

TISCO ESU Morning View December 16, 2025: ปัจจัยฐานะการเงินของภาคเอกชน สัญญาณในตลาด IPO ประกอบกับพฤติกรรมของนักลงทุน บ่งชี้ว่าการเติบโตของธีมการลงทุน AI ยังแตกต่างจากสมัยฟองสบู่ Dot-com เมื่อปี 2000 อย่างมาก



Morning View

Economic Strategy Unit (ESU)

Today's Data Releases

- ญี่ปุ่น, ยูโรโซน และสหรัฐฯ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ (Manufacturing and Services PMI) เบื้องต้น เดือน ธ.ค.
- ยูโรโซน: ดัชนีความเชื่อมั่นเศรษฐกิจจากสถาบัน ZEW (ZEW Survey Expectations) เดือน ธ.ค.
- สหรัฐฯ: การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Change in Nonfarm Payrolls), อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เดือน พ.ย. และยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ต.ค.

Key economic indicators

Data releases		Unit	Period	Mkt	Actual	Prev	Revised		
2025 December									
Mon 15	9:00	China	Retail Sales	% YoY	Nov	2.9%	1.3%	2.9%	
			Retail Sales (YTD)	% YoY	Nov	4.3%	4.0%	4.3%	
			Industrial Production	% YoY	Nov	5.0%	4.8%	4.9%	
			Industrial Production (YTD)	% YoY	Nov	6.0%	6.0%	6.1%	
			Fixed Assets Ex Rural	% YoY	Nov	-2.3%	-2.6%	-1.7%	
	9:00	Eurozone	Property Investment	% YoY	Nov	-15.4%	-15.9%	-14.7%	
			Residential Property Sales YTD	% YoY	Nov	--	-11.2%	-9.4%	
	17:00	Eurozone	Industrial Production	% MoM	Oct	0.8%	0.8%	0.2%	
			Industrial Production	% YoY	Oct	1.9%	2.0%	1.2%	
	20:30	US	Empire Manufacturing	Index	Dec	10.0	-3.9	18.7	
			NAHB Housing Market Index	Index	Dec	39.0	39.0	38.0	
	Today	7:30	Japan	S&P Global Japan PMI Composite	Index	Dec P	--	51.5	52.0
				S&P Global Japan PMI Mfg	Index	Dec P	--	49.7	48.7
				S&P Global Japan PMI Services	Index	Dec P	--	52.5	53.2
		15:15	France	HCOB France Manufacturing PMI	Index	Dec P	48.1	--	47.8
HCOB France Service PMI				Index	Dec P	51.1	--	51.4	
HCOB France Composite PMI				Index	Dec P	50.2	--	50.4	
15:30		Germany	HCOB Germany Manufacturing PMI	Index	Dec P	48.6	--	48.2	
			HCOB Germany Services PMI	Index	Dec P	53.0	--	53.1	
			HCOB Germany Composite PMI	Index	Dec P	52.4	--	52.4	
16:00		Eurozone	HCOB Eurozone Manufacturing PMI	Index	Dec P	49.9	--	49.6	
			HCOB Eurozone Services PMI	Index	Dec P	53.3	--	53.6	
			HCOB Eurozone Composite PMI	Index	Dec P	52.6	--	52.8	
16:30		UK	S&P Global UK Services PMI	Index	Dec P	51.6	--	51.3	
			S&P Global UK Manufacturing PMI	Index	Dec P	50.3	--	50.2	
			S&P Global UK Composite PMI	Index	Dec P	51.5	--	51.2	
17:00	Germany	ZEW Survey Expectations	Index	Dec	38.4	--	38.5		
		ZEW Survey Current Situation	Index	Dec	-80.0	--	-78.7		
20:30	US	Core CPI YoY	Index	Dec	--	--	25.0		
		Change in Nonfarm Payrolls	Persons	Nov	50k	--	--		
		Unemployment Rate	%	Nov	4.5%	--	--		
		Underemployment Rate	%	Nov	--	--	--		
		Retail Sales Advance	% MoM	Oct	0.1%	--	0.2%		
		Retail Sales ex Auto	% MoM	Oct	0.2%	--	0.3%		
		Retail Sales ex Auto and Gas	% MoM	Oct	0.4%	--	0.1%		
		Retail Sales Control Grop	% MoM	Oct	0.4%	--	-0.1%		
		S&P Global Manufacturing PMI	Index	Dec P	52.1	--	52.2		
		S&P Global Services PMI	Index	Dec P	49.8	--	49.5		
21:45	Eurozone	S&P Global Composite PMI	Index	Dec P	53.9	--	54.2		
		Business Inventories	% MoM	Sep	0.1%	--	0.0%		

* P = Prelim, * A = Advance, * F = Final

■ better than mkt

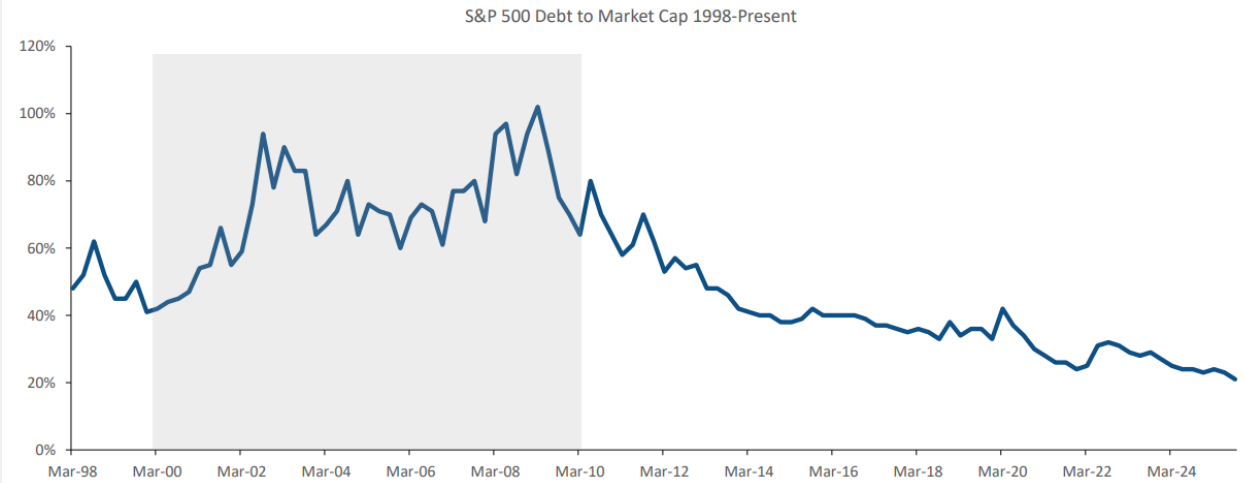
■ worse than mkt

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

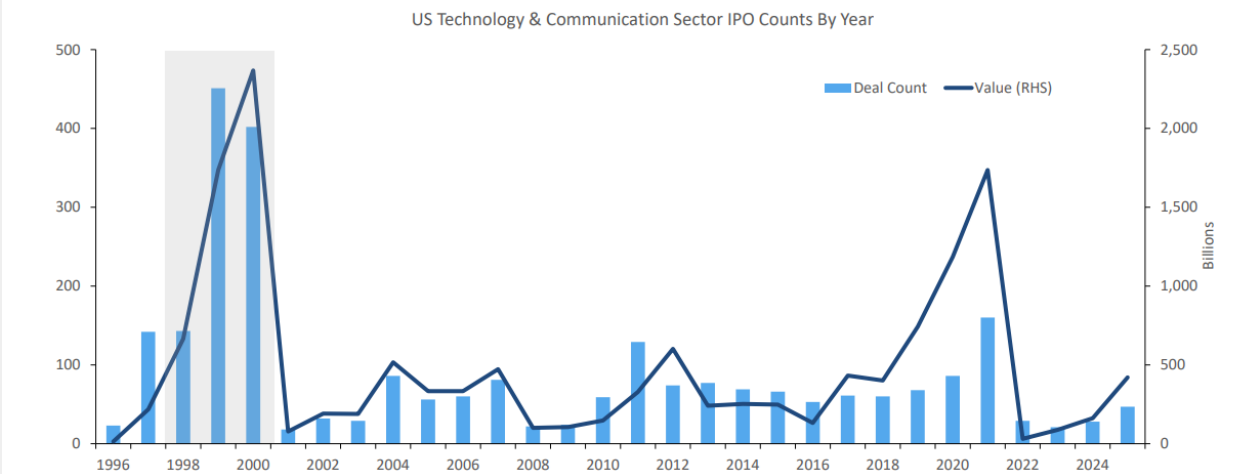
รายงานฉบับนี้ไม่ได้ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

ปัจจัยฐานะการเงินของภาคเอกชน สัญญาณในตลาด IPO ประกอบกับพฤติกรรมของนักลงทุน บ่งชี้ว่าการเติบโตของอีเอ็มการลงทุน AI ยังแตกต่างจากสมัยฟองสบู่ Dot-com เมื่อปี 2000 อย่างมาก

Unlike the debt-driven exuberance of the internet bubble, the current AI boom rests on strong corporate balance sheets and abundant liquidity rather than a leverage-fueled one



The low level of IPO activity suggests that today's market rally is not being driven by speculative mania or widespread FOMO as in past bubbles. Investor sentiment and corporate behavior are far less dependent on hope and hype



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

- การปรับตัวขึ้นของหุ้นเทคโนโลยีและกลุ่ม AI อย่างร้อนแรงตั้งแต่ปลายปี 2022 ที่ ChatGPT เปิดตัวสู่สาธารณชน กลายเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญของตลาดหุ้นโลกยาวนานมาจนถึงปัจจุบัน ทำให้เริ่มเกิดความกังวลว่ากระแสการลงทุนในอุตสาหกรรม AI ได้กลายเป็นฟองสบู่รอบใหม่ และเสี่ยงที่จะเกิดภาวะฟองสบู่แตกจนกลายเป็นวิกฤติซ้ำรอยกับวิกฤติฟองสบู่ Dot-com
- อย่างไรก็ดี ด้วยโครงสร้างตลาดในปัจจุบันที่แตกต่างจากยุค Dot-com อย่างมีนัย ทั้งในด้านฐานะการเงินของบริษัท ความร้อนแรงของตลาด IPO และพฤติกรรมนักลงทุนในตลาดหุ้น ทำให้เราประเมินว่าภาวะความคาดหวังที่สูงเกินจริงอย่างมาก (Exuberance) ยังไม่ได้เกิดขึ้นในปัจจุบัน
- หากย้อนกลับไปช่วงปลายฟองสบู่ Dot-com (1999-2000) การเติบโตของตลาดถูกขับเคลื่อนด้วยหนี้เป็นหลัก บริษัทเทคโนโลยีจำนวนมากเร่งกู้ยืมเพื่อขยายกิจการ ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของ S&P 500 (Debt-to-

Market Cap) พุ่งขึ้นเกินกว่า 40-50% และสัดส่วนหนี้ต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี และค่าเสื่อม (Debt-to-EBITDA) สูงถึง 4.9 เท่า ส่งผลให้ภาครัฐก็มีความเปราะบางสูงต่อความผันผวนของตลาดอย่างมาก

- ขณะที่ในปัจจุบัน ภาคเอกชนได้ผ่านกระบวนการลดภาระหนี้ (Debt deleveraging) มาต่อเนื่องหลายปี ส่งผลให้สัดส่วน Debt-to-Market Cap ของบริษัทใน S&P 500 ลดลงเหลือเพียงราว 20% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวอย่างมีนัย ขณะที่ Debt-to-EBITDA เองก็ลดลงเหลือประมาณ 3.5 เท่า สะท้อนว่าการเติบโตของบริษัทขับเคลื่อนด้วยกำไรและเงินสด มากกว่าการพึ่งพาการก่อหนี้
- อีกหนึ่งความแตกต่างสำคัญคือกิจกรรม IPO ที่ยังอยู่ในระดับต่ำมากเมื่อเทียบกับความมั่งคั่งในยุค Dot-com ซึ่งมีจำนวนบริษัทเทคโนโลยีเข้าสู่ตลาดสูงกว่าปีละ 400-500 บริษัทต่อปี ในปี 1999-2000 คิดเป็นมูลค่ากว่าปีละ 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนที่กระจายออกเป็นวงกว้าง และพร้อมลงทุนกับบริษัทเกิดใหม่จำนวนมาก ขณะที่ในปี 2025 จำนวนบริษัทที่เข้าสู่ตลาด IPO ในกลุ่มเทคโนโลยีและสื่อสารของสหรัฐฯ มีเพียง 47 ตีล คิดเป็นมูลค่าเพียงประมาณ 5 แสนล้านดอลลาร์เท่านั้น สะท้อน Sentiment ของนักลงทุนที่โดยหลักแล้วยังคงความมั่นใจอยู่กับบริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่ที่มีผลประกอบการเป็นที่ประจักษ์ มากกว่าจะเป็นกระแส FOMO (Fear-Of-Missing-Out) ที่พร้อมจะเก็งกำไรกับบริษัทเกิดใหม่
- ด้วยปัจจัยดังกล่าว ประกอบกับการเคลื่อนไหวของตลาดที่เกิดการหมุนเวียนของเงินทุนสู่อุตสาหกรรมอื่น ๆ อยู่เป็นระยะ เมื่อหุ้นเทคโนโลยีมีความมั่งคั่งจน Valuation ดึงตัวเกินไป ทำให้เรามองการปรับตัวขึ้นของหุ้นเทคโนโลยีและ AI ในรอบนี้ไม่ใช่ฟองสบู่ที่พองขึ้นด้วยหนี้ ทว่าเป็นการเติบโตบนพื้นฐานของพัฒนาการเทคโนโลยี ด้วยฐานะการเงินที่แข็งแกร่งของบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งมีกระแสเงินสดสูง แตกต่างจากยุค Dot-com อย่างชัดเจน

TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Direct line: (66) 2633 6488

Email: esu@tisco.co.th

Disclaimer

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