Monthly

June 2025

SCB WEALTH | BlackRock

นโยบายการค้า-การคลัง สหรัฐฯ

โอกาสและความเสี่ยงในการลงทุน

EPS

ECONOMICS AND PORTFOLIO STRATEGY

เอกสารนี้จัดทำขึ้นโดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)


SCB WEALTH | BlackRock.
ASSET CLASS
RETURNS

Asset class returns

SCB WEALTH | BlackRock

Ranking	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD	2013 - 2024 Annualized
1	US Equity 32.4%	Global REITs 22.8%	US Equity 1.4%	Oil 45.0%	EM Equity 37.8%	Gov Bond -0.4%	Oil 34.5%	Gold 25.1%	Oil 55.0%	Oil 6.7%	US Equity 26.3%	Gold 27.2%	Gold 26.6%	US Equity 15.7%
2	DM Equity ex.US 23.3%	US Equity 13.7%	Global REITs 0.6%	HY Bond 14.3%	DM Equity ex.US 25.6%	TIPS -1.5%	US Equity 31.5%	EM Equity 18.7%	Global REITs 32.5%	Gold -0.3%	DM Equity ex.US 18.9%	US Equity 25.0%	DM Equity ex.US 15.9%	DM Equity ex.US 7.0%
3	HY Bond 7.3%	TIPS 4.4%	DM Equity ex.US -0.4%	US Equity 12.0%	US Equity 21.8%	Gold -1.6%	Global REITs 24.5%	US Equity 18.4%	US Equity 28.7%	TIPS -12.6%	HY Bond 14.0%	HY Bond 9.2%	EM Equity 11.6%	Global REITs 6.5%
4	Oil 7.2%	IG Bond 2.9%	TIPS -1.7%	EM Equity 11.6%	Gold 13.5%	IG Bond -3.2%	DM Equity ex.US 22.7%	TIPS 11.5%	DM Equity ex.US 11.8%	HY Bond -12.7%	Gold 13.1%	EM Equity 8.1%	IG Bond 6.4%	Gold 5.0%
5	Global REITs 2.8%	HY Bond 0.0%	HY Bond -2.7%	Gold 8.1%	Oil 12.5%	HY Bond -4.1%	EM Equity 18.9%	IG Bond 10.0%	TIPS 6.0%	DM Equity ex.US -14.0%	Global REITs 11.5%	DM Equity ex.US 4.3%	Gov Bond 6.3%	HY Bond 4.7%
6	IG Bond -0.1%	Gov Bond -0.8%	Gov Bond -3.3%	Global REITs 6.9%	HY Bond 10.4%	US Equity -4.4%	Gold 18.3%	Gov Bond 9.5%	HY Bond 1.0%	IG Bond -17.0%	EM Equity 10.3%	Global REITs 3.9%	HY Bond 5.6%	EM Equity 4.2%
7	EM Equity -2.3%	Gold -1.4%	IG Bond -3.6%	TIPS 4.8%	IG Bond 8.9%	Global REITs -4.8%	HY Bond 12.6%	DM Equity ex.US 8.3%	EM Equity -2.2%	Gov Bond -17.5%	IG Bond 9.2%	TIPS 1.8%	Global REITs 5.5%	Oil 2.4%
8	Gov Bond -4.3%	EM Equity -1.8%	Gold -10.4%	IG Bond 3.7%	Global REITs 8.6%	DM Equity ex.US -13.4%	IG Bond 10.7%	HY Bond 7.0%	IG Bond -3.2%	US Equity -18.1%	Gov Bond 4.2%	IG Bond 0.7%	TIPS 3.9%	TIPS 1.6%
9	TIPS -9.3%	DM Equity ex.US -4.5%	EM Equity -14.6%	Gov Bond 1.7%	Gov Bond 7.3%	EM Equity -14.2%	TIPS 8.8%	Global REITs -8.1%	Gold -3.6%	EM Equity -19.7%	TIPS 3.8%	Oil 0.1%	US Equity 3.1%	IG Bond 1.6%
10	Gold -28.3%	Oil -45.9%	Oil -30.5%	DM Equity ex.US 1.5%	TIPS 3.3%	Oil -24.8%	Gov Bond 5.6%	Oil -20.5%	Gov Bond -6.6%	Global REITs -23.6%	Oil -10.7%	Gov Bond -3.6%	Oil -9.6%	Gov Bond -0.7%

Source: Bloomberg (All data represents in total return), SCB CIO

data as of: 24 Jun 2025

Equity index returns

SCB WEALTH | BlackRock

Ranking	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD	2013 - 2024 Annualized
1	Japan 59.3%	China onshore 55.8%	Japan 11.0%	Thai 23.8%	Vietnam 48.0%	India 4.6%	China onshore 39.2%	Korea 30.8%	Vietnam 35.7%	India 5.7%	Japan 31.0%	China offshore 31.5%	Korea 29.3%	US large 15.7%
2	US small 38.8%	India 32.9%	China onshore 7.2%	US small 21.3%	India 30.3%	Indonesia -2.5%	US large 31.5%	China onshore 29.9%	US large 28.7%	Indonesia 4.1%	US large 26.3%	US large 25.0%	China offshore 22.7%	Japan 15.3%
3	US large 32.4%	Indonesia 22.3%	Vietnam 6.1%	Indonesia 15.3%	China offshore 29.6%	US large -4.4%	US small 25.5%	US small 20.0%	India 25.6%	Thai 3.5%	India 21.3%	Japan 21.3%	Europe 20.3%	India 14.1%
4	Europe 27.0%	Thai 19.1%	Korea 2.4%	Vietnam 14.8%	Europe 26.6%	Thai -8.1%	Europe 25.3%	US large 18.4%	Thai 17.7%	Japan -7.3%	Europe 20.6%	China onshore 18.2%	Vietnam 7.9%	Vietnam 11.6%
5	Vietnam 22.0%	China offshore 15.5%	US large 1.4%	US large 12.0%	China onshore 24.3%	Vietnam -9.3%	Japan 20.7%	Japan 18.3%	Europe 16.7%	China offshore -15.6%	Korea 18.7%	Vietnam 12.1%	India 6.2%	US small 11.0%
6	India 8.1%	US large 13.7%	Europe -1.1%	India 4.4%	US large 21.8%	China offshore -9.9%	China offshore 14.5%	India 16.1%	US small 14.8%	Europe -15.7%	US small 16.9%	US small 11.5%	US large 3.1%	China onshore 8.7%
7	Korea 0.7%	Japan 9.0%	India -3.0%	Korea 3.3%	Korea 21.8%	Japan -10.3%	India 13.5%	Vietnam 14.9%	Indonesia 10.1%	US large -18.1%	Vietnam 12.2%	India 10.1%	China onshore -1.0%	Europe 7.4%
8	Indonesia -1.0%	Vietnam 8.1%	US small -4.4%	Japan 2.4%	Japan 21.3%	US small -11.0%	Korea 7.7%	Europe 7.4%	Japan 6.7%	China onshore -19.8%	Indonesia 6.2%	Europe 2.6%	Indonesia -2.9%	Indonesia 4.7%
9	China offshore -1.5%	US small 4.9%	Thai -11.2%	China offshore 1.5%	Indonesia 20.0%	Europe -14.5%	Vietnam 7.7%	China offshore 0.0%	Korea 3.6%	US small -20.4%	China onshore -9.1%	Thai 2.3%	Japan -3.0%	Thai 3.9%
10	Thai -3.6%	Korea -4.8%	Indonesia -12.1%	Europe -0.6%	Thai 17.3%	Korea -17.3%	Thai 4.3%	Indonesia -5.1%	China onshore -3.5%	Korea -24.9%	China offshore -10.7%	Indonesia -2.7%	US small -1.8%	Korea 2.7%
11	China onshore -5.3%	Europe -5.3%	China offshore -16.9%	China onshore -9.3%	US small 14.6%	China onshore -23.6%	Indonesia 1.7%	Thai -5.2%	China offshore -21.2%	Vietnam -32.8%	Thai -12.7%	Korea -9.6%	Thai -21.8%	China offshore 1.4%

Source: Bloomberg (All data represents in total return *except Korea and VNI are represent in price return), SCB CIO

US large: S&P500/ US small: Russell 2000/ Europe: STOXX Europe 600/ Japan: Nikkei 225/ China onshore: CSI 300/ China offshore: HSCEI/ Thai: SET Index/ India: NSE Nifty 50/ Korea: KOSPI and Vietnam: VN Index

data as of: 24 Jun 2025


SCB WEALTH | BlackRock.
KEY
HIGHLIGHTS

สรุปประเด็นสำคัญประจำเดือน มิ.ย. 2025

SCB WEALTH | BlackRock

1

ความคืบหน้าเจรจาการค้าระหว่างจีน-สหรัฐฯ และ ความเป็นไปได้ในการยกเลิกการบังคับใช้ภาษีที่เกี่ยวกับ IEEPA จะช่วยลดความเสี่ยงของการเก็บภาษีนำเข้าในอัตราที่สูง และ ช่วยลดผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก และเงินเฟ้อของสหรัฐฯ

2

แผนลดภาษีเงินได้และการใช้จ่าย ภายใต้ร่าง OBBBA จะเพิ่มการขาดดุลการคลัง ซึ่งมีแนวโน้มส่งผลดีต่อตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในขณะที่ UST yield โดยเฉพาะตัวยาว มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อ ตามอุปทาน USTs ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

3

ในอดีตนโยบายเศรษฐกิจมหภาคได้ช่วยสร้างเสถียรภาพให้กับตลาด แต่ปัจจุบันกลายเป็นแหล่งที่มาของความไม่แน่นอน เช่น มาตรา 899 ที่อาจทำให้ต่างชาติสนใจลงทุนบนสินทรัพย์สหรัฐฯ ลดลง แต่นักลงทุนยังควรเน้นหา “โอกาส” การลงทุน

1 การผ่อนคลายความตึงเครียดทางการค้า ลดความเสี่ยงของการเก็บภาษีนำเข้าในอัตราที่สูง

SCB WEALTH | BlackRock

เหตุการณ์ที่เกี่ยวกับประเด็นการค้าของสหรัฐฯ ส่วนใหญ่ กลับมามีพัฒนาการที่ดีขึ้น

เม.ย.

11

สหรัฐฯ ยกเว้นภาษีตอบโต้ กับสมาร์ตโฟนและสินค้าอิเล็กทรอนิกส์สำหรับผู้บริโภคให้จีนชั่วคราว

29

คำสั่งฝ่ายบริหารสหรัฐฯ ให้ผ่อนผันภาษีบางส่วนแก่ผู้ผลิตรถยนต์

พ.ค.

08

สหรัฐฯ ลดภาษีนำเข้ารถยนต์และเหล็กของ UK ตามข้อตกลงการค้า แต่ยังเก็บภาษีนำเข้า 10% สินค้าอื่น

12

ลดภาษีระหว่างกันช่วง 90 วัน
สหรัฐฯ ลดภาษีสินค้านำเข้าจีนจาก 145% เป็น 30%
จีน ลดภาษีสินค้านำเข้าสหรัฐฯ จาก 125% เป็น 10% และระงับ/ยกเลิกมาตรการที่ไม่ใช่ภาษี

25

สหรัฐฯ เลื่อนการขึ้นภาษี 50% กับ EU ออกไป พร้อมขยายระยะเวลาเจรจาถึงวันที่ 9 ก.ค. หลังหารือกับประธาน EC

28

ศาลการค้าสหรัฐฯ ระบุว่า ภาษีนำเข้าโลกของประธานาธิบดี Trump ผิดหลักกฎหมาย IEEPA

มิ.ย.

04

ขึ้นภาษีนำเข้าเหล็กและอะลูมิเนียมเป็น 50% กับทุกประเทศ ยกเว้น UK จะยังคงอยู่ที่ 25%

07

ประธานาธิบดี Xi Jinping ส่งสัญญาณผ่อนปรนทางการค้า เร่งอนุมัติการส่งออกโลหะหายากให้สหรัฐฯ และยุโรป

11

สหรัฐฯ-จีน บรรลุกรอบการทำงานเพื่อดำเนินการตามฉันทามติที่ตกลงร่วมกันในนครเจนีวา

หมุดหมายสำคัญเกี่ยวประเด็นการค้าที่ควรจับตา

ก.ค.

01 เส้นตายภาษีนำเข้ามือถือที่ผลิตนอกสหรัฐฯ เช่น จีน หรือคู่ค้าสำคัญ

08 ภาษีนำเข้าวันปลดแอก (Liberation Day) มีกำหนดกลับมาใช้

09 สิ้นสุดช่วงการพักภาษีนำเข้าสินค้าจาก EU (เสี่ยงถูกเรียกเก็บ 50%)

14 EU เตรียมเก็บภาษีตอบโต้สหรัฐฯ หลังหมดเวลาผ่อนผัน 9 ก.ค.

31 ศาลอุทธรณ์กลางนัดไต่สวนกรณีภาษีของ Trump ภายใต้ IEEPA

ส.ค.

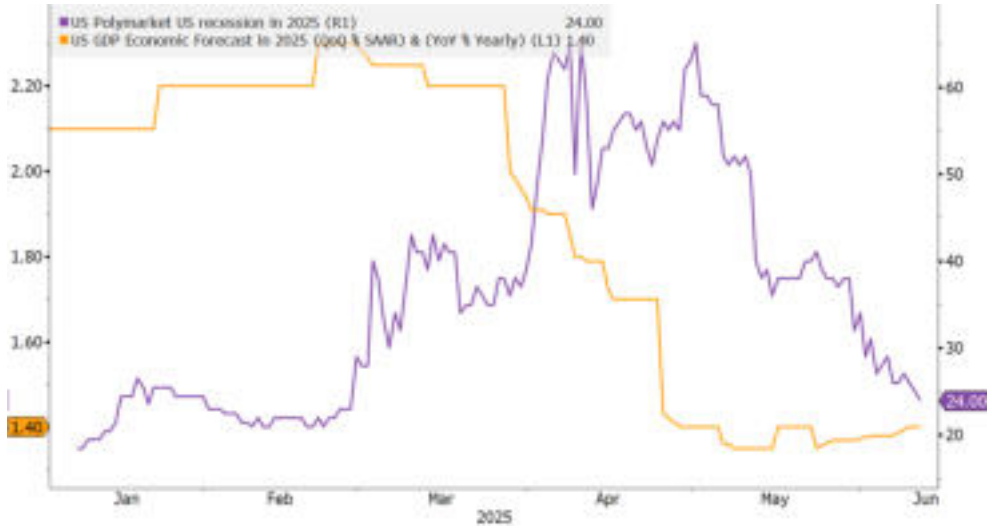
10 สิ้นสุดการพักชั่วคราว 90 วัน สำหรับภาษีนำเข้าสินค้าจากจีน

31 สิ้นสุดการยกเว้นภาษีนำเข้าสำหรับสินค้าจากจีนบางรายการ

1 ข้อพิพาททางกฎหมายเกี่ยวกับอำนาจภาษีนำเข้าของประธานาธิบดีสหรัฐฯ อาจเปลี่ยนทิศทางนโยบายการค้า

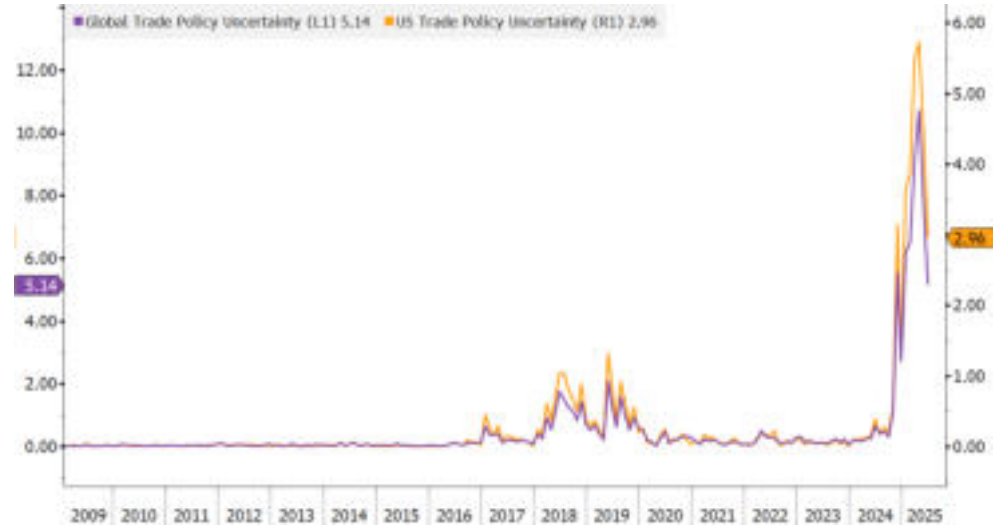
- **ศาลอุทธรณ์ของรัฐบาลกลางสหรัฐฯ ได้สั่งระงับคำตัดสินของศาลการค้าระหว่างประเทศ** ซึ่งก่อนหน้านี้ได้ถอดถอนอำนาจของประธานาธิบดี ในการใช้กฎหมาย IEEPA เพื่อเรียกเก็บภาษีนำเข้า เช่น ภาษีต่อแคนาดา เม็กซิโก และจีน (กรณีโยงกับเฟนทานิล) รวมถึง ภาษีที่ประกาศเมื่อวันที่ 2 เม.ย. ทั้งนี้ ศาลอนุญาตให้มาตรการภาษีของประธานาธิบดี Trump ตาม IEEPA มีผลบังคับใช้ต่อไปชั่วคราว และเตรียมไต่สวนเร่งด่วนในวันที่ 31 ก.ค.นี้
- **หากท้ายที่สุด ศาลจำกัดการใช้ IEEPA จริง** ฝ่ายบริหารยังสามารถใช้เครื่องมือทางกฎหมายอื่น เช่น Section 301 (มุ่งเป้ารายประเทศ) และ Section 232 (มุ่งเป้ารายอุตสาหกรรม) อย่างไรก็ตาม มาตรการเหล่านี้มีลักษณะเฉพาะเจาะจงและยังต้องใช้เวลาเตรียมการมากกว่า จึงมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจน้อยลงเมื่อเทียบกับการเก็บภาษีแบบกว้างและเร่งด่วน เพราะภาคเอกชนจะมีเวลาปรับตัว ทั้งนี้ เราประเมินว่า **การจำกัดอำนาจ IEEPA อาจเป็น “ความเสี่ยงเชิงบวก” ต่อเศรษฐกิจโลกและสหรัฐฯ** เนื่องจาก อาจทำให้การขึ้นภาษีนำเข้าครั้งใหญ่ในอนาคตต้องผ่านกระบวนการที่รอบคอบมากขึ้น หรืออาจต้องได้รับความเห็นชอบจากสภาคองเกรส ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของนโยบายการค้าในระยะยาว
- **เรามอง ความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าของสหรัฐฯ อาจผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และมีแนวโน้มทยอยลดลง** เนื่องจาก คาดว่าประเทศคู่ค้าสำคัญต่างๆ มีแนวโน้มรีบเร่งบรรลุข้อตกลงกับสหรัฐฯ ก่อนสิ้นสุดช่วงพักบังคับการใช้ภาษีในวันที่ 9 ก.ค.นี้ แม้ประเด็น IEEPA ต้องรอความชัดเจนทางกฎหมาย

Easing trade tensions reduce tail risk of US economic slowdown



Source: Bloomberg (data as of 11 Jun 2025), SCB CIO

Trade policy uncertainty is likely to decrease but will remain elevated



Source: Bloomberg (data as of 11 Jun 2025), SCB CIO

1 เครื่องมือทางกฎหมายอื่นนอกจาก IEEPA มีลักษณะเฉพาะเจาะจง และยังต้องใช้เวลาเตรียมการมากกว่า จึงมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อกิจกรรมเศรษฐกิจน้อยลง เมื่อเทียบกับการเก็บภาษีแบบกว้างและเร่งด่วน

SCB WEALTH | BlackRock

เปรียบเทียบรายละเอียดของมาตรา (Section) อื่นๆ ที่สหรัฐฯ สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการเรียกเก็บภาษีนำเข้าจากคู่ค้า

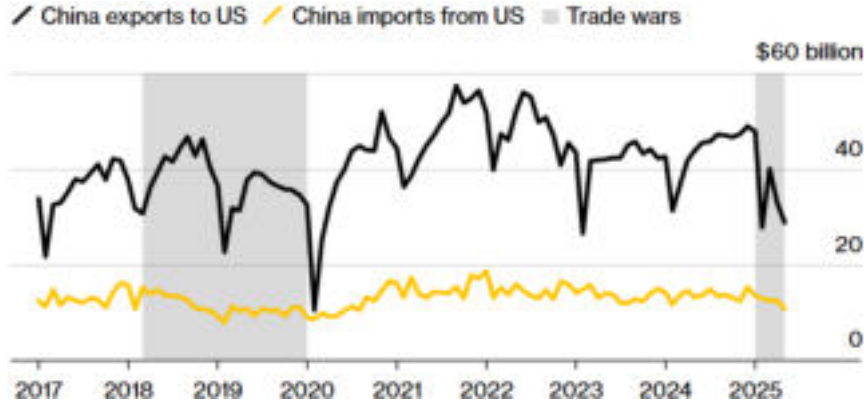
มาตรา	รายละเอียด	ตัวอย่างการใช้จริง	ข้อจำกัด / เงื่อนไข	กรอบเวลาในการบังคับใช้มาตรการ
IEEPA	เก็บภาษีคู่ค้า กรณีมีภาวะที่ฉุกเฉินระดับชาติ ซึ่งเก็บได้ไม่จำกัดเวลา	ภาษีประเด็นเฟนทานิล, ภาษีนำเข้ากับเม็กซิโก-แคนาดา, ภาษีตอบโต้และภาษีพื้นฐานกับทั่วโลกที่ 10%	แม้ไม่ต้องผ่านการสอบสวน โดยเสี่ยงถูกฟ้องร้องในชั้นศาล	เก็บได้ทันที
Section 122 (Trade Act 1974)	เก็บภาษีได้สูงสุด 15% เป็นเวลาสูงสุด 150 วัน กรณีวิกฤตเรื่องดุลการชำระเงิน	ยังไม่เคยใช้จริง	ใช้ได้เพียง 150 วัน ถ้าหากจะต่ออายุออกไป จะต้องผ่านมติสภาคองเกรส	เก็บได้ทันที
Section 232 (Trade Expansion Act 1962)	เก็บภาษี เพื่อปกป้องความมั่นคงของชาติ ซึ่งเก็บได้ไม่จำกัดเวลา	ภาษีเหล็ก, อะลูมิเนียม และ รถยนต์	ต้องผ่านการสอบสวนโดยกระทรวงพาณิชย์ และเป็นการภาษีแบบรายกลุ่มอุตสาหกรรม (sectoral tariffs)	ใช้เวลาหลายเดือนก่อนที่จะเริ่มบังคับใช้
Section 301 (Trade Act 1974)	เก็บภาษี เพื่อตอบโต้การค้าที่ไม่เป็นธรรม แต่เก็บได้นาน 4 ปี และต่ออายุได้ทุก 4 ปี	ภาษีนำเข้ากับสินค้าจีนส่วนใหญ่ ในสมัยแรกของประธานาธิบดี Trump	ต้องผ่านการสอบสวน โดยผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) และเป็นการภาษีแบบรายประเทศ (country tariffs)	ใช้เวลาหลายสัปดาห์ถึงหลายเดือนก่อนที่จะเริ่มบังคับใช้
Section 338 (Tariff Act 1930)	เก็บภาษีสูงสุด 50% เพื่อลงโทษประเทศที่มีการเลือกปฏิบัติกับสหรัฐฯ	ยังไม่เคยใช้จริง	แม้ไม่ต้องผ่านการสอบสวนแบบทางการ แต่ต้องพิสูจน์ได้ว่า มีการเลือกปฏิบัติจริง และเสี่ยงถูกฟ้องร้อง กับฝ่าฝืนกฎ WTO	มีผลบังคับใช้หลังประกาศแล้ว 30 วัน
Section 201 (Trade Act 1974)	กีดกันการค้า โดยได้ทั้งภาษีและมาตรการที่มิใช่ภาษี เพื่อปกป้องอุตสาหกรรมสหรัฐฯ โดยกีดกันได้ 4 ปี และต่ออายุได้เป็น 8 ปี	เครื่องซักผ้า และแผงโซลาร์เซลล์	ภาคอุตสาหกรรม หรือรัฐบาลสามารถร้องขอให้มีการสอบสวน โดยองค์การการค้าระหว่างประเทศ (ITC) ตรวจสอบว่าเป็นผลเสียจริงหรือไม่	อาจใช้เวลาหลายเดือน หรือครึ่งปีก่อนที่จะเริ่มบังคับใช้

Source: SCB CIO

1 ข้อตกลงการค้าใหม่ระหว่างสหรัฐฯ–จีนช่วยลดแรงกดดันระยะสั้น แต่ความไม่แน่นอนยังคงอยู่

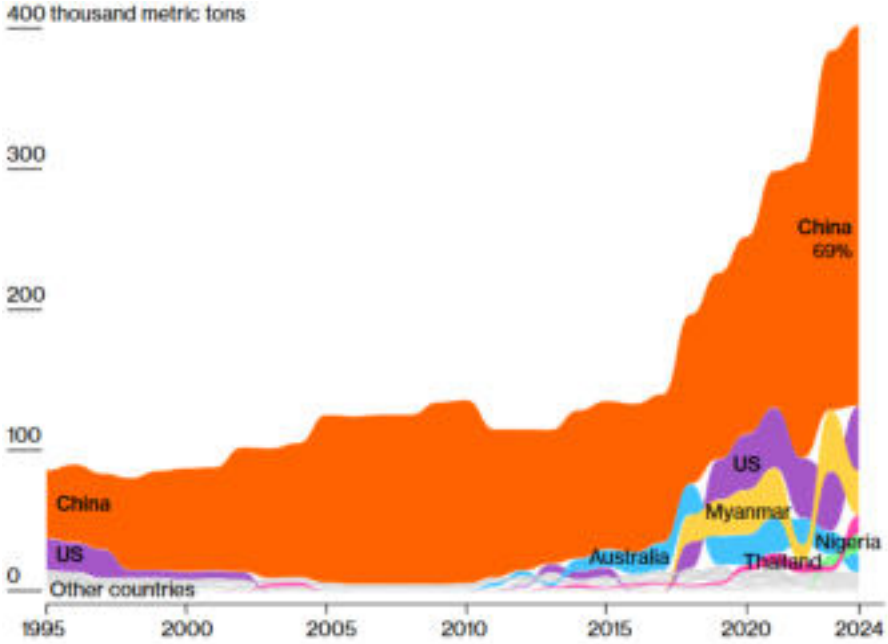
- **สหรัฐฯ และจีน บรรลุข้อตกลงการค้าฉบับใหม่ระหว่างกัน** หลังเจรจาอย่างต่อเนื่อง 2 วัน ในกรุงลอนดอน โดยข้อตกลงนี้ จีนจะส่งออกแร่หายากและแม่เหล็ก ที่ไม่ได้เกี่ยวข้องกับภาคกลาโหม ให้แก่สหรัฐฯ ทันที และจะเก็บภาษีนำเข้าสหรัฐฯ ที่ 10% ส่วนสหรัฐฯ จะเก็บภาษีนำเข้ารวมจากจีนที่ 55% รวมทั้ง จะเปิดทางให้นักศึกษาจีนกลับไปเข้าเรียนในมหาวิทยาลัยสหรัฐฯ ได้อีกครั้ง
- **แม้ว่าจะมีข้อตกลงรอบใหม่เกิดขึ้น แต่ความสัมพันธ์ด้านเศรษฐกิจและการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ยังมีความไม่แน่นอนสูง** เห็นได้จากในช่วงที่ผ่านมา สหรัฐฯ เพิ่มมาตรการควบคุมการส่งออก ซอฟต์แวร์ออกแบบชิป รวมทั้งระบุว่า หากมีบริษัทใดใช้ชิป Ascend ของ Huawei จะละเมิดข้อกำหนดการส่งออกสหรัฐฯ นอกจากนี้ จีนยังเผชิญข้อจำกัดที่เข้มขึ้น ในการเข้าถึงชิปและเทคโนโลยีขั้นสูงจากสหรัฐฯ แม้จีนเริ่มผ่อนคลายการส่งออกแร่หายาก
- **จีนครองบทบาทผู้นำในห่วงโซ่อุปทานแร่หายากของโลก** โดยมีสัดส่วน ราว 68% ของปริมาณการผลิตทั่วโลก และ ควบคุมราว 90% ของกำลังการแปรรูปแร่หายากทั่วโลก ดังนั้น SCB CIO คาดว่า **ยังมีความเป็นไปได้ที่จีนจะบังคับใช้มาตรการควบคุมการส่งออกแร่หายากกับทั่วโลกต่อ แต่อาจลดการคุมเข้มกับสหรัฐฯลง เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการเจรจากับสหรัฐฯ** เช่น ให้ลดภาษีลงเพิ่มเติม และ/หรือ ยกเลิกข้อจำกัดด้านเทคโนโลยีขั้นสูงต่อจีน

Tariffs wars hit flow of trade between China and US



Source: China's General Administration of Customs, Bloomberg (data as of 11 Jun 2025), SCB CIO

China dominates rare earths mined production



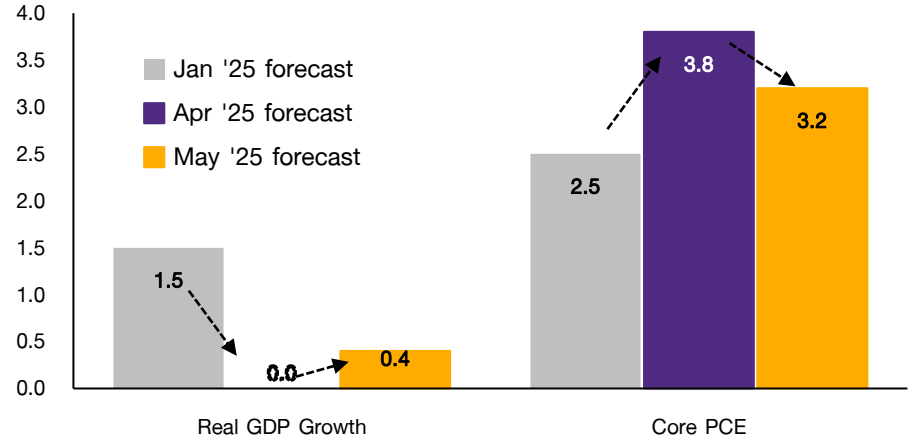
Source: US Geological Survey, Bloomberg (data as of 11 Jun 2025), SCB CIO

1 แนวโน้มการเจรจาทางการค้าที่ดีขึ้น ส่งผลบวกต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ทำให้ Fed อาจชะลอการลดดอกเบี้ย

- จากความคืบหน้าการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ และจีนล่าสุด ทำให้แนวโน้มความเสี่ยงเรื่องเศรษฐกิจชะลอตัวลดลง และอัตราเงินเฟ้อมีโอกาสปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน แม้จะยังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับในอดีต โดยการคาดการณ์ของ BLK ในเดือน พ.ค. มองว่าการเติบโตของ Real GDP สหรัฐฯ น่าจะเพิ่มขึ้น 0.4%YoY ซึ่งเป็นการปรับประมาณการเพิ่มขึ้นจากเดือน เม.ย. ที่ 0.0%YoY ส่วนอัตราเงินเฟ้อ (Core PCE) คาดการณ์ลดลงจากเดือน เม.ย. ที่ระดับ 3.8%YoY มาอยู่ที่ระดับ 3.2%YoY จากผลกระทบด้านภาษีนำเข้าที่ลดลง
- ข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐล่าสุด ยังแสดงความแข็งแกร่ง โดยเฉพาะด้านตลาดแรงงาน อัตราการว่างงานอยู่ในระดับต่ำ ค่าจ้างยังคงขยายตัวต่อเนื่อง สะท้อนถึงอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังแข็งแรง นอกจากนี้ แม้อัตราเงินเฟ้อจะชะลอลงจากระดับสูงสุดในช่วงปี 2022–2023 แต่ตัวเลข Core PCE และ CPI ล่าสุดยังคงอยู่สูงกว่าเป้าหมาย 2% ของ Fed อย่างมีนัยสำคัญ ทำให้ตลาดเริ่มปรับลดความคาดหวังต่อการลดดอกเบี้ย โดยตลาดคาดว่า Fed จะลดดอกเบี้ยเพียง 2 ครั้งในปีนี้ (ครั้งถัดไปเดือน ก.ย.)
- ด้าน SCB CIO คาดว่า Fed มีแนวโน้มปรับลดดอกเบี้ยในช่วงที่เหลือของปีนี้ อีก 1 ครั้ง 25 bps. โดยแนวโน้มการผ่อนคลายของสงครามการค้าช่วยลดความไม่แน่นอนในด้านนโยบาย ซึ่งเอื้อต่อการฟื้นตัวของความเชื่อมั่นภาคธุรกิจและการลงทุนภาคเอกชน ท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่ยังหนืด และเกินเป้าหมายที่ 2% ของ Fed

Lower tariff expectations have driven higher growth and lower inflation projections

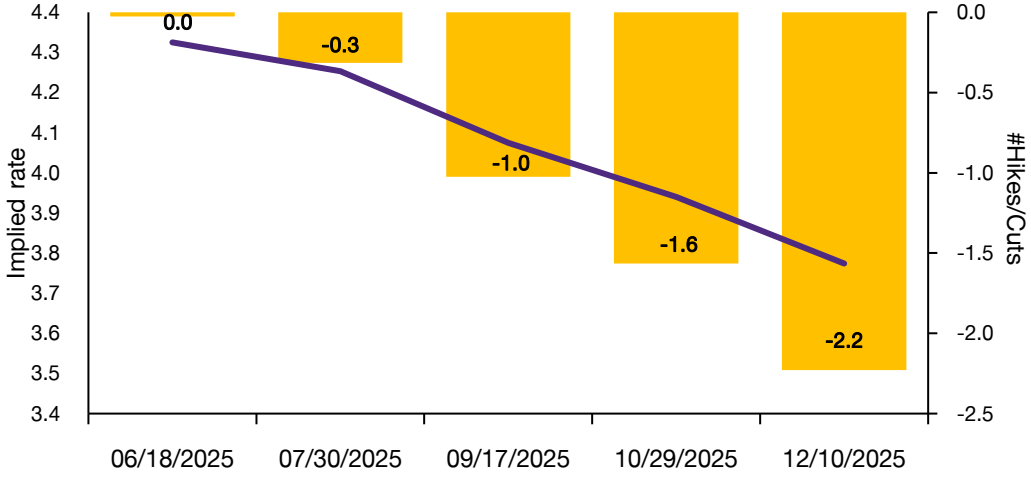
BlackRock Fundamental Fixed Income projections



Source: BlackRock (as of 21 May 2025), SCB CIO

Markets now look for only two cuts by year end

Market implied number of Fed cuts & FFR, 2025



Source: Bloomberg (data as of 13 Jun 2025), SCB CIO

1 ตลาดหุ้นและตราสารหนี้ ของสหรัฐฯ มีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้น หาก Fed ตัดสินใจลดดอกเบี้ยอีกครั้ง

- ข้อมูลจาก BLK บ่งชี้ว่า สถิติในช่วง 30 ปีที่ผ่านมา (1995-2024) อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ มีแนวโน้มลดลงในช่วงครึ่งปีหลัง โดยเงินเฟ้อเฉลี่ยครึ่งปีแรกจะอยู่ที่ 2.8% และลดลงมาอยู่ที่ระดับ 2.3% ในช่วงครึ่งปีหลัง ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยในอดีตที่ปรับปัจจัยทางฤดูกาลแล้ว
- นอกจากนี้ ข้อมูลสถิติในอดีตสะท้อนให้เห็นว่า การชะลอการลดดอกเบี้ย (pause) มักใช้ระยะเวลาเพียงประมาณ 3.5-7 เดือน โดยรอบนี้ Fed ปรับลดดอกเบี้ยครั้งล่าสุด เมื่อเดือน ธ.ค.2024 ทำให้เรามองโอกาสที่ Fed จะลดดอกเบี้ยในช่วงครึ่งปีหลังมีมากขึ้น
- หากพิจารณาผลตอบแทนของสินทรัพย์ต่างๆ หลัง Fed ตัดสินใจกลับมาปรับลดอัตราดอกเบี้ยอีกครั้ง หลังจาก pause นั้น BLK พบว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ ได้แก่ ดัชนี Rusell 1000 Growth และ ดัชนี S&P500 ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึง 25.6% และ 23.1% ในระยะเวลา 1 ปีหลังจากนั้น ตามลำดับ ส่วนตลาดตราสารหนี้ของสหรัฐฯ ให้ผลตอบแทนเป็นบวกเช่นเดียวกัน เฉลี่ยอยู่ที่ 7.6%

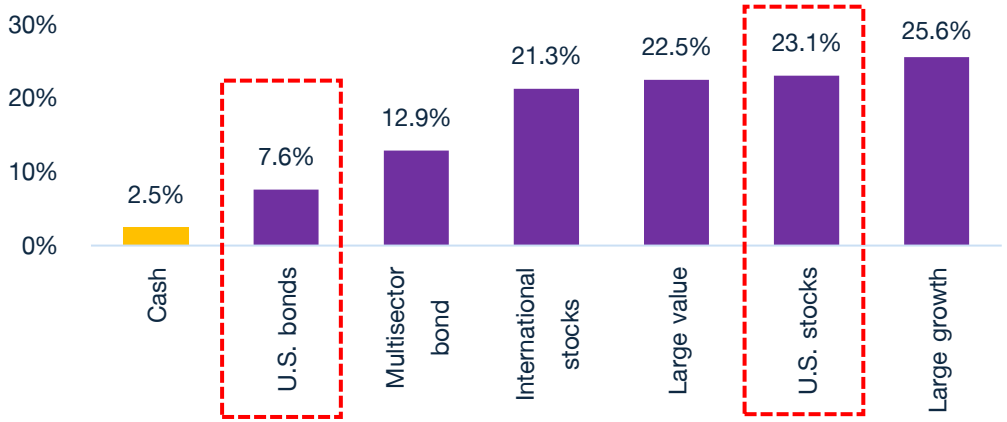
Historically, Fed rate cycle pauses don't last long

Periods of 3 months or more between rate cuts, 1/1/1990 - 5/31/2025

Date between Fed rate cuts	Length of pause
7/13/90 - 10/29/90	3.5 months
12/20/91 - 4/9/92	3.5 months
7/6/95 - 12/19/95	5 months
11/6/02 - 6/25/03	7 months
4/30/08 - 10/18/08	6.5 months
12/18/24 - ?	?

Historical performance after the Fed resumes cutting interest rates

1-year average return after rate cuts resumed, 1/1/1990 - 5/31/2025



Source : BlackRock,` Morningstar and the St Louis Federal Reserve as of 5/31/25. U.S. bonds represented by the Bloomberg U.S. Agg Bond TR Index, U.S. stocks represented by the S&P 500 index, Cash represented by the Taxable Money Market fund category as defined by Morningstar, Multisector bond represented by the Multisector bond fund category as defined by Morningstar, Int'l stocks represented by the MSCI EAFE Index, Large growth represented by the Russell 1000 Growth TR index and Large value represented by the Russell 1000 Value TR index

1 ผลกระทบของภาษีนำเข้าสหรัฐฯ ที่มีต่อเศรษฐกิจยุโรป และ แนวโน้มของนโยบายการเงินการคลัง

- ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ประเมินผลกระทบจากนโยบายภาษีของสหรัฐฯ ต่อเศรษฐกิจยูโรโซน โดยแบ่งเป็น 2 กรณี ได้แก่
  - **กรณีฐาน** บนสมมุติฐานว่า ยุโรปถูกสหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าที่ 10% ในช่วงปี 2025–2027 โดยไม่มีการตอบโต้เพิ่มเติมจากฝั่งยุโรป ทำให้การขยายตัวของ GDP จะอยู่ที่ 0.9% ในปี 2025 และ เพิ่มขึ้นเป็น 1.1% และ 1.3% ในปี 2026 และ 2027 ตามลำดับ ขณะที่เงินเฟ้อทั่วไป (HICP) จะชะลอลงจาก 2.0% ในปี 2025 เหลือเพียง 1.6% ในปี 2026 ก่อนจะกลับสู่เป้าหมาย 2.0% ในปี 2027
  - **กรณีรุนแรง** บนสมมุติฐานว่า ยุโรปถูกสหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าที่ 28% และ EU ตอบโต้โดยเรียกเก็บภาษีเพิ่มเติมจากสหรัฐฯ พร้อมความไม่แน่นอนทางการค้าที่อยู่สูง GDP จะได้รับผลกระทบรุนแรง โดยโตเพียง 0.5% และ 0.7% ในปี 2025 และ 2026 ตามลำดับ ก่อนจะฟื้นเป็น 1.1% ในปี 2027 ส่วนเงินเฟ้อจะชะลอลงตามอุปสงค์
- **SCB CIO มองว่า ถึงแม้การเจรจาจะมีความคืบหน้า แต่ยังมีความไม่แน่นอนสูง** โดยปัจจุบันยุโรปถูกเก็บภาษีในอัตรา 50% ทำให้ ธนาคารกลางยุโรปจำเป็นต้องลดอัตราดอกเบี้ยเพิ่มเติมจาก Terminal rate ที่ 1.75% นอกจากนี้ การดำเนินนโยบายการคลังจำเป็นต้องใช้นโยบายเชิงรุกและตรงจุดมากขึ้น เช่น การใช้กองทุน Recovery and Resilience Facility (RRF) เพื่อสนับสนุนอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบจากการส่งออกและฟื้นฟูการจ้างงาน หรือ การออกพันธบัตรร่วมของ EU เพื่อระดมช่วยประเทศที่ได้รับผลกระทบอย่างมาก เช่น เยอรมัน อิตาลี

Growth and inflation projections for Europe

Base Case	2024	2025F	2026F	2027F
Real GDP	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%
HICP	2.4%	2.0%	1.6%	2.0%
Severe Case	**2024**	**2025F**	**2026F**	**2027F**
Real GDP	0.8%	0.5%	0.7%	1.1%
HICP	2.4%	2.0%	1.5%	1.8%

Source: ECB (data as of 5 June 2025)

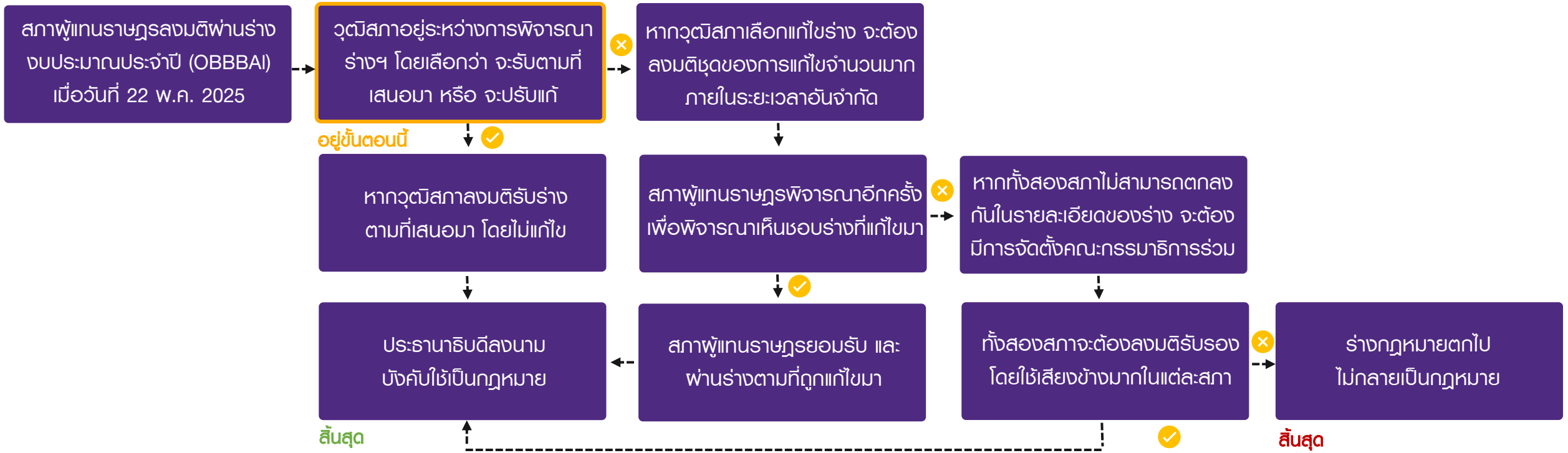
Economic Surprises are firmly positive in Europe

Source: Bloomberg (data as of 11 June 2025)

2 การผ่านร่างกฎหมาย OBBBA อาจเผชิญความท้าทายทางการเมือง และ เส้นตายทางการคลัง

- ปัจจุบัน พรรครีพับลิกันครองเสียงข้างมากทั้งในวุฒิสภาและสภาผู้แทนราษฎร แต่ข้อได้เปรียบในสภาผู้แทนฯ ไม่มากนัก ทำให้วุฒิสภาต้องพิจารณาปรับแก้ร่าง OBBBA อย่างระมัดระวัง เนื่องจาก หากสภาผู้แทนฯ ไม่รับรองร่างกฎหมายเวอร์ชันใหม่ของวุฒิสภา จะต้องเข้าสู่กระบวนการจัดทำร่างร่วมกัน ผ่านคณะกรรมการพิเศษ ซึ่งอาจใช้เวลาและเพิ่มความเสี่ยงที่ร่างสุดท้ายจะไม่ผ่านเสียงข้างมากในแต่ละสภา
- ประธานาธิบดี Trump มีเป้าหมายให้ร่างกฎหมายงบประมาณผ่าน และ ลงนามให้ทันวันที่ 4 ก.ค.หากพลาดกำหนดนี้ เป้าหมายรองจะเลื่อนไปต้นเดือน ส.ค. ซึ่งเป็นช่วงที่กระทรวงการคลัง คาดว่า อาจถึงเส้นตายพิดนัดชำระหนี้ของรัฐบาล โดยร่าง OBBBA ได้รวมแผนการเพิ่มเพดานหนี้ 4 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. เข้าไว้ด้วย ซึ่งหากเกิดความล่าช้า อาจสร้างความผันผวนให้กับตลาดการเงิน

ความคืบหน้าในการผลักดันกระบวนการ Reconciliation process: ขั้นต่อไป?



Source: Congressional Research Service, SCB CIO

2 การขาดดุลการคลัง ตามร่าง OBBBA จะช่วยหนุนการใช้จ่ายของกลุ่มที่มีรายได้สูง และ เป็นแรงส่งหุ้นสหรัฐฯ

SCB WEALTH | BlackRock

CBO คาด ร่าง OBBBA จะเพิ่มการขาดดุลการคลังราว $2.4 ล้านล้าน ในช่วง 10 ปีข้างหน้า ซึ่งมากกว่า TCJA ปี 2017 ที่เน้นการลดภาษีนิติบุคคลเป็นหลัก ขณะที่ OBBBA เน้นผลประโยชน์ให้กับภาคครัวเรือน โดยเฉพาะกลุ่มรายได้สูง เป็นหลัก มากกว่า ภาคธุรกิจ ทั้งนี้ SCB CIO คาดว่า กลุ่มผู้มีรายได้สูง มีแนวโน้มเพิ่มการบริโภค และการลงทุนในหุ้นสหรัฐฯ ตามความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ หุ้นสหรัฐฯ มีแนวโน้มอานิสงส์จากการใช้จ่ายภาครัฐ ที่มากขึ้น

Policy	Detail	Impact in 2026	
		Growth	Deficit
ขยายเวลาลดภาษีภายใต้ TCJA 2017	• ขยายเวลาการลดอัตราภาษีเงินได้บุคคลและภาษีมรดก	+	+
	• ขยาย และฟื้นฟูมาตรการลดภาษีสำหรับภาคธุรกิจและระหว่างประเทศ	+	+
มาตรการลดภาษีใหม่ และการยกเลิกเครดิตภาษีบางส่วน	• เพิ่มเครดิตภาษีสำหรับบุตร	+	+
	• เพิ่มเพดานการยกเว้นภาษีมรดก	+	+
	• มาตรการลดหย่อนแบบพิเศษชั่วคราว สำหรับโรงงานภาคการผลิต	+	+
	• ยกเว้นภาษีสำหรับค่าทิป และค่าล่วงเวลา	+	+
	• ลดหย่อนภาษีเพิ่มเติมสำหรับผู้สูงอายุ	+	+
	• เพิ่มเครดิตสำหรับดอกเบี้ยเงินกู้ซื้อรถที่ผลิตในสหรัฐฯ	+	+
	• เพิ่มเพดานหักภาษีของรัฐและท้องถิ่น (SALT) จาก $10,000 เป็น $40,000	+	+
	• ลดหรือยกเลิกเครดิตภาษีรถยนต์ EV และพลังงานสะอาด ภายใต้ IRA	−	−
ลดรายจ่ายภาครัฐ / เพิ่มรายจ่าย	• ตัดงบโครงการช่วยเหลืออาหารแก่ผู้มีรายได้น้อย (SNAP)	−	−
	• ตัดงบสนับสนุนเงินกู้การศึกษาของรัฐบาลกลาง / เพิ่มภาระชำระคืน	−	−
	• ตัดงบ Medicaid / เพิ่มเงื่อนไขการทำงาน / ลดเงินช่วยเหลือค่าเบี้ยประกันในโครงการ ACA	−	−
	• เพิ่มงบกลาโหมและความมั่นคงชายแดน	+	+

SCB CIO Investment Implication

US Bond

UST yield โดยเฉพาะตัวยาว มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อ และ UST yield curve มีแนวโน้มเพิ่มความชัน ตามที่ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการถือพันธบัตรตัวยาว (term premium) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับอุปทาน USTs ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และความกังวลของตลาดต่อฐานะการคลังสหรัฐฯ

US Equity

แผนลดภาษีเงินได้และการใช้จ่าย ภายใต้ร่าง OBBBA จะส่งผลบวกต่อแนวโน้ม EPS และ P/E ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ แม้ว่า แนวโน้มการกู้เงิน (ผ่านการออก UST bond) เพื่อสนับสนุนการขาดดุลการคลังตามแผนในร่างฯ จะส่งผลให้ UST yield เพิ่มขึ้น และจำกัดการเพิ่มขึ้นของ P/E

Sectors

ผลกระทบต่อแต่ละ sector อาจแตกต่างกัน

- Positive - Capital Goods (จากแผนใช้จ่ายด้านกลาโหม และการควบคุมคนเข้าเมือง) / Consumer ที่เน้นกลุ่มรายได้สูง (จากการลดภาษี) / ICE Auto & Part (จากการฟื้นตัวของอุปสงค์บนรถ ICE)
- Negative – Consumer ที่เน้นกลุ่มรายได้ต่ำ (จากการตัดงบ SNAP) / Clean Energy & Utilities (จากแผนยกเลิกเครดิตภาษีของ clean energy) / Healthcare (จากการลดงบ Medicaid และค่าเบี้ยใน ACA)

Source: Tax Foundation, CBO, JCT, SCB CIO

2 BLK มองอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่เพิ่มขึ้น มีแนวโน้มส่งผลกระทบเชิงลบต่อ sentiment นักลงทุน

SCB WEALTH | BlackRock

- ในช่วงการระบาดของโควิด-19 ที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ทำให้นักลงทุนยอมรับ Term Premium ที่ระดับต่ำกว่าปกติ ซึ่งส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรทั่วโลกลดลง แม้หนี้รัฐบาลเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาวเพิ่มขึ้นอย่างมากในเดือน เม.ย. เนื่องจาก นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากปัญหาหนี้สาธารณะและอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งสะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงในระยะยาวของการถือครองหนี้รัฐบาล
- **BLK คงมุมมอง Underweight การลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะยาว เนื่องจาก ความกังวลเกี่ยวกับการขาดดุลงบประมาณที่เพิ่มขึ้น** โดยในเดือนมี.ค. 2025 BLK ประเมินว่า อัตราส่วนขาดดุลงบประมาณต่อ GDP ของสหรัฐฯ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นไปสู่ระดับ 5% ถึง 7% จากผลกระทบของนโยบายการค้า การคลัง และนโยบายจำกัดผู้อพยพ ซึ่งร่างงบประมาณของสภาคองเกรสจะทำให้การขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้น อันส่งผลทำให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงของพันธบัตรระยะยาว (term premium) เพิ่มขึ้น
- SCB CIO มีมุมมองสอดคล้องกับ BLK โดยเน้นลงทุนในพันธบัตร และหุ้นกู้เอกชน Investment Grade ระยะสั้นของสหรัฐฯ หลีกเลี่ยงพันธบัตรระยะยาว

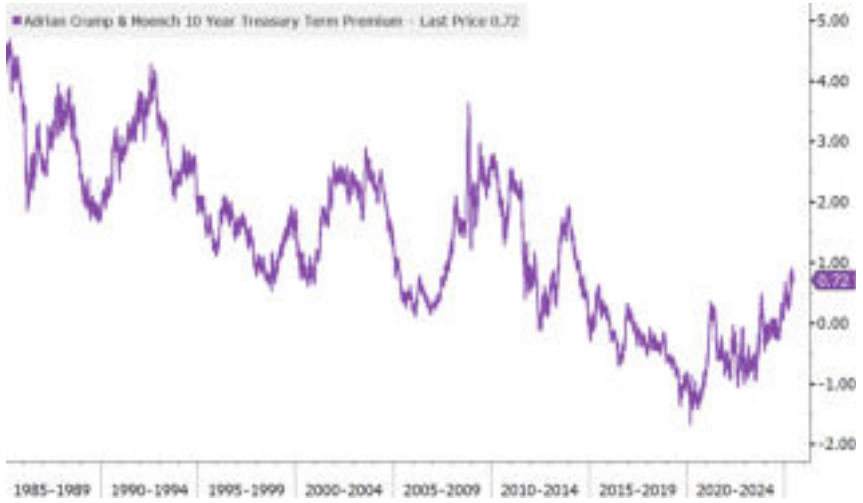
Source: BlackRock Weekly market commentary 19 May 2025: Still selective as trade conflicts cool

Following the U.S.

10-year U.S. yields vs. ex-U.S. developed market yields, 1990-2025

Past performance is not a reliable indicator of current or future results. Source: BlackRock Investment Institute, with data from LSEG Datastream, May 2025. Notes: The chart shows U.S. 10-year Treasury yields and an average of 10-year German, Japanese and UK government bond yields.

US term premium expected to rise on fiscal and inflation concerns



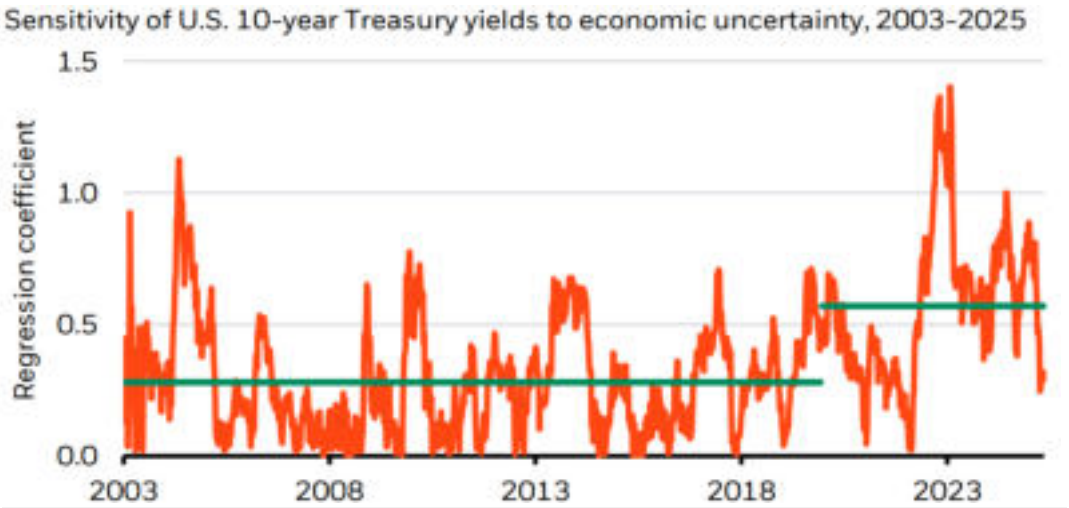
Source: Bloomberg (data as of 13 Jun 2025), SCB CIO

3 นโยบายมหภาคกลายเป็นแหล่งความผันผวน...BLK ยังคงเน้นหา “โอกาส” การลงทุน

SCB WEALTH | BlackRock

- **แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคมีความไม่แน่นอนมากขึ้น** BLK มองว่า ในอดีตนโยบายเศรษฐกิจมหภาคได้ช่วยสร้างเสถียรภาพให้กับตลาด แต่ปัจจุบันกลายเป็นแหล่งที่มาของความไม่แน่นอน **เช่น มาตรา 899** อาจทำให้สินทรัพย์สหรัฐฯ ไม่น่าสนใจสำหรับนักลงทุนต่างชาติ ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อที่ยืดเยื้อ และหนี้สาธารณะที่เพิ่มขึ้น รัฐบาลและธนาคารกลางเผชิญกับความยากลำบากมากขึ้นในการสร้างสมดุลระหว่างการกระตุ้นเศรษฐกิจ ผลที่ตามมา คือ สินทรัพย์สหรัฐฯ ระยะยาว เช่น UST Yield อายุ 10 ปี มีความไวต่อข้อมูลเศรษฐกิจมากขึ้นชัดเจน
- BLK มองว่า **ข้อจำกัดเชิงโครงสร้างที่รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องเผชิญ** ได้แก่ 1) รัฐบาลต้องพึ่งพานักลงทุนต่างชาติในการซื้อพันธบัตร หากความต้องการลดลง ต้นทุนการกู้จะสูงขึ้น และ 2) การแยกตัวจากห่วงโซ่อุปทานโลก (เช่น การลดการนำเข้าจากจีน) จะสร้างต้นทุนให้กับผู้บริโภคในสหรัฐฯ และ เพิ่มแรงกดดันบนเงินเฟ้อ
- BLK แนะนำการลงทุนช่วงที่ผันผวนสูง คือ **เน้นหา “โอกาส” ท่ามกลางความไม่แน่นอน** โดยมองผ่านความผันผวนระยะสั้น เพื่อหาจังหวะลงทุนจากความไม่สมดุลของตลาด และ **จัดการความเสี่ยงอย่างมีกลยุทธ์** โดยมองว่า การจัดสรรความเสี่ยง ไม่ใช่แค่ “เสี่ยงกับอะไร” แต่ต้องคิดว่า “จะเสี่ยงอย่างไร” ด้วย โดยแนะนำให้มีกรอบการรับความเสี่ยงที่ชัดเจน (risk budget) เช่น จะเน้นความเสี่ยงแบบเปรียบเทียบ ความเสี่ยงที่เฉพาะเจาะจง หรือ เลือกลงทุนในธีมใหญ่ (mega forces) มากขึ้นหรือไม่

Extra sensitive



Past performance is no guarantee of future results. Source: BlackRock Investment Institute, with data from LSEG Datastream, June 2025. Notes: The red line shows the regression coefficient (a numerical measure of the linear relationship) between the U.S. 10-year Treasury yield and economic surprises and trade uncertainty, namely that of Treasury yields to the Citi Economics Surprise Index and the Trade Policy Uncertainty index. The line is only an estimate of this relationship. Green lines are averages over 2003-19 and 2020-25. The actual relationship may differ

คำแนะนำการลงทุนของ BLK และ SCB CIO

- BLK มีมุมมอง Overweight ตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยยังมองเป็น bright spot โดยมองว่า ธีมที่ยังได้รับความสนใจ ได้แก่ ธีม AI และ ธีมพลังงาน โดยอ้างว่า AI เป็นปัจจัยที่พลักดันอุปสงค์พลังงานทั่วโลกให้เพิ่มขึ้น ทำให้เกิดโอกาสในพลังงานหลากหลาย
- SCB CIO มีมุมมองสอดคล้องกับ BLK บนตลาดหุ้นสหรัฐฯ และ ธีม AI

Source: BlackRock Weekly market commentary 9 Jun 2025: Finding opportunities in uncertainty

3 รายละเอียด ร่างมาตรการ 899 ที่อยู่ภายใต้ OBBBA และรายชื่อประเทศที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบ

- Section 899 กำหนดให้จัดเก็บภาษีซ้อน (Surtax) สำหรับนักลงทุนจากประเทศที่สหรัฐฯ เห็นว่า จัดเก็บภาษีที่ไม่เป็นธรรมต่อธุรกิจสหรัฐฯ เช่น
  - Digital Services Taxes (DST) ซึ่งเป็นภาษีที่เรียกเก็บจาก รายได้ของบริษัทเทคโนโลยีระหว่างประเทศที่ให้บริการดิจิทัล
  - Diverted Profits Taxes (DPT) ซึ่งมุ่งป้องกันการโยกย้ายกำไรไปยังเขตภาษีต่ำ โดยเฉพาะใน UK
  - Undertaxed Profits Rules (UTPRs) ซึ่งใช้เพื่อเก็บภาษีจากบริษัทข้ามชาติที่จ่ายภาษีต่ำกว่าระดับขั้นต่ำ 15%
- สหรัฐฯ จะเผยรายชื่อประเทศที่เข้าข่ายถูกเก็บ Surtax ภายใต้ Section 899 เป็นรายไตรมาส ซึ่ง EU เป็นภูมิภาคที่เสี่ยงสูง โดยจะเริ่มต้นที่ 5 pp และเพิ่มปีละ 5 pp สูงสุด ไม่เกิน 20% ใช้กับรายได้จากสหรัฐฯ เช่น
  - รายได้แบบ passive เช่น ดอกเบี้ย เงินปันผล ค่าเช่า และค่าลิขสิทธิ์ ที่เคยถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 30% อาจถูกเก็บเพิ่มขึ้นสูงสุดถึง 50%
  - กำไรจากการขายอสังหาฯ ที่อยู่ในสหรัฐฯ ซึ่งเดิมเสียภาษี 15% อาจต้องเสียสูงสุดถึง 35%
  - รายได้จากธุรกิจในสหรัฐฯ ของบริษัทต่างชาติ อาจถูกเก็บภาษีเพิ่มเติม
  - ภาษีกำไรจากสาขา จะเพิ่มขึ้นหากมีการส่งเงินกลับไปที่บริษัทประเทศแม่
- นอกจากนี้ ยังเสนอให้ปรับปรุงขอบเขตเกี่ยวกับกฎ BEAT ที่ออกแบบมาเพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทข้ามชาติใช้กลยุทธ์ลดภาระภาษีสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี รายได้ดอกเบี้ยจากพันธบัตรสหรัฐฯ คาดว่า จะได้รับการยกเว้นภาษีนี้

List of countries/regions which expose to section 899

Country	Tax Polices in Effect		
	Digital Services Tax / (DST)	Diverted Profits Tax (DPT)	Undertaxed Profits Rules (UTPR)
Canada	/		/
Mexico			
Austria	/		/
Belgium			/
Denmark	/		/
Finland			/
France	/		/
Germany			/
Ireland			/
Italy	/		/
Luxembourg			/
Netherlands			/
Norway			/
Spain	/		/
Sweden			/
Switzerland	/		
United Kingdom	/	/	/
Brazil			
South Africa			
Israel			
Saudi Arabia			
United Arab Emirates			
Australia		/	/
China			
Hong Kong			
India			
Japan			
New Zealand			/
Singapore			
South Korea			/

Source: Federal Reserve Board, Treasury, Department of Commerce, Tax Foundation, SCB CIO

3 ผลกระทบของร่างมาตรา 899 ต่อตลาดการเงิน และ FDI ของสหรัฐฯ

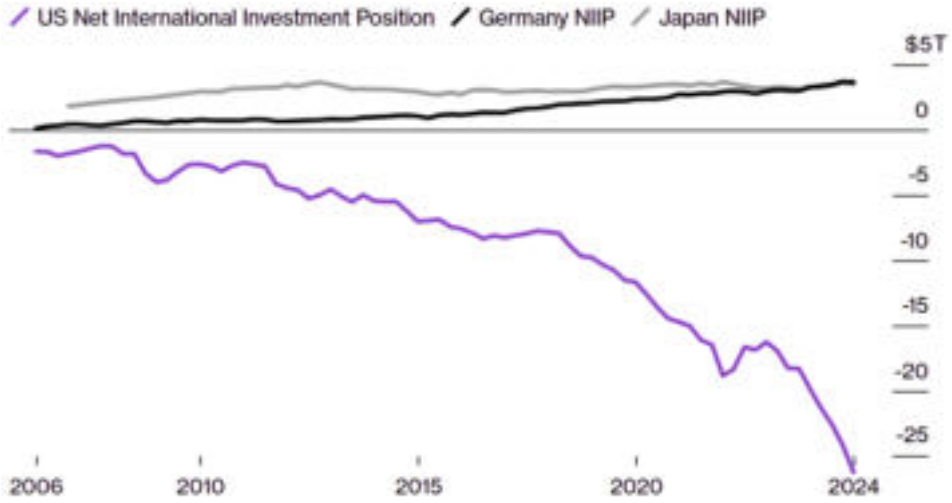
ประเด็น Section 899 เสี่ยงกระทบต่อการลงทุนจากต่างประเทศ ทั้งจากการลดการลงทุนใหม่ และการเร่งถอนทุนกลับประเทศล่วงหน้า ก่อนมีผลบังคับใช้

- **ตราสารหนี้สหรัฐฯ** อาจไม่ได้รับผลกระทบมากนัก เนื่องจาก ดอกเบี้ยบนตราสารหนี้ส่วนใหญ่ถูกยกเว้นภาษีนี้ แม้ยังมีความไม่แน่นอนว่า ธนาคารกลางต่างชาติจะได้ถูกละเว้นภาษีดอกเบี้ยตราสารหนี้หรือไม่ ทั้งนี้ สัดส่วนถือครองตราสารหนี้ของต่างชาติ สูงถึง 1 ใน 3 ของสินทรัพย์สหรัฐฯ
- **ตลาดหุ้นสหรัฐฯ** อาจเผชิญแรงขายบางส่วน ถ้าต่างชาติกังวลว่ารายได้ปันผลถูกเก็บภาษีเพิ่ม โดยสัดส่วนการถือครองหุ้นสหรัฐฯ ของนักลงทุนต่างชาติอยู่ที่ประมาณ 20% ของมูลค่าตลาดสหรัฐฯ อย่างไรก็ดี ปันผลคิดเป็นสัดส่วนน้อยในผลตอบแทนรวมของตลาดหุ้นสหรัฐฯ โดยช่วงทศวรรษที่ผ่านมา ผลตอบแทนจาก capital gains โดยเฉลี่ยอยู่ที่ 12% ต่อปี ในขณะที่ เงินปันผลอยู่เพียง 2%
- **ค่าเงินดอลลาร์ สรอ.** มีแนวโน้มอ่อนค่าต่อเนื่อง จากข้อจำกัดที่มากขึ้นในการลงทุนในสหรัฐฯ ของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการจัดสรรพอร์ตการลงทุนของนักลงทุนทั่วโลกให้มีแนวโน้มในการกระจายความเสี่ยงออกจากสินทรัพย์สหรัฐฯ บ้าง จากการที่ผลตอบแทนเริ่มมีความน่าสนใจลดลงเมื่อเทียบกับการลงทุนในภูมิภาคอื่นนอกสหรัฐฯ
- **การลงทุนตรงจากต่างประเทศ (FDI)** อาจถูกกระทบ ตามการเพิ่มภาษีจากรายได้ของต่างชาติที่ลงทุนในสหรัฐฯ โดยแม้รายได้จาก FDI ในสหรัฐฯ ส่วนใหญ่ถูกนำกลับไปลงทุนต่อที่สหรัฐฯ มากกว่าแบ่งจ่ายกลับไปบริษัทแม่ แต่มีโอกาสถูกถอนทุนบางส่วน ก่อนกฎหมายจะบังคับใช้

SCB WEALTH | BlackRock

Much to Rebalance

If the US taxes foreign capital, there's massive scope for repatriation



Source: International Monetary Fund, Bloomberg (data as of 3 Jun 2025), SCB CIO

Foreign holdings of USTs

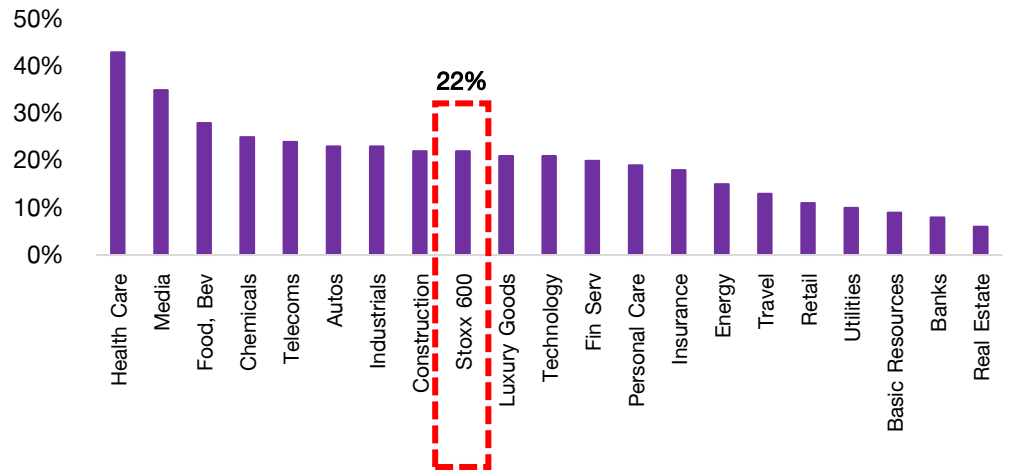
Section 899 has impact for global investors in US fixed income

Source: Federal Reserve, SCB CIO

3 ผลกระทบของร่างมาตรา 899 ต่อตลาดหุ้นยุโรป ที่มีสัดส่วนรายได้มาจากสหรัฐฯ

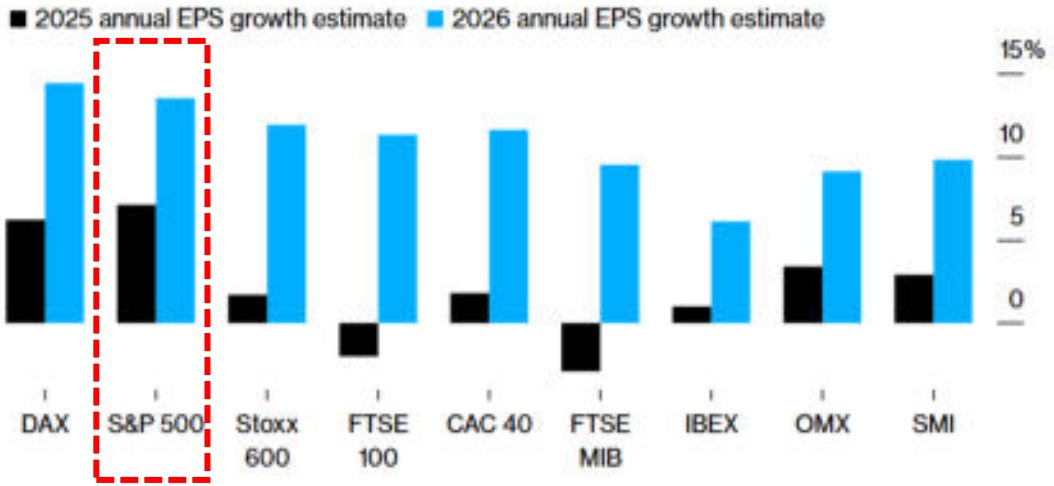
- ยุโรปถูกจัดอยู่ในกลุ่มประเทศที่สหรัฐฯ มองว่ามีการเก็บภาษีที่ไม่เป็นธรรม คาดว่า จะได้รับผลกระทบจากมาตรา 899 ในระยะเวลา 4 ปี ประกอบด้วย 1) ภาษีนิติบุคคล (Active Income) จากบริษัทย่อยของยุโรปในสหรัฐฯ ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มจาก 21% เป็น 41% และ 2) ภาษีจากรายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผลจากการลงทุนในสหรัฐฯ จาก 30% เป็น 50% โดยบริษัทในยุโรปที่มีรายได้จากสหรัฐฯ สูง แต่มีผู้ถือหุ้นชาวอเมริกันน้อยกว่า 50% อาจได้รับผลกระทบทางกำไรอย่างมีนัยสำคัญ
- แม้ว่าสัดส่วนรายได้ที่มาจากสหรัฐฯ ของบริษัทในดัชนี STOXX 600 จะคิดเป็น 22% ของรายได้ทั้งหมด แต่มีเพียง 30 บริษัทที่มีสัดส่วนรายได้จากสหรัฐฯ มากกว่า 50% หรือคิดเป็นเพียงประมาณ 8.4% ของมูลค่าตลาดทั้งหมด โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด คือ กลุ่ม Healthcare, Media และ Food & Beverage ตามลำดับ ดังนั้นเรามองว่าผลกระทบจากมาตรการภาษีดังกล่าว ต่อตลาดหุ้นยุโรป น่าจะเป็นไปอย่างจำกัด
- SCB CIO ยังมีมุมมองบวกต่อตลาดหุ้นยุโรป จากแรงหนุนของนโยบายการคลังที่เพิ่มขึ้นในการกระตุ้นเศรษฐกิจของเยอรมัน เช่น การลดหย่อนภาษีนิติบุคคล 30% สำหรับการใช้จ่ายด้านการลงทุนในปี 2025-2027 โดยผลบวกจากนโยบายการคลัง จะส่งผลชัดเจนในปี 2026 ซึ่งตลาดคาดว่า EPS จะปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 12%YoY

US Sales Exposure by sector



Source:: FactSet

Consensus annual EPS growth in 2025-2026



Source: Bloomberg (data as of June 2025)

คำชี้แจงที่สำคัญ (Disclaimer)

SCB WEALTH | BlackRock

1. ภายใต้บังคับของคำชี้แจงที่สำคัญฉบับนี้ “เอกสาร” หมายความรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงเอกสารในรูปแบบกระดาษ ตลอดจนเอกสารในรูปแบบ ข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ เช่น จดหมายอิเล็กทรอนิกส์ โทรสาร ข้อความเสียง ภาพ หรือ เอกสารในรูปแบบอื่นใดที่สื่อความหมายได้โดยสภาพของสิ่งนั้นเองหรือโดยผ่านวิธีการใดๆ
2. เอกสารนี้เป็นเพียงการเสนอแนะทางเลือกในการลงทุน โดยมิได้เป็นการจัดการการลงทุน เสนอขาย หรือเชื้อเชิญท่าน เพื่อให้ซื้อผลิตภัณฑ์หรือใช้บริการใดๆ ทั้งสิ้น ในกรณีที่ท่านประสงค์จะลงทุนในผลิตภัณฑ์การลงทุนอย่างใดอย่างหนึ่ง โดยเฉพาะ โปรดติดต่อผู้จัดการธุรกิจสัมพันธ์ หรือเจ้าหน้าที่การตลาดของธนาคาร เพื่อรับการนำเสนอผลิตภัณฑ์การลงทุนนั้นๆ ซึ่งรวมถึงคำอธิบายความเสี่ยงในการลงทุน ค่าธรรมเนียม และค่าใช้จ่าย รวมถึงผลการดำเนินงานที่ผ่านมา (ถ้ามี) ที่อาจมีผลต่อการตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ไม่ว่ากรณีใดๆ ผลการดำเนินงานในอดีต มิได้เป็นการรับประกันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต และผลการดำเนินงานในอนาคต อาจไม่เป็นไปตามที่ได้คาดการณ์ไว้ ซึ่งขึ้นอยู่กับภาวะทางเศรษฐกิจ ภาวะตลาด และปัจจัยอื่นๆ ประกอบด้วย
3. แม้ว่าข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ เป็นข้อมูลที่ได้มาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ก็ตาม แต่ทั้งนี้ข้อมูลดังกล่าวอาจจะไม่ถูกต้อง หรือไม่ครบถ้วน หรือไม่สมบูรณ์ หรืออาจมีการเปลี่ยนแปลงไปแล้ว และเอกสารนี้ไม่อาจใช้เป็นหลักฐานอ้างอิง หรือใช้เป็นเอกสารประกอบการทำธุรกรรมใดๆ ได้ โดยธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร และ/หรือ BlackRock ไม่ได้รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน และความสมบูรณ์ของข้อมูลในเอกสารดังกล่าว และจะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลในเอกสารดังกล่าว ไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งนี้ หากมีข้อมูลใด ในเอกสารไม่ถูกต้อง โปรดแจ้งให้ผู้จัดการธุรกิจสัมพันธ์ของธนาคารทราบ เพื่อพิจารณาปรับปรุงข้อมูลดังกล่าวตามที่เห็นสมควรต่อไป
4. การลงทุนมิใช่การฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์ จึงไม่ได้รับความคุ้มครองจากสถาบันคุ้มครองเงินฝาก หรือองค์กรอื่นใดของรัฐบาล ทั้งนี้ ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร ไม่มีภาระผูกพันและไม่รับประกัน ในการลงทุนใดๆ แม้ว่า ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร จะเป็นผู้จำหน่ายผลิตภัณฑ์การลงทุนนั้นก็ตาม ทั้งนี้ การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนอาจได้รับเนลงทุนคืนน้อยกว่าเงินลงทุนเริ่มแรกก็ได้
5. ตัวเลข และ/หรือ จำนวนใดๆ ที่ปรากฏในเอกสารนี้ เป็นเพียงประมาณการของข้อมูลทางการเงิน ณ วันที่จัดทำเอกสารนี้เท่านั้น ทั้งนี้ ประมาณการของข้อมูลทางการเงินดังกล่าว อาจคลาดเคลื่อนหรือแตกต่างจากข้อเท็จจริงที่มีอยู่ได้
6. เอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้น หรือจัดส่งให้แก่บุคคลใดๆ นอกเหนือจากบุคคลตามที่ได้ระบุชื่อไว้โดยชัดแจ้งในเอกสารนี้เท่านั้น หากบุคคลใดๆ ซึ่งมิใช่บุคคลตามที่ได้ระบุชื่อไว้โดยชัดแจ้งในเอกสารนี้ นำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ และ/หรือ บุคคลอื่นใดที่เกี่ยวข้องละเมิดข้อมูลส่วนบุคคล และต้องมีโทษ ตลอดจนความรับผิดชอบตามกฎหมาย รวมถึงจะต้องมีความรับผิดในความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นต่อธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร และ/หรือ บุคคลตามที่ได้ระบุชื่อไว้ในเอกสารนี้ และ/หรือ บุคคลอื่นใดที่เกี่ยวข้อง
7. ธนาคารได้จัดทำเอกสารนี้ขึ้นโดยนำบทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) และ/หรือ บทวิเคราะห์ของบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBAM”) และ/หรือ บริษัทอื่นใดตามที่ธนาคารเห็นสมควร มาระบุไว้ในเอกสารนี้ เพื่อให้มุมมองการลงทุนทั่วไปของในตลาดแก่ลูกค้าของธนาคารเท่านั้น โดยไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเกี่ยวกับสถานการณ์ทางการเงินที่เฉพาะเจาะจง หรือตอบสนองความต้องการของท่านหรือลูกค้าคนใดคนหนึ่งของธนาคาร ตลอดจนไม่ได้รับประกันเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ ภายหลังจากที่ท่านได้ศึกษาเอกสารนี้แล้ว ท่านควรระมัดระวังว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ใดๆ จะมีความเสี่ยงเข้ามาเกี่ยวข้อง ซึ่งอาจทำให้ท่านได้รับกำไรหรือขาดทุน บางส่วนหรือทั้งหมด ของเงินลงทุน ทั้งนี้ ท่านต้องใช้ความระมัดระวังด้วยวิจารณญาณของตนเอง และท่านต้องรับผิดชอบในความเสี่ยงต่างๆ ที่อาจเกิดขึ้นด้วยตนเองแต่ผู้เดียว
8. สำหรับประเด็นทางภาษี ท่านต้องขอความเห็นหรือคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางภาษีของท่านเองโดยตรง ทั้งนี้ ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคารไม่มีหน้าที่ให้ความเห็นหรือคำแนะนำใดๆ ในประเด็นทางภาษี และหากธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร มีการให้ข้อมูลใดที่เกี่ยวข้องกับประเด็นทางภาษี จะไม่ถือว่าข้อมูลดังกล่าว เป็นความเห็นหรือคำแนะนำในประเด็นทางภาษีแต่อย่างใด โดยธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร จะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม
9. การคำนวณผลตอบแทนการลงทุนใดๆ ที่ปรากฏในเอกสารนี้ ถูกจัดทำขึ้นโดยอาศัยข้อมูลที่ธนาคารเก็บรวบรวมและมีอยู่ในระบบของธนาคารเท่านั้น อีกทั้งยังขึ้นอยู่กับข้อสมมติฐานหลายประการ นอกจากนี้ สูตรที่ใช้ในการคำนวณดังกล่าว เป็นสูตรที่ธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคารกำหนดขึ้นเพื่อความเหมาะสมในการแสดงอัตราผลตอบแทนการลงทุนของธนาคาร และ/หรือ บริษัทในเครือของธนาคาร ดังนั้น วิธีการคำนวณที่ใช้ในเอกสารนี้ จึงอาจเป็นวิธีที่แตกต่างจากวิธีที่ใช้คำนวณผลตอบแทนการลงทุนของสถาบันอื่นซึ่งทำให้ลูกค้าไม่สามารถนำผลการคำนวณดังกล่าว มาเปรียบเทียบกันได้ ดังนั้นลูกค้าแต่ละรายจะต้องวิเคราะห์และเปรียบเทียบผลตอบแทนการลงทุนของลูกค้าที่ได้จากสถาบันต่างๆ ด้วยตนเอง
10. ธนาคารอาจจะมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์เกี่ยวกับผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารเสนอแนะต่อท่านตามเอกสารนี้ (เช่น ธนาคารจะได้รับค่าตอบแทน สำหรับการทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์การลงทุนดังกล่าว และ/หรือบริษัทจัดการ ที่เป็นบริษัทในเครือของธนาคาร ทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุนที่ออกผลิตภัณฑ์การลงทุน และได้รับค่าธรรมเนียมสำหรับการบริหารจัดการกองทุน ที่ออกผลิตภัณฑ์การลงทุนดังกล่าว หรือกรณีอื่นใดที่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ เป็นต้น) ดังนั้นท่านควรใช้เอกสารนี้เป็นเพียงข้อมูลส่วนหนึ่งเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอย่างระมัดระวัง

แต่อย่างไรก็ตาม ธนาคารได้ให้ความสำคัญในการขจัดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ โดยกำหนดมาตรการในการป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ซึ่งรวมถึงการแบ่งแยกหน่วยงานต่างๆ ให้มีความเหมาะสม โดยธนาคารแยกหน่วยงานที่ทำหน้าที่เป็นผู้เสนอแนะผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารไม่มีส่วนได้เสียโดยตรง (เช่น ผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารทำหน้าที่เป็นผู้สนับสนุนการขายและรับซื้อคืนเพียงประการเดียว หรือกรณีอื่นใดที่ธนาคารไม่มีส่วนได้เสียโดยตรง เป็นต้น) ซึ่งในขณะนี้คือ หน่วยงาน CIO Office แต่ต่อไปอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามที่ธนาคารเห็นสมควรออกจากหน่วยงานที่ทำหน้าที่เป็นผู้เสนอแนะผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารมีส่วนได้เสียโดยตรง (เช่น ผลิตภัณฑ์การลงทุนที่ธนาคารทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์การลงทุนดังกล่าว หรือผลิตภัณฑ์การลงทุนของกองทุนที่บริหารจัดการโดยบริษัทจัดการที่เป็นบริษัทในเครือของธนาคาร หรือกรณีอื่นใดที่ธนาคารมีส่วนได้เสียโดยตรง ซึ่งในขณะนี้ คือ หน่วยงาน Segment Owner แต่ต่อไปอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามที่ธนาคารเห็นสมควร