

TISCO ESU Morning View September 26, 2025: การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) เข้าสู่ช่วงที่มีความท้าทายมากขึ้น หลังเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น ขณะเดียวกัน ตลาดแรงงานเองก็กำลังชะลอตัวลง



Morning View

Economic Strategy Unit (ESU)

Today's Data Releases

- ญี่ปุ่น: ดัชนีราคาผู้บริโภคกรุงโตเกียว (Tokyo CPI) เดือน ก.ย.
- ยูโรโซน: คาดการณ์เงินเฟ้อโดย ECB ระยะ 1 ปี และ 3 ปี (ECB 1-year and 3-year Inflation Expectations) เดือน ส.ค.
- สหรัฐ: ดัชนีรายจ่ายเพื่อการบริโภคส่วนบุคคล (PCE), รายได้ส่วนบุคคล (Personal Income), การใช้จ่ายส่วนบุคคล (Personal Spending), ปริมาณสินค้าคงคลังภาคการค้าส่ง (Wholesale Inventories) เบื้องต้น เดือน ส.ค. และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคของมหาวิทยาลัยมิชิแกน (U. of Mich. Sentiment) เดือน ก.ย.

Key economic indicators

Data releases					Unit	Period	Mkt	Actual	Prev	Revised
2025 September										
Today	Thu 25	6:50	Japan	PPI Services	% YoY	Aug	2.9%	2.7%	2.9%	2.6%
		11:00	Eurozone	New Car Registrations	% YoY	Aug	--	5.3%	7.4%	--
		13:00	Germany	GfK Consumer Confidence	Index	Oct	-23.3	-22.3	-23.6	-23.5
		19:30	US	GDP Annualized	% QoQ	2Q T	3.3%	3.8%	3.3%	--
		19:30		Wholesale Inventories	% MoM	Aug P	0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%
		19:30		Durable Goods Orders	%	Aug P	-0.3%	2.9%	-2.8%	-2.7%
		19:30		Initial Jobless Claims	Persons	Sep-20	233k	218k	231k	232k
		19:30		Continuing Claims	Persons	Sep-13	1932k	1926k	1920k	1928k
		21:00		Existing Home Sales	Units	Aug	3.95m	4.00m	4.01m	--
		21:00		Existing Home Sales	% MoM	Aug	-1.5%	-0.2%	2.0%	--
		26	6:30	Japan	Tokyo CPI	% YoY	Sep	2.8%	2.5%	2.6%
	6:30		Tokyo CPI Ex-Fresh Food		% YoY	Sep	2.8%	2.5%	2.5%	--
	6:30		Tokyo CPI Ex Fresh Food, Energy		% YoY	Sep	2.9%	2.5%	3.0%	--
	14:00		Spain	GDP	% QoQ	2Q F	0.7%	--	0.7%	--
	14:00			GDP	% YoY	2Q F	2.8%	--	2.8%	--
	15:00		Eurozone	ECB 1 Year CPI Expectations	%	Aug	2.5%	--	2.6%	--
	15:00			ECB 3 Year CPI Expectations	%	Aug	2.4%	--	2.5%	--
	19:30		US	Personal Income	%	Aug	0.3%	--	0.4%	--
	19:30			Personal Spending	%	Aug	0.5%	--	0.5%	--
	19:30			PCE Price Index YoY	%	Aug	2.7%	--	2.6%	--
	19:30			Core PCE Price Index MoM	%	Aug	0.2%	--	0.3%	--
	19:30			Core PCE Price Index YoY	%	Aug	2.9%	--	2.9%	--
	21:00	U. of Mich. Sentiment		Index	Sep F	55.4	--	55.4	--	
				* P = Prelim, * A=Advance, * F=Final,	■ better than mkt	■ worse than mkt				

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

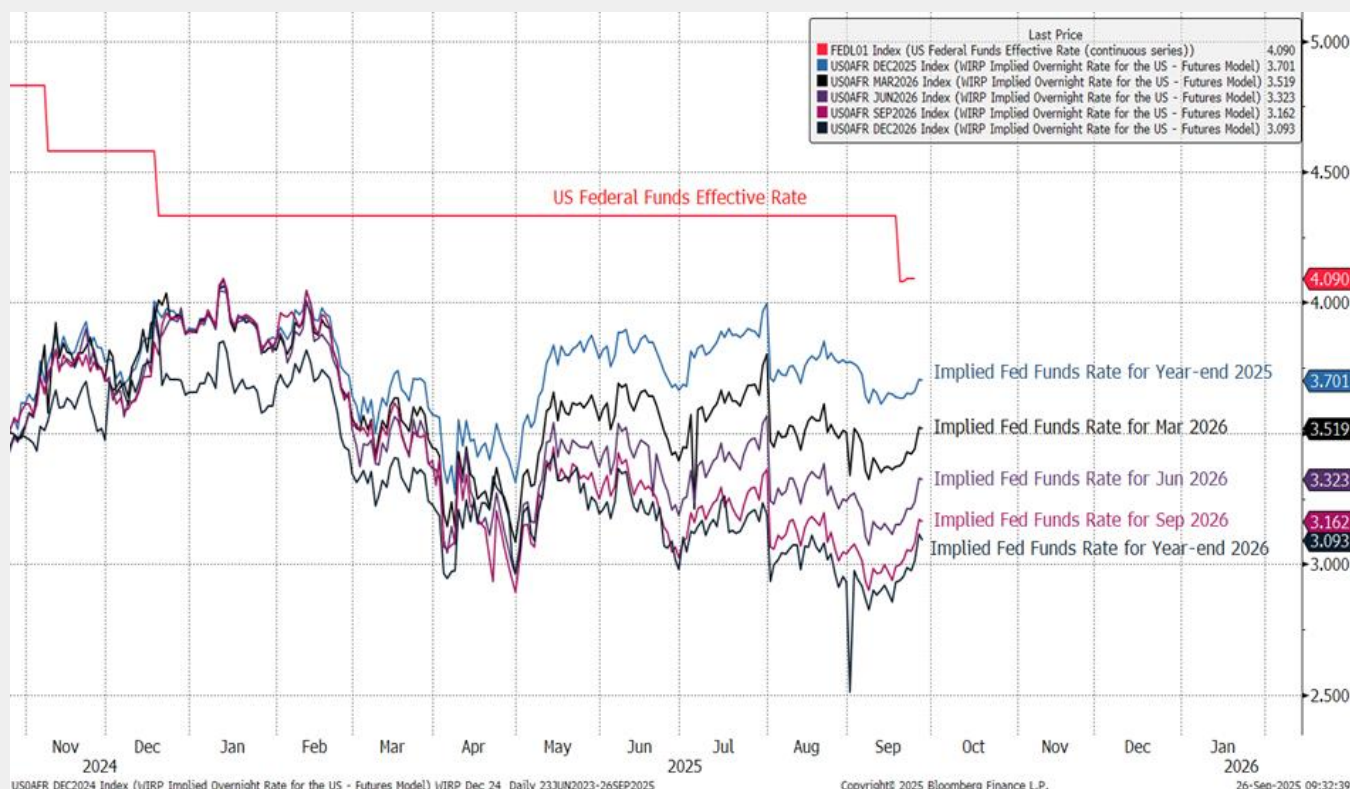
■ better than mkt

■ worse than mkt

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

การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) เข้าสู่ช่วงที่มีความท้าทายมากขึ้น หลังเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น ขณะเดียวกัน ตลาดแรงงานเองก็กำลังชะลอตัวลง

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว



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

- การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) เข้าสู่ช่วงที่มีความท้าทายมากขึ้น หลังเงินเฟ้อมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นและทรงตัวสูงกว่าเป้าหมายของ Fed ที่ 2.0% ในระยะข้างหน้า ขณะเดียวกัน ตลาดแรงงานเองก็กำลังชะลอตัวลง ซึ่งปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้คณะกรรมการนโยบายการเงินเริ่มมีมุมมองที่เบี่ยงเบนออกจากกันในมิติของการกำหนดจุดยืนด้านนโยบายการเงินในระยะข้างหน้า สะท้อนผ่านการให้สัมภาษณ์ในช่วงที่ผ่านมา โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้
 - ประธาน Fed สาขา St. Louis: นาย Alberto Musalem กล่าวว่า เขาสนับสนุนการลดดอกเบี้ยลง -25bps ในการประชุมรอบที่ผ่านมา เพื่อกันไม่ให้ตลาดแรงงานอ่อนตัวลงไปมากกว่านี้ (“against further weakening”) อย่างไรก็ตาม ช่องว่างสำหรับการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมอาจมีค่อนข้างจำกัด (“there is limited room for easing further”)
 - ประธาน Fed สาขา San Francisco: นาง Mary Daly กล่าวว่า Fed มีแนวโน้มจะผ่อนปรนจุดยืนทางนโยบายการเงินเพิ่มเติม และระบุว่าเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นน้อยกว่าที่กรรมการนโยบายการเงินคาดการณ์ไว้ในช่วงก่อน อย่างไรก็ตาม นาง Daly กล่าวเพิ่มเติมว่า ตลาดแรงงานชะลอตัวลงแต่ยังไม่อ่อนแอ (“while the labor market had slowed, it's not weak right now”) และเศรษฐกิจยังไม่เสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอย
 - ประธาน Fed สาขา Chicago: นาย Austan Goolsbee กล่าวว่า อาจไม่สมควรที่ Fed จะเร่งการลดดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า (“uncomfortable with overly frontloading a lot of rate cuts”)

- เพียงเพราะคาดว่า เงินเฟ้อจะเป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว นอกจากนี้ ยังระบุอีกว่า ข้อมูลตลาดแรงงานที่ออกมาสะท้อนการชะลอเพียงเล็กน้อยเท่านั้น (“mild cooling”)
- ผู้ว่าการธนาคารกลางสหรัฐ (Federal Reserve Governor): นาง Michelle Bowman กล่าวว่า เนื่องจากสถานะตลาดแรงงานที่ปรับแย่ลงมาต่อเนื่องหลายเดือน คณะกรรมการนโยบายการเงินควรจะดำเนินนโยบายอย่างเด็ดขาดและเป็นในลักษณะเชิงรุก (“to act decisively and proactively”) เพื่อป้องกันความเสี่ยงด้านต่ำของตลาดแรงงาน
 - ผู้ว่าการธนาคารกลางสหรัฐ (Federal Reserve Governor): นาย Stephen Miran กล่าวว่า ระดับดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลาง (“natural rate of interest”) ปรับตัวลดลงในปีนี้ ส่งผลให้นโยบายการเงินของ Fed ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ตึงตัวมาก (“well into restrictive territory”) และด้วยการคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับที่ตึงตัวเกินไปเสี่ยงต่อการเห็นการเลิกจ้างแรงงานอย่างไม่จำเป็นและอัตราการว่างงานที่เพิ่มสูงขึ้น (“risks unnecessary layoffs and higher unemployment”)
 - โดยสรุป กรรมการนโยบายการเงินเริ่มให้น้ำหนักกับปัจจัยทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกันมากขึ้น ซึ่งบางส่วนกังวลเรื่องเงินเฟ้อ ขณะที่บางส่วนเป็นกังวลกับตลาดแรงงาน และอีกส่วนให้น้ำหนักกับระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เป็นกลาง ซึ่งสะท้อนความท้าทายในการกำหนดจุดยืนด้านอัตราดอกเบี้ยในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ แม้ Fed จะระบุผ่าน Dot Plot ว่าจะลดดอกเบี้ยเพิ่มอีก -50bps ในการประชุมรอบที่เหลือของปี แต่ตลาดการเงินหลังรับรู้ข้อมูลการให้สัมภาษณ์ของกรรมการและข้อมูลเศรษฐกิจต่างๆ ยังให้น้ำหนักราว ~50% เท่านั้นที่ Fed จะลดดอกเบี้ยลงตามการสื่อสารผ่าน Dot Plot
 - ในกรณีฐาน เรายังให้น้ำหนักว่า Fed จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกครั้ง (-25bps) ในการประชุมที่เหลือของปี 2025F แต่ความเสี่ยงโน้มไปทางด้านต่ำหากเครื่องชี้ตลาดแรงงานยังคงรายงานออกไปต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ จากเงินเฟ้อมีแนวโน้มสูงกว่าระดับเป้าหมาย 2.0% ต่อเนื่อง ขณะที่โครงสร้างตลาดแรงงานกำลังเปลี่ยนแปลงไป โดยอุปสงค์แรงงานชะลอตัวลงพร้อมกับอุปทานแรงงาน ส่งผลให้การเพิ่มขึ้นของอัตราการว่างงานนั้นค่อนข้างจำกัด ส่วนเครื่องชี้ภาวะตลาดแรงงาน อาทิ อัตราการลาออกแบบสมัครใจ ความคิดเห็นของภาคธุรกิจและครัวเรือนเกี่ยวกับสถานะตลาดแรงงาน และอื่นๆ บ่งชี้ภาพการชะลอแบบค่อยเป็นค่อยไปเท่านั้น
- ต่างการตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่ชะลอตัวลงอย่างฉับพลันในช่วงที่ผ่านมา ทั้งหมดนี้สะท้อนให้เห็นว่า เฟดยังจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินอย่างระมัดระวัง เพื่อรักษาสมดุลระหว่างการควบคุมเงินเฟ้อและการสนับสนุนตลาดแรงงาน

A Week Ahead

- **วันจันทร์**
 - สหรัฐฯ: ยอดขายบ้านที่รอดำเนินการ (Pending Home Sales) เดือน ส.ค. และดัชนีภาคการผลิตโดยเฟดสาขาดีลล์ (Dallas Fed Manufacturing Activity) เดือน ก.ย.
 - เยอรมนี: ยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค.
- **วันอังคาร**
 - ญี่ปุ่น: ผลผลิตภาคอุตสาหกรรม (Industrial Production) เบื้องต้น เดือน ส.ค. และยอดค้าปลีก (Retail Sales) เดือน ส.ค.
 - จีน: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต (Manufacturing and Non-Manufacturing PMI) เดือน ก.ย.
 - ไทย: รายงานตัวเลขเศรษฐกิจประจำเดือน ส.ค. โดยธนาคารแห่งประเทศไทย
 - สหรัฐฯ: ดัชนีราคาที่อยู่อาศัย (FHFA House Price Index) เดือน ก.ค., ตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่จาก JOLTS (JOLTS Job Openings) เดือน ส.ค. และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน ก.ย.
- **วันพุธ**
 - ญี่ปุ่น, ยูโรโซน และสหรัฐฯ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (Manufacturing and Services PMI) เดือน ก.ย.
 - ไทย: ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (Business Sentiment Index) เดือน ก.ย.
 - ยูโรโซน: ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) เบื้องต้น เดือน ก.ย.
 - สหรัฐฯ: รายงานปริมาณการยื่นขอสินเชื่อที่อยู่อาศัย (MBA Mortgage Applications) สิ้นสุดสัปดาห์ ณ วันที่ 26 ก.ย.
- **วันพฤหัสบดี**
 - ยูโรโซน: อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เดือน ส.ค.
 - สหรัฐฯ: ยอดขอรับสวัสดิการว่างงานครั้งแรก (Initial Jobless Claims) สิ้นสุดสัปดาห์ ณ วันที่ 27 ก.ย. และยอดคำสั่งซื้อสินค้าคงทน (Durable Goods Orders) เดือน ส.ค.
- **วันศุกร์**
 - ญี่ปุ่น, ยูโรโซน และสหรัฐฯ: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (Services PMI) เดือน ก.ย.
 - ยูโรโซน: ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) เดือน ส.ค.
 - สหรัฐฯ: การจ้างงานนอกภาคการเกษตร (Change in Nonfarm Payrolls), อัตราการว่างงาน (Unemployment Rate) เดือน ก.ย.

Data releases				Unit	Period	Mkt	Prev			
2025 September										
Mon	29	21:00	US	Pending Home Sales	% MoM	Aug	0.1%	-0.4%		
		21:00		Pending Home Sales	% YoY	Aug	--	0.3%		
		21:30		Dallas Fed Manufacturing Activity	Index	Sep	--	-1.8		
				Germany	Retail Sales	% MoM	Aug	--	-1.5%	
		Retail Sales NSA	% YoY		Aug	--	2.3%			
Tue	30	6:50	Japan	Industrial Production	% MoM	Aug P	-0.8%	-1.2%		
		6:50		Industrial Production	% YoY	Aug P	-0.5%	-0.4%		
		6:50		Retail Sales	% MoM	Aug	1.1%	-1.6%		
		8:30	China	Manufacturing PMI	Index	Sep	49.6	49.4		
		8:30		Non-manufacturing PMI	Index	Sep	--	50.3		
		8:30		RatingDog China PMI Composite	Index	Sep	--	51.9		
		8:45		RatingDog China PMI Services	Index	Sep	--	53		
		8:45		RatingDog China PMI Mfg	Index	Sep	--	50.5		
		13:00	UK	GDP	% QoQ	2Q F	--	0.3%		
		13:00		GDP	% YoY	2Q F	--	1.2%		
		13:45	France	Consumer Spending	% MoM	Aug	--	-0.3%		
		13:45		CPI EU Harmonized	% MoM	Sep P	--	0.5%		
		14:00	Thailand	BoP Current Account Balance	USD, bn	Aug	--	\$2200m		
		14:30		Exports	% YoY	Aug	--	9.7%		
		14:30		Exports	USD, m	Aug	--	\$28076m		
		14:30		Imports	% YoY	Aug	--	4.5%		
		14:30		Imports	USD, m	Aug	--	\$25562m		
		14:30		Trade Balance	USD, bn	Aug	--	\$2514m		
		14:55	Germany	Unemployment Claims Rate	%	Sep	--	6.3%		
		19:00		CPI EU Harmonized	% MoM	Sep P	--	0.1%		
		19:00		CPI EU Harmonized	% YoY	Sep P	--	2.1%		
		20:00	US	FHFA House Price Index	% MoM	Jul	--	-0.2%		
		20:00		S&P Cotality CS 20-City MoM SA	% MoM	Jul	-0.1%	-0.3%		
		20:00		S&P Cotality CS 20-City YoY NSA	% YoY	Jul	--	2.1%		
		20:45		MNI Chicago PMI	Index	Sep	--	41.5		
		21:00		JOLTS Job Openings	Thousands	Aug	7100k	7181k		
				Consumer Confidence	Index	Sep	95.8	97.4		
		2025 October								
		Wed	1	7:30	Japan	S&P Global Japan PMI Mfg	Index	Sep F	--	48.4
				14:15	Spain	HCOB Spain Manufacturing PMI	Index	Sep	--	54.3
14:30	Thailand			Business Sentiment Index	Index	Sep	--	47.5		
14:45	Italy			HCOB Italy Manufacturing PMI	Index	Sep	--	50.4		
14:50	France			HCOB France Manufacturing PMI	Index	Sep F	--	48.1		
14:55	Germany			HCOB Germany Manufacturing PMI	Index	Sep F	--	48.5		
15:00	Eurozone			HCOB Eurozone Manufacturing PMI	Index	Sep F	--	49.5		
15:30	UK			S&P Global UK Manufacturing PMI	Index	Sep F	--	46.2		
16:00				CPI	% YoY	Sep P	--	2.0%		
16:00				CPI	% MoM	Sep P	--	0.1%		
16:00				Core CPI	% YoY	Sep P	--	2.3%		
18:00	US			MBA Mortgage Applications	%	Sep-26	--	0.6%		
19:15				ADP Employment Change	Persons	Sep	50k	54k		
20:45				S&P Global Manufacturing PMI	Index	Sep F	--	52		
21:00				ISM Manufacturing	Index	Sep	49.2	48.7		
21:00				Construction Spending	% MoM	Aug	-0.1%	-0.1%		
Thu	2			16:00	Greece	Unemployment Rate	%	Aug	--	8.0%
				16:00	Eurozone	Unemployment Rate	%	Aug	--	6.2%
		19:30	US	Initial Jobless Claims	Persons	Sep-27	--	218k		
		19:30		Continuing Claims	Persons	Sep-20	--	1926k		
		21:00		Durable Goods Orders	%	Aug F	--	2.9%		
Fri	3	7:30	Japan	S&P Global Japan PMI Composite	Index	Sep F	--	51.1		
		7:30		S&P Global Japan PMI Services	Index	Sep F	--	53		
		13:45	France	Industrial Production	% MoM	Aug	--	-1.1%		
		13:45		Industrial Production	% YoY	Aug	--	1.3%		
		14:15	Spain	HCOB Spain Services PMI	Index	Sep	--	53.2		
		14:15		HCOB Spain Composite PMI	Index	Sep	--	53.7		
		14:45	Italy	HCOB Italy Services PMI	Index	Sep	--	51.5		
		14:45		HCOB Italy Composite PMI	Index	Sep	--	51.7		
		14:50	France	HCOB France Service PMI	Index	Sep F	--	48.9		
		14:50		HCOB France Composite PMI	Index	Sep F	--	48.4		
		14:55	Germany	HCOB Germany Services PMI	Index	Sep F	--	52.5		
		14:55		HCOB Germany Composite PMI	Index	Sep F	--	52.4		
		15:00	Eurozone	HCOB Eurozone Services PMI	Index	Sep F	--	51.4		
		15:00		HCOB Eurozone Composite PMI	Index	Sep F	--	51.2		
		15:30	UK	S&P Global UK Services PMI	Index	Sep F	--	51.9		
		15:30		S&P Global UK Composite PMI	Index	Sep F	--	51		
		16:00	Eurozone	PPI	% MoM	Aug	--	0.4%		
		16:00		PPI	% YoY	Aug	--	0.2%		
		19:30	US	Change in Nonfarm Payrolls	Persons	Sep	50k	22k		
		19:30		Unemployment Rate	%	Sep	4.3%	4.3%		
		19:30		Underemployment Rate	%	Sep	--	8.1%		
20:45	S&P Global Services PMI	Index		Sep F	--	53.9				
20:45	S&P Global Composite PMI	Index		Sep F	--	53.6				
21:00		ISM Services Index	Index	Sep	52	52				

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