังงานยังเป็นอีกหนึ่งอุตสาหกรรมที่มีโอกาสให้ผลตอบแทนที่ดี หลังราคาน้ำมันที่ปรับตัวลงมาก่อนข้างมากจากความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจถดถอย สวนทางกับปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันที่ยังคงแข็งแกร่ง ทำให้เรามองราคาน้ำมันมีแนวโน้มฟื้นตัวกลับมาอย่างแข็งแกร่ง

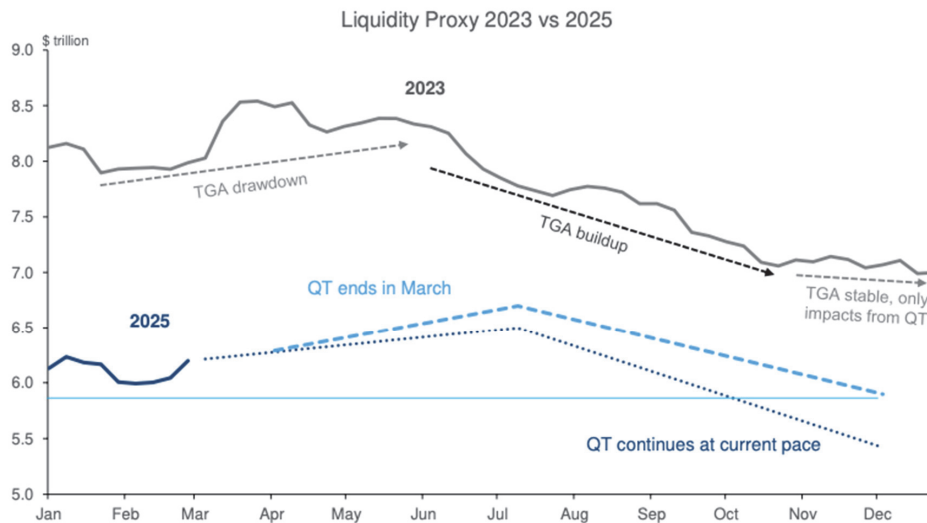
แผนภาพที่ 5: รัฐบาลสหรัฐฯ ที่กำลังเผชิญปัญหาเพดานหนี้ ต้องนำเงินเก็บสำรองในบัญชี TGA ออกมาใช้ ซึ่งจะเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้กับระบบการเงินไปจนถึงช่วงกลางปี คล้ายกับในปี 2023



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

แผนภาพที่ 6: Fed ที่ประกาศลดขนาดของมาตรการลดสภาพคล่อง (QT Taper) ในการประชุมในเดือน มี.ค. ตามที่เรคาด เป็นอีกปัจจัยที่จะช่วยลดแรงกดดันต่อสภาพคล่องในระยะถัดไป

Liquidity proxy saw slight improvement during the 2023 debt ceiling standoff, before the TGA's reverse trajectory added pressure to the ongoing QT



Note: Liquidity proxy = Fed Asset - TGA - RRP, the estimate assumes a stable RRP level (currently at \$0.1T, down from its peak of \$2.4T in Sep 2022)
ที่มา: Fred, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Valuation ของหุ้นญี่ปุ่นยังคงค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับคุณภาพที่พัฒนาขึ้นจากผลของมาตรการ Corporate Reform

ตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นมา รัฐบาลญี่ปุ่นร่วมกับตลาดหลักทรัพย์โตเกียว (TSE) ได้ผลักดันให้เกิดการปฏิรูปโครงสร้างองค์กร (Corporate Reform) อย่างต่อเนื่อง เพื่อยกระดับธรรมาภิบาลของบริษัทจดทะเบียนให้มีความโปร่งใสและมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยหนึ่งในมาตรการสำคัญคือการกระตุ้นให้บริษัทที่มีเงินสดสำรองส่วนเกินในปริมาณมาก นำเงินไปใช้ให้เกิดประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มการลงทุน หรือการซื้อหุ้นคืน (Shares Buyback)

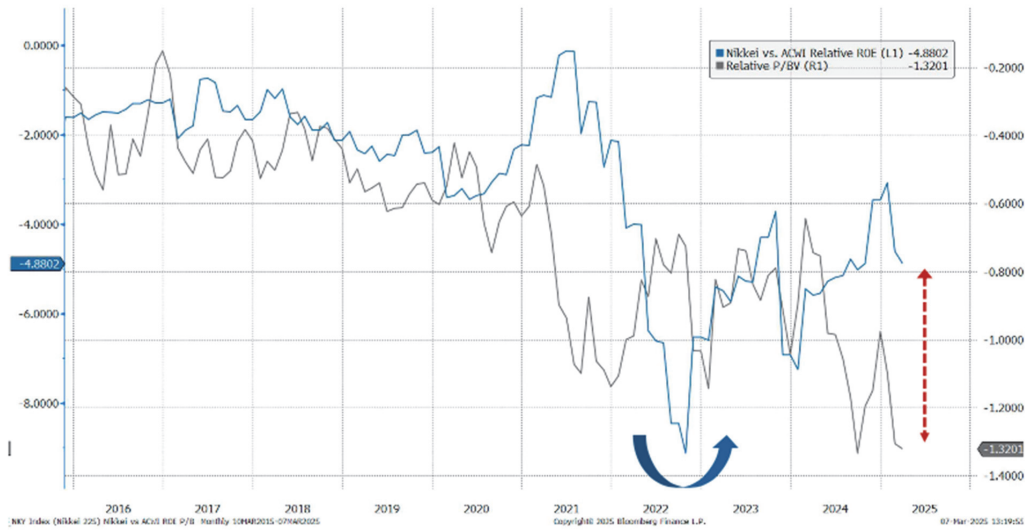
ผลจาก Corporate Reform ของบริษัทญี่ปุ่นเริ่มปรากฏให้เห็นผ่านการปรับตัวดีขึ้นของอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RoE) ของดัชนี Nikkei 225 ที่เคยต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของดัชนี

หุ้นโลก (MSCI ACWI) ถึง -8 ppt ในปี 2022 ปัจจุบันช่องว่างนี้ลดลงเหลือเพียง -4 ถึง -5 ppt

อย่างไรก็ดี แม้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทญี่ปุ่นจะมีแนวโน้มดีขึ้น ประกอบกับเศรษฐกิจและเงินเฟ้อที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง ทว่า Valuation ของตลาดหุ้นญี่ปุ่นยังปรับตัวขึ้นช้ากว่าตลาดหุ้นโลก โดยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ของ Nikkei 225 ยังคงต่ำกว่าดัชนี MSCI ACWI ถึง -1.3 เท่า สะท้อนว่าหุ้นญี่ปุ่นยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นได้อีก

ด้วย Valuation ที่ยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับหุ้นโลก บวกกับผลจากการปรับโครงสร้างองค์กรที่คาดว่าจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง และแนวโน้มเศรษฐกิจที่ได้รับความหนุนจากการปรับขึ้นค่าจ้างเป็นวงกว้าง ทำให้เรามองว่าหุ้นญี่ปุ่นมีแนวโน้ม Outperform ดัชนีหุ้นโลกได้ในระยะข้างหน้า 🍀

แผนภาพที่ 7: ราคาของหุ้นญี่ปุ่นเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี (P/BV) ยังคงค่อนข้างถูกเมื่อเทียบกับ RoE ที่พัฒนาขึ้นและเข้าใกล้ระดับของดัชนีหุ้นโลก (MSCI ACWI) มากขึ้น



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

ตลาดตราสารหนี้

เรายังคงมีมุมมองระยะยาวต่อการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว โดยเฉพาะในช่วงที่ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US 10-Year Treasury Bond Yield) ปรับลดลงมาค่อนข้างมากและสะท้อนการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) จะลดดอกเบี้ยถึง 3 ครั้งในปี 2025 ซึ่งมากกว่าที่เราคาดไว้ที่ 2 ครั้ง ทำให้มีความเป็นไปได้ที่ Bond yield จะฟื้นกลับขึ้นมาเคลื่อนไหวบริเวณ 4.5% หรือสูงกว่า เราจึงมองว่าจุดเข้าลงทุนที่เหมาะสมสำหรับพันธบัตรระยะยาวคือเมื่อ Bond yield อายุ 10 ปี อยู่ที่ 4.5% ขึ้นไป และสำหรับพันธบัตรระยะสั้นเมื่อ Bond yield อายุ 2 ปี อยู่ที่ประมาณ 4.0% ขึ้นไป ขณะเดียวกัน เรายังเน้นการกระจายการลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลดความเสี่ยงเฉพาะประเทศในภาวะที่นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลกยังมีความผันผวนสูง

เราคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยได้เพียง 2 ครั้ง (-50 bps) ในปี 2025 น้อยกว่าที่ตลาดมองในปัจจุบันที่ 3 ครั้ง

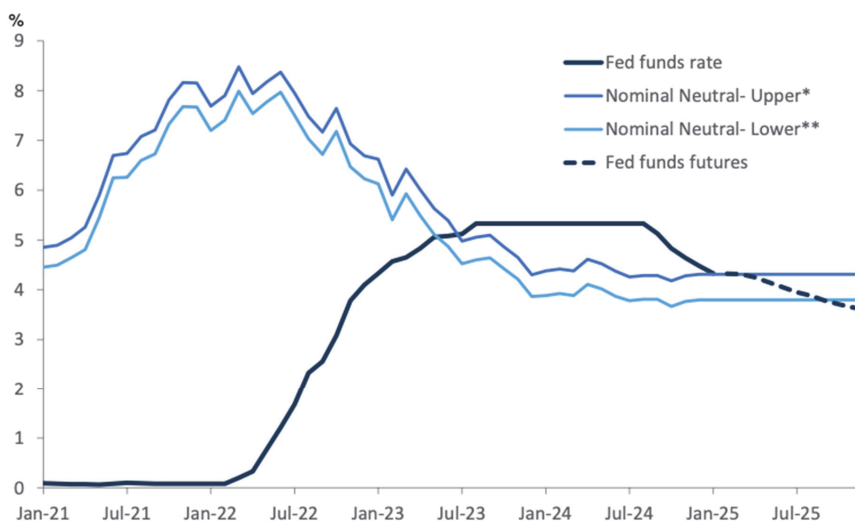
ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีปรับลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 4.2-4.3% จากแรงกดดันของภาวะ Risk-off sentiment ที่เกิดขึ้นในวงกว้างของตลาด ท่ามกลางการปรับฐานครั้งใหญ่ของตลาดหุ้นในรอบสองปีกว่า ตามแนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวในไตรมาส 1/2025 ประกอบกับความกังวลเกี่ยวกับประเด็นสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น ส่งผลให้มีเม็ดเงินบางส่วนไหลเข้าสู่สินทรัพย์ปลอดภัยอย่างพันธบัตรรัฐบาล

กระนั้น เรายังมองว่า Bond yield ในระดับปัจจุบันสะท้อนมุมมองที่ค่อนข้าง Dovish ของตลาดต่อแนวโน้มดอกเบี้ยมากเกินไป โดย Priced-in การลดดอกเบี้ยของ Fed ถึง 3 ครั้งในปี

นี้ ขณะที่เราคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยเพียง 2 ครั้งเท่านั้น แบ่งเป็นช่วงกลางปีและปลายปีอย่างละหนึ่งครั้ง ภายใต้สมมติฐานที่ว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้จะชะลอตัว แต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย

โดยปัจจัยสำคัญที่กดดันตัวเลข GDP ในไตรมาสแรกมาจากยอดการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นผิดปกตินั้น เรายังมองว่าเป็นผลจากการเร่งนำเข้าสินค้าเพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบจากภาษีนำเข้าที่กำลังมีผลบังคับใช้ จึงเป็นปัจจัยชั่วคราวมากกว่าจะสะท้อนสภาวะเศรษฐกิจในภาพรวม นอกจากนี้ เครื่องชี้วัดทางเศรษฐกิจหลักที่ National Bureau of Economic Research (NBER) ใช้ในการประเมินภาวะ Recession ยังไม่ส่งสัญญาณเตือนที่ชัดเจน ขณะที่ตลาดแรงงานก็ยังคงอยู่ในภาวะใกล้เคียงกับช่วงปกติก่อนเกิดโควิด ไม่ว่าจะเป็นจำนวนผู้ขอรับสวัสดิการว่างงาน การจ้างงานใหม่ และอัตราการว่างงาน

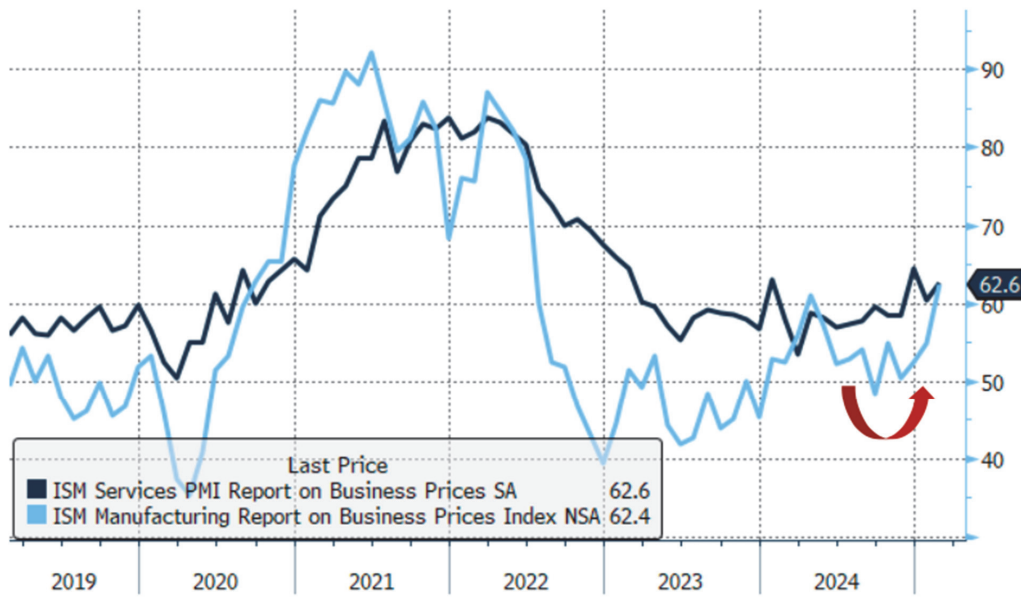
แผนภาพที่ 8: การปรับดอกเบี้ยลงอีก 3 ครั้งสู่ระดับ 3.50-3.75% จะทำให้อัตราดอกเบี้ยอยู่ต่ำกว่าค่าดอกเบี้ยที่เป็นกลาง (Neutral rate)



* NY Fed 1-year inflation expectation + LW estimate of r-star
 ** NY Fed 1-year inflation expectation + HLW estimate of r-star

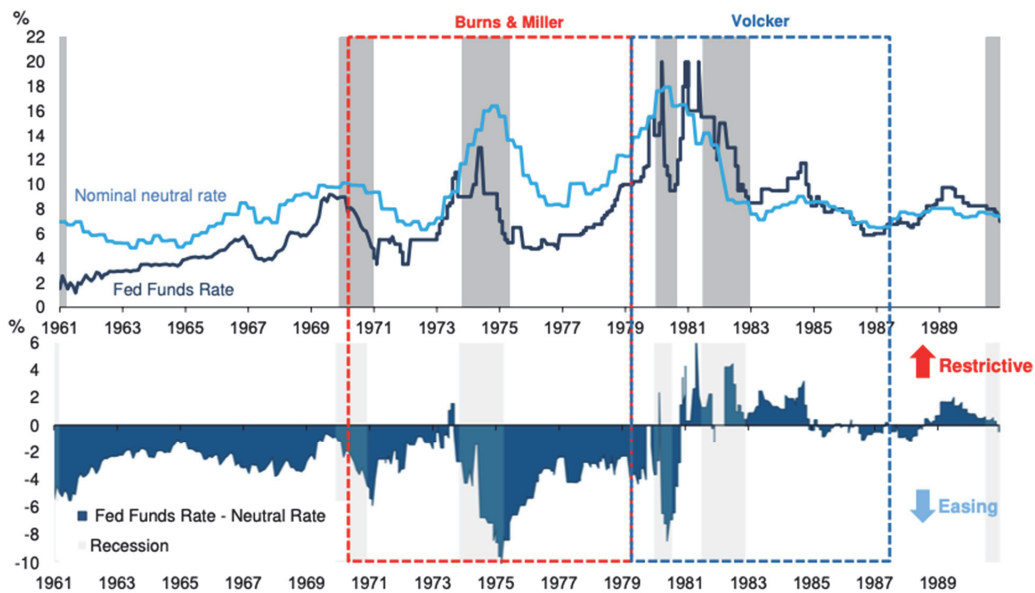
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 9: ซึ่งเรามองว่าด้วยแรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น Fed ไม่น่า Dovish จนผ่อนคลายนโยบายการเงินเร็วและมากเกินไป



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

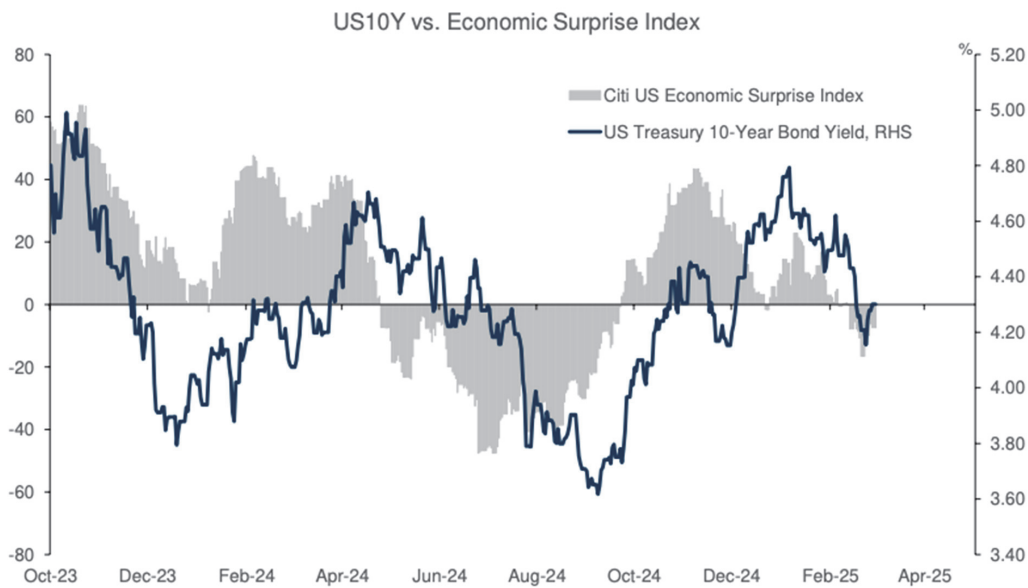
แผนภาพที่ 10: Fed มีบทเรียนในยุค 1970s ว่าการใช้นโยบายการเงินไม่ถึงตัวพ้อที่จะกดเงินเฟ้อ จะเป็นผลเสียต่อเศรษฐกิจมากกว่าในระยะยาว



*Estimated Nominal Neutral Rate calculated by using terminal expected Fed funds rate (for data 3Q20-2Q22), using natural rate of interest (r-star) from NY Fed and Richmond Fed plus 3-year inflation expectation from Cleveland Fed (for data between 1982 and 2Q20) and r-star plus CPI (for data prior to 1982)

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

แผนภาพที่ 11: Bond yield เริ่มทรงตัวหลังข้อมูลเศรษฐกิจที่ไม่ได้ต่ำกว่าคาดการณ์ (Negative surprise) มากเท่าในช่วงก่อนหน้านี้



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

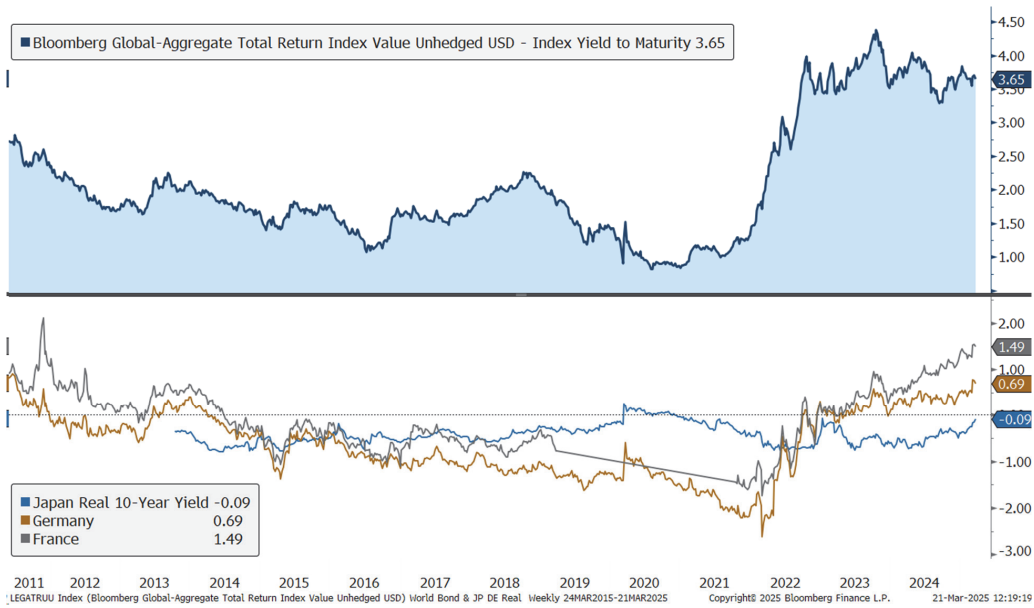
ตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เป็นอีกทางเลือกที่เหมาะสมในกลยุทธ์การลงทุน

เรายังคงมีมุมมองเป็นกลาง (Neutral) ต่อตราสารหนี้ระยะยาว และมองว่าเป็นเครื่องมือที่ช่วยป้องกันความเสี่ยง (Hedge) ที่เหมาะสมสำหรับพอร์ตการลงทุนโดยรวม โดยเราคงคำแนะนำให้ทยอยเข้าลงทุนในช่วงที่ Bond yield อยู่ในระดับที่ให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมเมื่อเทียบกับความเสี่ยง (Attractive risk-reward ratio) ซึ่งสำหรับตราสารหนี้ระยะสั้นคือเมื่อ Bond yield อายุ 2 ปี อยู่ที่ประมาณ 4.0% ขึ้นไป และตราสารหนี้ระยะยาวเมื่อ Bond yield อายุ 10 ปี อยู่ที่ 4.5% ขึ้นไป

ขณะเดียวกัน เรายังให้ความสำคัญกับการกระจายการลงทุนไปยังตราสารหนี้โลก (Global Fixed Income) เพื่อช่วยลด

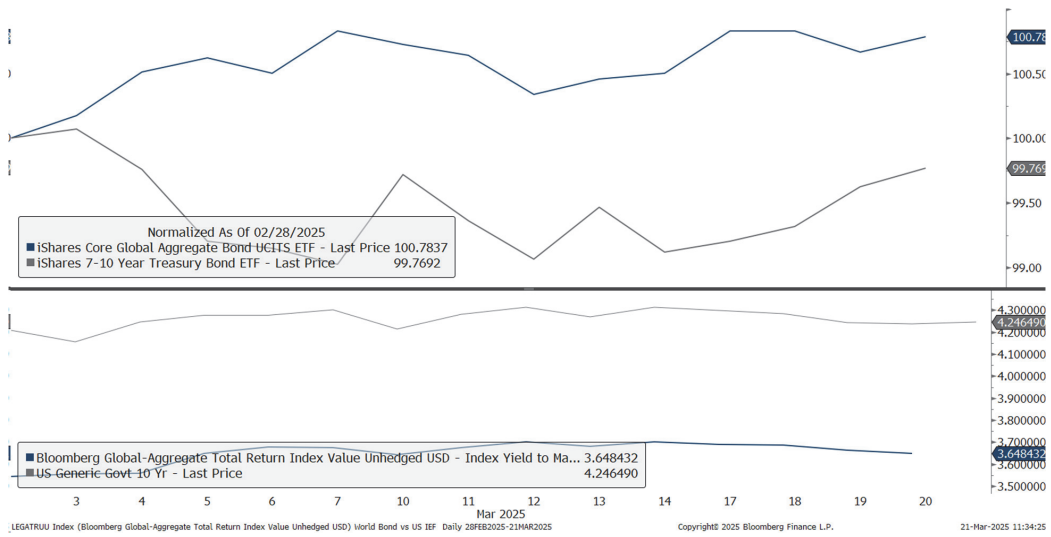
ความเสี่ยงจากปัจจัยเฉพาะในแต่ละประเทศ ซึ่งมีแนวโน้มนโยบายเศรษฐกิจที่ผันผวนสูง โดยเฉพาะในประเทศขนาดใหญ่ สำหรับดัชนี Bloomberg Global Aggregate Bond ซึ่งมีการกระจายการลงทุนหลักในสหรัฐฯ (ราว 40%) จีน (10%) ญี่ปุ่น (10%) ฝรั่งเศส (5%) และเยอรมนี (4%) ปัจจุบันมีระดับผลตอบแทน (Yield) ที่น่าสนใจมากขึ้น จากการที่ Real yield ของพันธบัตรรัฐบาลฝรั่งเศสและเยอรมนีปรับขึ้นแตะระดับสูงสุดในรอบกว่า 15 ปี ขณะที่ญี่ปุ่นก็มี Real yield ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนเกือบไม่ติดลบแล้ว แม้ยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก แต่คาดว่าในระยะข้างหน้าจะมีขอบเขตจำกัด เราจึงแนะนำให้นักลงทุนพิจารณาการลงทุนในตราสารหนี้โลกที่มีการกระจายความเสี่ยงอย่างเหมาะสม ซึ่งเริ่มเห็นการ Outperformed พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ สอดคล้องกับที่เราเคยวิเคราะห์ไว้

แผนภาพที่ 12: Real yield (ภาพล่าง) ของพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนีและฝรั่งเศส เพิ่มขึ้นมาสูงสุดในรอบราว 15 ปีแล้ว ขณะที่ Real yield ของญี่ปุ่นก็เพิ่มขึ้นมาใกล้เคียงลบ



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

แผนภาพที่ 13: ตราสารหนี้โลก Outperformed ตราสารหนี้ระยะยาวของสหรัฐฯ ในเดือน มี.ค. (ภาพบน)



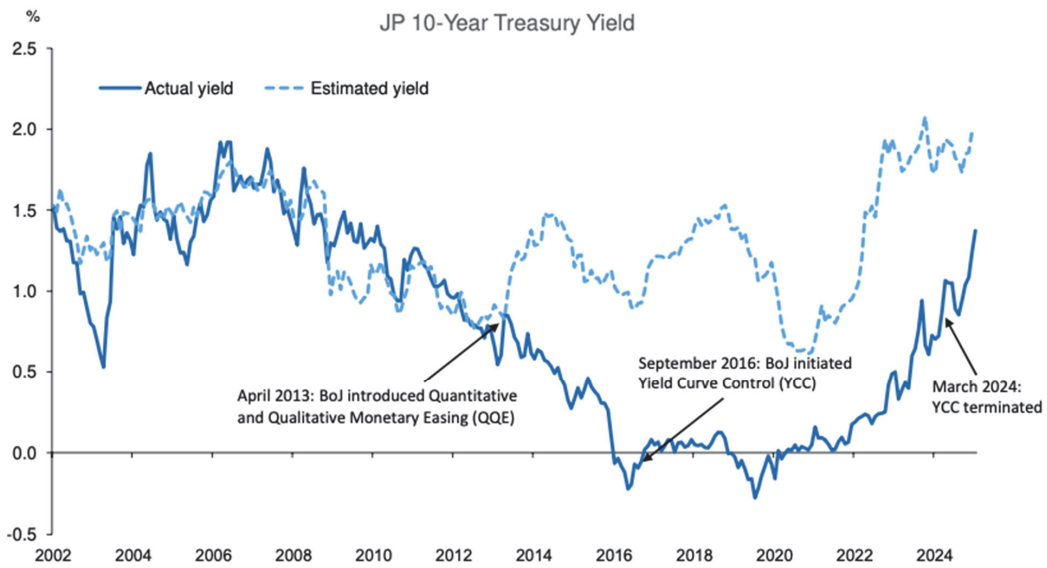
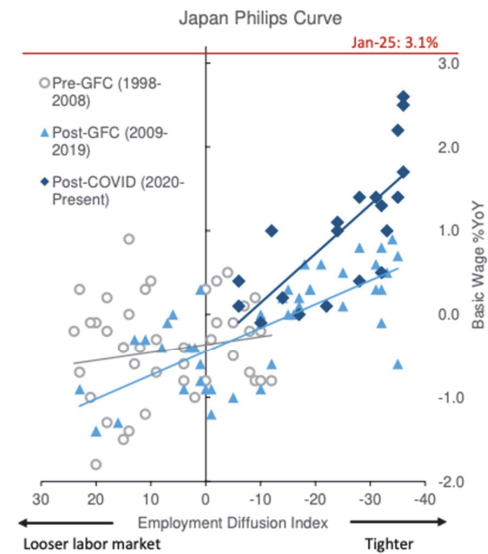
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 14: ตลาดแรงงานที่ตึงตัวขึ้นในญี่ปุ่นแม้จะสร้างแรงกดดันเพิ่มเติมต่อเงินเฟ้อและแนวโน้มนโยบายการเงินของ BoJ (ภาพบน) แต่เราคาดว่า Bond yield ของญี่ปุ่นปรับเพิ่มสูงขึ้นมาพอสมควรแล้ว และเหลือความเสี่ยงด้านสูงอีกไม่มาก (ภาพล่าง)

Japan experiencing a rise in job switchers



A steeper Phillips Curve post-COVID suggests a mindset shift among Japanese workers, adding to wage pressure



Note: The model incorporates Japan's labor market conditions, inflation, and US10Y yield into its calculation
ที่มา: Japan government statistics, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์

เรามองว่าราคาทองคำยังมีปัจจัยหนุน อาทิ นโยบายการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ที่เป็นนโยบายหลักของประธานาธิบดี โดนัลด์ ทรัมป์ จะเป็นส่วนเร่งอัตราเงินเฟ้อขึ้น ซึ่งทองคำเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีคุณสมบัติป้องกันเงินเฟ้อ (Hedge) มักจะปรับตัวขึ้นสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งขึ้น ด้านตลาดน้ำมัน เรามองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) จะฟื้นกลับมาเคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล โดยมองว่าการปรับตัวลงในรอบที่ผ่านมาถูก กดดันจาก Sentiment เชิงลบในตลาดการเงินเป็นหลัก มากกว่า การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐาน โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดหุ้น และ Bond yield ปรับลดลงพร้อมกัน สะท้อนภาวะ Risk-off ที่เพิ่มขึ้นในวงกว้าง และส่งผลให้ราคาน้ำมัน Priced-in ปัจจัยลบไปค่อนข้างมากแล้ว

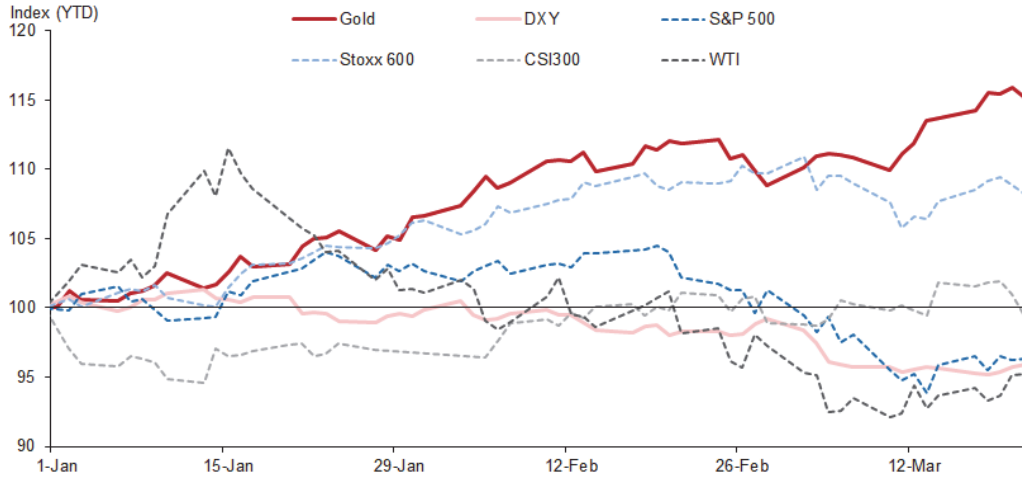
ทองคำ

เรายังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนในทองคำเมื่อเกิดการปรับฐาน เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนโดยเฉพาะจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่ตึงเครียดมากขึ้นและความกังวลต่อเศรษฐกิจที่อาจชะลอตัว

ราคาทองคำในช่วงเดือน มี.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นทำระดับสูงสุดใหม่ได้อย่างต่อเนื่อง (All time high) ที่ระดับ 3,040 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อออนซ์ จากปัจจัยสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น ซึ่งสร้างความกังวลไปสู่แนวโน้มเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่อาจชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (DXY) ในเดือน มี.ค. ปรับตัวลดลงไปสู่ระดับ 104 จุด จาก 107 จุด เดือนก่อน ซึ่งเป็นอีกปัจจัยหนุนราคาทองคำ ขณะเดียวกัน อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่เดือน ก.พ. ที่ผ่านมา สะท้อนผ่านปริมาณการถือครองทองคำสุทธิผ่านกองทุน ETF (“Physically-backed gold exchange-traded funds: gold ETFs”) ซึ่งได้เข้าถือครองทองคำเพิ่มขึ้นราว 100 ตัน ในช่วงเดือน ก.พ. และเพิ่มการถือครองอีกถึง 73 ตัน ข้อมูลสิ้นสุดสัปดาห์ ณ วันที่ 21 มี.ค. ซึ่งสูงกว่าปี 2024 เป็นอย่างมาก ที่เฉลี่ยลดการถือครองลงราว -0.5 ตัน ต่อเดือน เป็นอย่างมาก

สำหรับแนวโน้มในระยะกลางถึงยาว เรามองว่าราคาทองคำยังมีปัจจัยหนุน อาทิ นโยบายการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้า (Tariffs) ที่เป็นนโยบายหลักของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ จะเป็นส่วนเร่งอัตราเงินเฟ้อขึ้น ซึ่งทองคำเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีคุณสมบัติป้องกันเงินเฟ้อ (Hedge) มักจะปรับตัวขึ้นสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อที่เร่งขึ้น ประกอบกับเศรษฐกิจที่หากชะลอตัวลง และกดดันแนวโน้มกำไรของบริษัทจดทะเบียน การลงทุนในทองคำยังสามารถช่วยกระจายความเสี่ยงจากสินทรัพย์อื่นๆ ได้ ขณะที่ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risks) ที่แม้สงครามรัสเซีย-ยูเครนจะมีความคืบหน้าในการเจรจายุติสงคราม แต่ความขัดแย้งระหว่างจีน-ไต้หวัน และสถานการณ์ในตะวันออกกลางที่มีความไม่แน่นอนสูง อีกทั้งภาวะหนี้สาธารณะที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะยาว ซึ่งหนุนการเข้าถือสินทรัพย์ปลอดภัย โดยสรุป เรายังคงแนะนำทยอยเข้าลงทุนในทองคำเมื่อเกิดการปรับฐาน เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนโดยเฉพาะจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่ตึงเครียดมากขึ้นและความกังวลต่อเศรษฐกิจที่อาจชะลอตัว

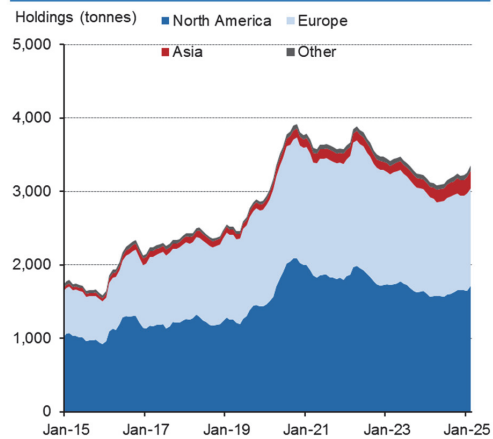
แผนที่ภาพ 15: ทองคำเป็นหนึ่งในสินทรัพย์หลักที่ให้ผลตอบแทนสูงที่สุดตั้งแต่เข้าสู่ปี 2025



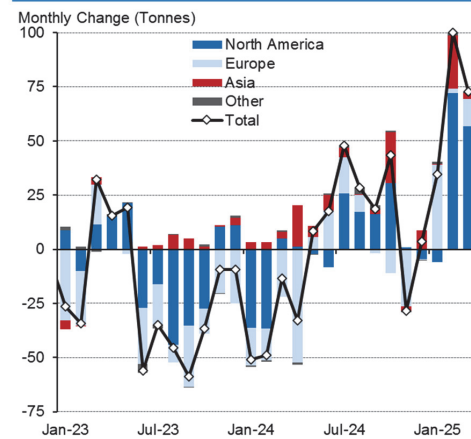
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนที่ภาพ 16: อุปสงค์ทองคำเพื่อการลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยนับตั้งแต่เข้าช่วงเดือน ก.พ. 2025

Total-known gold ETFs holdings by region



Monthly gold ETF flows by region (MTD ending 24-Mar)



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

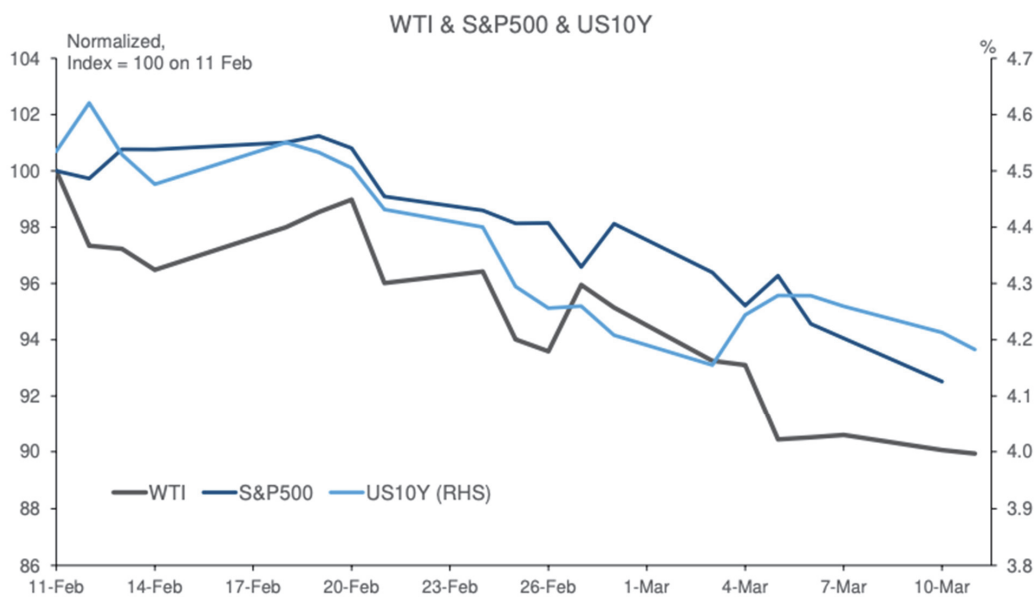
น้ำมัน

เรามองราคาน้ำมันดิบ West Texas Intermediate Crude Oil (WTI) จะฟื้นตัวกลับมาเคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล โดยมองว่าการปรับตัวลงในรอบที่ผ่านมาถูกกดดันจาก Sentiment ซึ่งลบในตลาดการเงินเป็นหลัก มากกว่าการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐาน โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดหุ้นและ Bond yield ปรับลดลงพร้อมกัน สะท้อนภาวะ Risk-off ที่เพิ่มขึ้นในวงกว้าง และส่งผลให้ราคาน้ำมัน Priced-in ปัจจัยลบไปค่อนข้างมากแล้ว อย่างไรก็ตาม เมื่อแรงกดดันจากตลาดการเงินเริ่มคลี่คลาย ประกอบกับแรงหนุนตามฤดูกาลของตลาดน้ำมันในช่วงไตรมาส 2 ที่อุปสงค์มีกักฟื้นตัว รวมถึงการผลิตจาก OPEC+ ที่เราคาดว่าจะทยอยเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และยังคงอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลก จึงไม่น่าก่อให้เกิดภาวะน้ำมันล้นตลาดอย่างที่ตลาดกังวลในช่วงก่อนหน้านี้

ราคาน้ำมันปรับลดลงติดต่อกัน 7 สัปดาห์โดยไม่มีการเปลี่ยนแปลงด้านปัจจัยพื้นฐานอย่างมีนัย สะท้อนราคาที่ Priced-in ปัจจัยลบไปมากแล้ว

ราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเวลากว่า 7 สัปดาห์ติดต่อกัน ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน ม.ค. ถึงต้นเดือน มี.ค. โดยลดลงจากระดับใกล้เคียง 80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล สู่จุดต่ำสุดที่ประมาณ 66 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล การปรับตัวลงต่อเนื่องในลักษณะนี้ถือเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นไม่บ่อยในรอบกว่า 20 ปีที่ผ่านมา โดยนับเป็นเพียงครั้งที่ 7 เท่านั้นที่ราคาน้ำมันลดลงติดต่อกัน 7 สัปดาห์หรือมากกว่า ซึ่งก่อนหน้านี้เคยเกิดขึ้นในช่วงเดือน ต.ค. 2023 (นับจากสัปดาห์แรกที่ราคาเริ่มปรับลง), ต.ค. 2018, ก.ค. 2018, ก.ค. 2015 (ที่ราคาตกลงติดต่อกัน 8 สัปดาห์), พ.ย. 2014 และ ต.ค. 2014

แผนภาพที่ 17: ตลาดหุ้นและ Bond yield ปรับลดลงพร้อมกับราคาน้ำมันดิบ สะท้อนภาวะ Risk-off ที่เพิ่มขึ้นในวงกว้าง



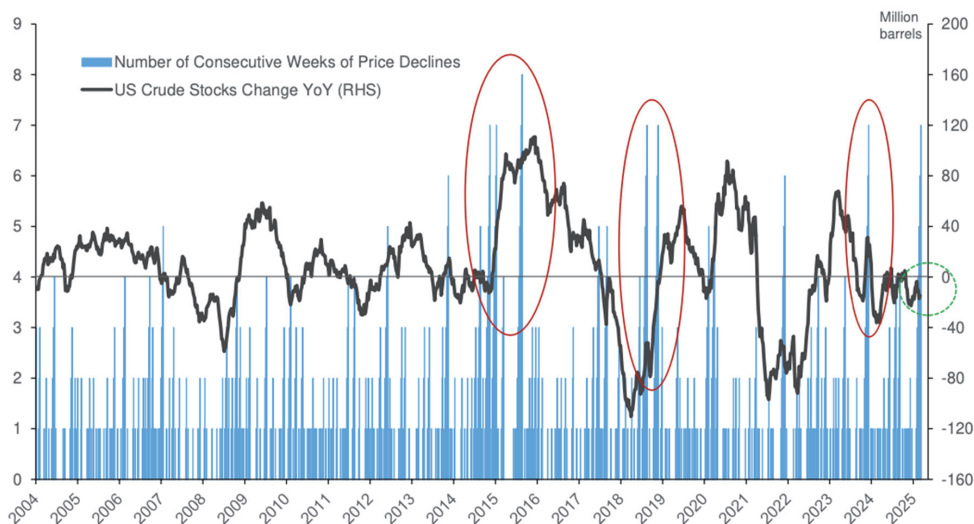
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี การปรับตัวลงในรอบนี้มีความแตกต่างจากครั้งก่อน ๆ ที่มักจะเกิดร่วมกับสัญญาณการอ่อนตัวของปัจจัยพื้นฐาน เช่น การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของคลังน้ำมันดิบติดไปจากรูปแบบปกติตามฤดูกาล (Seasonal pattern) อย่างมาก แต่ในครั้งนี้นี้ระดับคลังน้ำมันของสหรัฐฯ ยังคงอยู่ในภาวะค่อนข้างตึงตัว โดยต่ำกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนราว 15 ล้านบาร์เรล และยังไม่มีสัญญาณการเพิ่มขึ้นผิดปกติ สะท้อนว่าปัจจัยพื้นฐานของตลาดน้ำมันโดยรวมยังไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

เราจึงประเมินว่าการปรับตัวลงของราคาน้ำมันในรอบนี้น่าจะเกิดจากแรงกดดันด้าน Sentiment เชิงลบจากตลาดการเงินเป็นหลัก โดยเฉพาะในช่วงที่ตลาดหุ้นและ Bond yield ปรับลดลงพร้อมกัน สะท้อนภาวะ Risk-off ที่เพิ่มขึ้นในวงกว้าง ทั้งนี้ เมื่อแรงกดดันดังกล่าวเริ่มคลี่คลาย ประกอบกับแรงหนุนตามฤดูกาลของตลาดน้ำมันในช่วงไตรมาส 2 เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI จะกลับมาเคลื่อนไหวในกรอบ 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรลอีกครั้งในระยะข้างหน้า

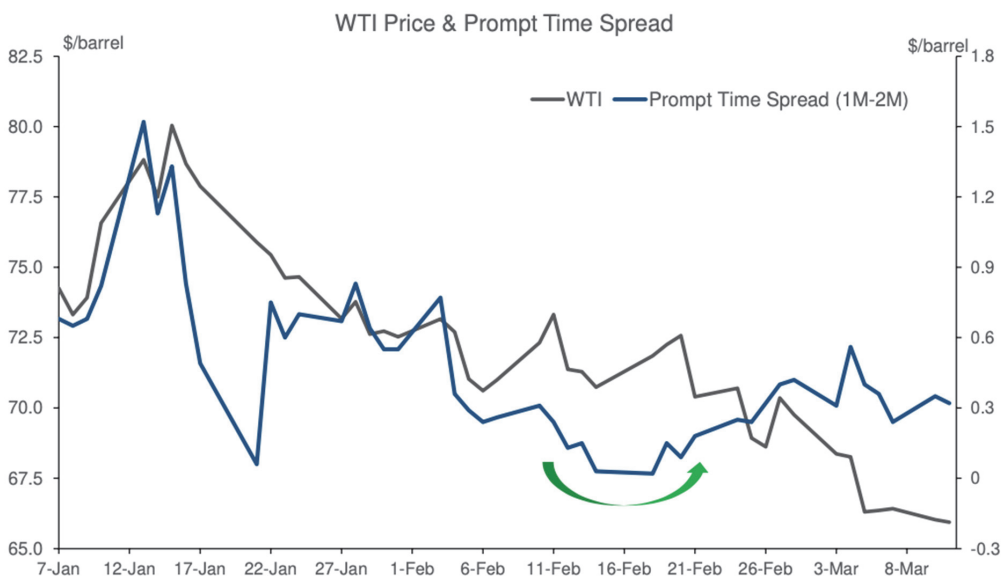
แผนภาพที่ 18: ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเวลากว่า 7 สัปดาห์ติดต่อกัน ตั้งแต่ช่วงกลางเดือนม.ค. ถึงต้นเดือน มี.ค. แม้ระดับคลังน้ำมันดิบไม่ได้ปรับเพิ่มขึ้นผิดปกติ

We just witnessed seven consecutive weeks of oil price declines without evidence of a supply glut— unprecedented in the past 20 years



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

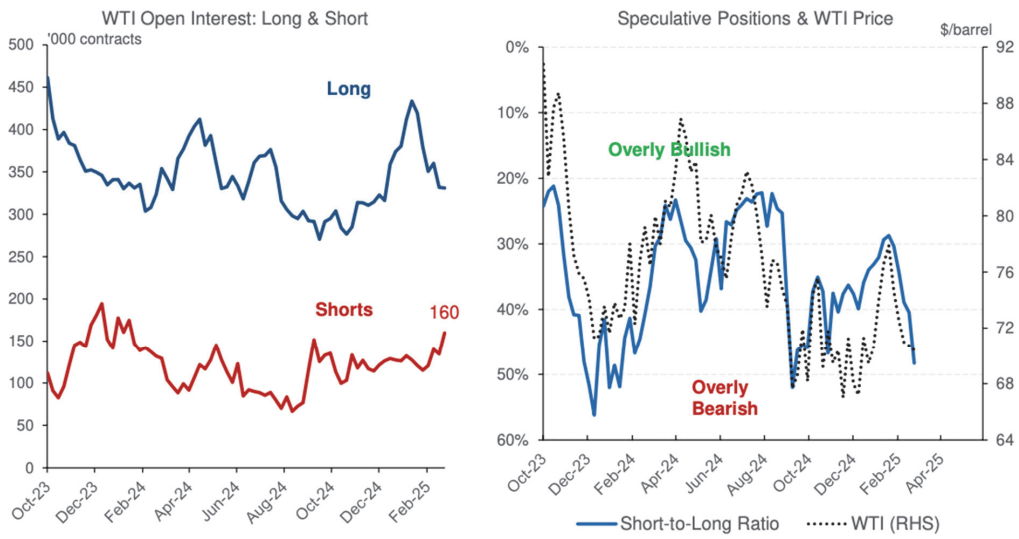
แผนภาพที่ 19: Time spread (เส้นสีน้ำเงิน) ซึ่งสะท้อนความตึงตัวในตลาดน้ำมันจริง (Physical market) มีความชันมากขึ้นสวนทางกับราคาของสัญญาระยะสั้น



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

แผนภาพที่ 20: จำนวนสถานะ Short สัญญาน้ำมันเพิ่มสูงขึ้นมาก สะท้อน Sentiment ของตลาดที่เป็นลบอย่างมากแล้ว มักเป็นจุดที่เกิดการกลับตัวของราคา

The 'short-to-long' ratio is approaching 50%, a level that typically precedes a reversal in the price trend



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

คาดการณ์การผลิตจาก OPEC+ ที่จะทยอยเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป และยังคงอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลก

หลังจากที่ประเทศสมาชิก OPEC+ ประกาศแผนทยอยเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันดิบตั้งแต่วันที่ 1 เมษายน 2025 จนถึง กันยายน 2026 หรือในช่วงกว่า 18 เดือนข้างหน้า รวมปริมาณตามข่าวสูงถึง 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ความเคลื่อนไหวนี้สร้างความกังวลให้กับตลาดว่าราคาน้ำมันอาจเผชิญแรงกดดันจากภาวะอุปทานล้นตลาด อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการตัดสินใจของ OPEC+ ในครั้งนี้ไม่ได้สะท้อนความอ่อนแอของตลาด แต่เป็นการอาศัยจังหวะที่ภาวะตลาดน้ำมันจริง (Physical market) ยังคงแข็งแกร่ง สะท้อนผ่านโครงสร้างราคาที่ยังอยู่ในภาวะ Backwardation และ Time spread ที่ยังคงค่อนข้างชัน ประกอบกับระดับคลังน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ รวมถึงปัจจัยฤดูกาลที่อุปสงค์น้ำมันมักเพิ่มขึ้นในช่วงกลางปี ทำให้เราคาดว่า OPEC+ ต้องการใช้จังหวะนี้ในการกลับมาเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดและลดกำลังการผลิตส่วนเกินซึ่งจะเป็นปัจจัยหนุนราคาในระยะกลาง-ยาว

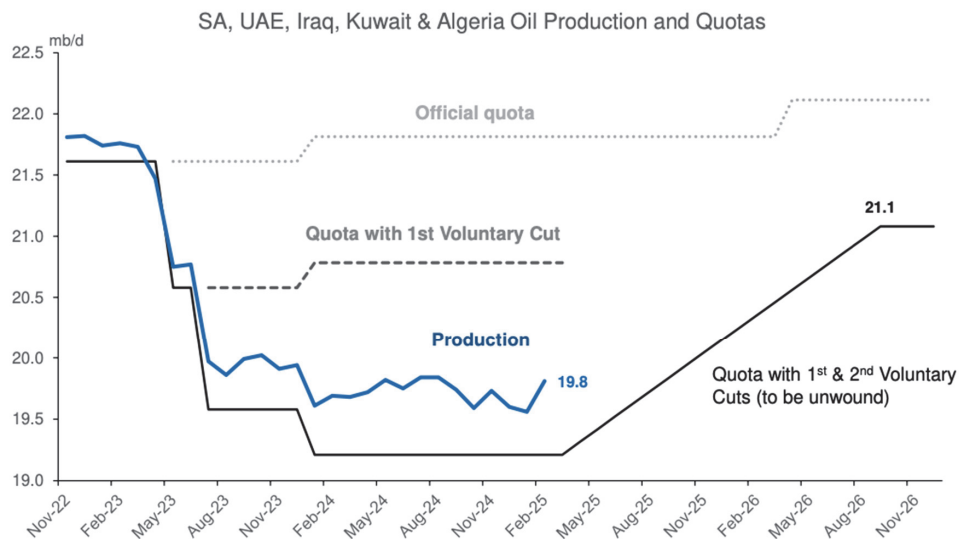
ทั้งนี้ แม้แผนการเพิ่มการผลิตจะมีกรอบเวลาชัดเจนและตัวเลขที่ดูสูง แต่ในทางปฏิบัติเราเชื่อว่าการเพิ่มกำลังการผลิตจะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป และต่ำกว่าตัวเลขตามข่าวอย่างมี

นัย ส่วนหนึ่งเนื่องจากความซับซ้อนของระบบโควตาในกลุ่ม OPEC+ ซึ่งปัจจุบันมีถึง 3 ระดับ ได้แก่ โควตาทางการ (Official Quota), โควตาที่รวมการลดโดยสมัครใจครั้งที่ 1 และครั้งที่ 2 (1st & 2nd Voluntary Cuts) โดยการผ่อนคลายที่จะเกิดขึ้นเป็นการทยอยยกเลิกส่วนลดโดยสมัครใจครั้งที่ 2 ซึ่งประเทศสมาชิกที่เข้าร่วมและส่งผลกระทบต่อระดับการผลิตโดยรวมอย่างมีนัย ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ อิรัก คูเวต แอลจีเรีย และรัสเซีย

ข้อมูลการผลิตล่าสุดในเดือน ก.พ. ของประเทศเหล่านี้ต่ำกว่าระดับโควตาที่รวมเพียงการลดโดยสมัครใจครั้งที่ 1 ราว -1.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน ทำให้เราคาดว่าแม้จะทยอยเพิ่มการผลิตตามแผนโดยไม่มีการหยุดเว้นช่วง ปริมาณที่เพิ่มขึ้นจริงตลอดปี 2025 ก็น่าจะอยู่ที่ราว +0.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งยังต่ำกว่าคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกที่อยู่ในช่วง 1.0-1.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน นอกจากนี้ เราเชื่อว่า OPEC+ จะเพิ่มการผลิตเฉพาะในช่วงไตรมาส 2-3 ก่อนหยุดชั่วคราวช่วงปลายปีที่อุปสงค์เริ่มชะลอซึ่งทำให้ปริมาณที่เพิ่มขึ้นจริงอาจต่ำกว่าตัวเลขข้างต้น และไม่เป็นปัจจัยกดดันให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลงจากระดับปัจจุบันอย่างมีนัยสำคัญ

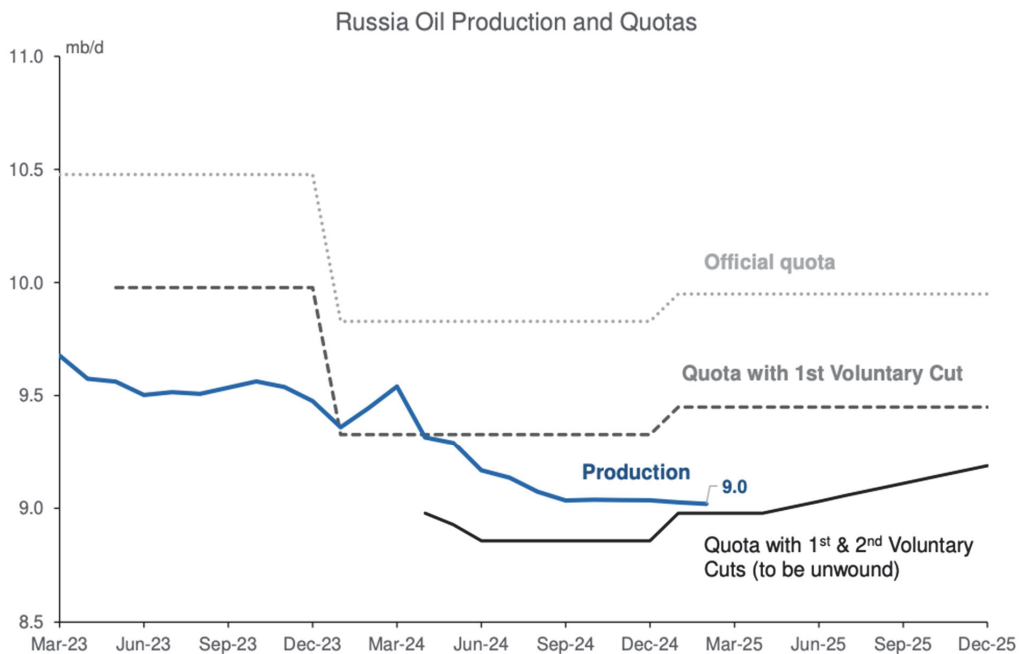
แผนภาพที่ 21: การผลิตน้ำมันของซาอุดีอาระเบีย สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ อิรัก คูเวต และแอลจีเรียรวมกัน คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก 1.2-1.3 ล้านบาร์เรลในอีก 18 เดือนข้างหน้า แบ่งออกเป็นการเพิ่มขึ้นในปี 2025 และ 2026 ปีละกึ่งหนึ่ง

Saudi Arabia, UAE, Iraq, Kuwait, and Algeria together are expected to produce approximately 1.3 mb/d more over the next 18 months in a full unwinding scenario, translating to an increase of less than 0.1 mb/d per month



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

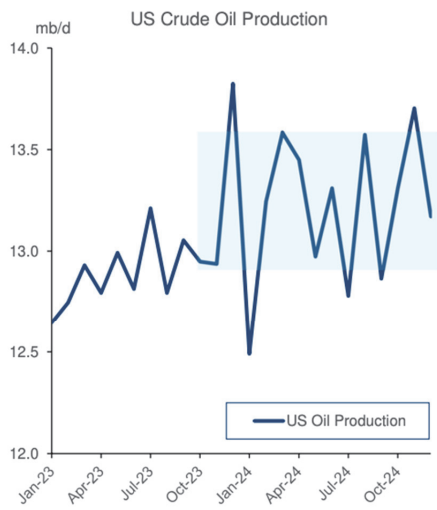
แผนภาพที่ 22: ขณะที่รัสเซียซึ่งทยอยลดการผลิตมาจนอยู่ในระดับเท่ากับที่เคยประกาศไว้ คาดจะทยอยเพิ่มการผลิตเพิ่มขึ้นได้ราว 0.4-0.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในอีก 18 เดือนข้างหน้า



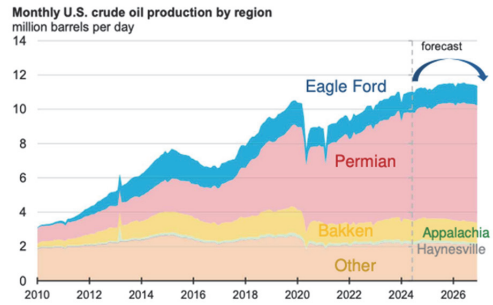
ที่มา: Bloomberg, Rystad, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 23: การผลิตน้ำมัน Shale oil ของสหรัฐฯ เติบโตช้าลงอย่างเห็นได้ชัด และคาดใกล้เติบโตถึงระดับสูงสุดแล้ว ทำให้อุปทานน้ำมันโลกในระยะยาวอยู่ในแนวโน้มตึงตัว

US crude output has remained largely flat since late 2023



EIA forecasts US shale production to peak not later than 2026



Note: The US oil production data includes EIA's adjustment factor

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



GLOBAL ECONOMIC INSIGHTS

- เครื่องชี้เศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้จะส่งสัญญาณชะลอตัวลง แต่โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังมีไม่มาก โดยตัวเลขเศรษฐกิจส่วนใหญ่ที่รายงานออกมาต่ำกว่าคาดการณ์ของนักเศรษฐศาสตร์มักเป็นการตอบแบบสอบถาม (Soft Indicators) อาทิ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและผู้ประกอบการที่ปรับตัวลดลงแรง เป็นต้น โดยหากพิจารณาเครื่องชี้ที่มีความสอดคล้องกับวัฏจักรเศรษฐกิจตามนิยามของหน่วยงาน NBER อาทิ ด้านการจ้างงาน, รายได้, การใช้จ่ายและการผลิตยังไม่สอดคล้องกับการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 4.25-4.50% ในการประชุมวันที่ 18-19 มี.ค. ตามที่เราและตลาดคาด โดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราการว่างงานขึ้นสำหรับปี 2025F และปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจลงสำหรับปี 2025F, 2026F และ 2027F พร้อมกับระบุว่าความไม่แน่นอนสำหรับแนวโน้มเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าปรับเพิ่มขึ้น (“Uncertainty around the economic outlook has increased.”) ขณะที่ส่งสัญญาณผ่าน Dot Plot ถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 50bps (ลดอีกเพียง 2 ครั้ง) ในปี 2025F ตามเดิม
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนโดยรวมยังไม่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อรวม (Composite PMI) เดือน ก.พ. ที่ทรงตัวที่ระดับ 50.2 จุด โดยกิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนหลักให้กับเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอลง ส่วนกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แม้อัตราการเติบโตในอัตราที่น้อยลงก็ตาม ด้านนโยบายการคลัง หลายประเทศในยุโรปมีแนวโน้มจะดำเนินนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายขึ้นในระยะข้างหน้า โดยหลักเพื่อเพิ่มขีดความสามารถด้านความมั่นคงทางการทหาร ซึ่งคณะกรรมการยุโรป (European Commission) เสนอแผนการเพิ่มงบประมาณด้านกลโสมแบบสมัครใจของประเทศสมาชิกขึ้นราว 1.5% ของ GDP หรือเทียบเคียงได้กับเม็ดเงินประมาณ 6.5 แสนล้านยูโร นอกเหนือจากมาตรการของคณะกรรมการยุโรป รัฐสภาของประเทศเยอรมนีได้มีการผ่อนคลายกฎหมายที่เข้มงวดในด้านงบประมาณแผ่นดินที่มีให้ภาครัฐใช้จ่ายเกินตัวและขาดดุลทางการคลังมากขึ้น เพื่อเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลโสมและกระตุ้นเศรษฐกิจ หลังว่าที่รัฐมนตรีคนถัดไปของเยอรมนี นาย Friedrich Merz ได้กล่าวในช่วงต้นเดือน มี.ค. ว่ายุโรปจำเป็นต้องเพิ่มขีดความสามารถในการป้องกันประเทศ เนื่องจากสหรัฐฯ มีการเปลี่ยนแปลงจุดยืนและท่าทีซึ่งนำไปสู่การลดการสนับสนุนยุโรปรวมไปถึงยุคลง
- ผลการประชุม Two sessions ในช่วงต้นเดือนมีนาคมที่ผ่านมา เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ โดยรัฐบาลจีนยังคงตั้งเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth target) ไว้ที่ราว 5% พร้อมทั้งปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (Fiscal deficit) ขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 30 ปี โดยในปีนี้ ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลทุกประเภทปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และรัฐบาลกลางได้เข้ามารับภาระการกู้ยืมแทนรัฐบาลท้องถิ่นมากขึ้น สะท้อนถึงความมุ่งมั่นของทางการจีนในการใช้งบประมาณดังกล่าวเพื่อดูแลเศรษฐกิจในประเทศท่ามกลางแรงกดดันจากสงครามการค้าของทางสหรัฐฯ ดังนั้น นโยบายการคลังจะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนเศรษฐกิจจีนมากขึ้นในปี
- สหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่น (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ได้กำหนดเป้าหมายการขอขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยที่ระดับ 6.09% ในปีนี้ ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 32 ปี โดยทาง RENGO ได้ประกาศผลเบื้องต้นสำหรับผลการเจรจาครั้งแรกที่ระดับ 5.46% สูงกว่าผลเบื้องต้นสำหรับการเจรจาครั้งแรกของปี 2024 โดยค่าครองชีพในญี่ปุ่นที่เพิ่มขึ้นมาก ประกอบกับภาวะตลาดแรงงานที่ตึงตัว และสหภาพแรงงานที่เริ่มกลับมาให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ของแรงงาน ซึ่งต่างจากสมัยก่อนที่ให้น้ำหนักกับความมั่นคงของตำแหน่งงาน ส่งผลให้ผู้ประกอบการปรับขึ้นค่าจ้างในระดับสูง ทั้งนี้ แม้ว่าการปรับขึ้นค่าจ้างของภาคธุรกิจขนาดใหญ่จะอยู่ในระดับสูง แต่ยังคงติดตามการปรับขึ้นค่าจ้างของภาคธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่อาจมีข้อจำกัดมากกว่าของภาคธุรกิจขนาดใหญ่ แต่ด้วยสถานการณ์ในตลาดแรงงานที่มีความตึงตัวสูง ประกอบกับแรงงานมีอำนาจในการต่อรองมากขึ้น ส่งผลให้แนวโน้มการเติบโตของค่าจ้างในปีนี้อาจจะยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจากปีที่ผ่านมา และเป็นปัจจัยสนับสนุนการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) โดยเรคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป ราวทุก 6 เดือน โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปมีแนวโน้มเกิดขึ้นในช่วงกลางปีนี้สู่ระดับ 0.75% นอกจากนี้ ยังต้องติดตามความเสี่ยงจากการปรับขึ้นภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ที่อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ของญี่ปุ่น และถือเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่อาจกระทบต่อแนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในระยะต่อไป
- เราปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปีนี้อาจอยู่ที่ 2.8% จากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัวได้ราว 3.0% โดยหลักจากความเสี่ยงของสงครามการค้าที่มีความชัดเจนมากขึ้น โดยเฉพาะการที่สหรัฐฯ ประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับประเทศจีน ส่งผลให้คาดว่าจะมีสินค้าจากจีนล้นทะลักเข้ามายังภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งมีการกีดกันทางการค้าในระดับที่ต่ำ ขณะเดียวกัน เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยยังเผชิญความเสี่ยงด้านค่าเพิ่มเติมนโยบายการตั้งกำแพงภาษีแบบโต้กลับ (Reciprocal Tariff) ที่สหรัฐฯ อาจบังคับใช้ในวันที่ 2 เมษายนนี้ และประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่มีความเสี่ยงที่จะพลาดเป้า หลังการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนล่าช้ากว่าที่ประเมิน ส่วนหนึ่งจากความกังวลด้านความปลอดภัย สำหรับมุมมองนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ด้านนโยบายการเงินเรามองว่าคง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.00% ตลอดทั้งปี 2025F แต่หาก 1. ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม โดยเฉพาะในหมวดยานยนต์ เคมีภัณฑ์ และสิ่งทอยังคงปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และ/หรือ 2. ไม่พบสัญญาณของการฟื้นตัวของยอดการปล่อยสินเชื่อใหม่ในระบบ แม้ว่าภาวะการเงินโดยรวมจะผ่อนคลายลงจากเดิมก็ตาม ผนวกกับ 3. ภาวะเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงมากกว่าที่คาด โดยเฉพาะจากการที่ความรุนแรงของสงครามการค้า (Reciprocal Tariff) บังคับเหล่านี้มีโอกาสส่งผลกระทบต่อ. พิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมจากระดับปัจจุบันสู่ระดับ 1.50-1.75% ได้

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

เครื่องชี้เศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้จะส่งสัญญาณชะลอตัวลง แต่โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังมีไม่มาก โดยตัวเลขเศรษฐกิจส่วนใหญ่ที่รายงานออกมาต่ำกว่าคาดการณ์ของนักเศรษฐศาสตร์มักเป็นการตอบแบบสอบถาม (Soft Indicators) อาทิ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและผู้ประกอบการที่ปรับตัวลดลงแรง เป็นต้น โดยหากพิจารณาเครื่องชี้ที่มีความสอดคล้องกับวัฏจักรเศรษฐกิจตามนิยามของหน่วยงาน NBER อาทิ ด้านการจ้างงาน, รายได้, การใช้จ่ายและการผลิตยังไม่สอดคล้องกับการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 4.25-4.50% ในการประชุมวันที่ 18-19 มิ.ย. ตามที่เรากล่าวและตลาดคาด โดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราว่างงานขึ้นสำหรับปี 2025F และปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจลงสำหรับปี 2025F, 2026F และ 2027F พร้อมกับระบุว่าความไม่แน่นอนสำหรับแนวโน้มเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าปรับเพิ่มขึ้น (“Uncertainty around the economic outlook has increased.”) ขณะที่ส่งสัญญาณผ่าน Dot Plot ถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 50bps (ลดอีกเพียง 2 ครั้ง) ในปี 2025F ตามเดิม

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลง แต่โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังมีไม่มาก เรามองว่าควรจับตาการประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าแบบตอบโต้ (Reciprocal Tariffs) ในวันที่ 2 เม.ย. อย่างใกล้ชิด

ตั้งแต่เข้าสู่เดือน ก.พ. 2025 เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวลง ส่งผลให้ดัชนีความแตกต่างระหว่างตัวเลขเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและตัวเลขคาดการณ์ (Economic Surprise Index) ปรับตัวเข้าสู่เกณฑ์ติดลบ ซึ่งบ่งชี้ว่าตัวเลขส่วนใหญ่ที่รายงานออกมามีค่าต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ขณะเดียวกัน Fed สาขา Atlanta ได้มีการปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1/2025 ผ่านโมเดล “GDPNow forecasting model” อ้างอิงข้อมูล ณ วันที่ 21 มี.ค. 2025 ลงเป็น -1.8% QoQ, saar นอกจากนี้ จากเครื่องชี้เศรษฐกิจที่เริ่มอ่อนตัวลง ประกอบกับสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้นอย่างรวดเร็วและขยายวงกว้าง ส่งผลให้นักเศรษฐศาสตร์ปรับความน่าจะเป็นที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วง 12 เดือนข้างหน้าขึ้นเป็น 25% จาก 20% ในครั้งก่อน อ้างอิงแบบสอบถามของ Bloomberg

สำหรับการปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจโดย Fed สาขา Atlanta ส่วนใหญ่เป็นผลจากเครื่องชี้ด้านการค้าเป็นสำคัญ โดยยอดส่งออกสินค้า (Goods Exports) เดือน ม.ค. ขยายตัวเพียง 1.5% YoY ขณะที่ยอดนำเข้าสินค้า (Goods Imports) ขยายตัวสูงถึง 26.1% ส่งผลให้สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าสูงเป็นประวัติการณ์ที่ระดับ 1.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. 1.2 แสนล้านในเดือน ธ.ค. 2024) โดยการนำเข้าที่ปรับเพิ่มขึ้นสูงเป็นผลจากทั้ง 1) การเร่งนำเข้าทองคำ และ 2) การเร่งนำเข้าเพื่อรับมือกับสงครามการค้าที่ทวีความรุนแรงขึ้น (Front-loading)

ทั้งนี้ หากพิจารณาเครื่องชี้ที่มีความสอดคล้องกับวัฏจักรเศรษฐกิจ อ้างอิงจากหน่วยงาน “National Bureau of Economic

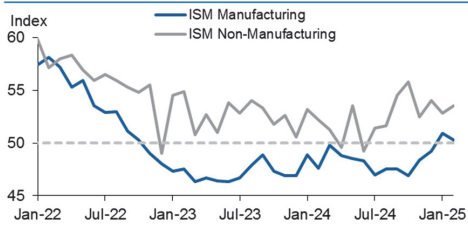
Research: NBER” หรือหน่วยงานที่ระบุช่วงเวลาที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย โดยการจ้างงานนอกภาคเกษตรยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่อง ส่วนรายได้ส่วนบุคคลที่แท้จริงเมื่อหักเงินเฟ้อ ยังปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่องเช่นเดียวกัน ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรมทยอยฟื้นตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ขณะที่การใช้จ่ายผู้บริโภคสะท้อนผ่านยอดค้าปลีกฟื้นตัวขึ้นได้เล็กน้อยในเดือน ก.พ. ซึ่งสะท้อนว่าตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญ ทั้งในด้านการจ้างงาน, รายได้, การใช้จ่ายและการผลิตยังไม่สอดคล้องกับการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยตามนิยามของหน่วยงาน NBER

โดยสรุป แม้เครื่องชี้เศรษฐกิจจะส่งสัญญาณชะลอตัวลง แต่โอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังมีไม่มาก โดยตัวเลขเศรษฐกิจส่วนใหญ่ที่รายงานออกมาต่ำกว่าคาดการณ์ของนักเศรษฐศาสตร์มักเป็นการตอบแบบสอบถาม (Soft Indicators) อาทิ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและผู้ประกอบการที่ปรับตัวลดลงแรง เป็นต้น ทั้งนี้ ในระยะข้างหน้า เรามองว่าควรจับตามาตรการของภาครัฐอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะ

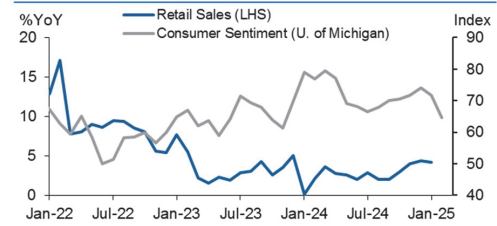
- 1) ในวันที่ 2 เม.ย. ซึ่งปธน. โดนัลด์ ทรัมป์จะประกาศภาษีศุลกากรแบบตอบโต้กับประเทศคู่ค้าที่จะครอบคลุมประเทศใดบ้าง ด้วยอัตราภาษีส่วนเพิ่มอีกเท่าไร ซึ่งอาจตามมาด้วยการตอบโต้ของประเทศคู่ค้าซึ่งจะกระทบกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้
- 2) จับตาดูการปลดข้าราชการในกระทรวงต่างๆ ที่หน่วยงาน “Department of Government Efficiency: DOGE” กำลังดำเนินการ รวมถึงการปรับลดงบประมาณในส่วนที่ไม่จำเป็นออกไป ซึ่งอาจส่งผลให้ภาคครัวเรือนต้องรัดเข็มขัดในการใช้จ่ายจากความไม่แน่นอนที่เพิ่มสูงขึ้นในของ ความมั่นคงด้านอาชีพ

แผนภาพที่ 24: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลง ขณะที่การใช้จ่ายของผู้บริโภคเริ่มอ่อนกำลังลง

ISM Manufacturing vs. Services



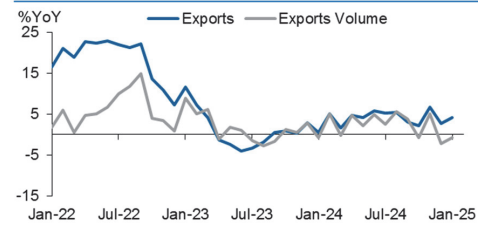
Consumption



Investment



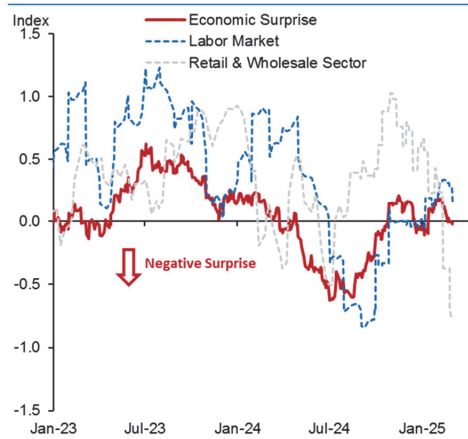
Trade



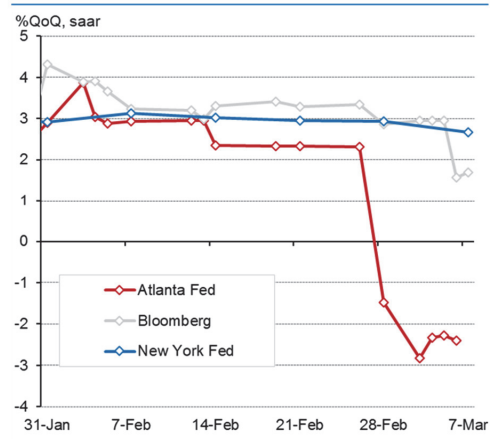
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 25: ตั้งแต่เข้าสู่เดือน ก.พ. 2025 เครื่องชี้กิจกรรมทางเศรษฐกิจส่งสัญญาณชะลอตัวลง ส่งผลให้ดัชนีความแตกต่างระหว่างตัวเลขเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและตัวเลขคาดการณ์ (Economic Surprise Index) ปรับตัวเข้าสู่เกณฑ์ติดลบ ขณะเดียวกัน Fed สาขา Atlanta ได้มีการปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1/2025 ลงเป็น -1.8% QoQ, saar

Economic surprise index

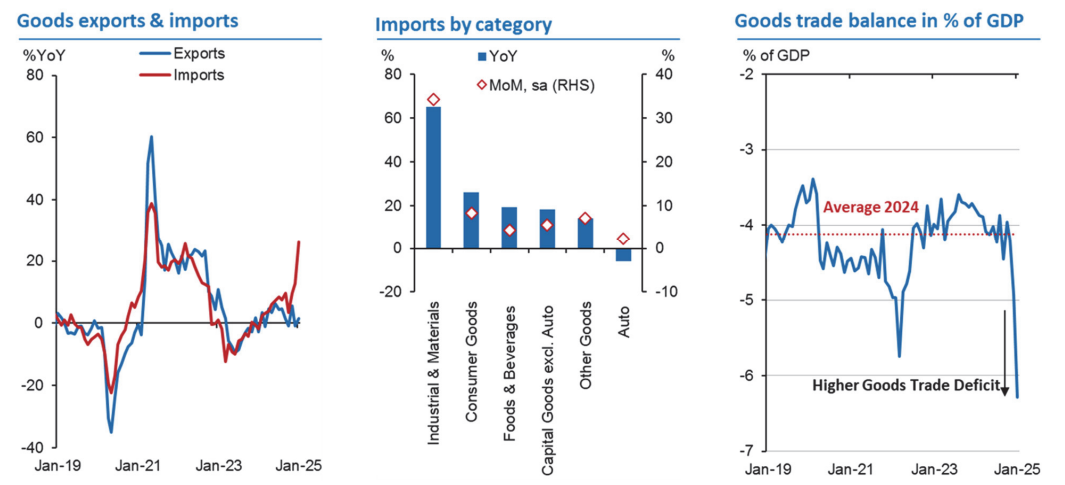


1Q25 GDP nowcasting model



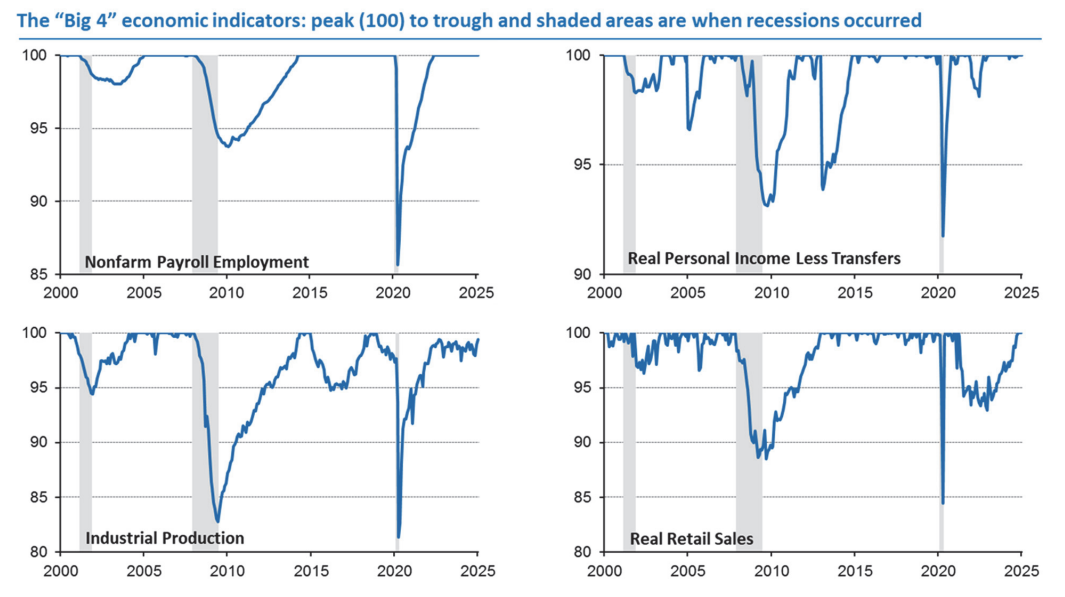
ที่มา: Bloomberg, Fed Atlanta and New York, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 26: การปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจโดย Fed สาขา Atlanta ส่วนใหญ่เป็นผลจากเครื่องชี้ด้านการค้าเป็นสำคัญ โดยยอดส่งออกสินค้า (Goods Exports) เดือน ม.ค. ขยายตัวเพียง 1.5% YoY ขณะที่ยอดนำเข้าสินค้า (Goods Imports) ขยายตัวสูงถึง 26.1% ส่งผลให้สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าสูงเป็นประวัติการณ์ที่ระดับ 1.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



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

แผนภาพที่ 27: ตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญ ทั้งในด้านการจ้างงาน, รายได้, การใช้จ่ายและการผลิตยังไม่สอดคล้องกับการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยตามนิยามของหน่วยงาน NBER



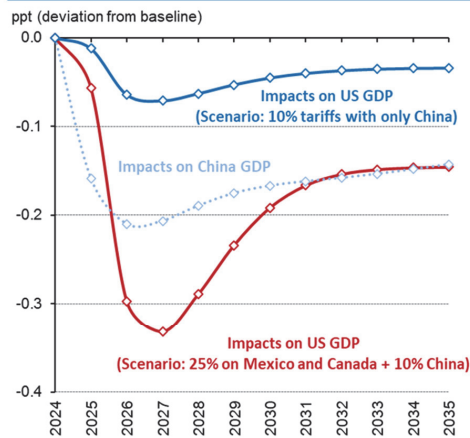
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 28: ปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ ชะลอการปรับขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากเม็กซิโกและแคนาดา ที่อยู่ภายใต้ข้อตกลงการค้าระหว่างสหรัฐฯ-เม็กซิโก-แคนาดา (USMCA) ซึ่งจำกัดความเสี่ยงด้านค่าที่เศรษฐกิจต้องเผชิญออกไปได้ โดยแนะนำในวันที่ 2 เม.ย. สำหรับการขึ้นภาษีศุลกากรตอบโต้ (Reciprocal Tariffs) อย่างใกล้ชิด

Trade war timeline: implementation vs. expectation

Effective Date	Partners	Tariff Rates Increased by	Type of goods	Import Value, USD bn (% of Total Imports)
4 Feb	China	10%	All	463 (13.8%)
4 Mar	China	10%	All	
4 Mar	Canada	25% (10% on energy)	All	422 (12.6%)
4 Mar	Mexico	25%	All	510 (15.2%)
12 Mar	All	To 25%	Steel, Aluminum	49 (1.5%)
Expected				
2 Apr	EU	25%	Vehicle	61 (1.8%)
2 Apr	All	25%	Vehicle, Chip, Pharma	743 (22.1%)
2 Apr	All	Reciprocal tariffs	N/A	-
22 Nov	All	N/A	Copper	17 (0.5%)

GDP impacts by scenario: 25% on Canada + Mexico & 10% on China, with retaliation



ที่มา: Trademap, Peterson Institute for International Economics, Bloomberg, CNN, CNBC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรายังคงมุมมองเดิมว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -50bps ในปี 2025F

ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 4.25-4.50% ในการประชุมวันที่ 18-19 มี.ค. ตามที่เราและตลาดคาด โดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐานและอัตราการว่างงานขึ้นสำหรับปี 2025F และปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจลงสำหรับปี 2025F, 2026F และ 2027F พร้อมกับระบุว่าความไม่แน่นอนสำหรับแนวโน้มเศรษฐกิจในระยะข้างหน้าปรับเพิ่มขึ้น (“Uncertainty around the economic outlook has increased.”) ซึ่งต่างจากเดิมที่เคยระบุว่า ความเสี่ยงในการบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อและการจ้างงานค่อนข้างสมดุล (“the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance.”) ขณะเดียวกัน คณะกรรมการระบุว่าชะลอการปรับลดงบดุล (QT Taper) ในส่วนของพันธบัตรรัฐบาล (Treasury Securities) โดยให้ปรับลดที่เดือนละ 5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (vs. 25 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เดิม) ซึ่งจะเริ่มในเดือน เม.ย. 2025 และคงการลดงบดุลในส่วนของตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อบริษัทเป็นหลักประกันจำนอง (Mortgage-backed Securities) ไว้ที่ 35 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ตามเดิม

สำหรับแนวโน้มดอกเบี้ย หรือ Dot Plot คณะกรรมการนโยบายการเงินส่งสัญญาณตามการประชุมรอบเดือน ธ.ค. ว่าจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับ 3.9% (ลดอีก 2 ครั้ง) ณ สิ้นปี 2025F และปรับลงสู่ระดับ 3.4% (ลดอีก 2 ครั้ง) ณ สิ้นปี

2026F และปรับลงสู่ระดับ 3.1% (ลดอีก 1 ครั้ง) ณ สิ้นปี 2027F ขณะเดียวกัน Fed คงคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะยาว (Longer-run Rate) ไว้ที่ระดับ 3.0%

สำหรับมุมมองต่อเศรษฐกิจ Fed ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจ (GDP) สำหรับปี 2025F, 2026F และ 2027F ลง -0.4ppt, -0.2ppt และ -0.1ppt เป็น 1.7%, 1.8% และ 1.8% ตามลำดับ นอกจากนี้ Fed ยังปรับคาดการณ์เงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) ขึ้น +0.3ppt เป็น 2.8% ในปี 2025F และคงคาดการณ์สำหรับปี 2026F และ 2027F ไว้ที่ 2.2% และ 2.0% ตามลำดับ ส่วนคาดการณ์อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) ถูกปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย +0.1ppt เป็น 4.4% สำหรับปี 2025F ขณะที่ Fed ยังคงคาดการณ์สำหรับปี 2026F และ 2027F ไว้ที่ 4.3% ตามเดิม

นาย Jerome Powell ประธาน Fed ระบุในแถลงการณ์หลังการประชุมว่า การปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อส่วนหนึ่งเป็นผลจากนโยบายการตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้าของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ (“a good part of it, is coming from tariffs”) ขณะเดียวกัน คณะกรรมการจะเฝ้าติดตามสัญญาณของความอ่อนแอของเครื่องชี้เศรษฐกิจอย่างใกล้ชิด แต่ได้ระบุต่อว่า กิจกรรมทางเศรษฐกิจในปัจจุบันยังค่อนข้างแข็งแกร่ง แม้ข้อมูลที่ได้รับจากการสำรวจและสัมภาษณ์ (Soft Data) จะสะท้อนความเสี่ยงด้านต่ำ (Downside Risks) ของเศรษฐกิจที่มีเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ นาย Powell ยังระบุเพิ่มว่า อัตราดอกเบี้ยของ Fed ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่สามารถตอบสนองกับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ และควร

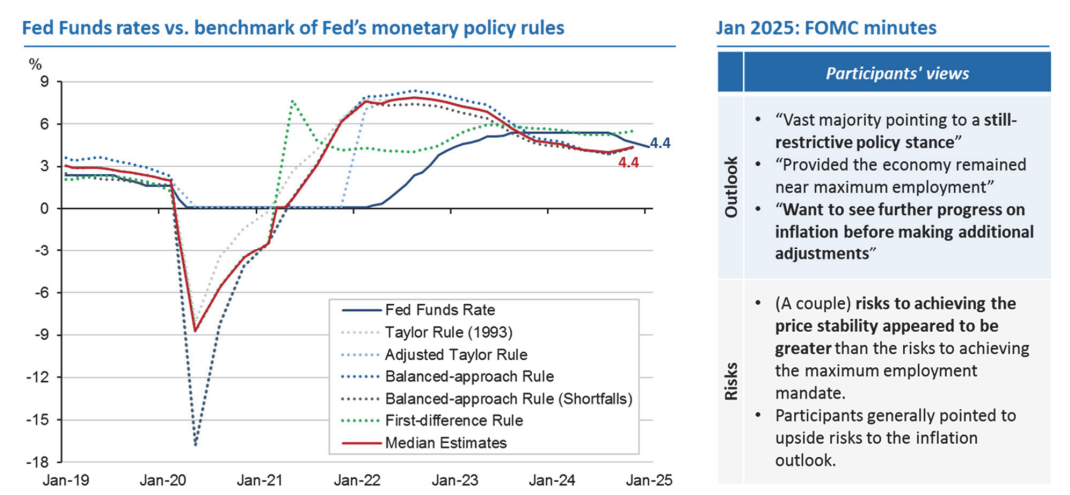
รอความชัดเจนที่มากกว่านี้ว่าเศรษฐกิจกำลังจะมีพัฒนาการไปในทิศทางใด ก่อนที่จะเปลี่ยนแปลงจุดยืนด้านนโยบายการเงิน (“We think the right thing to do is to wait here for greater clarity about what the economy is doing.”)

โดยสรุป เรามองว่า จากความไม่แน่นอนที่เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะในมิติของสงครามการค้าที่ยังมีความไม่ชัดเจนว่าในท้ายที่สุดจะมีการขึ้นอัตราภาษีศุลกากรกับประเทศใดบ้าง อีกทั้งยังไม่แน่ชัดว่ามาตรการดังกล่าวจะถูกบังคับใช้ด้วยขนาดและความครอบคลุมอย่างไร และมาตรการตอบโต้ของประเทศคู่ค้าจะรุนแรงเพียงไหน ขณะเดียวกัน เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ยังแข็งแกร่ง และเผชิญกับแรงกดดันด้านบวกต่อราคาอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ Fed จะต้องดำเนินนโยบายการเงินด้วยความระมัดระวัง และคำนึงถึง

ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นจากนโยบายสงครามการค้าว่าจะสร้างความเสี่ยงด้านสูง (Upside Risks) ต่ออัตราเงินเฟ้อและความเสี่ยงด้านต่ำ (Downside Risks) ต่อเศรษฐกิจมากน้อยแค่ไหน ก่อนที่จะตัดสินใจปรับเปลี่ยนจุดยืนด้านนโยบายการเงินในระยะต่อไป และเรายังคงมุมมองเดิมว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -50bps ในปี 2025F (แบ่งเป็นลด -25bps ในเดือนมิ.ย. และ 5.ค.)

ทั้งนี้ มุมมองของตลาดการเงิน (สะท้อนผ่าน Fed Funds Futures) ภายหลังจากการประชุม ตลาดคาดว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงราว 50-75bps ในปี 2025F โดยคาดว่า Fed การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกของปี 2025 จะเกิดขึ้นในเดือน ก.ค. (อิงข้อมูล ณ วันที่ 20 มี.ค.) 🌐

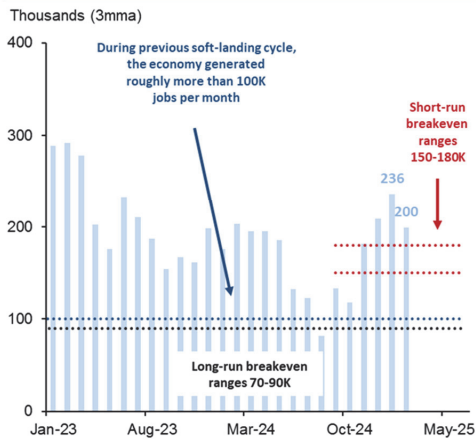
แผนภาพที่ 29: ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) หลังปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมากกว่า 100bps จากจุดสูงสุดของวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น ได้ทำการหยุดปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายชั่วคราว (Extended Pause) โดยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งถัดไป จำเป็นจะต้องเห็นพัฒนาการของเงินเฟ้อที่ปรับตัวเข้าใกล้เป้าหมายของ Fed มากขึ้นหรือตลาดแรงงานอ่อนแอลง



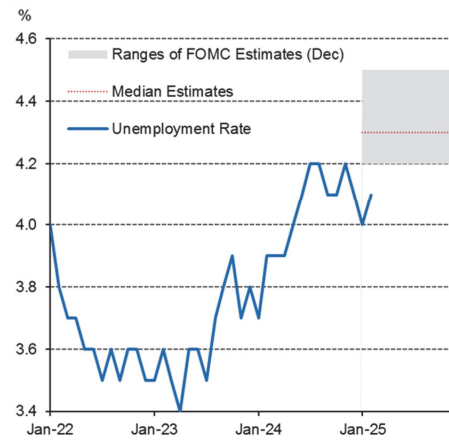
ที่มา: Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 30: ด้านการจ้างงานนอกภาคเกษตรฟื้นตัวขึ้นจากช่วงไตรมาส 3 ปีที่แล้ว ส่วนอัตราการว่างงานยังทรงตัวในระดับต่ำกว่าที่ Fed คาดการณ์ไว้...

MoM change in non-farm payrolls



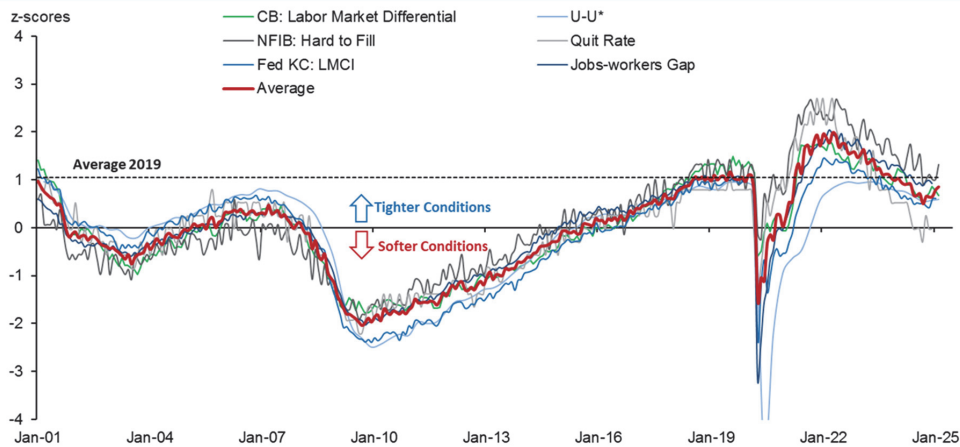
Unemployment rate



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

แผนภาพที่ 31: ...ขณะที่ภาวะตลาดแรงงานได้รับเข้าสู่ระดับสมดุลมากยิ่งขึ้นแล้ว (Labor Market Normalization) แต่ยังไม่อ่อนแอ...

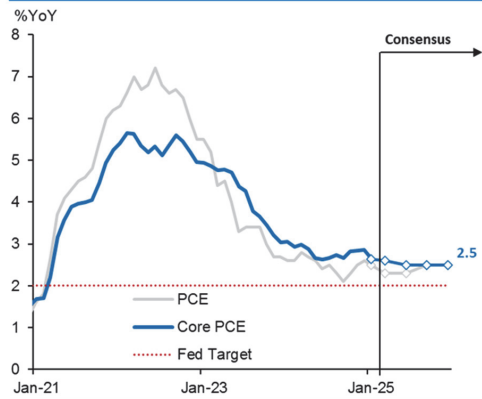
Labor market conditions



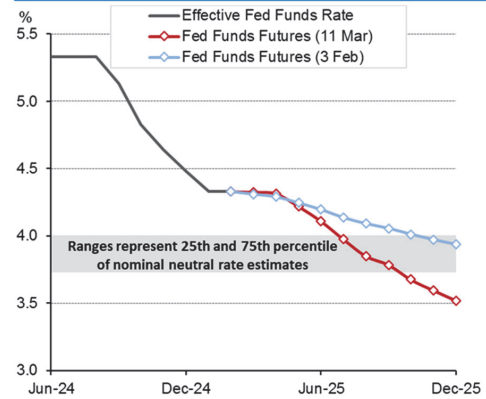
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 32: ...ด้านเงินเพื่อพื้นฐาน (Core PCE) นักเศรษฐศาสตร์มองเงินเพื่อพื้นฐานจะขยายตัว 2.5% ในปี 2025F ขณะที่ Fed ปรับคาดการณ์ขึ้นเป็น 2.8% ในการประชุมรอบเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา ส่งผลให้ Fed ยังต้องดำเนินนโยบายการเงินด้วยความระมัดระวังและไม่รีบร้อนปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วเกินไป

PCE prices - consensus forecast ^{1\}



Fed funds futures vs. nominal neutral rate



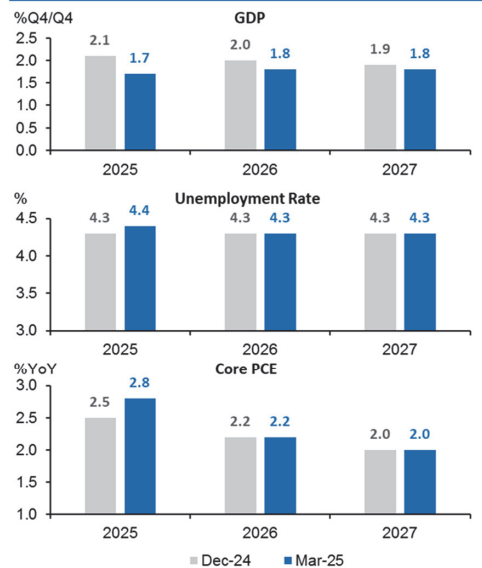
R-Star Estimates	LW	HLW	Lubik-Matthes	DB Macro	DKW Model	High Frequency	Sy5y real OIS	Bond-equity	Median
Avg. (05-07)	2.5	2.6	2.2	2.4	1.3	2.0	2.5	2.6	2.4
Avg. (12-19)	1.1	0.9	1.2	0.8	0.4	0.6	0.1	0.6	0.7
2024	1.2	0.7	2.6	1.5	1.2	1.6	1.3	1.3	1.3

Note: 1\ Consensus forecast as of 6 March. 2\ LW = Laubach-Williams estimates or HLW = Holston-Laubach-Williams estimates.

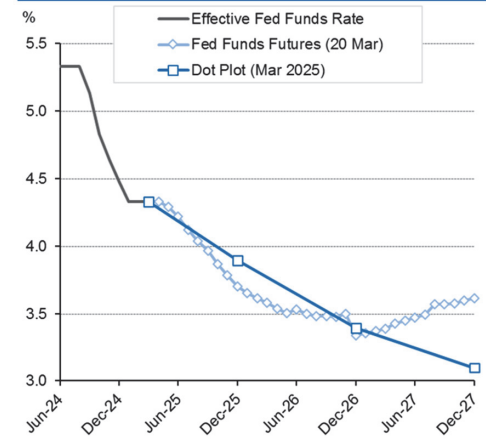
ที่มา: Bloomberg, FRB, Fed, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 33: คณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเพื่อพื้นฐานและอัตราการว่างงานขึ้นสำหรับปี 2025F และปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจลงสำหรับปี 2025F, 2026F และ 2027F ขณะที่ส่งสัญญาณผ่าน Dot Plot ถึงการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 50bps (ลดอีกเพียง 2 ครั้ง) ในปี 2025F

FOMC economic projections



Dot Plot vs. fed funds futures



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

เศรษฐกิจยุโรป



การฟื้นตัวของเศรษฐกิจยุโรปโดยรวมยังไม่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน ก.พ. ที่ทรงตัวที่ระดับ 50.2 จุด โดยกิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนหลักให้กับเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว ส่วนกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงเป็นปัจจัยอุดหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แม้ดัชนีจะหดตัวในอัตราที่น้อยลงก็ตาม ด้านนโยบายการคลัง หลายประเทศในยุโรปมีแนวโน้มจะดำเนินนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายขึ้นในระยะข้างหน้า โดยหลักเพื่อเพิ่มขีดความสามารถด้านความมั่นคงทางการคลัง ซึ่งคณะกรรมการยุโรป (European Commission) เสนอแผนการเพิ่มงบประมาณด้านกลไกแบบสมัครใจของประเทศสมาชิกขึ้นราว 1.5% ของ GDP หรือเทียบเคียงได้กับเปิดเงินประมาณ 6.5 แสนล้านยูโร นอกเหนือจากมาตรการของคณะกรรมการยุโรป รัฐบาลของประเทศเยอรมนีได้มีการผ่อนคลายกฎหมายที่เข้มงวดในด้านงบประมาณแผ่นดินที่มีให้ภาครัฐใช้จ่ายเกินตัวและขาดดุลงบประมาณมากขึ้นไป เพื่อเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลไกและกระตุ้นเศรษฐกิจ คลังว่าที่รัฐมนตรีคนถัดไปของเยอรมนี นาย Friedrich Merz ได้กล่าวในช่วงต้นเดือน มี.ค. ว่า ยุโรปจำเป็นต้องเพิ่มขีดความสามารถในการป้องกันประเทศ เนื่องจากสหรัฐฯ มีการเปลี่ยนแปลงจุดยืนและท่าทีซึ่งนำไปสู่การลดการสนับสนุนยุโรปรวมไปถึงยุโรคนลง

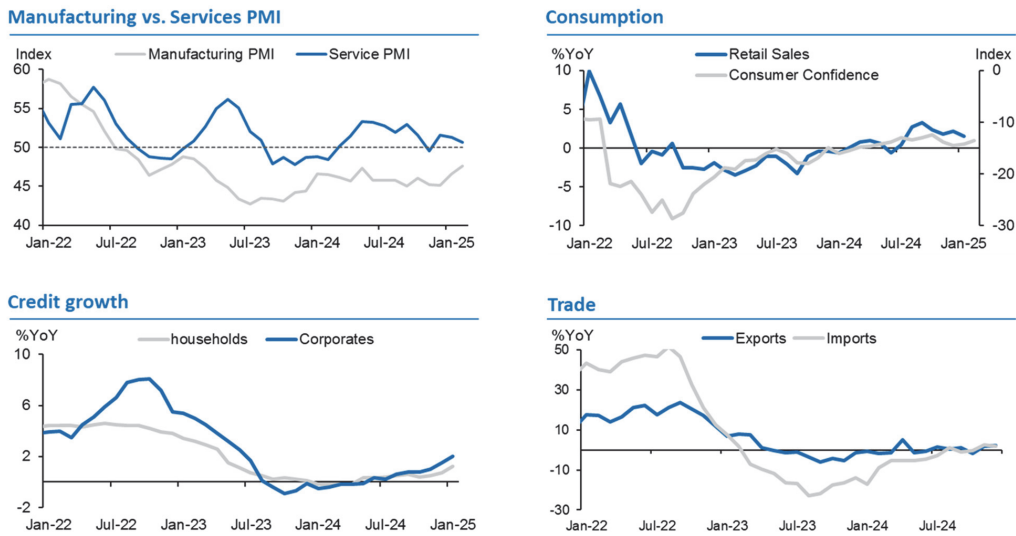
สัญญาณการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนโดยรวมยังไม่แข็งแกร่ง

สัญญาณการฟื้นตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนโดยรวมยังไม่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (Composite PMI) เดือน ก.พ. ที่ทรงตัวที่ระดับ 50.2 จุด โดยกิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนหลักให้กับเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว โดยดัชนีภาคบริการ (Service PMI) ปรับตัวลดลง -0.7 จุด เป็น 50.6 จุด ส่วนกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงเป็นปัจจัยอุดหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แม้ดัชนีจะหดตัวในอัตราที่น้อยลงก็ตาม โดยดัชนีภาคการผลิต (Manufacturing PMI) ปรับตัวเพิ่มขึ้น +1.0 จุด เป็น 47.6 จุด อย่างไรก็ตาม ดัชนียังคงอยู่ในเกณฑ์หดตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 32

ด้านยอดขายปลีก (Retail Sales) เดือน มี.ค. พลิกหดตัว -0.3% MoM จาก 0.0% เดือนก่อน ส่วนทางตลาดที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น +0.1% โดยหากเทียบกับช่วงเดียวกันปีก่อน ยอดค้าปลีกจะชะลอตัวลงเป็น 1.5% YoY จาก 2.2% เดือนก่อน และ

ต่ำกว่าตลาดคาดที่ 2.0% ทั้งนี้ ด้านการขยายตัวของสินเชื่อภาคครัวเรือนและธุรกิจ (Household & Corporate Credit Growth) ส่งสัญญาณเชิงบวกได้อย่างต่อเนื่อง โดยสินเชื่อครัวเรือนเดือน มี.ค. ขยายตัว 1.2% YoY จาก 0.7% เดือนก่อน ขณะที่สินเชื่อธุรกิจขยายตัว 2.0% จาก 1.5% เดือนก่อน ส่วนหนึ่งได้แรงหนุนจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางยุโรป (ECB) โดยหากมองไปในระยะข้างหน้า เศรษฐกิจของยูโรโซนยังเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำจากทั้งความขัดแย้งด้านภูมิรัฐศาสตร์และการค้าโลกที่ตึงเครียดอาจกระทบต่อภาคการส่งออก และมีผลต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งจะกดดันการขยายตัวของเศรษฐกิจในยูโรโซน ขณะเดียวกัน ถ้าหากประเทศที่มีกำลังการผลิตส่วนเกิน (Overcapacity) เผชิญสงครามการค้าที่รุนแรง อาจเห็นการเร่งการส่งออกไปยังกลุ่มประเทศในยูโรโซน และจะนำไปสู่การแข่งขันด้านราคา (Price Competition) ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะกระทบกับภาคอุตสาหกรรมภายในประเทศอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

แผนภาพที่ 34: กิจกรรมในภาคบริการที่เคยเป็นแรงหนุนหลักให้กับเศรษฐกิจเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว ส่วนกิจกรรมในภาคการผลิตยังคงเป็นปัจจัยอุดหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แม้ดัชนีจะหดตัวในอัตราที่น้อยลงก็ตาม



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

หลายประเทศในยุโรปมีแนวโน้มจะดำเนินนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายขึ้นในระยะข้างหน้า

หลายประเทศในยุโรปมีแนวโน้มจะดำเนินนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายขึ้นในระยะข้างหน้า โดยหลักเพื่อเพิ่มความมั่นคงทางการทหาร ซึ่งคณะกรรมการยุโรป (European Commission) เสนอแผนการเพิ่มงบประมาณด้านกลาโหมแบบสมัครใจของประเทศสมาชิกขึ้นราว 1.5% ของ GDP หรือเทียบเคียงได้กับเม็ดเงินประมาณ 6.5 แสนล้านยูโร และกำหนดระยะเวลาโครงการที่ 4 ปี ซึ่งหากประเทศเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลาโหมขึ้น จะถูกละเว้นจากกฎระเบียบการใช้จ่ายของภาครัฐที่มีให้ประเทศสมาชิกในสหภาพยุโรปขาดดุลการคลังเกิน 3% ของ GDP ต่อปี นอกจากนี้ ทางคณะกรรมการยุโรปยังเสนอโครงการความมั่นคงของยุโรป “Security Action for Europe: SAFE” ซึ่งเป็นโครงการเงินกู้มูลค่า 1.5 แสนล้านยูโร ใช้เพื่อเพิ่มขีดความสามารถด้านการทหารเช่นเดียวกัน และจะจัดสรรให้กับประเทศสมาชิกผ่านการร้องขอจากแต่ละประเทศ (Upon Demand) โดยโครงการจะสิ้นสุดในวันที่ 31 ธ.ค. 2030 ขณะเดียวกัน อุตสาหกรรมป้องกันประเทศ (Defense Industry) ในยุโรปอาจไม่สามารถรองรับอุปสงค์จากภาครัฐที่เพิ่มขึ้นได้ทันทางที่ ทางคณะกรรมการยุโรปยังได้เสนอนโยบายให้บริษัทเอกชนสามารถเข้าถึงเงินทุนได้ง่ายขึ้น ผ่านธนาคารเพื่อการลงทุนของยุโรป (“European Investment Bank: EIB”) และโดยปกติ ธนาคารดังกล่าวจะมีกลไกการช่วยเหลือให้สถาบัน หรือองค์กรต่างๆ ทั้งภาครัฐและเอกชน ได้เข้าถึงข้อมูลด้านการจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการต่างๆ จากเงินทุน

ของ EIB อยู่แล้ว ซึ่งนโยบายดังกล่าวจากคณะกรรมการยุโรปจะหนุนให้บริษัทขนาดกลาง-เล็กเข้าถึงการจัดหาเงินทุนในระยะยาวได้สะดวกมากยิ่งขึ้น และจะเป็นการส่งเสริมให้มีผู้เล่นในตลาดเพิ่มมากขึ้นสำหรับอุตสาหกรรมป้องกันประเทศในระยะข้างหน้า

นอกเหนือจากมาตรการของคณะกรรมการยุโรปที่ได้กล่าวไปข้างต้นแล้ว รัฐสภาของประเทศเยอรมนีได้มีการผ่อนคลายกฎหมายที่เข้มงวดในด้านงบประมาณแผ่นดินที่มีให้ภาครัฐใช้จ่ายเกินตัวและขาดดุลทางการคลังมากจนเกินไป เพื่อเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลาโหมและกระตุ้นเศรษฐกิจ หลังที่รัฐมนตรีคนถัดไปของเยอรมนี นาย Friedrich Merz ได้กล่าวในช่วงต้นเดือนมี.ค. ว่า ยุโรปจำเป็นต้องเพิ่มขีดความสามารถในการป้องกันประเทศ เนื่องจากสหรัฐฯ มีการเปลี่ยนแปลงจุดยืนและท่าทีซึ่งนำไปสู่การลดการสนับสนุนยุโรปรวมถึงยุเครนลง นอกจากนี้ เศรษฐกิจเยอรมนีที่หดตัวมานานกว่าสองปี ส่งผลให้นาย Merz ได้ผลักดันมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้


- 1) ละเว้นข้อจำกัดในการใช้จ่ายด้านการทหารที่เกินกว่าระดับ 1.0% ของ GDP ขึ้นไปจากกฎหมาย Debt Brake ซึ่งหมายความว่ารัฐบาลเยอรมนีสามารถเพิ่มการใช้จ่ายด้านการทหารได้โดยไม่ละเมิดกฎ Debt Brake ที่กำหนดให้รัฐไม่สามารถขาดดุลงบประมาณเชิงโครงสร้างได้เกิน 0.35% ของ GDP
- 2) จัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Funds) มูลค่า 5 แสนล้านยูโร ในช่วง

12 ปีข้างหน้า หรือคิดเป็นราว 1% ของ GDP ต่อปี (ต่างจากข้อเสนอแรกเล็กน้อยที่ให้ระยะเวลาโครงการ 10 ปี) โดยวงเงิน 1 แสนล้านยูโรจะถูกใช้เพื่อการเปลี่ยนผ่านไปสู่พลังงานสะอาด ส่วนอีก 4 แสนล้านยูโรที่เหลือยังไม่มีรายละเอียดที่แน่ชัดว่าจะถูกนำไปใช้เพื่อจุดประสงค์ใดบ้าง

- 3) ฟ่อนคลายกฎการใช้จ่ายของภาครัฐ และอนุมัติให้แต่ละรัฐในเยอรมนีสามารถขาดดุลงบประมาณได้เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 0.35% ของ GDP จากเดิม 0.0%

โดยสรุป เรามองว่าประเทศสมาชิกในสหภาพยุโรปมีแนวโน้มขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นในระยะข้างหน้า จากความจำเป็นที่ต้องเพิ่มขีดความสามารถด้านการป้องกันประเทศ โดยเฉพาะประเทศเยอรมนีที่ได้มีการขออนุมัติจากรัฐสภาเป็นที่เรียบร้อยแล้ว และจากขนาดของมาตรการที่ใหญ่ อีกทั้งเม็ดเงินที่ไม่เพียงแต่จะไหลไปสู่การลงทุนด้านการทหาร แต่รวมถึงโครงสร้างพื้นฐานที่มีผลคูณทางเศรษฐกิจ (Fiscal Multipliers) ที่ค่อนข้างสูงกว่ามาตรการ อาทิ การแจกเงินให้กลุ่มเปราะบาง เป็นต้น อีกทั้งอ้างอิงตามการศึกษาหลายฉบับจะพบว่า การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ อาจเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ช่วยให้เกิดการลงทุนภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้น (Crowding-in Effects) ได้ผ่านทั้งทางตรงและอ้อม อาทิ การสร้างอุปสงค์ต่อสินค้าและบริการ, การลดต้นทุนในการดำเนินธุรกิจและเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของประเทศด้วยการพัฒนาโครงสร้างสาธารณูปโภคขั้นพื้นฐานต่างๆ (เสถียรภาพราคาพลังงานให้กับภาคการผลิต) และเพิ่มความเชื่อมั่นให้กับภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม การเบิกจ่ายงบประมาณและการเลือกโครงการลงทุนอาจใช้เวลานาน จึงอาจสร้างความเสี่ยงด้านสูง (Upside Risks) ต่อคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจเยอรมนีในปี 2025F ได้ไม่มากนัก อีกทั้งเศรษฐกิจยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงจากสงครามการค้าของสหรัฐฯ ที่อาจทวีความรุนแรงขึ้น โดยเรามองว่าผลบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของเยอรมนีในครั้งนี้ต่อเศรษฐกิจจะมีความสำคัญมากขึ้นในช่วงปี 2026-2027 โดยนักเศรษฐศาสตร์บางส่วนเริ่มปรับคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจเยอรมนีขึ้นเป็น 1.5% ในปี 2026F (vs. 1.1% คาดการณ์โดย IMF รอบเดือน ม.ค.)

ทั้งนี้ สำหรับมาตรการที่คณะกรรมการธิการยุโรปที่ได้ส่งเสริมให้ประเทศสมาชิกเพิ่มการลงทุนด้านการทหารอาจส่งผลบวกต่อเศรษฐกิจได้ไม่มาก เมื่อเทียบกับขนาดของโครงการที่ค่อนข้างใหญ่ โดยหลักจาก

- 1) การเพิ่มการใช้จ่ายด้านการทหาร แม้จะถูกละเว้นจากกฎระเบียบการใช้จ่ายของภาครัฐที่มีให้ประเทศสมาชิกในสหภาพยุโรปขาดดุลการคลังเกิน 3% ของ GDP ต่อปี แต่ปัจจุบันมีหลายประเทศที่ขาดดุลเกินกรอบดังกล่าวอยู่อาทิ ฝรั่งเศสที่ขาดดุลการคลังราว 6% ของ GDP และมีหนี้สาธารณะกว่า 112% ของ GDP ขณะที่ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลฝรั่งเศสและเยอรมนียังค้างอยู่สูงที่ประมาณ 70bps สะท้อนว่าตลาดยังมีความกังวลต่อฐานะทางการคลังในระยะยาว จึงทำให้ฝรั่งเศสจำเป็นต้องปรับลดงบประมาณในส่วนอื่นเพื่อชดเชยกับการลงทุนด้านการทหารที่เพิ่มขึ้น และไม่ใช้เม็ดเงินใหม่ที่เข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ
- 2) บางประเทศในสหภาพยุโรปอาจไม่เพิ่มการลงทุนด้านการทหารอย่างมีนัยสำคัญ อาทิ สเปนและอิตาลีที่ตั้งอยู่ทางตอนใต้ของยุโรป ซึ่งค่อนข้างไกลจากรัสเซีย และประชาชนหลายส่วนยังมองว่างบประมาณภาครัฐควรจะนำไปใช้กับการแก้ไขปัญหาผู้อพยพ หรือช่วยเหลือนด้านการแพทย์และสังคมมากกว่าการทหาร สะท้อนได้จากการลงทุนด้านการทหารของสเปนและอิตาลีที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในภูมิภาคอย่างมีนัยสำคัญที่ 1.2% ของ GDP และ 1.4% ตามลำดับ (vs. ค่าเฉลี่ยที่ประมาณ 2%)
- 3) การใช้จ่ายของภาครัฐในด้านการทหารที่เกี่ยวข้องกับอาวุธยุทโธปกรณ์ อาจไหลไปสู่อุตสาหกรรมในต่างประเทศซึ่งนับเป็นการนำเข้า เนื่องจากหากย้อนไปในช่วงต้นของสงครามรัสเซีย-ยูเครน การจัดซื้อยุทโธปกรณ์กว่า 78% เป็นการนำเข้าจากประเทศนอกสหภาพยุโรป และกว่า 63% เป็นการจัดซื้อจากประเทศสหรัฐฯ อ้างอิงจากข้อมูล Institut De Relations Internationales 

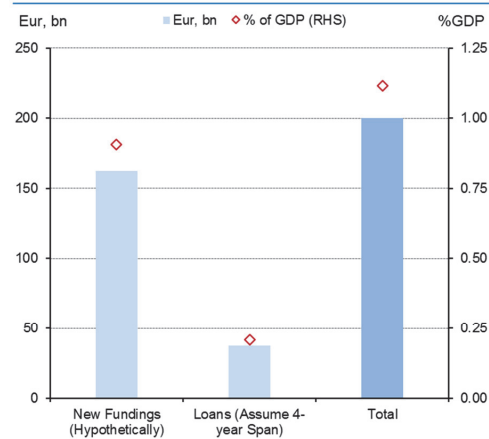
แผนภาพที่ 35: รัฐสภาของประเทศเยอรมนีได้มีการผ่อนคลายนโยบายว่าด้วยการจัดงบประมาณแผ่นดินที่มีให้ภาครัฐใช้จ่ายเกินตัวและขาดดุลทางการคลังมากจนเกินไป เพื่อเพิ่มการใช้จ่ายด้านกลาโหมและกระตุ้นเศรษฐกิจ

EU Commission “ReArm” plan

- **Ursula Von de Leyen (President EU Commission):** “ReArm” Europe is a plan to help member States **quickly and significantly increase defense capabilities**.
- Details of the policy proposal are as follows:
 - (1) Activate the national escape clause from the EU fiscal constraint to increase defense spending (hypothetically) to **close to EUR650bn over a period of 4 years**.
 - (2) A new defense **loan program worth EUR150bn** backed by the EU budget for defense equipment; “with this equipment, member states can massively step up to support Ukraine”.
 - (3) Use some of the EU Budget through the reprioritization of cohesion policy programs to increase defense spending.



Potential funding per year by % of 2024 GDP (over 4 years)



ที่มา: Bloomberg, Reuters, Flaticon, AP Photo/Markus Schreiber, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

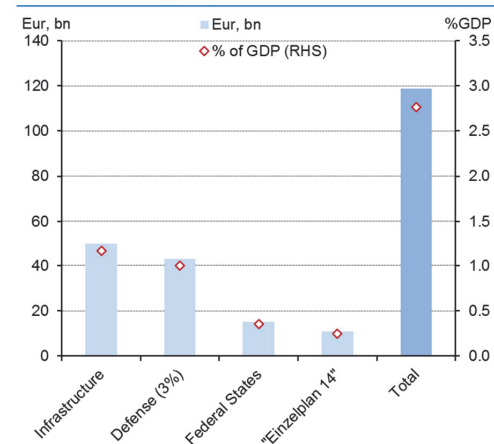
แผนภาพที่ 36: การเบิกจ่ายงบประมาณและการเลือกโครงการลงทุนอาจใช้เวลานาน จึงอาจสร้างความเสี่ยงด้านสูง (Upside Risks) ต่อคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจเยอรมนีในปี 2025F ได้ไม่มากนัก โดยเรามองว่าผลบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของเยอรมนีในครั้งนี้ต่อเศรษฐกิจจะมีนัยสำคัญมากขึ้นในช่วงปี 2026-2027

CDU/CSU – SPD party’s policy proposal

- **Friedrich Merz (Germany next Chancellor):** “In view of the threats to our freedom and peace on our continent, **whatever it takes** must now also apply to our defense.”
- Details of policy proposals are as follows:
 - (1) **EUR500bn in off-budget infrastructure investment** over 10 years or equivalent to ~1% of GDP per year, of which EUR100bn will be allocated to federal states.
 - (2) **Debt Brake reform on defense spending.** Any defense spending over 1% of GDP will be exempt from fiscal constraints.
 - (2.1) Excluding defense spending from defense funds, about **0.25% of GDP of current defense spending exceeds the 1% exemption level.** Therefore, it could be used for credit-finance or tax reduction.
 - (3) Loosening of Debt Brake for German federal states to **allow for deficits of 0.35% of GDP**, from 0% of GDP, currently.



Potential funding per year in % of 2024 GDP

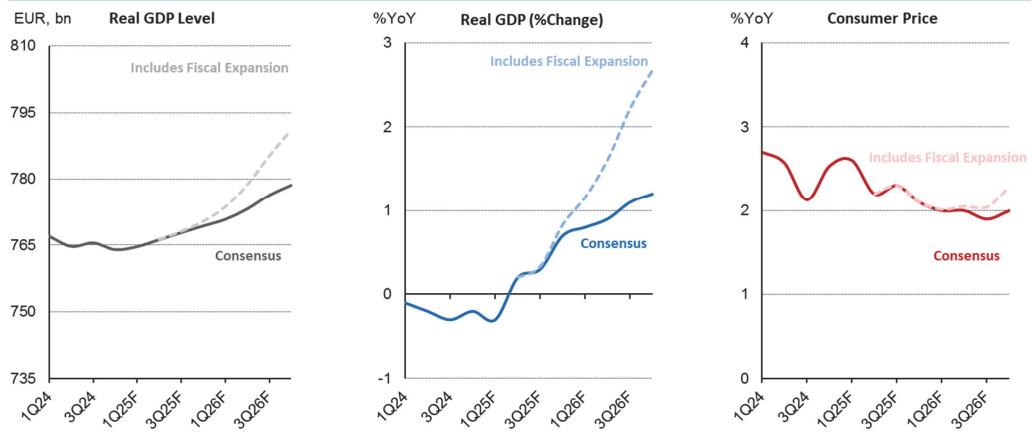


Note: 1\ Applies Bloomberg model with baseline data as of 7 Mar. We exclude defense spending in the SHOK model partly due to the uncertainty surrounding the multiplier and European/German capacity to absorb extra funding.

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

แผนภาพที่ 37: เรามองว่ามาตรการที่คณะกรรมการบริหารยุโรปที่ได้ส่งเสริมให้ประเทศสมาชิกสามารถเพิ่มการลงทุนด้านการทหารอาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจได้ไม่มากเมื่อเทียบกับขนาดของโครงการที่ค่อนข้างใหญ่

Deviation from baseline: response of GDP and inflation to changes in fiscal expansion ¹⁾



ที่มา: European Commission, Bloomberg, Flaticon, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจจีน

ผลการประชุม Two sessions ในช่วงต้นเดือนมีนาคมที่ผ่านมา เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ โดยรัฐบาลจีนยังคงตั้งเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth target) ไว้ที่ราว 5% พร้อมทั้งปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (Fiscal deficit) ขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 30 ปี โดยในปีนี้ ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลทุกประเภทปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และรัฐบาลกลางได้เข้ามารับภาระการกู้ยืมแทนรัฐบาลท้องถิ่นมากขึ้น สะท้อนถึงความมุ่งมั่นของทางการจีนในการใช้งบประมาณดังกล่าวเพื่อดูแลเศรษฐกิจในประเทศท่ามกลางแรงกดดันจากสงครามการค้าของทางสหรัฐฯ ดังนั้น นโยบายการคลังจะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนเศรษฐกิจจีนมากขึ้นในปี

กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวขึ้นในเดือน ก.พ. และตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนเดือน ม.ค. - ก.พ. ในภาพรวมออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้

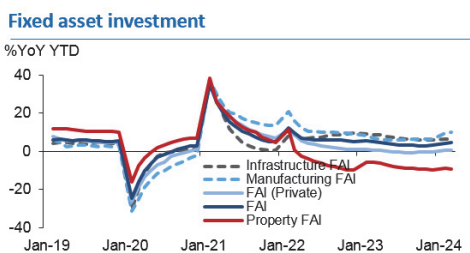
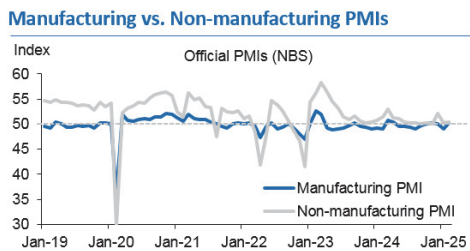
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Official Manufacturing PMI) ในเดือน ก.พ. ของจีนปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือน โดยปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 50.2 จากระดับ 49.1 ในเดือน ม.ค. สูงกว่าตัวเลขที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ที่ 49.9 โดยการขยายตัวของภาคการผลิตดังกล่าวมาจากการเพิ่มขึ้นของผลผลิตและยอดคำสั่งซื้อใหม่ ทั้งนี้ ตัวเลขในเดือน ก.พ. อาจออกมาดีกว่าความเป็นจริง เนื่องจากมีผลตามฤดูกาลจากวันหยุดเทศกาลตรุษจีน

ด้านดัชนี PMI นอกภาคการผลิตในเดือน ก.พ. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 50.4 จากระดับ 50.2 ในเดือน ม.ค. สอดคล้องกับ

ตัวเลขที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ที่ 50.4 โดยดัชนีได้รับแรงหนุนจากภาคการก่อสร้างเป็นสำคัญที่มีการเริ่มก่อสร้างโครงการลงทุนต่าง ๆ ทั้งนี้ กิจกรรมในภาคบริการทรงตัวในเดือน ก.พ.

ด้านตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนเดือน ม.ค. - ก.พ. ในภาพรวมออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ โดยยอดค้าปลีก (Retail Sales) ขยายตัว 4.0% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.8% ด้านผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) ขยายตัว 5.9% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 5.3% และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ขยายตัว 4.1% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 3.2% ทั้งนี้ การส่งออกชะลอตัวลงในเดือน ก.พ. สู่ระดับ 2.3% YoY (vs. 10.7% ในเดือน ธ.ค.) และการนำเข้าปรับลดลง -8.4% YoY (vs. 1% ในเดือน ธ.ค.)

แผนภาพที่ 38: กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวขึ้นในเดือน ก.พ. และตัวเลขกิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนเดือน ม.ค. - ก.พ. ในภาพรวมออกมาสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้



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

การประชุมสองสภาประจำปี (Two Sessions) ของจีนที่ผ่านมา ทางการเงินยังคงตั้งเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth target) ไว้ที่ราว 5% เช่นเดียวกับในปีก่อน และปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (Official fiscal deficit) ขึ้นเป็น 4% ของ GDP

ผลการประชุม Two sessions ในช่วงต้นเดือนมีนาคมที่ผ่านมา เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ โดยรัฐบาลจีนยังคงตั้งเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth target) ไว้ที่ราว 5% พร้อมทั้งปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (Fiscal deficit) ขึ้นเป็น 4% ของ GDP โดยในปีนี้ จีนวางแผนจะออกพันธบัตรรัฐบาลพิเศษ (Central Government Special Bonds) จำนวน

1.8 ล้านล้านหยวน เพิ่มขึ้นจากปี 2024 ที่ 1.0 ล้านล้านหยวน และกำหนดโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น (Local Government Special Bonds) ไว้ที่ 4.4 ล้านล้านหยวน เพิ่มขึ้นจาก 3.9 ล้านล้านหยวนในปี 2024

ในด้านเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ (CPI inflation target) ถูกปรับลดลงเหลือ 2% จาก 3% ในอดีตตามคาด ขณะที่ด้านตลาดแรงงาน รัฐบาลตั้งเป้าหมายการจ้างงานใหม่ในเขตเมือง (New Urban Job Creation) มากกว่า 12 ล้านตำแหน่ง เช่นเดียวกับเป้าหมายในปีก่อน และใกล้เคียงกับจำนวนนักศึกษาจบใหม่ และตั้งเป้าอัตราการว่างงาน (Surveyed Jobless Rate) ที่ประมาณ 5.5% เท่ากับในปี 2024

แผนภาพที่ 39: รัฐบาลจีนยังคงตั้งเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth target) ไว้ที่ราว 5% พร้อมทั้งปรับเพิ่มเป้าหมายการขาดดุลทางการคลัง (Fiscal deficit) ขึ้นเป็น 4% ของ GDP

Economic indicators announced at “Two sessions”

Economic Indicators	Unit	2025	2024		2023	
		Target	Target	Actual	Target	Actual
GDP growth	%YoY	~5	~5	5.0	~5	5.2
CPI Inflation	%YoY	~2	~3	0.2	~3	0.2
Fiscal deficit ratio	% of GDP	4	3	3	3.8	3.8
Local government special bond (LGSB) quota	RMB trn.	4.4	3.9	4.0	3.8	3.8
Central government special bond (CGSB) quota	RMB trn.	1.8	1	1	0	0
Total government bond net issuance quota	RMB trn.	11.9	9.0	9.0	8.7	8.8
	% of GDP	8.4	6.6	6.7	6.7	6.8
New urban jobs creation	Million persons	Above 12	Above 12	12.6	~12	12.4
Surveyed unemployment rate	%	~5.5	~5.5	5.2	~5.5	5.2

ที่มา: Bloomberg, Xinhua, China government websites, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

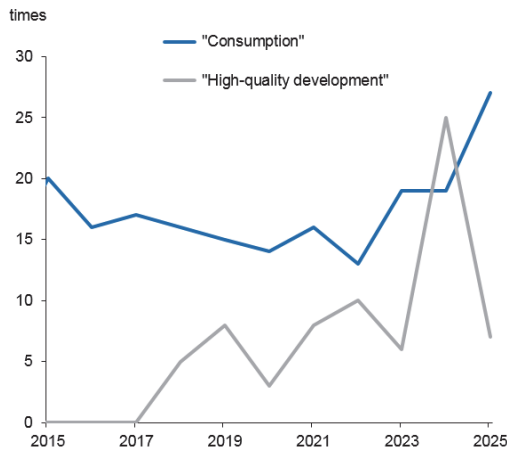
ทางการเงินยังคงเน้นย้ำถึงเป้าหมายในการกระตุ้นการบริโภคในประเทศ

จากรายงาน (Government work report) ฉบับล่าสุด สะท้อนว่าผู้กำหนดนโยบายให้ความสำคัญกับการกระตุ้นการบริโภค (Consumption) มากกว่าในปีที่ผ่านมา โดยในรายงานดังกล่าวได้มีการกล่าวถึงคำว่า “Consumption” มากที่สุดในรอบ 10 ปี ขณะที่ประเด็นเรื่อง “High-Quality Development” ที่ทางการเงินได้ให้ความสำคัญอย่างมากในปีที่แล้ว ได้ถูกกล่าวถึงน้อยลงในปีนี้ นอกจากนี้ ภายหลังจากประชุมดังกล่าว ทางการเงินได้

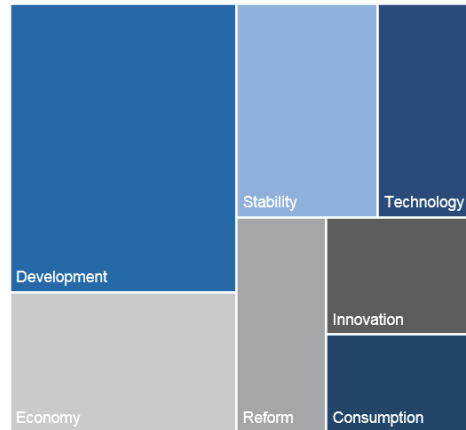
เปิดเผยแผนสำหรับกระตุ้นการบริโภคในประเทศ เพิ่มความมั่นคงทางสังคม (Social safety net) และเพิ่มรายได้ให้แก่ประชาชน ซึ่งประกอบด้วย การสร้างเสถียรภาพในตลาดหุ้น การจัดตั้งโครงการอุดหนุนการเลี้ยงดูบุตรและดูแลผู้สูงอายุ การเพิ่มเงินบำนาญให้แก่ผู้สูงอายุ การกระตุ้นการท่องเที่ยวผ่านการเพิ่มแลนด์มาร์คหรือ Tourist attraction และขยายเวลาทำการในสถานที่ท่องเที่ยวต่าง ๆ เป็นต้น ซึ่งถือว่าเป็นพัฒนาการที่จะส่งผลดีต่อเศรษฐกิจในระยะปานกลาง-ยาว และคาดว่าจะช่วยเสริมความเชื่อมั่นของผู้บริโภคได้ในระยะต่อไป

แผนภาพที่ 40: จากรายงาน (Government work report) ได้มีการกล่าวถึงคำว่า “Consumption” มากที่สุดในรอบ 10 ปี

Word count in the government work report



Key areas of focus in the government work report^{1\}



Note: 1\ word counting from the government work report, using the number of times keywords were used per 1000 words

ที่มา: Bloomberg, Xinhua, China government websites, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

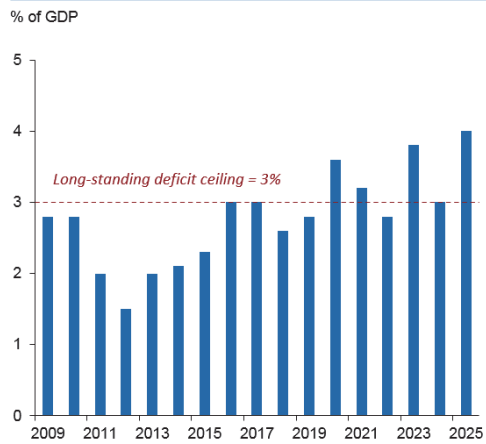
ทางการจีนจะเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้น โดยตั้งเป้าขาดดุลทางการคลังสูงสุดในรอบ 30 ปี

ทางการจีนมีแนวโน้มเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ (Government Spending) เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้นในปี นี้ ผ่านการตั้งเป้าหมายการขาดดุลทางการคลังไว้ที่ 4% ของ GDP หรือคิดเป็นประมาณ 5.7 ล้านล้านหยวน เพิ่มขึ้นจากในอดีตที่ทางการจีนมักจะตั้งเป้าหมายการขาดดุลทางการคลังไว้ไม่เกิน 3% ของ GDP เพื่อรักษาวินัยทางการคลัง นอกจากนี้ หากพิจารณาตัวเลขการขาดดุลทางการคลังที่ครอบคลุมงบประมาณที่กว้างขึ้น (Broad Deficit) และรวมทั้งการออกพันธบัตรรัฐบาลทั่วไป (General Bonds) และการออกพันธบัตรรัฐบาลพิเศษ (Special Bonds) พบว่า การขาดดุลโดยรวมของปีนี้จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 10% ของ GDP จากระดับ 7.7% ในปี 2024 และถือเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์เช่นกัน ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของทางการจีนในการใช้งบประมาณดังกล่าวเพื่อดูแลเศรษฐกิจในประเทศท่ามกลางแรงกดดันจากสงครามการค้าของทางสหรัฐฯ

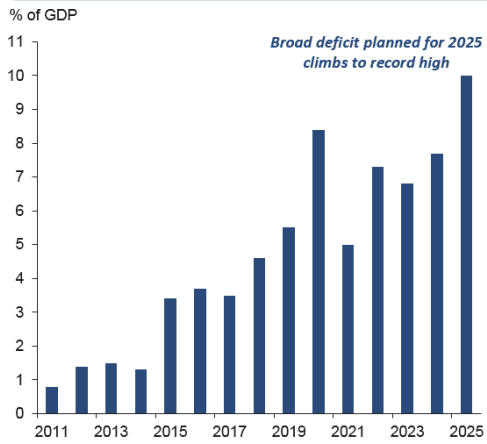
นอกจากนี้ หากพิจารณาโควตาการออกพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมด ซึ่งครอบคลุมทั้งการออกพันธบัตรรัฐบาลทั่วไปและพันธบัตรรัฐบาลพิเศษของทั้งรัฐบาลกลางและรัฐบาลท้องถิ่น พบว่าปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในปีนี้มีมูลค่า 11.9 ล้านล้านหยวน หรือคิดเป็น 8.4% ของ GDP เพิ่มขึ้นจากโควตาของปี 2024 ที่ระดับ 9 ล้านล้านหยวน หรือ 6.6% ของ GDP และสูงกว่าปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วง COVID-19 โดยอีกหนึ่งพัฒนาการสำคัญในปีนี้เป็นคือ รัฐบาลกลางได้เข้ามารับประกันการกู้ยืมแทนรัฐบาลท้องถิ่นมากขึ้น ซึ่งถือเป็นสัญญาณที่ดี เนื่องจากรัฐบาลกลางมีภาระหนี้ที่ต่ำกว่ารัฐบาลท้องถิ่นอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ความสามารถในการดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลท้องถิ่นที่มีภาระหนี้สูงถูกจำกัดในปีที่ผ่านมา ซึ่งเป็นหนึ่งในสาเหตุที่ส่งผลให้การใช้จ่ายของรัฐบาลในปี 2024 ต่ำกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ ดังนั้น การที่รัฐบาลกลางเข้ามารับประกันการกู้ยืมแทนรัฐบาลท้องถิ่นมากขึ้นจะช่วยเพิ่มความสามารถในการใช้จ่ายของภาครัฐเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในปีนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

แผนภาพที่ 41: ทางการจีนตั้งเป้าขาดดุลทางการคลังสูงสุดในรอบ 30 ปี สะท้อนความมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายการเติบโตที่ 5%

Fiscal deficit target



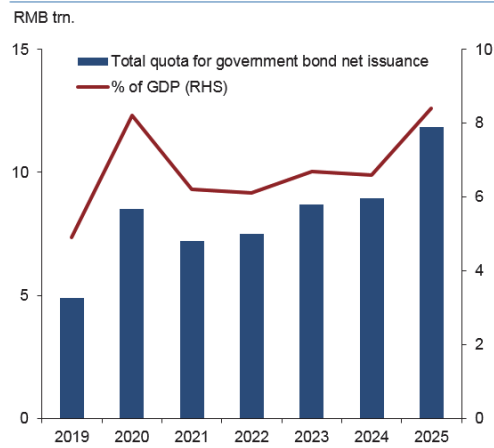
Broad deficit ^{1\}



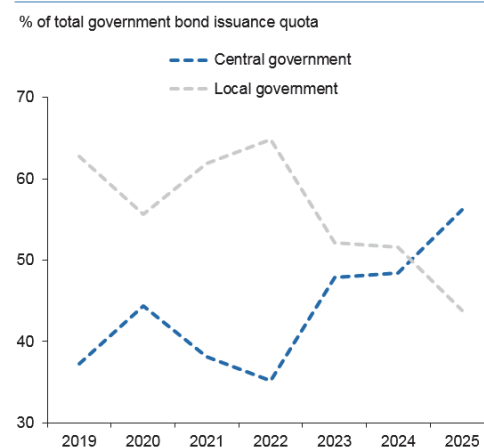
Note: 1\ Broad deficit refers to the gap between the combined actual revenue and spending under the general public budget and the government-managed fund budget.
ที่มา: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 42: การกู้ยืมของรัฐบาลจีนเพิ่มขึ้น โดยรัฐบาลกลางเข้ามารับภาระการกู้ยืมแทนรัฐบาลท้องถิ่นมากขึ้น

Total quota for net government bond issuance



Share of total government bond issuance



ที่มา: China's government budget report, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นโยบายการคลังจะมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนเศรษฐกิจจีนมากขึ้นในปี

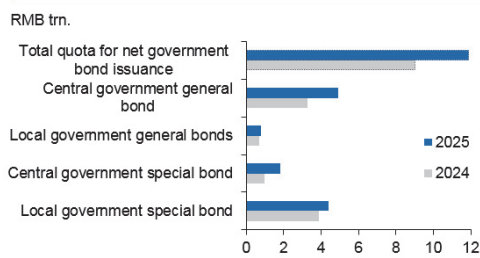
ในปี 2025 นโยบายการคลัง (Fiscal Policy) จะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจจีนสะท้อนจากแผนการออกพันธบัตรรัฐบาลทุกประเภทที่ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลพิเศษที่จะถูกใช้ในการดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่าง ๆ

สำหรับงบประมาณที่ได้จากการออกพันธบัตรรัฐบาลพิเศษของรัฐบาลกลาง (Central Government Special Bonds) จำนวน 1.8 ล้านล้านหยวน จะยังคงถูกจัดสรรไปเพื่อสนับสนุนโครงการลงทุนที่สำคัญ เช่น ภาคการผลิตที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง (High-Tech Manufacturing) ในขณะเดียวกัน งบประมาณสำหรับมาตรการ

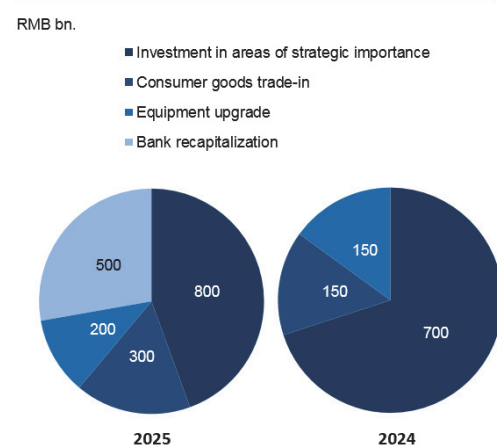
กระตุ้นการบริโภคสินค้าคงทน ภายใต้โครงการเก่าแก่ใหม่ (Trade-in Program) ที่สนับสนุนการซื้อสินค้าคงทนของผู้บริโภคได้ถูกเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าสู่ระดับ 3 แสนล้านหยวนในปีนี้ จาก 1.5 แสนล้านหยวนในปีก่อน เช่นเดียวกับงบประมาณสำหรับการสนับสนุนมาตรการ Equipment upgrade ที่ถูกเพิ่มขึ้นเป็น 2 แสนล้านหยวน จาก 1.5 แสนล้านหยวนในปี 2024 ขณะที่ในปีนี้ รัฐบาลจะใช้งบประมาณราว 5 แสนล้านหยวนเพื่อดำเนินการเพิ่มทุนให้แก่สถาบันการเงินขนาดใหญ่เพื่อเสริมสร้างความสามารถในการปล่อยสินเชื่อและสนับสนุนเศรษฐกิจ ด้วยเหตุนี้ นโยบายการคลังในปีนี้มีแนวโน้มที่จะช่วยเพิ่มการขยายตัวของ GDP ได้ประมาณ 2 จุดเปอร์เซ็นต์ (ppt) เพิ่มขึ้นจากปีก่อนที่นโยบายการคลังช่วยหนุนการเติบโตของ GDP ได้ไม่ถึง 0.8 จุดเปอร์เซ็นต์ (ppt)

แผนภาพที่ 43: ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลทุกประเภทปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้นโยบายการคลังจะมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนเศรษฐกิจจีนมากขึ้นในปี

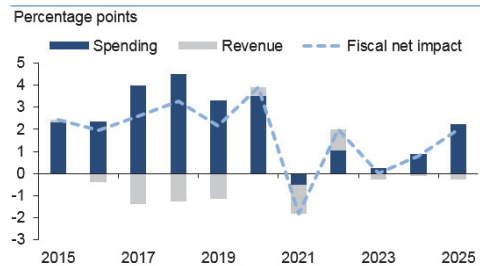
Government bond issuance quotas by type



Use of funds from central government special bonds



Contribution to nominal GDP growth



ที่มา: China's government budget report, Deutsche Bank Research, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เศรษฐกิจญี่ปุ่น

สหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่น (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ได้กำหนดเป้าหมายการขอขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยที่ระดับ 6.09% ในปีนี้ ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 32 ปี โดยทาง RENGO ได้ประกาศผลเบื้องต้นสำหรับผลการเจรจาขอขึ้นค่าจ้างครั้งแรกที่ระดับ 5.46% สูงกว่าผลเบื้องต้นสำหรับการเจรจาขอขึ้นค่าจ้างของปี 2024 โดยค่าครองชีพในญี่ปุ่นที่เพิ่มขึ้นมาก ประกอบกับภาวะตลาดแรงงานที่ตึงตัว และสหภาพแรงงานที่เริ่มกลับมาให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ของแรงงาน ซึ่งต่างจากสมัยก่อนที่ให้น้ำหนักกับความมั่นคงของตำแหน่งงาน ส่งผลให้ผู้ประกอบการปรับขึ้นค่าจ้างในระดับสูง ทั้งนี้ แม้ว่าการปรับขึ้นค่าจ้างของภาคธุรกิจขนาดใหญ่จะอยู่ในระดับสูง แต่ยังคงต้องติดตามการปรับขึ้นค่าจ้างของภาคธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่อาจมีข้อจำกัดมากกว่าของภาคธุรกิจขนาดใหญ่ แต่ด้วยสถานการณ์ในตลาดแรงงานที่มีความตึงตัวสูง ประกอบกับแรงงานมีอำนาจในการต่อรองมากขึ้น ส่งผลให้แนวโน้มการเติบโตของค่าจ้างในปีนี้อาจจะยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจากปีที่ผ่านมา และเป็นปัจจัยสนับสนุนการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) โดยเราคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป ราวทุก 6 เดือน โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปมีแนวโน้มเกิดขึ้นในช่วงกลางปีนี้ที่ระดับ 0.75% นอกจากนี้ ยังต้องติดตามความเสี่ยงจากการปรับขึ้นภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ที่อาจส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ของญี่ปุ่น และถือเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่อาจกระทบต่อแนวโน้มการขยายตัวของเศรษฐกิจของญี่ปุ่นในระยะต่อไป

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิตมีพัฒนาการที่ดีขึ้น แม้ยังคงหดตัว ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้น ด้านการส่งออกเร่งตัวขึ้นมากในเดือน ก.พ.

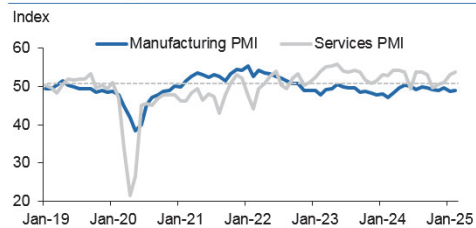
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตเดือน ก.พ. ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 49.0 จากระดับ 48.7 ในเดือน ม.ค. โดยผลผลิต (Output) ปรับลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 6 เช่นเดียวกับยอดคำสั่งซื้อใหม่ (New orders) ที่ยังคงปรับลดลง ด้านดัชนีในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 53.1 จากระดับ 53.0 ในเดือนก่อน ขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 และขยายตัวสูงสุดนับตั้งแต่เดือน ก.ย. ด้านราคาปัจจัยการผลิต แม้ชะลอตัวลง แต่ยังคงอยู่ในระดับ

ที่แข็งแกร่ง ขณะที่ความเชื่อมั่นภาคธุรกิจอ่อนแอลงเนื่องจากความกังวลในเรื่องของปัญหาการขาดแคลนแรงงานและแรงกดดันเงินเฟ้อ

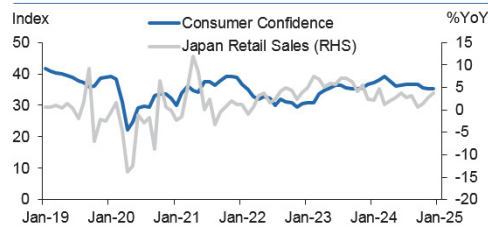
ด้านยอดค้าปลีกในเดือน ม.ค. เร่งตัวขึ้นสู่ระดับ 3.9% YoY (vs. 3.5% ในเดือนก่อน) ขณะที่ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคในเดือน ก.พ. ลดลงสู่ระดับ 35 จุด (vs. 35.2 ในเดือนก่อน) ด้านการค้าระหว่างประเทศ ยอดการส่งออกในเดือน ก.พ. เร่งตัวขึ้นสู่ระดับ 11.4% YoY (vs. +7.3% ในเดือนก่อน) ขณะที่ยอดการนำเข้าลดลงสู่ระดับ -0.7% YoY (vs. 16.2% ในเดือนก่อน)

แผนภาพที่ 44: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิตมีพัฒนาการที่ดีขึ้น แม้ยังคงหดตัว ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคบริการปรับเพิ่มขึ้น ด้านการส่งออกเร่งตัวขึ้นมากในเดือน ก.พ.

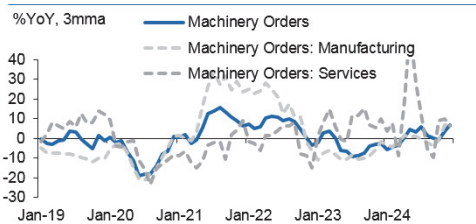
Manufacturing vs. Services PMI



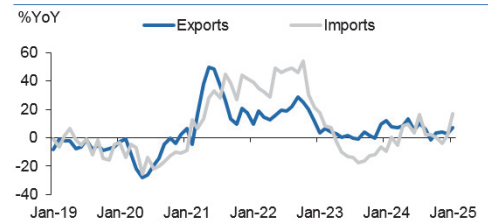
Retail sales



Investment



Trade



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

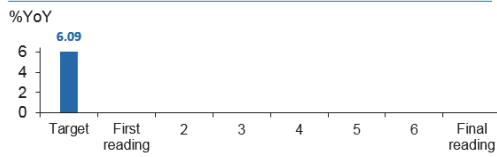
สหภาพแรงงานญี่ปุ่นเรียกร้องขอปรับขึ้นค่าจ้างในอัตราที่สูงสุดในรอบ 32 ปี ท่ามกลางภาวะเงินเฟ้อและตลาดแรงงานที่ตึงตัว

ในปีนี สหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่น (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ได้กำหนดเป้าหมายการขอขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยที่ระดับ 6.09% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 32 ปี และสูงกว่าข้อเรียกร้องของปี 2024 ที่อยู่ที่ 5.85% โดยทาง RENGO ได้ประกาศผลเบื้องต้นสำหรับการเจรจาครั้งแรก

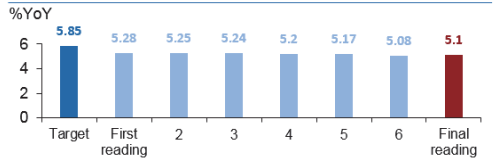
ซึ่งส่วนใหญ่ครอบคลุมสหภาพแรงงานของบริษัทขนาดใหญ่ ที่ระดับ 5.46% สูงกว่าผลเบื้องต้นสำหรับการเจรจาครั้งแรกของปี 2024 ที่ระดับ 5.28% โดยผลการเจรจาค่าจ้างดังกล่าวสะท้อนถึงอัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ในระดับสูง และสถานะตลาดแรงงานที่ตึงตัว ส่งผลให้แนวโน้มการเติบโตของค่าจ้างในปีนี้อาจจะยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจากปีที่ผ่านมา

แผนภาพที่ 45: สหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่น (Japanese Trade Union Confederation – RENGO) ได้กำหนดเป้าหมายการขอขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยที่ระดับ 6.09% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 32 ปี

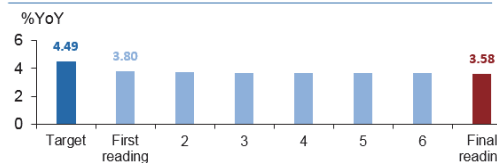
2025 Shunto wage negotiation



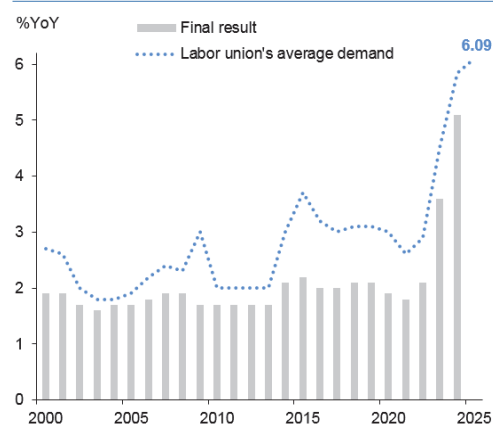
2024 Shunto wage negotiation



2023 Shunto wage negotiation



Shunto wage negotiation



ที่มา: JTUC-RENGO, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

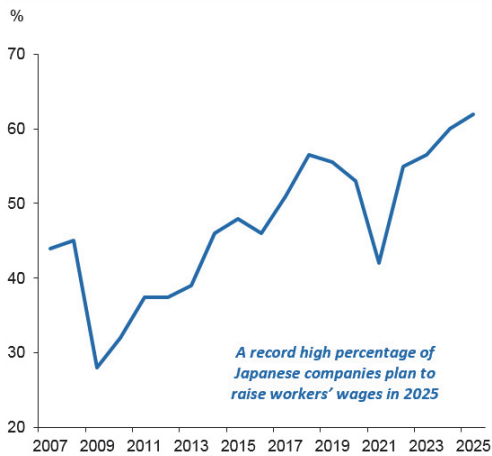
กว่า 60% ของบริษัทญี่ปุ่นมีแผนปรับขึ้นค่าจ้างในปีนี ทั้งนี้ ยังต้องติดตามการปรับขึ้นค่าจ้างของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กที่อาจมีข้อจำกัดมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่

ผลสำรวจพบว่า 62% ของภาคธุรกิจญี่ปุ่นมีแผนปรับขึ้นค่าจ้างในปีนี ซึ่งถือเป็นอัตราที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยบริษัทขนาดใหญ่จำนวนมากได้ยอมรับข้อเรียกร้องของสหภาพแรงงาน ส่งผลให้มีการปรับขึ้นค่าจ้างในอัตราที่สหภาพแรงงานเรียกร้อง ซึ่งบริษัทขนาดใหญ่มีศักยภาพทางการเงินและผลกำไรเพียงพอ

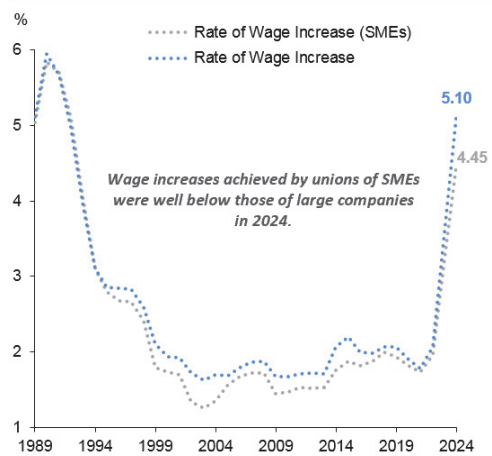
สำหรับการปรับขึ้นค่าจ้างในระดับสูง อย่างไรก็ตาม การปรับขึ้นค่าจ้างของบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กอาจยังไม่แน่นอนสูง เนื่องจากบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กมีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดใหญ่ และมีสัดส่วนต้นทุนแรงงานที่ต่อผลกำไรที่สูงกว่า ส่งผลให้ต้องเผชิญกับความท้าทายมากกว่าในการปรับขึ้นค่าจ้างให้แก่พนักงาน โดยในปีที่ผ่านมา อัตราการขึ้นค่าจ้างของภาคธุรกิจ SMEs เฉลี่ยที่ 4.45% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของการปรับขึ้นค่าจ้างโดยรวมที่ 5.1% อย่างมีนัยสำคัญ

แผนภาพที่ 46: 62% ของบริษัทญี่ปุ่นมีแผนปรับขึ้นค่าจ้างในปีนี แต่การปรับขึ้นค่าจ้างของ SMEs ยังมีความไม่แน่นอนสูง

Survey of Japanese companies planning to raise wages



Difference between wage increase rates



ที่มา: JTUC-RENGO, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

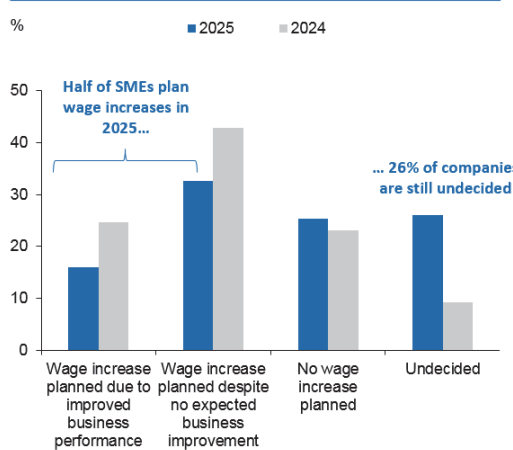
สัดส่วน SMEs ที่มีแผนปรับขึ้นค่าจ้างในปีนี้อยู่ต่ำกว่าในปี 2024 โดยส่วนใหญ่มีแผนปรับขึ้นค่าจ้างที่ระดับ 3-4% เพื่อให้พอชดเชยกับอัตราเงินเฟ้อ

จากการสำรวจแผนการปรับขึ้นค่าจ้างของ SMEs พบว่า 48.5% ของ SMEs มีแผนปรับขึ้นค่าจ้างให้แก่พนักงานในปีนี ซึ่งสัดส่วนดังกล่าวยังต่ำกว่าในปี 2024 ที่ 67.6% ขณะที่ SMEs ส่วนใหญ่มีแผนปรับขึ้นค่าจ้างที่ระดับ 3-4% เพื่อให้พอชดเชยกับ

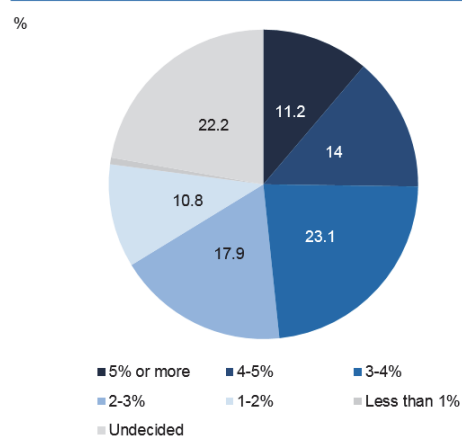
อัตราเงินเฟ้อ ทั้งนี้ สัดส่วนของ SMEs ที่ยังไม่ได้ตัดสินใจและกำลังรอพิจารณาผลการเจรจาต่อรองค่าจ้างของบริษัทขนาดใหญ่และรอประเมินสถานการณ์จากบริษัทคู่แข่งมีสูงถึง 26% ซึ่งสูงกว่าปีที่ผ่านมามีสัดส่วนดังกล่าวเพียง 9.2% ซึ่งเราคาดว่า บริษัทเหล่านี้จะพิจารณาปรับขึ้นค่าจ้างในที่สุดเพื่อรักษาพนักงานไว้ เนื่องจากหากบริษัทไม่ปรับขึ้นค่าจ้างหรือปรับขึ้นในอัตราที่ต่ำ อาจส่งผลให้แรงงานย้ายงานไปยังบริษัทที่เสนอค่าตอบแทนที่ดีกว่า

แผนภาพที่ 47: 48.5% ของ SMEs มีแผนปรับขึ้นค่าจ้างให้แก่พนักงานในปีนี โดย SMEs ส่วนใหญ่มีแผนปรับขึ้นค่าจ้างที่ระดับ 3-4% เพื่อให้พอชดเชยกับอัตราเงินเฟ้อ

SMEs plan for base wage increases in FY2025



Breakdown of planned wage increases for FY2025^{1\}



Over half of companies plan to raise wages by 3% or more, comparable to the rise in consumer prices, suggesting efforts to keep up with inflation.

Note: 1\ The survey targeted companies that answered "wage increase planned," including bonuses and other temporary payments in total wage increases.

ที่มา: Chamber of commerce and industry, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความจำเป็นในการขึ้นค่าจ้างเพื่อรักษาพนักงานเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้ภาคธุรกิจตัดสินใจปรับขึ้นค่าจ้าง

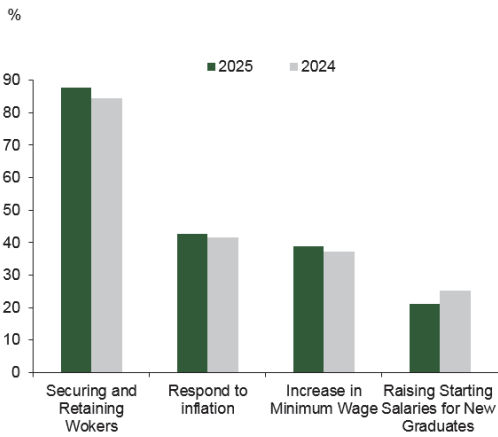
เหตุผลหลักที่ภาคธุรกิจในญี่ปุ่นตัดสินใจปรับขึ้นค่าจ้างคือเพื่อรักษาแรงงานไว้ในองค์กร เนื่องจากในปัจจุบัน ตลาดแรงงานญี่ปุ่นมีความยืดหยุ่นเพิ่มขึ้น และแรงงานมีอำนาจต่อรองที่สูงขึ้น โดยปัญหาการขาดแคลนแรงงานยังอยู่ในระดับสูง และส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจในทุกขนาด โดยเฉพาะ SMEs ขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (Participation rate) ของผู้หญิงและผู้สูงอายุได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ส่งผลให้การมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานของแรงงานกลุ่มดังกล่าวอาจไม่สามารถปรับเพิ่มขึ้นได้อีกมากนักในระยะต่อไป นอกจากนี้พบว่าจำนวนแรงงานที่มีความต้องการย้ายงานมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

อย่างชัดเจนในช่วงที่ผ่านมา ขณะที่ตำแหน่งงานว่างต่อจำนวนผู้สมัครยังสะท้อนว่าตลาดแรงงานญี่ปุ่นมีความตึงตัวสูง ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้การปรับขึ้นค่าจ้างในปีนี้มีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจากในปีที่ผ่านมา และเป็นปัจจัยสำคัญที่สนับสนุนการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ)

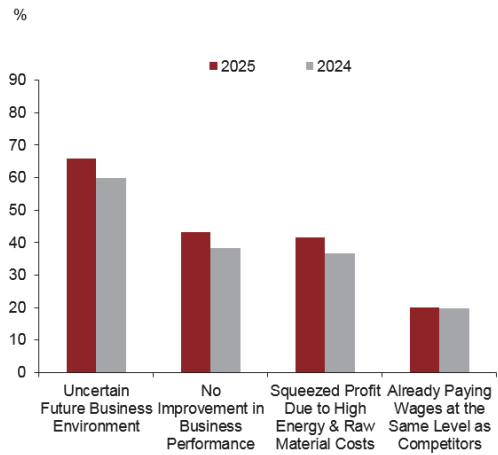
เรายังคงมุมมองว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไป ด้วยความเร็วเฉลี่ยปีละ 2 ครั้ง หรือราวทุก 6 เดือน โดยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปมีแนวโน้มเกิดขึ้นในช่วงกลางปีนี้สู่ระดับ 0.75% หลังจากที่ BoJ ได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งล่าสุด 25bps ในการประชุมเดือน ม.ค. ที่ผ่านมา จาก 0.25% เป็น 0.5%

แผนภาพที่ 48: เหตุผลหลักที่ภาคธุรกิจในญี่ปุ่นตัดสินใจปรับขึ้นค่าจ้างคือเพื่อรักษาแรงงานไว้ในองค์กร

Top reasons for raising wages



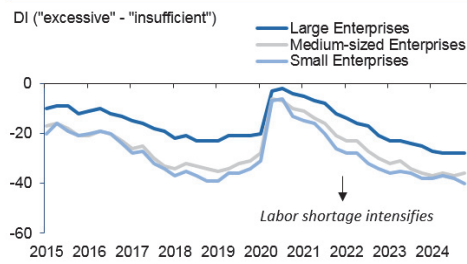
Top reasons for not raising wages



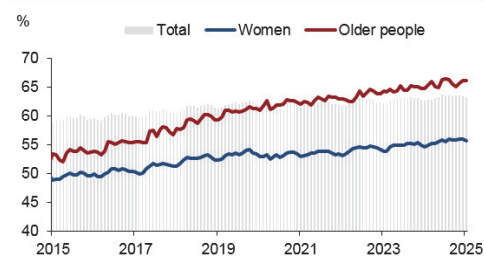
ที่มา: Chamber of commerce and industry, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 49: ตลาดแรงงานญี่ปุ่นมีความตึงตัวมาก และภาคธุรกิจยังเผชิญกับปัญหาขาดแคลนแรงงาน

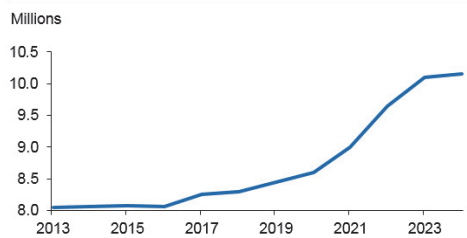
Survey of Employment Conditions



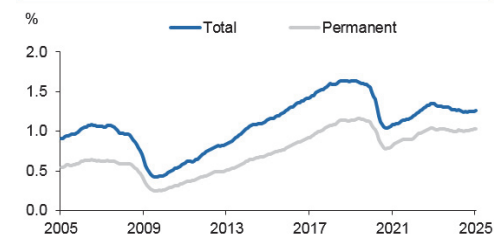
Participation Rate



Number of People Looking to Change Jobs



Ratio of Job Offers to Applicants



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

การปรับขึ้นภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ ถือเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น

ความเสี่ยงจากการปรับขึ้นอัตราภาษีศุลกากร (tariff) โดยสหรัฐฯ อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น โดยเฉพาะในภาคอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งคิดเป็นประมาณ 5% ของ GDP ญี่ปุ่น โดยราว 15% ของผลผลิตรถยนต์ในประเทศญี่ปุ่นถูกส่งออกไปยังสหรัฐฯ ดังนั้น หากสหรัฐฯ กำหนดภาษีนำเข้ารถยนต์ อาจส่งผลกระทบต่อ GDP ญี่ปุ่นในสัดส่วนประมาณ 0.75% มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจาก tariff ดังกล่าว และหาก tariff ครอบคลุมถึง

ชิ้นส่วนยานยนต์ จะส่งผลให้สัดส่วน GDP ที่มีความเสี่ยงได้รับผลกระทบเพิ่มขึ้นเป็น 0.9% อย่างไรก็ตาม การปรับขึ้น tariff ของสหรัฐฯ ในอุตสาหกรรมอื่น เช่น เหล็กและอะลูมิเนียม หรือในอุตสาหกรรมชิปและยา คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่นจำกัด เนื่องจากญี่ปุ่นมีการพึ่งพาสหรัฐฯ ในอัตราส่วนที่ต่ำ

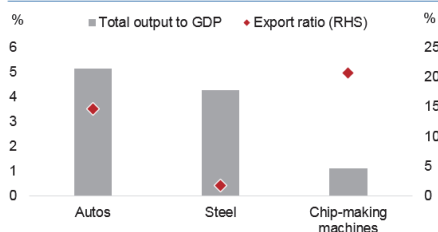
ในช่วงที่ผ่านมา รัฐบาลญี่ปุ่นพยายามเจรจาขอยกเว้นการขึ้นภาษีจากสหรัฐฯ ผ่านการทำข้อตกลงเพิ่มการนำเข้าสินค้าจากสหรัฐฯ และเพิ่มการลงทุนในสหรัฐฯ อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบัน ยังไม่มีความชัดเจนว่าสหรัฐฯ จะขึ้น tariff กับสินค้านำเข้าจากญี่ปุ่นหรือไม่ ซึ่งต้องติดตามผลสรุปในวันที่ 2 เมษายนนี้

แผนภาพที่ 50: การปรับขึ้นอัตราภาษีศุลกากร (tariff) ของสหรัฐฯ ต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ถือเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น

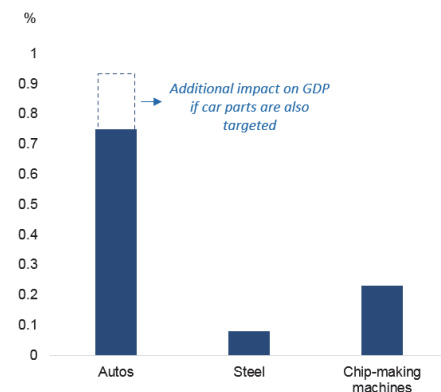
Products threatened by Trump's tariffs

Product	Tariff threat
Autos	25%
Steel	25%
Chip-making machines	US may urge allies to curb exports of advanced chip-making equipment to China

Japan's exposure to US tariff threats 1



GDP share at risk



Note: 1\ Export ratio means share of Japan's domestic output that was exported to US/China

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

เศรษฐกิจไทย

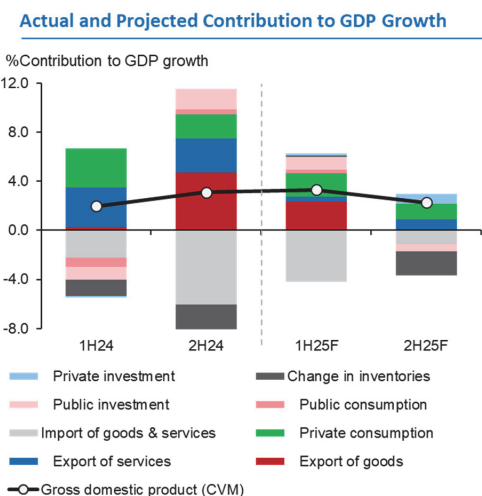
เราปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปีนี้อลงมาอยู่ที่ 2.8% จากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัวได้ราว 3.0% โดยหลักจากความเสี่ยงของสงครามการค้าที่มีความชัดเจนมากขึ้น โดยเฉพาะการที่สหรัฐฯ ประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับประเทศจีน ส่งผลให้คาดว่าจะมีสินค้าจากจีนล้นทะลักเข้ามายังภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งมีการกีดกันทางการค้าในระดับที่ต่ำ ขณะเดียวกัน เราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยยังเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมจากนโยบายการตั้งกำแพงภาษีแบบโต้กลับ (Reciprocal Tariff) ที่สหรัฐฯ อาจบังคับใช้ในวันที่ 2 เมษายนนี้ และประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่มีความเสี่ยงที่จะพลาดเป้า หลังการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนล่าช้ากว่าที่ประเมิน ส่วนหนึ่งจากความกังวลด้านความปลอดภัย สำหรับมุมมองนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า ด้านนโยบายการเงิน เรามองว่าคง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.00% ตลอดถึงปี 2025F แต่หาก 1. ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม โดยเฉพาะในหมวดรถยนต์ เคมีภัณฑ์ และสิ่งทอยังคงปรับแผ่ลงอย่างมีนัยสำคัญ และ/หรือ 2. ไม่พบสัญญาณของการฟื้นตัวของยอดการปล่อยสินเชื่อใหม่ในระบบ แม้ว่าการเงินโดยรวมจะผ่อนคลายลงจากเดิมก็ตาม ผนวกกับ 3. ภาวะเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงมากกว่าที่คาด โดยเฉพาะจากการทวีความรุนแรงของสงครามการค้า (Reciprocal Tariff) ปัจจัยเหล่านี้มีโอกาส่งผลให้คง. พิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมจากระดับปัจจุบันสู่ระดับ 1.50-1.75% ได้

เราปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยปีนี้อลงมาอยู่ที่ 2.8% และมีความเสี่ยงด้านต่ำที่อาจโตได้เพียง 2.1%

เราปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปีนี้อลงมาอยู่ที่ 2.8% จากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัวได้ราว 3.0% โดยหลักจากความเสี่ยงของสงครามการค้าที่มีความชัดเจนมากขึ้น โดยเฉพาะการที่สหรัฐฯ ประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับประเทศจีน ส่งผลให้คาดว่าจะมีสินค้าจากจีนล้นทะลักเข้ามายังภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ซึ่งมีการกีดกันทางการค้าในระดับที่ต่ำ โดยเราคาดว่า สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนจะส่งผลให้มูลค่าการนำเข้าสินค้าของไทยเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลิตในภาคอุตสาหกรรมต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน เราประเมินว่า

เศรษฐกิจไทยยังเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มเติมจากนโยบายการตั้งกำแพงภาษีแบบโต้กลับ (Reciprocal Tariff) ที่สหรัฐฯ อาจบังคับใช้ในวันที่ 2 เมษายนนี้ ราว 0.35-0.50 ppt. จากประมาณการปัจจุบัน นอกจากนี้ ประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติก็มีความเสี่ยงที่จะพลาดเป้า หลังการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนล่าช้ากว่าที่ประเมิน ส่วนหนึ่งจากความกังวลด้านความปลอดภัย โดยเราประเมินว่าอาจกระทบต่อประมาณการ GDP อีกราว 0.20 ppt. ดังนั้นเศรษฐกิจไทยยังมีความเสี่ยงด้านต่ำ และมีโอกาสที่จะเติบโตได้เพียง 2.1% เท่านั้น หากมาตรการภาษีศุลกากรจากสหรัฐฯ มีผลบังคับใช้ในช่วงครึ่งแรกของปี และการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์

แผนภาพที่ 51: เราปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยปีนี้อลงมาอยู่ที่ 2.8% จากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัวได้ราว 3.0%



Summary of GDP Forecasts

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU 2025F		Δ
			Latest	Old	
GDP	%	2.5	2.8	3.0	-0.2
Private Consumption	%	4.4	2.6	2.7	-0.1
Public Consumption	%	2.5	2.1	1.8	0.3
Private Investment	%	-1.6	2.9	2.9	0.0
Public Investment	%	4.8	3.3	3.5	-0.2
Exports (f.o.b)	%	4.3	2.0	2.0	0.0
Imports (f.o.b)	%	5.3	4.2	3.4	0.8
Tourist Arrivals	Million	36.0	38.5	38.5	0.0
CA Balance	US\$, Bn	12.5	14.0	15.0	-1.0
Headline Inf.	%	0.4	1.0	1.0	0.0
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	80.0	80.0	80.0	0.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	2.00	2.00	0.0
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	33.8	34.5	-0.7

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

แผนภาพที่ 52: โดยหลักจากความเสี่ยงของสงครามการค้าที่มีความชัดเจนมากขึ้น โดยเฉพาะการที่สหรัฐฯ มีการประกาศตั้งกำแพงภาษีสินค้านำเข้ากับประเทศจีน

Summary of GDP Forecasts

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU	BoT	NESDC	FPO
			2025F	2025F	2025F	2025F
GDP	%	2.5	2.8	2.9	2.3-3.3	3.0
Private Cons.	%	4.4	2.6	2.5	3.3	3.3
Public Cons.	%	2.5	2.1	2.6	1.3	1.3
Private Inv.	%	-1.6	2.9	2.9	3.2	2.7
Public Inv.	%	4.8	3.3	4.5	4.7	3.4
Exports (f.o.b)	%	4.3	2.0	2.0	3.5	3.4
Imports (f.o.b)	%	5.3	4.2	0.4	4.0	1.8
Tourist Arrivals	Million	35.5	38.5	39.5	38.0	38.5
CA Balance	US\$, Bn	12.3	14.0	16.0	14.3	13.0
Headline Inf.	%	0.4	1.0	1.2	0.5-1.5	0.9
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	80.0	80.0	80.0	75-85	75.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	2.00	--	--	--
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	33.8	--	34.5-35.5	35.2

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

กนง. มีมติ 6-1 ให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง -0.25% สู่ระดับ 2.00% สวนทางคาดการณ์ของตลาดจากสัญญาณเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ และภาวะการเงินการเงินที่ตึงตัวมากเกินไป

คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติ 6 ต่อ 1 ให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25 bps สู่ระดับ 2.00% โดยเสียงส่วนใหญ่ของกรรมการฯ เห็นชอบในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้เพื่อให้สอดคล้องกับแนวโน้มของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ และเสถียรภาพของระบบการเงิน รวมถึงความกังวลด้านค่าที่ชัดเจนยิ่งขึ้น ขณะที่กรรมการฯ 1 ท่านมีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เนื่องจากให้ความสำคัญกับการรักษาขีดความสามารถของการดำเนินนโยบายการเงิน (Policy Space) เพื่อรองรับความไม่แน่นอนในอนาคต

ประเด็นสำคัญจากการประชุม:

ด้านเศรษฐกิจ: กนง. มองว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่ประเมินไว้ (คาดการณ์ในการประชุม กนง. ครั้งก่อน +2.9% ในปี 2025F) จากภาคการผลิตที่ถูกกดดันจากปัญหาเชิงโครงสร้างและการแข่งขันจากสินค้าต่างประเทศรวมทั้งมีความเสี่ยงที่สูงขึ้นจากนโยบายการค้าของประเทศเศรษฐกิจหลัก แม้ว่าเศรษฐกิจยังคงได้รับแรงหนุนจากภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภาคเอกชน

ด้านเงินเฟ้อ: กนง. มองว่าเงินเฟ้อทั่วไปจะขยายตัว 1.1% ในปี 2025F จากปัจจัยด้านอุปทานโดยเฉพาะราคาน้ำมันดิบโลกที่มีแนวโน้มลดลง รวมถึงปัจจัยเชิงโครงสร้าง อาทิ การแข่งขันด้านราคาสินค้านำเข้า แม้ว่าเงินเฟ้อแนวโน้มที่จะยังคงอยู่ในระดับต่ำในระยะข้างหน้า อย่างไรก็ตาม อัตราเงินเฟ้อยังไม่ได้ส่งสัญญาณถึงภาวะเงินเฟ้อ และยังมีส่วนช่วยบรรเทาภาระปัญหาค่าครองชีพด้านอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ในระยะกลางยังคงอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับกรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ

ด้านเสถียรภาพระบบการเงิน: ภาพรวมของภาวะการเงินยังคงตึงตัวแม้ว่าการเติบโตและคุณภาพสินเชื่อเริ่มทรงตัว อย่างไรก็ตาม สินเชื่อ SMEs โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่เผชิญปัญหาเชิงโครงสร้างยังหดตัวต่อเนื่อง โดยคณะกรรมการฯ มองว่าการปรับลดดอกเบี้ยในครั้งนี้จะช่วยลดความตึงตัวของภาวะการเงินโดยไม่กระทบต่อความเสี่ยงด้านเสถียรภาพระบบในระยะยาว มองไปข้างหน้า กนง. เห็นควรให้ติดตามการขยายตัวและแนวโน้มคุณภาพสินเชื่อของกลุ่มเปราะบาง

แม้ในรอบก่อนจะมีมติเอกฉันท์ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย แต่ด้วยพัฒนาการของเศรษฐกิจไทยที่มีความเสี่ยงด้านค่าชัดเจนขึ้น กนง. จึงเห็นว่ามีเหมาะสมที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในการประชุมรอบนี้

อ้างอิงจากมุมมองของเราเกี่ยวกับความตึงตัวของสภาวะการเงินในประเทศที่มากเกินไปความจำเป็น และมองว่านโยบายการเงินควรมีการผ่อนคลายเพิ่มเติม ในการประชุมครั้งนี้ กนง. ได้ตัดสินใจที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินลงเร็วกว่าที่เราประเมินไว้ (แต่สอดคล้องกับประมาณการของเราก่อนหน้านี้)

คณะกรรมการกลับมาให้ความสำคัญกับการผลิตในภาคอุตสาหกรรมมากขึ้น หลังภาคส่วนนี้กำลังเผชิญแรงกดดันจากปัจจัยเชิงโครงสร้างและการแข่งขันด้านราคาที่สูงจากสินค้านำเข้า ซึ่งส่งผลให้บริษัทบางส่วนชะลอแผนการลงทุนออกไป รวมถึงการเพิ่มการระบายสินค้าคงคลัง นอกจากนี้ คณะกรรมการนโยบายการเงิน เห็นควรให้จับตาสถานการณ์ของบริษัทขนาดกลาง-เล็ก (SMEs) ที่เข้าถึงสินเชื่อได้ยากและยังต้องเผชิญการแข่งขันสูงอย่างใกล้ชิด

ทั้งนี้ กนง. ระบุว่า กรรมการทุกท่านยังคงให้ความสำคัญกับการรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า (Policy Space) ตามเดิม แต่เมื่อพิจารณาจาก

พัฒนาการทางเศรษฐกิจที่มีความเสี่ยงด้านต่ำชัดเจนขึ้น และแนวโน้มเศรษฐกิจที่คาดว่าจะขยายตัวได้ต่ำกว่าที่ประเมินไว้ จึงตัดสินใจที่จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาในรอบนี้ เพื่อที่จะรองรับความเสี่ยงด้านต่ำที่ชัดเจนขึ้น อย่างไรก็ตาม กนง. ระบุว่า การพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงเพิ่มเติมในครั้งถัดไปจะมีเกณฑ์การพิจารณาที่ยากขึ้น เนื่องจากได้สูญเสียพื้นที่ในการดำเนินนโยบายการเงินไปบางส่วนแล้วในการตัดสินใจด้านนโยบายในครั้งนี้

ด้านมุมมองต่อเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า กนง. ระบุว่าเตรียมที่จะปรับลดคาดการณ์การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2025F ลงมาอยู่ที่ระดับสูงกว่า 2.5% เล็กน้อยในการประชุมครั้งหน้าในเดือน เมษายน เพื่อให้สอดคล้องกับการรับรู้ผลกระทบเชิงลบจากสงครามการค้าที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา และความไม่แน่นอนที่ยังมีอยู่ รวมถึงมุมมองต่ออุตสาหกรรมการผลิตภายใน

ประเทศที่ยังต้องเผชิญกับความท้าทายที่สูงจากความสามารถในการแข่งขันที่ลดลงของผู้ประกอบการ SMEs และการแข่งขันที่รุนแรงจากสินค้านำเข้า

สำหรับมุมมองนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า เรามองว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.00% ตลอดทั้งปี 2025F แต่หาก 1. ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม โดยเฉพาะในหมวดยานยนต์ เคมีภัณฑ์ และสิ่งทอยังคงปรับแย่ลงอย่างมีนัยสำคัญ และ/หรือ 2. ไม่พบสัญญาณของการฟื้นตัวของยอดการปล่อยสินเชื่อใหม่ในระบบ แม้ว่าภาวะการเงินโดยรวมจะผ่อนคลายลงจากเดิมก็ตาม ผนวกกับ 3. ภาวะเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงมากกว่าที่คาด โดยเฉพาะจากการทวีความรุนแรงของสงครามการค้า (Reciprocal Tariff) ปัจจุบันเหล่านี้มีโอกาสส่งผลให้ กนง. พิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมจากระดับปัจจุบันสู่ระดับ 1.50-1.75% ได้

แผนภาพที่ 53: คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติ 6 ต่อ 1 เสียงให้ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25 bps สู่ระดับ 2.00% โดยเสียงส่วนใหญ่ของกรรมการฯ เห็นชอบในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายในครั้งนี้ เพื่อให้สอดคล้องแนวโน้มของเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อ และเสถียรภาพของระบบการเงิน

Summary of GDP Forecasts



ธนาคารแห่งประเทศไทย
BANK OF THAILAND

The policy rate at 2.00 percent is consistent with the current assessment of the economic outlook and remains robust to risks going forward.

The slower economic outlook is a result of structural problems, which require policies to increase economic competitiveness and enhance potential growth.

The Committee will closely monitor developments in financial and economic outlook.

Going forward, there are key factors to monitor:

- Manufacturing production outlook
- Impact of major economies' trade policies on economic outlook
- Outlook for loan growth and credit quality, as well as implications for economic activities

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

แผนภาพที่ 54: หาก กนง. ไม่พบสัญญาณของการฟื้นตัวของยอดการปล่อยสินเชื่อใหม่ในระบบ แม้ว่าภาวะการเงินโดยรวมจะผ่อนคลายลงจากเดิม อาจส่งผลให้ กนง. พิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติม

Thai household loan growth (%YoY)

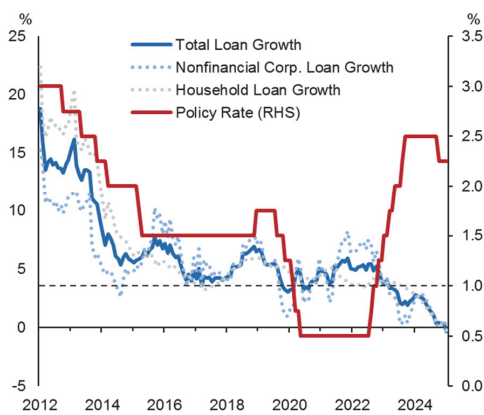
	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24
Total	3.6	3.4	4.2	3.9	3.8	3.8	3.3	3.0	2.4	1.5	0.7
Real estate purchases (34%)	5.0	4.8	5.3	5.2	5.0	4.8	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5
Vehicle purchases (10%)	0.6	0.3	1.3	-0.3	-0.3	1.0	0.2	-0.7	-2.4	-5.8	-7.9
Other household loans (56%)	3.5	3.2	4.2	4.0	3.9	3.8	3.2	3.1	2.7	2.1	1.4

<p>Sector</p> <div style="background-color: #003366; color: white; padding: 10px; text-align: center; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">Real Estate</div> <div style="background-color: #003366; color: white; padding: 10px; text-align: center; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">Vehicles</div>	<p>Government Policies</p> <div style="border: 1px solid #003366; padding: 10px; font-weight: bold; font-size: 1.1em;">“You Fight; We Help”</div> <ul style="list-style-type: none"> The Bank of Thailand (BOT) is evaluating the potential easing of loan-to-value (LTV) measures for second and third homes, particularly in the high-value segment, as part of efforts to support the recovery of the property market. This follows the 2021 relaxation of LTV measures, which contributed to a gradual rebound in new loan issuance, despite the continued slowdown in overall outstanding mortgage debt. The Ministry of Finance is preparing a measure to guarantee pickup truck loans through the Thai Credit Guarantee Corporation (TCG) to support SMEs in the transportation and trading sectors. Under the TCG SMEs PICK-UP initiative, TCG will provide loan guarantees for hire-purchase financing, with a budget allocation of 10 billion baht. This initiative aims to enhance SMEs' access to formal credit, benefiting an estimated 12,500 entrepreneurs seeking to purchase new pickup trucks. The program is expected to be launched by the end of March.
---	---

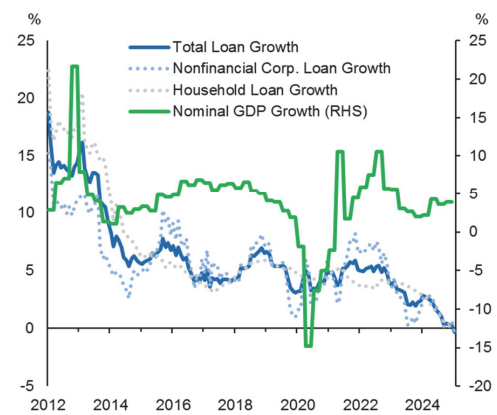
ที่มา: BoT, Local press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แผนภาพที่ 55: อัตราดอกเบี้ยนโยบายไม่สอดคล้องกับการเติบโตของสินเชื่อเช่าในอดีต

Loan growth vs. Policy rate



Loan growth vs. GDP growth



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

ภาคอุตสาหกรรมไทยเผชิญแรงกดดันจากสินค้านำเข้าจีนโดยการผลิตและการใช้กำลังการผลิตในหลายกลุ่มหดตัวชัดเจน

จากข้อมูลปี 2024 สะท้อนให้เห็นถึงแรงกดดันในภาคอุตสาหกรรมของไทย โดยเฉพาะกลุ่มที่ต้องเผชิญกับการแข่งขันจากสินค้านำเข้าราคาถูกจากจีน ซึ่งส่งผลกระทบต่อทั้งผลผลิต (Industrial Production) และอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization) โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่การผลิต/การใช้กำลังการผลิตหดตัวรุนแรงจากการแข่งขันของสินค้านำเข้า (เปรียบเทียบข้อมูลปี 2024 กับ ปี 2021) มีรายละเอียดดังต่อไปนี้

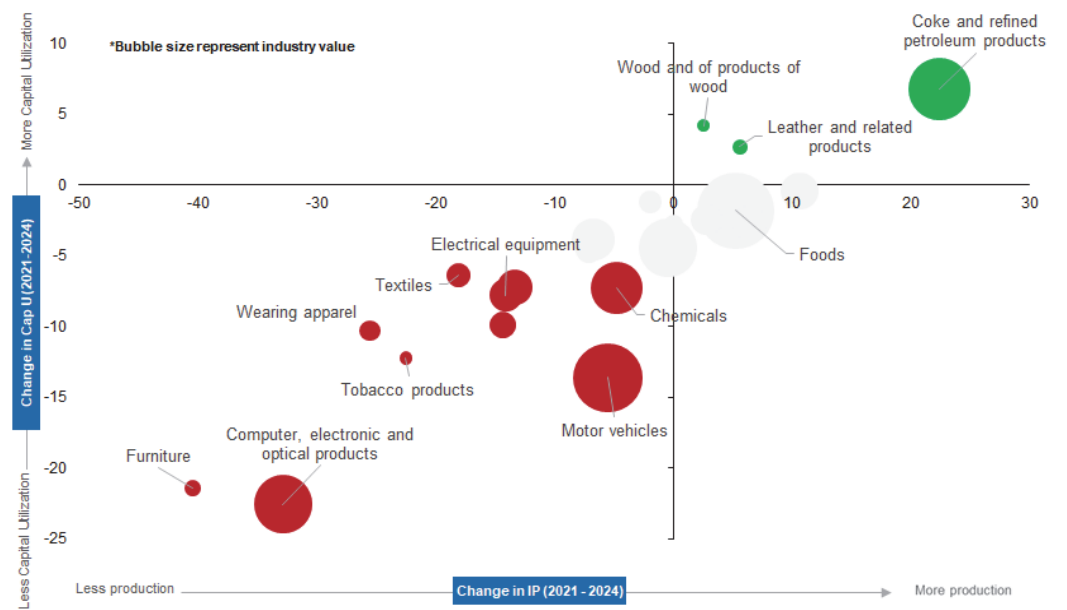
- **เฟอร์นิเจอร์:** การผลิตลดลงถึง -40% และการใช้กำลังการผลิตลดลง -21% สะท้อนผลกระทบโดยตรงจากสินค้านำเข้าเฟอร์นิเจอร์ราคาถูกจากจีนที่มีต้นทุนการผลิตต่ำกว่า
- **คอมพิวเตอร์ และอิเล็กทรอนิกส์:** การผลิตลดลง -33% และกำลังการผลิตลดลง -23% สะท้อนการแย่งตลาดอย่างชัดเจนจากจีนในกลุ่มสินค้าดิจิทัล และเทคโนโลยี
- **ยานยนต์ และ เสื้อผ้าสำเร็จรูป:** ทั้งสองกลุ่มนี้หดตัวมากกว่า -20% ในด้านการผลิต ซึ่งอาจเป็นผลมาจากทั้งพฤติกรรม

ผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป และการเข้ามาตีตลาดของสินค้าจากจีนที่มีราคาถูกกว่ามาก

- **ยานยนต์และชิ้นส่วน:** หมวดยานยนต์ที่ผลิตลดลง -5% และกำลังการผลิตลดลงถึง -14% สอดคล้องกับการแข่งขันจากยานยนต์ไฟฟ้า ที่รถยนต์สัญชาติจีนรุกตลาดยานยนต์ไทยอย่างรวดเร็ว

โดยสรุป อุตสาหกรรมการผลิตของไทยกำลังเผชิญกับแรงกดดันจากภายนอกที่เข้ามาแย่งชิงส่วนแบ่งการตลาดและทำให้ผู้ผลิตจำนวนมากจำเป็นต้องปรับลดการผลิต โดยเฉพาะกลุ่มที่มีมูลค่าเพิ่มต่ำหรือยังไม่มียกระดับเทคโนโลยีการผลิตเพื่อให้ต้นทุนสามารถแข่งขันได้ บางส่วนปรับตัวไปสู่การเป็นธุรกิจซื้อขายไป (Trader) แทนเพื่อความอยู่รอด ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวส่งผลกระทบต่อการทำงานของแรงงานภายในประเทศ ส่งผลให้การฟื้นตัวของรายได้ของลูกจ้างในภาคการผลิตยังคงล่าช้าเมื่อเปรียบเทียบกับสาขาอาชีพในภาคบริการที่รายได้ฟื้นตัวได้เร็วกว่า ตามการท่องเที่ยวที่กลับมาใกล้เคียงกับก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 แล้ว

แผนภาพที่ 56: ทั้งผลผลิต (Industrial Production) และอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Rate) ในเกือบทุกอุตสาหกรรมในปี 2024 หดตัวลงเมื่อเทียบกับปี 2021



ที่มา: Office of Industrial Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นักท่องเที่ยวชาวจีนเริ่มเน้นการเดินทางออกไปท่องเที่ยวในจุดหมายระยะไกล (Long haul) มากกว่าระยะใกล้ (Short haul) เมื่อเป็นการเดินทางออกไปท่องเที่ยวนอกประเทศ

ข้อมูลล่าสุด (4Q24) ชี้ให้เห็นว่า นักท่องเที่ยวชาวจีนต่างเลือกที่จะเดินทางไปท่องเที่ยวในจุดหมายระยะไกล (Long-haul) อาทิ เยอรมัน อิตาลี ฝรั่งเศส สหรัฐฯ สะท้อนจากสัดส่วนการฟื้นตัวที่ดีกว่าค่าเฉลี่ยอย่างเห็นได้ชัด ขณะที่รูปแบบของการเดินทางโดยหากแบ่งเป็นรายประเทศมีรายละเอียดดังนี้

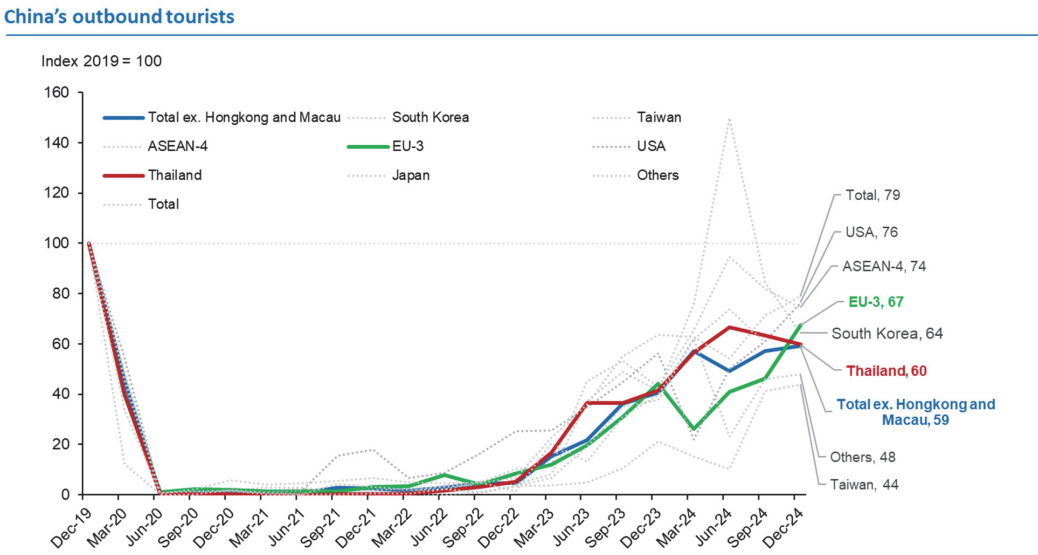
- การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวชาวออกโดยรวม (ไม่รวมฮ่องกง) อยู่ที่ระดับ 59% ของช่วงก่อนโควิด (2Q19)
- โดยจุดหมายของนักท่องเที่ยวชาวออกที่ฟื้นตัวสูงกว่าค่าเฉลี่ยประกอบด้วย นักท่องเที่ยวชาวออกไปสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 76% ของช่วงก่อนโควิด, อาเซียน-4 (เวียดนาม, สิงคโปร์, มาเลเซีย, อินโดนีเซีย) อยู่ที่ระดับ 74% ของ

ช่วงก่อนโควิด, EU-3 (เยอรมัน, ฝรั่งเศส, อิตาลี) อยู่ที่ระดับ 67% ของช่วงก่อนโควิด และไทยอยู่ที่ระดับ 60% ของช่วงก่อนโควิด

โดยหากพิจารณาการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวชาวเข้ารวมทุกประเทศ ประเทศไทยถือว่าฟื้นตัวได้ช้ากว่าประเทศในภูมิภาคใกล้เคียง โดยไทยฟื้นตัวอยู่ในระดับ 87% ของช่วงก่อนโควิด ขณะที่จำนวนนักท่องเที่ยวชาวเข้าไปยังประเทศเกาหลีใต้ ญี่ปุ่น และเวียดนาม ฟื้นตัวสูงกว่าระดับก่อนโควิดไปแล้ว

โดยสรุป ภาคการท่องเที่ยวที่ถือเป็นเสาหลักสำคัญในการพยุง และผลักดันการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในช่วงที่ผ่านมา กำลังเผชิญกับความเสี่ยงด้านต่ำที่เพิ่มมากขึ้นสืบเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมของนักท่องเที่ยวจีน รวมถึงความกังวลเกี่ยวกับความปลอดภัยทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวรวมทั้งปีมีความเสี่ยงที่จะถูกปรับประมาณการลง

แผนที่ภาพ 57: จำนวนนักท่องเที่ยวจีนมาไทยฟื้นตัวใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย



ที่มา: China Outbound Tourism Research Institute, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Our Team



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



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



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



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



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



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



สิทธิวัฒน์ เจริญสุภาพร
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
	เซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 4 : 02 884 5161	ซีคอนสแควร์ ชั้น 3 : 02 721 9556	เซ็นทรัลอีสต์วิลล์ ชั้น 3 : 02 041 4411
	เซ็นทรัล พระราม 2 ชั้น G : 02 416 0811	พิวเจอร์พาร์ค รังสิต ชั้น 2 : 02 958 0820	เกตเวย์ เอกมัย ชั้น 3 : 02 108 2998
	อเวนิว รัชโยธิน : 02 930 2311	เดอะมอลล์งามวงศ์วาน ชั้น 5 : 02 550 1335	พารามานาด 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	สระบุรี : 036 222 449	อยุธยา : 035 909 000	จันทบุรี : 039 606 000
ชลบุรี : 033 079 000	พัทธยา : 038 416 525	ระยอง : 033 065 000	เชียงใหม่ : 053 211 112
นครสวรรค์ : 056 052 000	พิษณุโลก : 055 055 000	ขอนแก่น : 043 055 000	นครราชสีมา : 044 075 000
โลดส์ 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	