

TIPS | November 2025

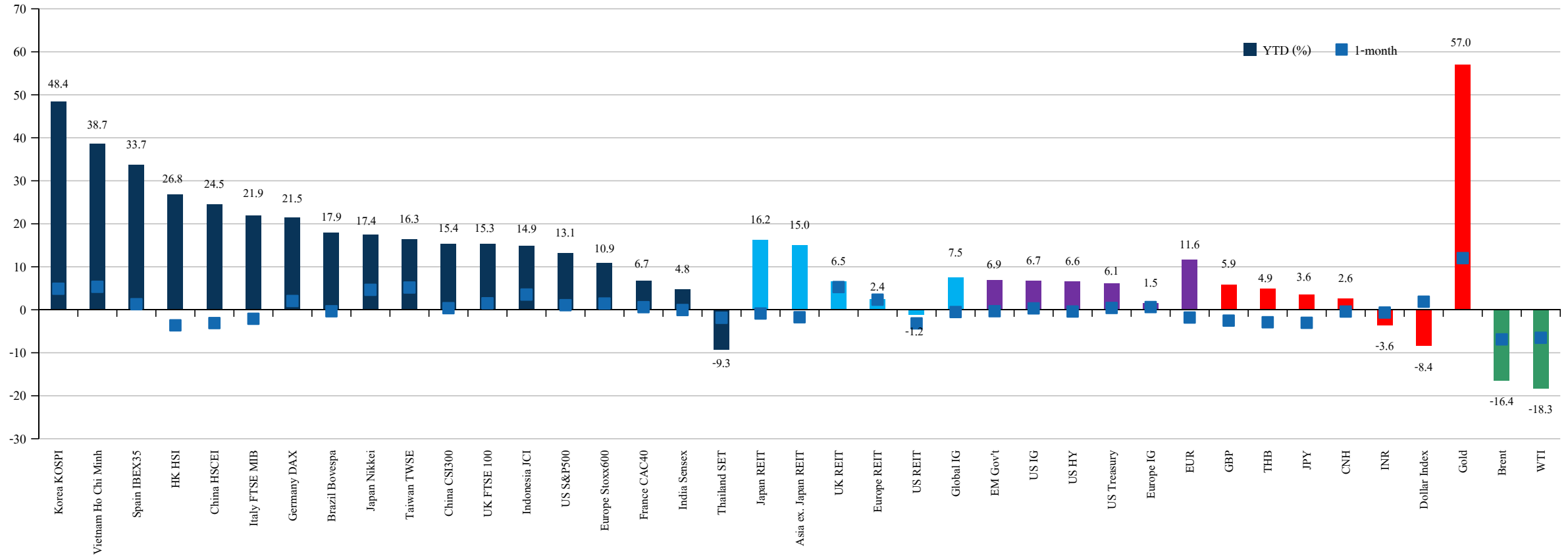
TISCO Investment Portfolio Strategy



ทองคำยังคงปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง โดยขึ้นทะลุระดับ 4,000 ดอลลาร์ต่อออนซ์เป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์



Market Performance as of 14 October 2025



ภูมิทัศน์ทางการเมืองในยุโรปและญี่ปุ่นสร้างแรงกดดันให้ Bond yield โลกปรับตัวสูงขึ้น



Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
Fixed Income				
US Treasury		● ●		คงน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก เพื่อรับประโยชน์จากการลดดอกเบี้ยของ Fed
Global Bonds	●	●		ภูมิทัศน์ทางการเมืองในยุโรปและญี่ปุ่นกำลังกดดันให้ Bond yield โลกปรับตัวสูงขึ้น
Equity Markets: Regions				
US		●		ได้รับแรงหนุนช่วงท้ายปีจากสภาพคล่องที่สูงขึ้นจากผลของการลดดอกเบี้ย
EM ex.China	●	●		เผชิญแรงกดดันจากกำลังการส่งออกส่วนเกินของจีนกระทบอุตสาหกรรมในประเทศ
China		●		การอัดฉีดสภาพคล่องจากภาครัฐมีแนวโน้มชะลอลงช่วงปลายปี 2025
Japan		● ●		แรงหนุนจากนโยบายการคลังที่แข็งแกร่ง และมูลค่าเชิงเปรียบเทียบที่น่าสนใจ
Europe	●	●		มูลค่าหุ้นยังตึงตัวขึ้น ท่ามกลางการปรับลดประมาณการกำไรอย่างต่อเนื่อง
Equity Markets: Sectors and Styles				
Utilities		● ●		ช่วยลดความเสี่ยงจากการปรับฐานของตลาด พร้อมรักษาการลงทุนในโอกาสการเติบโตเชิงโครงสร้างของ AI
Con Disc	●	●		ความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจที่หดตัวกดดันการใช้จ่ายหมวดสินค้าฟุ่มเฟือยของผู้บริโภค
Alternative Investments				
Gold		● ●		แรงหนุนจากความเสี่ยงต่อความเป็นอิสระของธนาคารกลาง และแนวโน้มการคลังที่แย่ลงในเศรษฐกิจหลักหลายประเทศ
Oil		●		การเปลี่ยนแปลงนโยบายของ OPEC จำกัดโอกาสที่ราคาน้ำมันจะปรับขึ้นในปี 2025

Global overview and key themes

US



Key theme

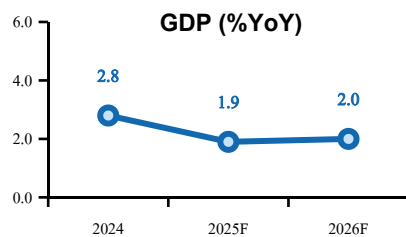
- การคลังสหรัฐฯ นำกังวลหรือไม่?

Headwinds

- ความไม่แน่นอนเชิงนโยบาย
- กำแพงภาษี
- มาตรการกีดกันผู้อพยพ
- ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ลดลง
- การชะลอตัวของตลาดแรงงาน

Tailwinds

- การชะลอการลดบดของ Fed
- มาตรการลดภาษีผ่าน OBBBA
- การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



Europe



Key theme

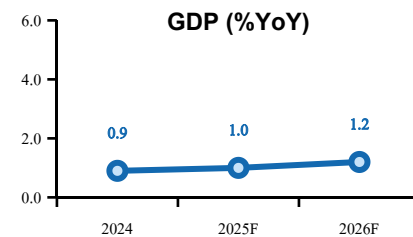
- รัฐบาลเยอรมนีจะเข้ามาบีบบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจในระยะข้างหน้า

Headwinds

- ความไม่แน่นอนเชิงนโยบาย
- กำแพงภาษี
- ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาคธุรกิจที่ทร่วงตัวในระดับต่ำ

Tailwinds

- เงินเพื่อชะลอ
- สภาพการเงินที่ผ่อนคลายลง
- นโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายขึ้น



Japan



Key theme

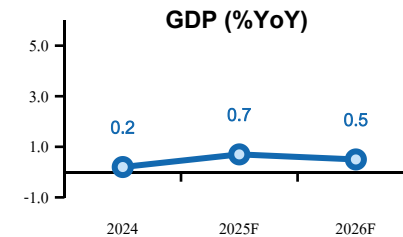
- ชัยชนะของผู้หน้าที่ Pro-Stimulus

Headwinds

- ค่าครองชีพที่สูงยังเป็นปัจจัยกดดันรายได้ที่แท้จริงและการใช้จ่ายของภาคครัวเรือน
- ผลกระทบจากกำแพงภาษีของสหรัฐฯ

Tailwinds

- นโยบายการคลังมีแนวโน้มผ่อนคลายมากขึ้น
- การขยายตัวของค่าจ้าง



China



Key theme

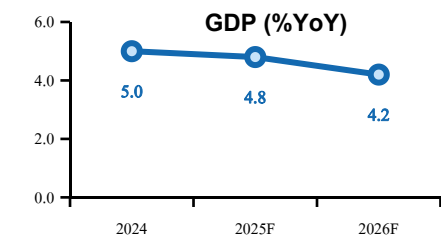
- เศรษฐกิจชะลอตัวท่ามกลางตลาดหุ้นที่ปรับตัวขึ้น

Headwinds

- อุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอ
- ภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังแย่อต่อเนื่อง
- ผลกระทบจากกำแพงภาษีของสหรัฐฯ

Tailwinds

- มาตรการผ่อนคลายจากภาครัฐ
- การเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลและการใช้จ่ายทางการคลัง
- การส่งออกที่แข็งแกร่งกว่าคาด



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



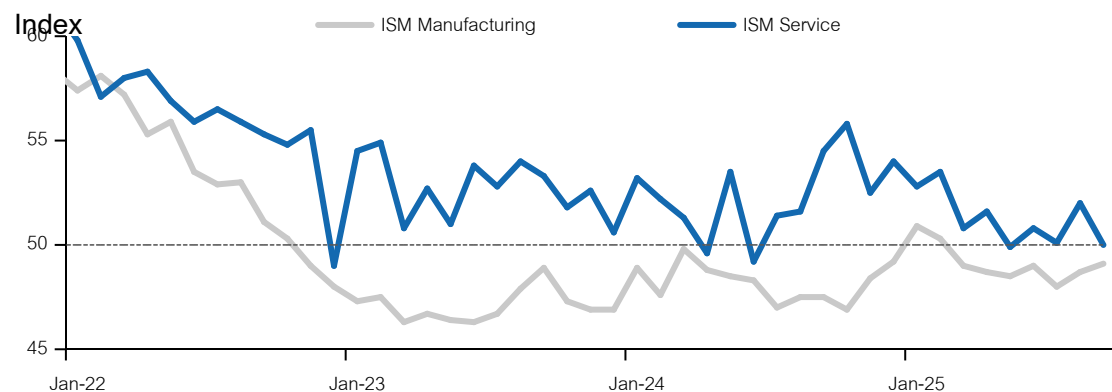
- รัฐบาลสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะปิดทำการ (Government Shutdown) นับตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. หลังพรรครีพับลิกันและเดโมแครตไม่สามารถหาข้อตกลงร่วมกันได้ในเรื่องงบประมาณรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับสาธารณสุข ส่งผลให้งบรายจ่ายประจำปีงบประมาณ 2026 ล่าช้าออกไป ทั้งนี้ จากการเจรจาที่ขาดความคืบหน้า และการไม่ประนีประนอม ส่งผลให้โอกาสที่สถานการณ์จะยืดเยื้อมีเพิ่มสูงขึ้น โดยตลาดพนันให้น้ำหนักราว 70% ว่าการปิดทำการครั้งนี้อาจกินเวลานานกว่า 40 วัน (อ้างอิงข้อมูลวันที่ 20 ต.ค.) นอกจากนี้ เนื่องจากข้าราชการในหน่วยงานที่จัดเก็บและเผยแพร่ข้อมูลเศรษฐกิจนั้นถูกพักงาน และการปิดทำการยืดเยื้อ ส่งผลให้ Fed จะขาดข้อมูลสำคัญเพื่อใช้ตัดสินใจกำหนดจุดยืนด้านนโยบายการเงิน อย่างไรก็ตาม เราและนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ รวมถึงตลาดเงินยังมองคล้ายกันว่า Fed จะปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลง -25bps ในการประชุมรอบเดือน ต.ค.
- ด้านวินัยการคลังของสหรัฐฯ นับตั้งแต่เกิดการระบาดของโควิด-19 รัฐบาลทั่วโลก ดำเนินนโยบายการคลังผ่อนคลายเป็นพิเศษ และเชิงรุกเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งสหรัฐฯ ก็เป็นหนึ่งในนั้น ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้นมาก อย่างไรก็ตาม หลายประเทศพยายามถอยกลับเร่งทางการคลังเรื่อยมาตามพัฒนาการของเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวได้ แต่สหรัฐฯ กลับยังคงขาดดุลการคลังในระดับกว่า 6% ของ GDP ส่งผลให้หลายฝ่ายกลับมาประเมินความยั่งยืนและช่องว่างทางการคลังที่เหลือของสหรัฐฯ โดยหากพิจารณารายละเอียด จะพบว่า สหรัฐฯ มีการขาดดุลการคลังเบื้องต้นไม่รวมรายจ่ายดอกเบี้ย (Primary Balance) สูงกว่าปี 2019 เพียง 0.4ppt ของ GDP เท่านั้น อย่างไรก็ตาม ภาระดอกเบี้ยจ่ายเมื่อคิดเป็นสัดส่วนของ GDP กลับปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 1.3ppt จากปี 2019 นอกจากนี้ หากพิจารณาแผนการคลังระยะยาวของสหรัฐฯ รัฐบาลยังมีแนวโน้มจะขาดดุลการคลังในระดับสูงต่อเนื่อง จากรายจ่ายและรายรับของรัฐที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่ใกล้เคียงกัน ขณะที่ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (r-g) มีแนวโน้มแคบลง ซึ่งจะกัดกร่อนพื้นที่ทางการคลัง (Fiscal Space) และผลักดันอัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ให้เพิ่มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า โดยหากรัฐบาลขาดแผนปฏิรูปรายรับและรายจ่ายที่ชัดเจน ประเด็นสำคัญจึงอยู่ที่คำถามว่า “พื้นที่ทางการคลังจะหมดลงเมื่อใด?” โดยอิงจากแนวคิดอัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ที่ยั่งยืนสูงสุด (Maximum Sustainable Debt-to-GDP) สหรัฐฯ อาจเผชิญกับระดับเพดานหนี้เบื้องต้นที่ราว 145% ของ GDP หากดุลการคลังขั้นต้นสูงสุด (Primary Balance) ที่รัฐบาลสามารถทำได้อยู่ที่ประมาณ 0% ของ GDP หรืออีกนัยหนึ่ง หากหนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้นสูงกว่าระดับดังกล่าว รัฐบาลจะต้องกลับมาเกินดุลการคลังขั้นต้นให้ได้ เพื่อที่จะหยุดการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนหนี้ต่อ GDP ซึ่งนับว่ามีความท้าทายสูงมากในบริบทปัจจุบัน

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

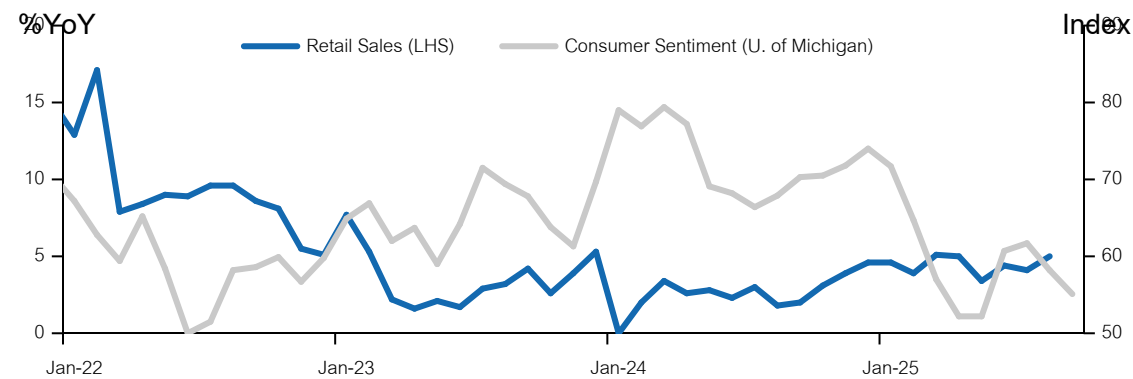
ดัชนีความเชื่อมั่นของผู้บริโภคอ่อนตัวลงในเดือน ก.ย. พร้อมกับกิจกรรมในภาคบริการที่ชะลอตัวลง



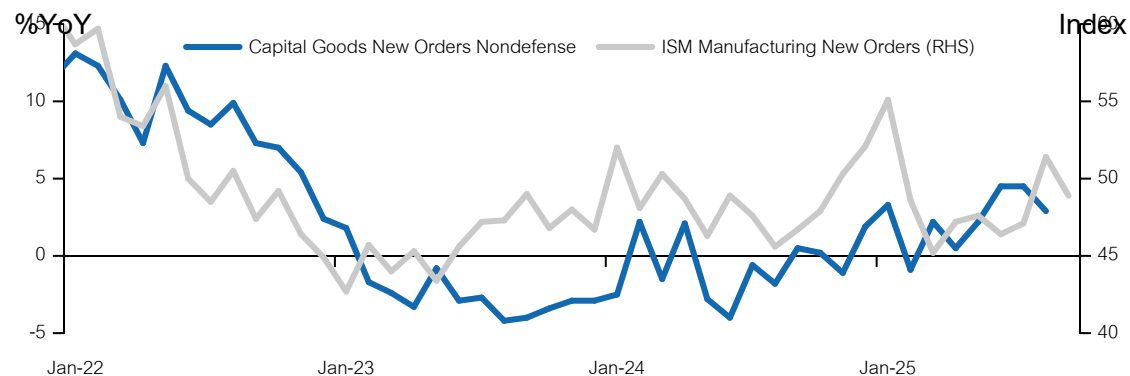
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



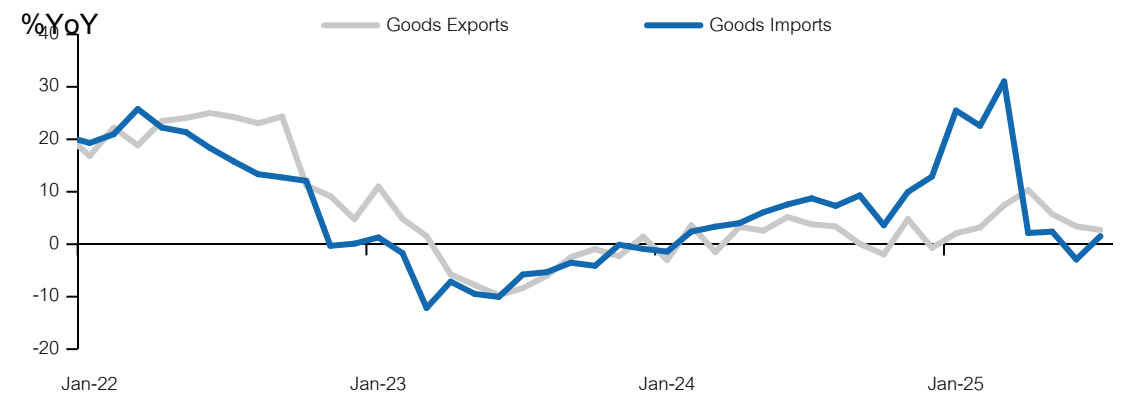
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



การส่งออกและนำเข้า



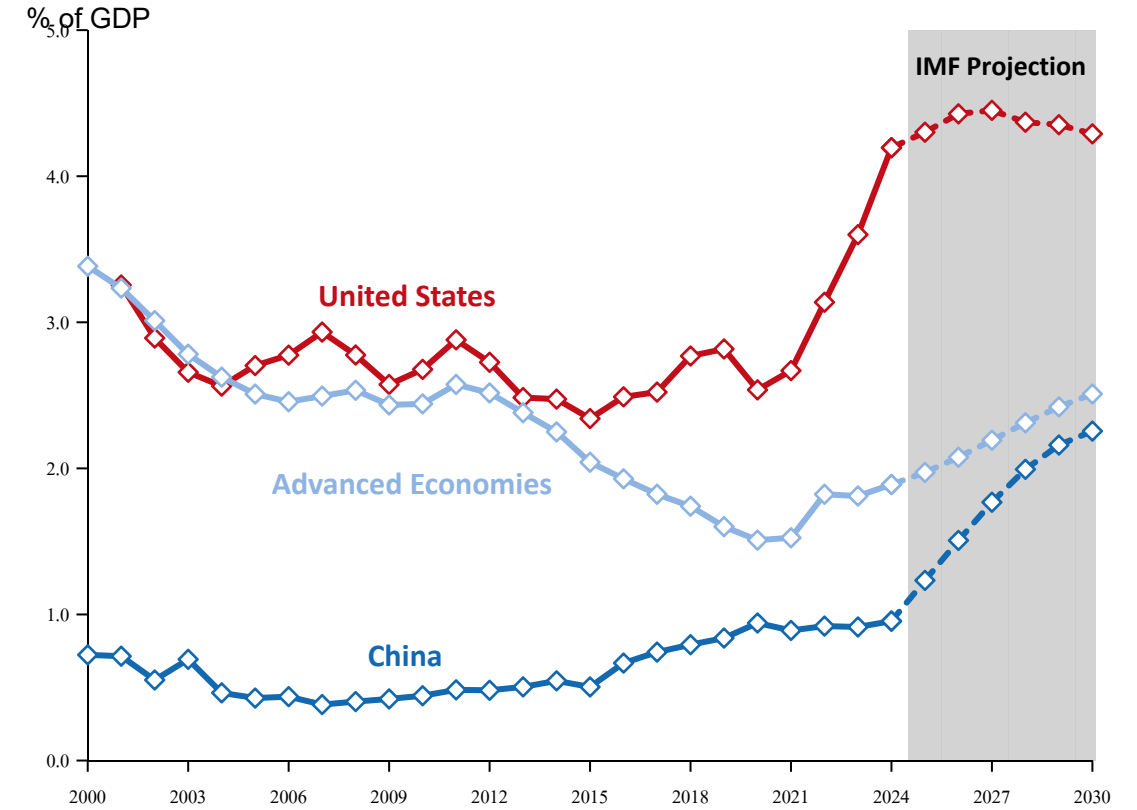
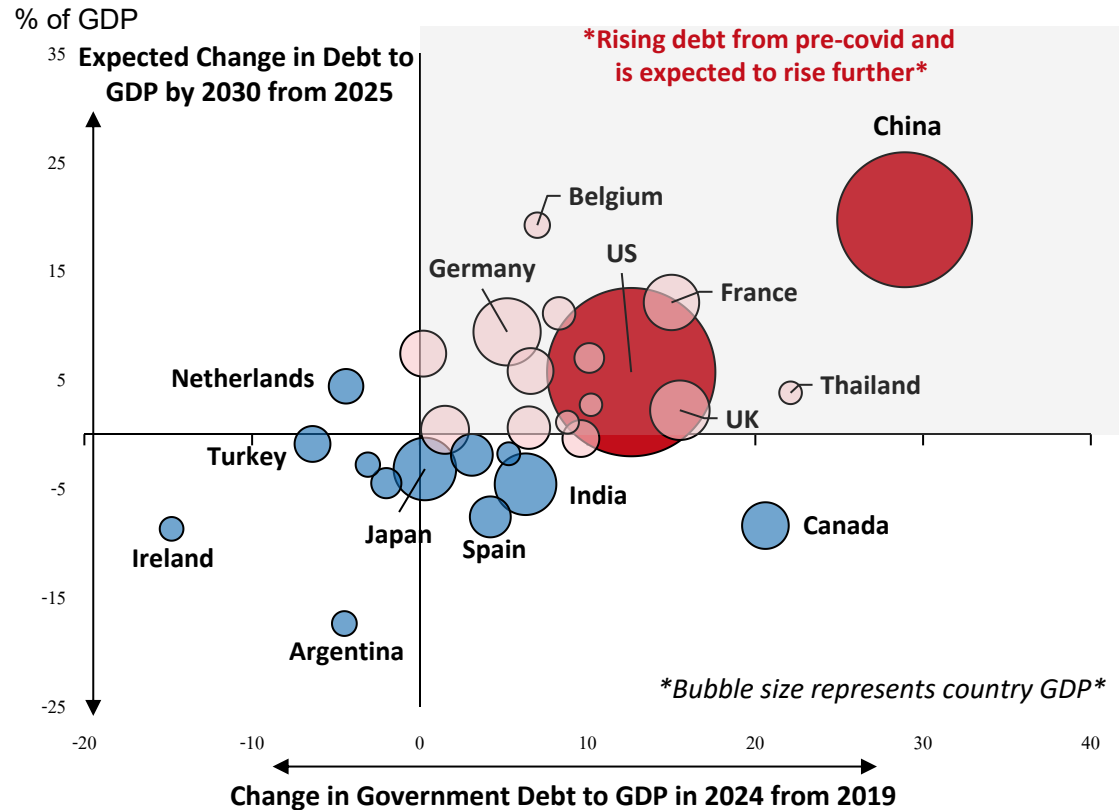
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ของประเทศต่างๆ มีแนวโน้มสูงขึ้นในระยะข้างหน้า แต่ภาระดอกเบี้ยจ่ายของสหรัฐฯ กลับเร่งตัวสูงขึ้นกว่าประเทศพัฒนาแล้วส่วนใหญ่อย่างมีนัยสำคัญ



การเปลี่ยนแปลงและแนวโน้มของหนี้สาธารณะตั้งแต่ปี 2019-2030F ในเขตเศรษฐกิจหลักของโลก

รายจ่ายดอกเบี้ยเมื่อคิดเป็นสัดส่วนของ GDP โดยใช้ข้อมูลจาก IMF

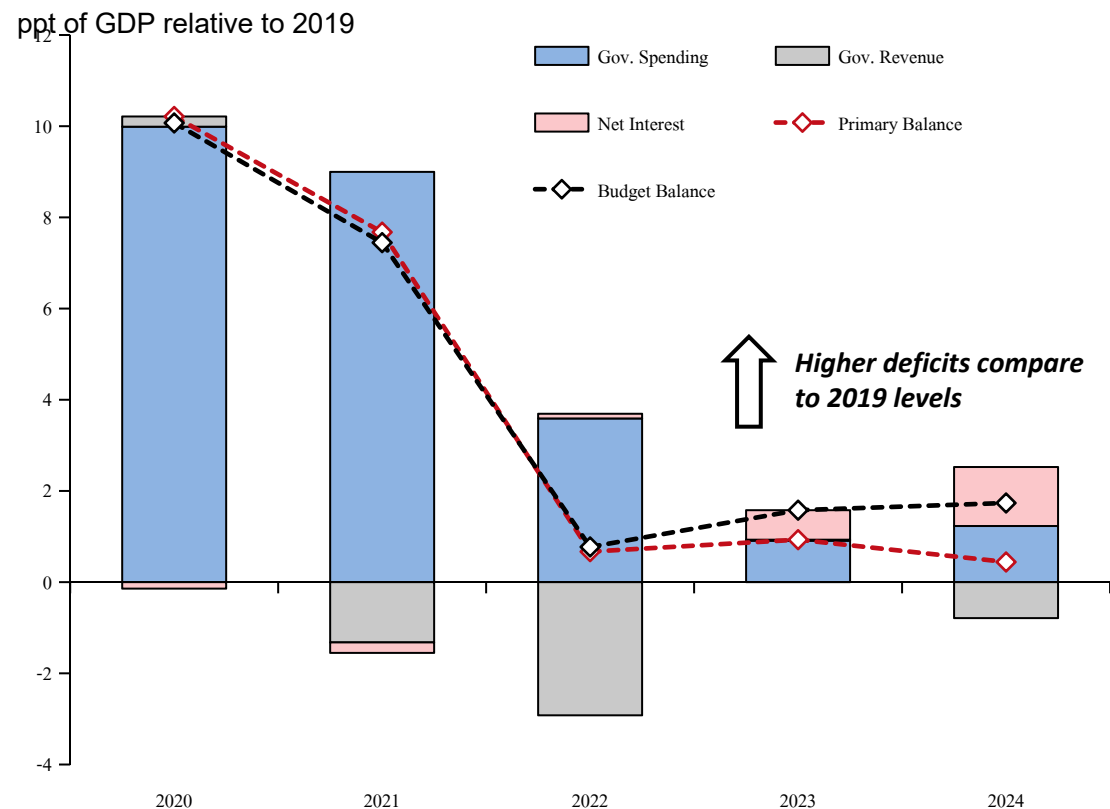


Source: IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

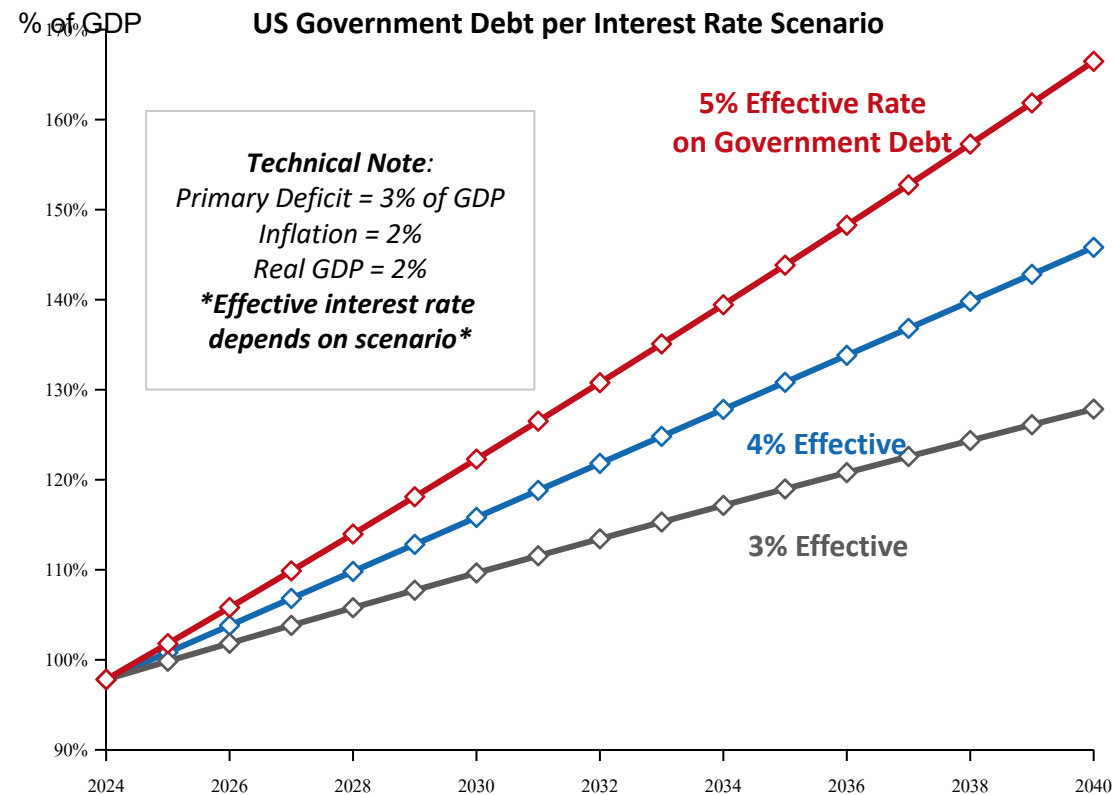
แม้ดุลการคลังเบื้องต้น (Primary Balance) จะเริ่มกลับสู่ภาวะปกติมากขึ้น ซึ่งใกล้เคียงปี 2019 แต่ภาระดอกเบี้ยจ่ายของรัฐบาลกลับสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้รัฐบาลสหรัฐฯ ขาดดุลการคลังรวม (Budget deficit) ในระดับสูงต่อเนื่อง



ปัจจัยที่ส่งผลต่อการดุลการคลัง (Budget Balance) เมื่อเทียบกับปี 2019



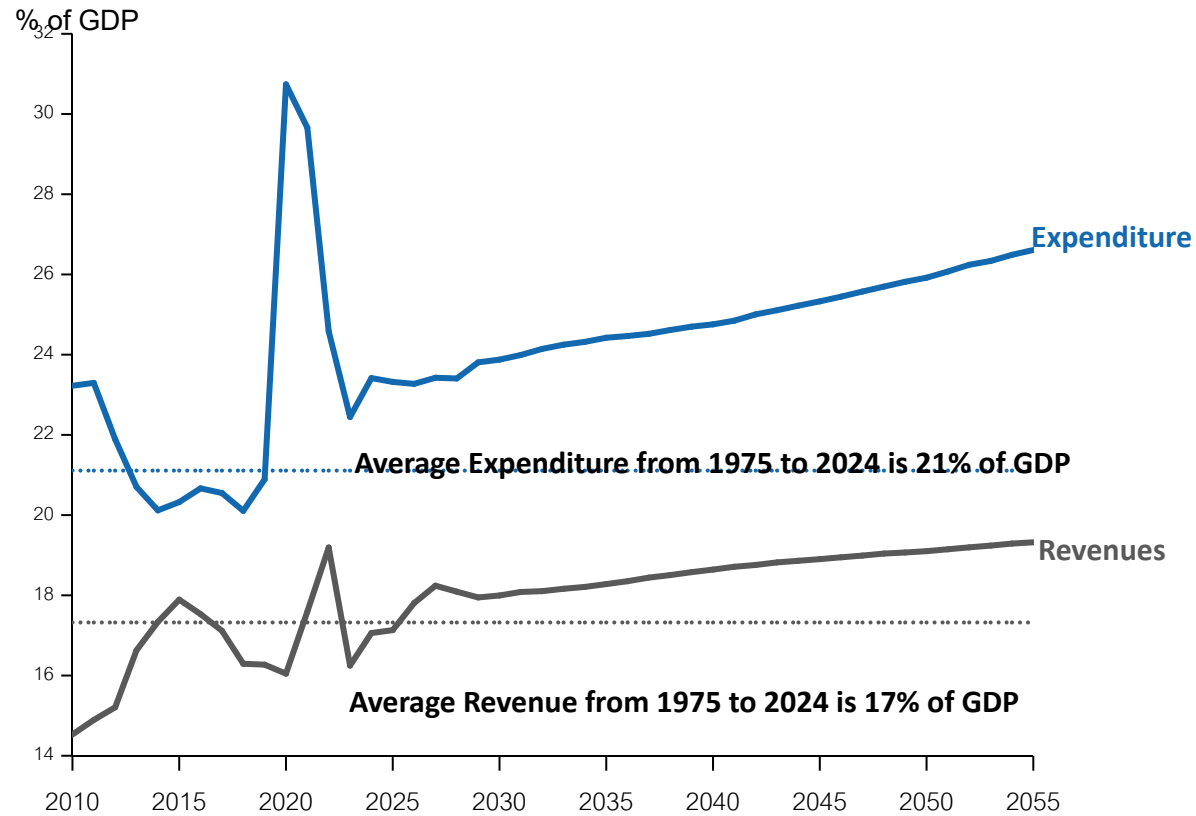
แนวโน้มสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ภายใต้สมมุติฐานอัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกัน



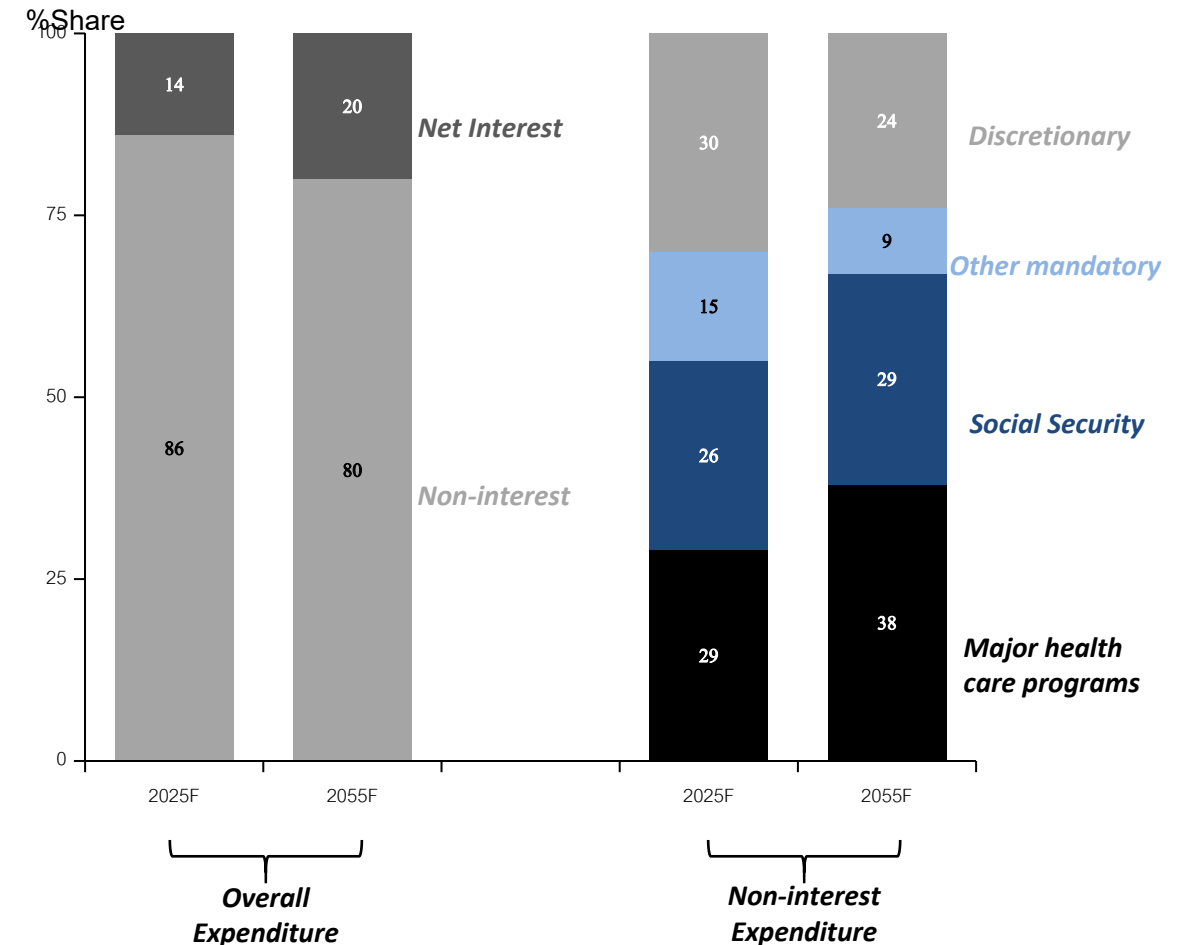
Source: CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในระยะข้างหน้า CBO ประเมินว่าภาระดอกเบี้ยจ่ายอาจคิดเป็นหนึ่งในห้าของรายจ่ายทั้งหมด ขณะที่ สัดส่วนรายจ่ายที่จำเป็นของรัฐ (Mandatory) มีแนวโน้มปรับเพิ่มสูงขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน ส่งผลให้การ รััดเข้มงวดทางการคลังเกิดขึ้นจริงได้ยากขึ้นมาก

คาดการณ์รายรับและรายจ่ายของภาครัฐโดยหน่วยงาน CBO



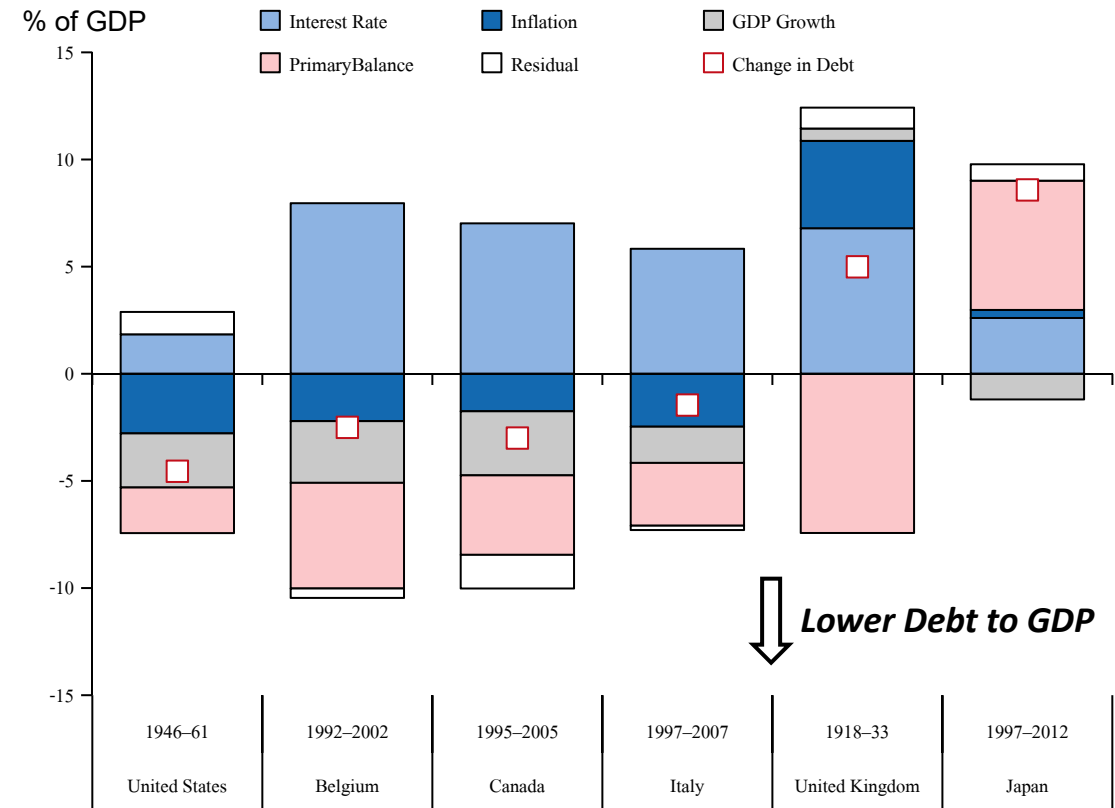
องค์ประกอบของรายจ่ายภาครัฐในอนาคต คาดการณ์โดยหน่วยงาน CBO



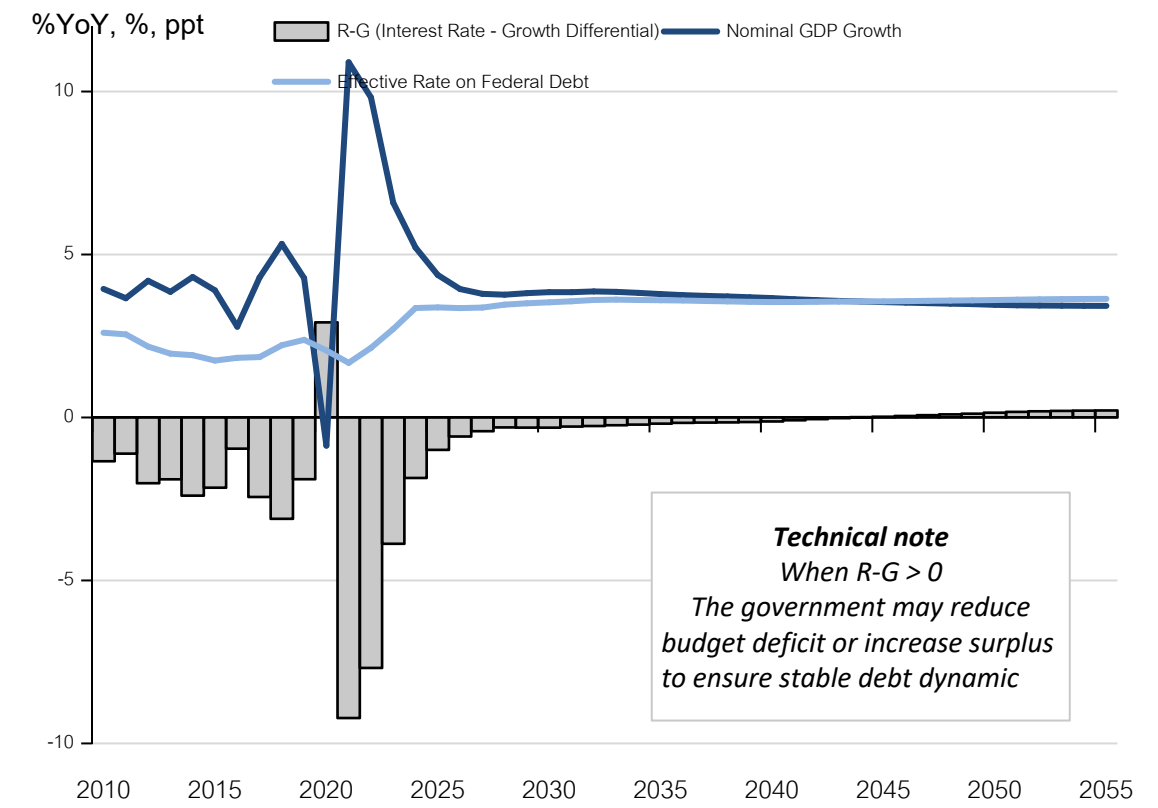
Source: CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (R-G) มีแนวโน้มปรับแคบลง ซึ่งจะกัดกร่อนพื้นที่ทางการคลัง (Fiscal Space) และผลักดันอัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ให้ปรับสูงขึ้นในระยะข้างหน้า โดยเฉพาะหากรัฐบาลขาดแผนการปฏิรูปรายรับและรายจ่ายอย่างเป็นรูปธรรม

บทเรียนในอดีต: ปัจจัยขับเคลื่อนการเปลี่ยนแปลงของหนี้สาธารณะต่อ GDP (ค่าเฉลี่ยรายปี)



ปัจจัยที่ส่งผลต่อความยั่งยืนทางการคลัง: ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยและอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ



Source: IMF, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในระยะข้างหน้า ควรจับตาพื้นที่ทางการคลังของสหรัฐฯ ซึ่งเรามองว่าจะขึ้นอยู่กับระดับดุลการคลังขั้นต้น (Primary Balance) ที่รัฐบาลสามารถทำได้ หากจะหยุดการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP



ช่องว่างทางการคลังของสหรัฐฯ ภายใต้ระดับดุลขั้นต้น (Primary Balance) ที่รัฐบาลสามารถทำได้

Primary Balance (% of GDP)	Maximum Sustainable Debt to GDP	Fiscal Space (% of GDP)
5%	318	220
4%	291	193
3%	261	163
2%	226	128
1%	183	85
0%	145	47
-1%	110	12
-2%	103	5
Primary Balance in 2024	Debt to GDP in 2024	
-3.6%	97.8	

มาตรการต่างๆ ที่หน่วยงาน CBO เสนอแนะ เพื่อให้รัฐบาลสามารถปรับลดการขาดดุลการคลังลง

Policy	Ranges of Estimate Savings (USD, bn), 10yrs	Average Saving per Year (% of GDP)
Reduce Medicare Advantage Benchmarks	489	0.1ppt
Reduce Medicare's Coverage of Bad Debt	17 to 54	~0.0ppt
Consolidate Payments at Teaching Hospitals	94 to 103	~0.0ppt
Raise Full Retirement Age for Social Security	95	~0.0ppt
Increase 1-2% Individual Tax on Ordinary Income	570 to 1,185	0.2-0.3ppt
Impose New Payroll Tax (1-2% on Earnings)	1,282 to 2,540	0.3-0.7ppt
Impose Tax on Consumption (5% VAT Narrow/Broad base)	2,180 to 3,380	0.6-0.9ppt
Total from selected measures	4,727 to 7,846	1.2-2.0ppt

Source: CBO, Joint Committee on Taxation, Vanguard, Ostry et al. (2010), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลเยอรมนีจะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นเศรษฐกิจใน ระยะข้างหน้า



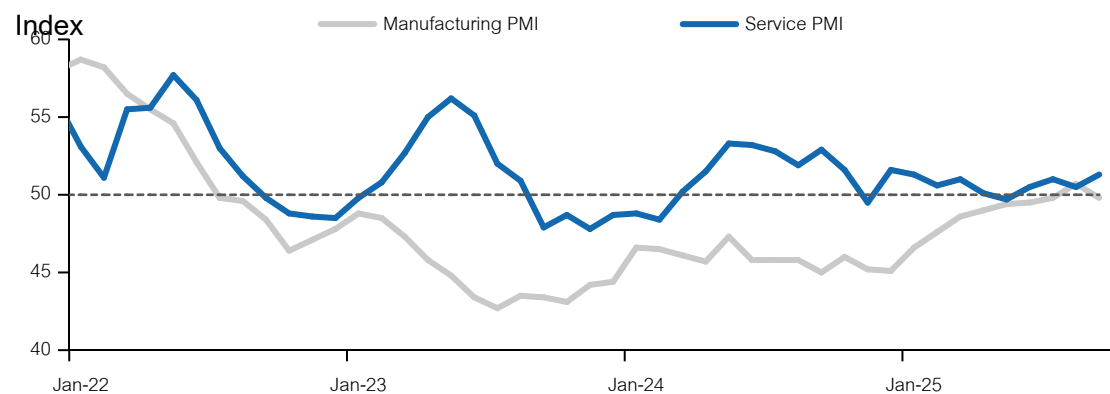
- นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจเยอรมนีมีแนวโน้มขยายตัวที่ระดับ 1.0% ในปี 2026 และ 1.5% ในปี 2027 (อ้างอิงผลสำรวจของทาง Bloomberg) ซึ่งถือเป็นการฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากปี 2023 และ 2024 ที่เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยมาอย่างยาวนาน โดยนายกรัฐมนตรีท่านใหม่ของเยอรมนี นาย Friedrich Merz ได้มีการปฏิรูปและแก้กฎหมายเพื่อให้ภาครัฐสามารถขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นได้ หรือที่เรียกว่า “Debt Brake Reform” อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่เข้าปี 2025 รัฐบาลเยอรมนีดำเนินงานภายใต้งบประมาณฉบับชั่วคราวมาโดยตลอด จนกระทั่งในเดือน ก.ย. ที่ผ่านมา ทางสภาได้มีการอนุมัติงบประมาณฉบับใหม่สำหรับ 2025 รวมถึงอนุมัติร่างรายรับและรายจ่ายสำหรับปี 2026-2029 ซึ่งสะท้อนบทบาทที่เปลี่ยนไปของรัฐบาลเยอรมนีอย่างมีนัยสำคัญ
- รัฐบาลเยอรมนีภายใต้การนำของ Merz ได้มีการเสนอให้รัฐบาลกลางเพิ่มรายจ่ายให้สูงขึ้น และลดรายรับลง ส่งผลให้รัฐบาลกลางมีแนวโน้มขาดดุลการคลังราว 3.3%-3.8% ในช่วงปี 2025-2029 จากที่เคยขาดดุลเพียง 1.2% เท่านั้นในปี 2024 (อ้างอิงตามกรอบงบประมาณที่ผ่านสภาล่าสุด) โดยงบประมาณรายจ่ายที่เพิ่มขึ้นส่วนหนึ่งจะถูกจัดสรรไปสู่การใช้จ่ายด้านกลาโหมเพื่อเพิ่มการใช้จ่ายด้านการทหารให้ถึง 3.5% ในระยะข้างหน้าตามที่ได้ตกลงในการประชุมองค์การสนธิสัญญาแอตแลนติกเหนือ (NATO) ในช่วงกลางปีที่ผ่านมา ขณะที่อีกส่วนหนึ่งเป็นการจัดสรรเพื่อการลงทุน และบูรณะระบบโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งเงินทุนส่วนใหญ่จะไหลไปสู่โครงการการซ่อมแซมถนน สะพาน และการพัฒนาระบบขนส่งสาธารณะ รวมถึงการเปลี่ยนผ่านไปยังอุตสาหกรรมพลังงานสะอาด และโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับดิจิทัล ซึ่งในมุมมองของเรา การที่รัฐปรับเปลี่ยนบทบาทและมีแผนการใช้จ่ายเพิ่มขึ้นโดยมีเป้าหมายที่ชัดเจน เม็ดเงินจับต้องได้และไหลไปยังการลงทุนที่เป็นโครงสร้างพื้นฐาน จะมีส่วนเพิ่มกับเศรษฐกิจและช่วยเรื่องการกระจายรายได้ อีกทั้งจะเป็นกลไกขับเคลื่อนการเติบโตของเศรษฐกิจเยอรมนีในระยะข้างหน้า โดยงบประมาณเหล่านี้จะเริ่มเบิกจ่ายได้ตั้งแต่ไตรมาสที่ 4/2025 นี้เป็นต้นไป

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

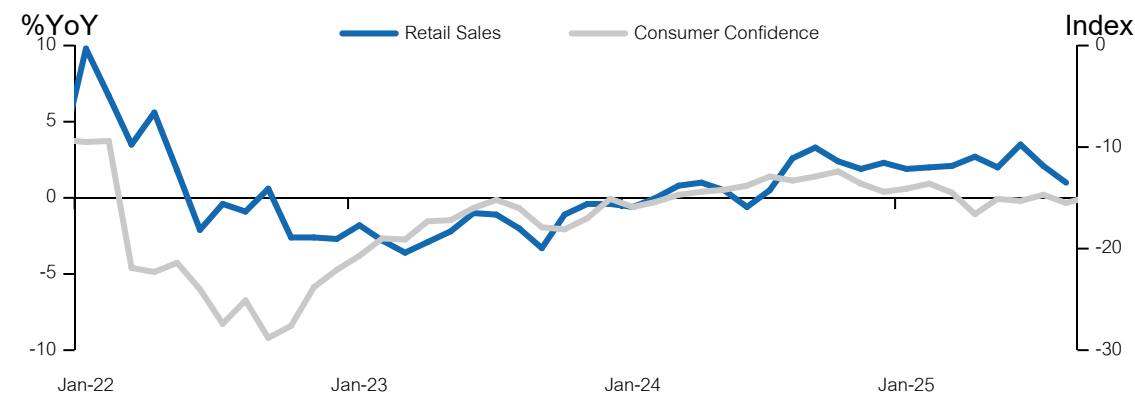
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการฟื้นตัวขึ้นในเดือน ก.ย. สวนทางดัชนีในภาคการผลิตที่พลิกเข้าสู่เกณฑ์หดตัว



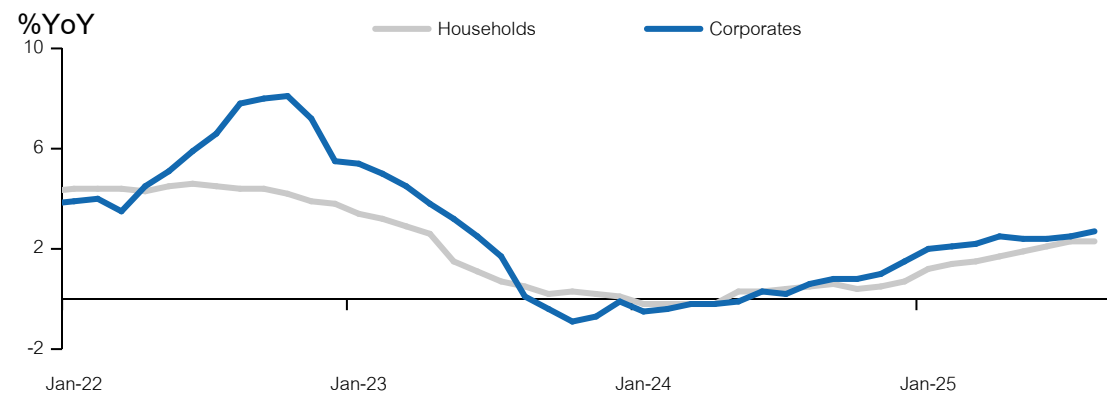
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



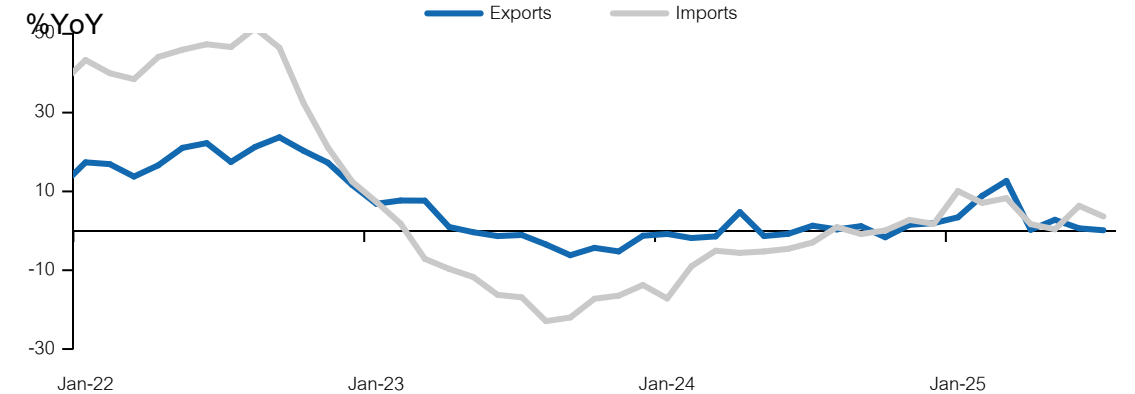
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



เครื่องชี้ด้านการค้า



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

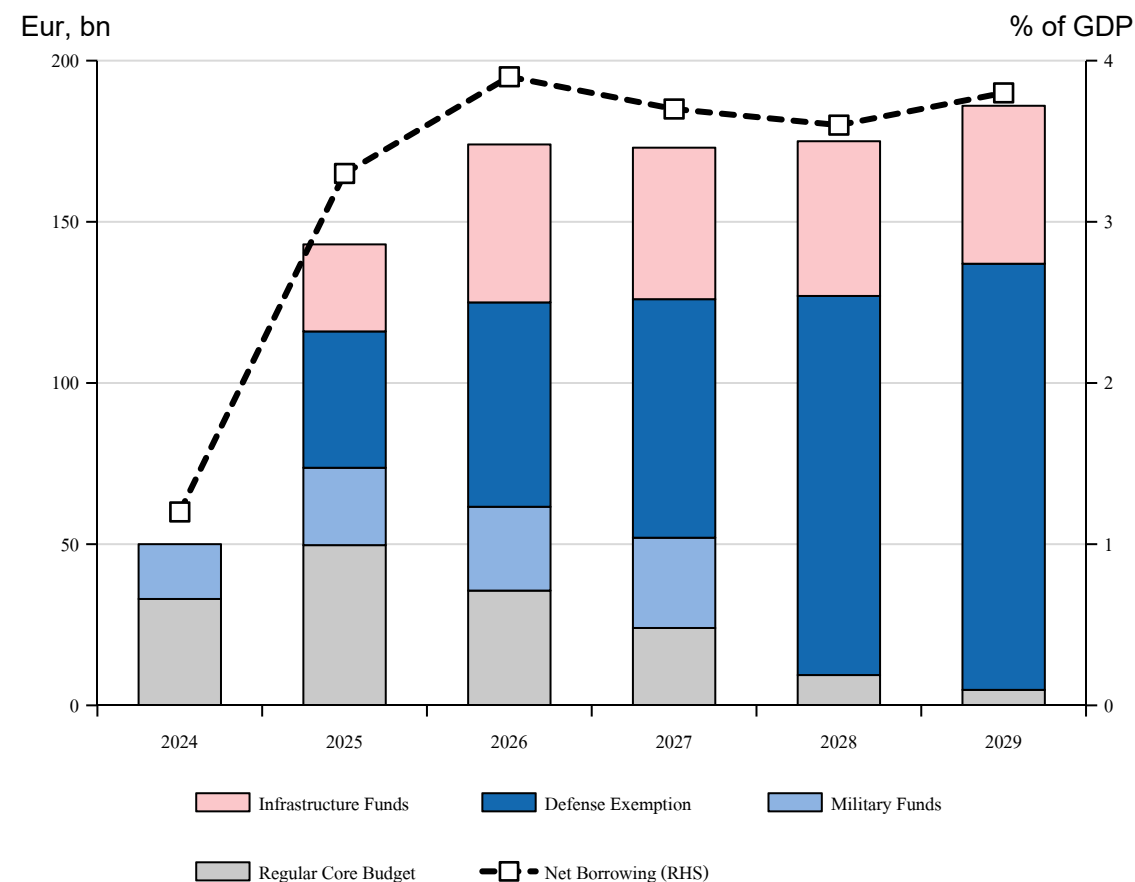
รัฐบาลเยอรมนีผ่านร่างงบประมาณระยะกลาง ซึ่งสะท้อนการดำเนินนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ



ร่างรายรับและรายจ่ายของรัฐบาลกลางเยอรมนีในช่วงปี 2025-2029 โดยประกอบด้วยงบหลัก งบจากกองทุนสำหรับลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานและกลาโหม

Federal Government Budget Plan	Eur bn					
	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Total Federal Expenditures	491	564	605	592	605	631
Year-over-year Change (%)	-	15	7	-2	2	4
% of GDP	11.4	12.8	13.4	12.7	12.6	12.8
Investment Spending	75	116	127	117	119	120
Year-over-year Change (%)	-	55	9	-8	2	1
% of GDP	1.7	2.6	2.8	2.5	2.5	2.4
Defense Spending	74	94	116	129	144	160
Year-over-year Change (%)	-	27	23	11	12	11
% of GDP	1.7	2.1	2.6	2.8	3.0	3.2
Federal Revenues	441	421	431	419	430	445
Year-over-year Change (%)	-	-5	2	-3	3	3
% of GDP	10.2	9.6	9.5	9.0	9.0	9.0
Total Net Credit Borrowing	50	143	174	173	175	186
% of GDP	1.2	3.3	3.9	3.7	3.6	3.8

คาดการณ์การขาดดุลการคลังของรัฐบาลกลางเยอรมนี

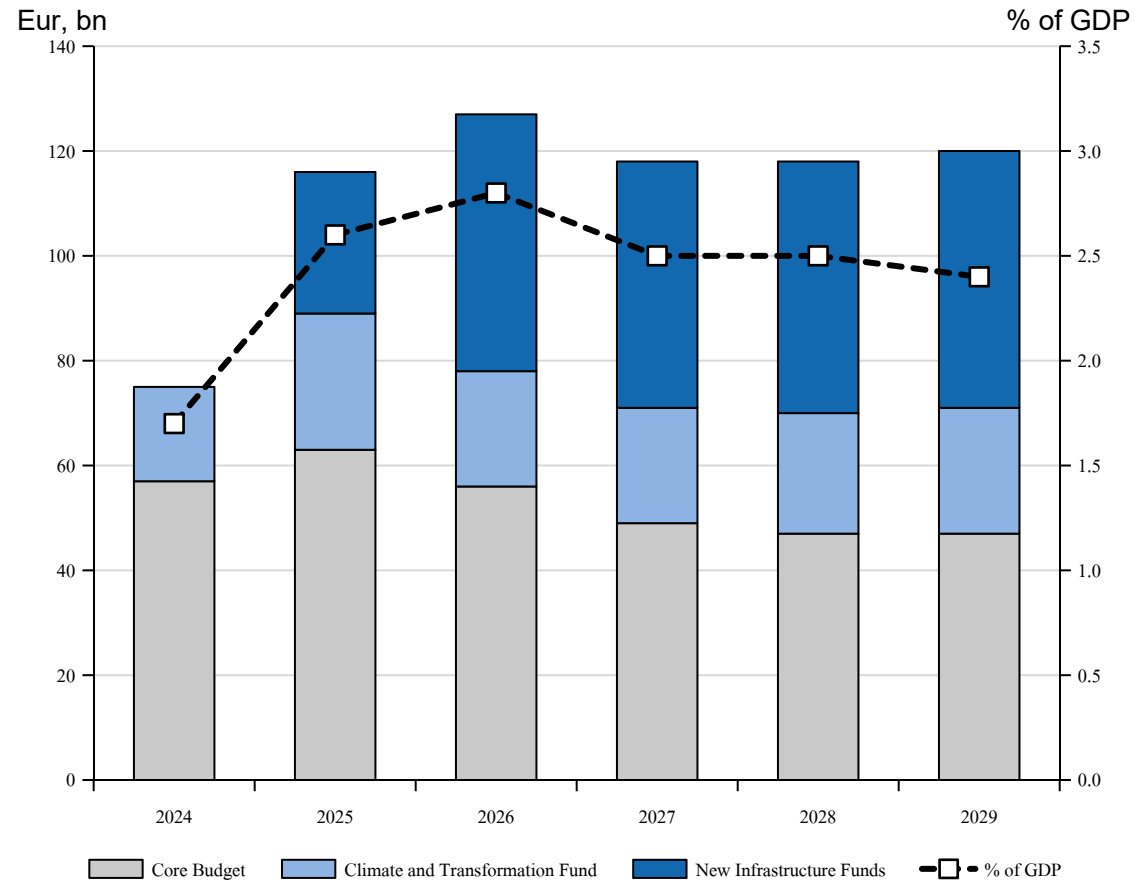


Source: Germany Federal Ministry of Finance, Federal Statistical Office, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

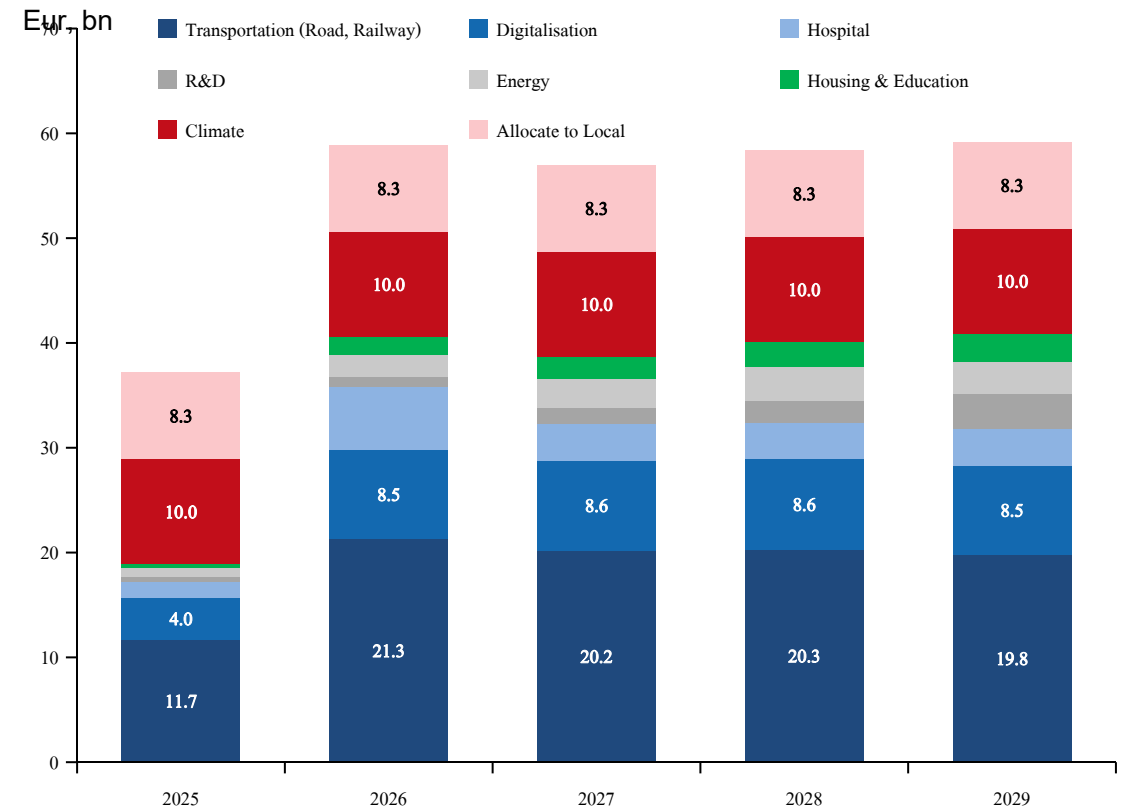
เงินทุนส่วนใหญ่จะนำไปซ่อมแซมถนน สะพาน และพัฒนาระบบขนส่งสาธารณะ รวมถึงการเปลี่ยนผ่านไปยังอุตสาหกรรมพลังงานสะอาด และโครงสร้างพื้นฐานเกี่ยวกับดิจิทัล



รายละเอียดงบประมาณด้านการลงทุนของรัฐบาลกลางในระยะข้างหน้า



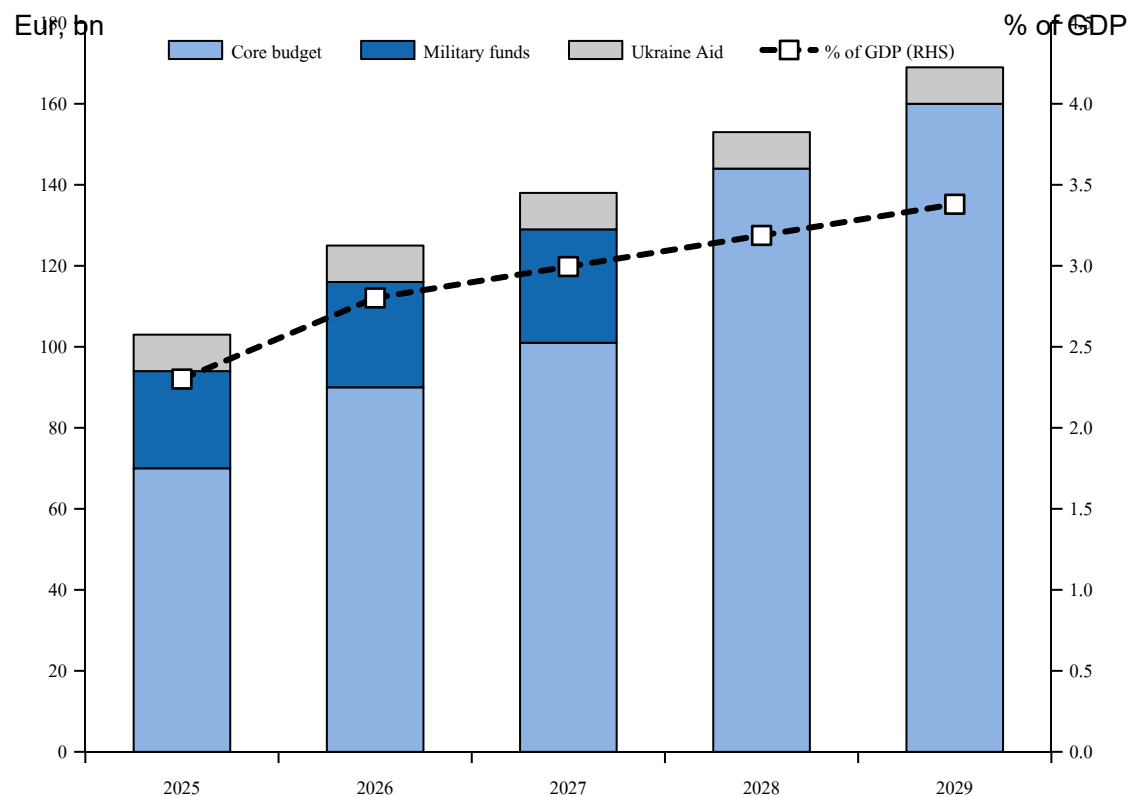
รายละเอียดการจัดสรรงบประมาณจากกองทุนโครงสร้างพื้นฐานไปยังอุตสาหกรรมต่างๆ ซึ่งรวมถึงเงินที่จะนำไปลงทุนกับพลังงานสะอาดและการจัดสรรไปยังรัฐบาลท้องถิ่น



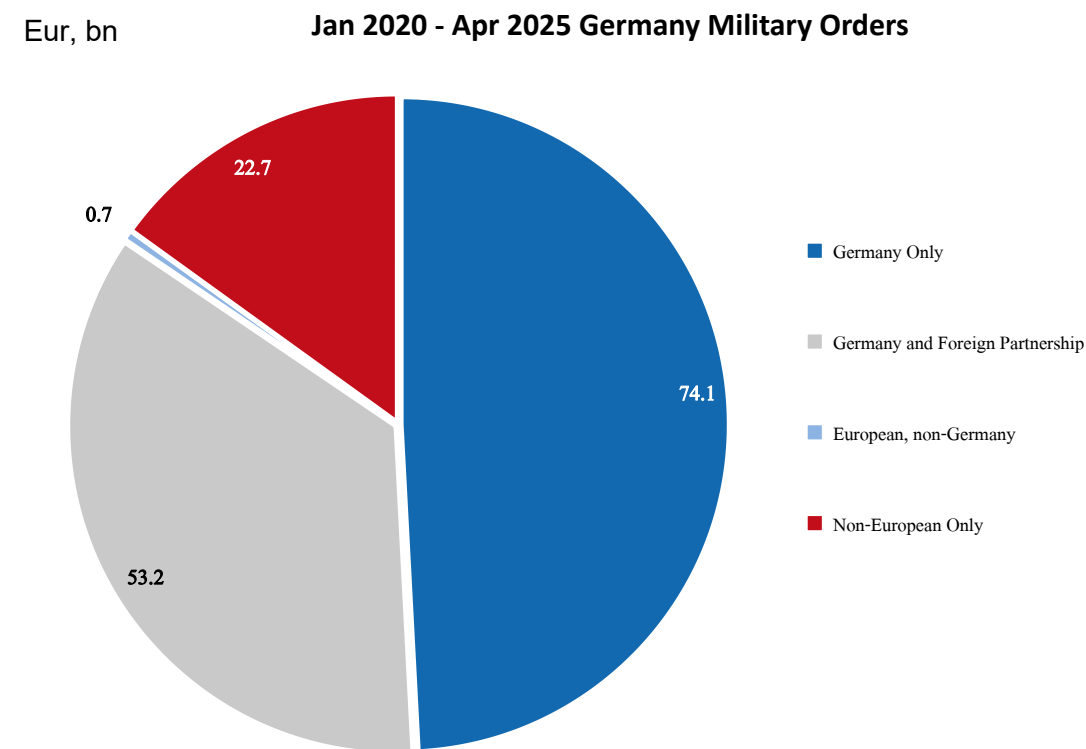
Source: Germany Federal Ministry of Finance, Federal Statistical Office, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะเดียวกัน ใช้จ่ายอีกส่วนจะถูกจัดสรรไปเพื่อการใช้จ่ายด้านกลาโหมให้ถึง 3.5% ในระยะข้างหน้าตามที่ได้ตกลงกับชาติสมาชิก NATO ในช่วงกลางปีที่ผ่านมา

รายละเอียดรายจ่ายด้านกลาโหมของเยอรมนี



มูลค่าการจัดซื้ออาวุธยุทโธปกรณ์แบ่งตามผู้ผลิตจากในและนอกประเทศ

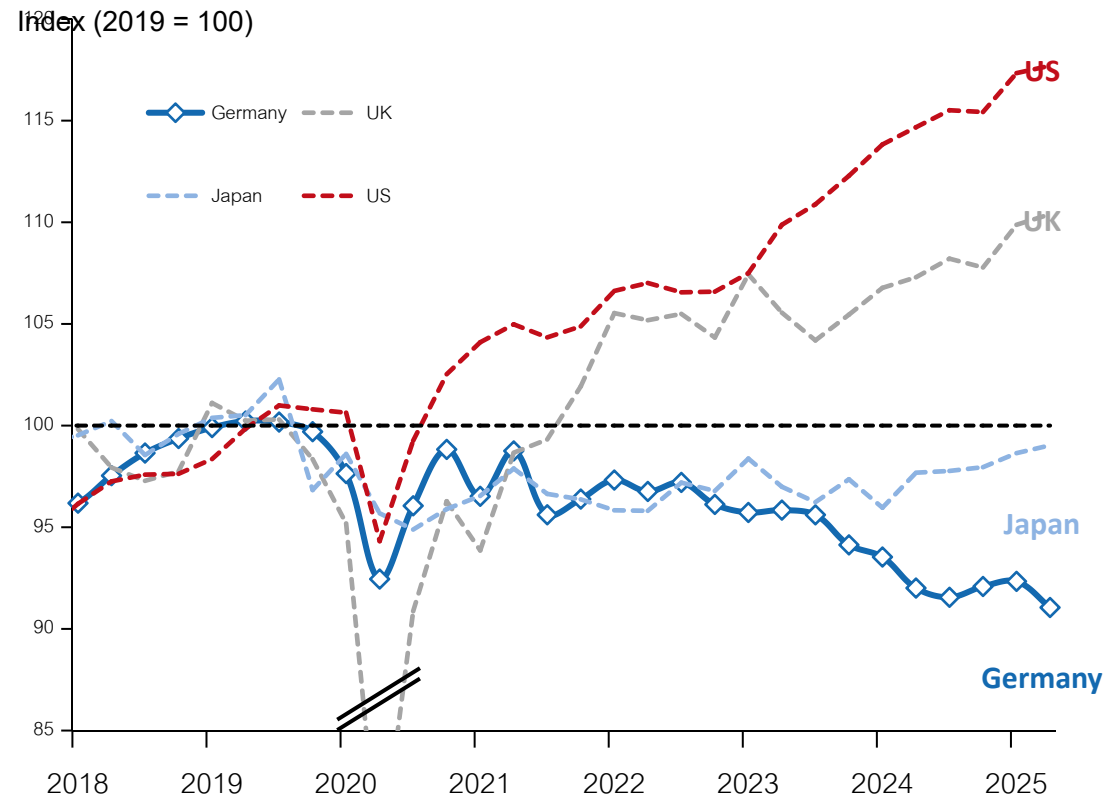


Source: Germany Federal Ministry of Finance, Kiel Military Procurement Tracker, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

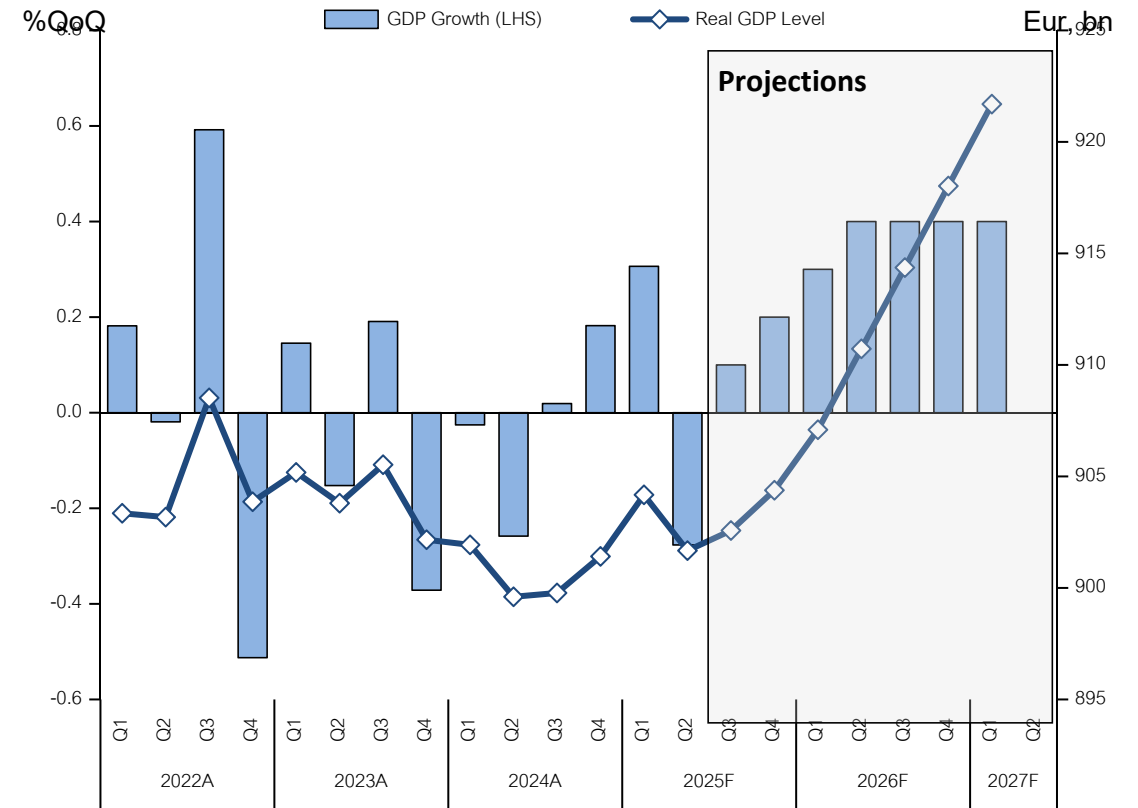
การใช้จ่ายที่จะเพิ่มขึ้น มีเป้าหมายชัดเจน เม็ดเงินที่สามารถจับต้องได้ และการลงทุนที่เน้นไปยังโครงสร้างพื้นฐาน คาดว่าจะช่วยกระจายรายได้ ชับเคลื่อนการเติบโตของเศรษฐกิจเยอรมนีในระยะข้างหน้า



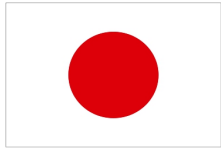
การสะสมทุนถาวรเบื้องต้น หรือการลงทุนรวมของเยอรมนีเทียบกับประเทศต่างๆ



คาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจเยอรมนีในระยะข้างหน้า



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

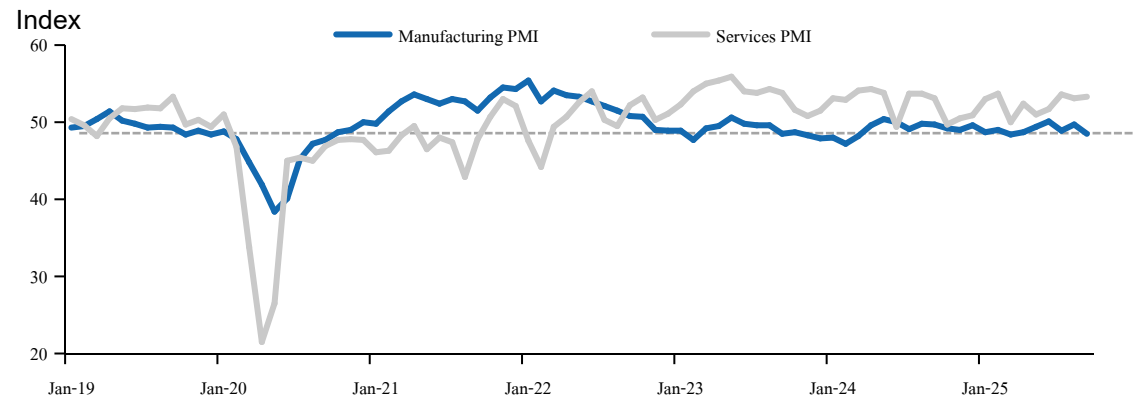


- ซานาเอะ ทาคาอิชิ (Sanae Takaichi) ได้รับเลือกให้เป็นผู้นำคนใหม่ของพรรคเสรีประชาธิปไตย (Liberal Democratic Party: LDP) ในการเลือกตั้งหัวหน้าพรรคเมื่อวันที่ 4 ต.ค. 2025 ซึ่งผลโหวตในครั้งนี้สร้างความเซอร์ไพรส์ให้กับตลาดการเงิน เนื่องจากก่อนการลงคะแนนเสียง สื่อส่วนใหญ่รายงานว่าผลโหวตจากสมาชิกรัฐสภามีแนวโน้มทำให้ Shinjiro Koizumi ถูกมองว่าเป็นตัวเต็งที่จะชนะการเลือกผู้นำพรรค LDP
- ชัยชนะของทาเคอิชิ ซึ่งมีแนวโน้มสนับสนุนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ (Pro-stimulus) คาดว่าจะทำให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นเอนเอียงไปในทิศทางที่ขยายตัวมากขึ้น (Fiscal expansion) ซึ่งส่งผลให้ตลาดหุ้นปรับตัวสูงขึ้น และค่าเงินเยนอ่อนลง ในขณะเดียวกัน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว (Super-long JGB yields) ปรับเพิ่มขึ้น เนื่องจากตลาดกังวลว่านโยบายของเธอจะต้องพึ่งพาการใช้จ่ายภาครัฐในระดับที่สูงขึ้น โดยในบรรดาข้อเสนอด้านเศรษฐกิจของเธอ ทาคาอิชิให้ความสำคัญสูงสุดกับมาตรการรับมือกับเงินเฟ้อ อย่างไรก็ตาม การที่พรรคโคเมอิโตะ (Komeito) ตัดสินใจถอนตัวออกจากการเป็นพันธมิตรกับ LDP หลังร่วมรัฐบาลต่อเนื่องกันมานานกว่า 25 ปี ส่งผลให้พรรค LDP ต้องอาศัยความร่วมมือจากพรรคฝ่ายค้านมากขึ้น โดยล่าสุด พรรค LDP ได้ตกลงจัดตั้งรัฐบาลร่วมกับพรรคฝ่ายค้าน Ishin
- ในด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ได้เดินหน้าอีกขั้นสู่การปรับนโยบายกลับสู่ภาวะปกติ โดย BOJ ประกาศแผนการทยอยขาย ETFs และ J-REITs ทั้งนี้ การขายดังกล่าวจะดำเนินไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป และอาจใช้เวลานานกว่าหนึ่งศตวรรษจึงจะแล้วเสร็จ ซึ่งบ่งชี้ว่าผลกระทบต่อตลาดจะค่อนข้างจำกัด ขณะเดียวกัน ชัยชนะที่ไม่คาดคิดของผู้นำสายผ่อนคลายนโยบายการเงิน ได้ลดความคาดหวังของตลาดต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ BoJ ในเดือน ต.ค. อย่างไรก็ตาม เรายังคาดว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 0.75% ภายในสิ้นปีนี้ (Baseline คาดเดือน ต.ค.) และปรับขึ้นสู่ระดับ 1.0% ภายในสิ้นปี 2026 แม้ชัยชนะของทาเคอิชิอาจเพิ่มความเป็นไปได้ที่การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ BoJ จะล่าช้าออกไป หากรัฐบาลผลักดันแนวทางการประสานนโยบายที่ผ่อนคลายนมากขึ้นระหว่างฝ่ายการคลังและการเงิน

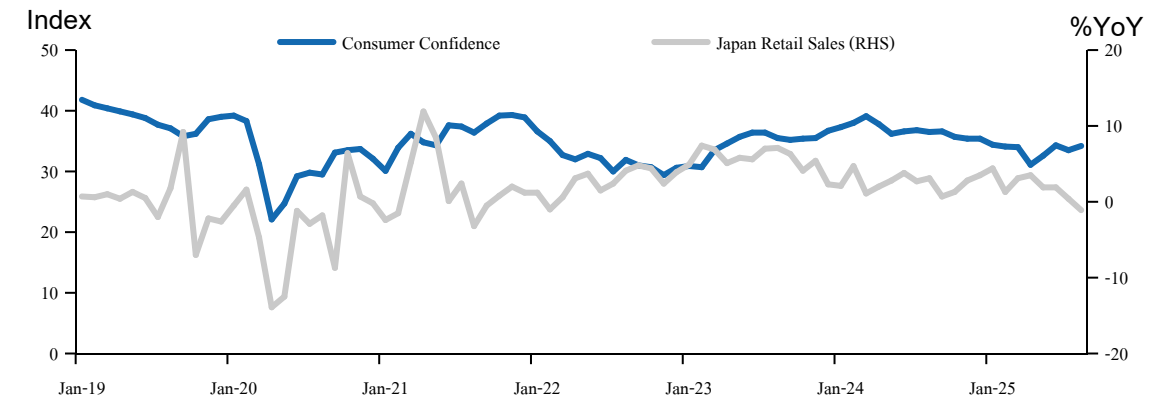
กิจกรรมภาคการผลิตหดตัวเป็นครั้งที่ 14 ในรอบ 15 เดือน ขณะที่ภาคบริการยังคงขยายตัวต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 6 ติดต่อกัน



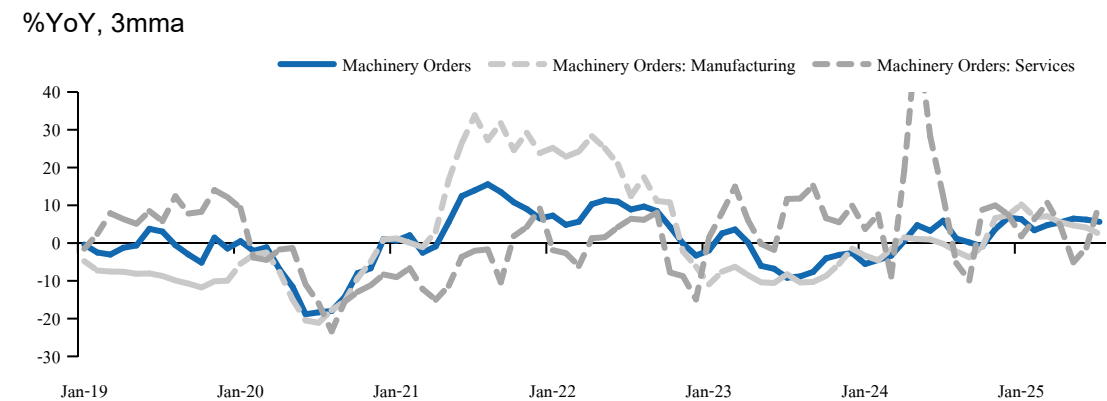
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและภาคบริการ



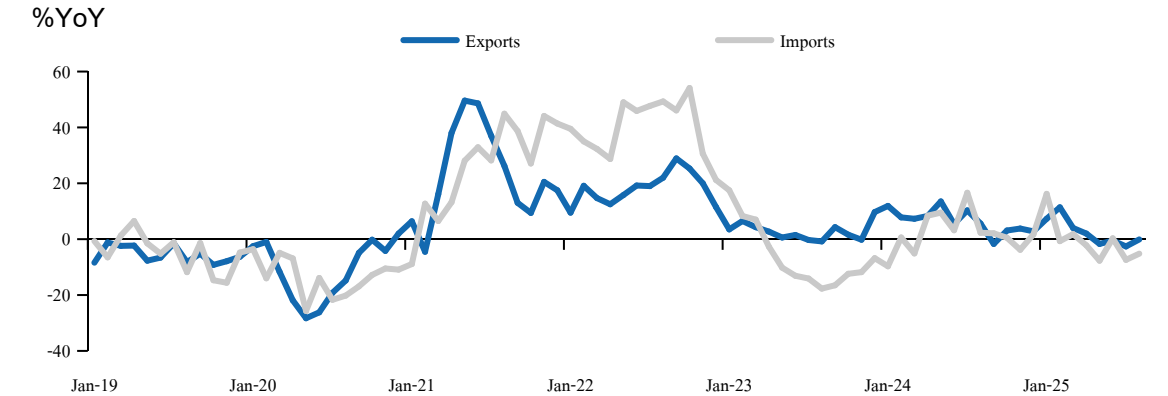
ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



การลงทุน



การส่งออกและการนำเข้า

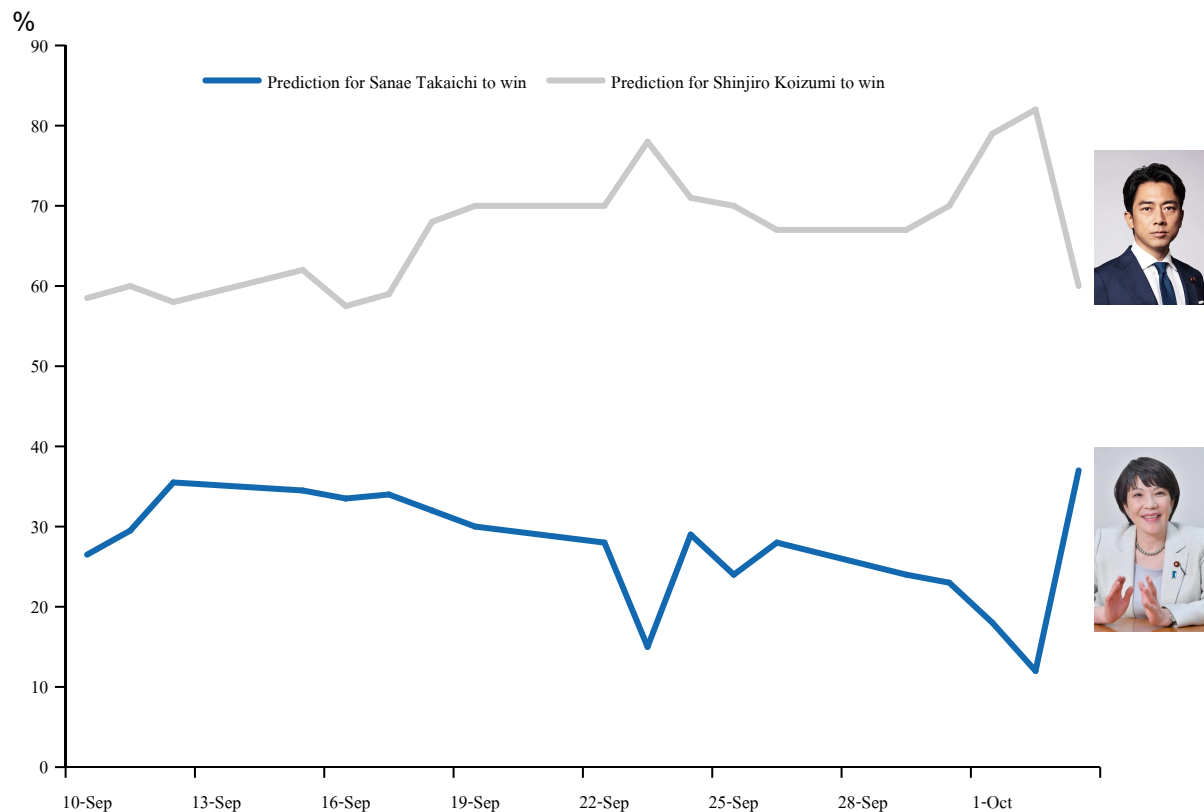


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พรรค LDP ได้เลือกชานาเอะ ทาคาอิชิเป็นผู้นำคนใหม่ ซึ่งถือเป็นผลลัพธ์ที่สร้างความเซอร์ไพรส์ให้กับตลาด และกระตุ้นการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงในตลาดญี่ปุ่น



ผลสำรวจคาดการณ์นายกรัฐมนตรีนายกรัฐมนตรีของญี่ปุ่นคนถัดไป



ผลการเลือกตั้งผู้นำพรรค LDP

1st round	Total (590)	LDP lawmakers (295)	Party members (295)
Sanae Takaichi	183	64	119
Shinjiro Koizumi	164	80	84
Yoshimasa Hayashi	134	72	62
Takayuki Kobayashi	59	44	15
Toshimitsu Motegi	49	34	15

เนื่องจาก ไม่มีผู้สมัครท่านใด ได้รับเสียงข้างมาก ส่งผลให้ผู้ที่มีคะแนนสูงสุดสองอันดับแรกแข่งกันในรอบต่อไป

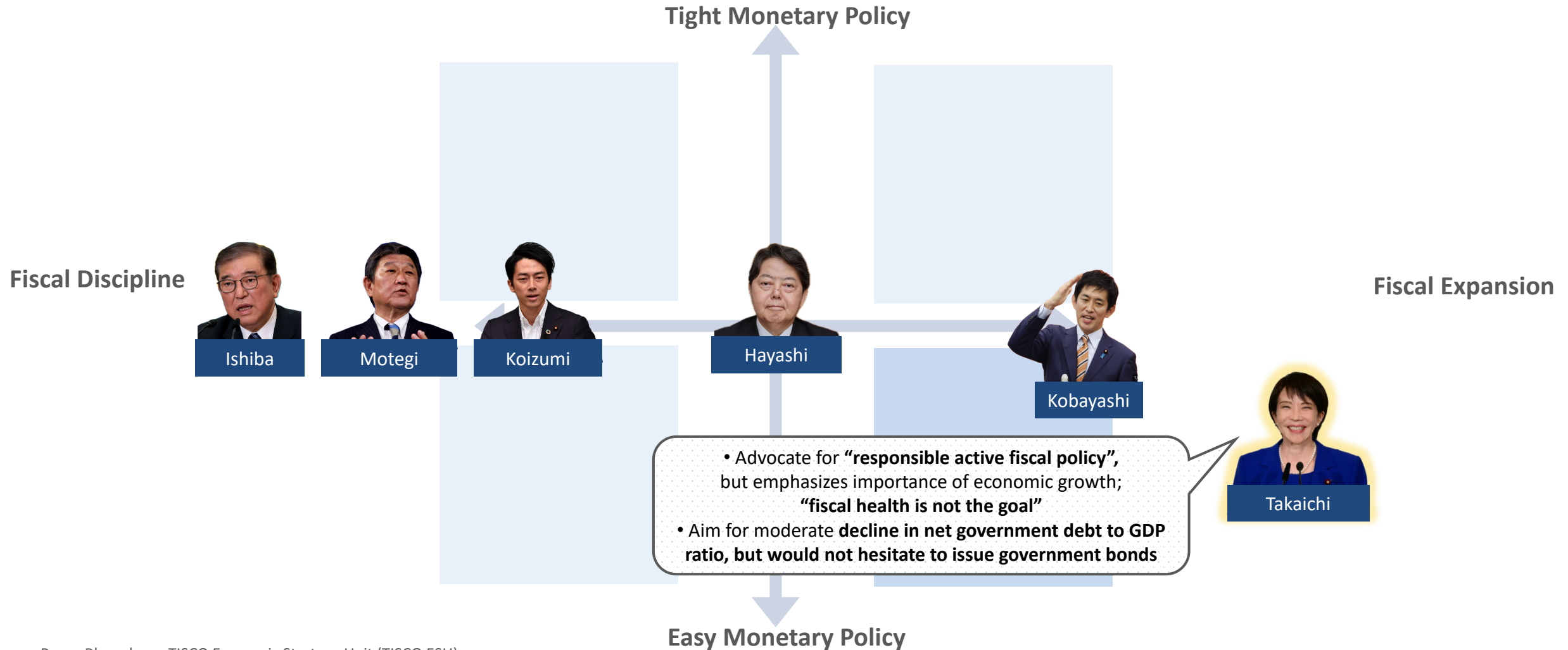


2nd round	Total (342)	LDP lawmakers (295)	Prefecture (47)
Sanae Takaichi	185	149	36
Shinjiro Koizumi	156	145	11

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

ชัยชนะของชานาเอะ ทาคาอิชิ ผู้สนับสนุนนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจ จะส่งผลให้นโยบายการคลังของญี่ปุ่นเอนเอียงไปในทิศทางที่ขยายตัวมากยิ่งขึ้น

จุดยืนด้านนโยบายของผู้สมัครชิงตำแหน่งผู้นำพรรค LDP









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

ในบรรดาข้อเสนอด้านนโยบายเศรษฐกิจของเธอ มาตรการในระยะสั้นนี้จะมุ่งเน้นไปที่การรับมือกับภาวะราคาสินค้าที่ปรับตัวสูงขึ้น



ข้อเสนอด้านนโยบายของทาคาอิจิ

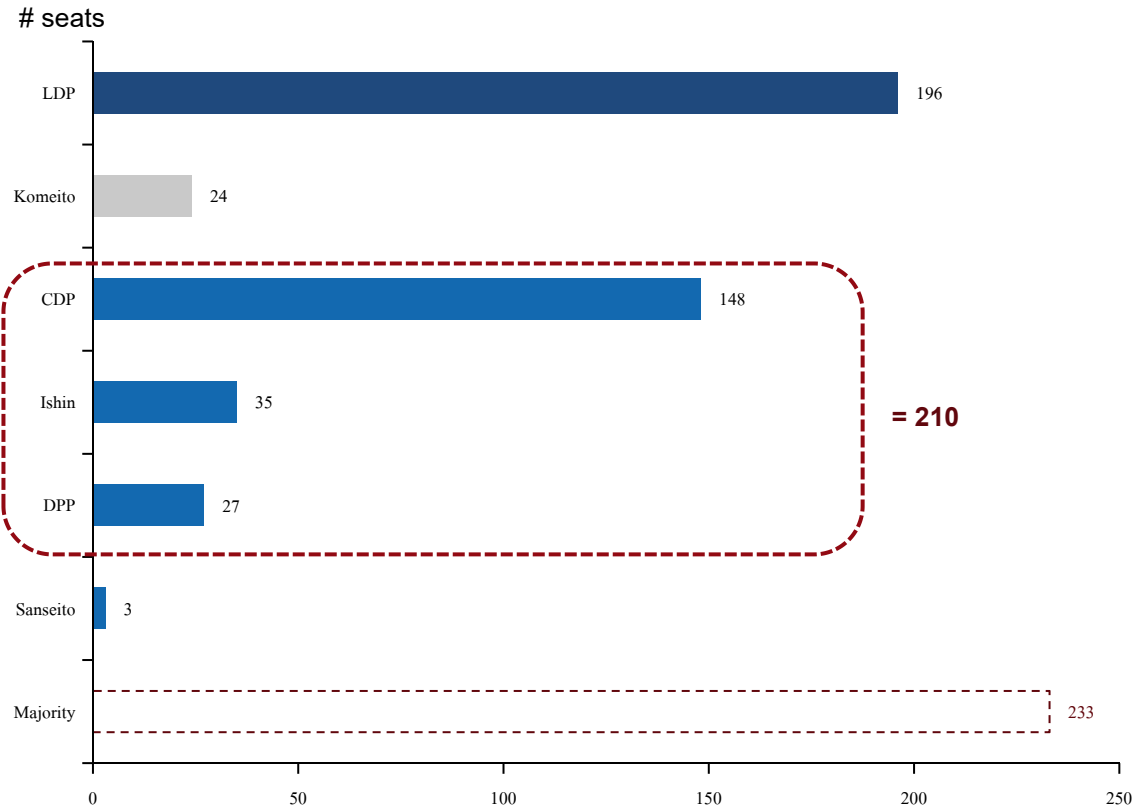
 <p>Economic Policy & Inflation Countermeasures</p> <ul style="list-style-type: none"> • Abolish provisional gasoline tax and reduce diesel fuel delivery tax • Expand the special grants for priority support to local government • Raise the tax-free income threshold • Support refundable tax credits and cash handouts to low-middle income households (will take a few years) 	 <p>Monetary Policy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Call for coordination between BoJ and government's economic policy • Prefer maintaining monetary stimulus until inflation is backed by stronger wages and demand • Previously criticized BOJ rate hikes but has since moderated her tone 	 <p>Social & Welfare Policy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tax credits for babysitter and childcare services • Corporate tax breaks for entities with in-office childcare • Additional funding for hospitals and nursing care facilities • Ease the income barrier in social benefit programs 	 <p>Energy & Defense Policy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ensure stable, low-cost power supply through next-generation nuclear and fusion energy • Curb reliance on foreign made solar panels; promote domestic resource development (rare earths, rare metals) • Strengthen cyberdefense • Strengthen defense capabilities 	 <p>Industrial & Investment Policy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Strategic government procurement; investment in AI, semiconductors, quantum computing, space, advanced medical etc.  <p>Foreign Policy</p> <ul style="list-style-type: none"> • Address illegal overstayers and regulate foreign land acquisitions
---	--	---	--	--

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

รายงานข่าวระบุว่าพรรคฝ่ายค้านอาจร่วมมือกันและสนับสนุนตัวแทนจากพรรคฝ่ายค้าน ขึ้นเป็นนายกรัฐมนตรี ทั้งนี้ พรรค Ishin ได้ประกาศร่วมมือกับพรรครัฐบาลในเวลาต่อมา



จำนวนที่นั่งในสภาของแต่ละพรรค



มาตรการรับมือเงินเฟ้อของพรรคฝ่ายค้าน

Party	Inflation Countermeasures
CDP	<ul style="list-style-type: none"> Reduce consumption tax on food from 8% to zero (for 1 year in principle, extension allowed once) Cash payout of ¥20,000 per citizen Reduce gasoline price by ¥25 per liter (abolish provisional tax portion)
Ishin	<ul style="list-style-type: none"> Reduce consumption tax on food to zero for two years Reduce gasoline price by ¥25 per liter (abolish provisional tax portion) Tax exemption and cash payout for low-income households
DPP	<ul style="list-style-type: none"> Reduce consumption tax on all items to 5% (until real wage growth of 2% is achieved on a stable basis) Reduce gasoline price by ¥25 per liter (abolish provisional tax portion) Reduce electricity charge

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

การขายกองทุน ETF ของธนาคารกลางญี่ปุ่นจะดำเนินไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป และอาจใช้เวลานานกว่าหนึ่งศตวรรษจึงจะแล้วเสร็จ ซึ่งบ่งชี้ว่าผลกระทบต่อภาพรวมตลาดจะมีจำกัด

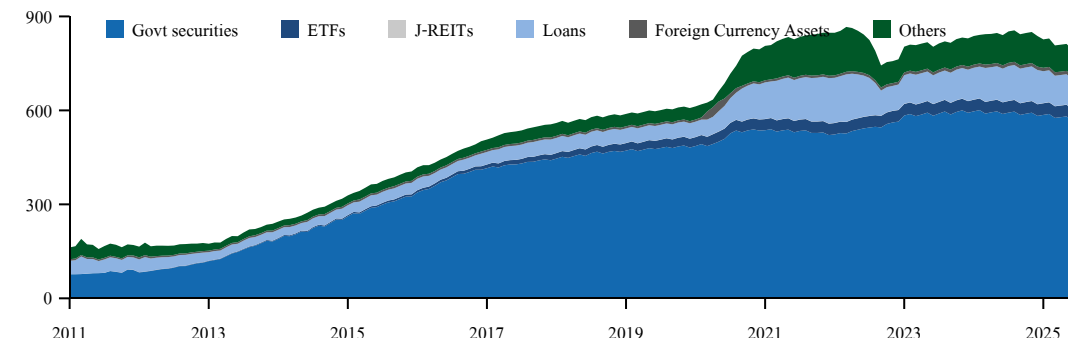


แผนการขาย ETFs และ J-REITs ที่ประกาศโดย BoJ ล่าสุด

		ETF	J-REIT	Stock purchased from banks
Pre-disposal holding (JPY trn.)	Book value	37.19	0.66	1.30
	Market value	79.5	0.71	3.00
Annual selling (JPY trn.)	Book value	0.33	0.005	0.15
	Market value	0.62	0.006	0.62
Proportion of sales to trading volume (%)		0.05	0.05	0.05
Time to completion (years)		113	131	10

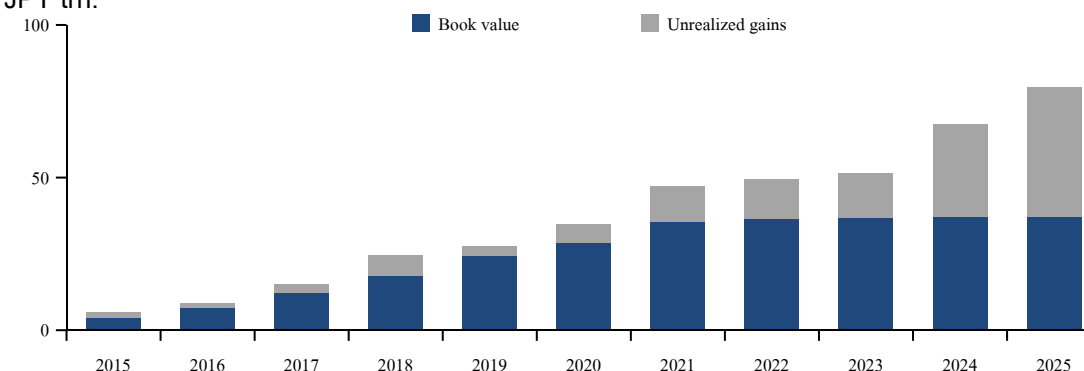
สินทรัพย์ของ BoJ

JPY trn.



มูลค่า ETF ที่ BoJ ถือครอง

JPY trn.

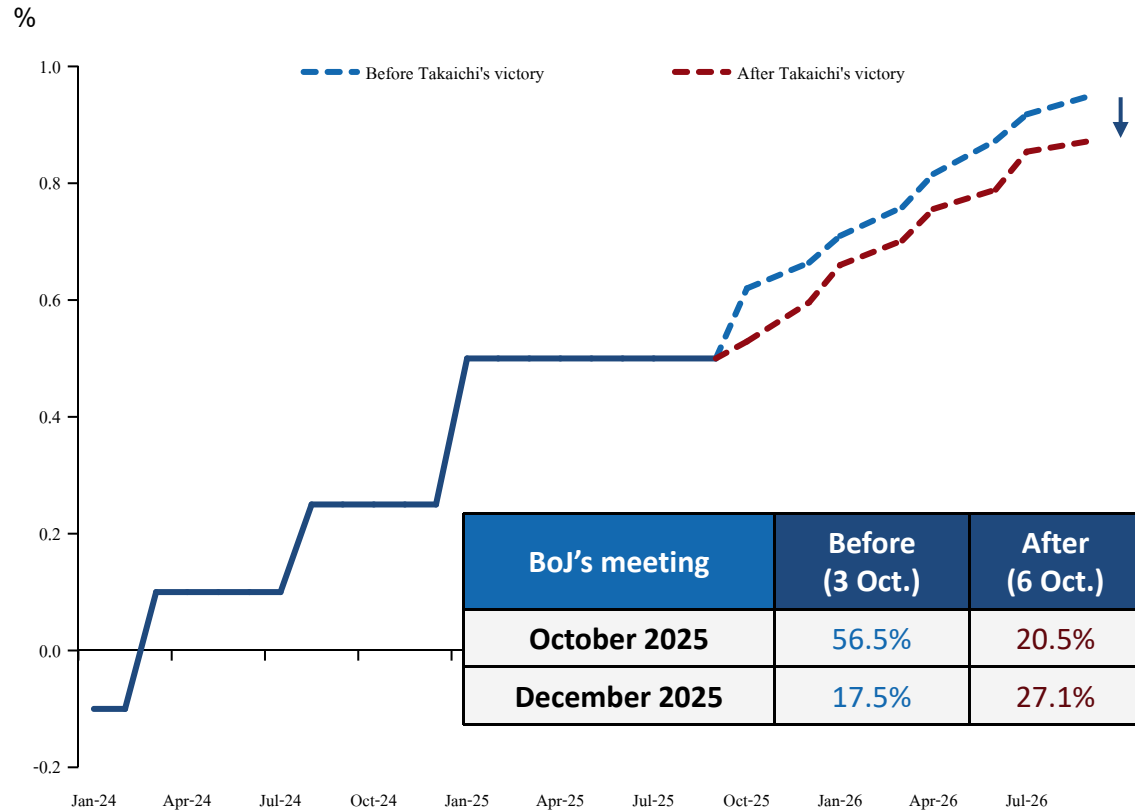


Source: BoJ, CEIC, Bloomberg, NLI Research Institute, Morgan Stanley, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

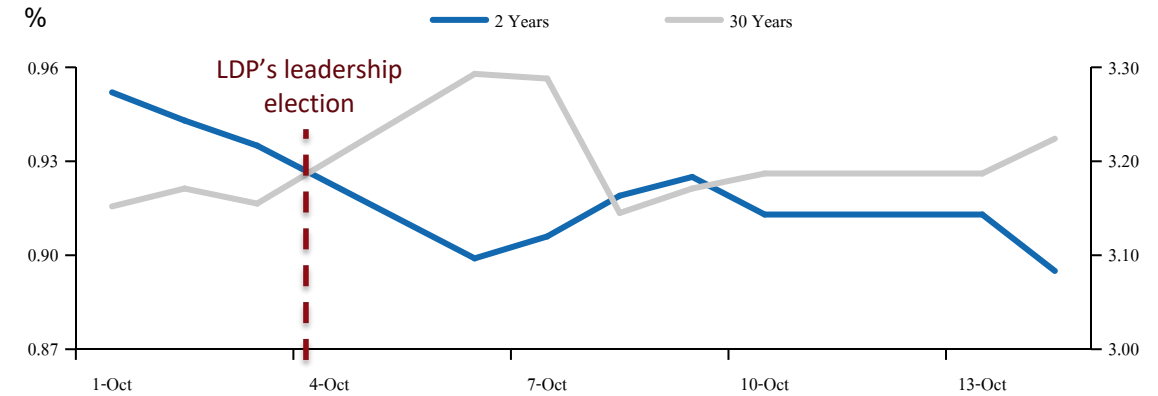
ชัยชนะที่ไม่คาดคิดของผู้นำสายพิราบ ส่งผลให้ตลาดปรับลดความคาดหวังต่อการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางญี่ปุ่นในการประชุมเดือน ต.ค. นี้



คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายของญี่ปุ่นโดยผู้ร่วมตลาด



อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล



ค่าเงินเยนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ



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

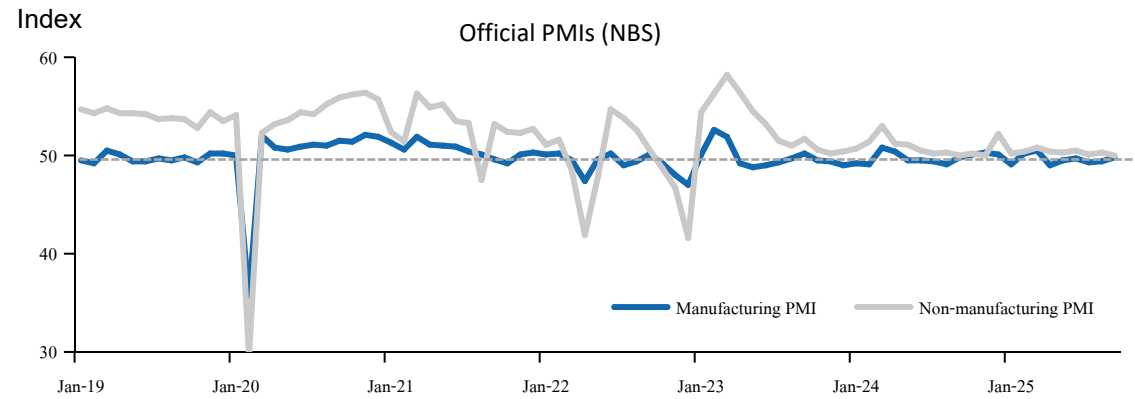


- เครื่องชี้วัดทางเศรษฐกิจของจีนในไตรมาส 3 แสดงสัญญาณชะลอตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจในวงกว้าง ทั้งการบริโภค การผลิต และการลงทุน โดยการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Investment) ปรับลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า และถือเป็นการลดลงรุนแรงที่สุดนับตั้งแต่ช่วงต้นปี 2020 เช่นเดียวกับการลงทุนภาครัฐที่ถือเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจจีนในช่วงที่ผ่านมาได้ปรับลดลง ซึ่งถือเป็นเหตุการณ์ที่พบได้ยาก โดยการลงทุนที่นำโดยภาครัฐในช่วงแปดเดือนแรกของปีขยายตัวเพียง 2.3% ต่ำกว่าระดับ 5% ในช่วงครึ่งปีแรก และถือเป็นระดับที่อ่อนแอที่สุดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2020 แม้ว่าทางการจีนจะเร่งการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมทุนอย่างต่อเนื่องในปีนี แต่ทรัพยากรจำนวนมากถูกเบนไปใช้ในการแก้ปัญหาหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่น ขณะที่เงินฝากภาครัฐที่ปรับสูงขึ้นอาจสะท้อนถึงความเร่งด่วนที่ลดลงของการใช้จ่ายทางการคลัง หลังการขยายตัวทางเศรษฐกิจของจีนออกมาดีกว่คาดในช่วงครึ่งปีแรก และยังคงมีแนวโน้มบรรลุเป้าหมายที่ราว 5% ตามที่รัฐบาลตั้งไว้ในปีนี้ ส่งผลให้ผู้กำหนดนโยบายอาจชะลอการดำเนินมาตรการผ่อนคลายเป็นเพิ่มเติมไว้ก่อน ท่ามกลางการส่งออกที่ยังคงแข็งแกร่ง เพื่อรักษาพื้นที่เชิงนโยบายสำหรับความท้าทายที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต
- แรงหนุนจากการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นในช่วงที่ผ่านมายังไม่สามารถกระตุ้นการใช้จ่ายของผู้บริโภคได้ โดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงสัปดาห์หยุดยาววันชาติจีน (Golden Week) บ่งชี้ว่า ตัวชี้วัดหลายรายการ เช่น จำนวนการเดินทางภายในประเทศและรายได้จากการท่องเที่ยวเฉลี่ยต่อวันเติบโตในระดับที่อ่อนแอกว่าช่วงวันหยุดก่อนหน้าของปี สะท้อนถึงความท้าทายอย่างต่อเนื่องในการพลิกฟื้นการบริโภคและแรงกดดันด้านเงินฝืด โดยเศรษฐกิจที่ชะลอตัวท่ามกลางภาวะตลาดหุ้นที่ปรับตัวขึ้นอาจส่งผลให้ทางการจีนดำเนินนโยบายผ่อนคลายเป็นได้ยากขึ้น เนื่องจากทางการจีนจำเป็นต้องรักษาสมดุลระหว่างการสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจกับการหลีกเลี่ยงการเพิ่มสภาพคล่องในระบบ โดยเรายังคาดว่าธนาคารกลางจีนมีแนวโน้มปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมาย (RRR) อีก 10bps และ 25-50bps ตามลำดับภายในปีนี้ แต่มีความเสี่ยงมากขึ้นที่การปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นอาจนำไปสู่การดำเนินนโยบายการเงินที่ระมัดระวังมากขึ้น

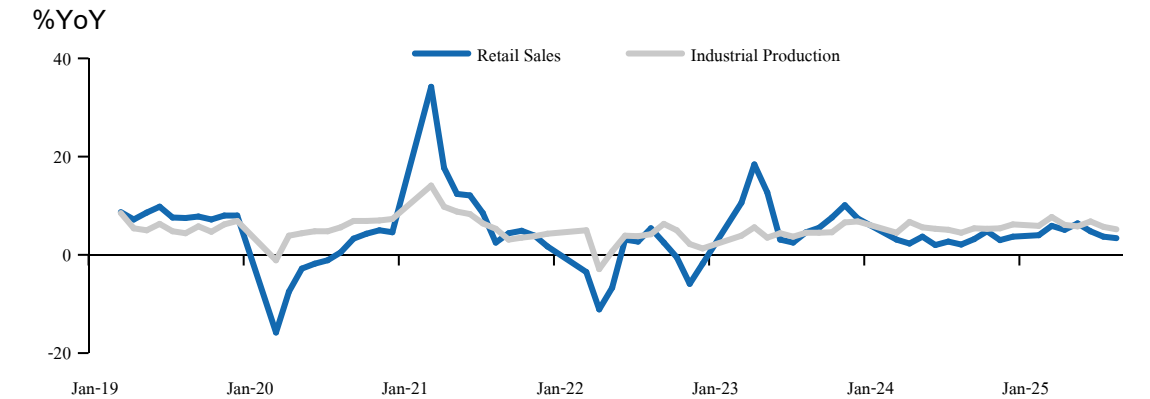
กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศชะลอตัว ขณะที่การส่งออกขยายตัวในอัตราที่เร็วที่สุดนับตั้งแต่เดือนมีนาคม



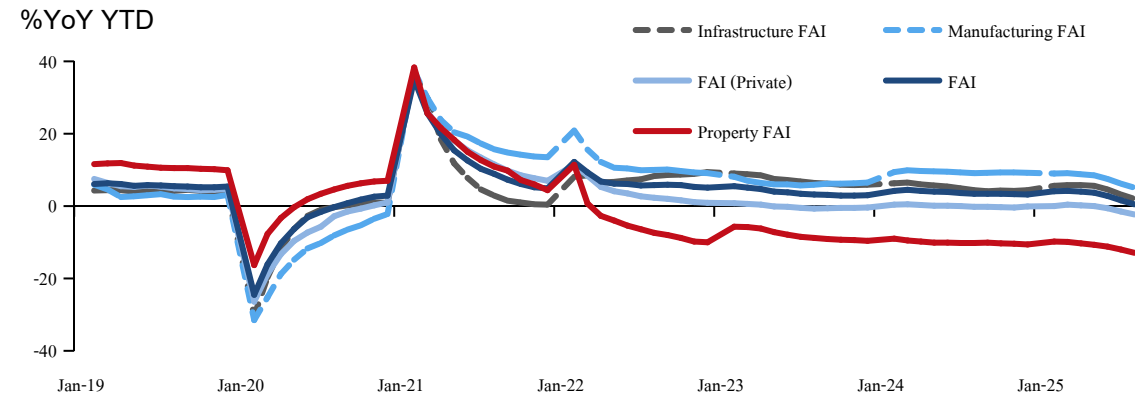
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



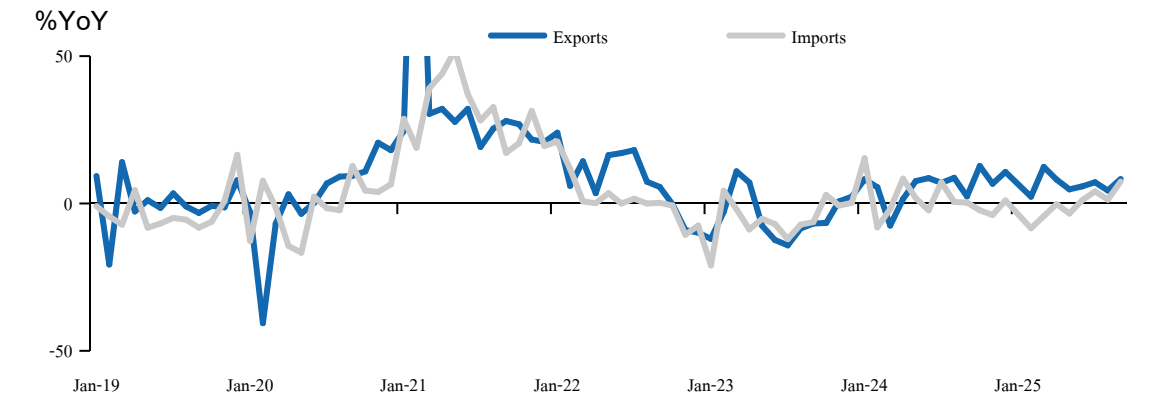
ยอดขายปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



การส่งออกและการนำเข้า

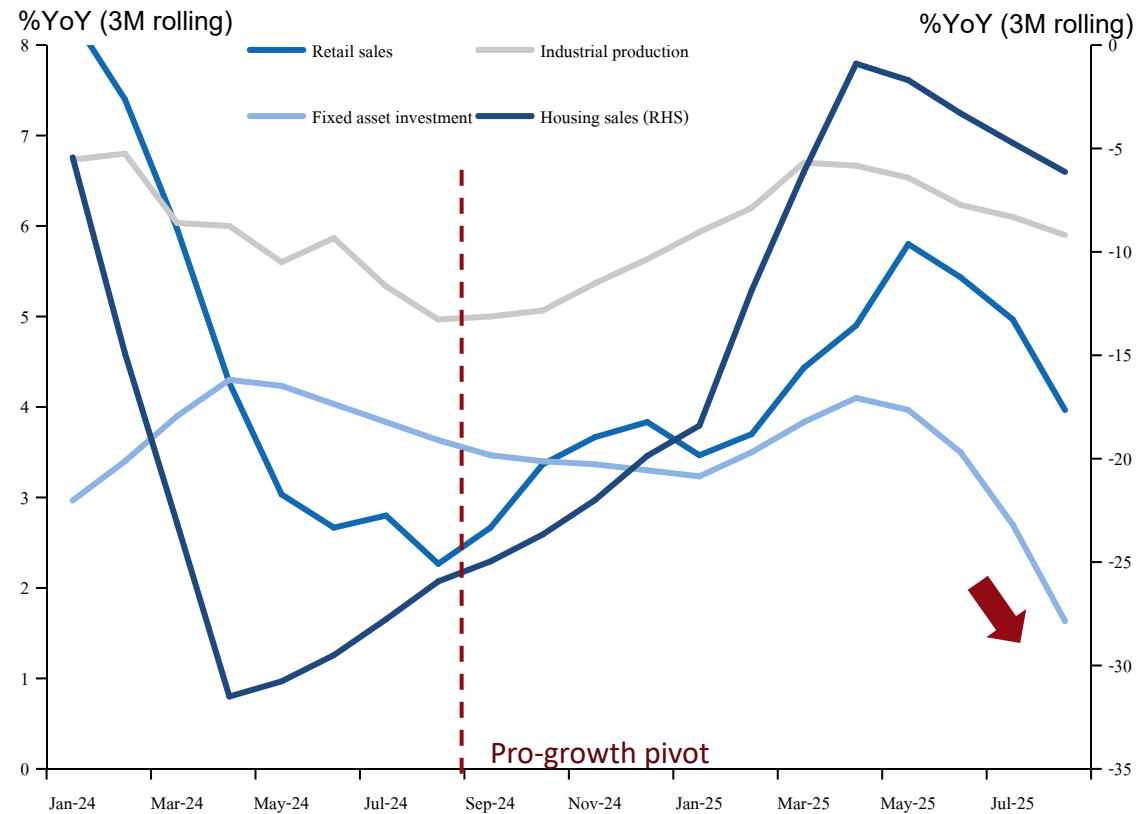


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

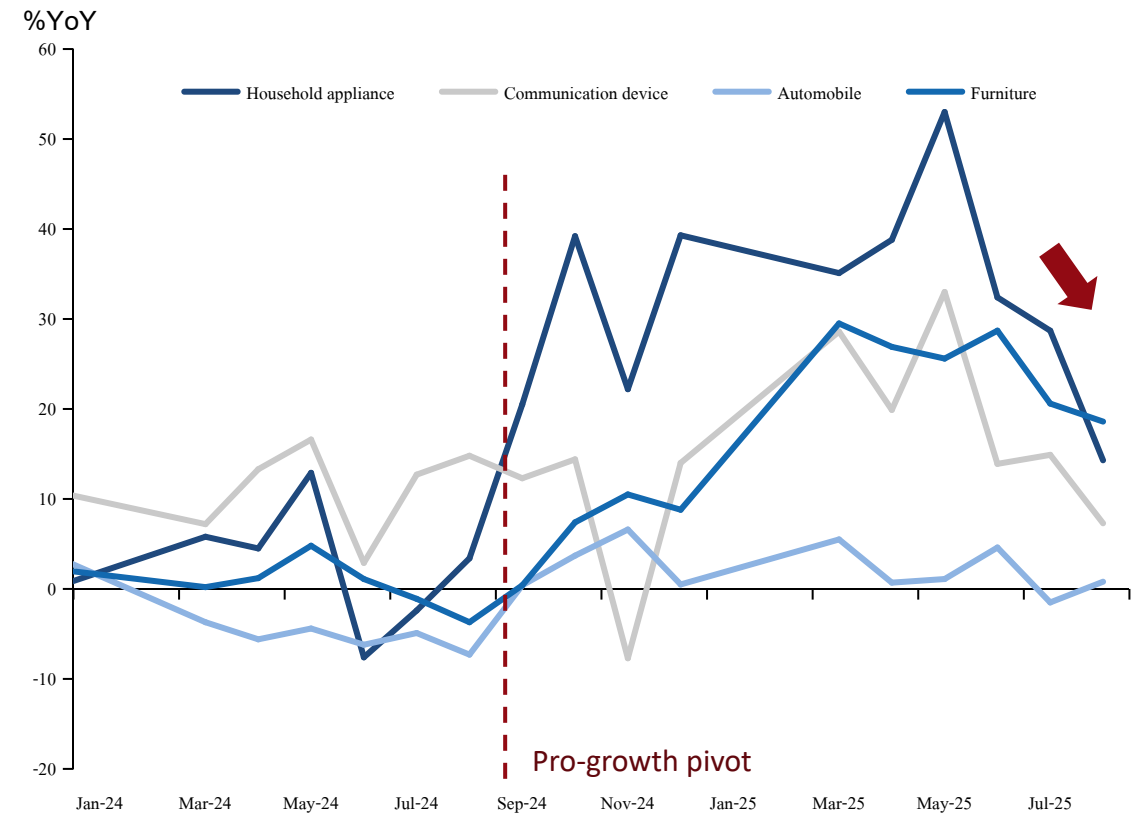
กิจกรรมทางเศรษฐกิจของจีนกำลังเผชิญกับภาวะชะลอตัวในวงกว้าง ทั้งการบริโภค การผลิต และการลงทุน



เครื่องชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจ



ยอดขายสินค้าภายใต้โครงการ “Trade-in” subsidy program

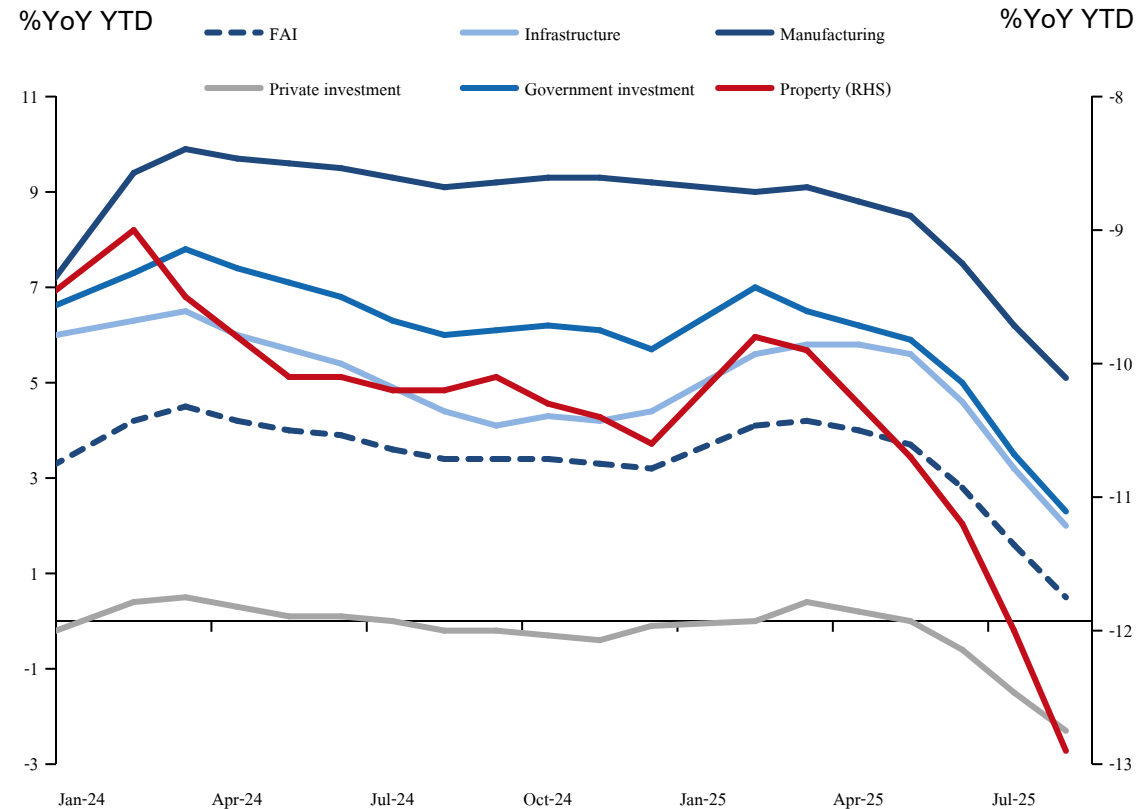


Source: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

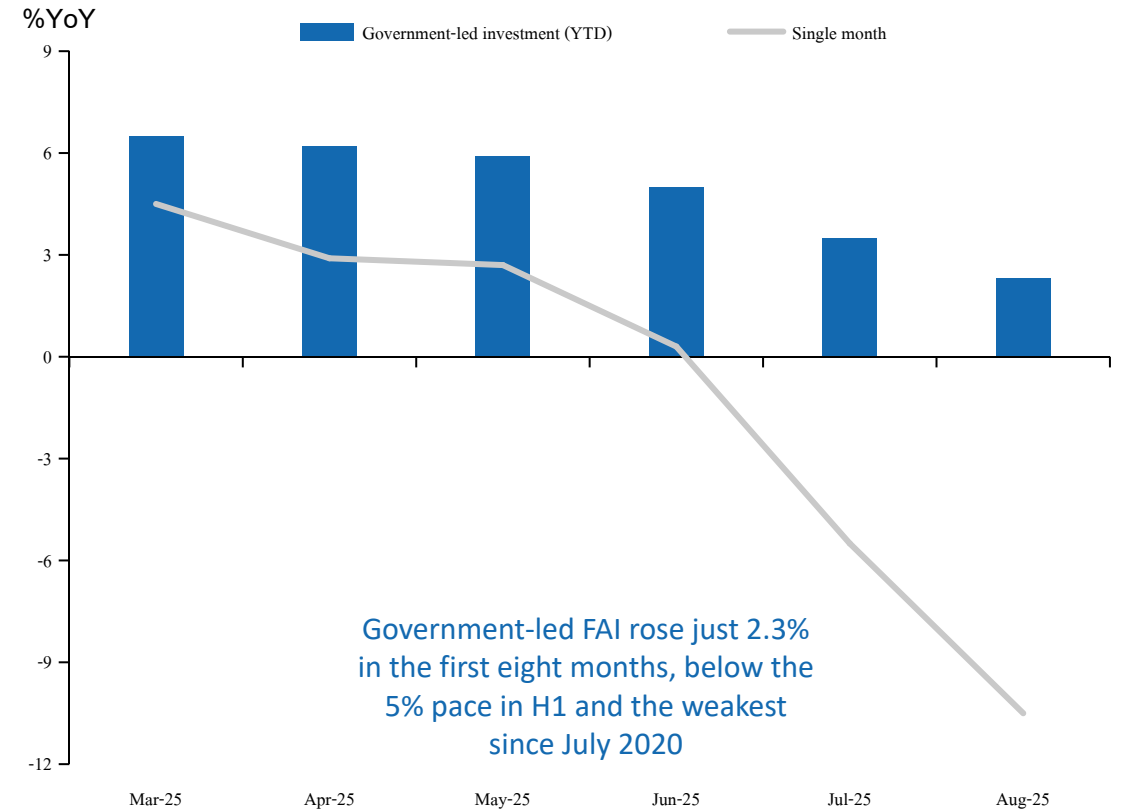
ภาวะซบเซาของการลงทุนสะท้อนสัญญาณที่น่ากังวล โดยเฉพาะการหดตัวของการลงทุนภาครัฐ ซึ่งเกิดขึ้นไม่บ่อยนัก



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรของภาครัฐ



Government-led FAI rose just 2.3% in the first eight months, below the 5% pace in H1 and the weakest since July 2020

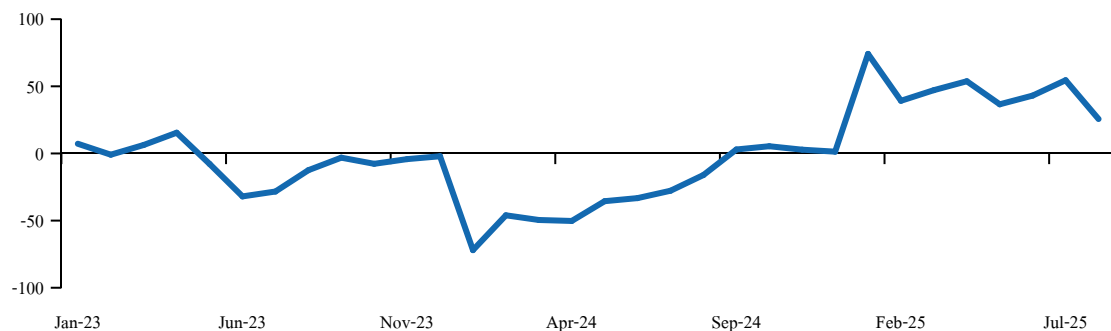
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ทางการจีนเร่งออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมทุนในปีนี้ แต่ทรัพยากรถูกเบนไปใช้ในการแก้ปัญหาหนี้สินของรัฐบาลท้องถิ่น ขณะที่การเพิ่มขึ้นของเงินฝากภาครัฐสะท้อนถึงความเร่งด่วนที่ลดลงในการเร่งการใช้จ่ายภาครัฐ

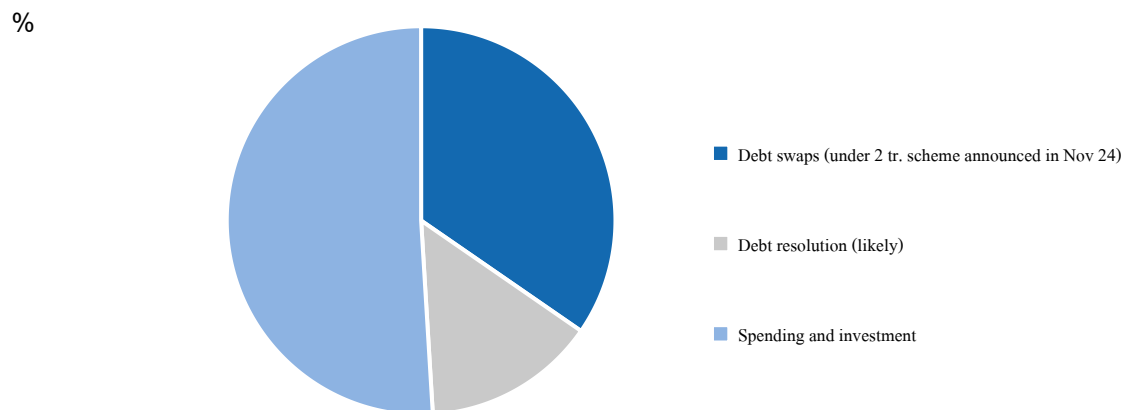


ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลใหม่

%YoY YTD

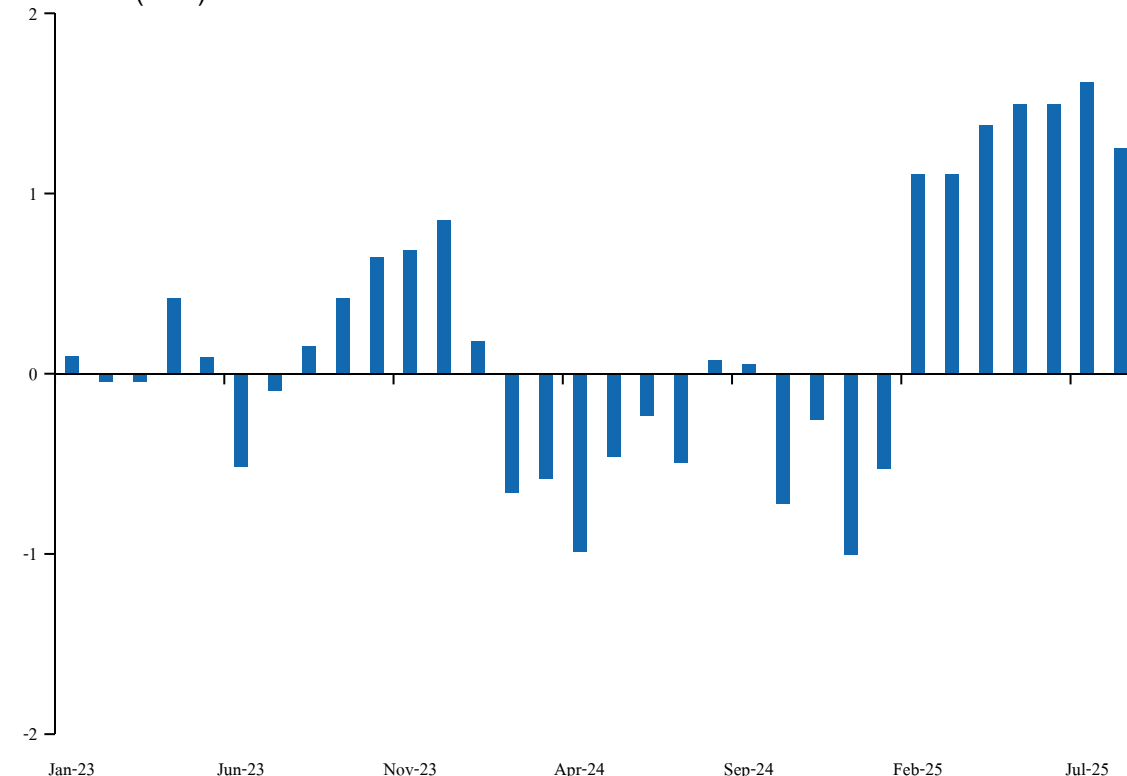


การออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น แยกตามวัตถุประสงค์



เงินฝากทางการคลัง (ปริมาณเงินฝากของรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน)

RMB bn. (YTD)

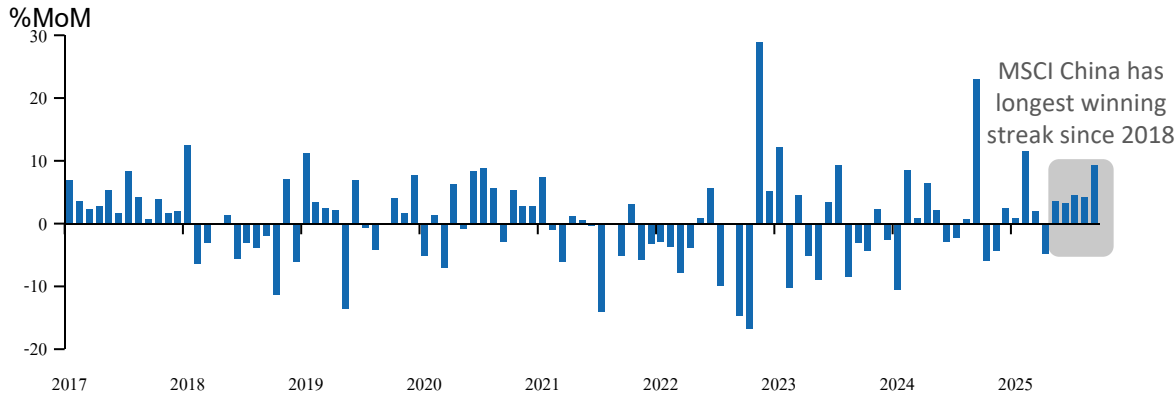


Source: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

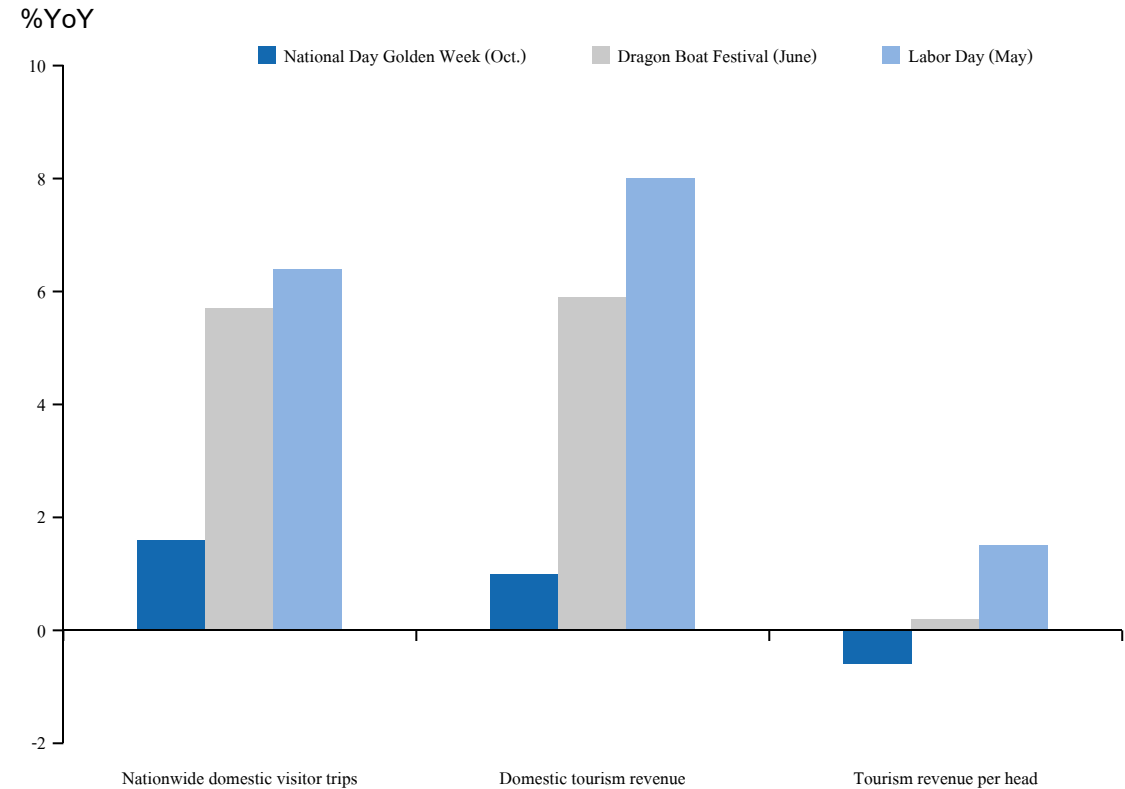
แรงหนุนจากการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นยังไม่สามารถช่วยให้การใช้จ่ายของผู้บริโภคจีนแข็งแกร่งขึ้นได้ในช่วงวันหยุดยาวที่ผ่านมา



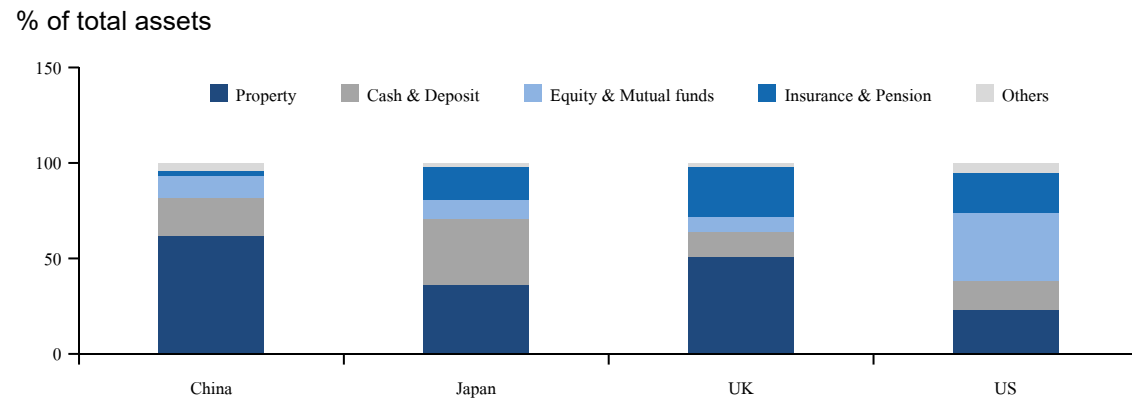
ดัชนี MSCI China



เปรียบเทียบกิจกรรมทางเศรษฐกิจในช่วงวันหยุดยาว 1\



สัดส่วนของสินทรัพย์ครัวเรือนในแต่ละประเทศ



Note: 1\ Adjust for differences in the holiday length across years by using daily average for comparison

Source: Bloomberg, CEIC, Ministry of Culture and Tourism, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

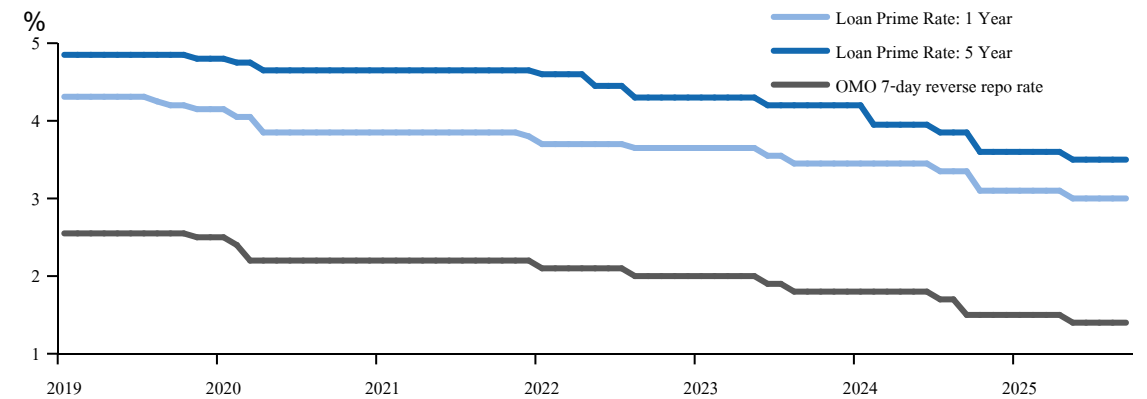
เศรษฐกิจที่ชะลอลงท่ามกลางตลาดหุ้นที่ปรับตัวขึ้น อาจส่งผลให้ทางการเงิน ระมัดระวังมากขึ้นต่อการผ่อนคลายนโยบายการเงินที่จะเพิ่มสภาพคล่องในระบบ



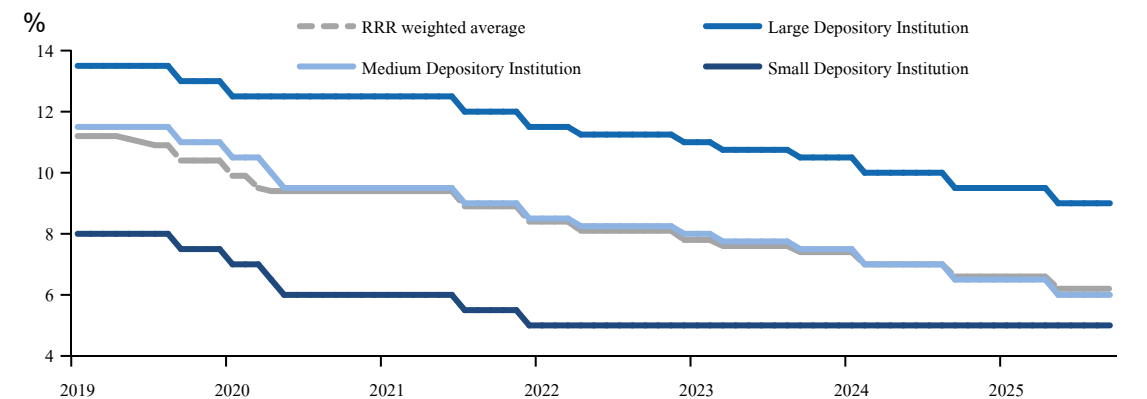
การประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของทางการเงินหลังการผ่อนคลายนโยบาย
ล่าสุดในเดือน พ.ค. 2025

Type	Main Policy Announcement
Growth	<ul style="list-style-type: none"> Issue a guideline on promoting high-quality urban growth (Aug) Outline policy priorities for urban development (July) Strengthen policy support for stabilizing employment (July) PBoc unveiled an easing package to stabilize economy and market expectations: 10bps rate cut and 50bps RRR cut (May)
Consumption	<ul style="list-style-type: none"> Outline policy measures to expand service consumption (Sep) Interest subsidies for household consumer loans and targeted services businesses (Aug)
Investment	<ul style="list-style-type: none"> New policy-based financial tools valued at 500 billion yuan to inject capital into investment projects (Sep) Start of the Yarlung Zangbo River hydropower project (July)
Social welfare	<ul style="list-style-type: none"> Gradual implementation of free preschool education (Aug) A nationwide childcare subsidy program: RMB 3600 per child per year (July)
Housing	<ul style="list-style-type: none"> Shanghai further relaxed local home purchase restrictions (Aug)
Others	<ul style="list-style-type: none"> Call for “Anti-involution” (July)

อัตราดอกเบี้ย



อัตราส่วนเงินสำรองตามกฎหมาย (RRR)



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

มาตรการกระตุ้นพุงเศรษฐกิจจากรัฐ เปรียบเสมือนว่าเศรษฐกิจไทย ได้รับยาบรรเทา แต่ความท้าทายระยะยาวยังอยู่



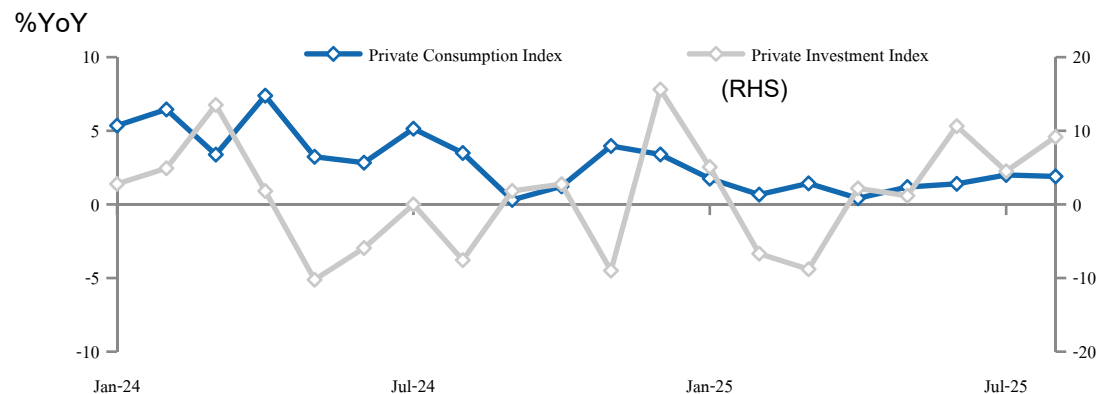
- รัฐบาลภายใต้การนำของนายกรัฐมนตรี อนุทิน ชาญวีรกูล หัวหน้าพรรคภูมิใจไทย ได้ทำให้ภูมิทัศน์เศรษฐกิจไทยมีการเปลี่ยนแปลงไป โดยการจัดตั้งทีมที่ปรึกษาด้านเศรษฐกิจ ซึ่งประกอบด้วยซีอีโอจากภาคเอกชนที่มีประสบการณ์สูง และได้พัฒนาแนวทางนโยบายที่เรียกว่า 'Quick Big Win' หรือ มาตรการเร่งด่วนที่เห็นผลในระยะสั้น เพื่อบรรเทาและแก้ปัญหาเศรษฐกิจสำคัญของไทยทั้งในระยะสั้นและระยะยาว
- จากสถานการณ์ดังกล่าว เราจึงปรับเพิ่มคาดการณ์การเติบโตของ GDP ไทยในปี 2568 เป็น 2.1% (จากเดิม 1.9%) ขณะที่แนวโน้มปี 2569 ยังคงประมาณการไว้เท่าเดิมที่ 1.6% การปรับคาดการณ์ปี 2568 ที่ดีขึ้นนี้สะท้อนผลจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้น และผลกระทบต่อต้นทุนจากนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่น้อยกว่าที่คาดไว้ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยเชิงบวกนี้ยังถูกจุดรั้งโดยปัญหาการพิพาทชายแดนกับกัมพูชาอย่างต่อเนื่อง และการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว โดยเฉพาะรายจ่ายของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ชะลอลงมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ ประกอบกับค่าเงินบาทที่แข็งค่าอย่างต่อเนื่องในปีนี้
- สำหรับนโยบายการเงิน คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) มีมติ 5 ต่อ 2 ให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 1.50% โดยเสียงส่วนใหญ่เห็นว่าในภาวะที่พื้นที่สำหรับดำเนินนโยบาย (Policy space) มีจำกัด จึงอยากให้ความสำคัญกับจังหวะเวลาและประสิทธิผลของนโยบายการเงิน ขณะที่กรรมการสองท่านที่คัดค้านเห็นว่า ควรผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมทันที เพื่อให้ภาวะการเงินสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และช่วยบรรเทาภาระหนี้และเพิ่มสภาพคล่องที่จำเป็นต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม
- เรายังคงเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังคงต้องผ่อนคลายเป็นไปจนถึงกลางปี 2569 โดยระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วง 0.75–1.00% จะเหมาะสมและสอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจไทย ภายใต้สภาวะที่ GDP ขยายตัวต่ำกว่าศักยภาพ เงินเฟ้อยังอยู่ต่ำกว่ากรอบเป้าหมาย และภาวะทางการเงินที่ตึงตัวอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า กนง. จะพิจารณาปรับลดอัตราดอกเบี้ยในการประชุมครั้งต่อไปในเดือน ธ.ค. โดยคาดว่าจะลดลง -0.25% และทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาอยู่ที่ 1.25%

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

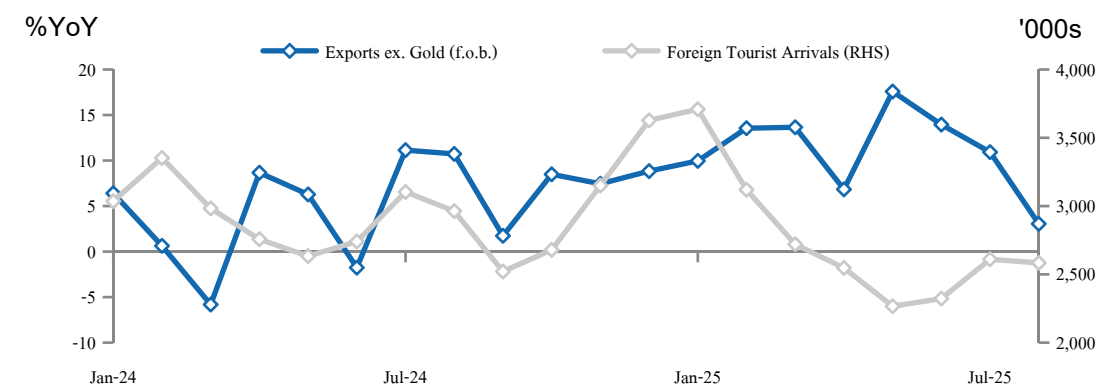
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือนสิงหาคมยังคงชะลอตัวลงต่อเนื่อง เมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้า



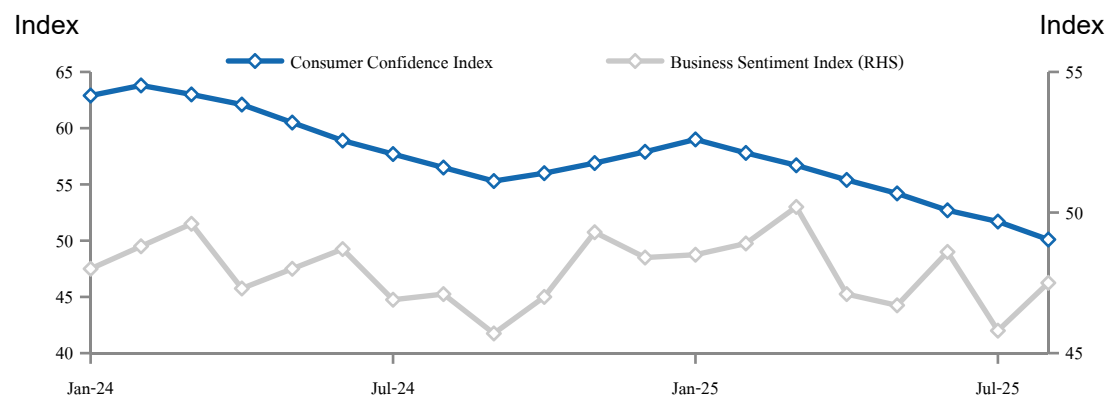
ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



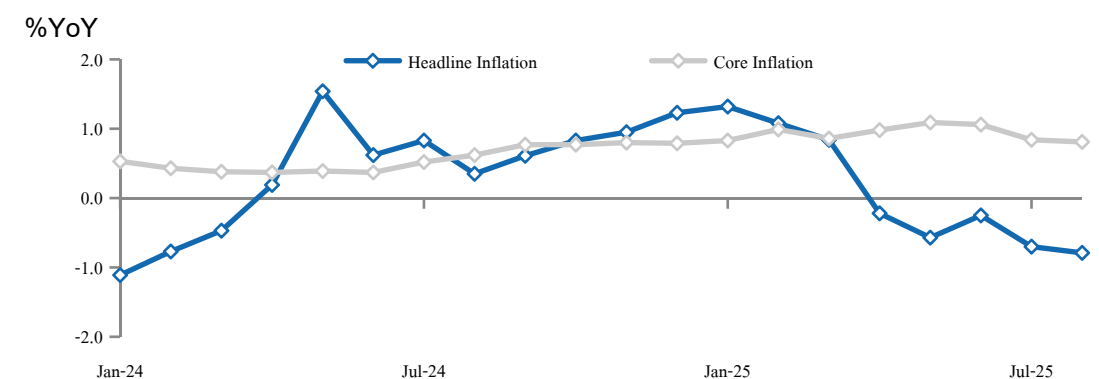
ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



ดัชนีความเชื่อมั่น



ดัชนีราคา

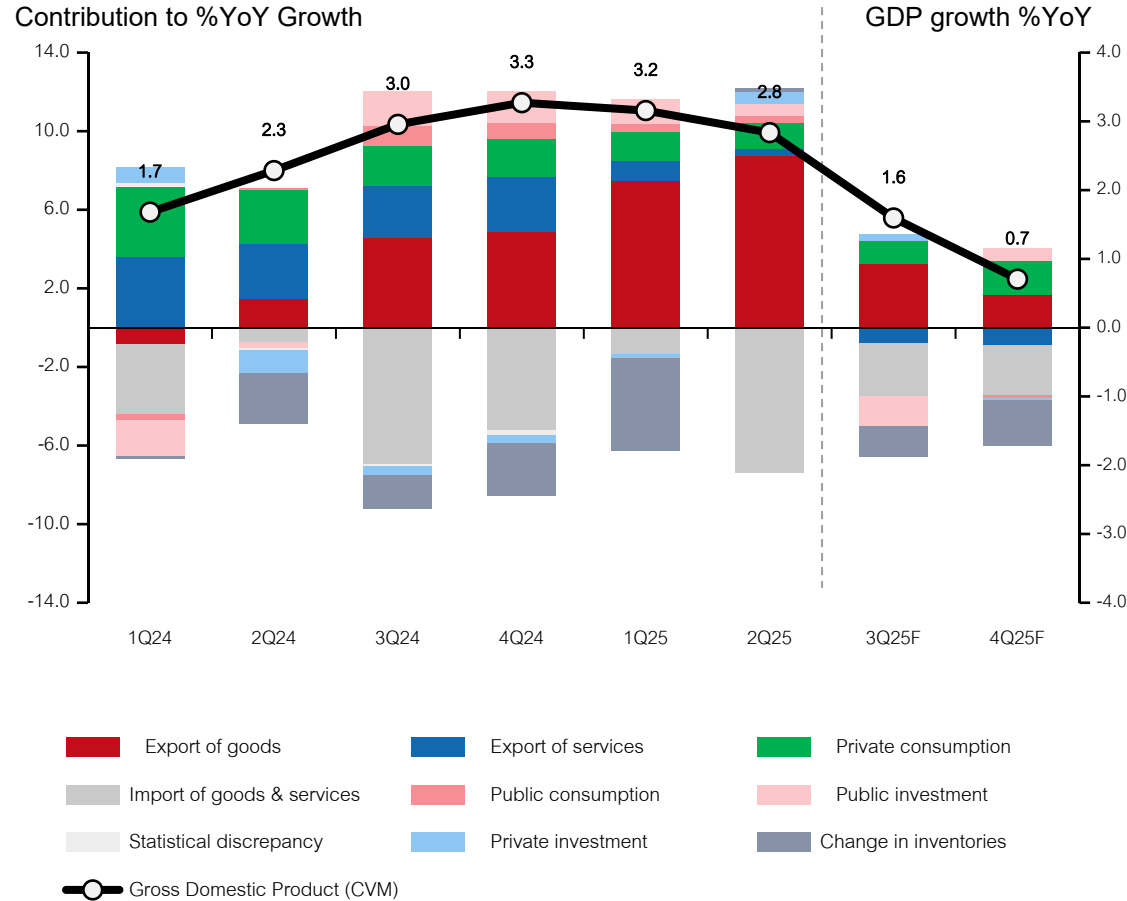


Source: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราได้รับเพิ่มประมาณการการขยายตัวของ GDP ปี 2025F เป็น 2.1% ขณะที่ยังคงคาดการณ์อัตราการเติบโตของปี 2026F ไว้ที่ 1.6% ตามเดิม



การเติบโตของเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและคาดการณ์



ตารางสรุปตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคและคาดการณ์ GDP

Indicators	Unit	2024	TISCO ESU 2025F			TISCOESU 2026F		
			Latest	Prev	Δ	Latest	Prev	Δ
GDP	%	2.5	2.1	1.9	0.2	1.6	1.6	0.0
Private Consumption	%	4.4	2.4	2.4	0.0	2.2	2.2	0.0
Public Consumption	%	2.5	1.0	1.8	-0.8	1.3	1.0	0.3
Private Investment	%	-1.6	1.0	1.5	-0.5	1.3	-1.2	2.5
Public Investment	%	4.8	4.3	2.7	1.6	3.4	2.5	0.9
Exports (f.o.b)	%	4.4	8.9	5.8	3.1	-4.9	-4.7	-0.2
Imports (f.o.b)	%	5.2	6.9	4.4	2.5	-0.8	-0.6	-0.2
Tourist Arrivals	Million	35.5	32.5	33.5	-1.0	34.0	35.0	-1.0
CA Balance	US\$, Bn	11.1	13.8	12.8	1.0	7.6	5.4	2.2
Headline Inflation	%	0.4	0.0	0.3	-0.3	0.8	0.7	0.1
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	79.7	70.0	67.0	3.0	68.0	68.0	0.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.25	1.25	0.00	0.75	0.75	0.00
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	33.6	33.7	-0.1	34.5	35.0	-0.5

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

นโยบาย 'Quick Big Win' เร่งเดินเครื่องเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจไทย ในระยะเวลา 4 เดือน ผ่าน 5 เสาหลักของนโยบาย เราแนะนำมาตรการผลักดันเม็ดเงินลงทุนผ่าน Fast pass



นโยบายเศรษฐกิจ 5 เสาหลัก จากการแถลงนโยบายต่อรัฐบาล โดยนายกรัฐมนตรีอนุทิน

1

Stimulate the economy and tourism

I. Half-Half Plus program

- [THB 44 bn] 9 mn people outside the tax system will receive 2,000 (50:50), 11 mn taxpayers will receive 2,400 (60:40), daily spending is capped at 200 baht.

II. State welfare card

- [THB 22 bn] 13 mn cardholders will receive an additional 1,700 baht, bringing their allowance to 2,000 baht over two months.

Promoting tourism in less visited areas

Expanding export markets

2

Address Household debt

Debt relief, tackling THB 13.5 tn in Household Debt

- [THB 26 bn from Financial Institutions Development Fund: FIDF]
- To establish an AMC in order to acquire and restructure NPLs, with the goal of reducing household debt by more than 87%
- The debt relief approach will include extending loan terms, reducing interest rates, with a focus on small-scale debtors (below 100,000 baht)

Loans for small-scale borrowers

3

Enhance liquidity for SMEs

Provide additional liquidity of up to THB 1 mn each

- Credit guarantees through the Thai Credit Guarantee Corporation (TCG) for a minimum of THB 50 bn.

'Big brother helps little brother' program

- Supply chain financing promoted to encourage large enterprises to support small-scale businesses within the supply chain, with a tax incentive.

Tax refunds

- VAT refunds of THB 160 bn to be promptly disbursed to SMEs.

4

Promote Household Savings

Lottery Savings scheme

- The saved funds will be managed under rules similar to a RMF, accessible at age of 55.
- With an upgraded online purchase system that automatically deposits a portion into savings account.
- The program, set to launch within four months, will be funded by the Government Lottery Office's (GLO)

Government Savings Bonds

- will be made available monthly to Individual investors as a high-yield saving option

5

Driving future industries to unlock delayed projects

Reskilling high-skilled workers

- [THB 10 bn from the BOI fund] to develop workforce skills aligned with new industries such as EVs, bio-agriculture, and digital technologies.

Fast pass BOI projects

- Currently, approved BOI worth THB 470 bn are delayed, 'Fast Plus Pass' will be launched, aims to complete all approvals within 4 months.

Powering the new S-Curve for electric projects & supporting clean energy

Source: Ministry of Finance, The government Public Relations Department (PRD), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

มาตรการแจกเงินค้ำช่วยกระตุ้นการบริโภคในระยะสั้น โดยจะส่งผลเชิงบวก โดยตรงต่อเศรษฐกิจในไตรมาส 4 ปี 2025



การประเมินผลกระทบและเป้าหมายของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจด้านการคลัง

Stimulate consumption

Package	Phase	Target (people)	Budget (THB mn)	Budget-to-GDP ratio (%)	Contribution to GDP (%)
50:50 Co-payment plus	29 Oct – 31 Dec 2025	9 mn (outside the tax system)	44,000	0.4	0.2
		11 mn (taxpayers)			
State welfare card	Nov – Dec 2025	13 mn	22,780		

Address household debt & promote household saving

Package	Phase	Target (people)	Budget (THB mn)	Budget-to-GDP ratio (%)	Policy target
Debt relief	Within 4 months	3.4 mn account, debts below THB 100,000	26,000 (FIDF)	0.1	THB 1.3 tn NPL reduction (10% of total)
Lottery savings	Expected by Jan 2026	aged above 20 with an interest in lotteries	Under consideration: lottery ticket price at THB 80/unit	n.a.	Reduce fiscal burden from elderly subsidies

Investment & SMEs

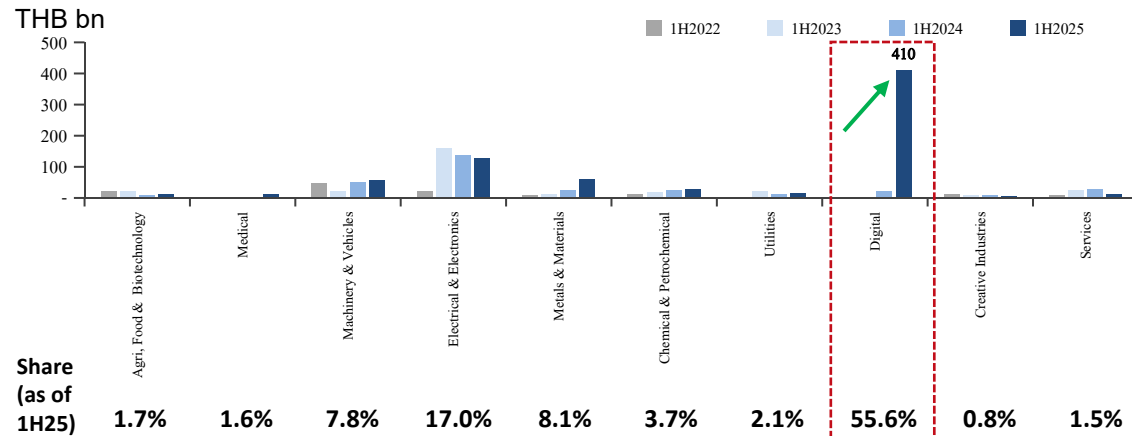
Package	Phase	Breaking Barriers	Budget (THB mn)	Budget ratio	Policy target
Fast Plus Pass	Within 4 months	Approved delayed BOI applications	Approx. 470,000	26% of FDI (as of 2024)	FDI inflows expected to rise in Q4 2025 – Q1 2026
Tax refund for SMEs	Within 4 months	Expedites VAT refund processing	Approx. 160,000	0.8% to GDP	Improve liquidity for SMEs

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

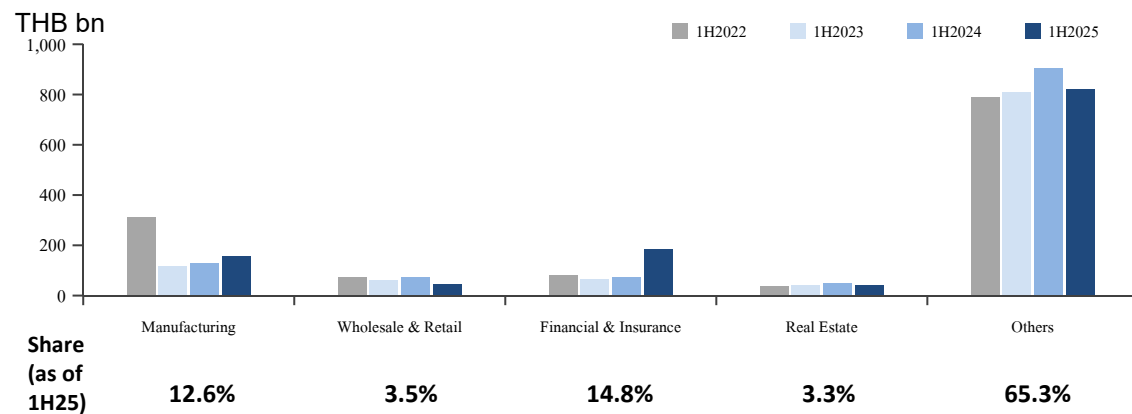
การทำระบบ Fast pass จะช่วยหนุนการลงทุนและปลดล็อกโครงการค้างท่อของ BOI มูลค่าเกือบหนึ่งในสี่ของ FDI ทั้งหมด



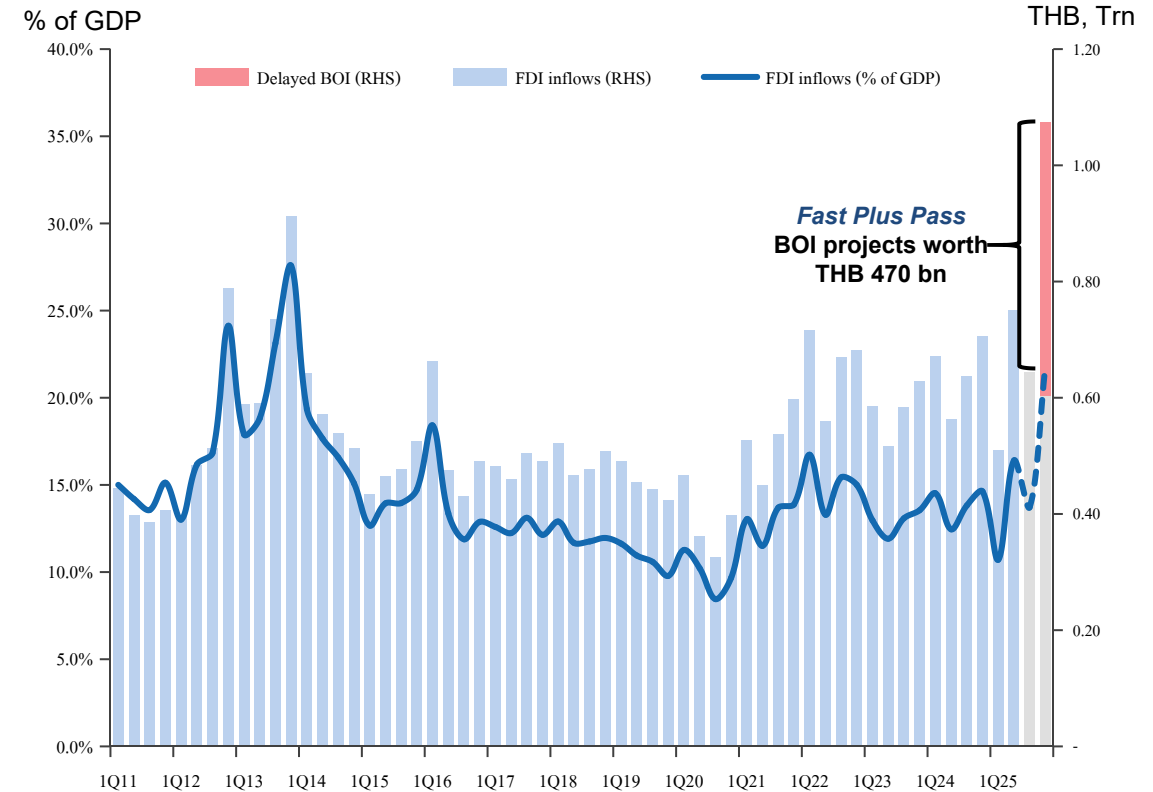
มูลค่าโครงการ FDI ที่ขอรับการส่งเสริมผ่าน BOI รายอุตสาหกรรม



มูลค่าเงินลงทุนตรงจากต่างประเทศ (FDI inflows) ใน 5 อุตสาหกรรมสูงสุด



เงินลงทุนตรงจากต่างประเทศ (FDI) และสัดส่วน FDI ต่อ GDP

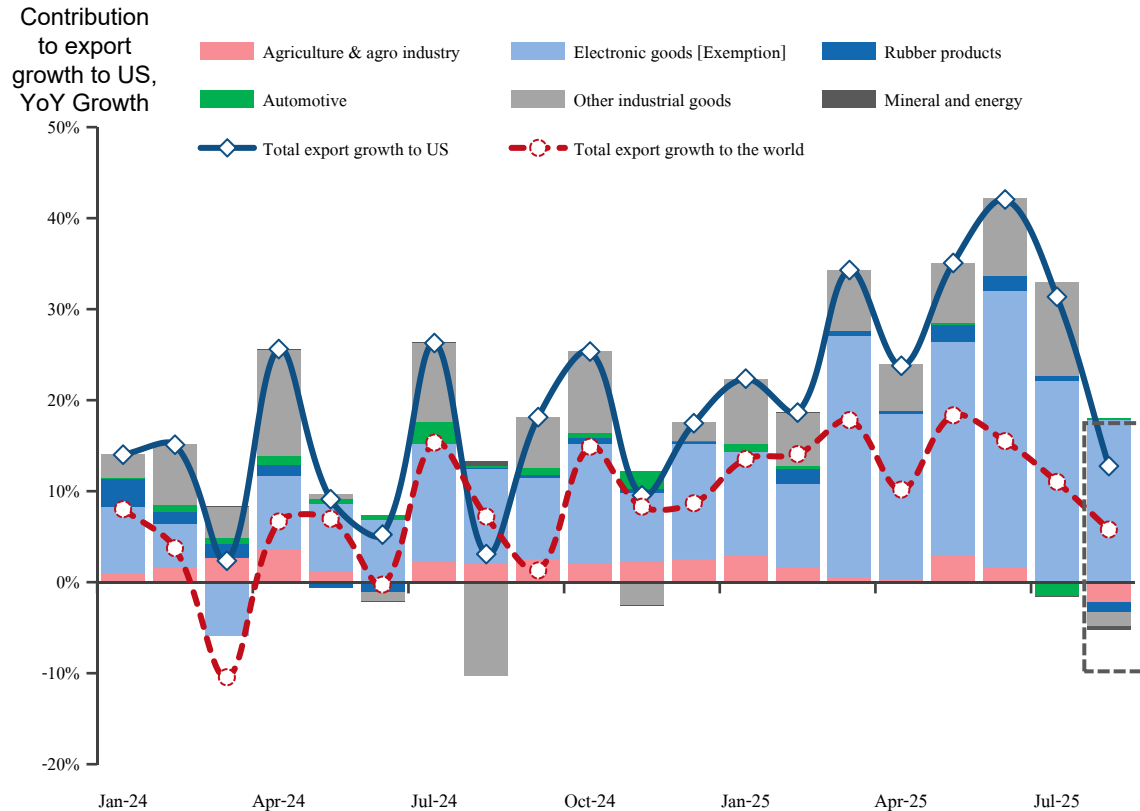


Source: CEIC, BOI, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

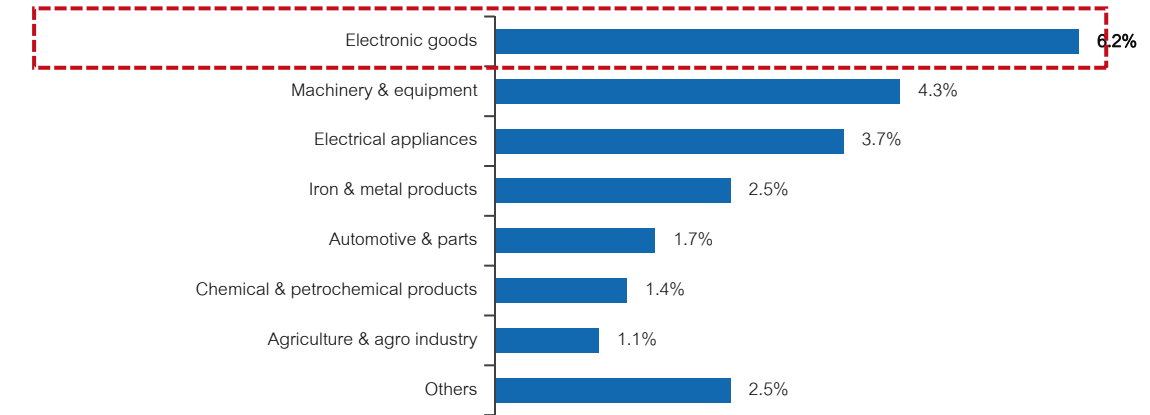
ภาคการส่งออกยังได้รับแรงหนุนจากการยกเว้นภาษีในกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ทำให้โดยรวมผลกระทบยังจำกัดและน้อยกว่าที่คาดไว้ ขณะที่ยังต้องจับตาความเสี่ยงภาษี Transshipment และภาษีรายกลุ่มอุตสาหกรรม อย่างใกล้ชิด



การส่งออกสินค้าไปสหรัฐฯ ขยายตัวได้เฉพาะในกลุ่มสินค้าที่ได้รับการยกเว้นภาษี



การประเมินความเสี่ยงของภาษี transshipment รายอุตสาหกรรม



สรุปภาษีนำเข้าสหรัฐฯ รายการอุตสาหกรรม

Sector	Sectoral tariff rate	Effective date	Export share to the US in 2024
Aluminium, Steel, Copper	50%	Steel: Jun 4, 2025 Copper: Aug 1, 2025	13%
Automotive	25%	Autos: Apr 3, 2025 Parts: May 3, 2025	11%
Medium and heavy trucks	25%	Nov 1, 2025	Including Autos > 11%
Pharmaceutical	100%	Oct 1, 2025	Limited 0.05%

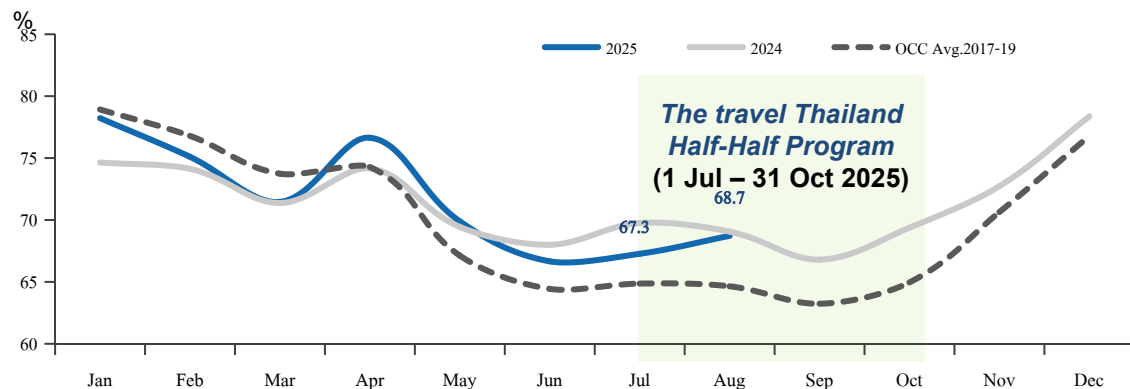
Note: An assessment of transshipment risks by sector, based on 2024 export data to the US

Source: MOC, Trademap, Tongtawat, N., & Luwiroj, J. (2025). Thailand's exports amid the trade war. [BoT]., Several media, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

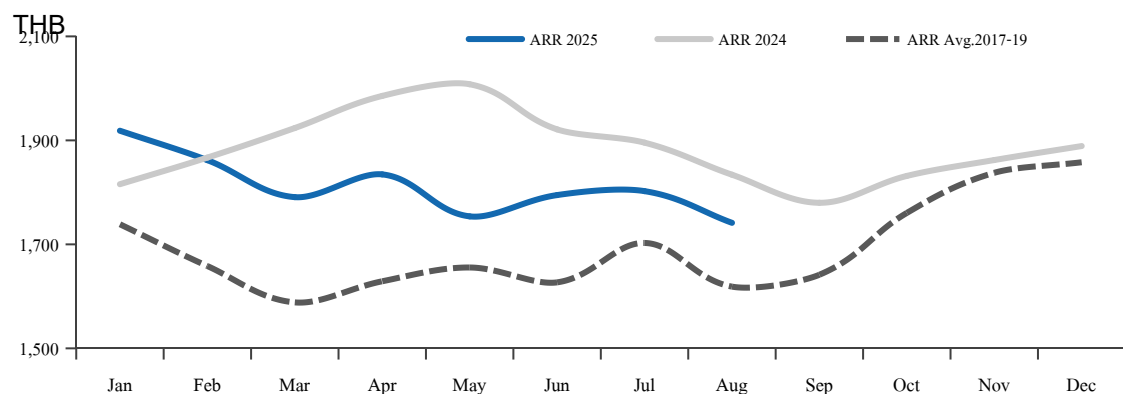
แม้ว่ามาตรการกระตุ้นท่องเที่ยวในประเทศ จะช่วยให้อัตราการเข้าพักปรับตัวดีขึ้น แต่รายได้จากการท่องเที่ยวยังคงซบเซา จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติชะลอลดตัว



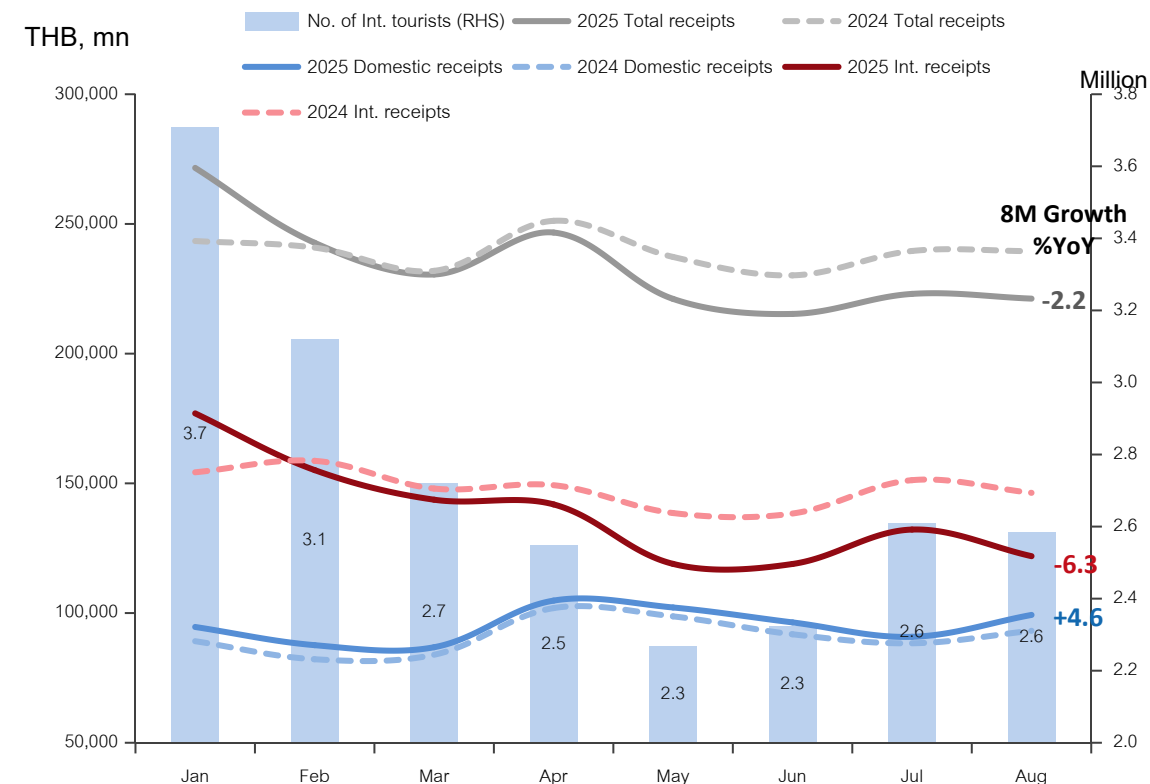
อัตราการเข้าพักในที่พักรวม



อัตราค่าเช่าห้องพักเฉลี่ย



จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติและรายได้จากการท่องเที่ยว



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

เรายังคง Overweight หุ้นญี่ปุ่น คาดมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อจากนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายต่อเนื่อง ประกอบกับมูลค่าที่ยังน่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ้นสหรัฐฯ



ตลาดแรงงานสหรัฐฯ อาจติดอยู่ในสภาวะที่แม้การจ้างงานใหม่จะชะลอตัว ทว่าอัตราเลิกจ้างก็ยังคงต่ำเช่นเดียวกัน

- การเลิกจ้างจำนวนมาก (Mass layoffs) มักเกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำที่อัตรากำไรของบริษัทลดลงอย่างมาก ซึ่งไม่น่าจะเกิดขึ้นภายใต้สภาพแวดล้อมปัจจุบันที่อัตรากำไรของบริษัทอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เป็นอีกสัญญาณที่สะท้อนว่าโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ของสหรัฐฯ ยังค่อนข้างต่ำ

ตลาดหุ้นมักได้รับแรงหนุนจากการลดดอกเบี้ยของ Fed นานถึง 3 เดือนในสถานการณ์ที่ไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย

- เรามองการพักฐานของตลาดหุ้นสหรัฐฯ (S&P 500) เป็นโอกาสในการเข้าซื้อ (Buy the dips) เนื่องจากตลาดหุ้นมักได้รับแรงหนุนจากการลดดอกเบี้ยของ Fed โดยเฉพาะในช่วง 3 เดือนหลังจากการปรับลดของอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก โดยมักปรับตัวสูงขึ้นได้ราว 5-10% เมื่อเทียบกับ ณ วันที่ Fed เริ่มลดดอกเบี้ย
- แนวโน้มของตลาดในปัจจุบันยังสนับสนุนโมเมนตัมที่แข็งแกร่งในไตรมาสที่ 4 เนื่องจากเมื่อวิเคราะห์จากสถิติในอดีต เมื่อหุ้นปรับตัวสูงขึ้นมากกว่า 10% ในสามไตรมาสแรกของปี จะพบว่ามีโอกาสมากกว่า 80% ที่ตลาดจะยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องในไตรมาสที่ 4
- เรายังคงให้น้ำหนักในหุ้น**สาธารณูปโภค (Utilities)** เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่รายได้และกำไรค่อนข้างมั่นคง ไม่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจมากนัก (Defensive sector) และยังได้รับประโยชน์จากรายจ่ายลงทุน (CAPEX) ของโครงสร้างพื้นฐาน AI ที่กำลังดำเนินอยู่ด้วย
- สำหรับดัชนีหุ้นรายประเทศ เรายังคง **Overweight หุ้นญี่ปุ่น** และคาดมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นต่อ จากนโยบายการคลังที่ผ่อนคลายต่อเนื่อง ประกอบกับมูลค่าที่ยังน่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ้นสหรัฐฯ ในทางกลับกัน เรา **Underweight หุ้นยุโรป** จากแนวโน้มผลประกอบการที่เผชิญกับปัจจัยลบหลายประการ ทั้งสถานการณ์ทางการเมืองที่ไม่มั่นคง ค่าเงินยูโรแข็งค่า และภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซายืดเยื้อ

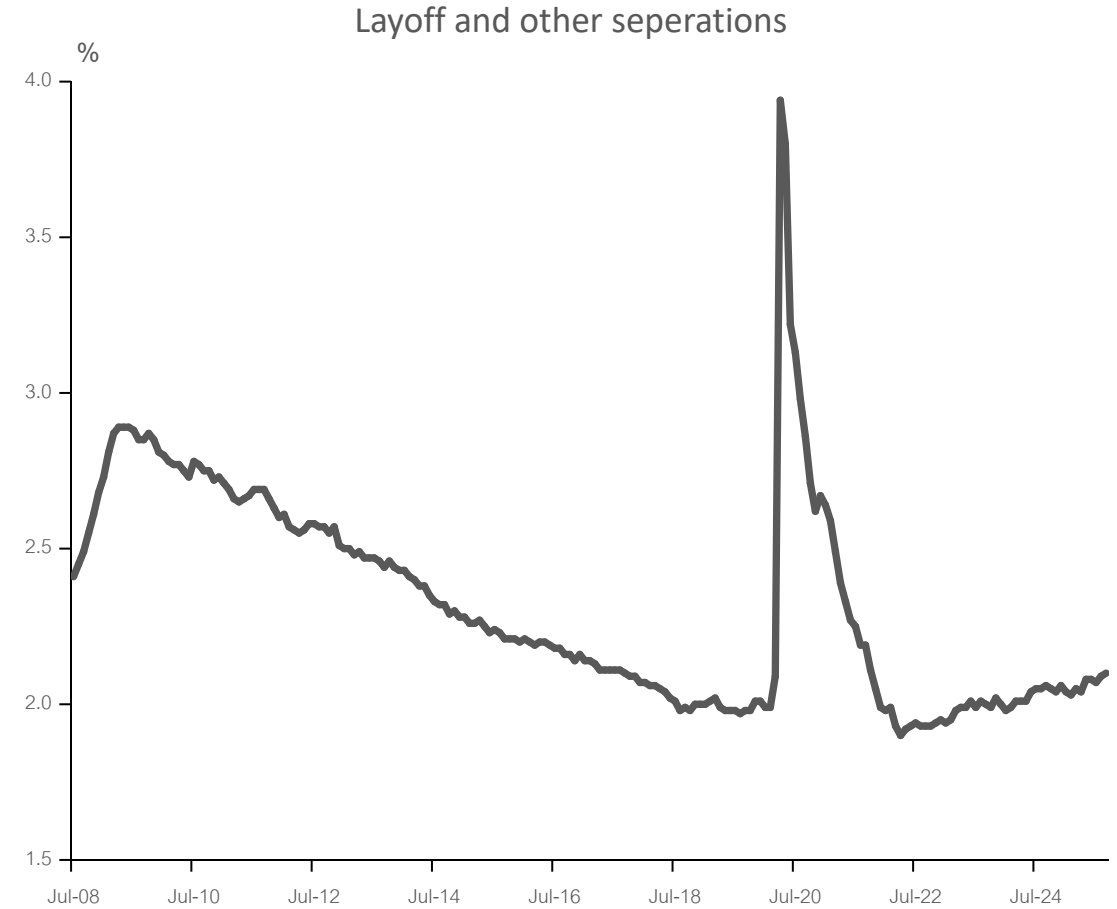
ตลาดแรงงานสหรัฐฯ อาจติดอยู่ในสถานะที่แม้การจ้างงานใหม่จะชะลอตัว ทว่า อัตราเลิกจ้างก็ยังคงต่ำเช่นเดียวกัน



อัตราการจ้างงานชะลอตัวลงนับตั้งแต่จุดสูงสุดในปี 2022



การเลิกจ้างปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่ยังคงถือว่าอยู่ในระดับต่ำ

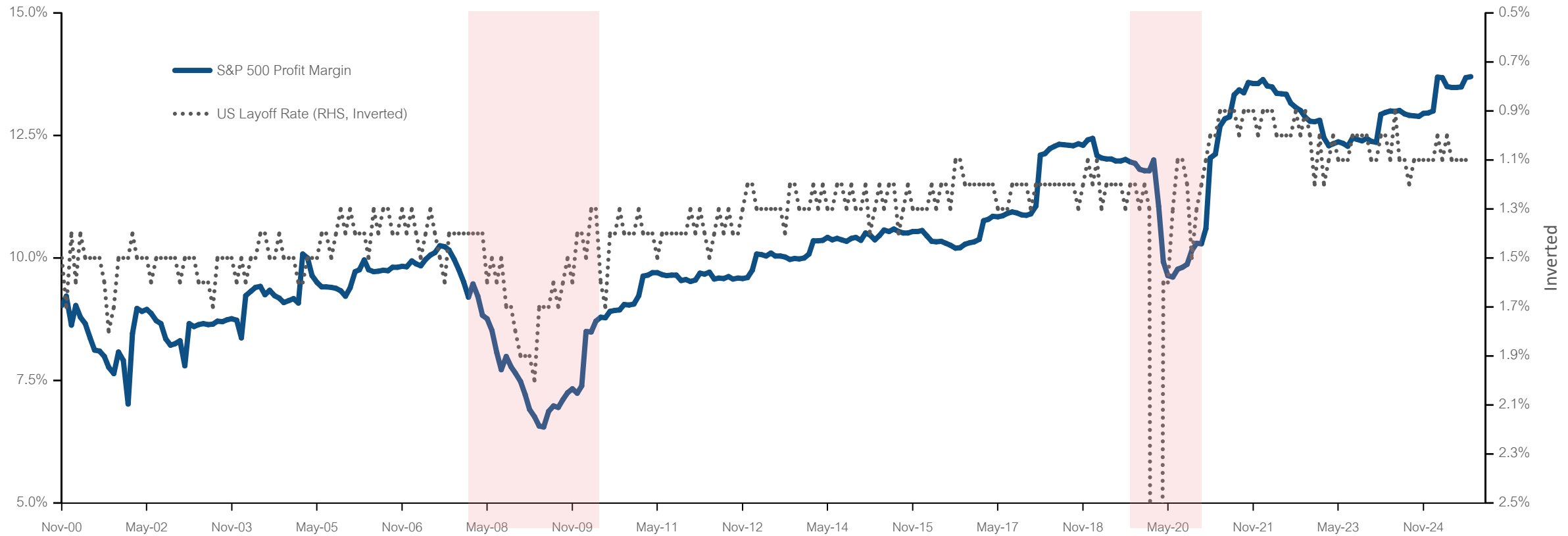


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเลิกจ้างพนักงานจำนวนมากไม่น่าจะเกิดขึ้น เนื่องจากอัตรากำไรของบริษัทอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์



การเลิกจ้างจำนวนมาก (Mass layoffs) มักเกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำที่อัตรากำไรของบริษัทลดลงอย่างมาก ซึ่งไม่น่าจะเกิดขึ้นภายใต้สภาพแวดล้อมปัจจุบันที่อัตรากำไรของบริษัทอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เป็นอีกสัญญาณที่สะท้อนว่าโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) ของสหรัฐฯ ยังคงค่อนข้างต่ำ



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

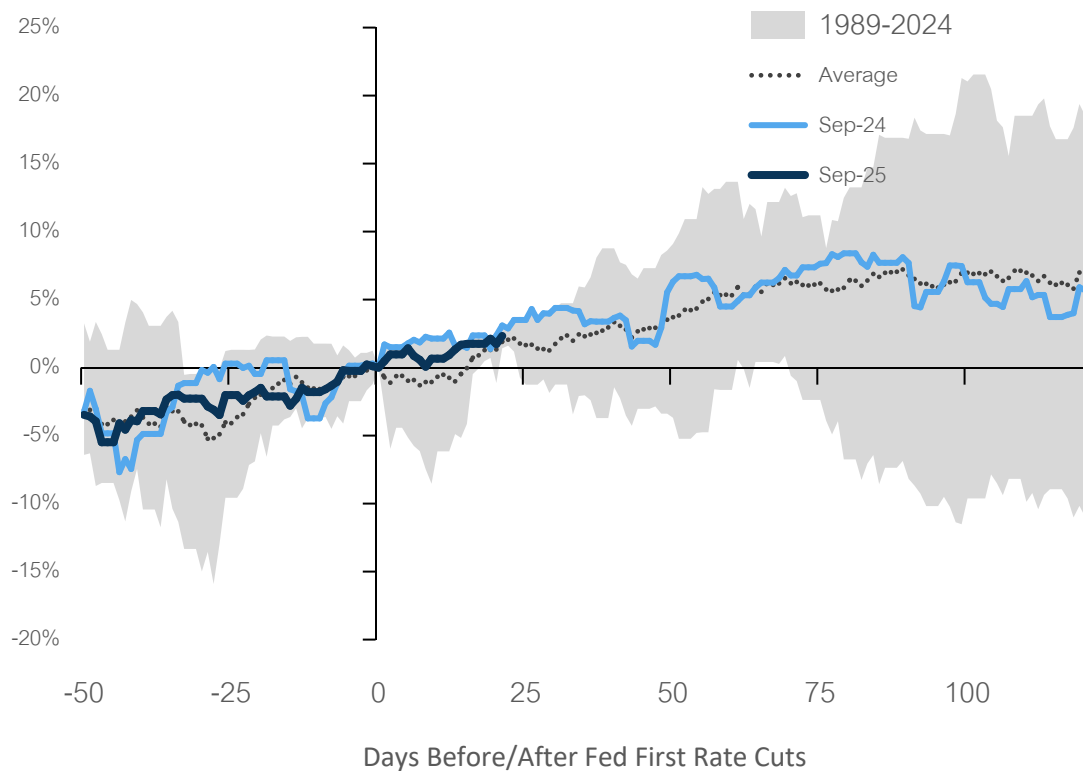
หุ้นมีแนวโน้มที่จะได้รับแรงหนุนเชิงบวกจากการลดอัตราดอกเบี้ยของ Fed ราว 3 เดือนในสถานการณ์ที่ไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย



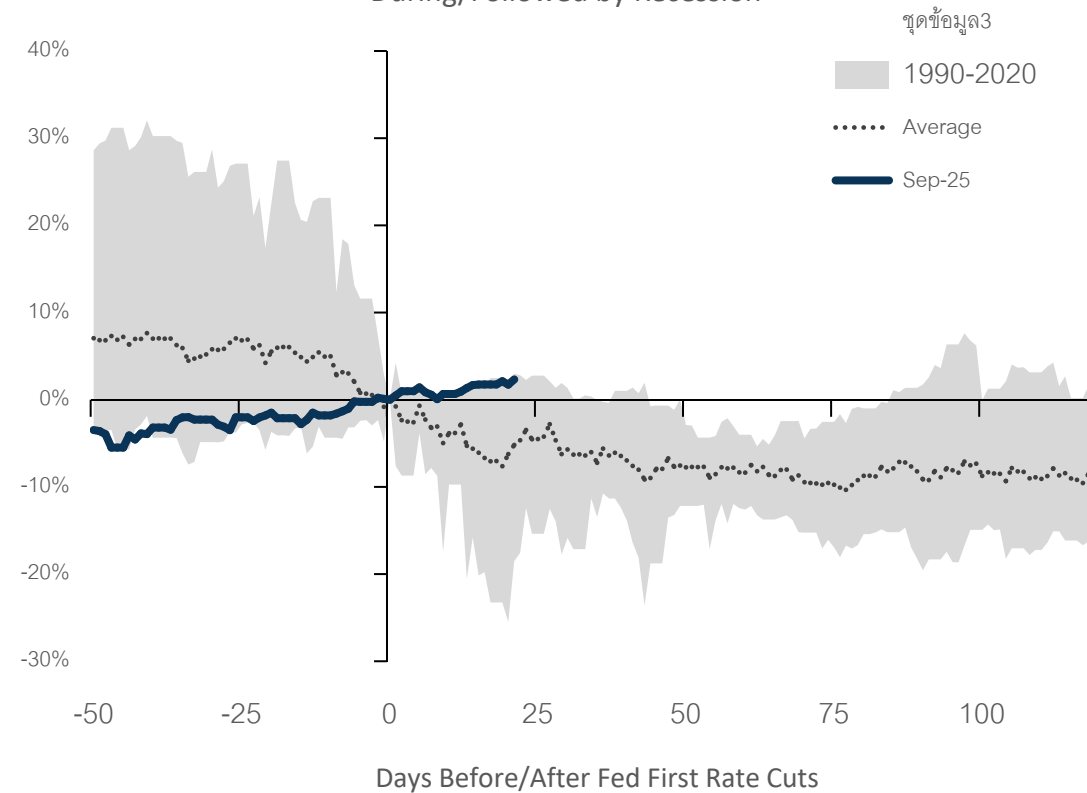
ตลาดหุ้นมักคงโมเมนตัมขาขึ้นต่อไปในช่วง 3 เดือนหลังจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกในกรณีที่เศรษฐกิจไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย

ในทางตรงกันข้าม ตลาดหุ้นมักปรับตัวลดลงหากการลดดอกเบี้ยของ Fed ตามมาด้วย Recession

S&P500 Changes Before/After Fed Started Cutting Rates With No Recession



S&P500 Changes Before/After Fed Started Cutting Rates During/Followed by Recession



ชุดข้อมูล 3

1990-2020

Average

Sep-25

Note: Latest data as of 9 October 2025

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

แนวโน้มของตลาดในปัจจุบันยังสนับสนุนโมเมนตัมที่แข็งแกร่งในไตรมาสที่ 4 เนื่องจากเมื่อวิเคราะห์จากสถิติในอดีต เมื่อหุ้นปรับตัวสูงขึ้นมากกว่า 10% ในสามไตรมาสแรกของปี จะพบว่ามีโอกาสมากกว่า 80% ที่ตลาดจะยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องในไตรมาสที่ 4



S&P 500 when the first 3 quarters returns is >10%				
Year	3Q YTD Returns	October Returns	Q4 Returns	Full Year Returns
1980	16.2%	1.6%	8.2%	25.8%
1983	18.1%	-1.5%	-0.7%	17.3%
1987	32.9%	-21.8%	-23.2%	2.0%
1988	10.0%	2.6%	2.1%	12.4%
1989	25.7%	-2.5%	1.2%	27.3%
1991	17.5%	1.2%	7.5%	26.3%
1995	27.2%	-0.5%	5.4%	34.1%
1996	11.6%	2.6%	7.8%	20.3%
1997	27.9%	-3.4%	2.4%	31.0%
2003	13.2%	5.5%	11.6%	26.4%
2009	17.0%	-2.0%	5.5%	23.5%
2012	14.6%	-2.0%	-1.0%	13.4%
2013	17.9%	4.5%	9.9%	29.6%
2017	12.5%	2.2%	6.1%	19.4%
2019	18.7%	2.0%	8.5%	28.9%
2021	14.7%	6.9%	10.6%	26.9%
2023	11.7%	-2.2%	11.2%	24.2%
2024	20.8%	-1.0%	2.1%	23.3%
2025 (As of 8 Oct)	13.7%	0.4%	N/A	N/A
Median	17.2%	0.3%	5.8%	25.0%
Mean	18.2%	-0.4%	4.2%	22.9%
% of Positive Returns		50%	83%	100%

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

มูลค่าหุ้นเริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น แม้ว่าจะเป็นการทรงตัวอยู่ในระดับที่ค่อนข้าง แพง



S&P 500 Earning Yields Gap



NTM Earnings Yield Gap

Shiller Earnings Yield Gap

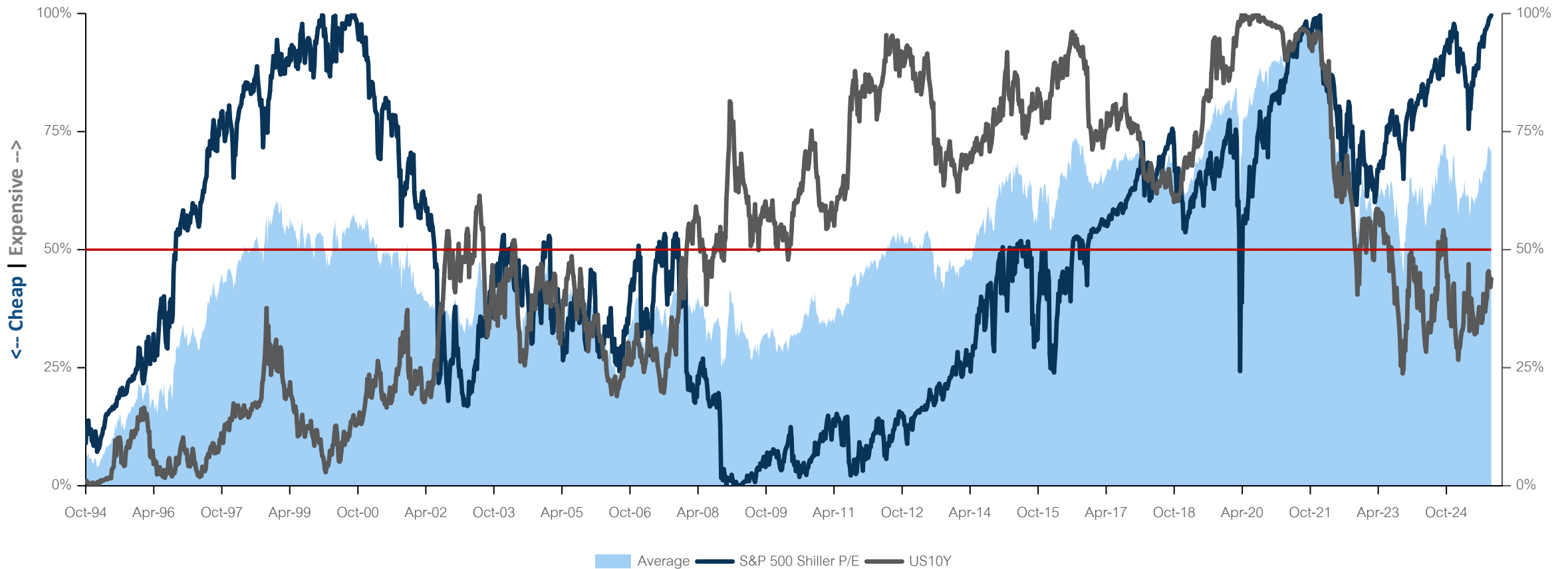
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาสินทรัพย์หลักได้แก่หุ้นและตราสารหนี้อยู่ในระดับค่อนข้างแพงจากการปรับขึ้นของหุ้น แต่ยังไม่แพงเท่ากับช่วง 'Everything Bubble' ในปี 2020–2021



S&P 500's Shiller P/E ในตอนนี้อยู่ระดับเดียวกับช่วงฟองสบู่ดอทคอมแล้ว ขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างสมเหตุสมผล (Fair Value)

SPX & US10Y Valuation Percentile



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

มูลค่าหุ้นญี่ปุ่น วัดจากค่า P/E ยังอยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ้น สหรัฐฯ



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

Overview

US

EU

JP

CN

TH

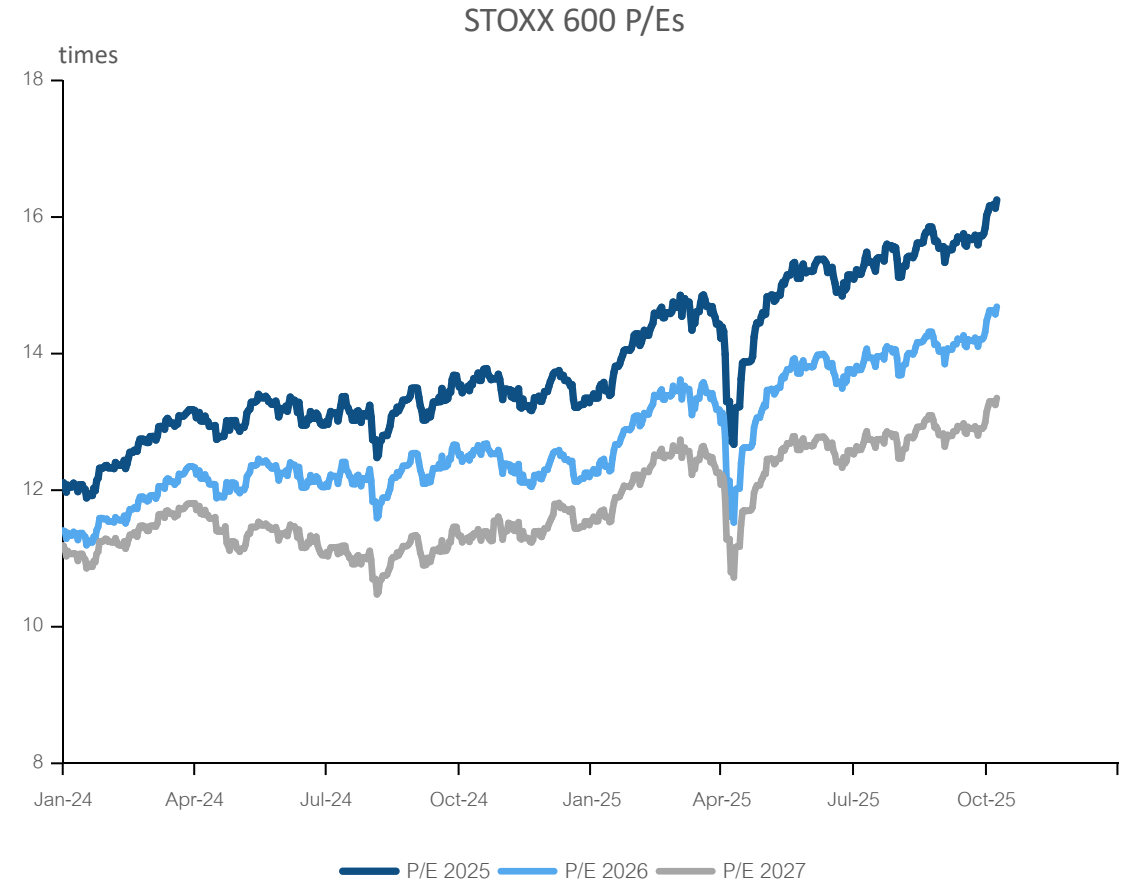
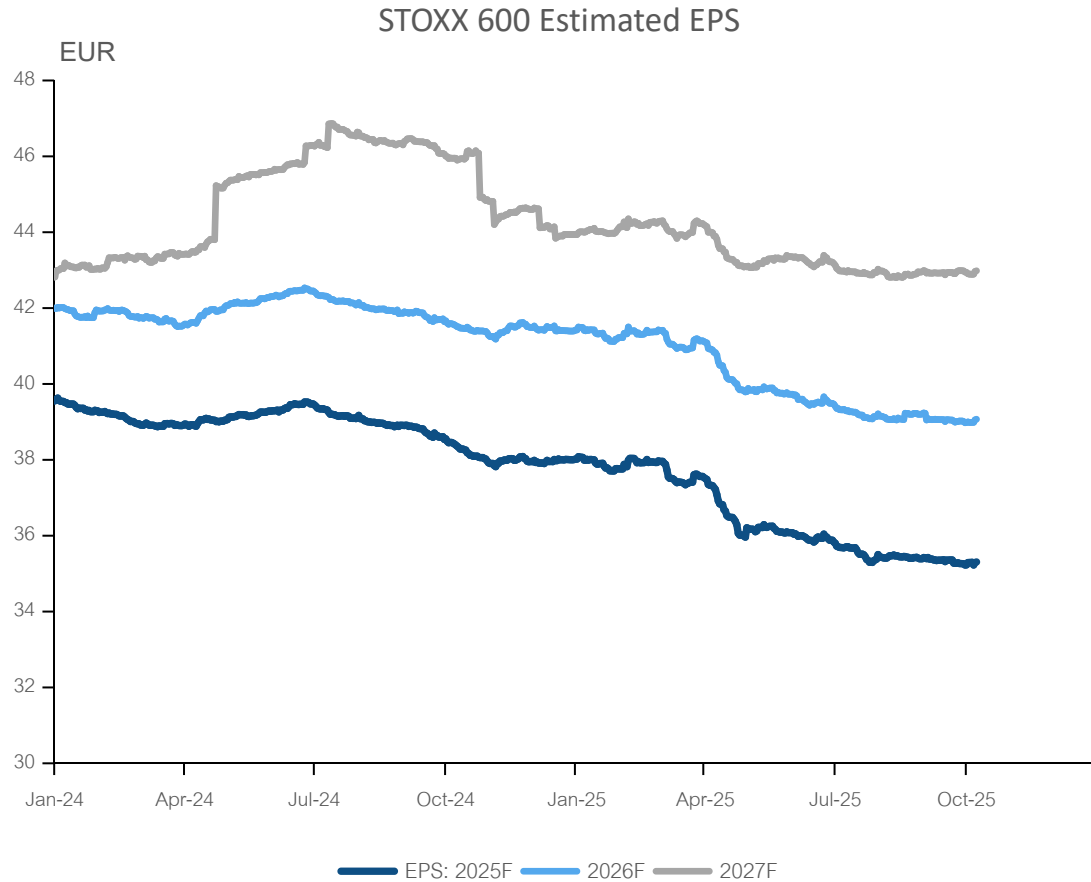
Market Outlook

เรา Underweight หุ้นยุโรป จากแนวโน้มผลประกอบการที่เผชิญกับปัจจัยลบหลายประการ ทั้งสถานการณ์ทางการเมืองที่ไม่มั่นคง ค่าเงินยูโรที่แข็งค่า และภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซายืดเยื้อ



คาดการณ์กำไรของดัชนี STOXX 600 อยู่ในแนวโน้มถูกรับลดลงต่อเนื่อง

ส่งผลให้ Valuation ของหุ้นยุโรปมีความตึงตัวมากยิ่งขึ้น

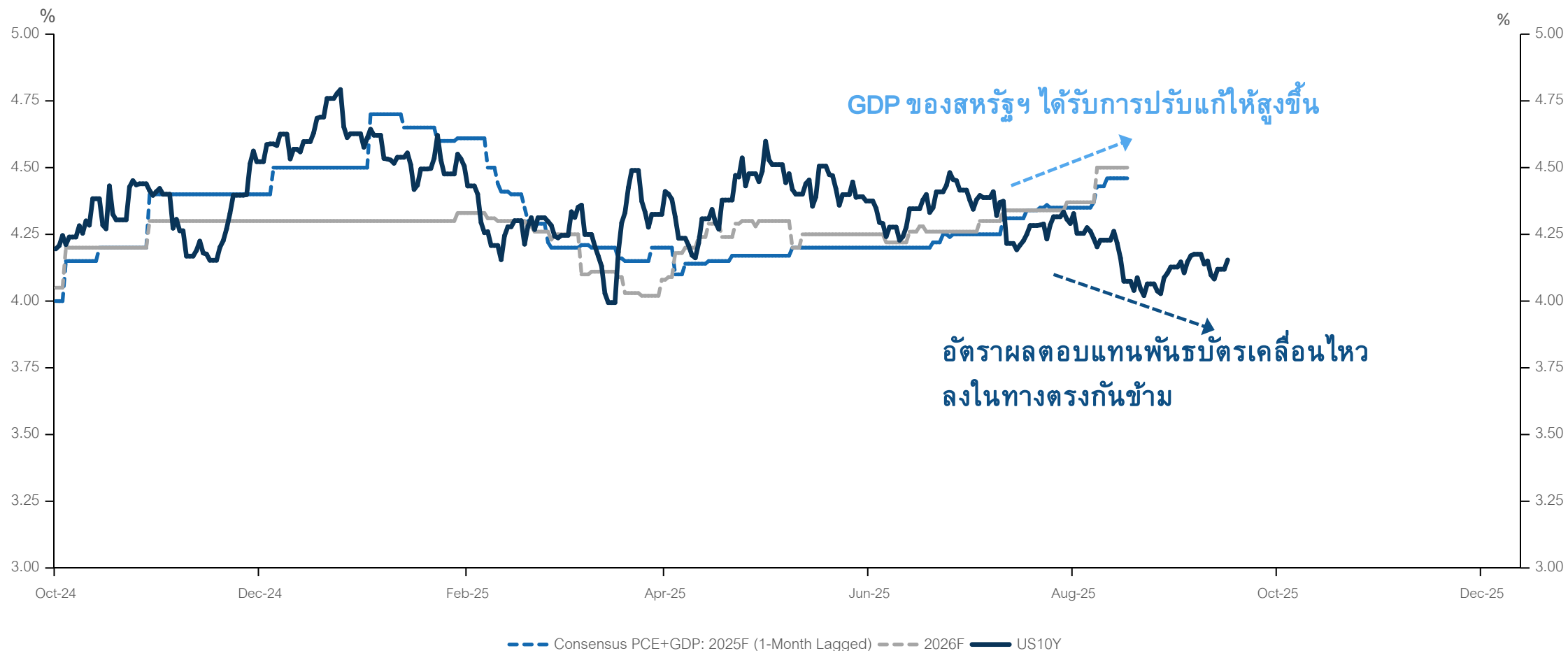


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ที่ประมาณ 4.0% ถือว่าต่ำเกินไปเมื่อเทียบกับภาวะเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ



US10Y Rule of Thumb



--- Consensus PCE+GDP: 2025F (1-Month Lagged) --- 2026F — US10Y

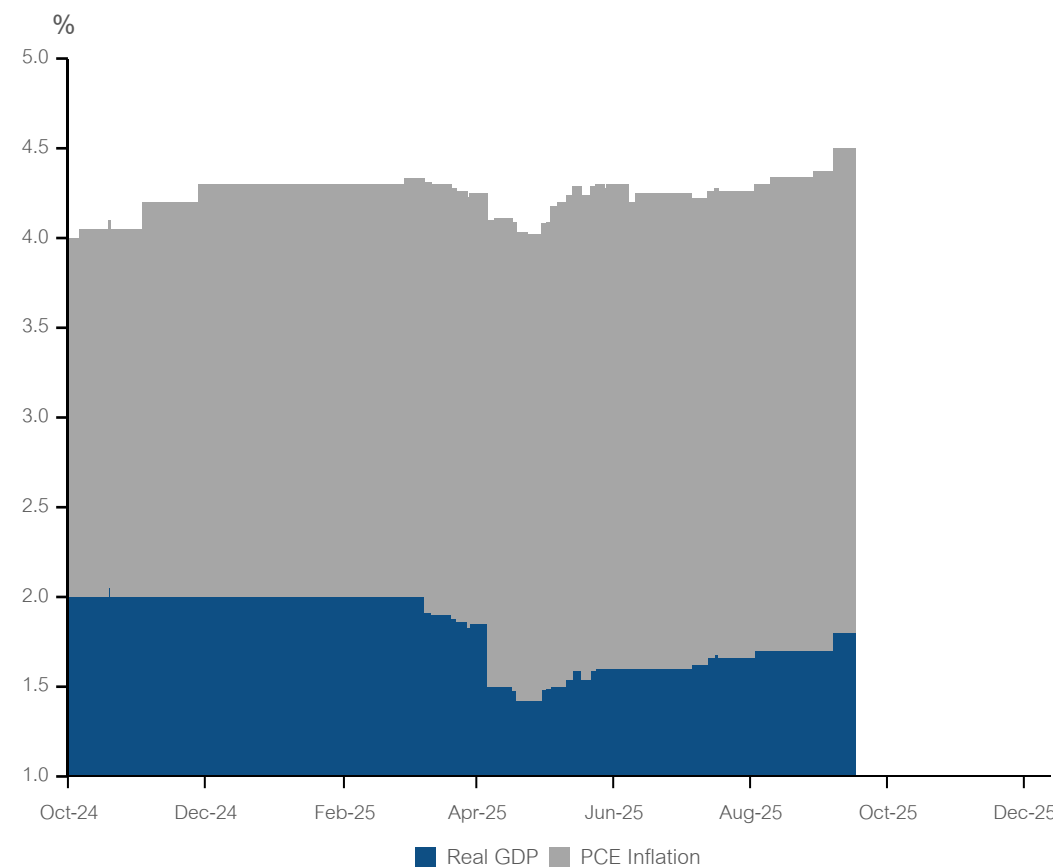
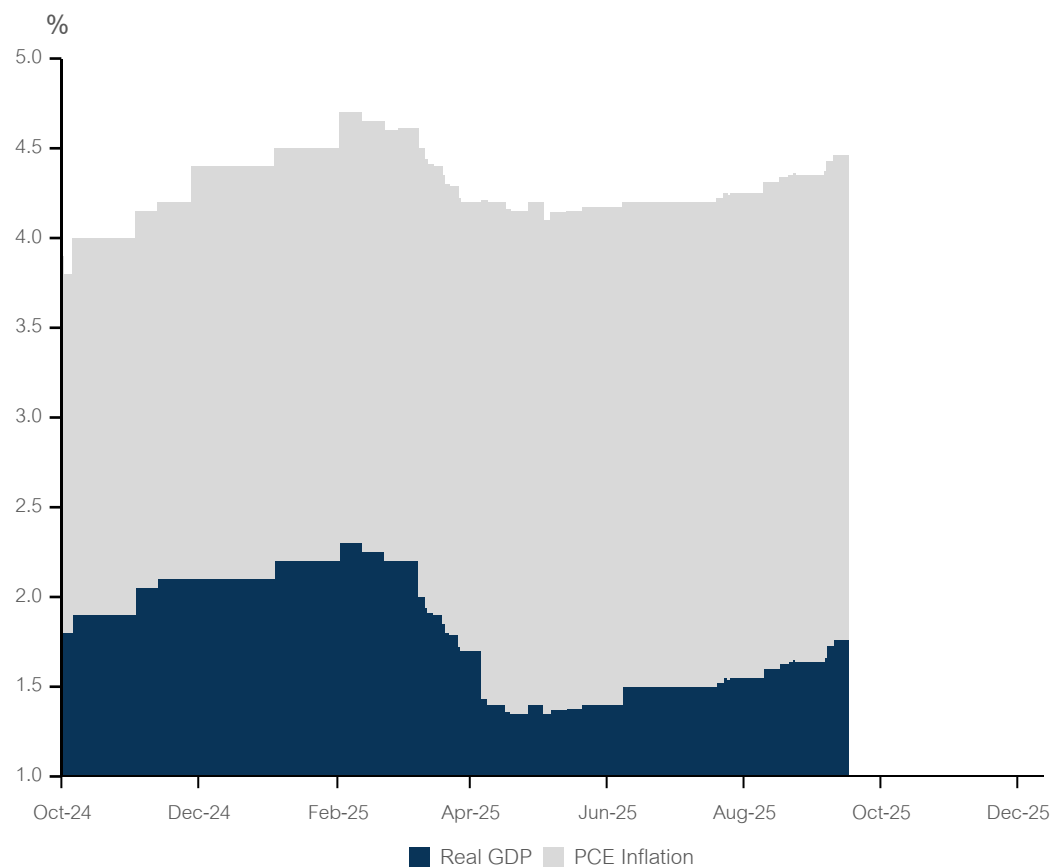
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประมาณการ Real GDP ของสหรัฐฯ ได้รับการ Revised ขึ้นมาใกล้กับระดับศักยภาพอีกครั้ง



ประมาณการของนักเศรษฐศาสตร์ต่อ Real GDP และ PCE inflation ของสหรัฐฯในปี 2025F

ประมาณการของนักเศรษฐศาสตร์ต่อ Real GDP และ PCE inflation ของสหรัฐฯในปี 2026F

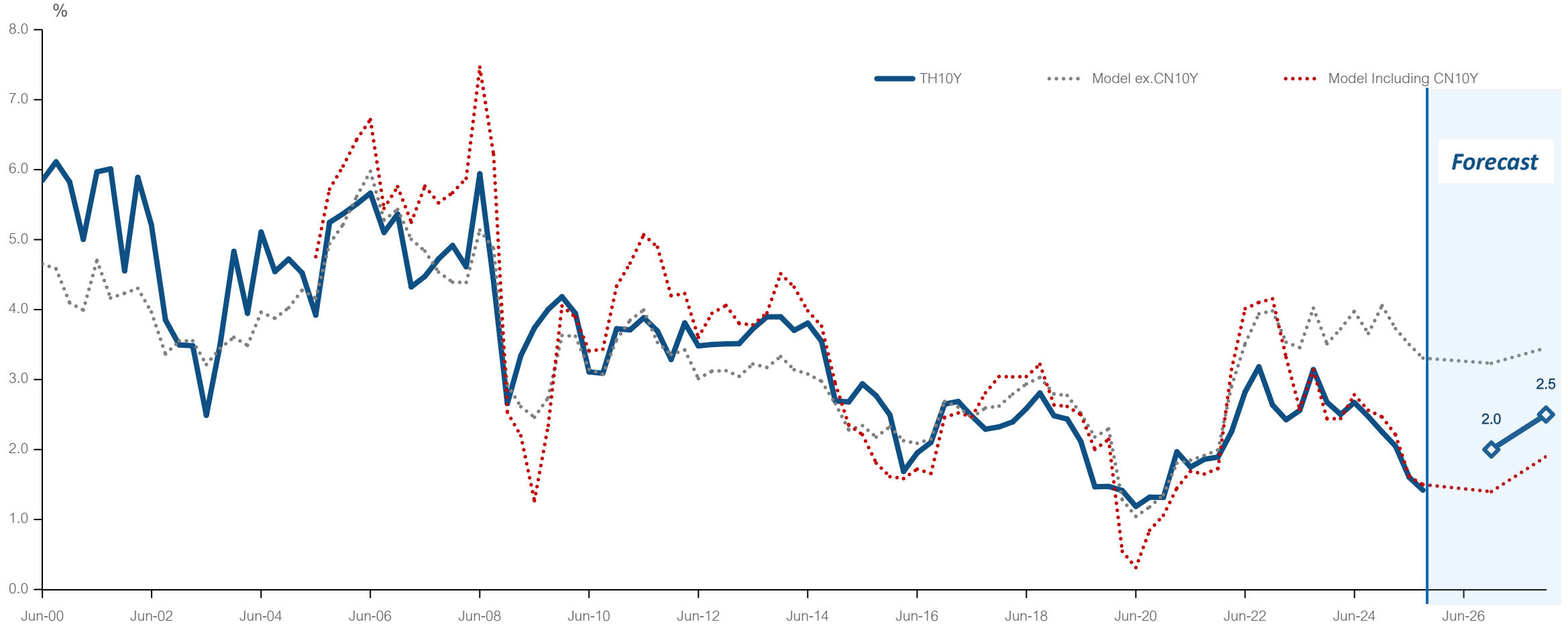


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สำหรับพันธบัตรรัฐบาลไทย เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี จะทยอยปรับสูงขึ้นเป็น 2.0% และ 2.5% ภายในสิ้นปี 2026 และ 2027 ตามลำดับ โดยได้รับแรงกดดันจาก Bond yield โลกที่สูงขึ้น และอันดับเครดิตของไทยที่มีแนวโน้มแย่ลง



Thai 10-Year Government Bond Yield



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

ทองคำเข้าสู่จุดที่ค่อนข้างแพงและเสี่ยงที่จะเกิดการปรับฐานในระยะสั้น ทว่าขาขึ้นรอบใหญ่น่าจะยังไม่สิ้นสุดลง



น้ำมัน: เรายังคงเป้าหมายน้ำมันดิบ WTI สำหรับช่วงไตรมาส 4 ปี 2025 ถึงไตรมาส 1 ปี 2026 ไว้ที่ประมาณ 55-60 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล

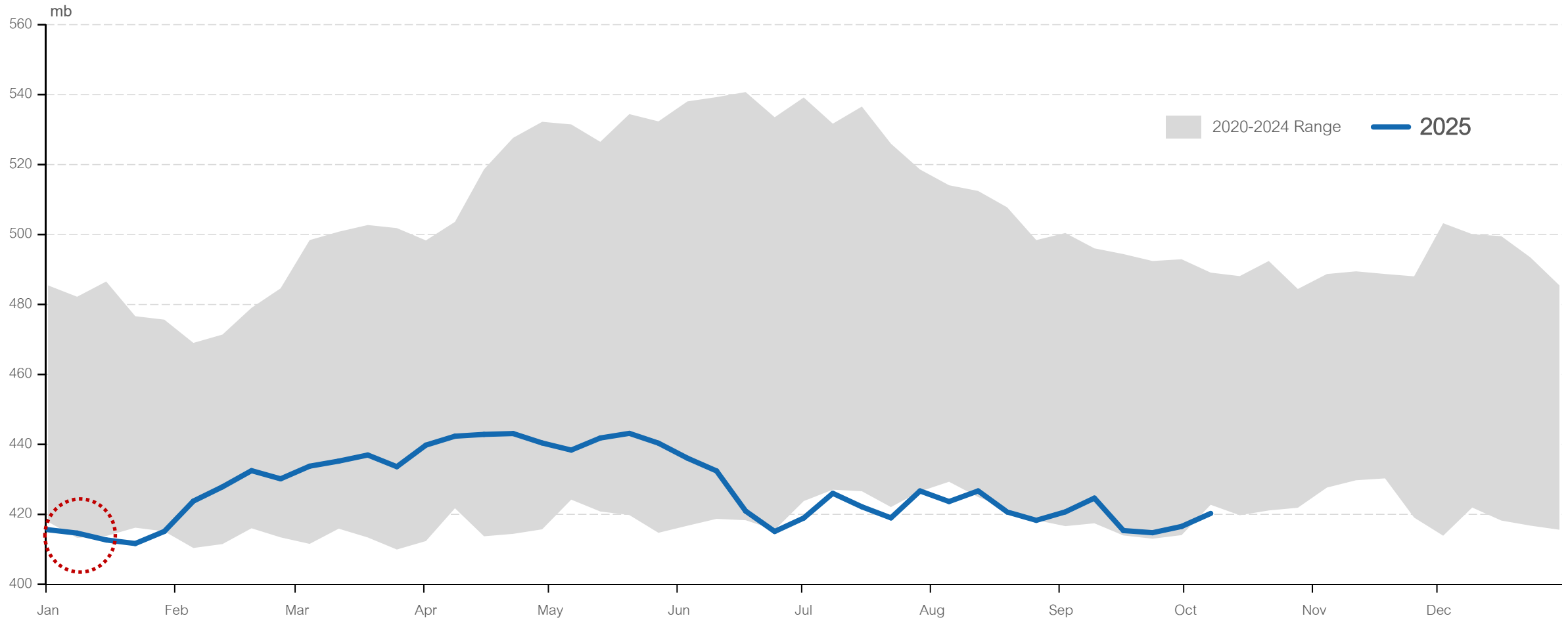
- ในช่วงกลางปีถึงไตรมาสสามที่ผ่านมา แม้จะเป็นช่วงฤดูที่มีการใช้น้ำมันสูงสุด แต่ปริมาณคลังน้ำมันดิบกลับแทบไม่ลดลง เป็นสัญญาณของภาวะอุปทานส่วนเกิน (Excess supply) ตามที่เราเคยคาด
- การผลิตและการส่งออกที่เพิ่มขึ้นของ OPEC ส่งผลให้ปริมาณน้ำมันดิบ crude-on-water อยู่ในระดับที่สูงผิดปกติ โดยปริมาณน้ำมันดิบบนทะเล (oil-on-water) ซึ่งรวมถึงทั้งน้ำมันที่อยู่ระหว่างการขนส่งและคลังเก็บน้ำมันเหนือทะเล พุ่งขึ้นแตะระดับสูงสุดในรอบหลายปี จะยังเป็นปัจจัยกดดันราคาในช่วงท้ายปี 2025 ถึงต้นปี 2026
- แม้เราคาดว่าปัจจัยฤดูกาลที่อ่อนแอ ประกอบกับการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากทั้งสหรัฐฯ และ OPEC จะกดดันราคาน้ำมันต่อไปในอีก 3-6 เดือน ทว่าราคาน้ำมันดิบ WTI ยังคงมีแนวโน้มได้รับแรงหนุนอยู่ที่ช่วง 55-60 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล จากปัจจัยเชิงโครงสร้างอย่างต้นทุนการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้น



ทองคำ: เราประเมินราคาทองคำเริ่มเข้าสู่จุดที่ “ค่อนข้างแพง” และมีความเสี่ยงที่โมเมนตัมจะเริ่มชะลอลงชั่วคราว แต่ยังไม่แพงถึงจุดที่เป็นสัญญาณสิ้นสุดของขาขึ้น

- การปรับตัวขึ้นของราคาทองคำตั้งแต่เดือนสิงหาคม ได้รับแรงหนุนจากกระแส “ความเชื่อมั่นถดถอยในสกุลเงินหลักทั่วโลก” มากกว่าจะเป็นเรื่องของดอลลาร์หรือสงคราม เนื่องจากทั้งดัชนี DXY และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงค่อนข้างทรงตัว
- ทองคำถือว่ามีราคาที่แพงเมื่อเทียบกับน้ำมันและสภาพคล่องทั่วโลก ขณะที่เมื่อเทียบกับหุ้นและสัดส่วนกองทุน ETF ยังถือว่าอยู่ในระดับปานกลาง ซึ่งทำให้มูลค่าโดยรวมของทองคำสูงเป็นประวัติการณ์ แต่ไม่ได้สูงจนเกินไปเหมือนจุดสูงสุดในปี 1988 หรือ 2011

คลังน้ำมันดิบในสหรัฐฯ อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับ 5 ปีก่อนหลัง ทว่าเป็นผลจากจุดเริ่มต้นที่ต่ำเป็นทุนเดิมเป็นหลัก



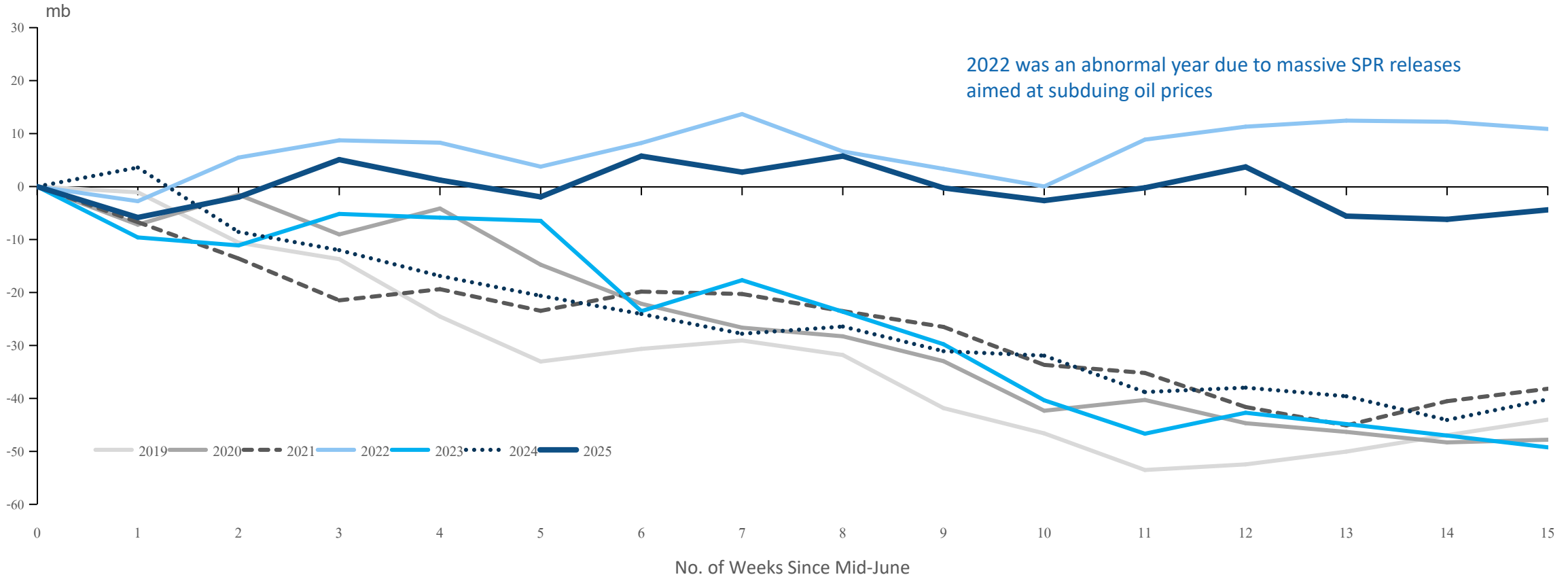
Source: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในช่วงกลางปีถึงไตรมาสสามที่ผ่านมา แม้จะเป็นช่วงฤดูที่มีการใช้น้ำมันสูงสุด (Driving Season) แต่ปริมาณคลังน้ำมันดิบกลับแทบไม่ลดลง



การที่คลังน้ำมันดิบไม่ปรับลดลงแม้ในช่วงที่อุปสงค์เร่งตัวขึ้น เป็นสัญญาณของภาวะอุปทานส่วนเกิน (Excess supply) อย่างมีนัยตามที่เราคาด

US Crude Oil Inventory Drawdown from mid-June to September (Summer Draw)

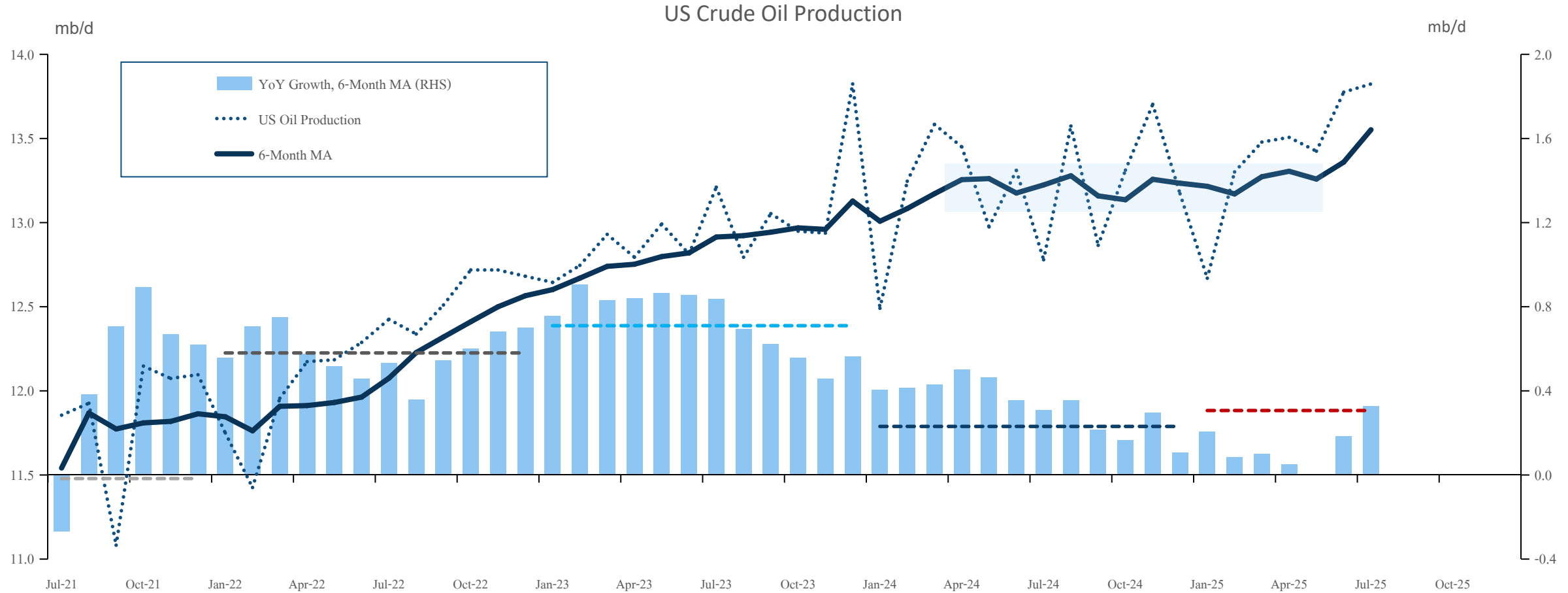


Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ เร่งตัวสูงขึ้นกว่าที่คาดการณ์ไว้



เรามองว่าการผลิตที่เร่งตัวขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปี เป็นผลจากการที่ผู้ผลิตได้เร่งทำการป้องกันความเสี่ยงด้านราคา (price-hedging) ไว้เป็นจำนวนมากก่อนหน้านี้ จึงมีแรงจูงใจเร่งการผลิตน้ำมันภายในปีนี้ได้มากขึ้น



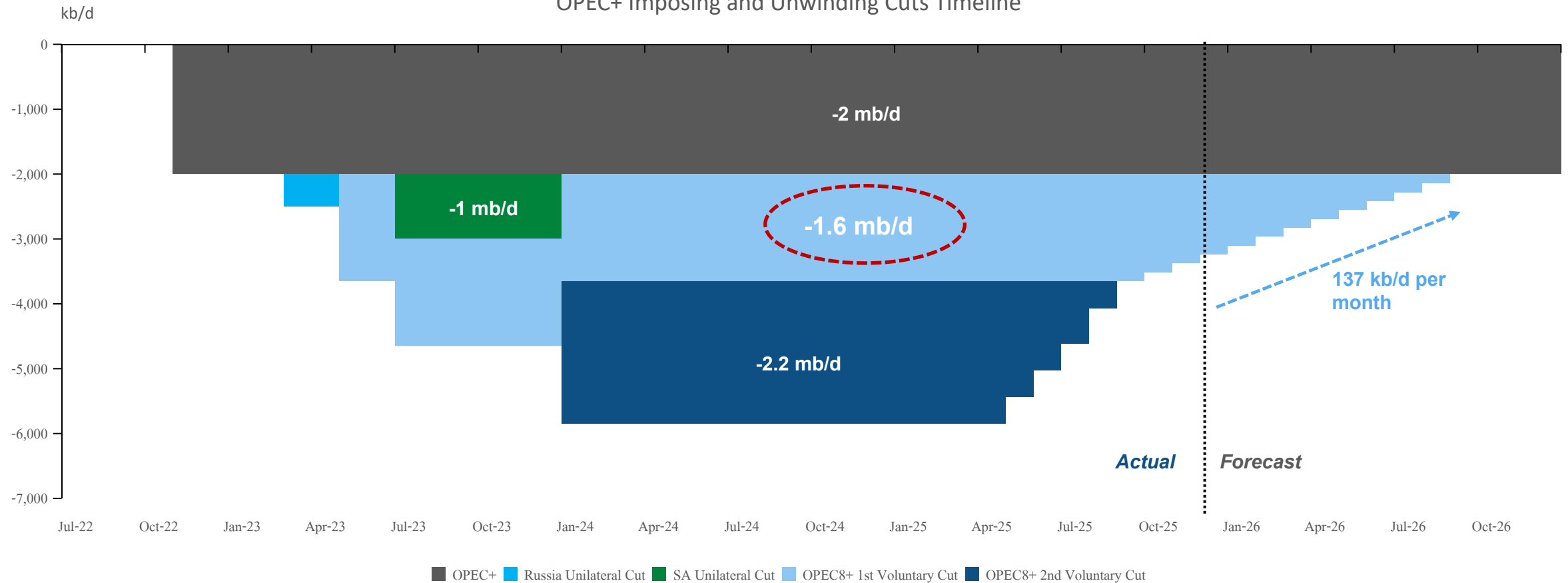
Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กลุ่ม OPEC8+ ยังคงทยอยเพิ่มกำลังการผลิตในอัตรา 0.14 ล้านบาร์เรลต่อวัน และมีความเป็นไปได้ที่จะเร่งการเพิ่มกำลังการผลิตให้เร็วขึ้น



กลุ่ม OPEC8+ ยังคงดำเนินการเพิ่มกำลังการผลิตอย่างค่อยเป็นค่อยไปที่เดือนละ 0.14 ล้านบาร์เรลต่อวัน และเรายังคาดว่า การเพิ่มเพดานการผลิตอาจเร่งตัวขึ้น หากราคาน้ำมันดิบ WTI ปรับขึ้นสูงกว่าประมาณ 65 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล

OPEC+ Imposing and Unwinding Cuts Timeline

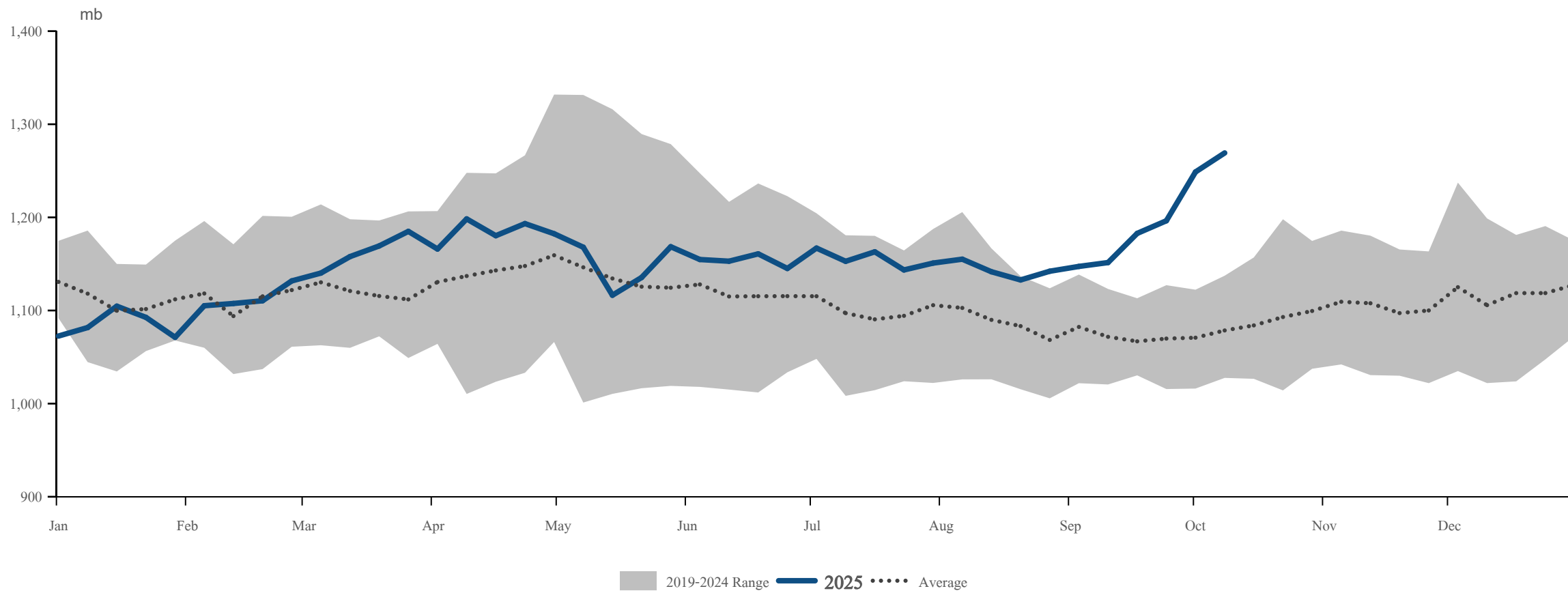


Source: OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปริมาณน้ำมันที่อยู่ระหว่างการขนส่งฟุ้งและระดับสูงสุดในรอบหลายปี เพิ่มแรงกดดันต่อราคาน้ำมันในระยะข้างหน้า



ปริมาณน้ำมันที่อยู่บนทะเล (oil-on-water) ซึ่งรวมถึงทั้งน้ำมันดิบที่อยู่ระหว่างการขนส่งและคลังน้ำมันบนทะเล ฟุ้งขึ้นและระดับสูงสุดในรอบหลายปี สะท้อนถึงปริมาณอุปทานน้ำมันจำนวนมากที่กำลังเดินทางเข้าสู่ตลาด



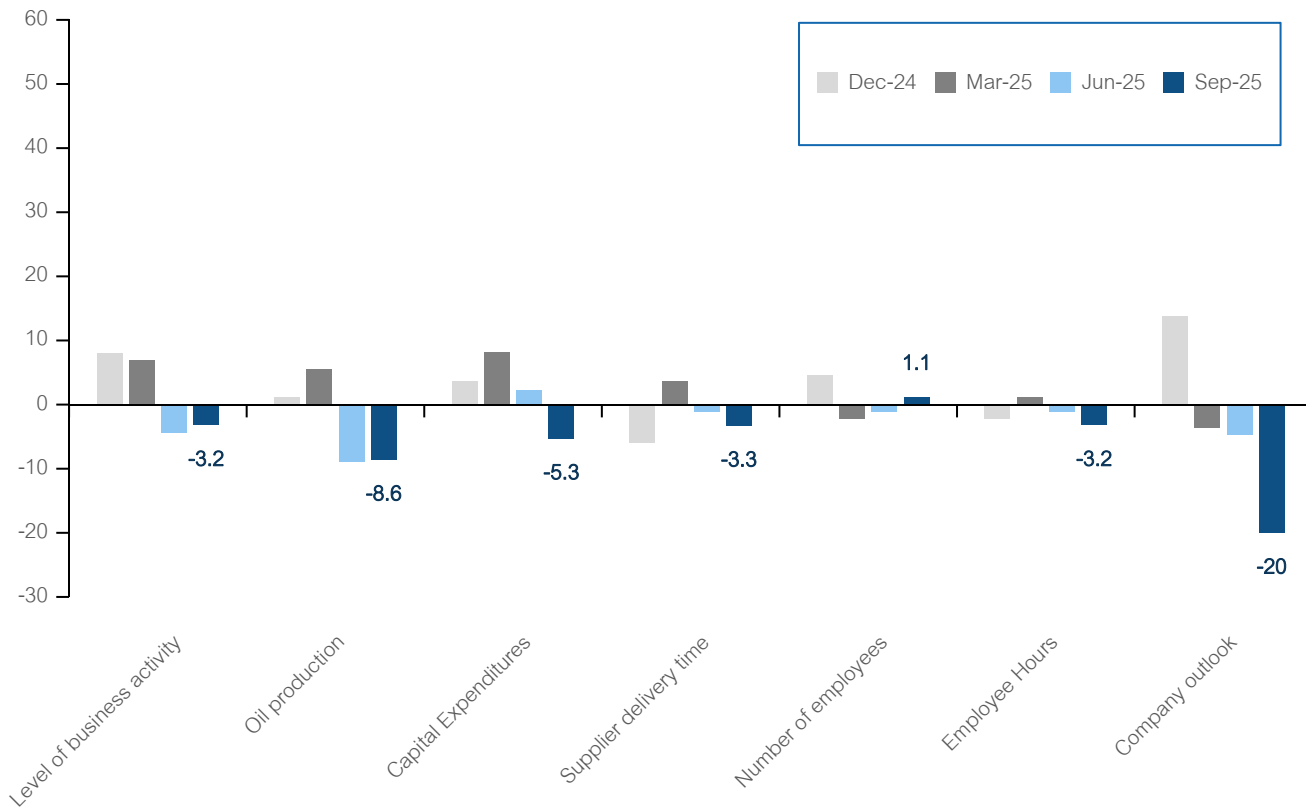
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาน้ำมันในปัจจุบันอาจไม่สามารถคงอยู่ได้ในระยะยาว ท่ามกลางต้นทุนการขุดเจาะที่เพิ่มสูงขึ้น

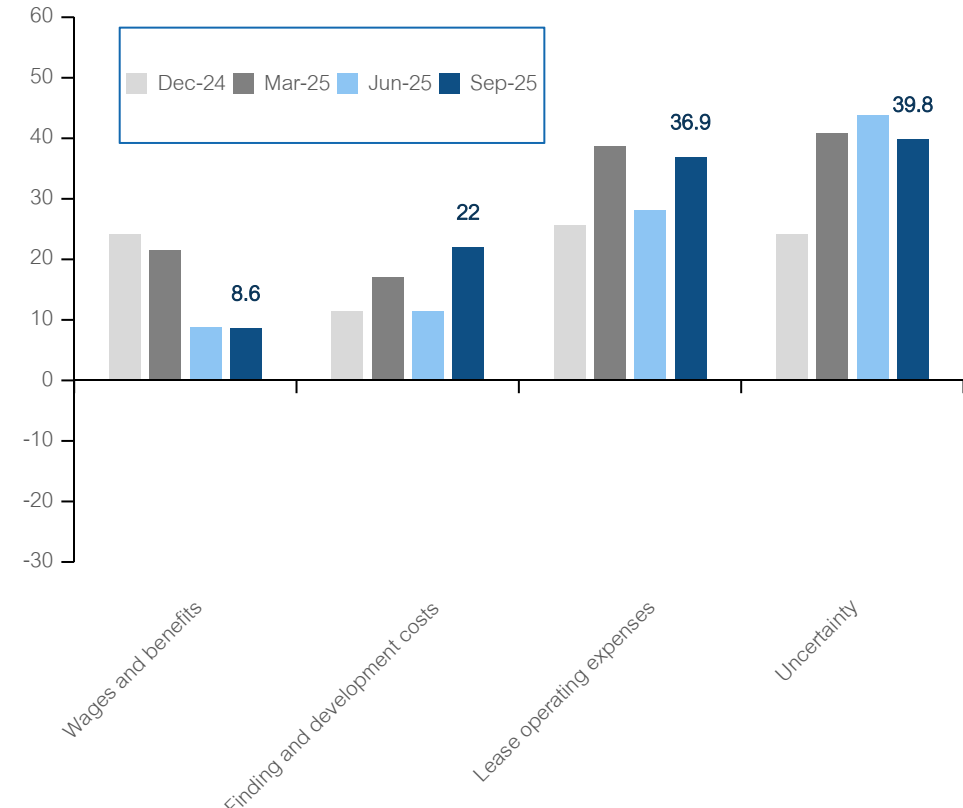


ต้นทุนการขุดเจาะน้ำมันในสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับ 60-70 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ทำให้เราคาดว่าราคาน้ำมันยังมีโอกาสปรับสูงขึ้นในระยะยาว โดยล่าสุดผู้บริหารบริษัทน้ำมันในสหรัฐฯ ได้เปิดเผยมุมมองที่ซบเซาไตรมาส 3 สะท้อนผ่านดัชนีชี้วัดการขยายตัวเกือบทั้งหมดที่อยู่ในแดนลบ ขณะที่ต้นทุนการลงทุนและการดำเนินงานยังคงเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

E&P Firms: Expansion Indicators Index

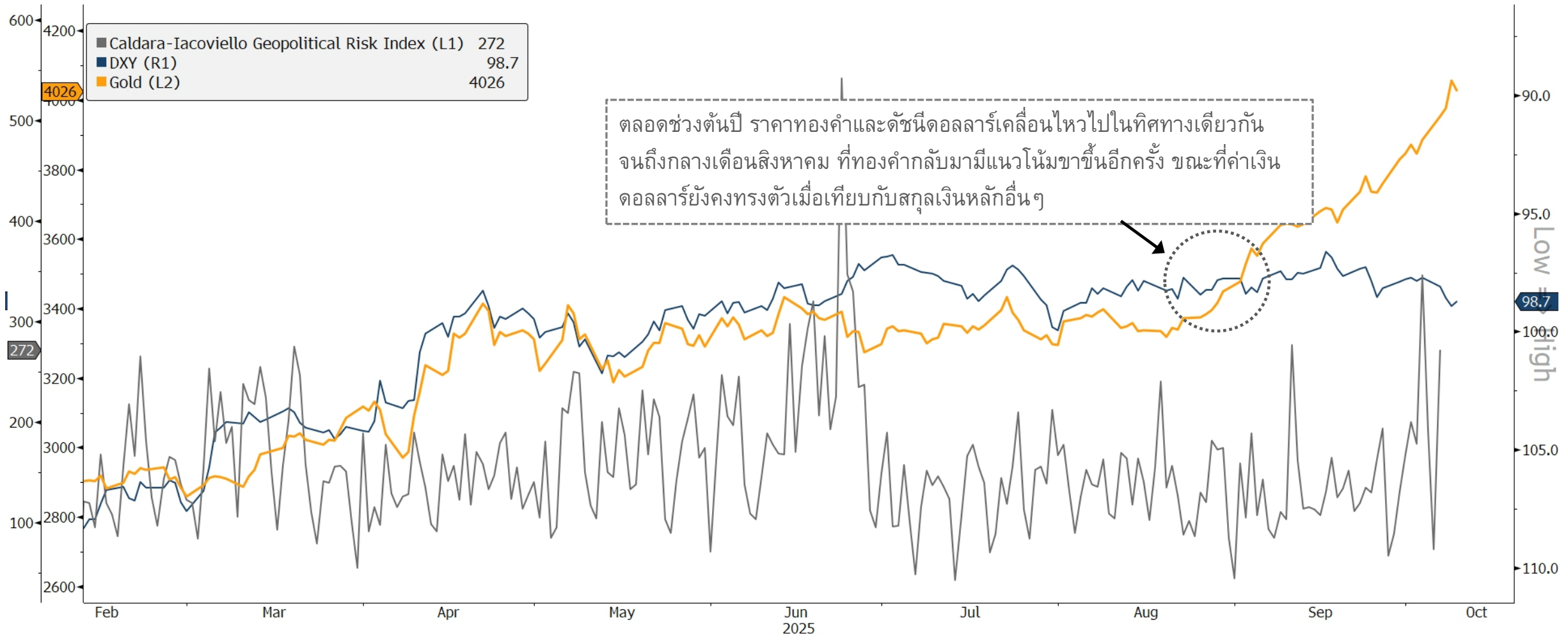


E&P Firms: Cost Indicators Index



Source: Federal Reserves Bank of Dallas, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับตัวขึ้นของราคาทองคำตั้งแต่เดือนสิงหาคม ได้รับแรงหนุนจากกระแส “ความเชื่อมั่นถดถอยในสกุลเงินหลักทั่วโลก” มากกว่าจะเป็นเรื่องของดอลลาร์หรือสงคราม เนื่องจากทั้งดัชนี DXY และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงอ่อนข้างทรงตัว

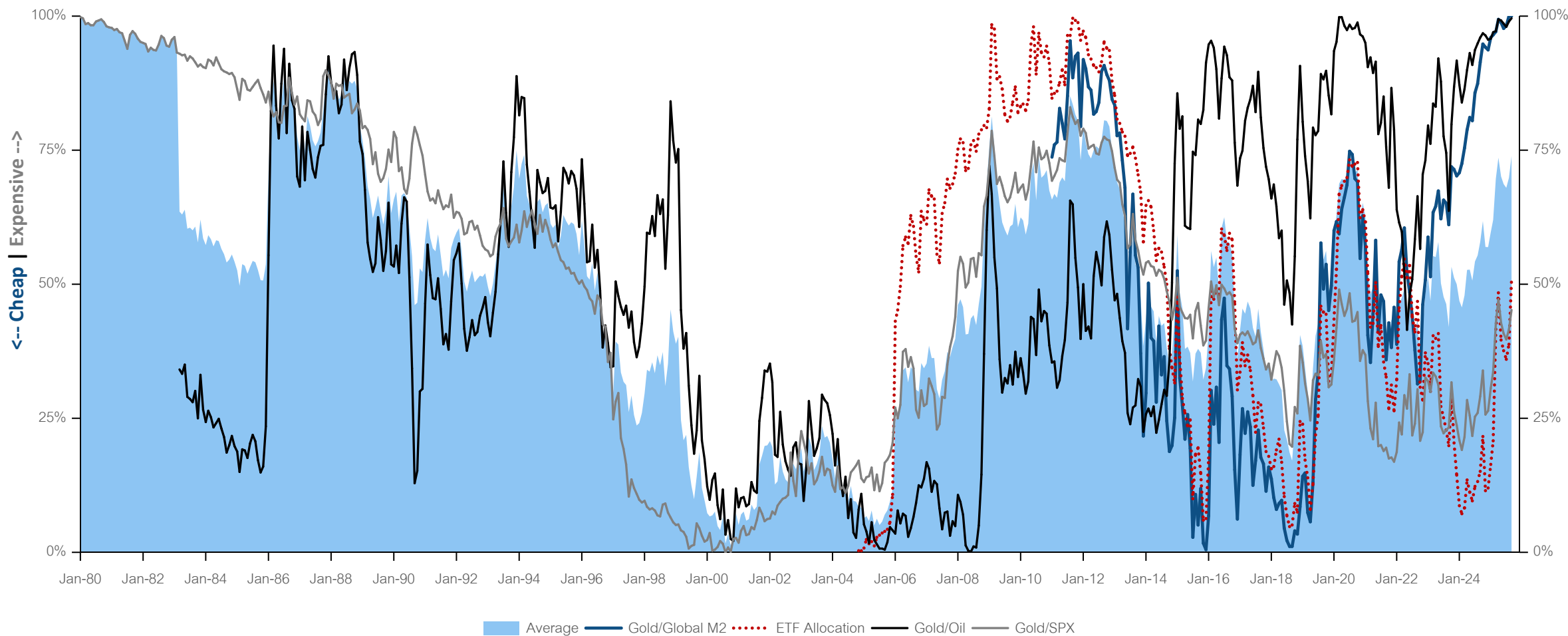


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทองคำถือว่ามีราคาที่แพงเมื่อเทียบกับราคาน้ำมันและสภาพคล่องโลกในปัจจุบัน ขณะที่เมื่อเทียบกับหุ้นและสัดส่วนกองทุน ETF ยังคงอยู่ในระดับปานกลาง



Gold Valuation Metrics Percentile

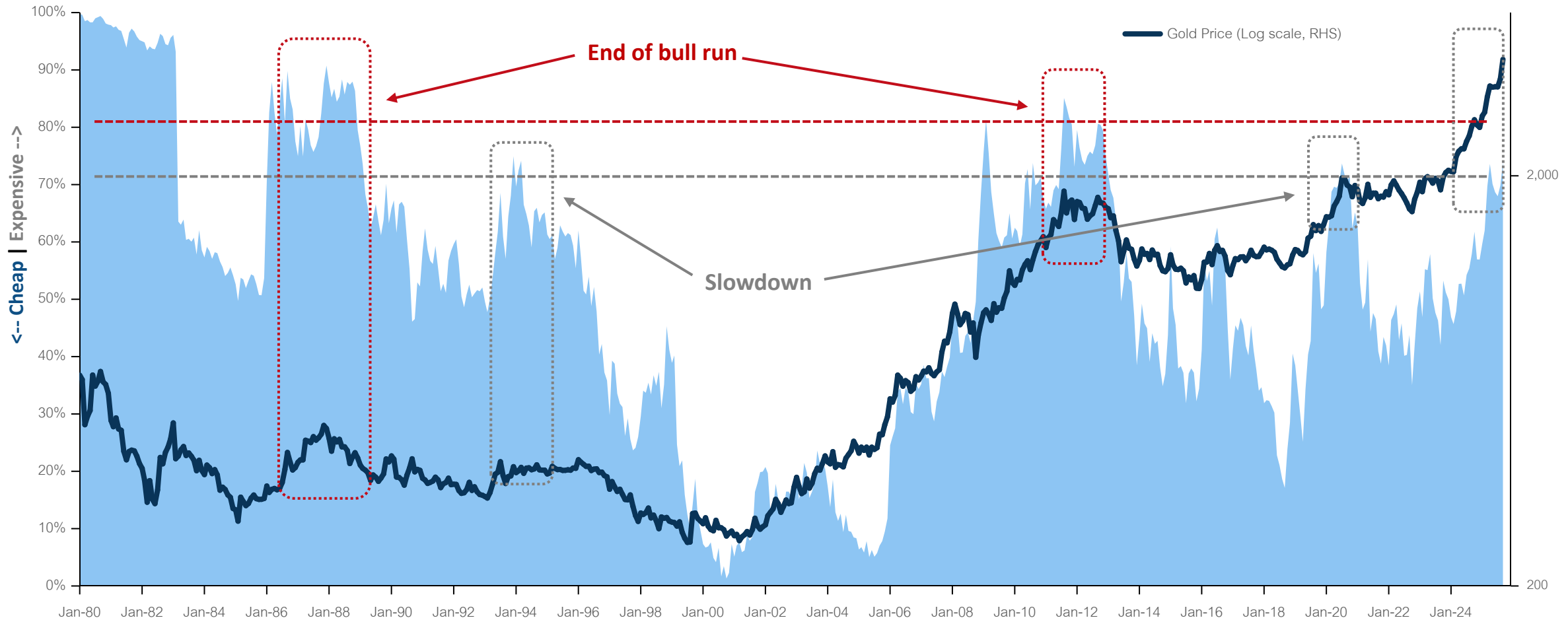


Note: Latest monthly data as of 30 September 2025, gold price was \$3,850/oz
Source: Bloomberg, World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทองคำอยู่ในช่วงราคาที่ถือว่าแพง และมีความเสี่ยงต่อการปรับฐานหรือชะลอตัว แต่ยังไม่
 แพงถึงจุดที่จะเป็นสัญญาณว่าการปรับขึ้นนี้จะสิ้นสุดลง



Equal-weighted Gold Valuation Metric vs. Gold Price

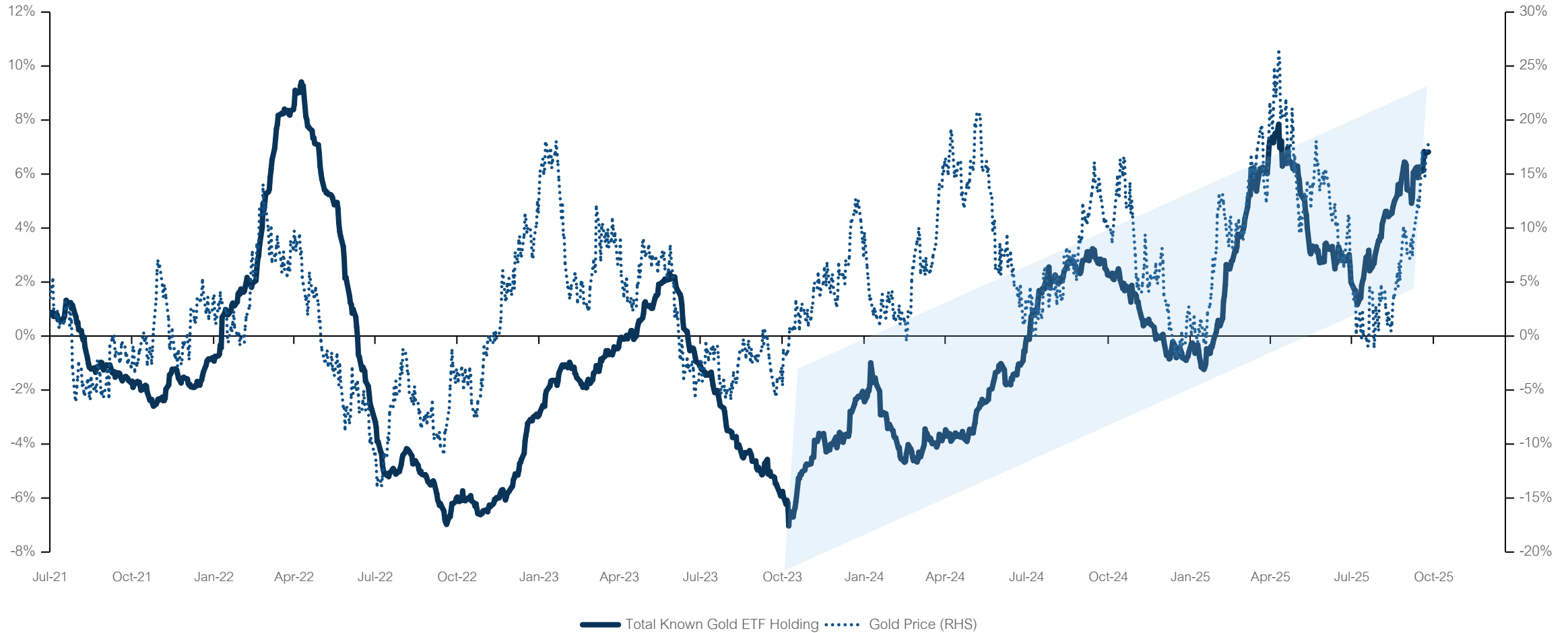


Note: Latest monthly data as of 30 September 2025, gold price was \$3,850/oz
 Source: Bloomberg, World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แนวโน้มการซื้อ ETF ทองคำปรับตัวดีขึ้นในช่วงประมาณสองปีที่ผ่านมา...



Gold ETF Holdings vs Price, 3M Change



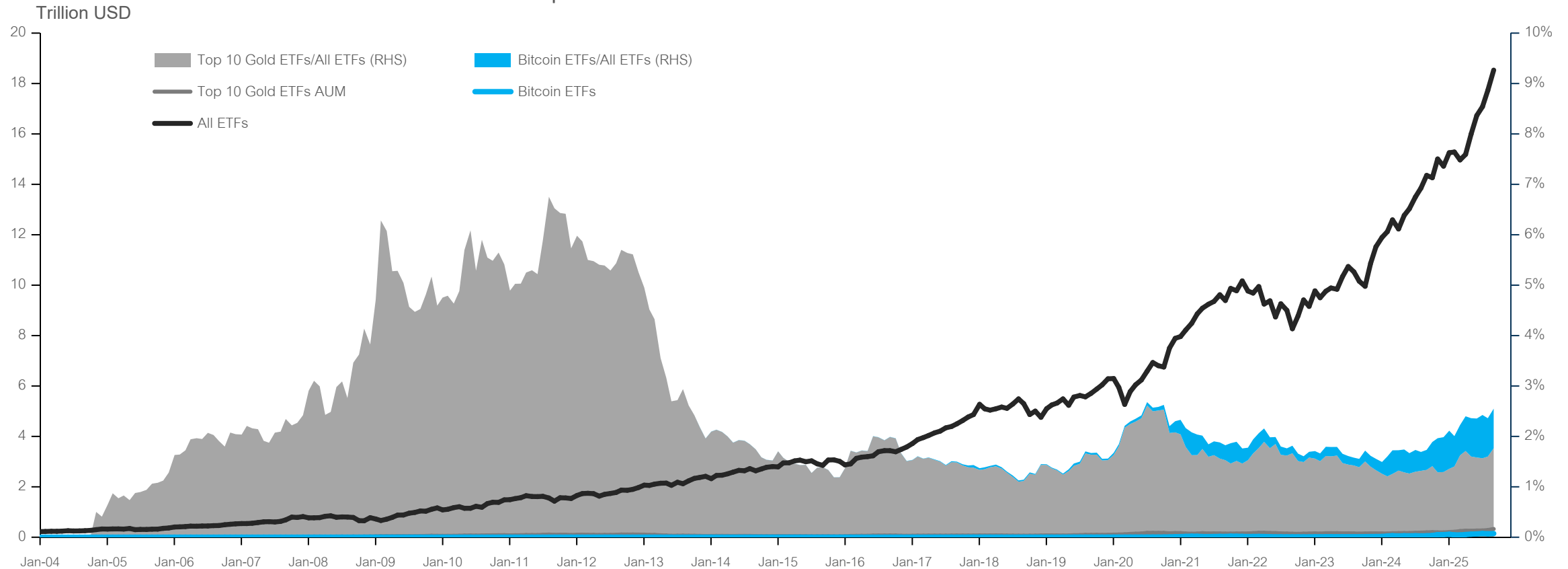
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

...ทว่าสัดส่วนการลงทุนในทองคำยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำที่ราว 2% เมื่อเทียบกับตลาด ETF ทั้งหมด



AUM ของ ETF ทองคำ 10 อันดับแรกรวมกัน (ประมาณ 73% ของ ETF ทองคำทั้งหมด) ยังคงต่ำกว่า 2% ของ AUM ของ ETF ทั้งหมดที่มูลค่าเกือบ 19 ล้านล้านดอลลาร์

Top 10 Gold ETFs + Bitcoin ETFs AUM as % of All ETFs



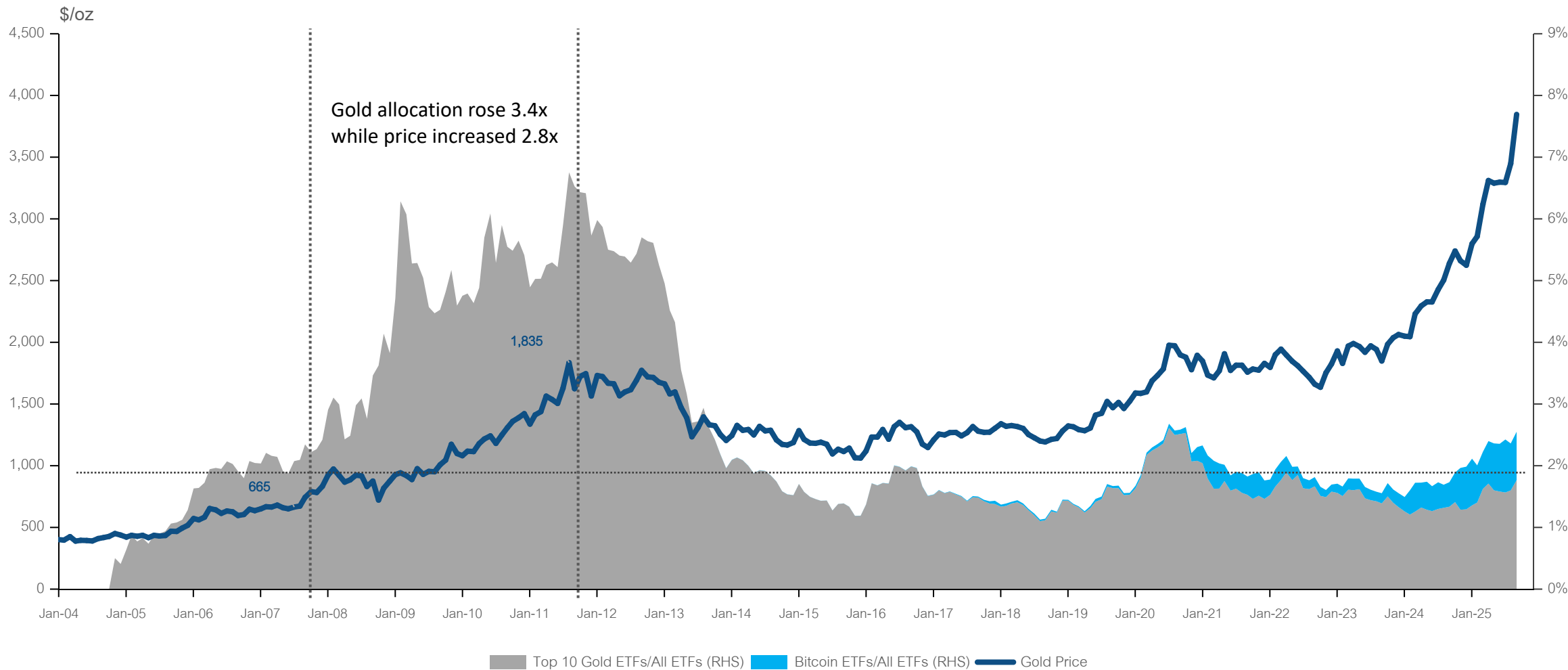
Note: Latest monthly data as of 30 September 2025, gold price was \$3,850/oz

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

ราคาทองคำปรับสูงขึ้นจากประมาณ 700 ดอลลาร์ต่อออนซ์ไปสูงกว่า 1,800 ดอลลาร์ต่อออนซ์ ในช่วงที่นักลงทุน ETF เร่งเข้าลงทุนระหว่างปี 2007-2011



Gold + Bitcoin Pseudo Allocation & Gold Price



Note: Latest monthly data as of 30 September 2025, gold price was \$3,850/oz

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

Contributors



Komsorn Prakobphol

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

Thanathat Srisawast

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

Tanachaporn Nandhabiwat

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

Thanachote Phootanakit

Research Assistant
(66) 2633 6249
thanacho@tisco.co.th

Methas Rattanasorn

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

Nichanan Logewitool

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

Tanapat Dhanachata

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

Thanawat Thanatnithikon

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



Disclaimer

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