

KBank Multi Asset Strategies

January 2025



KBank Capital Markets Business

KBank_Capital_Market_Research@kasikornbank.com

KResearch

info.kr@kasikornresearch.com

KSecurities

ks.research@kasikornsecurities.com

จับตาความผันผวนของตลาดในวันสาบานตนของทรัมป์	1
ปัจจัยที่ต้องติดตามในปี 2025	3
ภาพรวมตลาดทุนเดือนธันวาคม 2024	6
แนวโน้มเศรษฐกิจ	13
แนวโน้มตลาดหุ้น	16
ดัชนีเศรษฐกิจ	18

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

Disclaimer: This report must be read with the Disclaimer on page 20 that forms part of it



จับตาความผันผวนของตลาดในวันพิธีสาบานตนรับตำแหน่งของทรัมป์

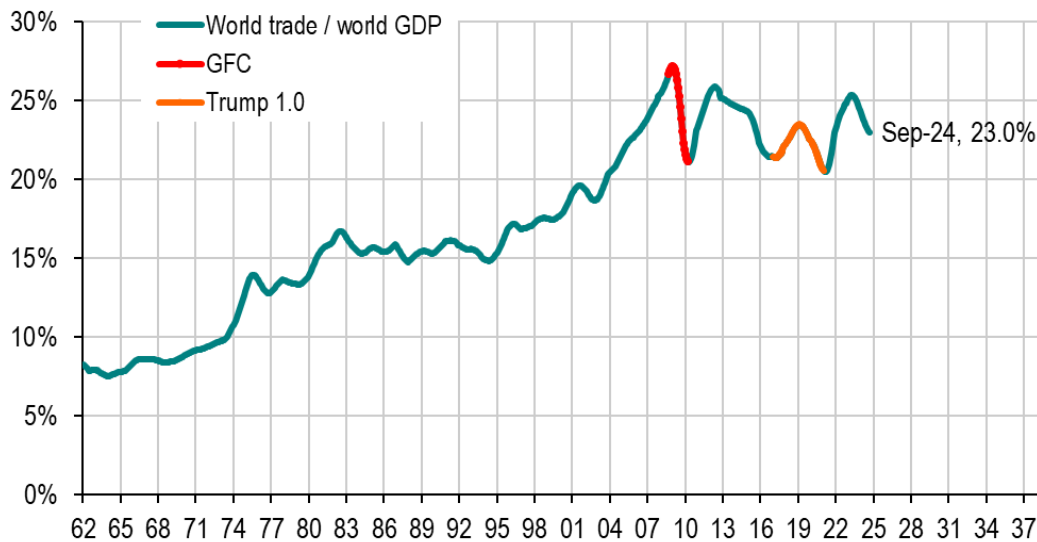
ดร. กอบสิทธิ์ ศิลปชัย, CFA

Kobsidthi.s@kasikornbank.com

วันที่ 20 มกราคม 2025 เป็นวันที่อาจจะถูกจารึกไว้ในประวัติศาสตร์ในฐานะเหตุการณ์สำคัญทั้งทางการเมืองและการเงิน เนื่องจากเป็นวันพิธีสาบานตนรับตำแหน่งของทรัมป์ในสมัยที่ 2 โดยประเด็นสำคัญที่สุดที่ต้องจับตา ได้แก่ 1) นโยบายการเก็บภาษีศุลกากร และ 2) การยุติสงครามรัสเซีย/ยูเครนภายใน 24 ชั่วโมงหลังพิธีสาบานตน โดยทั้งสองประเด็นถือเป็นรูปแบบหนึ่งของความขัดแย้ง ซึ่งปกติแล้วจะไม่ค่อยนำมาสู่ความรุ่งเรืองของเศรษฐกิจและมักจบลงด้วยผลแพ้ชนะ

ตัวอย่างหนึ่งของผลกระทบจากสงคราม คือ มูลค่าการค้าโลกต่อจีดีพีโลกที่ลดลงจาก 23.5% เหลือ 20.6% ในช่วงการดำรงตำแหน่งช่วงท้ายของทรัมป์รอบแรก สะท้อนถึงต้นทุนเสียโอกาสของสงครามการค้าของทรัมป์ในสมัยแรก

รูปที่ 1 มูลค่าการค้าโลกต่อจีดีพี



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

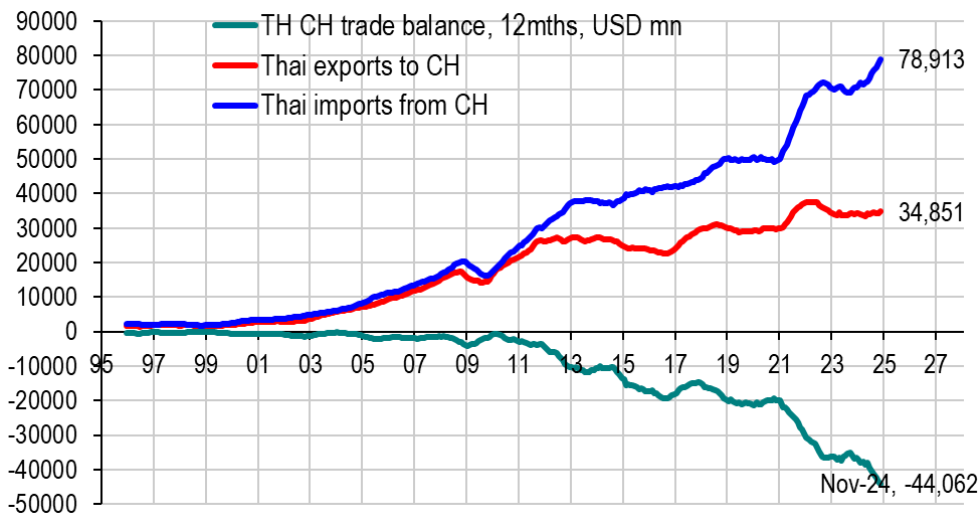
หากทรัมป์บังคับใช้ภาษีศุลกากรตามวาทกรรมในการเลือกตั้งรอบนี้ การส่งออกของจีนไปยังสหรัฐฯ มีแนวโน้มจะทะลักไปยังตลาดอื่นแทน เช่น ในกรณีของประเทศไทยที่เห็นจากการขาดดุลการค้ากับจีนที่เพิ่มขึ้น โดยการขาดดุลการค้าของไทยกับจีนในรอบ 12



เดือนที่ผ่านมา แต่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 44.0 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และหากมองในภาพที่กว้างขึ้น การเกินดุลการค้าของจีนกับเอเชียก็อยู่ในจุดสูงสุดที่ 350.87 พันล้านดอลลาร์สหรัฐเช่นกัน

สำหรับการยุติความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน-นาโต แผนดังกล่าวยังไม่ชัดเจนว่าทรัมป์จะเดินไปถึงจุดนั้นอย่างไร อย่างไรก็ตาม การลงมติดังกล่าวอาจทำให้ค่าเงินยูโรมีชีวิตชีวาขึ้นมา หลังจากที่ผ่านมตลาดประเมินว่าการที่ยุโรปเลิกใช้พลังงานจากรัสเซียนั้นจำเป็นต้องให้อีซีปีผ่อนคลายทางการเงินมากกว่าของเฟด และกดดันค่าเงินยูโรอย่างมาก อย่างไรก็ตาม หากดูปัจจัยพื้นฐานของยุโรปแล้วอาจยังไม่เห็นข่าวดีที่ยั่งยืนนัก สะท้อนจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของยูโรโซนยังคงหดตัวนับตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2022 นอกจากนี้ เทคโนโลยียานพาหนะไฟฟ้า (EV) ยังได้สร้างอุปสรรคให้ผู้ผลิตรถยนต์อุตสาหกรรมสำคัญของยุโรป ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเครื่องยนต์สันดาป เรื่องนี้อาจทำให้เรานึกถึงกรณีของโกดัก (Kodak Moments) บริษัทที่ครั้งหนึ่งเคยเป็นบริษัทที่ทรงพลังที่สุดรายหนึ่งของโลก มาวันนี้บริษัทกลับมีมูลค่าในตลาดลดลงมาก เนื่องจากไม่สามารถปรับตัวให้ทันต่อเทคโนโลยีสมัยใหม่ได้

รูปที่ 2 ดุลการค้าไทย-จีน



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย



ปัจจัยที่ต้องติดตามในปี 2025

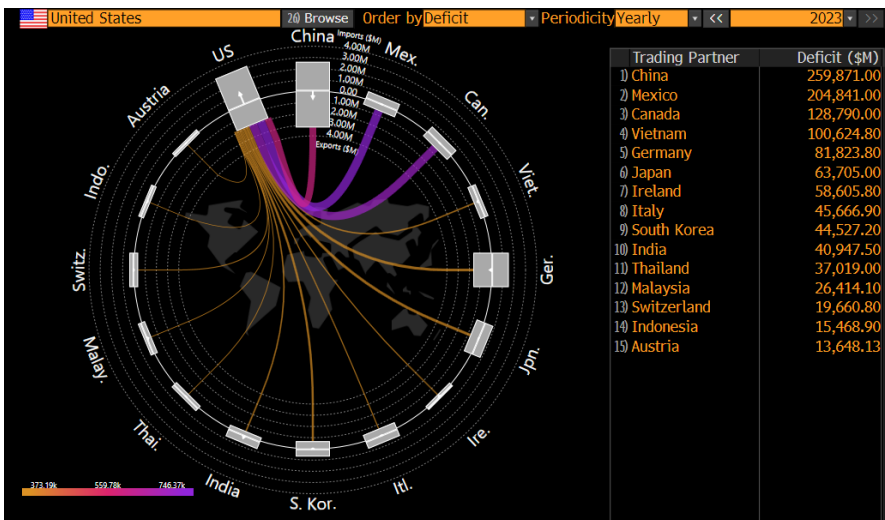
- ปี 2025 เป็นอีกปีแห่งความผันผวนสำหรับตลาดการเงินต่อเนื่องจากปีก่อนหน้า ด้วยตลาดยังคงเต็มไปด้วยปัจจัยแห่งความไม่แน่นอน และต้องจับตามองอย่างใกล้ชิด ทั้งสงครามการค้ารอบ 2 ของทรัมป์ แนวโน้มวงจรถดกเบียซาลง เศรษฐกิจจีน ทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท. และความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์

สวัสดีปีใหม่ 2025! สำหรับในปีนี้ยังคงเป็นอีกปีแห่งความผันผวนสำหรับตลาดการเงินต่อเนื่องจากปีก่อนหน้า ด้วยตลาดยังคงเต็มไปด้วยปัจจัยแห่งความไม่แน่นอน และต้องจับตามองอย่างใกล้ชิด ดังนี้

สงครามการค้ารอบ 2 ของทรัมป์

การกลับมาเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในวาระที่ 2 ครั้งนี้ แน่หน่ว่นโยบายหลายอย่างวนกลับมาเช่นกัน แต่สิ่งที่เป็นกังวลต่อตลาดการเงินมากที่สุด คือ นโยบายขึ้นภาษีสินค้านำเข้าของทรัมป์ ที่อาจเรียกได้ว่าเป็นสงครามการค้ารอบที่ 2 โดยมีเป้าหมายหลักที่จีน แคนาดา เม็กซิโก ซึ่งเป็นคู่ค้าสำคัญของสหรัฐฯ และสหรัฐฯ มีการขาดดุลการค้ามากที่สุด (รูปที่ 1) และสงครามการค้าครั้งนี้มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อภาพรวมการค้าโลกดังเช่นที่เคยเกิดขึ้นมาแล้ว

รูปที่ 1 ประเทศที่สหรัฐฯ ขาดดุลการค้ามากที่สุดในปี 2023



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย



แนวโน้มวงจรถดดอกเบี้ยขาลง

ด้านนโยบายการเงินทั่วโลก แม้จะมีแนวโน้มเป็นขาลง เป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจโลกในปี นี้ อย่างไรก็ตาม การลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางต่างๆ ยังไม่แน่นอนว่าจะมากน้อย เพียงใด หลังธนาคารกลางใหญ่อย่างเฟด ส่งสัญญาณไม่รีบร้อนลดดอกเบี้ย อีกทั้ง Dot Plot ยังระบุถึงการลดดอกเบี้ยเพียง 2 ครั้งเท่านั้น จากการประชุมทั้งหมด 8 ครั้งในปี นี้ ทำให้เศรษฐกิจโลกที่มีความหวังว่าจะเร่งขึ้นมาได้ อาจต้องเผชิญกับดอกเบี้ยที่ยังอยู่ใน ระดับสูงอีกระยะ

รูปที่ 2 คาดการณ์ตลาดต่อการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางทั่วโลก

Country	Policy rate				Inflation		
	Spot rate (%)	2023 (%)	2024 (%)	2025F (%)	2023	2024F	2025F
US	4.50	5.50	4.50	3.75	4.13	2.90	2.50
Canada	3.25	5.00	3.25	2.50	7.38	2.40	2.10
EZ	3.00	4.00	3.00	1.85	5.47	2.40	2.00
UK	4.75	5.25	4.75	3.70	7.38	2.50	2.50
Switzerland	0.50	1.75	0.50	0.25	2.20	1.10	0.70
Japan	0.25	-0.10	0.25	0.80	3.25	2.60	2.10
Australia	4.35	4.35	4.35	3.55	5.63	3.20	2.80
China	2.00	1.80	1.50		0.24	0.30	0.90
India	6.50	6.50	6.50	5.75	5.66	4.80	4.80
Korea	3.00	3.50	3.00	2.30	3.62	2.30	2.00
Malaysia	3.00	3.00	3.00	3.05	2.50	1.90	2.50
Philippines	5.75	6.50	5.75	5.00	6.00	3.20	2.90
Thailand	2.25	1.25	2.25	1.95	1.25	0.50	1.20
Vietnam	4.50	4.50	4.50	4.45	3.26	3.70	3.50
Indonesia	6.00	6.00	6.00	5.25	3.75	2.30	2.50

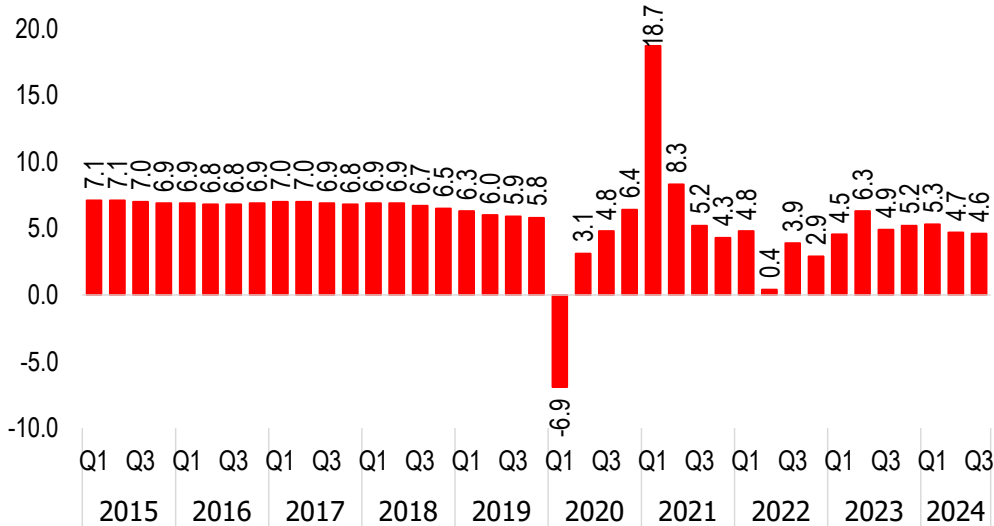
ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

เมฆหมอกที่ปกคลุมเศรษฐกิจจีน

เศรษฐกิจจีนนับเป็นเศรษฐกิจที่ใหญ่เป็นอันดับที่ 2 ของโลก และอันดับที่ 1 ของเอเชีย ด้วยวิกฤตอสังหาริมทรัพย์ที่ลากยาวมาตั้งแต่ปี 2020 ทำให้ตลาดกังวลอย่างมากต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีนที่ยังดูไม่ชัดเจนมากนัก ในขณะที่จีดีพีจีนชะลอลงเข้าสู่ระดับ ใหม่ (New normal) ที่ราว 5% จากเดิมที่เคยมีการเติบโตสูงถึงราว 7% อีกทั้งในปี นี้ จีน ยังมีแนวโน้มเผชิญสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่จะกดดันการส่งออก ซึ่งเป็นภาคส่วน สำคัญที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจจีนในปัจจุบันอีกด้วย



รูปที่ 3 จีดีพีจีน



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

ทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของ ธปท.

ท่ามกลางแนวโน้มดอกเบี้ยขาลงทั่วโลก ธปท. ยังไม่ได้ระบุว่าไทยเข้าสู่วงจรผ่อนคลายนโยบายการเงิน (Easing cycle) ด้วยหรือไม่ แต่ ธปท. ได้มีการลดดอกเบี้ยไปแล้ว 1 ครั้ง ในเดือนตุลาคม 2024 จาก 2.50% เป็น 2.25% ทั้งนี้ ต้องติดตามท่าทีของ ธปท. สำหรับนโยบายการเงินในระยะถัดไปอย่างใกล้ชิด นอกจากนี้ ในปีนี้ จะมีการแต่งตั้งผู้ว่า ธปท. คนใหม่ เนื่องจาก ดร.เศรษฐพุฒิ สุทธิวาทนฤพุฒิ จะหมดวาระลงในเดือนกันยายนนี้ด้วย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงผู้ว่า ธปท. คนใหม่นี้ จะส่งผลต่อทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของไทยในระยะข้างหน้า

ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์

ความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงดำเนินอยู่อย่างต่อเนื่องในปีนี แม้ทรัมป์จะประกาศว่าหยุดสงครามรัสเซีย-ยูเครนภายใน 24 ชั่วโมงหลังเข้ารับตำแหน่ง แต่รัสเซียได้ประกาศการหยุดก๊าซของแก๊สพรอม (Gazprom) ผ่านยูเครนตามสัญญาที่สิ้นสุดลงในปีที่แล้ว ยังคงส่งสัญญาณถึงความน่าเป็นกังวล และยังมีสงครามในตะวันออกกลางที่ต้องจับตามองอย่างใกล้ชิด หลังความวุ่นวายเริ่มแพร่กระจายในหลายประเทศ ทั้งอิสราเอล ปาเลสไตน์ อิหร่าน ซีเรีย และเลบานอนด้วย



ภาพรวมตลาดทุนเดือนธันวาคม 2024

ดร.กอบสิทธิ์ ศิลปชัย, CFA

kobsidthi.s@kasikornbank.com

ซาร่า ผลพิบูลย์

Sarah.p@kasikornbank.com

- ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง 1.9% ในเดือนธันวาคม ทะลุระดับ 108 สูงสุดในรอบกว่า 2 ปี และปิดปี 2024 แข็งค่าขึ้นกว่า 6% มากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2015 นับเป็นสกุลเงินที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด ท่ามกลางคาดการณ์เฟดจะลดดอกเบี้ยช้าลง ประกอบกับความกังวลต่อนโยบายของโดนัลด์ ทรัมป์ ด้านสกุลเงินหลักอื่น ๆ ส่วนใหญ่อ่อนค่าในเดือนธันวาคม รวมถึงทั้งปี 2024 โดยมีค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นในเดือนธันวาคมและปิดปี 2024 ที่ 34.095 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ใกล้เคียงคาดการณ์ของห้องค้ากสิกรไทยที่ 34.50
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของประเทศหลักส่วนใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนธันวาคมและทั้งปี 2024 โดยเฉพาะสหรัฐฯ แม้เฟดจะขยับดอกเบี้ยลงจากระดับสูงสุดในรอบกว่า 2 ปีก็ตาม ส่วนหนึ่งจากปัจจัยเฉพาะจากการตอบรับชัยชนะของโดนัลด์ ทรัมป์ สำหรับตลาดพันธบัตรไทย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ปิดลดลงเล็กน้อย 2bps ในเดือนธันวาคม และทั้งปี 2024 ลดลง 39bps ส่วนหนึ่งจากคาดการณ์ลดดอกเบี้ยของ ธปท.

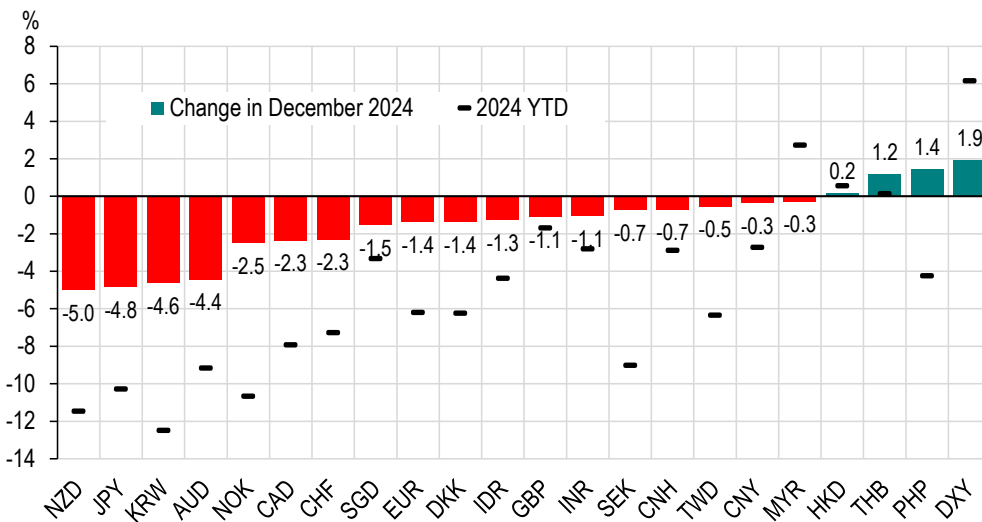
ตลาดอัตราแลกเปลี่ยน

ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง 1.9% ในเดือนธันวาคม ทะลุระดับ 108 สูงสุดนับตั้งแต่เดือนพฤศจิกายน 2022 และปิดปี 2024 แข็งค่าขึ้นกว่า 6% มากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2015 นับเป็นสกุลเงินที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงที่สุด ท่ามกลางคาดการณ์เฟดจะลดดอกเบี้ยช้าลง โดยตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยรวมยังคงแข็งแกร่ง อาทิ การจ้างงานนอกภาคเกษตรเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด ยอดค้าปลีกขยายตัวสูงกว่าคาด และดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการปรับตัวขึ้นสูงสุดในรอบ 3 ปี สูงกว่าคาด เป็นต้น ประกอบกับความกังวลต่อนโยบายของโดนัลด์ ทรัมป์ทั้งการลดภาษีเงินได้และการขึ้นภาษีนำเข้า ซึ่งประเมินจะสร้างแรงกดดันต่อเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ขณะที่เฟดลดดอกเบี้ยลง



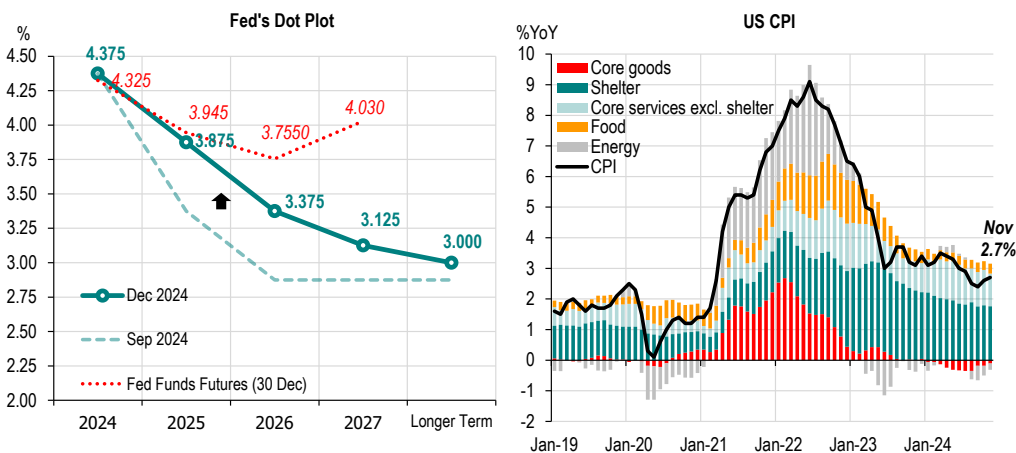
25bps สู่ระดับ 4.25-4.50% ตามคาด ในการประชุมวันที่ 17-18 ธันวาคม 2024 และนับเป็นการลดดอกเบี้ยลงรวม 100bps ในปี 2024 แต่เฟดส่งสัญญาณการลดในปี 2025 ที่จะช้าลง โดย Dot plot (รูปที่ 2) ชี้เฟดจะลดดอกเบี้ยเพียง 2 ครั้ง (รวม 50bps) ลดลงจากเดือนกันยายนที่คาดว่าจะลดได้ 4 ครั้ง (รวม 100bps) ท่ามกลางเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มชะลอลงช้ากว่าที่เคยคาด ด้านตลาดการเงินมองเฟดอาจลดดอกเบี้ยได้ไม่ถึง 2 ครั้ง ซึ่งนับเป็นการลดที่น้อยกว่าธนาคารกลางหลักอย่าง บีโออีและอีซีบี (รูปที่ 3)

รูปที่ 1 การเปลี่ยนแปลงของค่าเงินสกุลสำคัญในเดือนธันวาคม และทั้งปี 2024



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

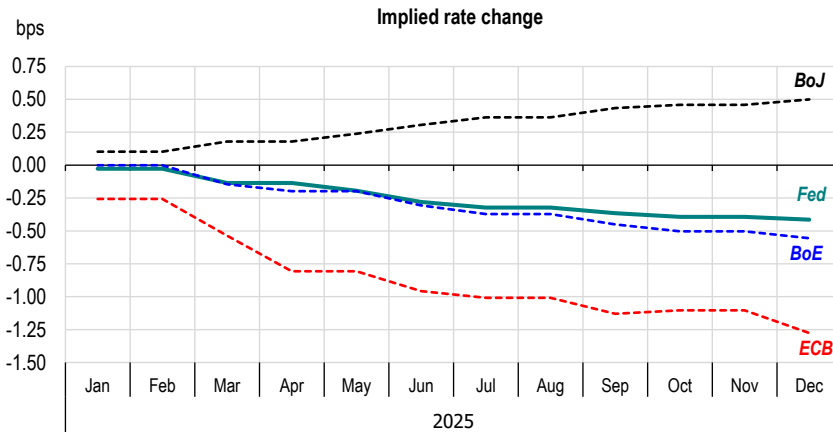
รูปที่ 2 แนวโน้มดอกเบี้ยเฟด และเงินเฟ้อสหรัฐฯ ที่การชะลอเริ่มช้าลง



ที่มา: Bloomberg, Fed และธนาคารกสิกรไทย



รูปที่ 3 คาดการณ์การขยับดอกเบี้ยของธนาคารกลางหลักในปี 2025 โดยตลาดการเงิน
โดยบีไอเจยังคงดำเนินนโยบายสวนทาง



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูล ณ วันที่ 2 มกราคม 2025

ด้านค่าเงินสกุลหลักอื่นๆ ส่วนใหญ่อ่อนค่าในเดือนธันวาคม รวมถึงทั้งปี 2024 ท่ามกลางดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าอย่างมาก โดยเฉพาะเงินวอนเกาหลีที่ทั้งปี 2024 อ่อนค่า -12.5% เทียบดอลลาร์สหรัฐ แยกสุดในบรรดาค่าเงินสกุลหลัก ปิดปีที่ระดับ 1,471.95 วอน/ดอลลาร์สหรัฐ อ่อนค่าสุดตั้งแต่ปี 2009 จากความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยศาลเกาหลีได้ออกหมายจับประธานาธิบดี ยุน ซอก-ยอล กรณีการประกาศกฤษฎีกาการศึกษา ซึ่งสร้างความสับสนวุ่นวายภายในประเทศ นับเป็นประธานาธิบดีคนแรกของเกาหลีใต้ที่ถูกออกหมายจับ นอกจากนี้ เงินวอนได้รับแรงกดดันหลังเกิดโศกนาฏกรรมไถลหลุดรันเวย์ของสายการบิน Jeju Air เมื่อวันที่ 29 ธันวาคม 2024

ด้านเงินเยนอ่อนค่าลงต่อเกือบ -5% เทียบดอลลาร์สหรัฐในเดือนธันวาคม เข้าใกล้ระดับ 158 เยน/ดอลลาร์สหรัฐ อ่อนค่าสุดนับตั้งแต่เดือนกรกฎาคม และทั้งปี 2024 ได้อ่อนค่ากว่า -10% แทบจะอ่อนค่ามากที่สุดในบรรดาค่าเงินสกุลหลัก (รูปที่ 1) โดยในการประชุมวันที่ 19 ธันวาคม 2024 บีไอเจคงดอกเบี้ยที่ 0.25% ตามคาด แต่ได้ส่งสัญญาณไม่รีบร้อนขึ้นดอกเบี้ยและการขึ้นดอกเบี้ยครั้งถัดไปอาจชะลอออกไปเป็นในเดือนมีนาคมหรือเมษายน ล่าช้ากว่าที่ตลาดคาดว่าจะเป็นเดือนมกราคม เนื่องจากบีไอเจต้องการประเมินสถานการณ์ต่างประเทศเพิ่ม โดยเฉพาะนโยบายของสหรัฐฯ และต้องการเห็นทิศทาง การปรับขึ้นของค่าจ้างที่ชัดเจนกว่านี้ หรือรอจนเห็นผลการเจรจาจ้าง Shunto ในช่วงเดือนมีนาคม ขณะที่ตัวเลขเศรษฐกิจญี่ปุ่นโดยรวมสนับสนุนการขึ้นดอกเบี้ย



ส่วนเงินหยวนในประเทศ (CNY) อ่อนค่า -0.3% เทียบดอลลาร์สหรัฐในเดือน ธันวาคม ทะลุระดับ 7.29 หยวน/ดอลลาร์สหรัฐ อ่อนค่าสุดนับตั้งแต่เดือน พฤศจิกายน 2023 และทั้งปี 2024 อ่อนค่า -2.7% โดยตัวเลขเศรษฐกิจจีนยังคง ออกมาผสมผสาน แม้ทางการจะประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อเนื่อง โดยเฉพาะ ยอดค้าปลีกเดือนพฤศจิกายนที่ขยายตัวเพียง 3.0%YoY ต่ำกว่าคาดการณ์มาก สะท้อนการ พ้นตัวที่เปราะบางและความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ยังไม่ฟื้นนัก นอกจากนี้ การปรับจุดยืน ของนโยบายการเงินเป็น ผ่อนคลายปานกลาง ครั้งแรกในรอบ 14 ปีในการประชุม เดือนธันวาคมที่ผ่านมา ก็เป็นอีกแรงกดดันเงินหยวนอ่อนค่า อย่างไรก็ตาม ปัจจัยสำคัญที่ กดดันเงินหยวนในปีที่ผ่านมาและจะยังคงกดดันต่อไปปี 2025 นี้ ยังคงเป็นนโยบาย การค้าสหรัฐ ซึ่งต้องจับตาอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะในช่วง 100 วันแรกหลังโดนัลด์ ทรัมป์ ขึ้นดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีอย่างเป็นทางการในวันที่ 20 มกราคมนี้

ค่าเงินยูโรอ่อนค่าเทียบกับดอลลาร์สหรัฐต่อเนื่องในเดือนธันวาคม และอ่อนค่าลงมากใน ปี 2024 ท่ามกลางนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายน้อยกว่าสหรัฐ โดยเปรียบเทียบ โดยเงิน ยูโรอ่อนค่าลงต่ออีกราว -1.4% ในเดือนธันวาคม และทั้งปี 2024 ได้อ่อนค่ากว่า - 6% โดยนอกเหนือจากนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายน้อยกว่าแล้ว ยังเผชิญแรงกดดันจาก ความไม่แน่นอนทางการเมืองของประเทศหลักอย่างเยอรมนีที่จะมีการเลือกตั้งก่อน กำหนดในเดือนกุมภาพันธ์นี้ และฝรั่งเศสที่ได้มีการเปลี่ยนตัวนายกรัฐมนตรีจากความ ชัดแย้งในเรื่องของงบประมาณ ประกอบความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจจากนโยบายการค้าสหรัฐ

ขณะที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้น 1.2% เทียบดอลลาร์สหรัฐในเดือนธันวาคมที่ผ่านมา แต่ ยังอยู่เหนือ 34 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ โดย กนง. มีมติคงดอกเบี้ยที่ 2.25% ตามคาดใน การประชุมวันที่ 18 ธันวาคม 2024 แต่ด้วยมติที่เป็นเอกฉันท์ ซึ่งนับเป็นครั้งแรกของปี 2024 ขณะที่ส่งสัญญาณไม่รีบลดดอกเบี้ยเพิ่ม เนื่องจากต้องการรักษาขีดความสามารถ ของนโยบายการเงิน (Policy space) เพื่อรองรับความไม่แน่นอนในระยะข้างหน้าที่มีสูงขึ้น โดยเฉพาะจากนโยบายของสหรัฐ นอกจากนี้ เงินบาทได้รับปัจจัยหนุนจากไสร้ซีซีเอ็นของ ฤดูกาลท่องเที่ยว ด้านรัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายช่วงต่อนปี 2025

ทั้งนี้ เงินบาทปิดปี 2024 ที่ระดับ 34.095 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ใกล้เคียงคาดการณ์ ของห้องค้ากสิกรไทยที่ 34.50 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ไม่เปลี่ยนแปลงนักเมื่อเทียบกับ ปี 2023 แต่นับเป็นปีที่เงินบาทเคลื่อนไหวผันผวนจากนโยบายการเงินทั้งในและนอก

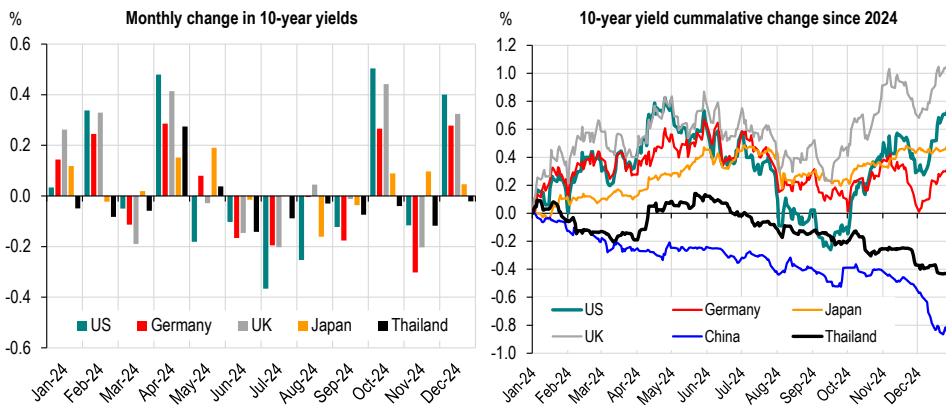


ประเทศ และความกังวลนโยบายการค้าสหรัฐฯ ภายใต้รัฐบาลทรัมป์ ซึ่งห้องค้าฯ ประเมินเงินบาทจะยังคงเผชิญแรงกดดันดังกล่าวต่อเนื่องในปี 2025 โดยเมื่อประกอบกับการฟื้นตัวของดุลบัญชีเดินสะพัดไทยที่ล่าช้าแล้ว ทำให้ห้องค้าฯ คาดการณ์ค่าเงินบาท ณ สิ้นปี 2025 ที่ 35.50 บาท/ดอลลาร์สหรัฐฯ

ตลาดพันธบัตร

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของประเทศหลักส่วนใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนธันวาคมและทั้งปี 2024 โดยเฉพาะสหรัฐฯ ท่ามกลางความกังวลนโยบายของทรัมป์ และการลดดอกเบี้ยของเฟดที่จะช้าลงต่อจากนี้ ขณะที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังแข็งแกร่ง ส่วนอังกฤษและยุโรป ปรับขึ้นจากประเด็นทางการเมือง และญี่ปุ่นปรับขึ้นจากคาดการณ์ปีโอเจจะต้องขยับดอกเบี้ยขึ้นต่อในไม่ช้า ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรจีนปรับลดลงทำจุดต่ำสุดเป็นประวัติการณ์จากการประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่อเนื่อง ซึ่งรวมถึงการออกพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มเติมในปี 2025 ทั้งของรัฐบาลท้องถิ่นและรัฐบาลกลาง รวมถึงการปรับจุดยืนนโยบายการเงินในรอบ 14 ปี เป็น ผ่อนคลายปานกลาง ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยปรับลดลงตามแนวโน้มการลดดอกเบี้ยของ ธปท. ท่ามกลางเศรษฐกิจไทยที่ยังเปราะบาง

รูปที่ 4 การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลประเทศหลัก



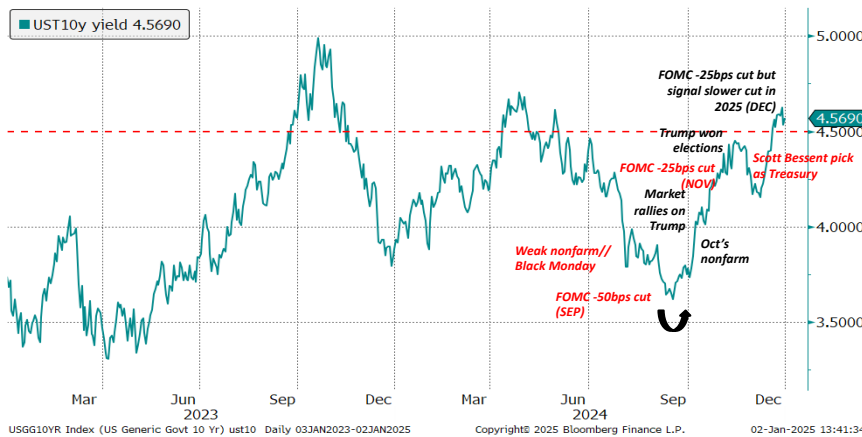
ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 10 ปีเพิ่มขึ้น 40bps ในเดือนธันวาคม และปิดปีที่ระดับ 4.57% นับเป็นการเพิ่มขึ้นถึง 56bps สำหรับปี 2024 แม้เฟดจะขยับดอกเบี้ยลงจากระดับสูงสุดในรอบกว่า 2 ปีถึง 100bps ก็ตาม ปัจจัยสำคัญคือตัวเลข



เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่โดยรวมยังแข็งแกร่ง แม้จะมีสัญญาณแผ่วลงในบางหมวด ขณะเดียวกัน การชะลอตัวของเงินเฟ้อก็ดูจะช้าลง ทำให้การลดดอกเบี้ยของเฟดมีแนวโน้มที่จะดำเนินอย่างค่อยเป็นไปเท่านั้น ซึ่งในการประชุมเฟดครั้งล่าสุดในเดือนธันวาคมที่ผ่านมาได้บ่งชี้เช่นนั้น โดยเฟดมองปี 2025 จะลดดอกเบี้ยลงเพียง 2 ครั้ง ขณะที่ตลาดการเงินมองว่า อาจลดได้น้อยกว่านั้นด้วยซ้ำ นอกจากนี้ ในปี 2024 ยังมีปัจจัยเฉพาะจากตอปรับซัพพอร์ตของโดนัลด์ ทรัมป์ (Trump trade) ที่ประเมินว่านโยบายต่างๆ จะนำไปสู่กิจกรรมเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่แข็งแกร่งขึ้น และสร้างแรงกดดันเงินเฟ้อ ทั้งยังเพิ่มความเสี่ยงด้านการคลังด้วยนโยบายที่ประเมินว่าจะทำให้สหรัฐฯ ขาดดุลงบประมาณเพิ่มขึ้นถึง 5.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิดต่อไปว่านโยบายต่างๆ ของทรัมป์จะเกิดขึ้นจริงมากน้อยแค่ไหนและรวดเร็วเพียงใด โดย**ห้องค้ำกสิกรไทยประเมินอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ มีแนวโน้มผันผวนในขาลงในปี 2025 จากการลดดอกเบี้ยต่อเนื่องของเฟด โดยคาดการณ์อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปีและ 10 ปี ณ สิ้นปี 2025 ที่ 3.75% และ 4.25%**

รูปที่ 5 การเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย; ข้อมูล ณ วันที่ 2 มกราคม 2025

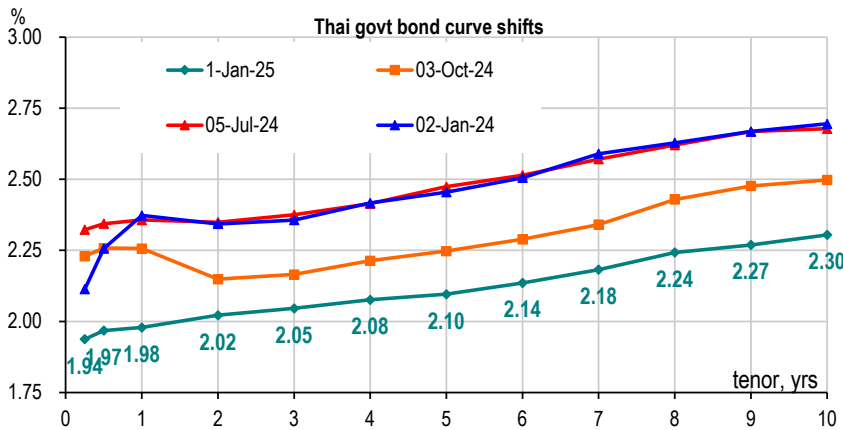
สำหรับตลาดพันธบัตรไทย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ปิดลดลงเล็กน้อยเกือบ 2bps ในเดือนธันวาคม โดยอัตราผลตอบแทนได้ปรับลดลงในช่วงครึ่งแรกของเดือนแต่ละระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2022 ที่ 2.27% ท่ามกลางคาดการณ์ว่า กนง. อาจขยับดอกเบี้ยลงต่อเนื่องในการประชุมวันที่ 19 ธันวาคมที่ผ่านมา หรืออย่างน้อยก็ส่งสัญญาณที่ผ่อนคลาย ก่อนที่อัตราผลตอบแทนจะทยอยปรับเพิ่มขึ้นและปิดปีที่ 2.30% ส่วนหนึ่งจากที่ กนง. ตัดสินใจคงดอกเบี้ยที่ 2.25% ด้วยมติเอกฉันท์และส่งสัญญาณไม่รีบ



ลดดอกเบี้ย เนื่องจากต้องการเก็บกระสุนไว้ก่อน ซึ่งทำให้ตลาดมองว่า กนง. อาจลดดอกเบี้ยไม่ถึง 2 ครั้งในปี 2025 อย่างที่เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้ ประกอบกับที่รัฐบาลประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมสำหรับต้นปี 2025 ทำให้ตลาดมองการลดดอกเบี้ยเพิ่มอาจยังไม่เกิดขึ้นจนครึ่งหลังของปี 2025

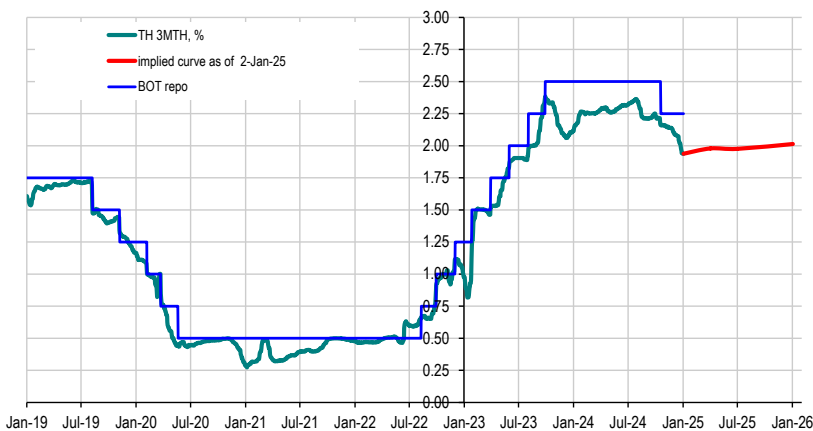
ทั้งนี้ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยปรับลดลงสุทธิ 39bps สำหรับปี 2024 ซึ่ง**ห้องค้ากสิกรไทยประเมินอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยจะปรับลดลงต่อในปี 2025 โดยคาดพันธบัตรอายุ 2 ปีและ 10 ปีที่ 1.75% และ 2.10% ตามลำดับ ณ ลิ้นปี**

รูปที่ 6 การเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย

รูปที่ 7 คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยของไทย



ที่มา: Bloomberg และธนาคารกสิกรไทย



Economic monitor

ภาวะเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลก

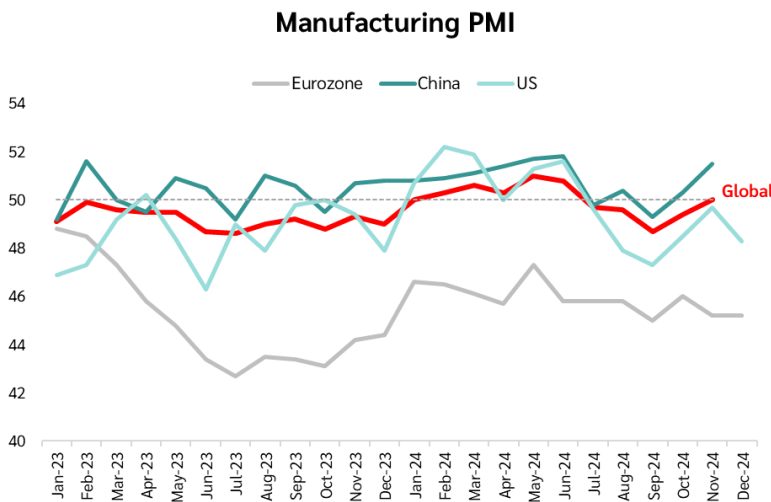
Macro Department, KResearch

info.kr@kasikornresearch.com

เศรษฐกิจโลก

- ▶ ในปี 2025 เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มเติบโตอย่างชะงักงัน ท่ามกลางความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายเศรษฐกิจของสหรัฐฯ

รูปที่ 1 ภาคการผลิตทั่วโลกยังซบเซา แม้เริ่มเห็นการฟื้นตัวเล็กน้อยในช่วงที่ผ่านมา



Source: CEIC, S&P global

- เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังแสดงความแข็งแกร่ง แต่มีแนวโน้มชะลุดี้อย่างค่อยเป็นค่อยไปสู่ภาวะ soft landing ได้ โดยอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ คาดว่าจะลดลงอย่างช้าๆ ท่ามกลางความเสี่ยงจากนโยบายภาษีและนโยบายคุมเข้มผู้อพยพของสหรัฐฯ ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นภายใต้การบริหารงานของประธานาธิบดีทรัมป์
- เศรษฐกิจยูโรโซนยังมีแนวโน้มอ่อนแอเนื่องจากภาคการผลิตที่ซบเซา ความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ยังมีอยู่ และความตึงเครียดทางการค้ากับสหรัฐฯ ที่อาจเกิดขึ้น
- เศรษฐกิจจีนมีแนวโน้มเติบโตชะลอลงที่ 4.6% ในปี 2025 แม้การผ่อนคลายมาตรการทางการคลังและการเงินอาจช่วยหนุนการบริโภค และการลงทุน

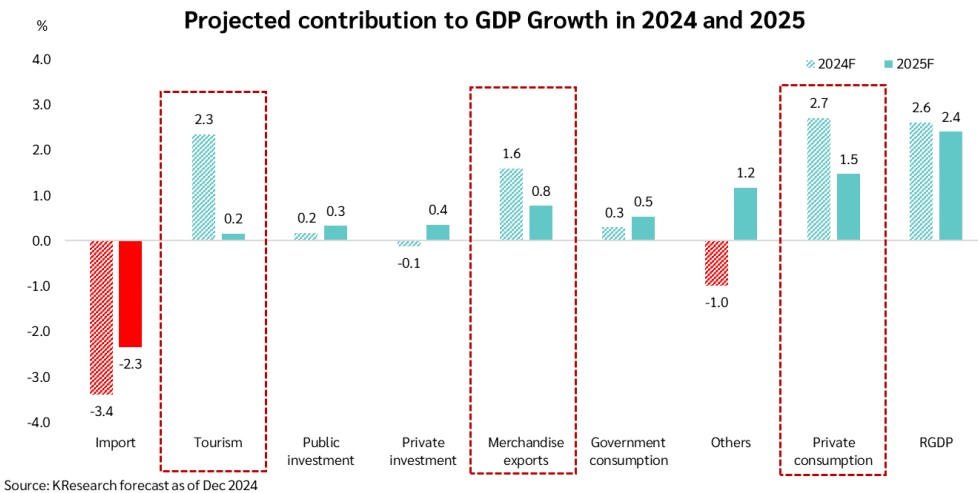


ภายในประเทศได้ในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ภาคอสังหาริมทรัพย์จะยังเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจจีนอย่างต่อเนื่อง ขณะที่การส่งออกจีนมีแนวโน้มเติบโตชะลอลงเนื่องจากได้รับผลกระทบจากสงครามการค้ารอบใหม่

เศรษฐกิจไทย

- ▶ ศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดว่าในปี 2025 เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวชะลอลงที่ 2.4% จากแรงส่งของการท่องเที่ยว การบริโภค และการส่งออกที่อ่อนแอลง ขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐจากการเบิกจ่ายงบประมาณที่มีเสถียรภาพ จะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักของเศรษฐกิจไทยในปี 2025

รูปที่ 2 การบริโภคภาคเอกชน การท่องเที่ยว และการส่งออก คาดว่าจะสูญเสียโมเมนตัมในปี 2025



- ▶ การส่งออกไทยในปี 2024 มีแนวโน้มขยายตัวได้สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ที่ 4.5% ขณะที่ในปี 2025 การส่งออกไทยคาดว่าจะขยายตัวชะลอลงที่ 2.5% จากปัจจัยลบ ได้แก่ 1) สงครามการค้ารอบใหม่ และ 2) โครงสร้างการส่งออกไทยที่ไม่ตอบโจทย์ความต้องการของตลาดโลก
- ▶ ภาคการผลิตไทยยังมีแนวโน้มซบเซาเนื่องจากปัญหาเชิงโครงสร้าง โดยภาคการผลิตของไทยมีบทบาทต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศลดลง ซึ่งปัจจัยจุดรั้งหลักมาจากการผลิตภาคยานยนต์ นอกจากนี้ ภาคการผลิตไทยยังเผชิญกับการแข่งขันที่สูงขึ้นจากสินค้าจีน



- ▶ การลงทุนภาครัฐในปี 2025 คาดว่าจะเติบโตสูงขึ้นเนื่องจากการเบิกจ่ายงบประมาณที่มีเสถียรภาพ โดยในปีงบประมาณ 2025 มีการจัดทำงบลงทุนเพิ่มขึ้นประมาณ 12% YoY ขณะที่การเบิกจ่ายงบลงทุนในช่วง 3 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2025 เพิ่มขึ้นราวสองเท่าจากปีก่อน
- ▶ มาตรการกระตุ้นการบริโภคเพิ่มเติมจากทางภาครัฐคาดว่าจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายได้ในระยะสั้น ได้แก่ มาตรการแจกเงิน 10,000 บาท และมาตรการลดหย่อนภาษี (Easy E-receipt 2.0) อย่างไรก็ดี หนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงจะยังเป็นปัจจัยกดดันต่อการบริโภคในภาพรวมและนำไปสู่การชะลอตัว
- ▶ ขณะที่การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำทั่วประเทศในปี 2025 คาดว่าจะทำให้ต้นทุนแรงงานของภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยไม่ต่ำกว่า 2% โดยอุตสาหกรรมที่ต้องพึ่งพาแรงงานทักษะต่ำ เช่น เกษตรกรรม การก่อสร้าง การโรงแรมและร้านอาหาร ค่าปลีกและภาคการผลิต มีแนวโน้มเผชิญกับผลกระทบมากที่สุด ซึ่งผลกระทบแต่ละพื้นที่จะแตกต่างกันไป ขณะที่ผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อในภาพรวมคาดว่าจะอาจไม่มากนักหรือน้อยกว่า 0.1%



แนวโน้มตลาดหุ้น

ไม่คาดหวังสูงเกินไป ไม่ผิดหวังในปี 2024

Ratasak Piriyanont

Ratasak.p@kasikornsecurities.com

- เราเชื่อว่าสงครามการค้าอาจไม่เกิดขึ้นเร็วหลังทรัมป์ขึ้นรับตำแหน่งและอาจไม่ได้ทำให้เงินเฟ้อพุ่ง อัตราดอกเบี้ยสูง และดอลลาร์แข็งค่าอย่างที่กลัวกัน
- อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองบวกแบบระมัดระวัง เนื่องจากความไม่แน่นอนยังมีค่อนข้างสูงและ upside การประเมินมูลค่าของ SET มีไม่มากนัก
- เราแนะนำกลยุทธ์การลงทุนแบบเน้นหุ้นที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยภายในประเทศเป็นหลัก ได้แก่ TASC0 CPALL OSP TIDLOR และ PR9

Investment highlights

- **ตลาดเผชิญความผันผวนสูงและให้ผลตอบแทนเป็นบวกเล็กน้อยในปี 2567**
⇒ SET Index ผันผวนหนักในปี 2567 เริ่มจากเปิดต้นปีที่ 1,415 จุด ก่อนจะร่วงลงมาแตะระดับต่ำสุดที่ 1,273 จุดในช่วงเดือน ส.ค. จากความกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ช้าและประเด็นปัญหาทางการเมืองในประเทศ แต่ SET Index สามารถพลิกฟื้นตัวขึ้นได้ หลังการเปลี่ยนผ่านเร็วของนายกรัฐมนตรีคนใหม่ของไทย ประกอบกับแรงหนุนทางตัวเลขเศรษฐกิจที่เริ่มกลับมาฟื้นตัวขึ้นกับสภาพคล่องที่เข้ามาช่วยหนุนจากกองทุนอายุภาคฯ โดย SET Index ปรับตัวขึ้นเล็กน้อยที่ 2.2% YTD ต่ำกว่า ดัชนี MSCI ACWI ที่ 17.5% YTD
- **มองเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวต่อในอัตราเร่งขึ้นในปี 2568**
⇒ หากมองไปปี 2568 การขยายตัวของเศรษฐกิจโลกคาดว่าจะทรงตัวอยู่ที่ราว 3% ขณะที่เศรษฐกิจไทยคาดว่าจะขยายตัวในอัตราเร่งขึ้นที่ 3% ในปี 2568 เพิ่มขึ้นจากการคาดการณ์ที่ 2.6% ในปี 2567 การฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศมองจะเป็นปัจจัยหลักขับเคลื่อนเศรษฐกิจในปี 2568 ขณะที่ด้านการส่งออกยังมองเบื้องต้นว่าจะสามารถขยายตัวได้ตามอุปสงค์โลก แต่มีความเสี่ยงเชิงลบจากความไม่แน่นอนของนโยบายการค้าของ โดนัลด์ ทรัมป์ ว่าที่ประธานาธิบดีคนใหม่ของสหรัฐฯ ในขณะที่



แรงกดดันเงินเฟ้อของไทยอาจยังคงอ่อนแอ โดยคาดการณ์ว่าอยู่ที่ราว 1% ในปีหน้า ซึ่งน่าจะช่วยจำกัด downside risk ต่อการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.)

● **ความเสี่ยงจากสงครามการค้าและการกลับตัวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตร**

⇒ เราตระหนักดีว่าตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้ารอบใหม่ ซึ่งอาจจุดประกายตัวของเศรษฐกิจโลกและกระตุ้นให้เกิดเงินเฟ้อสูงขึ้น เป็นผลให้อาจนำไปสู่ภาวะอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวในระดับสูงเป็นเวลานาน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์เสี่ยงอย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าสงครามการค้ารอบ 2 นี้จะไม่เกิดขึ้นเร็ว และเราประเมินว่าการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจะมีผลกระทบไม่มากต่อแรงกดดันเงินเฟ้อ อีกทั้งเชื่อ โด널ด์ ทรัมป์ อาจหันมาให้ความสำคัญเรื่องค่าเงินหรืออัตราแลกเปลี่ยนมากขึ้นแทน ซึ่งหมายความว่า Fed มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่อในปี 2568 และดอลลาร์สหรัฐฯ อาจแข็งค่าอย่างที่ตลาดกังวล อีกทั้งเราพบว่าการกลับตัวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรหรือ yield curve ที่ติดลบและกลับมาเป็นบวกได้นั้นไม่ได้นำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยเสมอไป และข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นมักให้ผลตอบแทนได้ดี

Implication and Recommendation

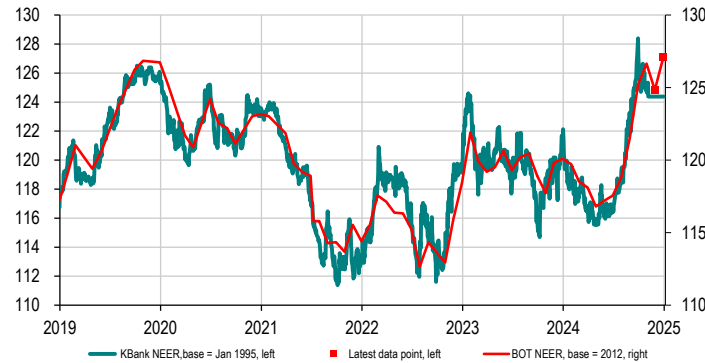
▶ กลยุทธ์การลงทุนผ่านสมรรถนะความกลัว Trumphobia

⇒ เราปรับเป้า SET Index สิ้นปี 2568 ลงจาก 1,610 จุด เป็น 1,520 จุด โดยอิงจากการคาดการณ์ EPS ปี 2568 เซิงอนุรักษ์นิยมมากขึ้นที่ 95 บาท บนการประเมินมูลค่าด้วย PER เฉลี่ยระยะยาวที่ 16 เท่า โดยเรามีมุมมองบวกอย่างระมัดระวัง แม้คาดการณ์เศรษฐกิจและผลประกอบการบริษัทเติบโตได้ดีแต่มาจากฐานที่ต่ำในปี 2567 อีกทั้ง upside ต่อการมูลค่ามีไม่มาก ท่ามกลางความเสี่ยงด้านนโยบายของสหรัฐฯ เราจึงแนะนำใช้กลยุทธ์การลงทุนด้วยความระมัดระวัง โดยเน้นหุ้นที่มีอึดความเกี่ยวเนื่องกับประเด็นในประเทศเป็นหลักสำหรับพอร์ตการลงทุน ได้แก่ TASCOPALL OSP TIDLOR และ PR9



มกราคม 2025

KBank THB NEER Index



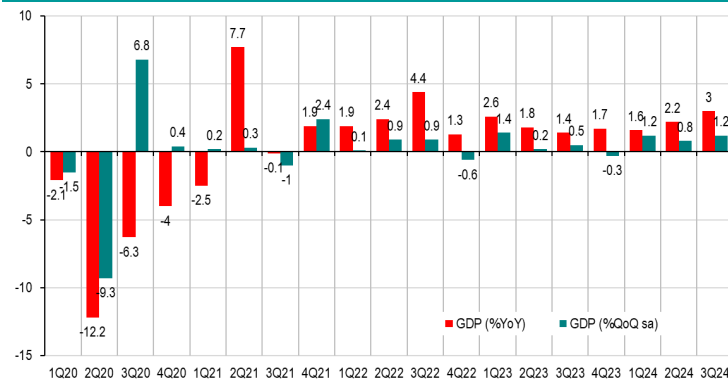
Source: Bloomberg, KBank

USD/THB vs DXY Index



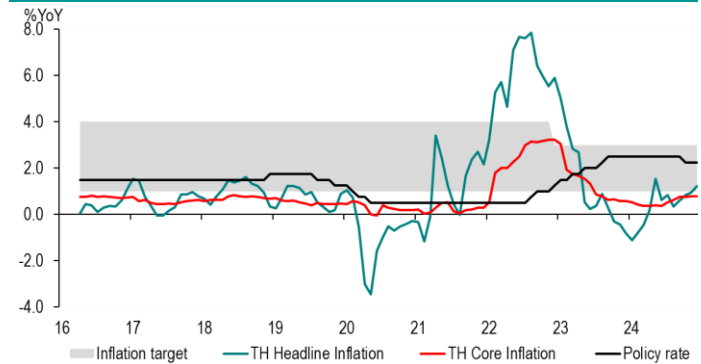
Source: Bloomberg, KBank

Thailand's GDP



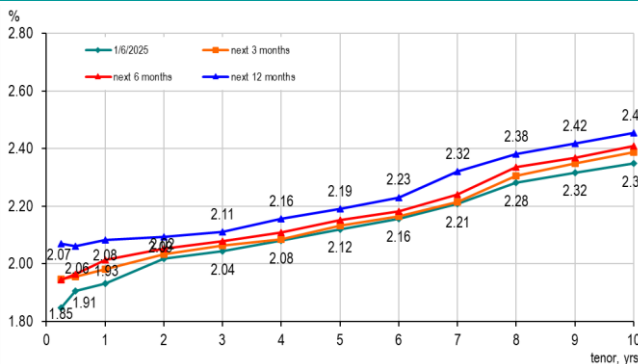
Source: NESDC, KBank

Thai inflation parameters



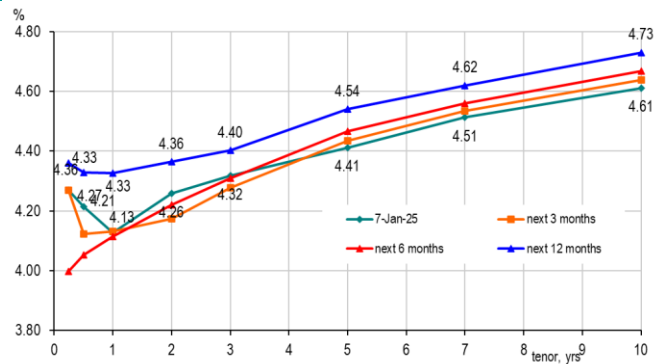
Source: Bloomberg, KBank

Implied forward curve: TGBs



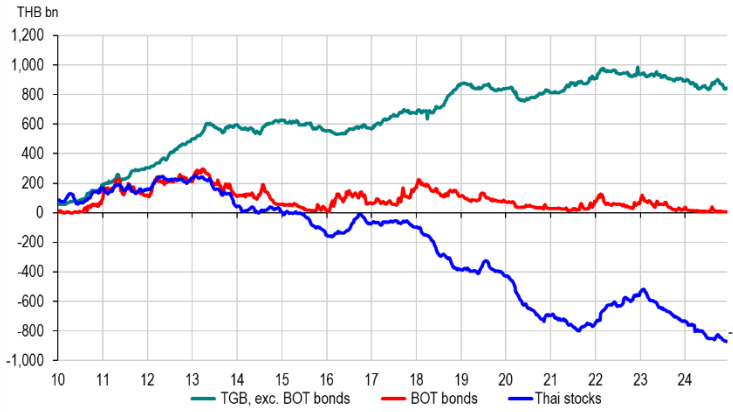
Source: Bloomberg, KBank

Implied forward curve: USTs



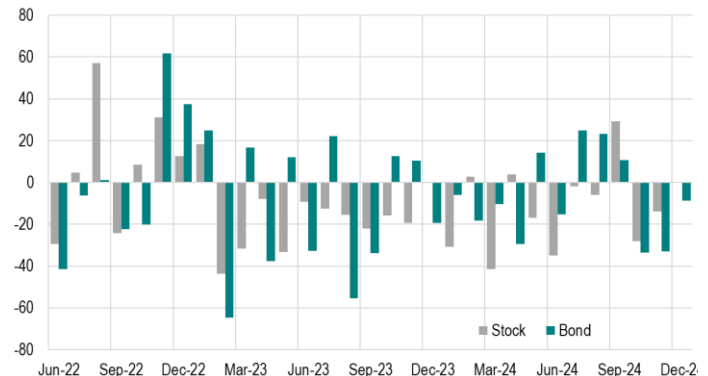
Source: Bloomberg, KBank

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, presentation or seminar only. It does not represent or constitute an advice, offer, recommendation or solicitation by KBank and should not be relied on as such. In preparation of this document, KASIKORNBANK Public Company Limited (“KBank”) has made assumptions on the financial and other information from public sources, and KBank makes no warranty of the accuracy and/or completeness of the information described herein.

In the case of derivative products, where the recipient of the information (the "Recipient") provides incomplete or inaccurate information to KBank, KBank may not be capable of delivering information relating to investment or derivative products in conformity with the genuine need of the Recipient. The Recipient also acknowledges and understands that the information provided by KBank does not indicate the expected profit, yield or positive return in the future. Furthermore, the Recipient acknowledges that such investment involves a high degree of risk as the market conditions are unpredictable and there may be inadequate regulations and safeguards for the Recipient.

Before making your own independent decision to invest or enter into transaction, the Recipient must review information relating to services or products of KBank including economic and market situation and other factors pertaining to the transaction as posted in KBank’s website at URL <https://www.kasikornbank.com> and/or in other websites including all other information, documents prepared by other institutions and consult with your financial, legal or tax advisors before making any investment decision. The Recipient understands and acknowledges that the investment or transaction hereunder is the low liquidity transaction and KBank shall not be responsible for any loss or damage arising from such investment or any transaction made by the Recipient. The Recipient including its employee, officer or other person who receives information from this document or its copy on the behalf of Recipient, represent and agree not to make any copy, reproduce or distribute any information hereunder whether in whole or in part to any other person and shall keep confidential of all information contained therein. The Recipient acknowledges that there may be conflict of interest under the KBank’s services, whether directly or indirectly and should further consider the character, risk and investment return of each product by reading details from relevant documents provided by KBank and the Recipient shall review KBank Foreign Exchange Disclosure at <https://www.kasikornbank.com/th/business/derivative-investments/Documents/KASIKORNBANK-Foreign-Exchange-Disclosure.pdf>

Where there is any inquiry, the Recipient may seek further information from KBank or in case of making complaint, the Recipient can contact KBank at (662) 888-8822.”