

KBank Multi Asset Strategies

February 2025



KBank Capital Markets Business

KBank_Capital_Market_Research@kasikornbank.com

KResearch

info.kr@kasikornresearch.com

KSecurities

ks.research@kasikornsecurities.com

ภาษีทรัพย์สิน เอาจริงหรือแค่ขู่? _____	1
สงครามการค้ารอบใหม่ แค่เครื่องมือต่อรองของสหรัฐฯ _____	4
ภาพรวมตลาดทุน _____	11
แนวโน้มเศรษฐกิจ _____	16
แนวโน้มตลาดหุ้น _____	19
ดัชนีเศรษฐกิจ _____	21

"KBank Multi Asset Strategies" can now be accessed on Bloomberg: RESP KBCM <GO>

Disclaimer: This report must be read with the Disclaimer on page 23 that forms part of it



ภาษีทรัมป์ เอาจริงหรือแค่ขู่?

ดร.กอบสิทธิ์ ศิลปชัย, CFA

Kobsidhit.s@kasikornbank.com

กฤติกา บุญสร้าง

Kittika.bo@kasikornbank.com

ภาษีนำเข้าของทรัมป์ยุค 2.0 เริ่มขึ้นแล้ว แต่คำถามคือทรัมป์จะเอาจริงหรือแค่ขู่? อย่างเช่นที่ทรัมป์ดูจะใช้ภาษีที่รุนแรงกับแคนาดาและเม็กซิโก แต่ในความเป็นจริงคือทรัมป์ต้องการป้องกันชายแดนที่ใช้ร่วมกันระหว่างสหรัฐฯ และแคนาดาที่ยาวถึง 8,891 กิโลเมตร ยาวที่สุดในโลก และชายแดนระหว่างสหรัฐฯ และเม็กซิโกที่ยาว 3,145 กิโลเมตร เพื่อป้องกันการค้าชายแดน ที่อาจเป็นเส้นทางผ่านของสินค้าผิดกฎหมายได้

ประเทศที่เกิดดุลการค้ากับสหรัฐฯ มากจำเป็นต้องระมัดระวังเพราะเป็นหนึ่งในปัจจัยที่กระทรวงการคลังสหรัฐฯ ใช้ 3 ประเด็นหลักในการพิจารณาว่ามีการแทรกแซงค่าเงินหรือไม่ ร่วมกับพิจารณาดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุล 3% ต่อจีดีพี และการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนสำรองด้านอัตราแลกเปลี่ยนอย่างน้อย 2% ต่อจีดีพี ในระยะเวลา 12 เดือน

รูปที่ 1 เกณฑ์กระทรวงการคลังสหรัฐฯ ในประเด็นแทรกแซงค่าเงิน

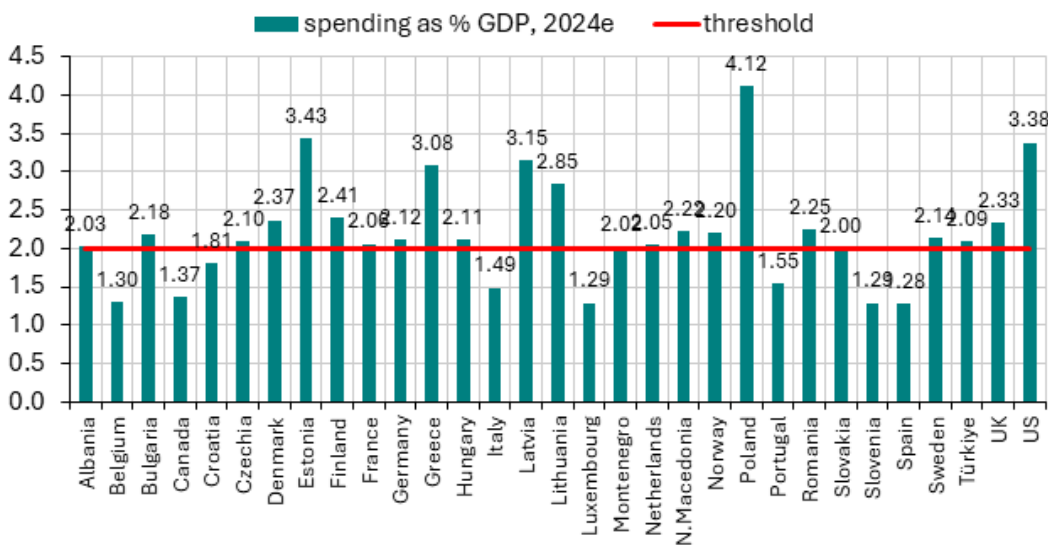
	US TRADE DEFICIT WITH, USD MN	C/A TO GDP	CHANGE FX RES/GDP
1 CHINA	-282,541	2.42	0.6%
2 MEXICO	-233,557	-0.36	0.9%
3 EUROZONE	-231,966	1.69	0.0%
4 CANADA	-124,916	-0.63	0.3%
5 VIETNAM	-116,214	3.00	-1.2%
6 GERMANY	-83,916	6.20	0.0%
7 IRELAND	-70,213	14.12	-0.1%
8 JAPAN	-62,874	3.82	-0.8%
9 SOUTH KOREA	-55,961	1.93	-0.1%
10 ITALY	-49,030	1.14	0.0%
11 INDIA	-45,766	-0.92	0.9%
12 THAILAND	-40,855	1.49	1.8%
13 MALAYSIA	-23,397	1.55	0.5%
14 SWITZERLAND	-19,493	5.25	9.9%
15 INDONESIA	-14,021	-0.16	0.8%
16 AUSTRIA	-12,813	2.94	0.0%
17 ISRAEL	-12,734	4.52	2.8%
18 CAMBODIA	-11,927	N/A	2.4%
19 FRANCE	-11,481	-0.42	0.0%
20 SWEDEN	-11,170	6.98	-0.1%
21 HUNGARY	-10,114	0.73	-1.1%

ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย



นอกจากที่จีนและเม็กซิโก สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าอย่างมากกับยุโรปที่ราว 2.31 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ในรอบ 12 เดือน ซึ่งทรมป์ได้แสดงถึงความไม่พอใจ รวมถึงกรณีในประเทศในยุโรป ซึ่งเป็นสมาชิก NATO ไม่ได้มีส่วนร่วมมากเท่าที่ควรกับประเด็นความปลอดภัยและความมั่นคง ตามที่ได้มีมาตรการงบประมาณ 2% ต่อจีดีพี หลังรัสเซียยึดไครเมียในปี 2014

รูปที่ 2 อัตราส่วนงบประมาณการป้องกันประเทศต่อจีดีพี



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

เยอรมนี ประเทศที่ใหญ่ที่สุดในยุโรป มีการใช้จ่ายด้านการป้องกันประเทศ 2.12% สูงกว่าเป้าหมายที่ 2% แต่ทรมป์ระบุว่าสัดส่วนดังกล่าวควรเป็น 5% ซึ่งอาจทำให้สงครามเย็นแย่งชิงอีก

เวียดนามเป็นอีกประเทศที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าด้วยจำนวนมากถึง 116,214 ล้านดอลลาร์สหรัฐ อย่างไรก็ตาม ดังคำกล่าวที่ว่า “ศัตรูของศัตรูคือมิตร” ดังนั้น เวียดนามที่เอนเอียงมาทางรัสเซียมากกว่าจำเป็นกับด้านการทหารของสหรัฐฯ ในปีที่แล้วเวียดนามได้รับเครื่องบิน T6-C Texan 5 คันจากสหรัฐฯ และอีก 7 คันที่สั่งซื้อแล้ว ถัดจากนี้เวียดนามอาจได้รับ F16 จากสหรัฐฯ แทน Sukhoi จากรัสเซีย เหมือนกับที่ฟิลิปปินส์มีฐานทัพของสหรัฐฯ ในทะเลจีนใต้

สำหรับไทย สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าให้ไทยราว 41 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งมากกว่าเกณฑ์ที่ 15 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยดุลบัญชีเดินสะพัดไทยเกินดุล 1.49% และมีการเปลี่ยนแปลงของเงินทุนสำรองด้านอัตราแลกเปลี่ยนราว 1.8% ซึ่งนับว่าไม่มากนัก

ดังนั้นหากจะตัดสินว่าการขึ้นภาษีนำเข้าของทรมป์เหล่านี้ ทำจริงหรือแค่ขู่ นั่นต้องพิจารณาว่าสหรัฐฯ มีความสามารถที่จะผลิตสินค้าเพียงพอกับความต้องการ หรือมีแรงงานในระบบพอหรือไม่ในระยะยาว เพื่อที่จะทดแทนสินค้าจากต่างประเทศเหล่านี้ ซึ่งหากไม่



สามารถทำได้ จะกระทบค่าจ้างและเงินเฟ้อ ซึ่งจะส่งผลต่อการดำเนินการลดดอกเบี้ยของเฟดต่อไป

นอกจากนี้ หากบริษัทสหรัฐฯ ที่ลงทุนในต่างประเทศหันกลับมาลงทุนในสหรัฐฯ เองอาจไม่คุ้มค่า เพราะระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของทรัมป์มีเพียงแค่ 4 ปี และดูเหมือนจะเป็น 3 ปี เท่านั้น หากตัดปีสุดท้ายที่ต้องมีการเลือกตั้งใหม่ออกไป ดังนั้น บริษัทที่ย้ายฐานการผลิตกลับมาจะเจอทั้งประเด็นค่าแรงที่สูง สภาพแรงงาน และอีกมากมาย โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังทรัมป์หมดวาระ สิ่งเหล่านี้ระบุว่าสิ่งสหรัฐฯ ขาดดุลกับจีนเยอะมากขึ้นเท่าไร การจ้างงานในภาคการผลิตจะลดน้อยลงเช่นเดียวกัน และจะเป็นประเด็นท้าทายที่จะเปลี่ยนการขาดดุลและการจ้างงานที่แผ่วลงของสหรัฐฯ ภายใน 3-4 ปี มาเป็นประเทศที่สร้างงานได้

รูปที่ 3 ดุลการค้าสหรัฐฯ กับจีน และการจ้างงานภาคการผลิต



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย



สงครามการค้ารอบใหม่ แค่เครื่องมือต่อรองของสหรัฐฯ?

ดร.กอบสิทธิ์ ศิลปชัย, CFA

Kobsidthi.s@kasikornbank.com

ซาร่า ผลพิบูลย์

Sarah.p@kasikornbank.com

- การกลับมาเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ สมัยที่ 2 ของทรัมป์ นำไปสู่จุดเริ่มต้นสงครามการค้ารอบใหม่ จากจุดยืนที่อยากให้การค้าสหรัฐฯ ได้รับความเป็นธรรมมากขึ้น โดยจีน แคนาดา และเม็กซิโก เป็นกลุ่มแรกที่ทรัมป์ขึ้นภาษีนำเข้า หากแต่ก็ได้เลื่อนออกไป 30 วัน สำหรับแคนาดาและเม็กซิโก หลังบรรลุข้อตกลงเกี่ยวกับการคุมเข้มชายแดน ด้าน EU และฝั่งเอเชียอย่างไทย ก็มีความเสี่ยงถูกขึ้นภาษีนำเข้า
- อย่างไรก็ดี หากประเมินผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้า นอกจากเศรษฐกิจคู่ค้าจะได้รับผลกระทบหนัก สหรัฐฯ ก็จะได้รับผลกระทบเช่นกันผ่านราคาสินค้าที่จะสูงขึ้น โดยเฉพาะสินค้าที่มีการพึ่งพาประเทศนั้นๆ มาก เช่น น้ำมันจากแคนาดา และรถยนต์จากเม็กซิโก ทำให้การปรับขึ้นภาษีคงจะทำด้วยความรอบคอบและไม่น่าที่จะปรับขึ้นสูงเกินไป และสุดท้ายแล้วอาจเป็นเพียงเครื่องมือที่ใช้ในการเจรจาต่อรองกับประเทศอื่นๆ เท่านั้น โดยต้องพึงระลึกว่าทรัมป์คงไม่อยากให้เกิดเงินเฟ้อสูงซ้ำรอยยุคของอดีตประธานาธิบดีไบเดน

ทรัมป์สมัยที่ 2 เปิดฉากสงครามการค้ารอบใหม่ หนูนการเข้าสู่ยุคทองของสหรัฐฯ

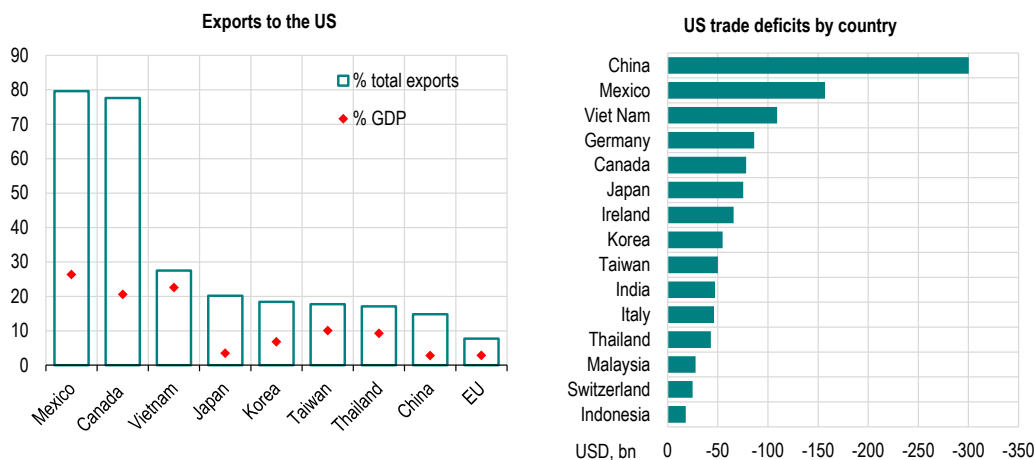
การกลับมาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ สมัยที่ 2 ของโดนัลด์ ทรัมป์ นำไปสู่จุดเริ่มต้นสงครามการค้ารอบใหม่ จากจุดยืนของทรัมป์ที่อยากให้การค้าสหรัฐฯ ได้รับความเป็นธรรมมากขึ้น เนื่องจากสหรัฐฯ มีดุลการค้าที่ขาดดุลสูงถึงกว่า 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี (ราว 4% ของจีดีพี) อีกทั้ง ต้องการให้มีการผลิตในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นด้วย ภายใต้วิธีการสำคัญก็คือการเรียกเก็บภาษีนำเข้า (Tariffs) ในอัตราที่สูงขึ้น โดยทรัมป์ได้ระบุในช่วงหาเสียงเลือกตั้งว่าจะเก็บภาษีนำเข้ากับจีน 60% แคนาดาและเม็กซิโก 25% และกับประเทศคู่ค้าอื่นๆ 10-20% นับเป็นสิ่งที่สร้างความกังวลและเพิ่มความเสี่ยงให้กับหลายเศรษฐกิจคู่ค้าที่พึ่งพาการส่งออกไปยังสหรัฐฯ มาก โดยเฉพาะเม็กซิโกและแคนาดา ที่การส่งออกไปสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่า 26% และ 21% ของจีดีพีตามลำดับเลยทีเดียว ทำให้สหรัฐฯ มีอำนาจในการต่อรองที่สูง ขณะที่ประเทศไทยมีมูลค่าส่งออกไปสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่ากว่า 9% ของจีดีพี ถือว่าค่อนข้างสูงเช่นกัน (รูปที่ 1 ภาพซ้าย)



แน่นอนประเทศคู่ค้าที่สหรัฐฯ หมายถึงจีนนำเข้าด้วยคือประเทศที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าด้วยมาก ซึ่งอันดับหนึ่งเลยคือจีน ตามมาด้วยเม็กซิโก ส่วนแคนาดาติดอันดับที่ 5 (รูปที่ 1 ภาพขวา) โดยทั้งสามประเทศเป็นกลุ่มแรกที่ทรัมป์ประกาศขึ้นภาษีนำเข้าด้วยในช่วงปลายเดือนมกราคมที่ผ่านมา โดยประกาศขึ้น 25% กับแคนาดาและเม็กซิโก และ 10% กับจีน ให้มีผลวันที่ 4 กุมภาพันธ์ อย่างไรก็ตาม ทรัมป์ได้เลื่อนการขึ้นภาษีนำเข้ากับแคนาดาและเม็กซิโกออกไปเป็นเวลา 30 วัน หลังจากที่ได้บรรลุข้อตกลงเบื้องต้นเกี่ยวกับการเพิ่มมาตรการคุ้มครองขั้วหม้อเหล็กนำเข้า ทำให้ตลาดคลายความกังวลไปบ้างว่าการขึ้นภาษีนำเข้ารอบนี้ อาจเป็นเพียงเครื่องมือที่ทรัมป์ใช้ในการต่อรองเพื่อเพิ่มความเป็นธรรมทางการค้าให้กับสหรัฐฯ เท่านั้น และสุดท้ายแล้วการปรับขึ้นภาษีนำเข้าอาจไม่ได้สูงมากอย่างที่ทรัมป์เคยขู่วัฒนหาเสีย

ประเทศอื่น ๆ ที่มีความเสี่ยงถูกสหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้าได้แก่ สหภาพยุโรป (EU) ที่ทรัมป์ได้ระบุว่าจะขึ้นภาษีด้วยแน่นอน รวมถึงฝั่งเอเชีย อย่างประเทศไทยที่มีการพึ่งพาการค้ากับสหรัฐฯ มาก

รูปที่ 1 การค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศคู่ค้าสำคัญ



ที่มา: Trademap, Trading Economics และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูลปี 2023

แคนาดาและเม็กซิโกจะได้รับผลกระทบหนักจากการขึ้นภาษีนำเข้า แต่สหรัฐฯ ก็ได้รับผลกระทบเช่นกัน โดยเฉพาะอุตสาหกรรมรถยนต์

อย่างที่ได้อธิบายไปข้างต้น เศรษฐกิจของแคนาดาและเม็กซิโกจะได้รับผลกระทบหนัก หากสหรัฐฯ เดินหน้าขึ้นภาษีนำเข้าเนื่องจากการพึ่งพาการส่งออกไปสหรัฐฯ อย่างมาก คิดเป็นสัดส่วนต่อจีดีพีที่สูง ท่ามกลางความใกล้ชิด (Proximity) ระหว่างกัน และการมีความตกลงการค้าเสรี USMCA

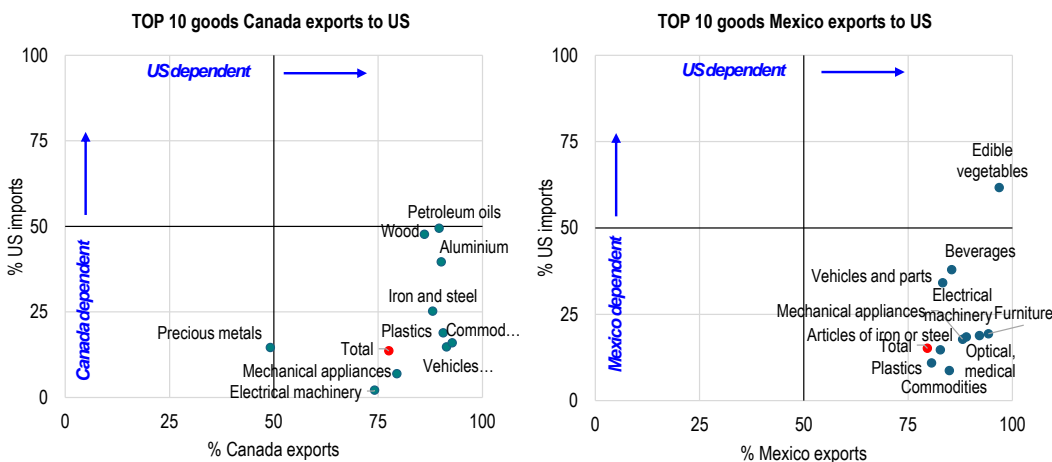
หากเจาะลึกลงไปเป็นรายหมวดสินค้าเพื่อดูว่าหมวดไหนจะได้รับผลกระทบหนักสุด โดยพิจารณาจากความมากน้อยในการพึ่งพาตลาดสหรัฐฯ (US dependency) หรือมี



สัดส่วนส่งออกไปสหรัฐฯ ที่สูง ในสินค้า 10 หมวดแรกที่มีมูลค่าส่งออกไปสหรัฐฯ มากที่สุด (รูปที่ 2) จะพบว่าทั้ง 10 หมวดสินค้าของทั้งแคนาดาและเม็กซิโกจะได้รับผลกระทบหนัก เนื่องจากมีการพึ่งพาสหรัฐฯ เป็นอย่างมาก คิดเป็นสัดส่วนกว่า 50% ของการส่งออกทั้งหมด โดยเฉพาะหมวดน้ำมัน รถยนต์ และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ ของแคนาดาที่คิดเป็นมูลค่าต่อเศรษฐกิจที่สูง และหมวดรถยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ ที่มีมูลค่าสูงสำหรับเศรษฐกิจเม็กซิโก (รูปที่ 3)

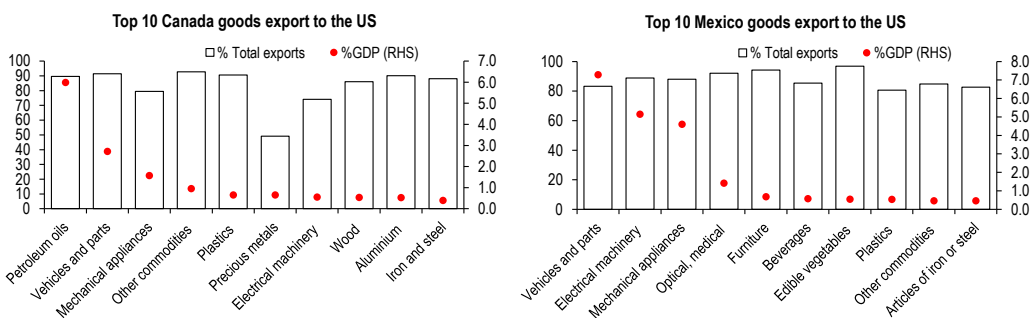
แต่ก็ไม่ใช่ว่าสหรัฐฯ จะไม่ได้รับผลกระทบ โดยสหรัฐฯ มีการพึ่งพาสินค้าบางหมวดอย่างมากจากทั้งสองประเทศ (รูปที่ 2) อาทิ น้ำมัน ไม้ และอะลูมิเนียม จากแคนาดา และผักพร้อมทาน เครื่องดื่ม และรถยนต์ จากเม็กซิโก ซึ่งการขึ้นภาษีนำเข้าจะส่งผลให้ราคาสินค้าในหมวดดังกล่าวปรับสูงขึ้นอย่างเลี่ยงได้ยากและอาจนำไปสู่แรงกดดันเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น กระทั่งแนวโน้มการลดดอกเบี้ยของเฟด และโดยเฉพาะขึ้นส่วนรถยนต์ ที่สหรัฐฯ พึ่งพาเม็กซิโกและแคนาดาอย่างหนักคิดเป็นสัดส่วนรวมกันเกือบ 50% และโดยมากเป็นรถยนต์สัญชาติอเมริกัน (รูปที่ 4) ทำให้หากทรัมป์เดินหน้าขึ้นภาษีนำเข้าแคนาดาและเม็กซิโก ก็อาจสร้างผลกระทบอย่างหนักให้กับอุตสาหกรรมรถยนต์สหรัฐฯ

รูปที่ 2 การค้าระหว่างสหรัฐฯ กับแคนาดาและเม็กซิโก



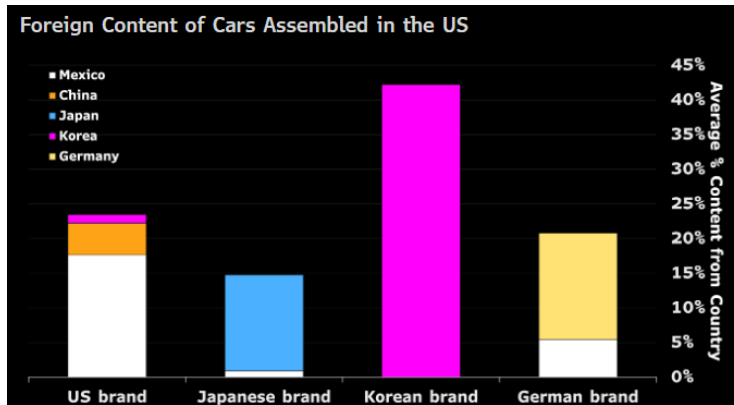
ที่มา: Trademap และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูลปี 2023

รูปที่ 3 สินค้า 10 อันดับแรกแคนาดาและเม็กซิโก ส่งออกไปสหรัฐฯ



ที่มา: Trademap และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูลปี 2023

รูปที่ 4 รถยนต์สัญชาติอเมริกันมีการนำเข้าชิ้นส่วนจากเม็กซิโกสูงที่สุด

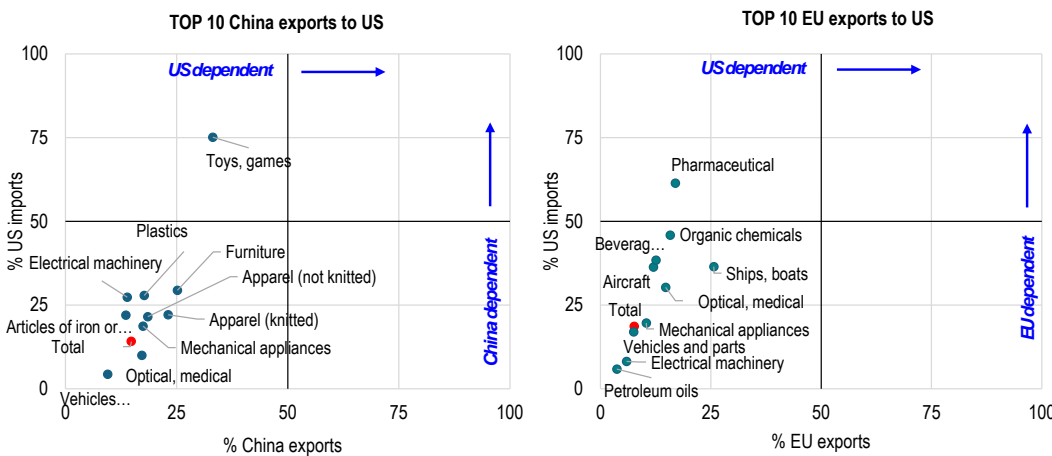


ที่มา: Bloomberg Economics

ผลกระทบต่อจีนและยุโรปมีจำกัดกว่าแคนาดาและเม็กซิโก

เศรษฐกิจจีนและสหภาพยุโรป (EU) มีมูลค่าการส่งออกไปสหรัฐฯ คิดเป็น 2.8% และ 2.9% ของจีดีพี ตามลำดับ ทำให้ผลกระทบทางเศรษฐกิจจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ มีจำกัดกว่ากรณีของแคนาดาและเม็กซิโก อีกทั้ง หมวดสินค้าส่งออก 10 อันดับแรก ก็มีการพึ่งพาสหรัฐฯ น้อยกว่ามากไม่ถึง 25% (รูปที่ 5)

รูปที่ 5 การค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนและ EU



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

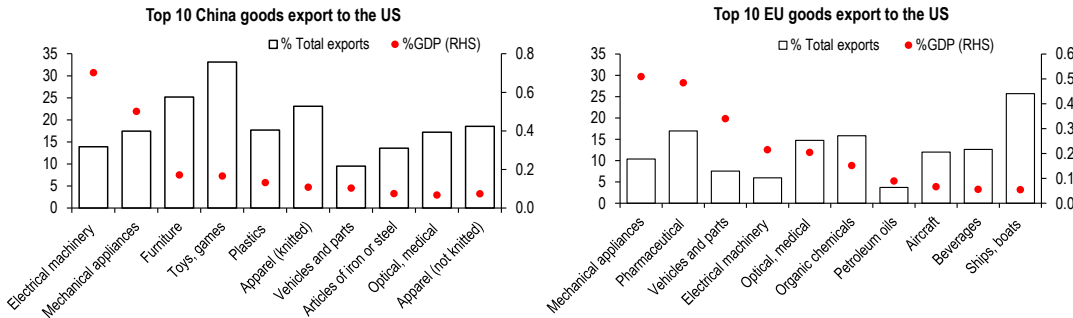
โดยสินค้าจีนที่จะได้รับผลกระทบหนักสุดคืออุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เครื่องใช้ไฟฟ้า เฟอร์นิเจอร์ และของเล่นสันทนาการ ที่การส่งออกไปสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่าต่อเศรษฐกิจที่สูง ขณะที่ด้าน EU สินค้าที่จะได้รับผลกระทบมากคือเครื่องใช้ไฟฟ้า ยานยนต์ อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เลนส์ และเคมีภัณฑ์ (รูปที่ 6)

อย่างไรก็ดี สหรัฐฯ ก็จะได้รับผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้ากับทั้งสองประเทศเช่นกัน โดยเฉพาะของเล่นสันทนาการที่ราว 75% นำเข้ามาจากจีน รวมถึงอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ พลาสติก เฟอร์นิเจอร์ และเสื้อผ้า ที่มีสัดส่วนการนำเข้าจากจีนที่สูงกว่า 20% และในส่วนของการค้ากับ EU สหรัฐฯ จะได้รับผลกระทบจากหมวดยา เคมีภัณฑ์



เครื่องดื่ม เรือ เครื่องบิน และเลนส์ ที่มีการพึ่งพา EU มาก ซึ่งจะทำให้ราคาสินค้ากลุ่มดังกล่าวในประเทศสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นอย่างเลี่ยงได้ยาก โดยเฉพาะในช่วงแรก

รูปที่ 6 สินค้า 10 อันดับแรกจีนและ EU ส่งออกไปสหรัฐฯ



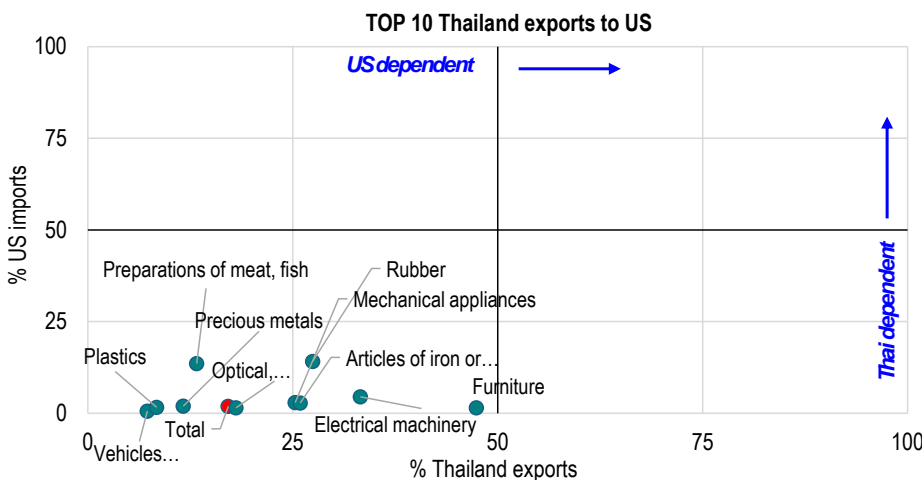
ที่มา: Trademap และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูลปี 2023

ไทยจะได้รับผลกระทบพอสมควร หากสหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้า

สำหรับประเทศไทยเอง เนื่องจากสหรัฐฯ มีการขาดดุลการค้าด้วยสูงกว่า 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี ทำให้ไทยก็เป็นหนึ่งในประเทศที่มีความเสี่ยงถูกปรับขึ้นภาษีนำเข้าเช่นกัน ซึ่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยมีสูงพอสมควร เนื่องจากการส่งออกไปสหรัฐฯ คิดเป็นมูลค่าต่อเศรษฐกิจสูงถึงกว่า 9% จีดีพี ขณะที่สหรัฐฯ ไม่ได้พึ่งพาการนำเข้าสินค้าจากไทยมากนัก (รูปที่ 7) ทำให้มีอำนาจต่อรองค่อนข้างสูง ยิ่งเพิ่มความเสี่ยงที่ไทยจะถูกขึ้นภาษีนำเข้าได้ โดยผลกระทบจะหนักหากสหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับไทยโดยตรง มิได้ปรับขึ้นกับทุกประเทศคู่ค้า

ในแง่กลุ่มสินค้าที่จะได้รับผลกระทบหากสหรัฐฯ ขึ้นภาษีนำเข้าคืออุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เครื่องใช้ไฟฟ้า ยาง และรถยนต์ ที่คิดเป็นมูลค่าทางเศรษฐกิจของไทยที่สูง รวมถึงเฟอร์นิเจอร์ที่เกือบ 50% ถูกส่งออกไปยังสหรัฐฯ

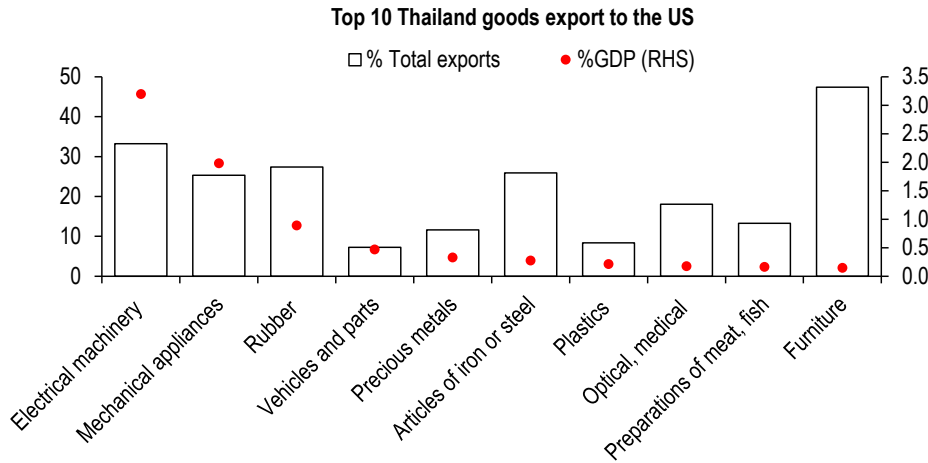
รูปที่ 7 การค้าระหว่างสหรัฐฯ กับไทย



ที่มา: Trademap และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูลปี 2023



รูปที่ 8 สินค้า 10 อันดับแรกไทย ส่งออกไปสหรัฐฯ



ที่มา: Trademap และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูลปี 2023

การขึ้นภาษ้นำเข้าของสหรัฐฯ อาจเป็นเพียงเครื่องมือเจรจาต่อรอง

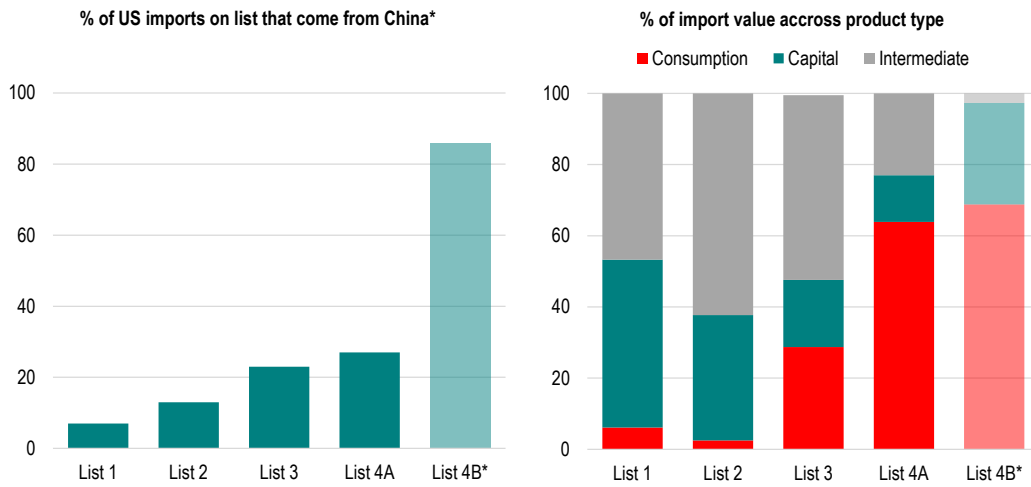
จากที่ได้ทำการศึกษาข้างต้น การปรับขึ้นภาษ้นำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของสหรัฐฯ เองเช่นกัน ส่วนหนึ่งผ่านราคาสินค้าในประเทศที่จะปรับสูงขึ้น ทำให้การปรับขึ้นภาษีที่จะดำเนินการด้วยความรอบคอบและไม่น่าที่จะปรับขึ้นในอัตราที่สูงมากเกินไป อาทิ การขึ้นภาษ้นำเข้ากับสินค้าจีนในอัตราที่สูงถึง 60% อย่างที่ประธานาธิบดีทรัมป์ได้ขู่ไว้ตอนแรก เป็นต้น อีกทั้งน่าจะเลือกปรับขึ้นเป็นรายการกลุ่มสินค้าที่สหรัฐฯ ไม่ได้มีการพึ่งพามากและเสี่ยงสินค้าที่จะกระทบผู้บริโภคโดยตรง เช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นในสงครามการค้ารอบแรก (รูป 9)

โดยสหรัฐฯ อยู่ในระหว่างการตรวจสอบการค้ากับคู่ค้าต่าง ๆ รวมถึงกรณีที่ดินทำตามข้อตกลงการค้า Phase 1 ในปี 2017 ได้หรือไม่ โดยรายงานดังกล่าวจะถึงมือประธานาธิบดีทรัมป์ภายในวันที่ 1 เมษายน ทำให้แนวทางการปรับขึ้นภาษ้นำเข้าของสหรัฐฯ และประเทศคู่ค้าที่จะได้รับผลกระทบ คาดว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว

อย่างไรก็ดี ท้ายที่สุดแล้ว การปรับขึ้นภาษีของสหรัฐฯ อาจเป็นเพียงเครื่องมือที่ใช้กดดันในการเจรจาต่อรองกับประเทศอื่น ๆ ตามสไตล์นักธุรกิจเก่งเจรจาต่อรองอย่างทรัมป์ อีกทั้ง ต้องไม่ลืมว่าทรัมป์คงไม่อยากจะเกิดปัญหาเงินเฟ้อสูงซ้ำรอยยุคของอดีตประธานาธิบดีไบเดน เนื่องจากที่ทรัมป์ขณะการเลือกตั้งในครั้งนี้นั้น ส่วนหนึ่งก็ด้วยเรื่องปัญหาค่าครองชีพสหรัฐฯ ที่สูง



รูปที่ 9 สหรัฐฯ เลี่ยงการขึ้นภาษีนำเข้ากับสินค้าที่พึ่งพาเงินสูงในสงครามการค้ารอบแรก



ที่มา: Bloomberg Economics และธนาคารกสิกรไทย; *ถูกเลื่อนการขึ้นภาษีนำเข้าออกไปอย่างไม่มีกำหนด



ภาพรวมตลาดทุนเดือนมกราคม 2025

ดร.กอบสิทธิ์ ศิลปชัย, CFA

kobsidthi.s@kasikornbank.com

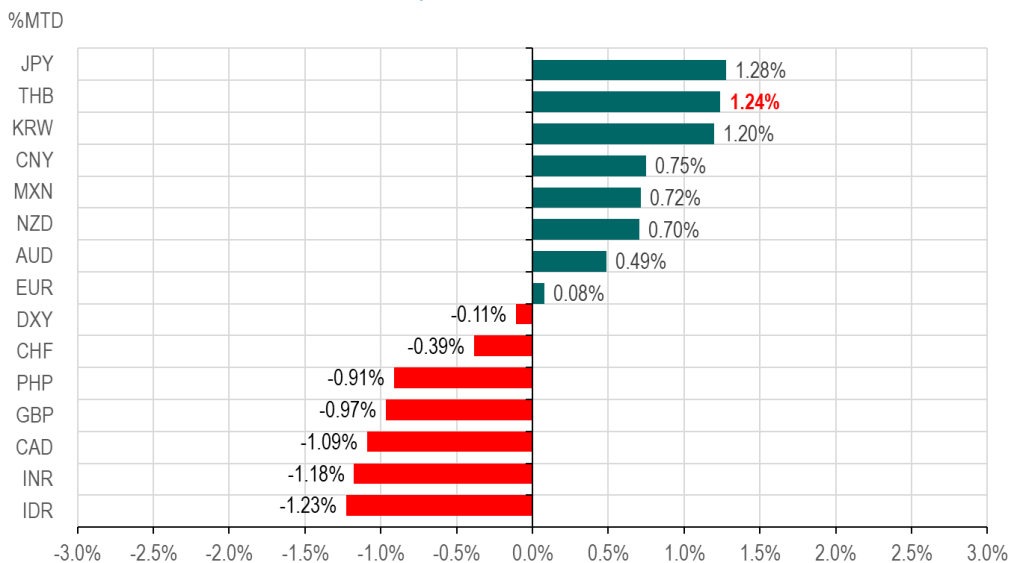
จงรัก ก้องกำชัย

Jongrak.k@kasikornbank.com

- **ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนผันผวนตามนโยบายทรัมป์** ดัชนีดอลลาร์สหรัฐอยู่ในฝั่งแข็งค่าตามนโยบายการขึ้นภาษีนำเข้า ค่าเงินดอลลาร์แคนาดาเดือนมกราคมได้รับผลกระทบรุนแรงสุด โดยอยู่ในระดับอ่อนค่ามากที่สุดนับตั้งแต่ช่วงโควิด หลังทรัมป์ยืนยันการขึ้นภาษีนำเข้า ขณะที่ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นมากที่สุดในรอบกว่าหนึ่งเดือนจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของบีโอเจ ด้านค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นโดยมีแรงหนุนจากราคาทองคำที่ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ใหม่ รวมถึงฤดูกาลท่องเที่ยวของไทยหนุนอุปสงค์ค่าเงินบาท
- **การเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนส่วนใหญ่สอดคล้องกับพันธบัตรสหรัฐ** โดยนโยบายภาษีของทรัมป์ทำให้เกิดการเทขายพันธบัตรทั่วโลก เส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรสหรัฐมีความชันขึ้น (Curve steepening) จากความกังวลเกี่ยวกับนโยบายการคลังของทรัมป์ที่ส่งผลทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็ว

ตลาดอัตราแลกเปลี่ยนผันผวนตามนโยบายทรัมป์

รูปที่ 1 การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินสกุลสำคัญในเดือนมกราคม



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย



ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอยู่ในฝั่งแข็งค่าแม้อัตราดอกเบี้ยเดือนมกราคมปรับอ่อนค่าลงเล็กน้อย อยู่ที่ 108.37 โดยในเดือนมกราคมดอลลาร์สหรัฐทะลุจุดสูงสุดในรอบกว่า 2 ปีที่ 110 จากตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่สูงกว่าคาดการณ์และอัตราการว่างงานลดลงเหลือ 4.1% ขณะที่เงินเฟ้อออกมาที่ 2.9% YoY ยังสูงกว่าเป้าหมายของเฟดและเร่งขึ้นจากเดือนก่อนหน้า ทำให้ตลาดปรับเลื่อนการลดดอกเบี้ยครั้งแรกของเฟดในปีนี้นำให้ล่าช้าออกไป โดยคาดว่าอาจเกิดในช่วงกลางปีถึงไตรมาสที่ 3 อย่างไรก็ตาม ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลงเล็กน้อยหลังการเข้าพิธีสาบานตนของทรัมป์เมื่อวันที่ 20 มกราคม 2025 เนื่องจากตลาดผิดหวังที่ทรัมป์ไม่ได้ประกาศขึ้นภาษีกับจีนในทันที แต่ประกาศจะเก็บภาษี 25% กับแคนาดา เม็กซิโก และโคลอมเบีย อย่างไรก็ตาม แม้อัตราดอกเบี้ยได้ยกเลิกมาตรการกับโคลอมเบีย แต่สุดท้ายก็เดินหน้าลงนามขึ้นภาษีนำเข้าแคนาดาและเม็กซิโก 25% และจีน 10% มีผลวันที่ 4 กุมภาพันธ์นี้ ด้านเฟดยังคงอัตราดอกเบี้ยที่ 4.25-4.50% และส่งสัญญาณว่าไม่ได้รับรื้อนในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติม ซึ่งปัจจัยดังกล่าวได้ช่วยสนับสนุนดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นในสัปดาห์สุดท้ายของเดือน

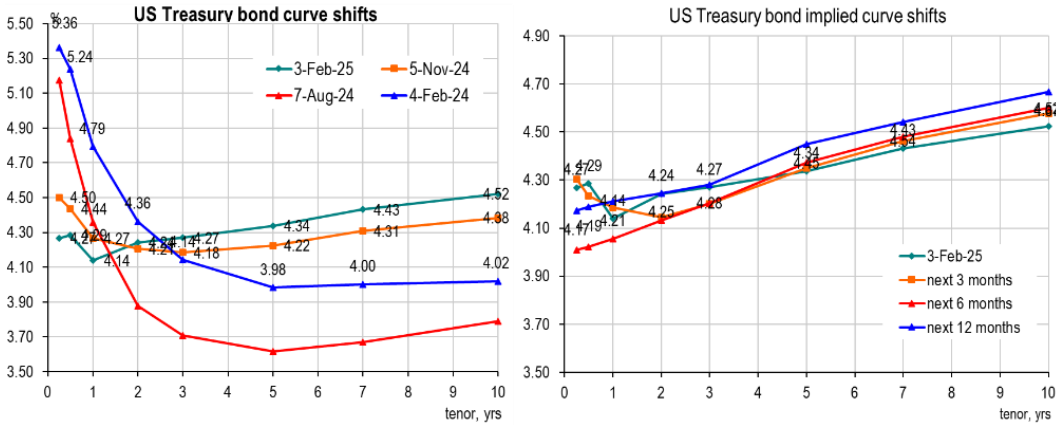
ด้านสกุลเงินสำคัญอื่น ดอลลาร์แคนาดาปิดเดือนมกราคมอ่อนค่า -1.09% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และอยู่ในระดับอ่อนค่ามากที่สุดนับตั้งแต่ช่วงโควิด ส่วนหนึ่งจากการประกาศภาษีนำเข้าจากสหรัฐฯ ด้านค่าหยวนในประเทศจีน (CNY) แข็งค่าขึ้น 0.75% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับความตึงเครียดทางการค้าของสหรัฐฯ ลดลง ประกอบกับตลาดการเงินจีนปิดช่วงเทศกาลตรุษจีนในช่วงที่ทรัมป์ประกาศขึ้นภาษีนำเข้า 10% กับจีน ค่ายูโรยังคงรักษาระดับได้ เนื่องจากทรัมป์ยังไม่ประกาศภาษีใดๆ กับสหภาพยุโรป (EU) รวมถึงได้แรงหนุนจากข้อมูลเศรษฐกิจยูโรโซนที่แข็งแกร่งกว่าคาดการณ์ แม้ว่าอียูจะลดดอกเบี้ยลงเพิ่มและมีท่าทีที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินก็ตาม ขณะเดียวกัน ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นกว่า 1% ซึ่งมากที่สุดในรอบกว่าหนึ่งเดือน โดยได้รับแรงหนุนจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของบีโอเจ โดยเฉพาะหลังจากผู้ว่าการธนาคารกลางญี่ปุ่นส่งสัญญาณในการประชุมเดือนมกราคมว่าอัตราดอกเบี้ยที่เป็นกลางอาจอยู่เหนือ 1 จากปัจจุบันที่ 0.50%

ด้านค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น 1.24% เทียบกับดอลลาร์สหรัฐ โดยปิดเดือนแตะที่ระดับ 33.67 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากการแข็งค่าของเงินเยนและเงินหยวน การเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ของราคาทองคำ รวมถึงปัจจัยภายในประเทศอย่างฤดูกาลท่องเที่ยวของไทยที่หนุนอุปสงค์การถือเงินบาท แม้อัตราดอกเบี้ยเดือนกุมภาพันธ์อ่อนค่าทะลุ 34.00 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ จากการลงนามขึ้นภาษีของทรัมป์ในช่วงสิ้นเดือนมกราคม



ตลาดพันธบัตร

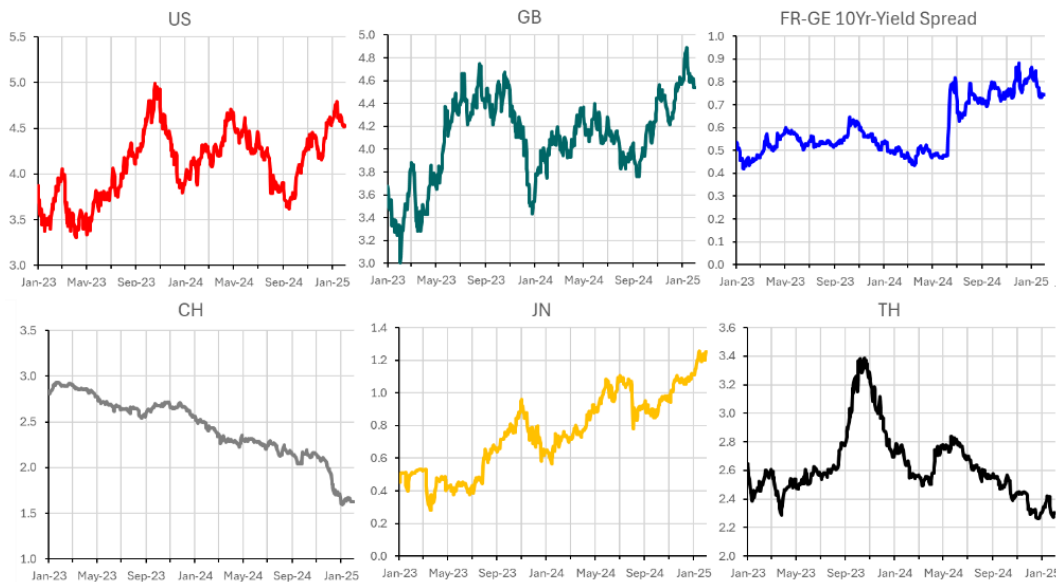
รูปที่ 2 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐ ปรับเพิ่มขึ้นในช่วงแรกของเดือนมกราคม โดยได้รับแรงหนุนจากข้อมูลเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง นอกจากนี้ เส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรมีความชันขึ้น (curve steepening) เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับนโยบายการคลังของประธานาธิบดีทรัมป์ที่ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวอายุ 10 ปีปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็ว และระดับสูงสุดนับตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2023 ที่ 4.80%

รูปที่ 3 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10ปี ของเศรษฐกิจสำคัญ



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

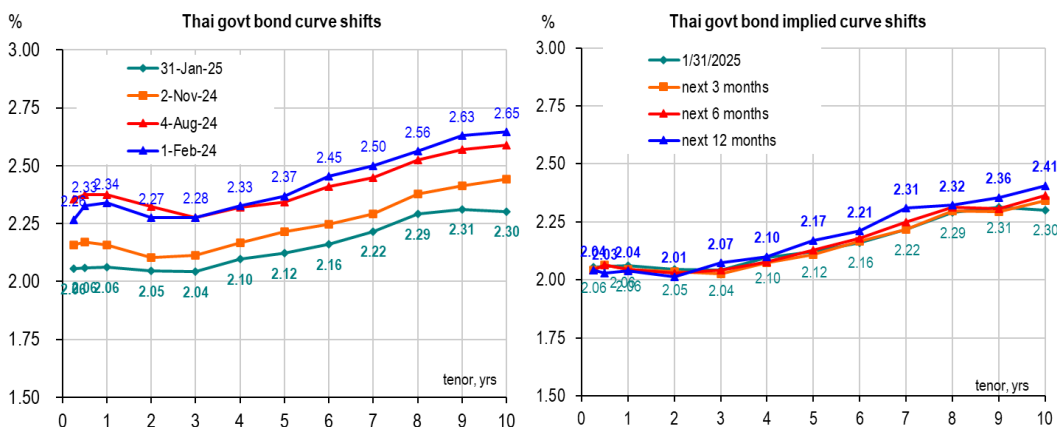
ในยุโรป การเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนส่วนใหญ่สอดคล้องกับพันธบัตรสหรัฐฯ โดยภาษีที่อาจเกิดขึ้นจากทรัมป์มีส่วนทำให้เกิดการเทขายพันธบัตรทั่วโลก **พันธบัตรอายุ 10 ปีของสหราชอาณาจักร**แตะที่ **4.89%** ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2008 ท่ามกลาง

ความกังวลเกี่ยวกับงบประมาณและการใช้จ่ายภาครัฐที่อาจไม่เพียงพอ จากต้นทุนการกู้ยืมที่สูง แม้ว่าการเพิ่มขึ้นล่าสุดในอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะไม่รวดเร็วเท่ากับการพุ่งขึ้นในช่วงของลิช ทร์สส์ แต่ความวิตกกังวลของนักลงทุนปรับเพิ่มขึ้น ก่อนจะลดลงแรงหลังปีโออีปรับลดดอกเบี้ยและรัฐบาลอังกฤษยืนยันว่าจะใช้แผนงบประมาณเดิม

ขณะที่ในเขตยูโร ความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพการคลังของฝรั่งเศสลดลง โดยส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระหว่างฝรั่งเศสและเยอรมนีอายุ 10 ปี แคลงสู่ระดับที่แคบที่สุดนับตั้งแต่เดือนตุลาคม 2024 หลังจากความล้มเหลวในการจัดการงบประมาณ 2025 ของรัฐบาลชุดก่อน โดยล่าสุดนายกรัฐมนตรีคนใหม่ บาโยรู กำจัดความกังวลโดยการได้รับเสียงสนับสนุนเพิ่มขึ้นแลกกับการประนีประนอมทางการเมือง

ในเอเชีย **อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของจีนยังคงอยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์** โดยอายุ 10 ปีอยู่ที่ 1.63% ณ สิ้นเดือนมกราคม ตามการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับการผ่อนคลายการเงินเพิ่มเติมจากธนาคารกลางจีนและการขาดแคลนโอกาสการลงทุนที่น่าสนใจ ท่ามกลางความอ่อนแอของเศรษฐกิจและความไม่แน่นอนสูงเกี่ยวกับนโยบายการค้าของสหรัฐฯ ที่กระตุ้นให้มีการไหลเข้าของสินทรัพย์ปลอดภัย ในทางกลับกัน **อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีญี่ปุ่น อยู่ที่ 1.25% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่กรกฎาคม 2011** ท่ามกลางการเทขายพันธบัตรทั่วโลก และการที่ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมเดือนมกราคม และส่งสัญญาณว่าการขึ้นดอกเบี้ยยังไม่สิ้นสุด

รูปที่ 4 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

ด้านไทย **อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับสหรัฐฯ** โดยเพิ่มขึ้นมากในช่วงครึ่งแรกของเดือนแตะระดับสูงสุดในรอบสองเดือนที่ 2.41% ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการเทขายพันธบัตรทั่วโลก ด้านรัฐบาลไทยมีแผนที่จะแต่งตั้งประธานบอร์ดธนาคารแห่งประเทศไทยคนใหม่อย่างรวดเร็ว โดยกระบวนการได้เริ่มต้นใหม่และมีเป้าหมายในการเลือกตั้งประธานบอร์ดในช่วงต้นเดือนกุมภาพันธ์ ทั้งนี้ แม้ว่าประธานบอร์ดธนาคารแห่งประเทศไทย จะไม่เข้าร่วมการประชุมด้านนโยบายการเงิน แต่ก็สามารถ



ประเมินผลการทำงานของผู้ว่าฯ และมีอิทธิพลในการเลือกผู้เชี่ยวชาญจากภาคภายนอกที่จะเข้าร่วมในคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยได้



ภาวะเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลก

Macro Department, KResearch

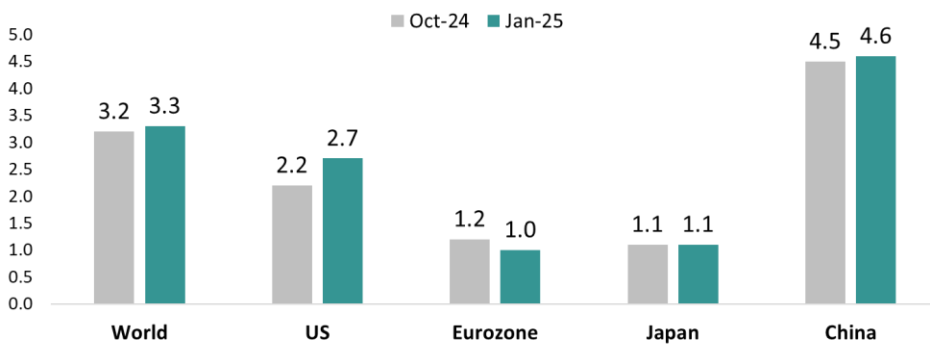
info.kr@kasikornresearch.com

เศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกในปี 2025 ยังมีแนวโน้มขยายตัวในอัตราที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตอย่างต่อเนื่อง ท่ามกลางความเสี่ยงจากนโยบายของสหรัฐฯ ภายใต้การบริหารงานของประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ ซึ่งกดดันเศรษฐกิจโลก ขณะที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังมีแนวโน้มขยายตัวได้ดีจากอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังแข็งแกร่ง

รูปที่ 1 IMF ประเมินการเศรษฐกิจโลกปี 2025 เติบโตระดับใกล้เคียงกับปีก่อนหน้า โดยมีความแตกต่างกันในแต่ละประเทศเศรษฐกิจ

IMF GDP Growth Projections for 2025 (%)



Source: IMF WEO January 2025

- **เศรษฐกิจสหรัฐฯ** คาดว่าจะเติบโตได้ดีจากอุปสงค์ในประเทศที่ยังแข็งแกร่ง อีกทั้ง การผลักดันหลักการ “American First” ของทรัมป์ ซึ่งมุ่งสนับสนุนความแข็งแกร่งของภาคธุรกิจและอุตสาหกรรมภายในประเทศอาจช่วยสนับสนุนภาคการผลิตในสหรัฐฯ ได้ในระดับหนึ่ง ขณะที่นโยบายการปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ผ่านแรงกดดันต่อเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ สหรัฐฯ ได้ประกาศปรับขึ้นภาษีนำเข้าเม็กซิโก แคนาดา และจีนแล้ว แต่ได้ขยายเวลาการเก็บภาษีแคนาดาและเม็กซิโกออกไป 30 วัน หลังทั้งสองประเทศสามารถเจรจาบรรลุข้อตกลงในเบื้องต้นหลายข้อเกี่ยวกับความมั่นคงชายแดน
- **เศรษฐกิจยูโรโซน** ยังฟื้นตัวได้อย่างเปราะบาง โดยไตรมาสที่ 4/2024 เศรษฐกิจยูโรโซนไม่เติบโตเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า ท่ามกลางการใช้จ่ายของผู้บริโภคที่ซบเซาและภาคการผลิตที่ชะลอตัว ขณะที่อัตราเงินเฟ้อยูโรโซนปรับขึ้น 2.5%YoY ในเดือนม.ค. 2025 เนื่องจากได้รับแรงหนุนจากราคาพลังงานที่ปรับสูงขึ้น



- **เศรษฐกิจจีน** แม้ในปี 2024 สามารถบรรลุเป้าหมายการเติบโตได้ตามที่ทางการจีนตั้งเป้าไว้ที่ 5.0% แต่เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มเติบโตชะลอลงมาอยู่ที่ 4.6% ในปี 2025 จากผลกระทบของสงครามการค้ารอบใหม่ ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่ฟื้นตัว

เศรษฐกิจไทย

ศูนย์วิจัยกสิกรไทย ประเมินการเศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 2.4% ในปี 2025 ซึ่งต่ำกว่าประมาณการในปี 2024 ที่อยู่ที่ 2.6% เล็กน้อย

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลคาดว่าจะช่วยหนุนเศรษฐกิจไทยในปี 2025 โดยเฉพาะในช่วงไตรมาสแรก โดยมาตรการกระตุ้นการบริโภคของภาครัฐ ได้แก่ มาตรการแจกเงิน 10,000 บาท และมาตรการลดหย่อนภาษี (Easy E-receipt 2.0) อาจช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายได้ในระยะสั้น สะท้อนจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้นในช่วงเวลาสั้น ๆ เมื่อมีมาตรการแจกเงินสด 10,000 บาทให้แก่กลุ่มเปราะบางเมื่อช่วงปลายเดือนก.ย.2024 เนื่องจากปัญหานี้ครัวเรือนยังคงกดดันการบริโภคภาคเอกชนอยู่

อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยของไทยในปี 2025 คาดว่าจะขยับขึ้นเล็กน้อยแต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำที่ 0.7% โดยมีความเป็นไปได้ที่ภาครัฐอาจปรับลดราคาพลังงานในประเทศ อาทิ ปรับลดค่าไฟฟ้าให้มีระดับต่ำกว่า 4 บาทต่อหน่วยตั้งแต่เดือนพ.ค.2025 ประกอบกับราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกมีแนวโน้มปรับลดลงจากอุปทานน้ำมันที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากสหรัฐฯ และอุปสงค์โลกที่ชะลอตัว แม้ความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงมีอยู่

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางมาไทย คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 37.5 ล้านคนในปี 2025 โดยภาคการท่องเที่ยวยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญของเศรษฐกิจไทย แต่มีความไม่แน่นอนสูงจากความเสี่ยงทางเศรษฐกิจและภูมิศาสตร์การเมือง การแข่งขันด้านการท่องเที่ยวระหว่างประเทศ รวมถึงประเด็นภาพลักษณ์ด้านความปลอดภัยของไทย

การส่งออกไทยในปี 2025 คาดว่าจะเติบโตชะลอลงเหลือ 2.5% แม้จะได้รับแรงสนับสนุนบางส่วนจากการเร่งนำเข้าสินค้าก่อนที่สหรัฐฯ จะปรับขึ้นภาษีศุลกากร ประกอบกับวัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ แต่ไทยมีความเสี่ยงที่จะถูกสหรัฐฯ จัดเก็บภาษีในลำดับถัดไป เนื่องจากไทยเกินดุลการค้ากับสหรัฐฯ ในระดับสูง (รูปที่ 2) และมีสัดส่วนพึ่งพาการส่งออกไปสหรัฐฯ มาก

ทั้งนี้ การส่งออกไทยคาดว่าจะได้รับผลกระทบเชิงลบจากการปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ทั้งทางตรงและทางอ้อมอยู่ที่ราว 0.5% ของการส่งออกไทยทั้งหมด ซึ่งได้รวมอยู่ในประมาณการส่งออกล่าสุดแล้ว ซึ่งสินค้าที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบมากที่สุด ได้แก่ สินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ยาง เครื่องใช้ไฟฟ้า เพอร์ซิเจอร์ เป็นต้น



รูปที่ 2 ไทยขยับขึ้นมาเป็นอันดับที่ 11 ที่ทำให้สหรัฐฯ ขาดดุลการค้าในปี 2024



Source: United States Census Bureau

รูปที่ 3 ประเมินการเศรษฐกิจไทยในปี 2025 เติบโตอยู่ที่ 2.4%

% YoY	2023	2024F (Dec 24)	2025F (Dec 24)
GDP	1.9	2.6	2.4
Private Consumption	7.1	4.6	2.4
Government Consumption	-4.6	2.0	3.6
Total Investment	1.2	0.1	2.6
- Private investment	3.2	-0.7	2.0
- Public investment	-4.6	2.8	5.5
Exports (Customs Basis)	-0.8	5.4	2.5
Imports (Customs Basis)	-4.2	6.3	3.4
Headline Inflation	1.2	0.4	0.7
Avg Dubai Oil Price	82.0	79.7	76.0
No. of Foreign Tourists (Mn)	28.2	35.5	37.5

Source: NESDC, MOC, MOTs, forecasted by KResearch



แนวโน้มตลาดหุ้น

โอกาสสำหรับผู้กล้า

Ratasak Piriyant

Ratasak.p@kasikornsecurities.com

- SET Index เริ่มต้นปีไม่ดีนัก โดยปรับตัวลดลง 3.3% YTD เนื่องจากปัจจัยเฉพาะตัวของบางอุตสาหกรรมและบางบริษัท กอปรกับแรงขายเพื่อไถ่ถอน LTF
- เราเชื่อว่าแรงขายอาจเริ่มชะลอ และมองความเชื่อมั่นของตลาดอาจเริ่มกลับมาจากบอนด์ยีลด์ที่ลดลงและดอลลาร์ที่อ่อนค่าตามเงินเฟ้อสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะลดลง
- เราแนะนำกลยุทธ์เพิ่มความเสี่ยงสำหรับพอร์ตการลงทุนรายเดือนของเรา แนะนำทยอยซื้อเมื่ออ่อนตัว โดยเลือก KKP, CRC, BCH, BA และ BBIK เป็นหุ้นเด่น

Key highlights

▶ การเริ่มต้นที่ย่ำแย่จากปัจจัยเฉพาะตัวของบางอุตสาหกรรมและบางบริษัท

SET Index เริ่มต้นปี 2568 ด้วยภาพที่ไม่น่าประทับใจ โดยการปรับตัวลดลงอย่าง 3.3% YTD (ณ วันที่ 23 ม.ค. 2568) ขณะที่ MSCI ACWI เพิ่มขึ้น 3.8% YTD นอกเหนือจากแรงกดดันจากการไถ่ถอน LTF แล้ว ตลาดหุ้นไทยยังถูกกดดันจากความกังวล ได้แก่ 1) เรื่องการปฏิรูปนโยบายภาษี โดยเฉพาะการบังคับใช้ภาษีขั้นต่ำทั่วโลก (Global Minimum Tax), 2) การแทรกแซงของรัฐบาลในอุตสาหกรรมพลังงาน, 3) ความกังวลเรื่องผลกระทบต่อภาคท่องเที่ยวหลังเหตุการณ์ลักพาตัวนักท่องเที่ยวชาวจีน, 4) ความเชื่อมั่นของตลาดในหุ้นขนาดเล็กที่แย่งลงจากความกังวลเรื่องการจำหน่ายหุ้นและการถูกบังคับขายของบางบริษัท และ 5) การปรับตัวลงของราคาหุ้น DELTA หลังมีแผนออกหุ้นกู้แปลงสภาพ (Exchangeable Bond)

▶ มองความเชื่อมั่นจะเริ่มฟื้นตัว หลังแรงขายชะลอและภาพใหญ่ที่ปรับตัวดีขึ้น

มองไปข้างหน้าเราเชื่อว่าตลาดยังคงมีความผันผวนจากความกังวลในประเด็นนโยบายของภาครัฐทั้งในและต่างประเทศ แต่ความเสี่ยงด้านลบอาจเริ่มจำกัดลง โดยเฉพาะเมื่อการไถ่ถอน LTF ได้แตะระดับ 1.6 หมื่นลบ. YTD ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 7 พันลบ. ในเดือนม.ค. ทำให้แรงกดดันจากการขายอาจเริ่มลดลง นอกจากนี้ ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่สูงและค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าซึ่งกดดันตลาดอาจเริ่มลดลง หลังทรัมป์ให้ความสำคัญกับสงครามและการจัดการผู้อพยพก่อนที่จะพิจารณาขึ้นภาษีสินค้านำเข้า อีกทั้งเราคาดว่าอัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ จะกลับมาชะลอตัว และหากมองแนวโน้มเศรษฐกิจไทยยังคงแข็งแกร่ง โดยคาดว่า GDP ของไทยในไตรมาส 4/2567 จะรายงานเร่งตัวขึ้นแตะ 3.7% จาก 3.0% ในไตร



มาส 3/2567

▶ **ภาษีและค่าธรรมเนียมยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญ**

อย่างไรก็ตาม นโยบายการค้าของสหรัฐฯ ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่สุดในการกำหนดทิศทางตลาด ซึ่งมีความไม่แน่นอนสูงและสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตามอารมณ์ของโดนัลด์ ทรัมป์ อดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง หลังจากพิธีสาบานตนเข้ารับตำแหน่งของทรัมป์ มีการลงนามคำสั่งบริหารหลายฉบับ แต่ยังไม่มีความชัดเจนเกี่ยวกับภาษีนำเข้าสินค้าจีน ซึ่งหมายถึงตลาดอาจสามารถลดความกังวลเกี่ยวกับการกลับมาของสงครามการค้าโลกลงได้อย่างน้อยในระยะสั้น นอกจากนี้นโยบายการค้าของทรัมป์แล้ว การปฏิรูปนโยบายภาษีในไทยก็เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงสำคัญ แต่ในปัจจุบัน ความเสี่ยงจากการปฏิรูปภาษีไทย (GMT, VAT, CIT และ PIT) เรายังประเมินว่าสุทธิแล้วมีแนวโน้มส่งผลเป็นไปในเชิงบวกมากกว่า

Implication and Recommendation

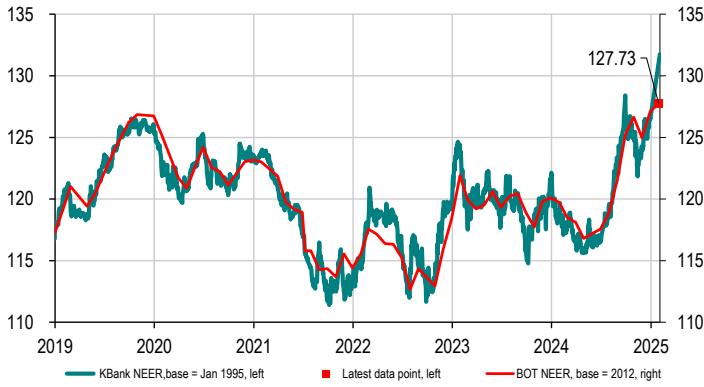
▶ **คงมุมมองระมัดระวัง แต่มองการปรับตัวลงเป็นโอกาสในการทยอยสะสม**

เรายังคงมีมุมมองระมัดระวังต่อการลงทุนในตลาดหุ้นไทย เนื่องจากความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับนโยบายของรัฐบาล อย่างไรก็ตาม การปรับตัวลดลงแรงของดัชนีตั้งแต่ปลายปีที่แล้วมาทำให้เรามองมีความน่าสนใจมากขึ้น และประเมินเป็นโอกาสสำหรับการทยอยสะสมหุ้นได้ เราคงเป้าหมายดัชนี SET ณ สิ้นปี 2568 ไว้ที่ 1,520 จุด โดยอ้างอิงจากประมาณการกำไรต่อหุ้น (EPS) ของตลาดที่ 95 บาท และอัตราส่วน PE ระยะยาวที่ 16 เท่า เราแนะนำหุ้นเด่นสำหรับการลงทุนในพอร์ตเดือนนี้ ได้แก่ KKP, CRC, BCH, BA และ BBIK

ดัชนีเศรษฐกิจ

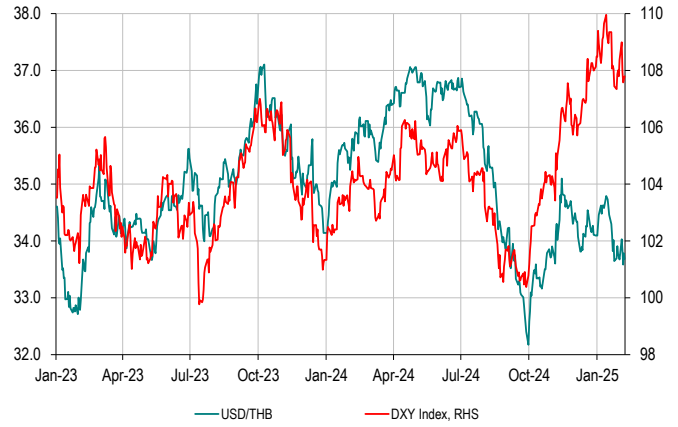
กุมภาพันธ์ 2025

Bank THB NEER Index



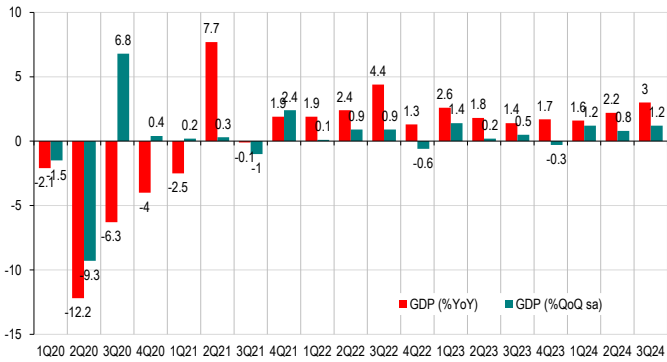
Source: Bloomberg, KBank

USD/THB vs DXY Index



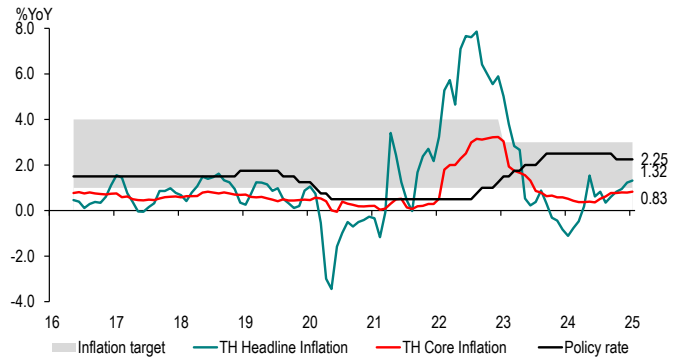
Source: Bloomberg, KBank

Thailand's GDP



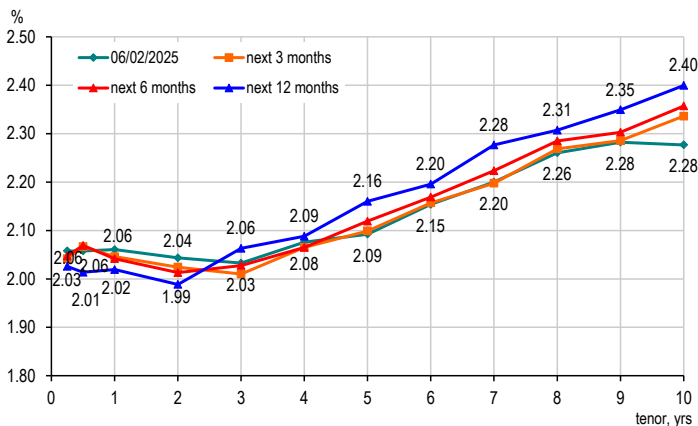
Source: NESDC, KBank

Thai inflation parameters



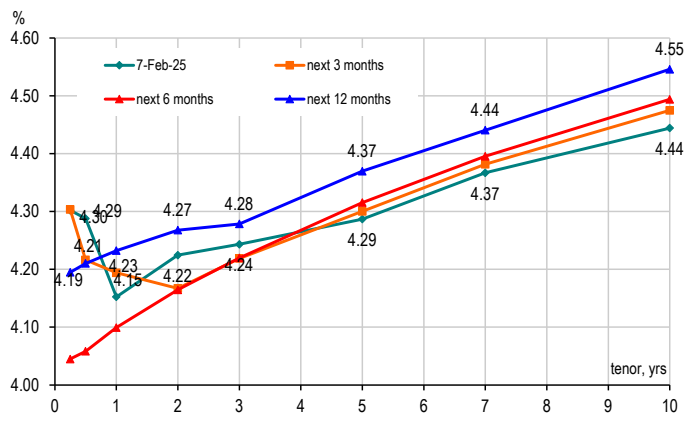
Source: Bloomberg, KBank

Implied forward curve: TGBs



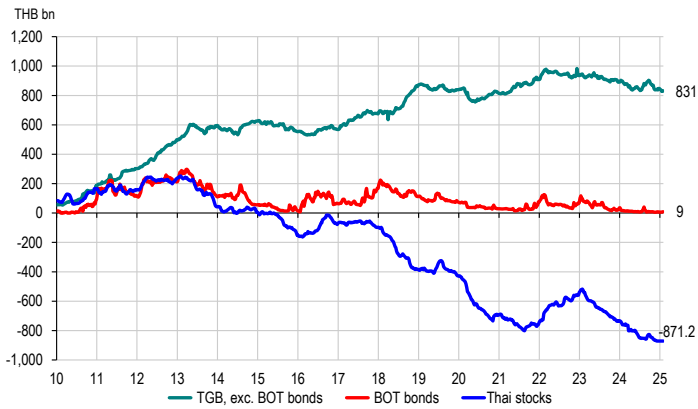
Source: Bloomberg, KBank

Implied forward curve: USTs



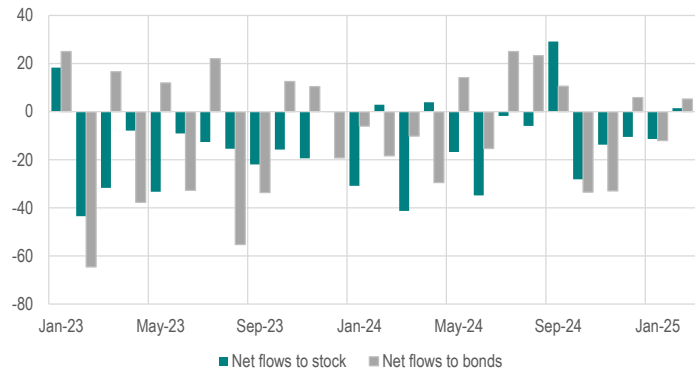
Source: Bloomberg, KBank

Foreign holding of Thai fixed income and stock



Source: Bloomberg, ThaiBMA, KBank

Foreign net buy/sell in Thai markets (THB billion)



Source: Bloomberg, KBank

**Disclaimer**

“This document is intended to provide material information relating to investment or product in discussion and for reference during a discussion, presentation or seminar only. It does not represent or constitute an advice, offer, contract, recommendation or solicitation and should not be relied on as such. In preparation of this document, KASIKORNBANK Public Company Limited (“KBank”) has made several crucial assumptions and relied heavily on the financial and other information made available from public sources, and thus KBank assumes no responsibility and makes no representations with respect to accuracy and/or completeness of the information described herein. Before making your own independent decision to invest or enter into a transaction, the recipient of the information (the "**Recipient**") shall review information relating to service or products of KBank including economic and market situation and other factors pertaining to the transaction as posted in KBank’s website at URL <http://www.kasikornbankgroup.com> and in other websites including to review all other information, documents prepared by other institutions and consult financial, legal or tax advisors each time. The Recipient understands and acknowledges that the investment or execution of the transaction is the transaction with low liquidity and that KBank shall assume no liability for any loss or damage incurred by the Recipient arising out of such investment or execution of the transaction. Each Recipient including its employee or officer who receives this document or a copy of the document represents and agrees not to reproduce, distribute or provide it in whole or in part to any other person and agrees to keep confidential all information contained therein.

KBank Foreign Exchange Disclosure can be found at <https://www.kasikornbank.com/th/business/derivative-investments/Documents/KASIKORNBANK-Foreign-Exchange-Disclosure.pdf>

In the case of derivative products, where the Recipient provides incomplete or inaccurate information to KBank, KBank may not be capable of delivering information relating to investment or derivative products appropriate to the genuine need of the Recipient. The Recipient also acknowledges and understands that the information so provided by KBank does not represent the expected yield or consideration to be received by the Recipient arising out of the execution of the transaction. Further, the Recipient should be aware that the transaction can be highly risky as the markets are unpredictable and there may be inadequate regulations and safeguards available to the Recipient.

The Recipient acknowledges that there may be a conflict of interest under the KBank’s services, whether directly or indirectly and should further consider the character, risk and investment return of each KBank’s product by reading details from relevant documents provided by KBank.

KBank reserves the rights to amend either in whole or in part of information so provided herein at any time as it deems fit and the Recipient acknowledges and agrees with such amendment. Where there is any inquiry, the Recipient may seek further information from KBank, or in case of making a complaint, the Recipient can contact KBank at (662) 888-8822.”