

# TIPS | July 2026

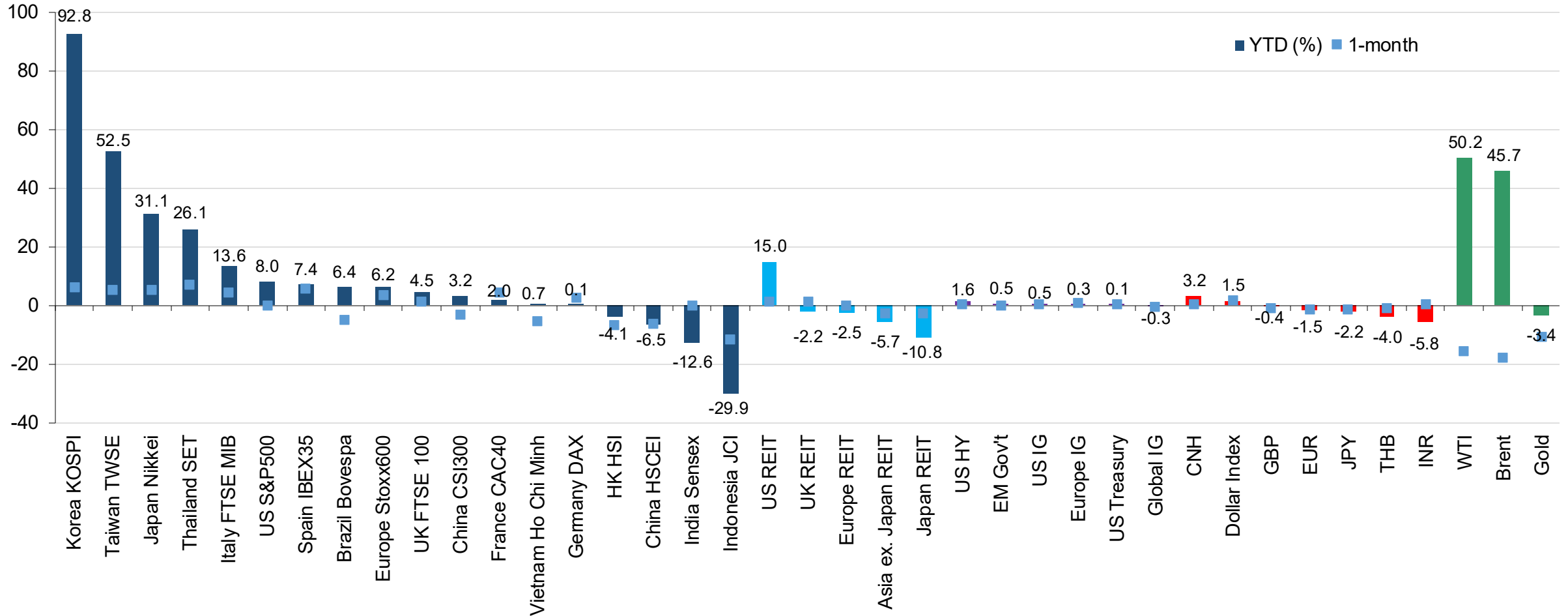
*TISCO Investment Portfolio Strategy*



# ตลาดเกิดใหม่ (ไม่รวมไต้หวันและเกาหลีใต้) ยังผันผวนต่อเนื่อง ท่ามกลางความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์และวิกฤตพลังงานที่ยืดเยื้อ



## Market Performance as of 12 June 2026



เตรียมเข้าสู่ภาวะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน (Higher-for-Longer) และวัฏจักรขาขึ้นระยะยาวของสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Supercycle)



Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
<b>Fixed Income</b>				
US Treasuries		● ●		ตลาดได้สะท้อนแนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินเชิงเข้มงวดของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ไปมากแล้ว
Global Bonds		●		อัตราผลตอบแทนมีความน่าสนใจมากขึ้น เนื่องจากตลาดได้สะท้อนการปรับลดอัตราดอกเบี้ยส่วนใหญ่สำหรับปี 2026 ไปแล้ว
<b>Equity Markets: Regions</b>				
US		● ●		เน้นลงทุนแบบคัดเลือกในกลุ่มธุรกิจที่เชื่อมโยงกับสินค้าโภคภัณฑ์ เพื่อช่วยกระจายความเสี่ยงจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังดำเนินอยู่
EM ex.China	●	● ●		มีความอ่อนไหวต่อผลกระทบจากราคาพลังงานสูง และการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐ
China		● ●		การเติบโตของสินค้าที่ซบเซา สะท้อนถึงการฟื้นตัวของการบินที่แข็งแกร่ง
Japan		● ●	●	ระมัดระวังมากขึ้น เนื่องจากระดับมูลค่าหุ้นได้สะท้อนความคาดหวังเชิงบวกต่ออุตสาหกรรมเทคโนโลยีฮาร์ดแวร์ไปมากแล้ว
Europe	●	● ●		เศรษฐกิจยุโรปยังคงเผชิญแรงกดดัน ท่ามกลางวิกฤตพลังงานที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น
<b>Equity Markets: Sectors and Styles</b>				
Energy		● ●	●	ความเสี่ยงต่อราคาพลังงานยังคงโน้มไปทางด้านสูง เนื่องจากตลาดยังไม่ได้สะท้อนความเป็นไปได้ของความขัดแย้งที่อาจยืดเยื้อเป็นเวลานานอย่างเต็มที่
Materials		● ●	●	ได้รับประโยชน์จากขาขึ้นของสินค้าโภคภัณฑ์ และความเสี่ยงด้านอุปทานจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์
<b>Alternative Investments</b>				
Gold		● ●	●	แม้จะเผชิญแรงกดดันระยะสั้นจากแนวโน้มดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง แต่ปัจจัยพื้นฐานระยะยาวยังคงแข็งแกร่ง
Oil		● ●	●	ตลาดยังประเมินความเสี่ยงต่ำเกินไปต่อความเป็นไปได้ที่วิกฤตของแคบ ฮอรัมจะกลายเป็นปัญหาเชิงโครงสร้างในระยะยาว

# ภาษีศุลกากรรอบใหม่ ภายใต้กฎหมายที่เข้มแข็งขึ้น



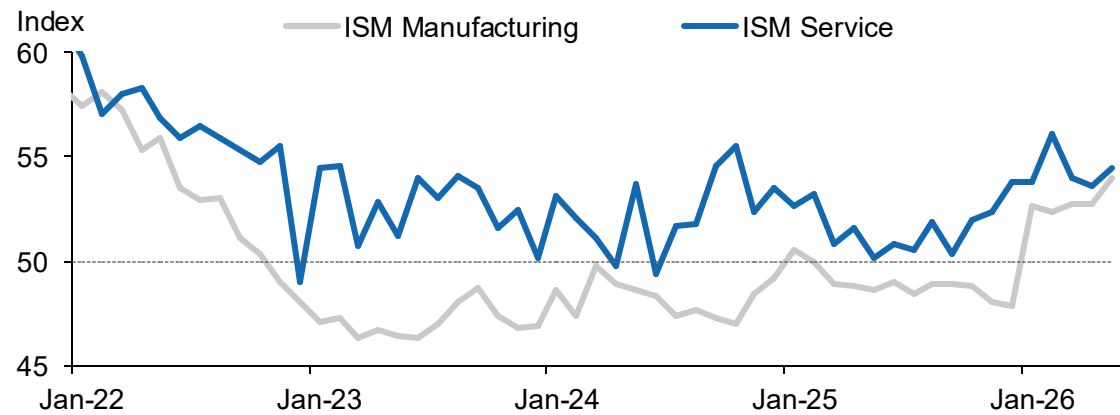
- นับตั้งแต่ปธน. ทรัมป์ กลับเข้ามาดำรงตำแหน่งสมัยที่สอง ได้มีการดำเนินนโยบายกีดกันการค้ามาโดยตลอดผ่านการขึ้นภาษีศุลกากรทั้งเป็นรายประเทศ และรายสินค้า ทั้งนี้ เส้นทาง การขึ้นภาษีศุลกากรกลับไม่ได้ราบรื่นนักและเผชิญอุปสรรคด้านกฎหมาย โดยในปี 2025 ที่ปธน. ทรัมป์ ใช้กฎหมาย IEEPA ขึ้นภาษีตอบโต้ (Reciprocal Tariff) นั้นได้ถูกผู้ว่าการรัฐและภาคธุรกิจฟ้องร้อง ซึ่งต่อมาในเดือน ก.พ. 2026 ศาลฎีกามีมติว่าปธน. ทรัมป์ใช้อำนาจของฝ่ายบริหารเกินกว่าที่ขอบข่ายของกฎหมายนั้นกำหนด ส่งผลให้ปธน. ทรัมป์ จำเป็นต้องใช้กฎหมายมาตรา 122 ขึ้นภาษีกับทุกประเทศในอัตรา 10% เพื่อทดแทนภาษีตอบโต้ที่ถูกยกเลิก ทั้งนี้ มาตรา 122 อนุญาตให้ฝ่ายบริหารบังคับใช้ภาษีศุลกากรได้เป็นเวลา 150 วัน โดยไม่ต้องขออนุญาตจากสภา ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 24 ก.พ. 2026 และจะหมดอายุในวันที่ 24 ก.ค. 2026 เพราะฉะนั้น เพื่อความต่อเนื่องของการดำเนินนโยบายกีดกันการค้า ปธน. ทรัมป์ จึงได้มอบหมายหน้าที่ให้แก่ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ภายใต้กฎหมายการค้ามาตรา 301 ในการเข้าไปสอบสวนว่ามีประเทศใดบ้างที่ดำเนินนโยบายการค้าไม่เป็นธรรมกับสหรัฐฯ ซึ่งผู้แทนการค้าเปิดการสอบสวน 2 ข้อ ได้แก่ 1) กำลังการผลิตส่วนเกิน (Excess Capacity) ไปยัง 16 ประเทศ และ 2) การใช้แรงงานบังคับ (Forced Labor) ไปยัง 60 ประเทศ
- โดยในวันที่ 2 มิ.ย. 2026 ที่ผ่านมา ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ประกาศผลการสอบสวนเบื้องต้น ในหัวข้อการใช้แรงงานบังคับ โดยระบุว่า ทั้ง 60 ประเทศที่อยู่ภายใต้การสอบสวนไม่สามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการใช้แรงงานของสหรัฐฯ เพราะฉะนั้น ผู้แทนการค้าจึงเสนอแนวทางการตอบโต้ผ่านการขึ้นภาษีศุลกากรกับทั้ง 60 ประเทศ ซึ่งจะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มหลัก โดยกลุ่มที่หนึ่งจะเผชิญภาษีศุลกากรในอัตรา 10% ซึ่งจะครอบคลุม 14 ประเทศ อาทิ สหภาพยุโรป อังกฤษ ใต้หวัน แคนาดา เม็กซิโก และอินโดนีเซีย เป็นต้น ส่วนกลุ่มที่สองจะเผชิญภาษีศุลกากรในอัตรา 12.5% ซึ่งจะครอบคลุม 46 ประเทศ อาทิ จีน ญี่ปุ่น เวียดนาม อินเดีย เกาหลี และไทย เป็นต้น ทั้งนี้ แม้ว่าข้อเสนอจากผู้แทนการค้าในการขึ้นภาษีจะยังคงอยู่ในขั้นตอนหารือและยังไม่ได้บังคับใช้เป็นกฎหมาย แต่มีโอกาสสูงที่ภาษีดังกล่าวจะถูกบังคับใช้ในเดือน ก.ค. เพื่อทดแทนภาษีตามมาตรา 122 ที่จะหมดอายุ ขณะเดียวกัน แม้ว่ารัฐบาลมีแนวโน้มจะเรียกเก็บภาษีเพิ่มเติมจากกฎหมายมาตรา 301 แต่เราประเมินว่าอัตราภาษีเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศจะไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากอัตราภาษีที่ผู้แทนการค้าเสนอทรงตัวใกล้เคียงเดิม ขณะที่กลุ่มสินค้ากว่า ~60% ของมูลค่าการนำเข้าจะยังคงได้รับการละเว้นจัดเก็บภาษี อาทิ กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์และพลังงาน เป็นต้น หรือสินค้าที่ถูกจัดเก็บภาษีอยู่แล้วภายใต้กฎหมายอื่น จะไม่ถูกเรียกเก็บซ้ำซ้อน

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

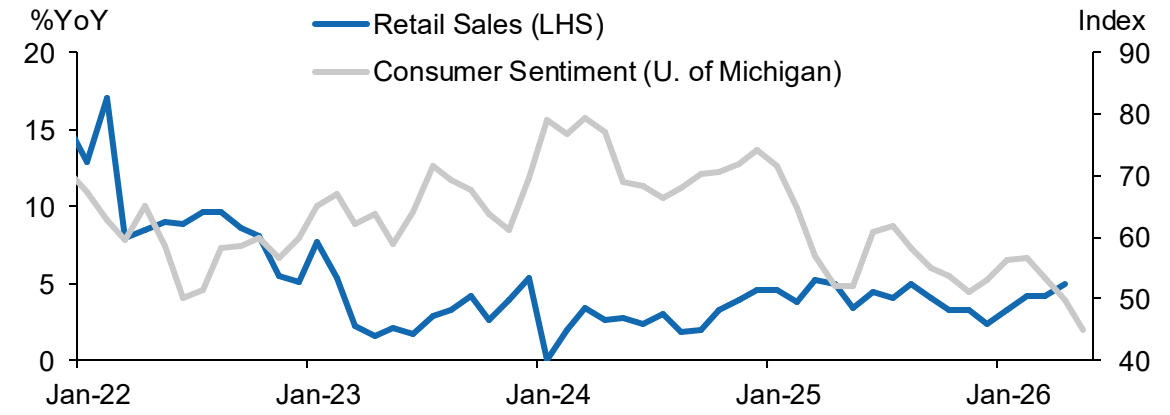
# กิจกรรมทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ในเดือน พ.ค. ยังฉายภาพที่แข็งแกร่ง สะท้อนผ่านดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อทั้งในภาคบริการและการผลิตที่เร่งตัวขึ้น



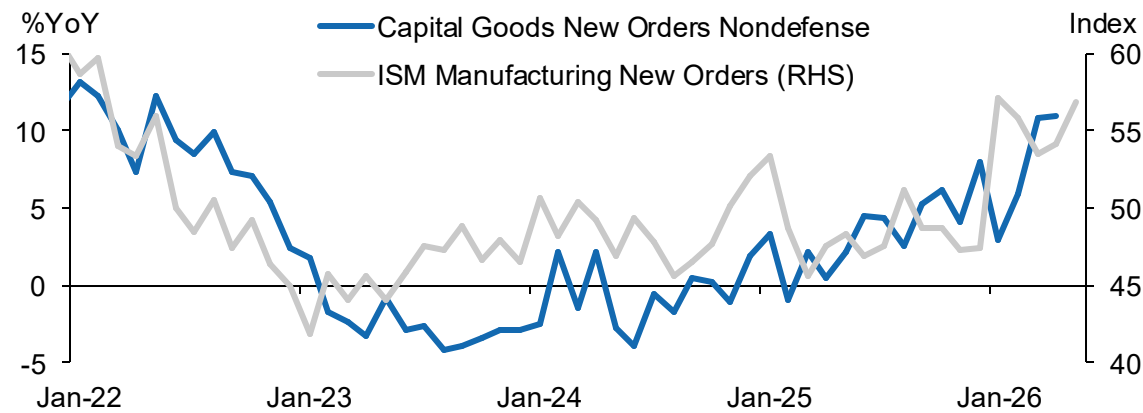
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



## เครื่องชี้การบริโภค



## เครื่องชี้การลงทุน



## เครื่องชี้การค้าระหว่างประเทศ

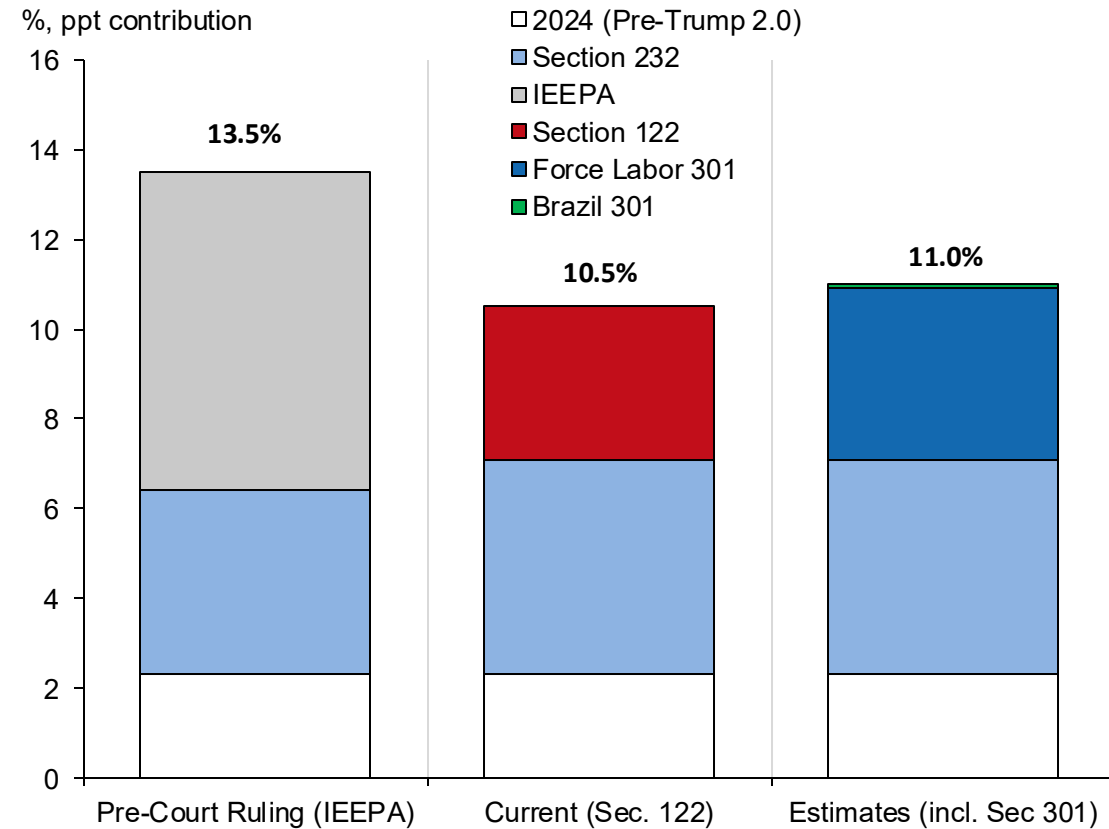


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

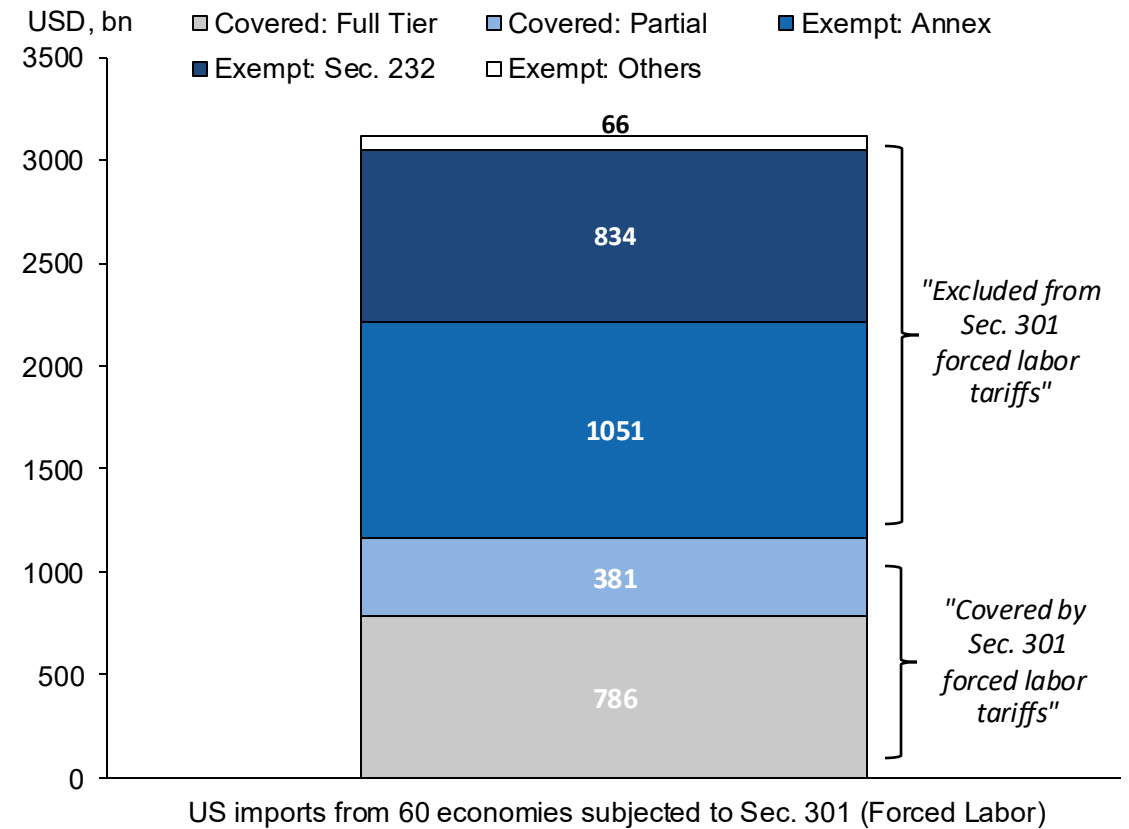
# อัตราภาษีเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย ภายใต้กฎหมายมาตรา 301 การใช้แรงงานบังคับ



อัตราภาษีศุลกากรเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศ ภายใต้กฎหมาย IEEPA และมาตรา 122 กับ 301



มูลค่าการนำเข้าสินค้าจาก 60 ประเทศที่อยู่ภายใต้การสอบสวนของ USTR แบ่งออกเป็นกลุ่มสินค้าที่ถูกละเว้นจัดเก็บภาษีและถูกจัดเก็บภาษี

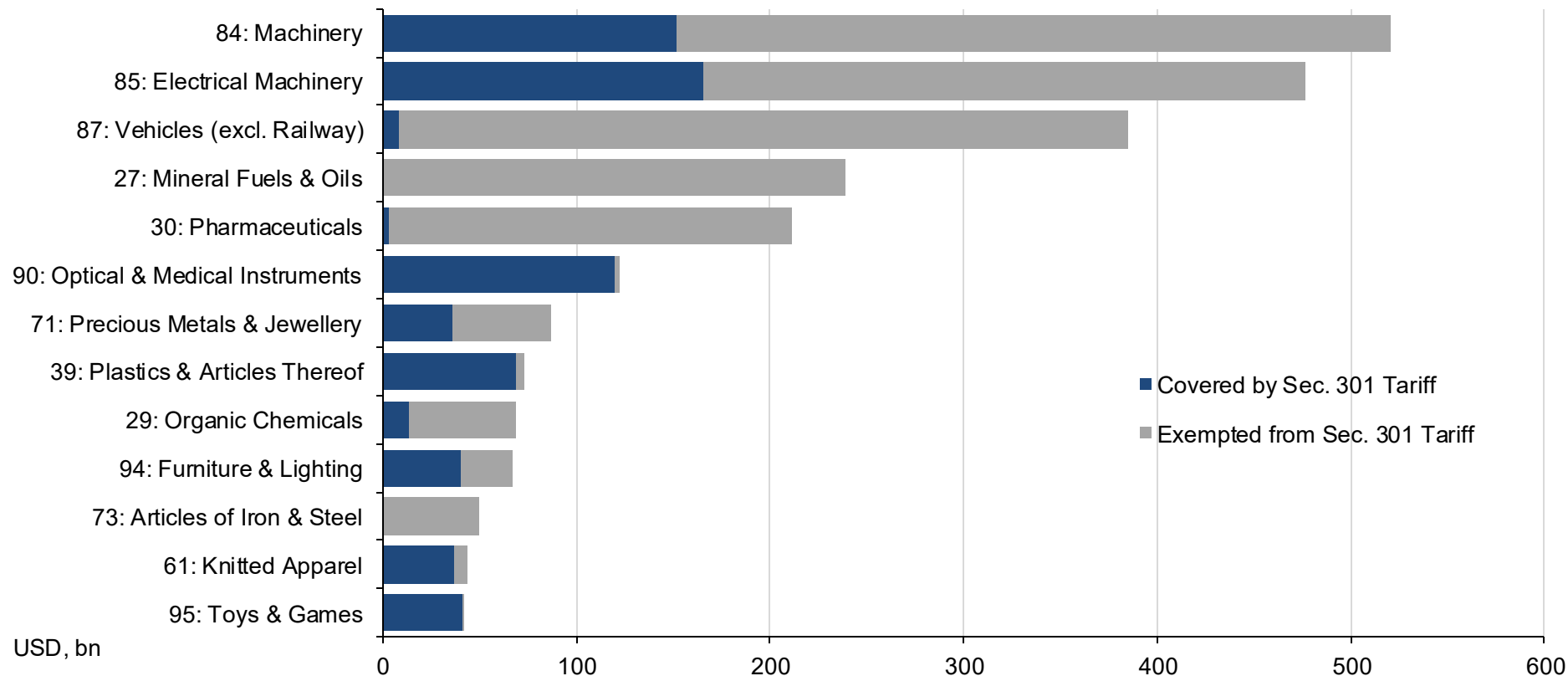


Source: Bloomberg, Global Trade Alert, USTR, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประมาณ 60% ของการนำเข้าจะยังคงได้รับการละเว้นจัดเก็บภาษี อาทิ กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์และพลังงาน รวมถึงสินค้าที่ถูกจัดเก็บภาษีอยู่แล้วภายใต้กฎหมายอื่น จะไม่ถูกเรียกเก็บซ้ำซ้อน



มูลค่าการนำเข้าของสหรัฐฯ จาก 60 ประเทศที่อยู่ภายใต้การสอบสวนตามมาตรา 301 แบ่งตามหมวดสินค้าและมูลค่าของสินค้าที่ถูกละเว้นจัดเก็บภาษีในแต่ละหมวด

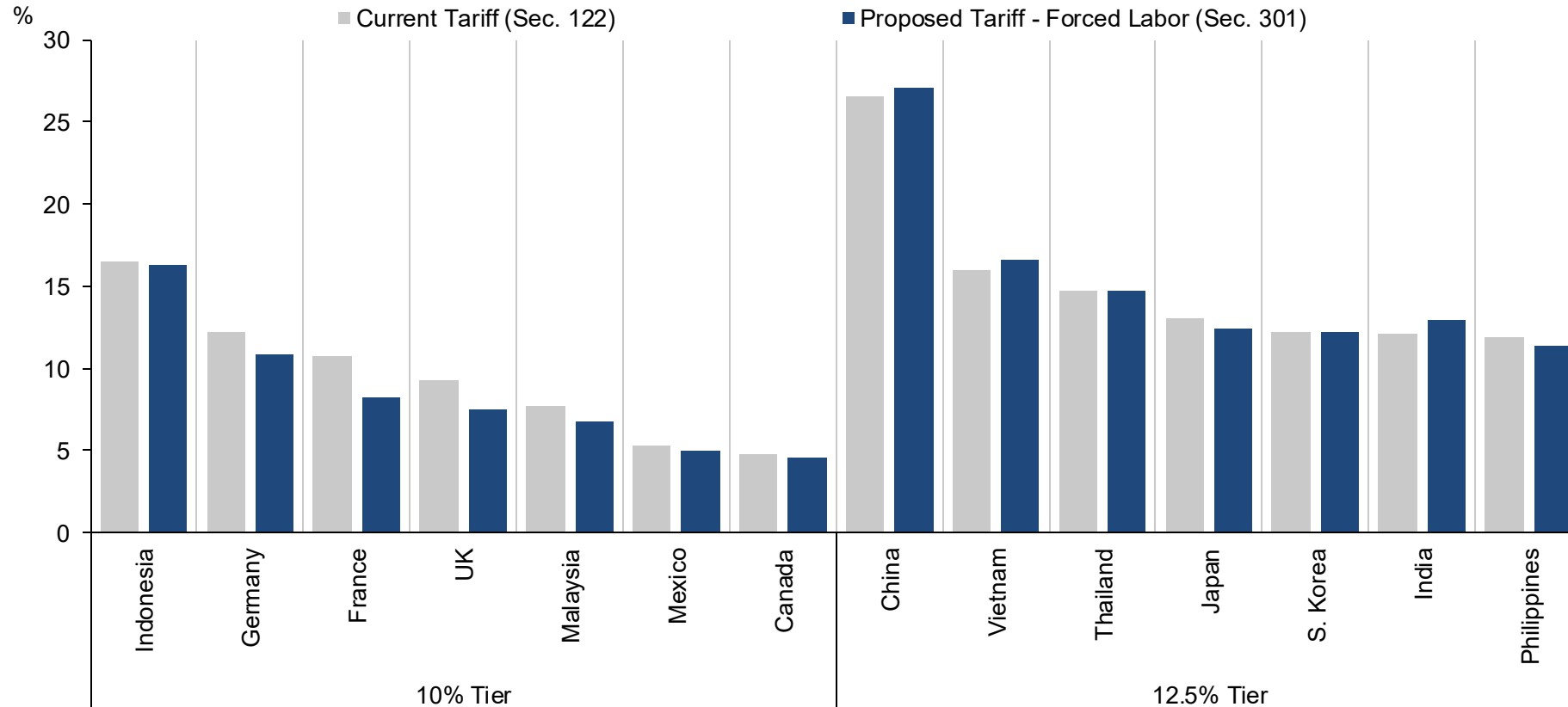


Source: Global Trade Alert, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ภายใต้ข้อเสนอของ USTR เพื่อตอบโต้การใช้แรงงานบังคับ อัตราภาษีที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับแต่ละประเทศจะทรงตัวใกล้เคียงช่วงก่อนหน้า



อัตราภาษีที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับแต่ละประเทศ ภายใต้กฎหมายมาตรา 122 และ 301 (การใช้แรงงานบังคับ)



Source: Global Trade Alert, USTR, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงของภาษียังใหม่ไปด้านสูง หลังผู้แทนการค้ามีการสืบสวน Sec. 301 ค้าง  
 ท่อ ในประเด็นกำลังการผลิตส่วนเกิน (Excess Capacity) กับอีก 16 ประเทศ รวมถึงไทย



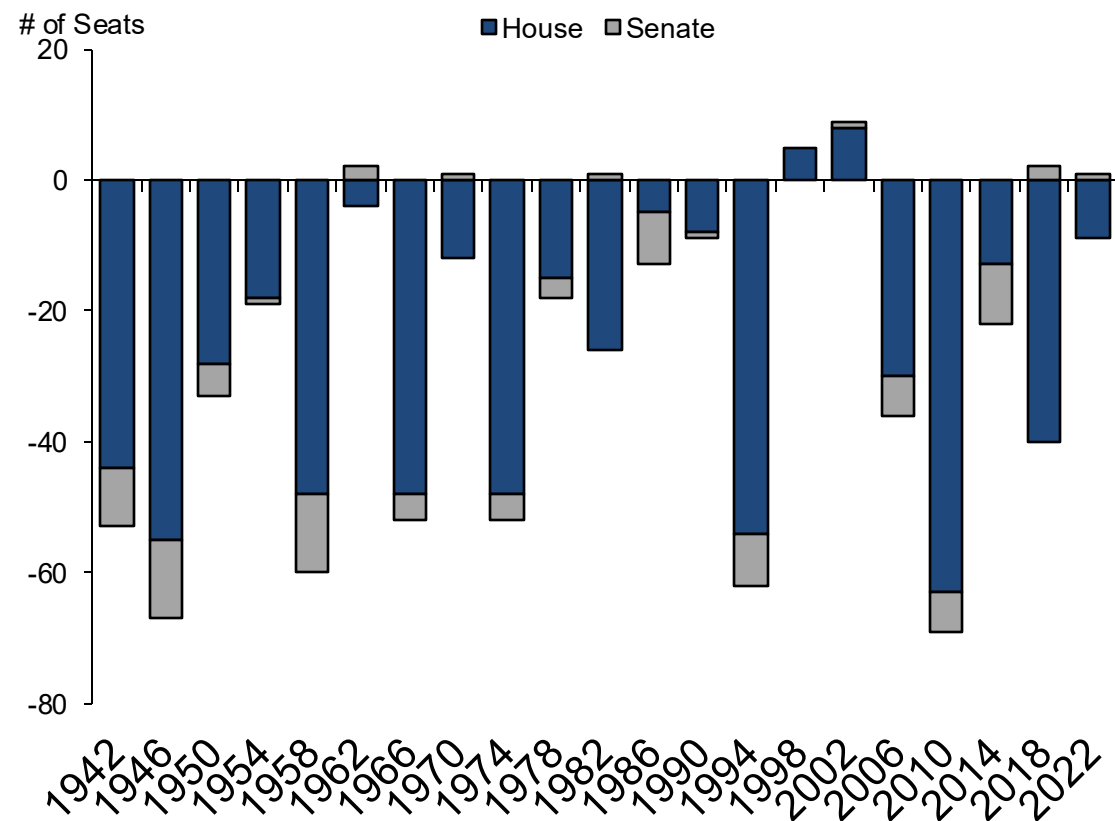
Countries	Evidentiary Indicators				Policy Interventions Cited by USTR							Examples of Products Listed by the USTR's Report	Countries
	Trade Surplus	Low Capacity Utilisation	Sector Over-capacity	Unprofitable Firms	Subsidies	Wage Suppress	SOE Activities	Market Access	Env. / Labour	Subsidised Lending	Manipulate Currency		
EU-27	✓	✓	✓		✓			✓				Chemicals, Machinery, Automotives	EU-27
Norway	✓	✓			✓		✓	✓			✓	Mineral Fuels and Oils, Electronic Equipment, Machinery, Seafood	Norway
Switzerland	✓				✓			✓			✓	Refined Gold, Pharmaceuticals, Organic Chemicals, Machinery	Switzerland
China	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	Electronic Equipment, Machinery, Auto & Parts, Plastics, Ranges of Consumer Goods, Optical, Medical Apparatus, Ships, Etc.	China
India	✓		✓		✓		✓	✓		✓		Textiles, Health, Construction Goods, Automotive Goods, Petrochemicals, Steel	India
Japan	✓			✓	✓		✓	✓				Auto & Parts, Optical-Photo-Medical Apparatuses	Japan
Korea	✓		✓					✓				Electronic Equipment, Auto & Parts, Machinery, Steel, Ships	Korea
Taiwan	✓							✓				Semiconductors, Electronic Products, Info-tech Products, Machinery	Taiwan
Thailand	✓	✓	✓					✓	✓			Auto & Parts, Machinery, Rubber	Thailand
Vietnam	✓		✓				✓	✓			✓	Electronic Equipment, Machinery, Footwear, Apparel, Furniture, Steel	Vietnam
Malaysia	✓		✓		✓			✓				Electronic Equipment, Mineral Fuels and Oils, Machinery, Animal & Vegetable Oils, Optical-Photo-Technical-Medical Apparatuses, Steel	Malaysia
Indonesia	✓		✓		✓		✓	✓		✓		Metals, Agricultural Products, Fuels, Textiles, Construction Goods	Indonesia
Singapore	✓						✓					Semiconductors, Electronic Equipment, Petrochemicals, Pharmaceuticals	Singapore

Source: Global Trade Alert, United States Trade Representative, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

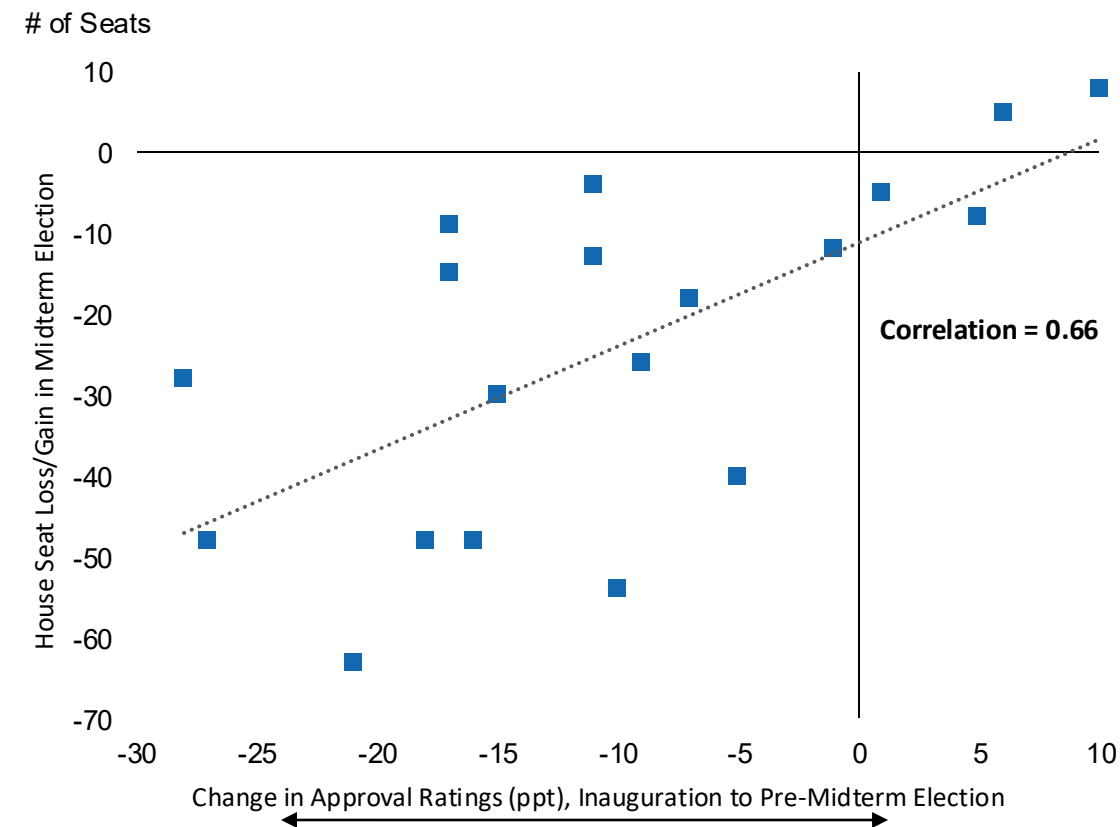
# ในอดีต พรรคที่เป็นฝ่ายรัฐบาลมักเสียเปรียบในการเลือกตั้งกลางเทอม โดยเฉลี่ย จะเสีย ส.ส. 26 ที่นั่งและ ส.ว. 4 ที่นั่ง



## การเปลี่ยนแปลงของที่นั่งในสภาของพรรครัฐบาลจากการเลือกตั้งกลางเทอม



## คะแนนนิยมของปธน. เทียบกับผลการเลือกตั้งกลางเทอม

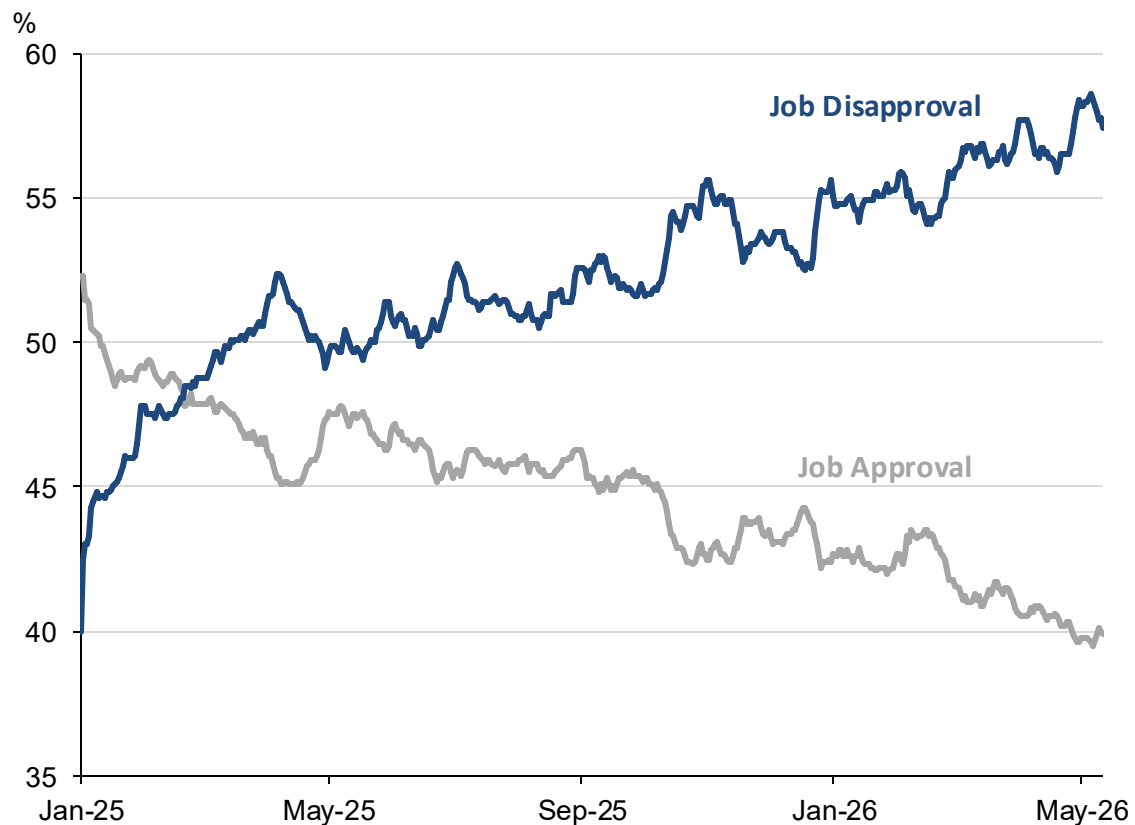


Source: Brookings, Gallup, The American Presidency Project, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

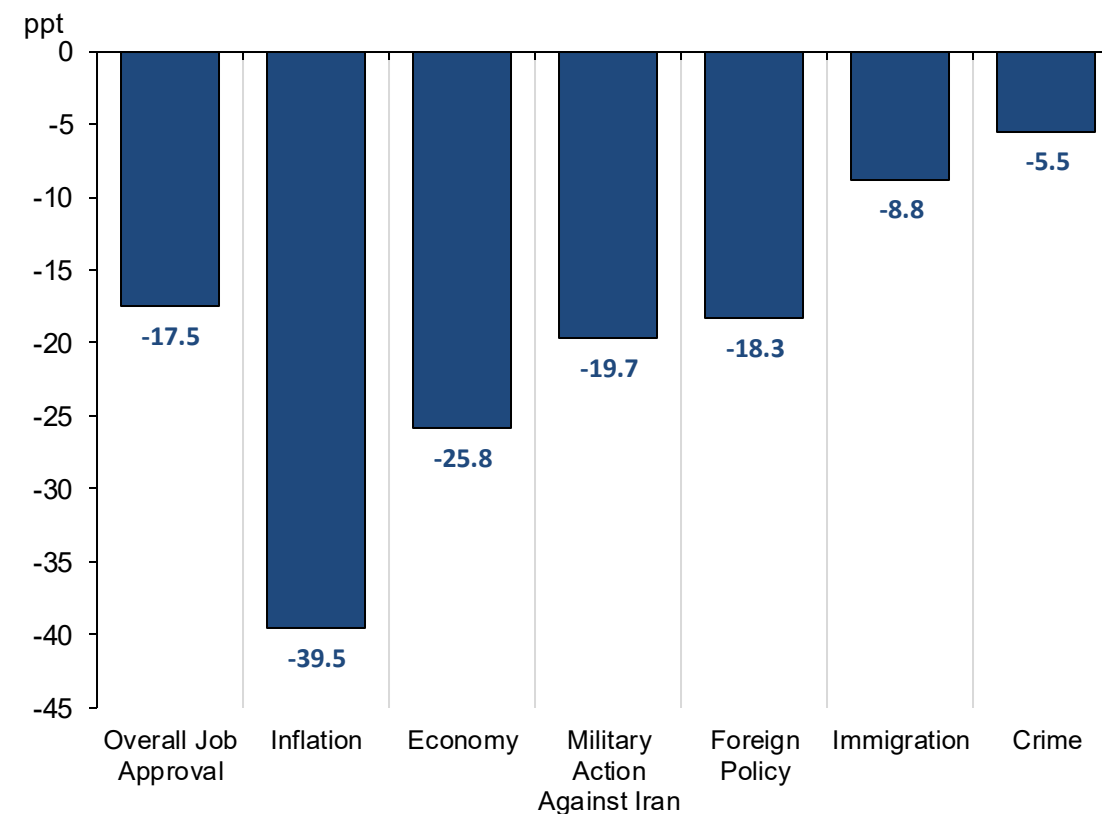
# คะแนนนิยมของปธน. ทรัมป์ ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง หลังจากเข้าดำรงตำแหน่งสมัยที่สอง



## คะแนนนิยมของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์



## คะแนนนิยมของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ แบ่งตามหัวข้อ



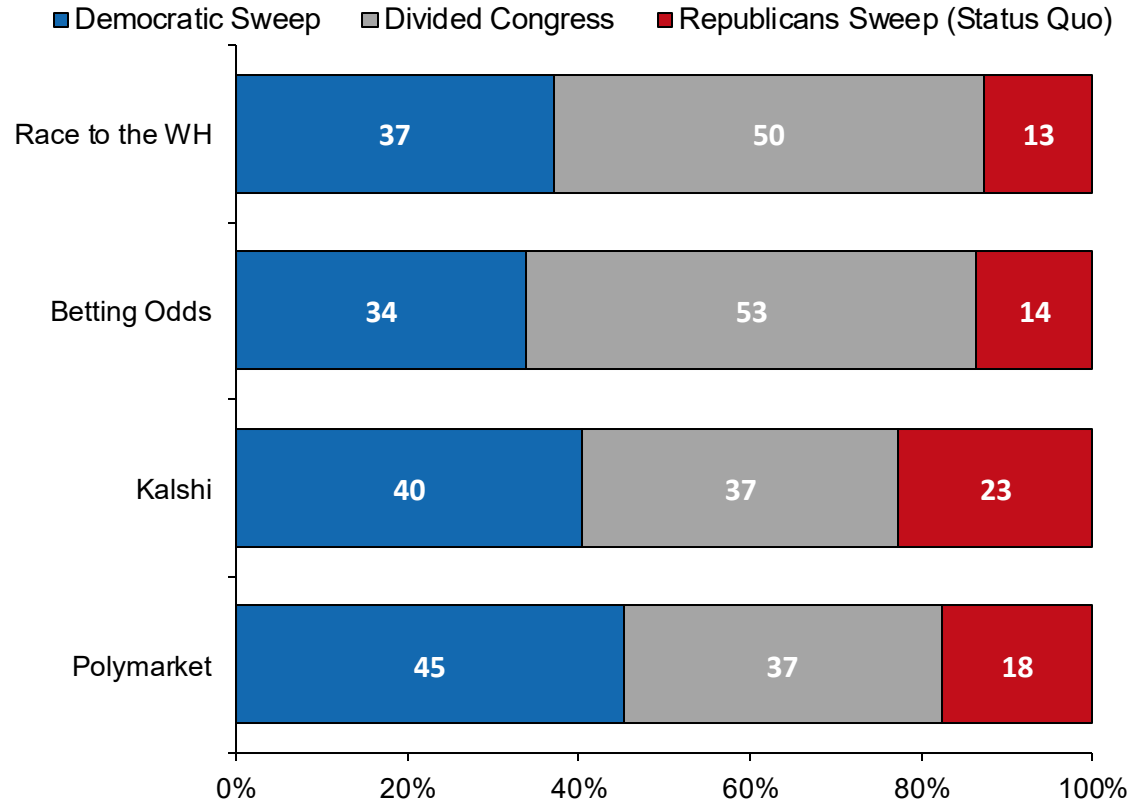
Note: Data as of 2 June 2026.

Source: RealClear Politics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

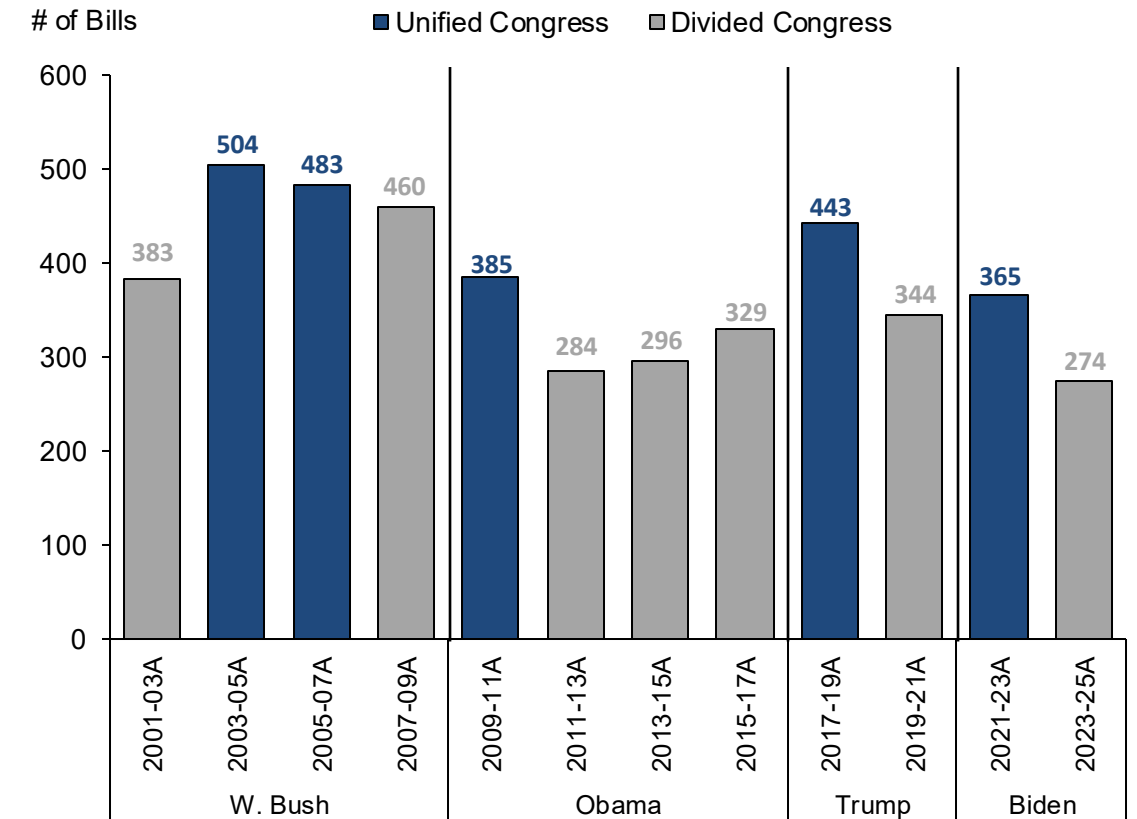
# ตลาดพนันให้น้ำหนักเพียง 13-23% เท่านั้น ที่พรรค Republican จะยังสามารถครองเสียงข้างมากในสภาได้หลังการเลือกตั้งกลางเทอม



## ตลาดพนันให้น้ำหนักเท่าไรบ้าง สำหรับผลการเลือกตั้งกลางเทอม



## จำนวนกฎหมายที่รัฐบาลสามารถผ่านในแต่ละสมัยของสภา (w/o incorporation)



Source: Polymarket, Kalshi, Race to the WH, Electionbettingodds, GOVTrack, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

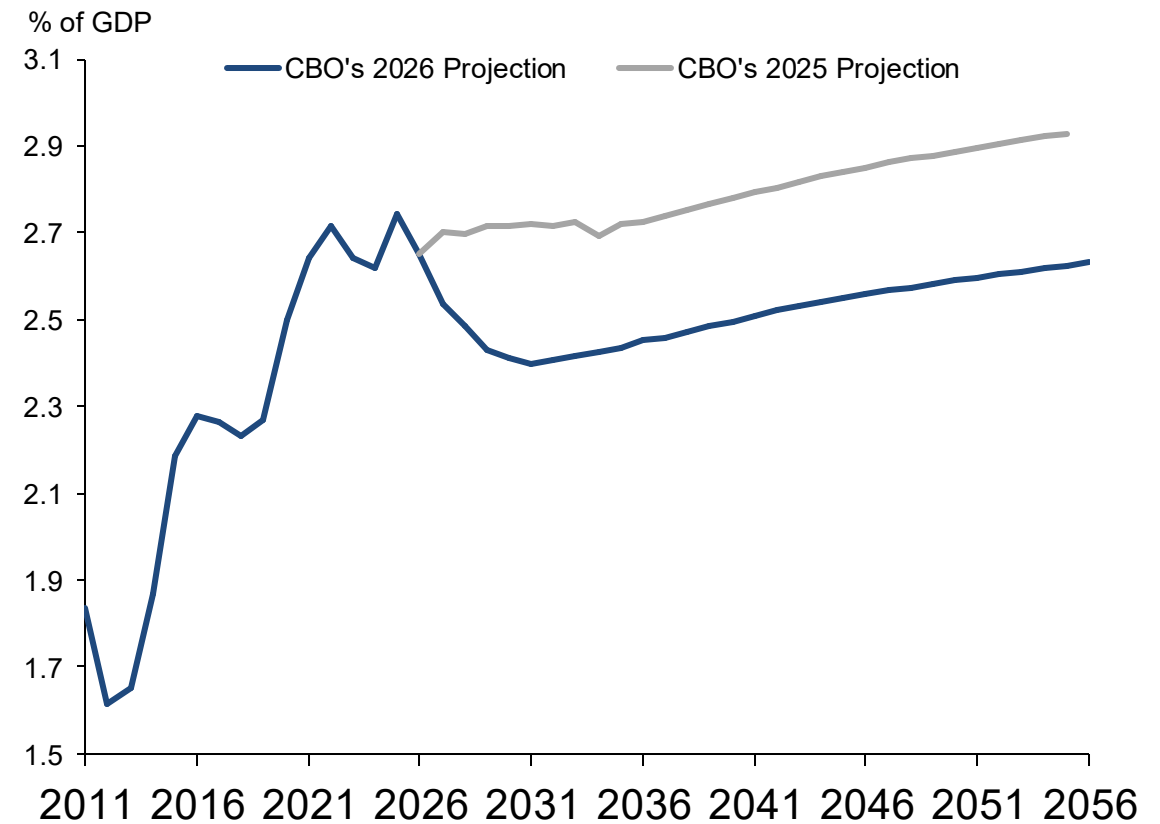
# เรามองว่ามีโอกาสสูงขึ้นที่พรรค Democrat จะเสนอเพิ่มงบประมาณในโครงการประกันสุขภาพ (Medicaid) หากพรรค Republican สูญเสียเสียงข้างมากในสภา



นโยบายที่อาจจะเกิดขึ้น ภายใต้ฉากทัศน์ต่าง ๆ

	Dem Sweep (34-45%)	Divided (37-53%)	Rep Sweep (13-23%)
Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Push to delay Medicaid and SNAP spending cuts</li> <li>• Trump can veto, but further negotiations are likely</li> <li>• Higher likelihood of increased spending</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reconciliation process eliminated</li> <li>• Requires a bipartisan deal, likely centered on social programs and defense</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tax cuts and spending via reconciliation</li> <li>• OBBBA proceeds as scheduled, with spending cuts to Medicaid and SNAP</li> <li>• Likely higher defense spending</li> </ul>
Debt Ceiling	<ul style="list-style-type: none"> <li>• The debt ceiling could be raised through agreement, likely centered on social programs and defense</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Highest brinkmanship risk across scenarios</li> <li>• Concerns over technical default risks resurface</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debt ceiling can be lifted via reconciliation</li> <li>• Some Rep. members may push for deficit reduction</li> </ul>
Trade	<ul style="list-style-type: none"> <li>• More congressional oversight, but without a two-thirds majority it is unlikely to derail tariffs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• More congressional oversight, but tariffs unlikely to be derailed</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consistent with the pre-midterm election period</li> </ul>

คาดการณ์รายจ่ายของรัฐบาลในหมวดหมู่การช่วยเหลือค่ารักษาพยาบาล (Medicaid) เปรียบเทียบก่อนและหลังปธน. ทรัมป์ ผ่านกฎหมาย OBBBA



Source: Polymarket, Kalshi, Race to the WH, Electionbettingodds, UBS, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ECB ขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 2.25% ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย. พร้อมส่งสัญญาณที่เข้มงวด (Hawkish) ท่ามกลางความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อ



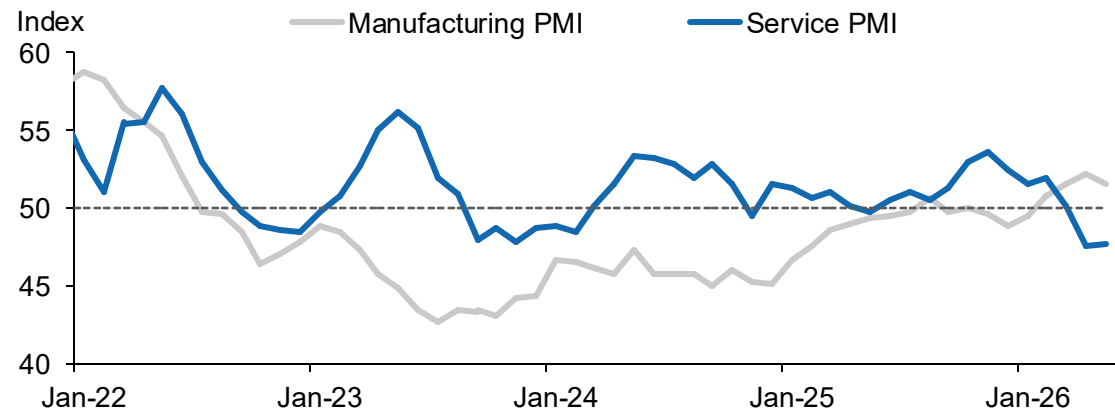
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนส่งสัญญาณชะลอลงในช่วงไตรมาสที่หนึ่งของปี โดย GDP ปรับตัวลดลง -0.2% QoQ (vs. +0.2% ไตรมาสก่อน) ซึ่งนับเป็นการหดตัวไตรมาสต่อไตรมาสเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2022 ทั้งนี้ หากพิจารณาเป็นรายประเทศจะพบว่า GDP ของประเทศหลักในยูโรโซน อาทิ สเปน (+0.6% QoQ), เยอรมนีและอิตาลี (+0.3% QoQ) ยังคงฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจของฝรั่งเศส (-0.1% QoQ) หดตัวลงเพียงเล็กน้อยเท่านั้น อย่างไรก็ตาม GDP ของประเทศไอร์แลนด์ ซึ่งมีน้ำหนักเพียง 4% ของยูโรโซน กลับหดตัวลงกว่า -12% QoQ และเป็นปัจจัยจุดรั้งการเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนราว -0.4ppt เพราะฉะนั้น เศรษฐกิจยูโรโซนหากหักปัจจัยที่ผันผวนสูงอย่างประเทศไอร์แลนด์ จะขยายตัวได้ราว +0.2% ใน 1Q26 ทั้งนี้ หากมองไปในระยะข้างหน้า แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจยังไม่สดใส หลังราคาพลังงานที่ปรับตัวสูงขึ้นจะกระทบกับกำลังซื้อของครัวเรือนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ขณะเดียวกัน ปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่ตึงเครียดและสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูง มีแนวโน้มทำให้ภาคธุรกิจชะลอการตัดสินใจลงทุนออกไปเพิ่มเติม โดยนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ได้มีการปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจยูโรโซนลงเหลือเพียง +0.8% ในปี 2026F จาก 1.2% คาดการณ์เดือน ก.พ. (อ้างอิงผลสำรวจของ Bloomberg)
- ในวันที่ 11 มิ.ย. 2026 ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติเอกฉันท์ให้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้น +25bps สู่ระดับ 2.25% สำหรับ Deposit Facility Rate ตามที่คาดการณ์เป็นวงกว้าง โดยกรรมการระบุว่าสงครามในตะวันออกกลางได้สร้างแรงกดดันด้านสูงต่อการขยายตัวของเงินเฟ้อ โดยย้ำเพิ่มว่ากรรมการมีความมุ่งมั่นที่จะควบคุมให้เงินเฟ้อทรงตัวใกล้เคียงเป้าหมายที่ 2% ให้ได้ในระยะกลาง นอกจากนี้ การสื่อสารหลังประชุมของนาง Christine Lagarde ประธาน ECB ยังโน้มไปทางเข้มงวด (Hawkish) โดยระบุว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในครั้งนี้มีมาตรการเชิงป้องกันความเสี่ยงแต่อย่างใด (Not “Pre-emptive” or “Insurance”) แต่ ECB มีความจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ย เนื่องจากสถานการณ์ในตะวันออกกลางนั้นยืดเยื้อกว่าที่เคยประเมินไว้ ซึ่งราคาพลังงานโลกที่ค้างสูงยาวนาน จะถูกส่งผ่านไปยังเศรษฐกิจเป็นวงกว้าง ผ่านการส่งผ่านต้นทุนของภาคธุรกิจที่สูงขึ้นทั้งในฝั่งการผลิตและบริการไปยังผู้บริโภค นอกจากนี้ ในกรณีฐาน แม้ ECB จะมองว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มจะชะลอตัวลงกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ 2% ในช่วงครึ่งหลังของปี 2027 ส่วนหนึ่งจากปัจจัยฐานที่สูงขึ้น แต่ ECB ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะขยายตัวสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% ตลอดปี 2026-28F ซึ่งสะท้อนความหนักของเงินเฟ้อแม้ต้นต่อจะมาจากปัจจัยฝั่งอุปทาน โดยเรายังคงมุมมองว่า ECB มีแนวโน้มจะปรับดอกเบี้ยขึ้นเป็น 2.5% ในปี 2026F

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

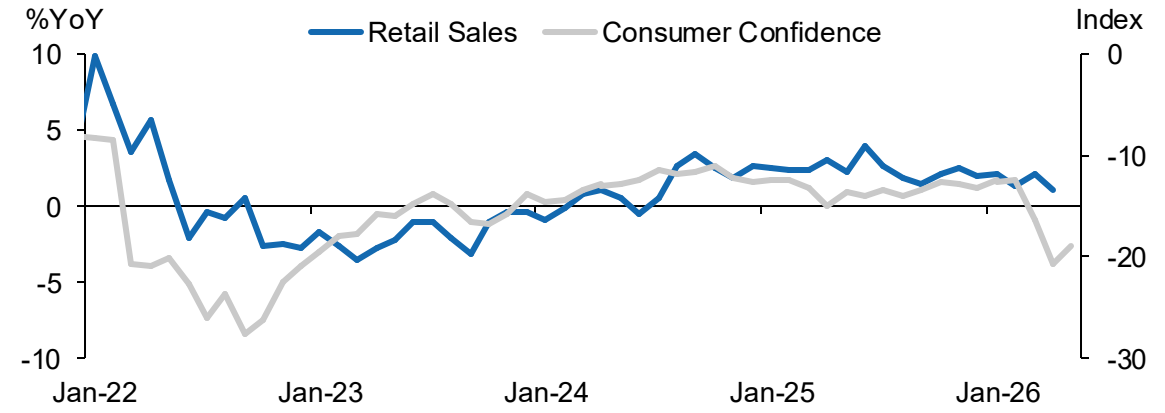
# กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนสะท้อนโมเมนตัมที่เปราะบาง หลังดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการอยู่ในเกณฑ์หดตัว (ต่ำกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 2



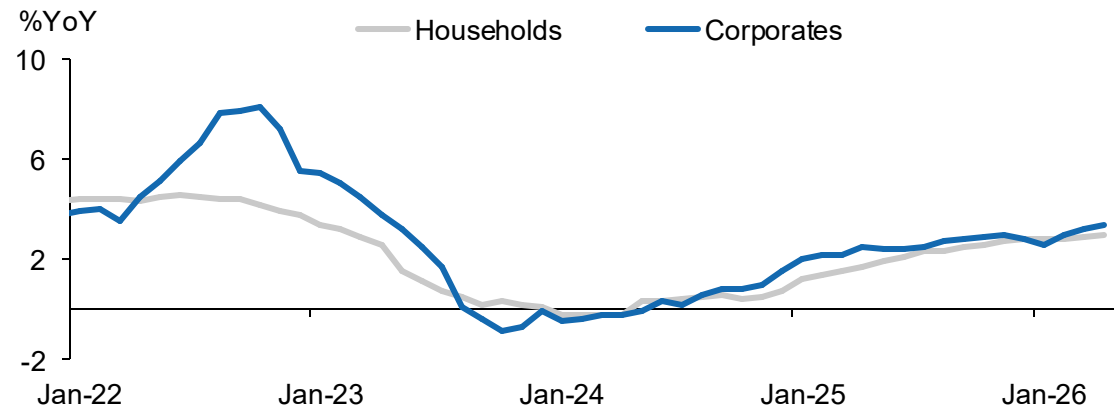
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



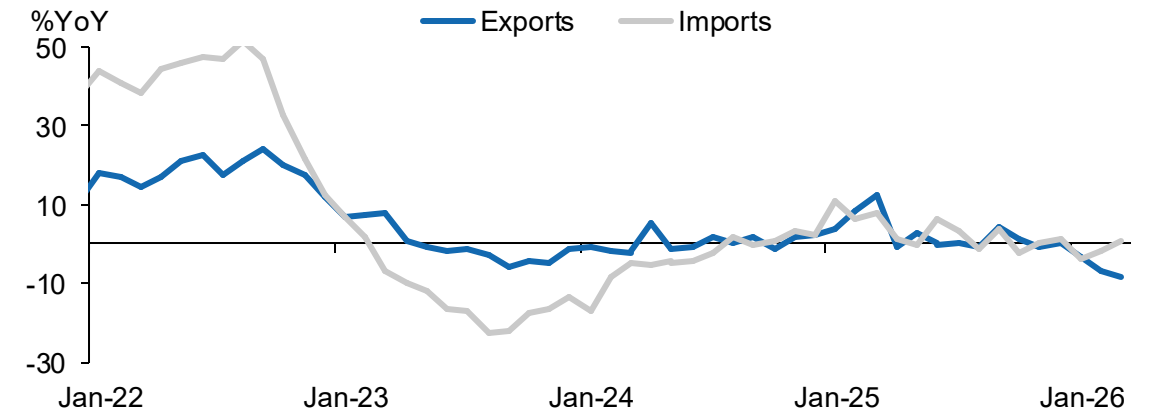
## เครื่องชี้การบริโภค



## เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



## เครื่องชี้ด้านการค้า



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

# ECB ขึ้นดอกเบี้ยสู่ระดับ 2.25% ในการประชุมรอบเดือน มิ.ย. พร้อมส่งสัญญาณที่เข้มงวด (Hawkish) ท่ามกลางความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อ



ถ้อยแถลงและการให้สัมภาษณ์ของนาง Christine Lagarde ประธาน ECB หลังการประชุมนโยบายการเงิน

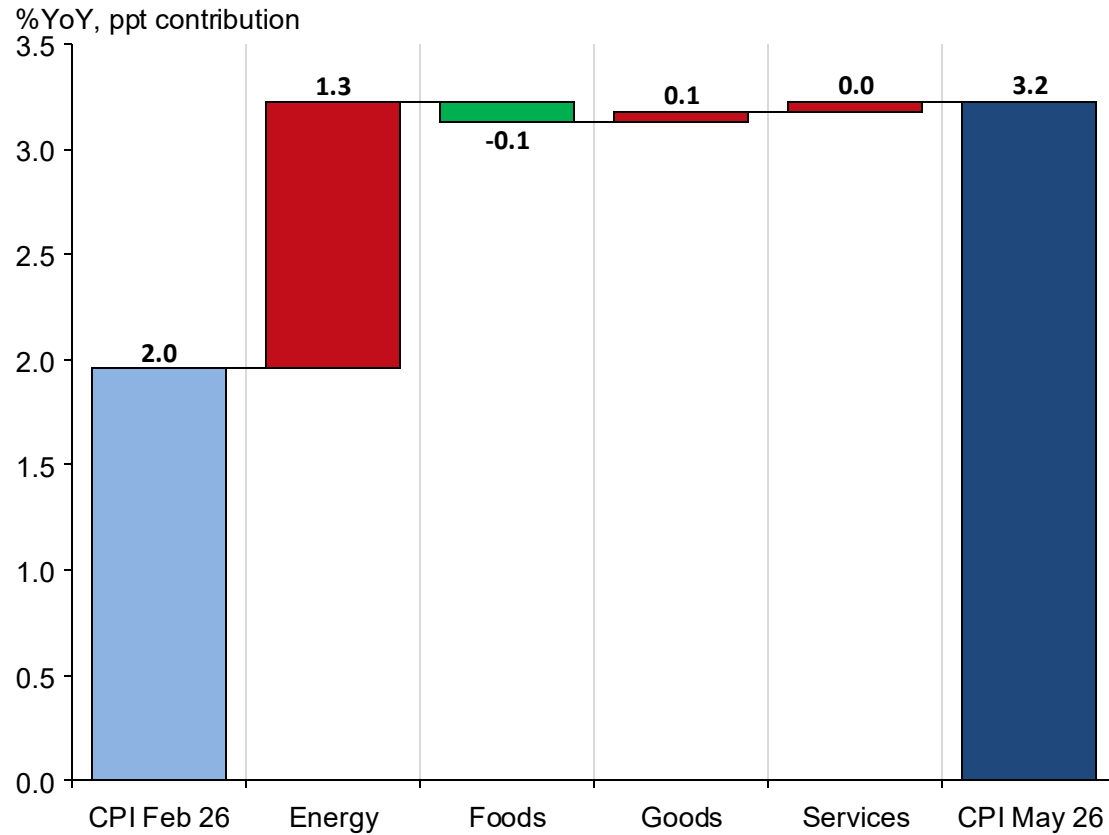
	19 Mar 2026	30 Apr 2026	11 Jun 2026 (latest)
<b>Economy &amp; risks</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>The risks to the growth outlook are <b>tilted to the downside</b>, especially <b>in the near term</b></li> <li>The war is weighing on real incomes and confidence</li> <li>Private consumption to be the main driver of growth over the medium term</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>The risks to the growth outlook <b>are to the downside</b></li> <li>Surveys point to slowing growth, and consumers and businesses have become less confident</li> <li>Supply chains are coming under pressure</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>The risks to the growth outlook <b>are to the downside</b></li> <li>Surveys are pointing to a <b>slowdown, especially in services</b></li> <li>Expect <b>domestic demand to be weaker</b> than projected in Mar</li> </ul>
<b>Inflation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Energy prices will drive <b>inflation above 2% in the near term</b></li> <li>Underlying inflation remains <b>consistent with our 2% target</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Energy prices will keep inflation <b>well above 2% in the near term</b></li> <li>As period of high energy prices extends, <b>indirect and second-round effects intensifies</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Inflation well above target into the 1H2027</b></li> <li>Energy prices will also have an <b>impact on food, goods and services inflation</b></li> <li><b>The longer energy prices stay high</b>; it will broaden inflation through <b>indirect and second round effects</b></li> </ul>
<b>Risks around inflation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Tilted to the upside, especially in the near term</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risks to the inflation outlook are <b>to the upside</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risks to the inflation outlook are <b>to the upside</b></li> </ul>
<b>Policy outlook</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lagarde's "three twos" framing: 2% inflation in medium term, 2% inflation expectations, 2% rates.</li> <li>So, <b>broadly neutral, well positioned</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>We started from a <b>good position</b>, we were well-positioned to navigate</li> <li>Our reaction will depend on the type of deviation from target. <b>Is it large and sustainable?</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>This interest rate decision is <b>not pre-emptive, not an insurance matter</b></li> <li>Meeting-by-meeting, data-dependent, no preset rate path in</li> </ul>

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

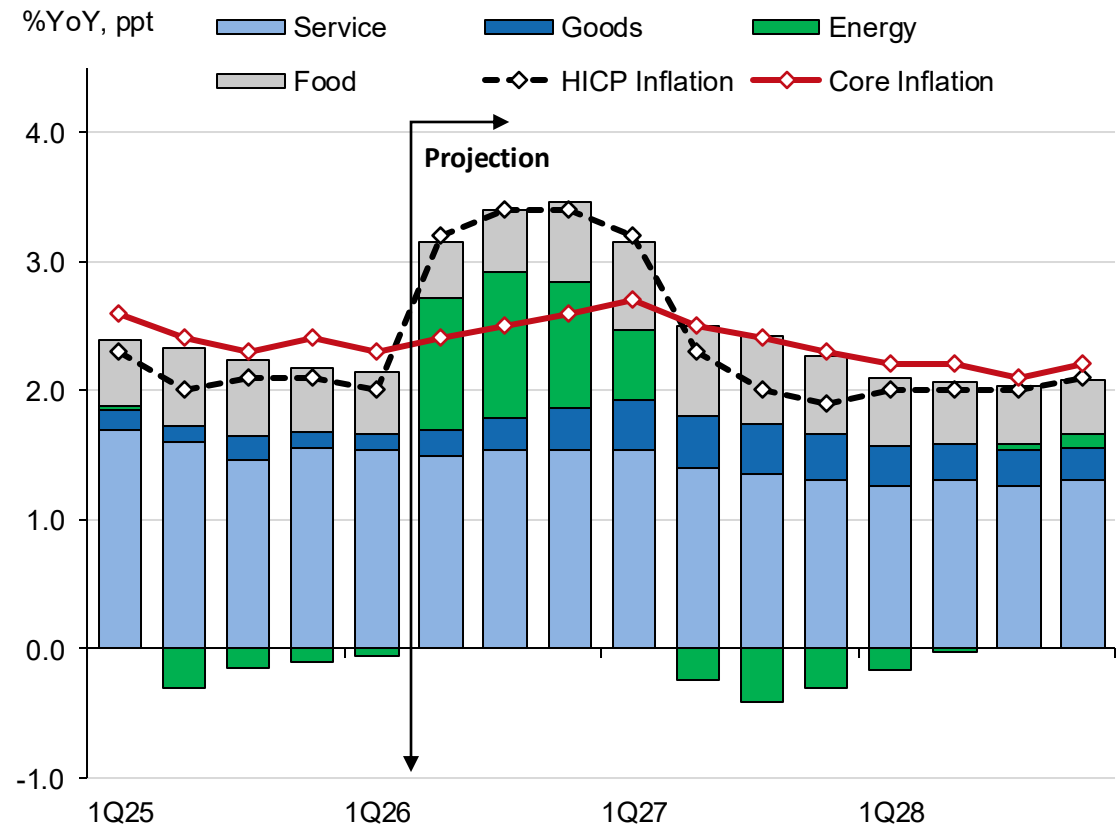
แม้ ECB จะมองว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปไม่มีแนวโน้มจะชะลอตัวลงกลับเข้าสู่กรอบเป้าหมายที่ 2% ในช่วง 2H27 ส่วนหนึ่งจากปัจจัยฐานที่สูงขึ้น แต่ ECB ประเมินว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะขยายตัวสูงกว่าเป้าหมายที่ 2% ตลอดปี 2026-28F



### อัตราเงินเฟ้อเดือน ก.พ. เทียบกับเดือน พ.ค. และที่มาของการเปลี่ยนแปลง



### คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อโดย ECB

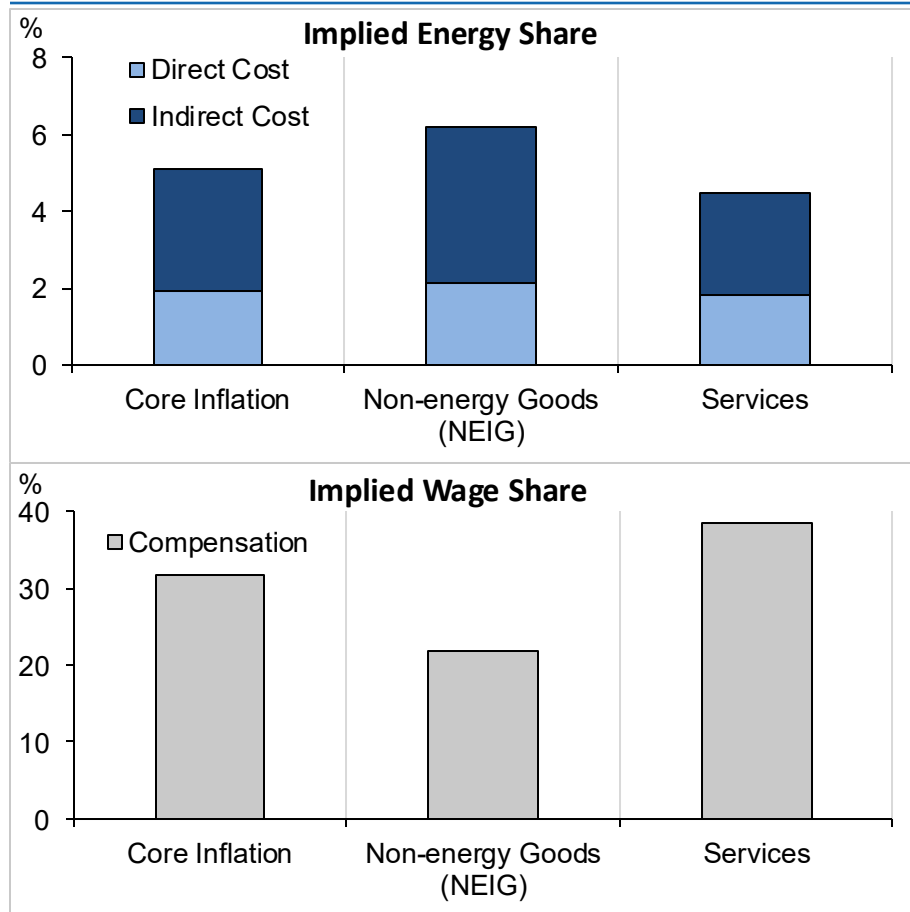


Source: ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

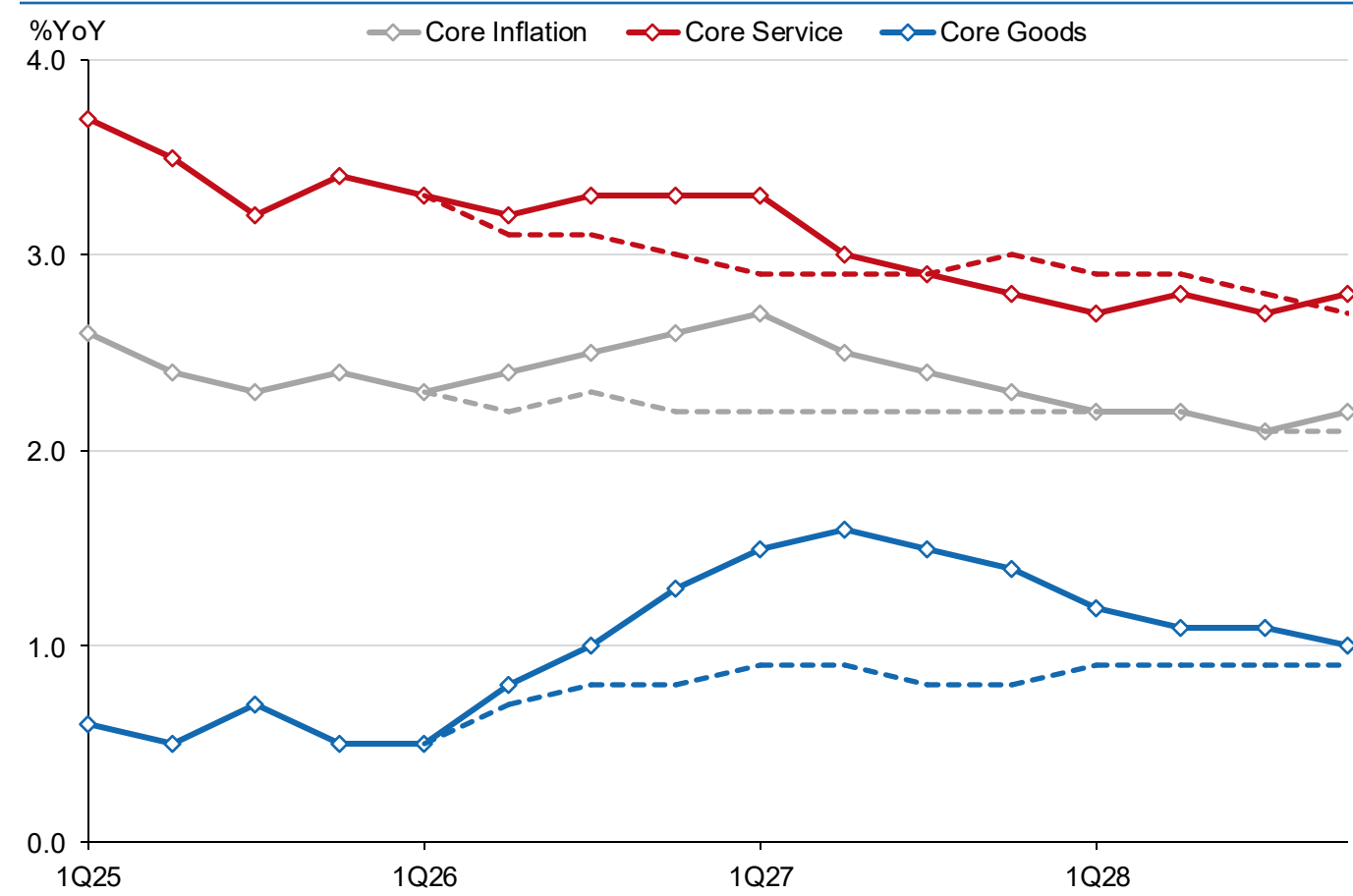
# ราคาพลังงานโลกที่ค้างสูงยาวนาน จะถูกส่งผ่านไปยังเศรษฐกิจเป็นวงกว้าง ผ่าน การส่งผ่านต้นทุนของภาคธุรกิจที่สูงขึ้นทั้งในฝั่งการผลิตและบริการไปยังผู้บริโภค



ต้นทุนในการผลิตสินค้าและการให้บริการที่มาจากพลังงาน และค่าจ้างแรงงาน (I-O table)



คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานโดย ECB ในเดือน มิ.ย. เทียบกับ มี.ค. (เส้นประ)

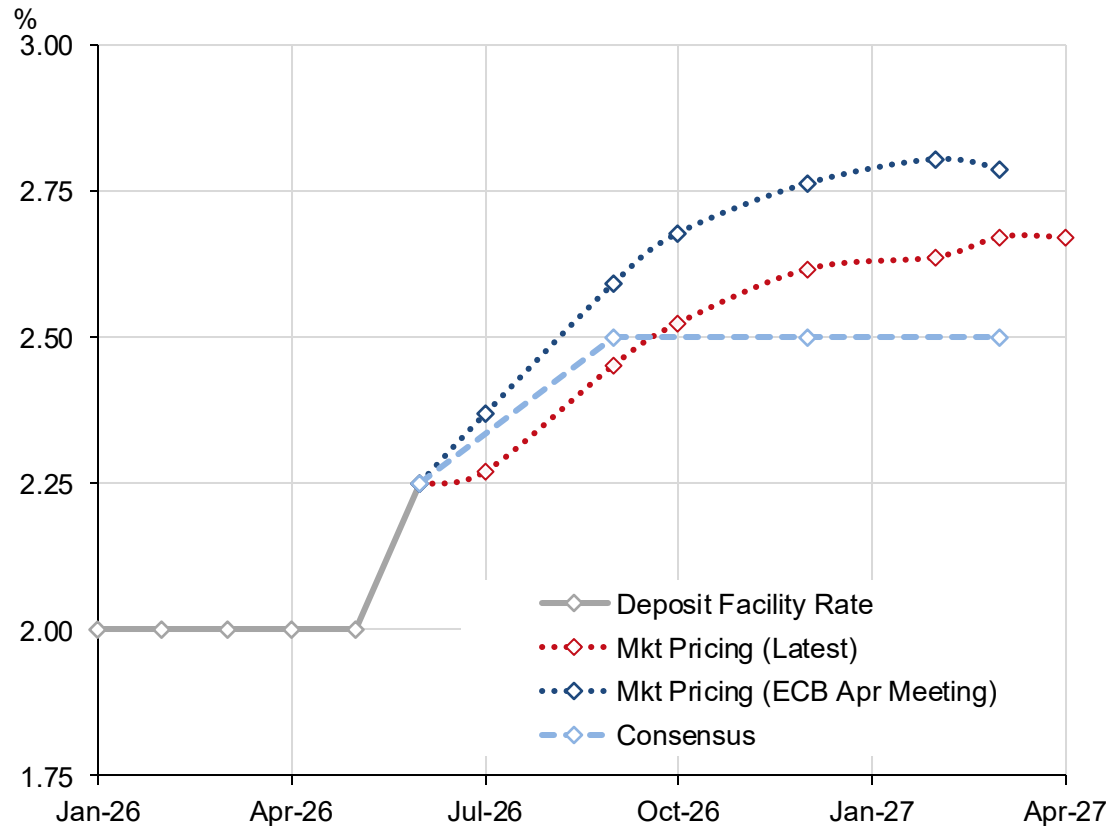


Source: ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

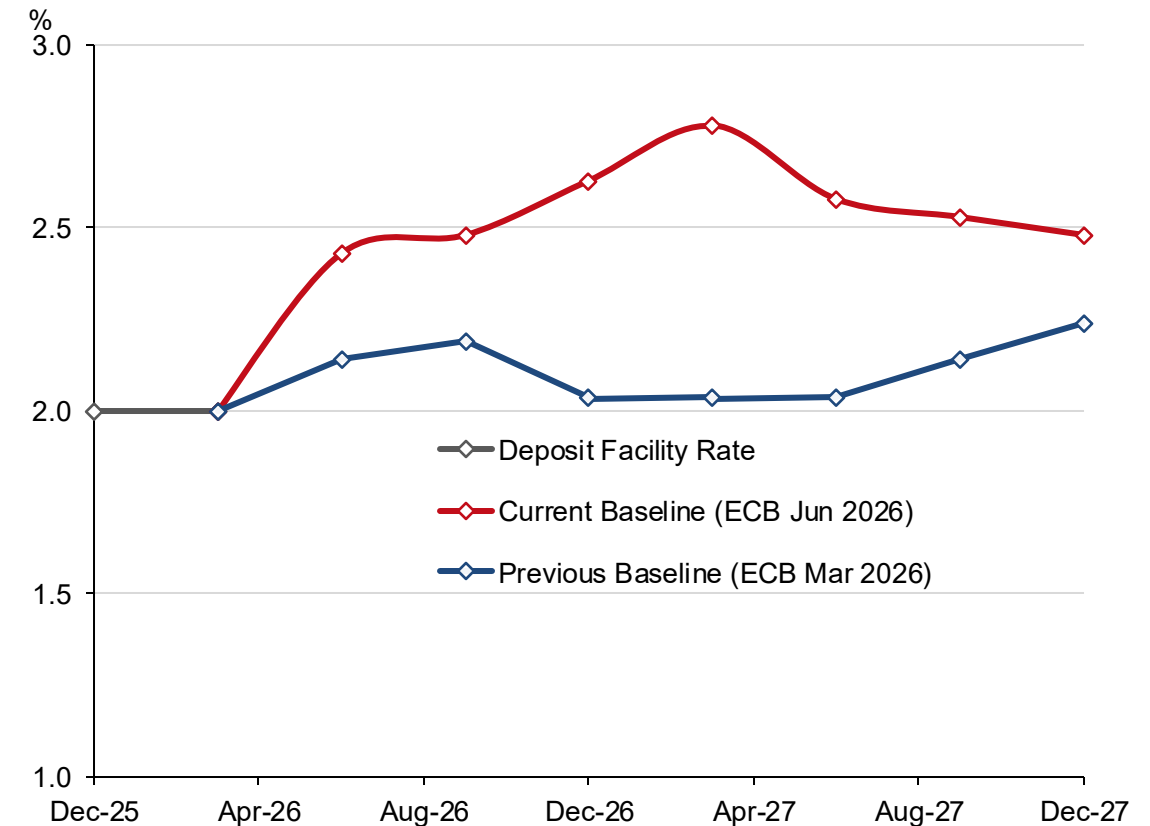
# เรายังคงมุมมองว่า ECB มีแนวโน้มจะปรับดอกเบี้ยขึ้นเป็น 2.5% ในปี 2026F



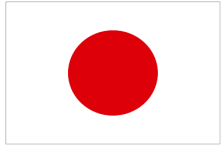
## ตลาดการเงินมีมุมมองอย่างไรต่อแนวโน้มดอกเบี้ยของ ECB



## คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยของ ECB ผ่านโมเดล Taylor Rule



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

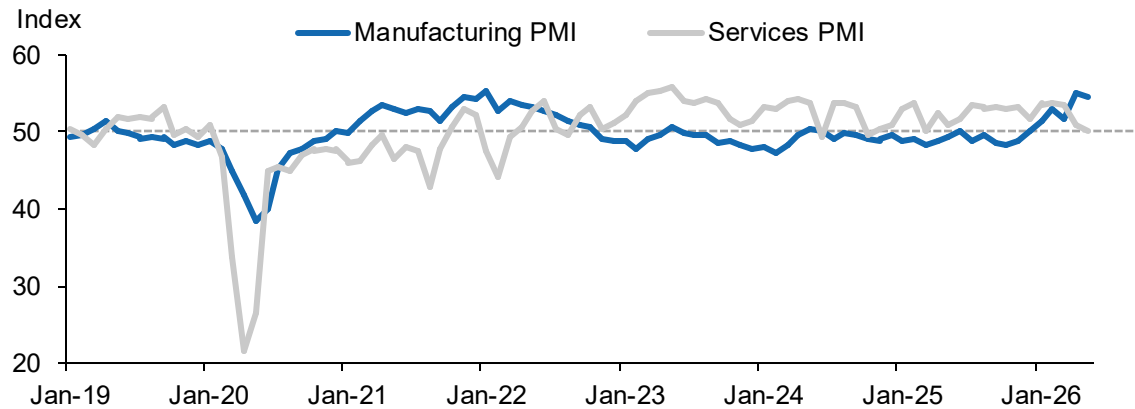


- คณะรัฐมนตรีญี่ปุ่นมีมติอนุมัติงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติมมูลค่า 3.1 ล้านล้านเยน เพื่อเป็นเงินทุนในการดำเนินมาตรการบรรเทาผลกระทบต่อภาคครัวเรือนจากภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งมีชนวนเหตุมาจากความไม่สงบในภูมิภาคตะวันออกกลาง ส่งผลให้ประเด็นเรื่องวินัยทางการคลังกลับมาเป็นที่จับตามองอีกครั้ง นอกจากนี้ จากการทำรัฐบาลภายใต้การนำของนายกรัฐมนตรีทาเคอิจิ อยู่ระหว่างการพิจารณามาตรการที่เกี่ยวข้องกับการใช้จ่ายทางการคลังเพิ่มเติมที่มีแนวโน้มจะประกาศในระยะต่อไป ซึ่งรวมถึงการอภิปรายเกี่ยวกับมาตรการลดภาษีการบริโภคสินค้าอาหาร การขยายงบประมาณด้านการป้องกันประเทศ และการจัดทำกรอบแนวทางนโยบายการคลังประจำปี ส่งผลให้ประเด็น ความยั่งยืนทางการคลัง (Fiscal Sustainability) กลายเป็นปัจจัยหลักในการประเมินความเสี่ยงทางการคลังของตลาด และส่งผลกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงเป็นประวัติการณ์ นอกจากนี้ ยุทธศาสตร์การเติบโตทางเศรษฐกิจฉบับใหม่ของรัฐบาลมีแนวโน้มที่จะส่งผลให้ขนาดของงบประมาณรายจ่ายในระยะต่อไปขยายตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แม้เป้าหมายบางส่วนของมาตรการดังกล่าวจะก่อให้เกิดผลบวก (Spillover Effects) ต่อระบบเศรษฐกิจในระดับที่ค่อนข้างต่ำก็ตาม
- ทั้งนี้ หากมองในมุมมองของผู้บริโภค มาตรการของภาครัฐเหล่านี้ประสบความสำเร็จในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งส่งผลเชิงบวกให้ค่าจ้างที่แท้จริง (Real Wages) ของแรงงานปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกันเป็นเดือนที่ 4 หลังติดลบมาต่อเนื่องเป็นระยะเวลาหลายปี และถือเป็นการขยายตัวที่ยาวนานที่สุดในรอบ 4 ปี โดยจากความสัมพันธ์ในอดีต พบว่าการเติบโตอย่างต่อเนื่องของค่าจ้างที่แท้จริงดังกล่าวมีแนวโน้มช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายของภาคครัวเรือนและการบริโภคในประเทศในระยะต่อไป
- ด้านนโยบายการเงิน เนื่องจากความเสี่ยงด้านสูง (Upside Risks) ของเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้น และมีน้ำหนักมากกว่าความเสี่ยงด้านต่ำ (Downside Risks) ต่อเศรษฐกิจ ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ในเดือนมิถุนายนได้ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25bps สู่ระดับ 1% โดยเราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25bps สู่ระดับ 1.25% ภายในสิ้นปีนี้

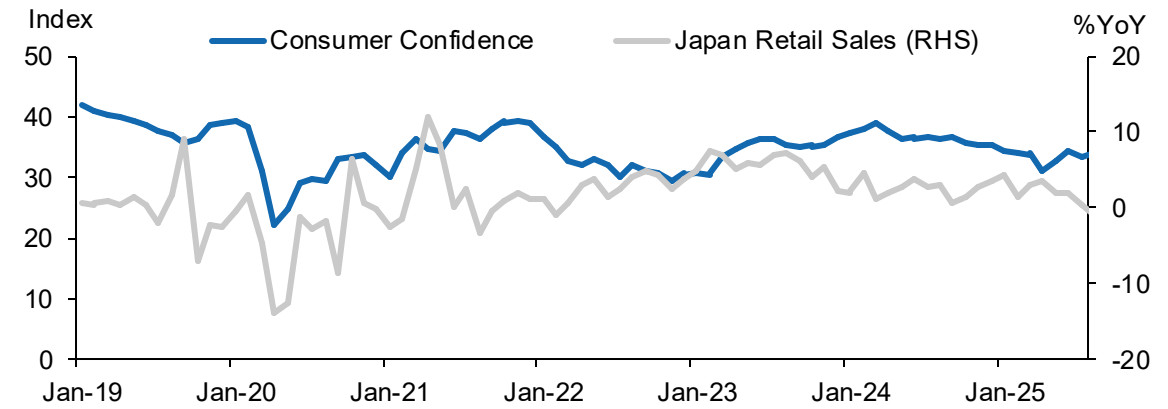
# กิจกรรมในภาคการผลิตยังคงอยู่ในแดนขยายตัว ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการเติบโตอย่างแข็งแกร่งของภาคการส่งออก



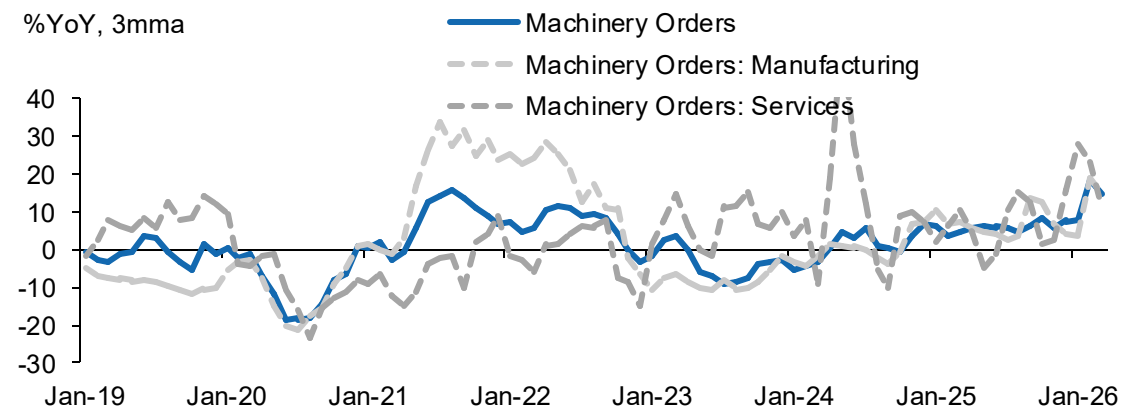
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



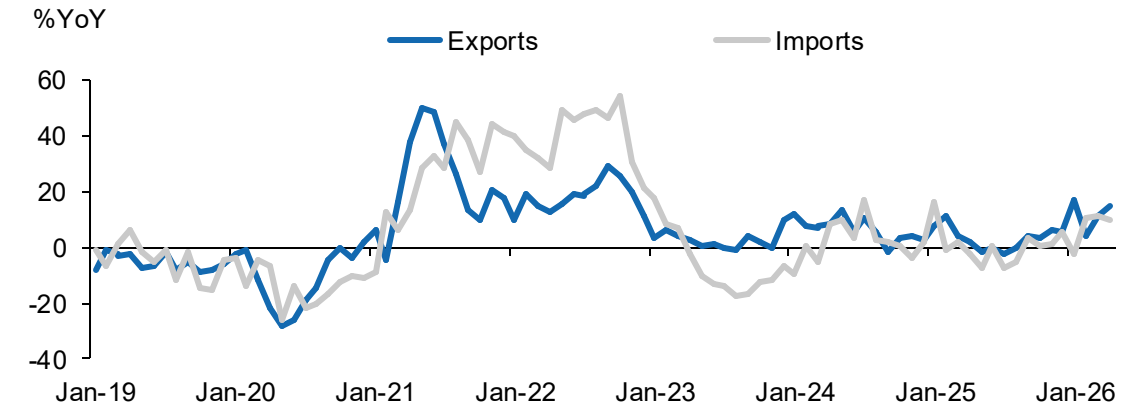
## ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



## เครื่องชี้ด้านการลงทุน



## การส่งออกและนำเข้า

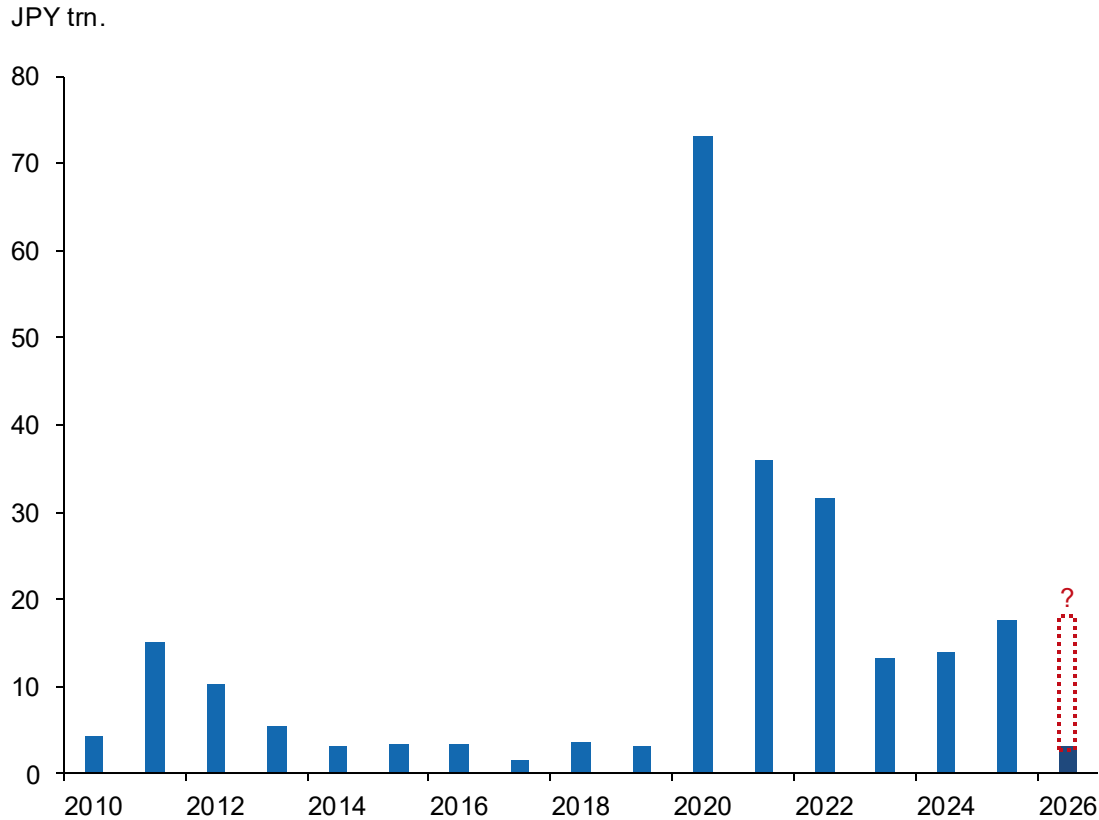


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รัฐบาลอนุมัติงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติม สำหรับอุดหนุนราคาพลังงานที่ปรับสูงขึ้นจาก ความตึงเครียดในตะวันออกกลาง ส่งผลให้นโยบายการคลังกลับมาเป็นที่จับตามองอีกครั้ง



งบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติม



รายละเอียดของงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติมที่อนุมัติล่าสุดในเดือน มิ.ย. 2026

Extra Budget Measures	Cost	Detail
Reserve fund for Middle East response measures	¥2.5 trillion	<ul style="list-style-type: none"> <li>Energy price control measures</li> </ul>
Replenishment of FY2026 budget reserve funds	¥513 billion	<ul style="list-style-type: none"> <li>Subsidy for household electricity and gas bills for July – Sep. (targeted reduction of ¥5,000 over three months)</li> </ul>
Regional grants	¥100 billion	

Source: Ministry of Finance, Cabinet Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

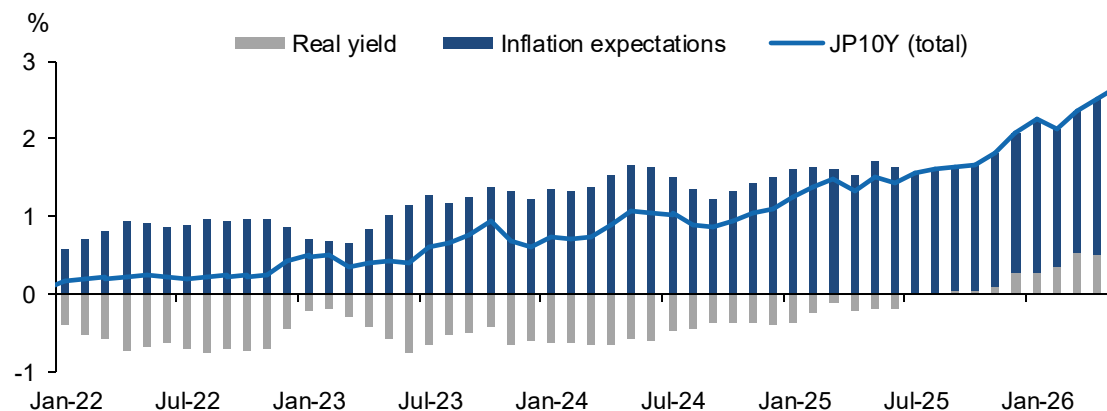
ประเด็นทางการคลังยังมีแนวโน้มเป็นจุดสนใจของตลาด ในการประเมินความเสี่ยงทางการคลังของญี่ปุ่นในระยะต่อไป เนื่องจากรัฐบาลยังมีแผนที่เกี่ยวข้องกับการใช้จ่ายเพิ่มเติมอีกมากในปีนี้



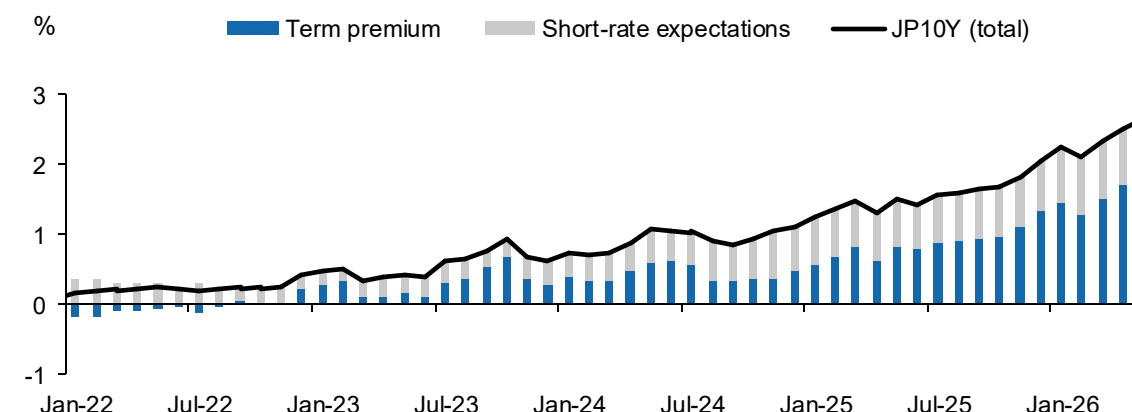
เหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการใช้จ่ายทางการคลังในระยะต่อไปที่ต้องติดตาม

Fiscal Events	Timing	Points to Watch
1. Supplementary Budget	June	Energy price control measures
2. Road Map on Growth Strategy	June	Size & timing of public-private investments
3. Basic Policies for Economic and Fiscal Management and Reform	July	Consumption tax cuts and refundable tax credits, medium-long term fiscal outlooks
4. Budget Request for FY2027	Aug-Sep	Size of next fiscal year's budget & key policies
5. Supplementary Budget	Oct-Nov	Size (FY 2025 = 2.8% of GDP)
6. Revision of Three National Security Documents	Dec	Long-term outlook of the defense budget (currently 2% of GDP)

ปัจจัยขับเคลื่อนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของญี่ปุ่น



ปัจจัยขับเคลื่อนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของญี่ปุ่น



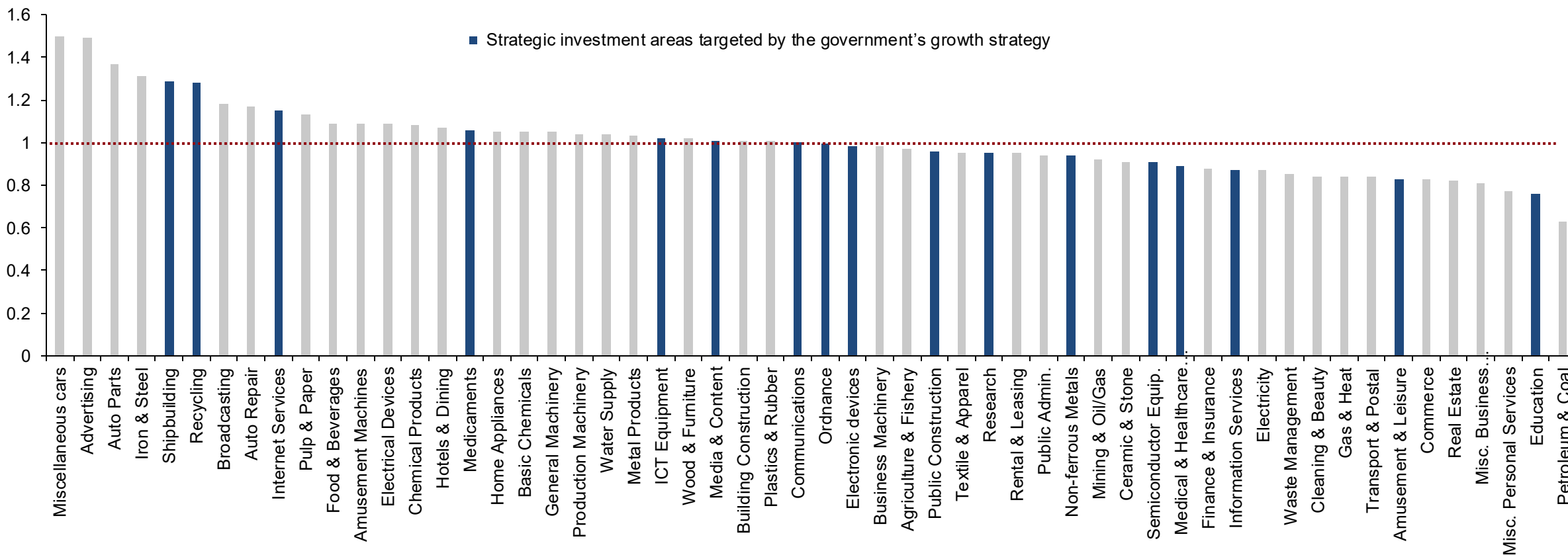
Source: Presses, Ministry of Finance, Cabinet Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ยุทธศาสตร์การเติบโตทางเศรษฐกิจฉบับใหม่ของรัฐบาล ซึ่งกำหนดแผนการลงทุนของภาครัฐและภาคเอกชนในอุตสาหกรรมเป้าหมาย มีแนวโน้มที่จะส่งผลให้ขนาดของงบประมาณรายจ่ายในระยะต่อไปขยายตัวขึ้น



### ผลทางเศรษฐกิจ (Spillover effects) ของแต่ละอุตสาหกรรมต่อระบบเศรษฐกิจในภาพรวม<sup>1\</sup>

Impact coefficients by sector, All industry average is 1, so industries with impact coefficient > 1 have larger spillover effect on the entire economy than average



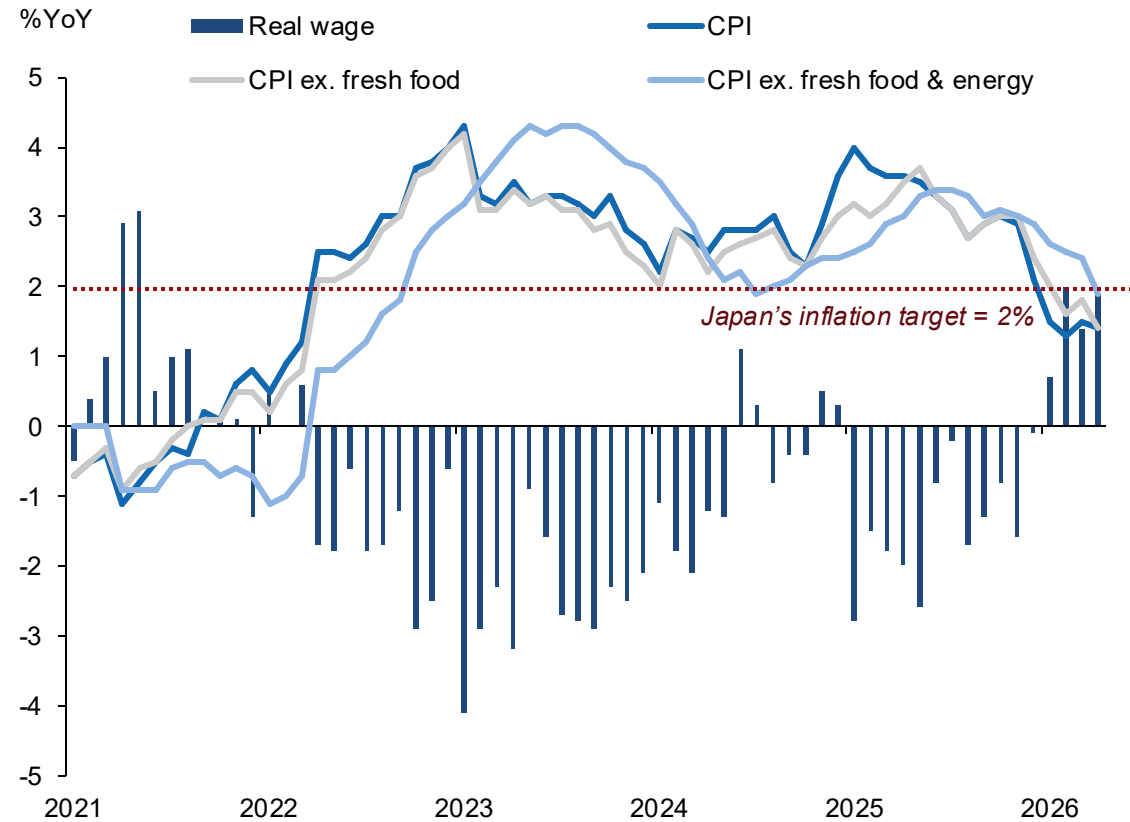
Note:1\ Impact coefficients by sector (Input-Output table, 2021 extended tables)

Source: Ministry of Economy, Trade and Industry, Ministry of Internal Affairs and Communications, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

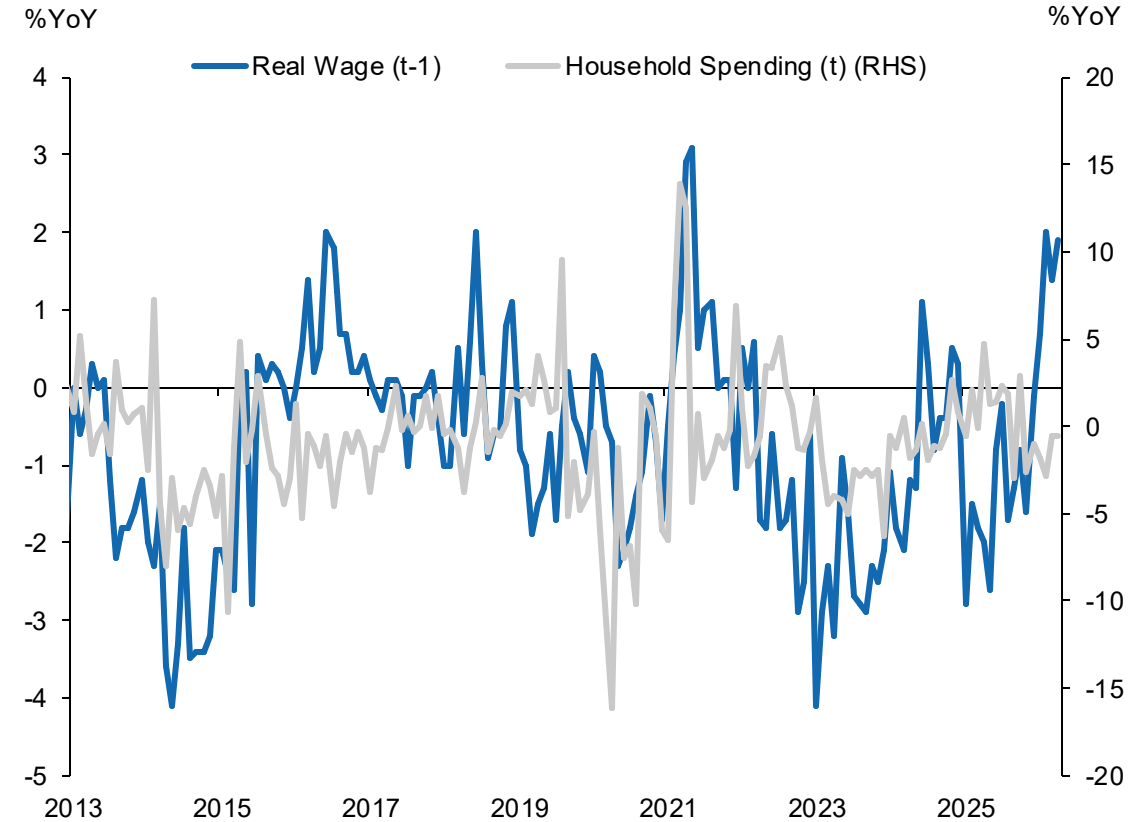
มาตรการของภาครัฐมีส่วนช่วยในการควบคุมอัตราเงินเฟ้อ ซึ่งส่งผลเชิงบวกให้ค่าจ้างที่แท้จริงของแรงงานปรับตัวเพิ่มขึ้น และถือเป็นปัจจัยสนับสนุนการใช้จ่ายของภาคครัวเรือนในระยะต่อไป



### อัตราเงินเฟ้อและค่าจ้างที่แท้จริงของประเทศญี่ปุ่น



### ค่าจ้างที่แท้จริงและการใช้จ่ายของภาคครัวเรือน

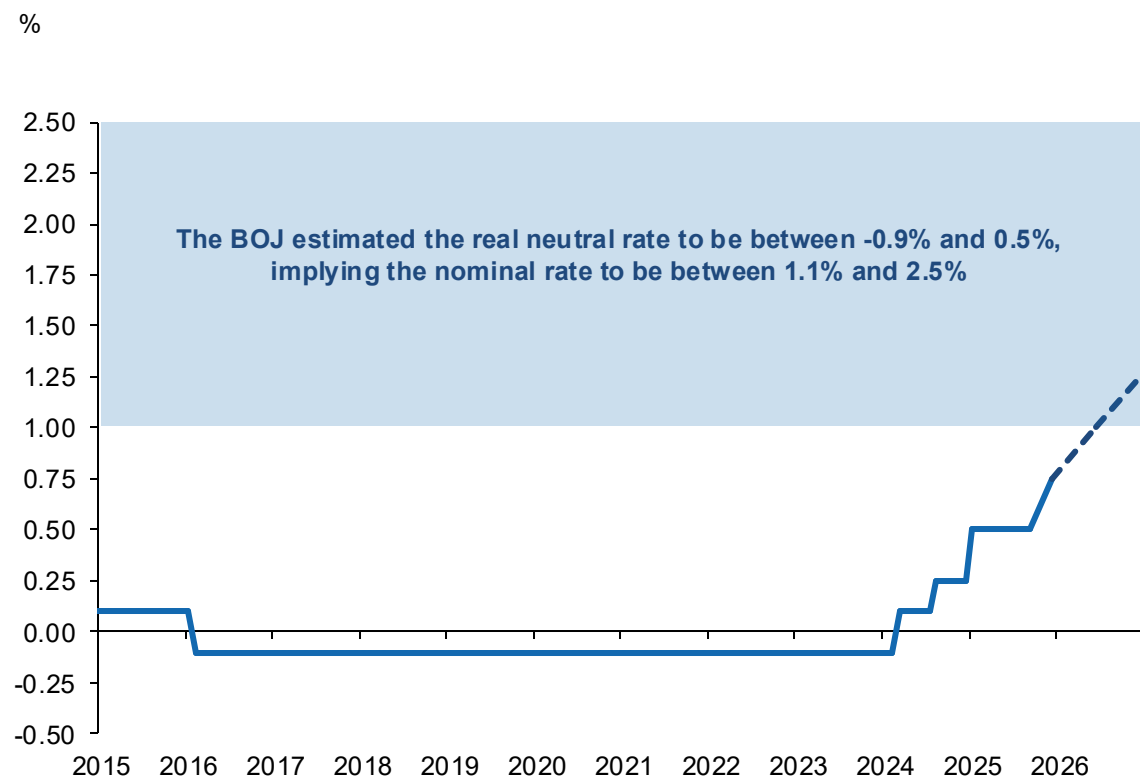


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

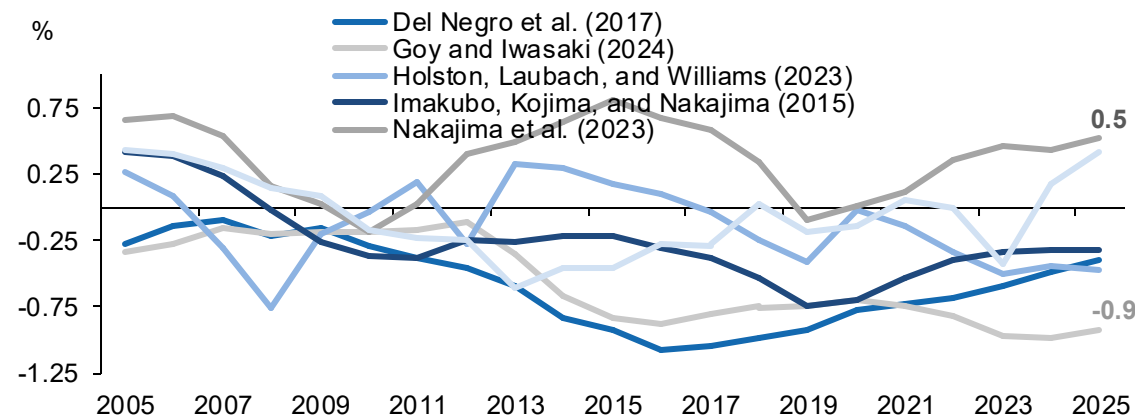
# จากความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อที่ปรับเพิ่มขึ้น เราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้เกินกว่าระดับ 1% ภายในปีนี้



## อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศญี่ปุ่น



## ประมาณการอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่เป็นกลางล่าสุดของธนาคารกลางญี่ปุ่น



## ค่ากลางของผลการคาดการณ์โดย Bloomberg (มิถุนายน 2025)

	Median forecast
Policy rate: End-2026	1.25%
Policy rate: End-2027	1.50%
Terminal rate	1.50%

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

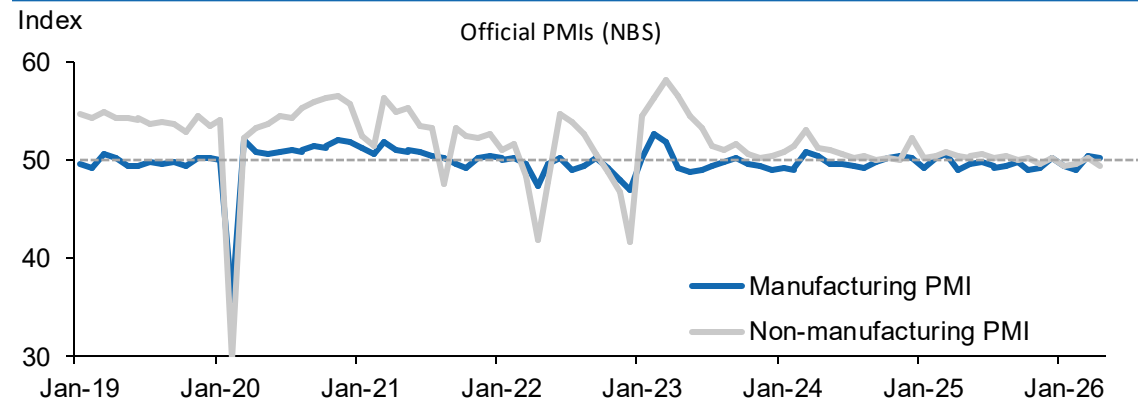


- ภาคการส่งออกของจีนเติบโตได้อย่างแข็งแกร่งในช่วงที่ผ่านมา โดยแม้ว่าการส่งออกจะยังคงเป็นเครื่องจักรหลักในการขับเคลื่อนการเติบโต ทางเศรษฐกิจของจีน แต่การเร่งตัวขึ้นอย่างมากของการนำเข้าในปีนี้ได้ก่อให้เกิดข้อสงสัยว่าจะส่งผลกระทบต่อดุลการค้าและการขยายตัวทางเศรษฐกิจหรือไม่ อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาวิเคราะห์เชิงลึกพบว่า การเร่งตัวขึ้นอย่างรุนแรงของการนำเข้าของจีนในปีนี้มีลักษณะกระจุกตัวสูงในสินค้ากลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ (Semiconductors) และเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้อง ซึ่งได้รับแรงหนุนจากกระแสนิยมในเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์ (AI) จากทั่วโลก มากกว่าที่จะเป็นการนำเข้าสินค้าในวงกว้าง โดยการนำเข้าชิ้นส่วนเทคโนโลยีขั้นสูงเหล่านี้มีแนวโน้มถูกใช้ป็นสินค้าขั้นกลาง (Intermediate Inputs) สำหรับการผลิตหรือแปรรูป เพื่อส่งออกต่อไปเป็นสินค้าปลายทางในระยะต่อไป และเมื่อพิจารณาดุลการค้าในกลุ่มสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเซมิคอนดักเตอร์ (Semiconductors) ทั้งหมด ทั้งสินค้าต้นน้ำและปลายน้ำ จะพบว่า ดุลการค้าในภาพรวมยังคงเกินดุลอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ผลกระทบเชิงลบจากการเร่งตัวขึ้นของการนำเข้าสินค้าในกลุ่มดังกล่าวต่อดุลการค้าของประเทศจึงมีแนวโน้มจำกัด
- ในขณะเดียวกัน ท่ามกลางค่าเงินหยวนที่ปรับแข็งค่าขึ้นต่อเนื่อง ถ้าอิงจากความสัมพันธ์ในอดีตจะส่งผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกและการเติบโตทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การปรับเปลี่ยนเชิงโครงสร้างของภาคการส่งออกจีน จากอุตสาหกรรมผลิตที่มีมูลค่าต่ำมาสู่อุตสาหกรรมเทคโนโลยีขั้นสูงและภาคส่วนที่เกี่ยวข้องกับปัญญาประดิษฐ์ ได้ส่งผลให้ความอ่อนไหวของภาคการส่งออกต่อการแข็งค่าของค่าเงินเปลี่ยนแปลงไป โดยข้อมูลล่าสุด พบว่า การแข็งค่าของเงินหยวนในช่วงที่ผ่านมาไม่ได้ทำให้ปริมาณการส่งออกปรับลดลงเหมือนในอดีต ด้วยเหตุนี้ การแข็งค่าของเงินหยวนในรอบนี้จึงไม่ส่งผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกและการเติบโตทางเศรษฐกิจในวงกว้าง ดังนั้น ภาคการส่งออกของจีนยังมีแนวโน้มที่จะเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญของเศรษฐกิจ ท่ามกลางค่าเงินหยวนที่มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นต่อเนื่องในระยะต่อไป

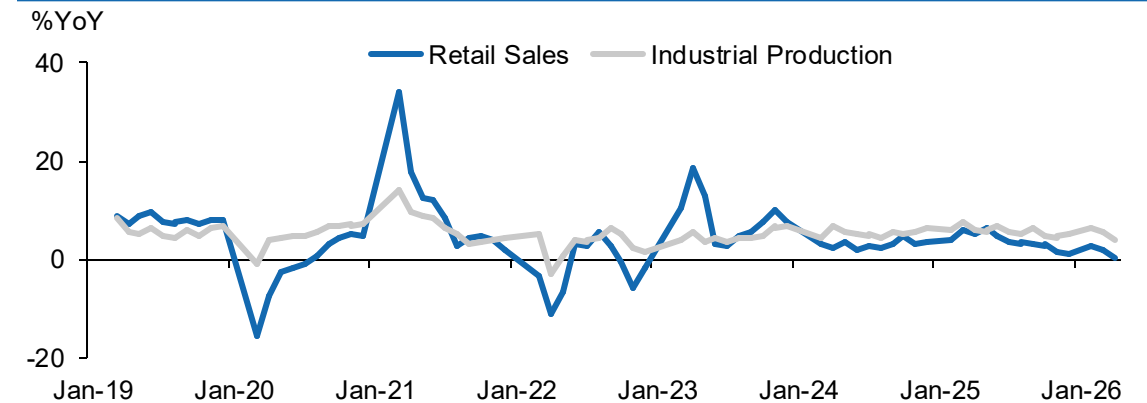
# กิจกรรมในภาคการผลิตปรับตัวลดลง แม้ภาคการค้าระหว่างประเทศจะมีการเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ด้านภาคบริการกลับเข้าสู่แดนขยายตัวอีกครั้ง



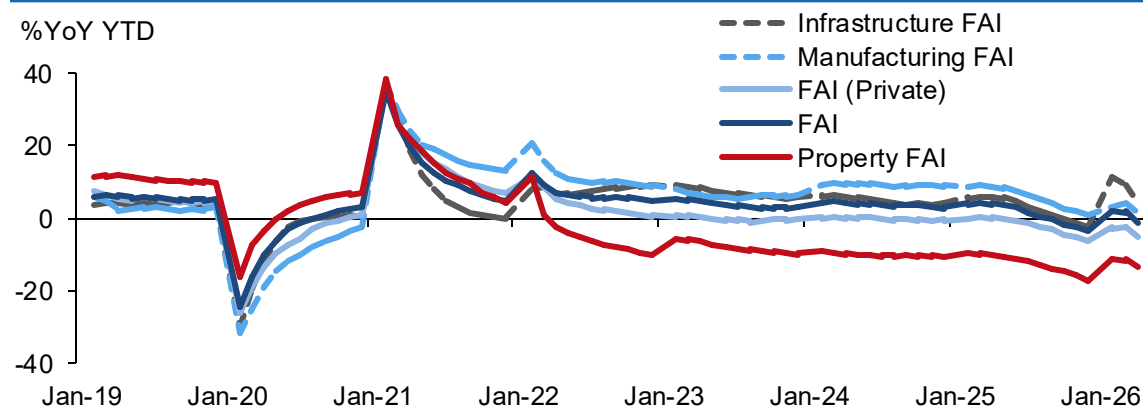
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



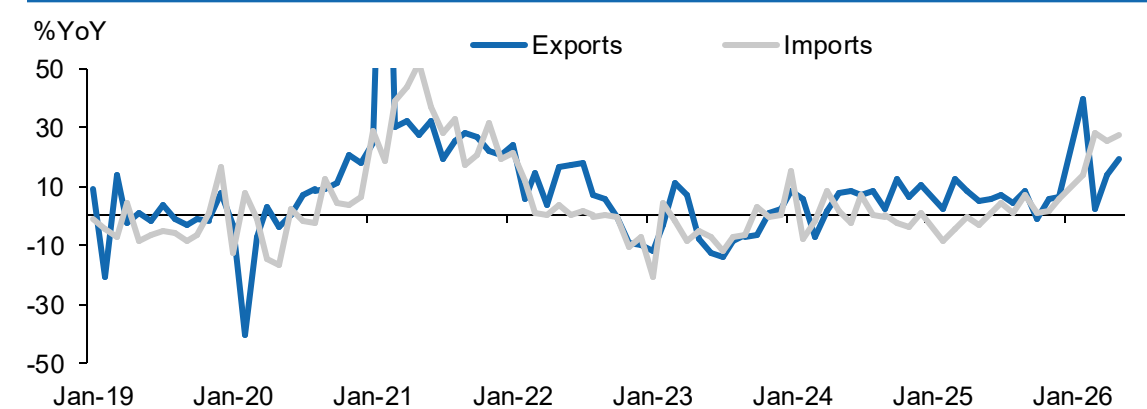
## ยอดขายปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



## การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



## การส่งออกและนำเข้า

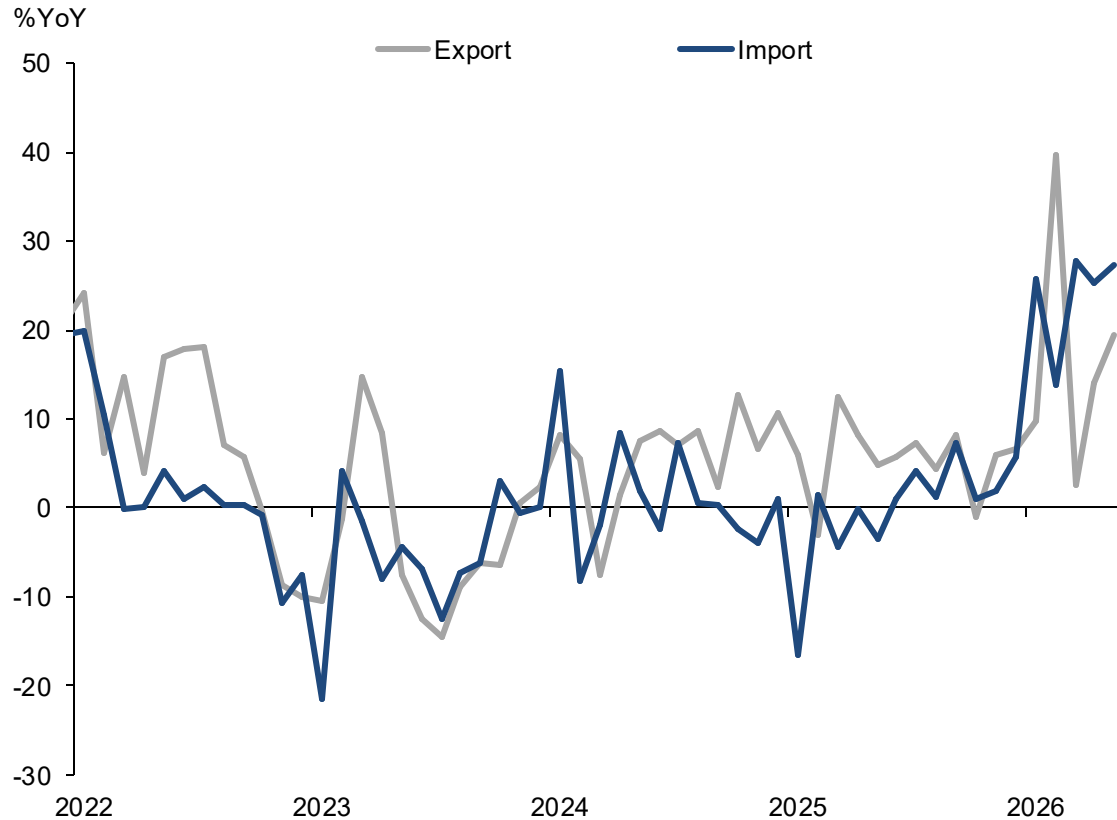


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

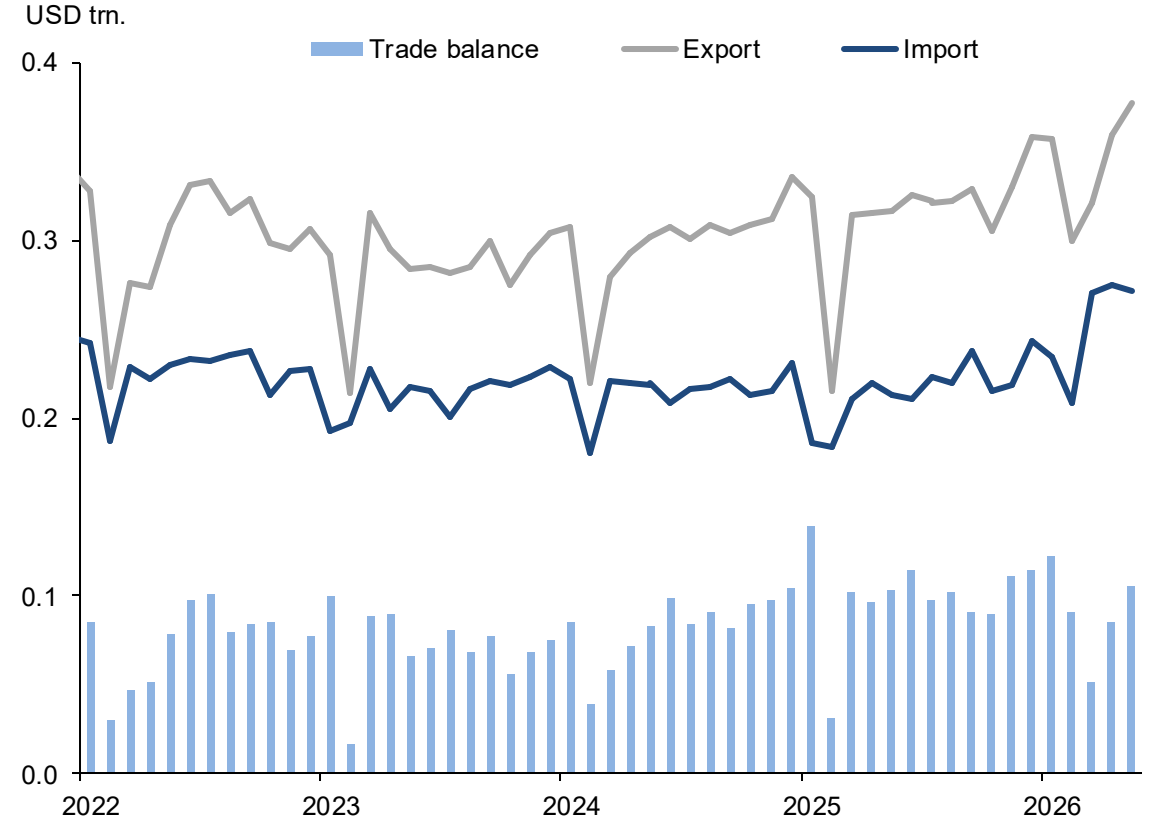
# แม้ว่าภาคการส่งออกจะยังเติบโตได้ต่อเนื่อง แต่การนำเข้าที่เร่งตัวขึ้นมากในปีนี้ได้ก่อให้เกิดคำถามว่าจะส่งผลกระทบต่อดุลการค้าของประเทศหรือไม่



## การส่งออกและการนำเข้าของจีน



## ดุลการค้า

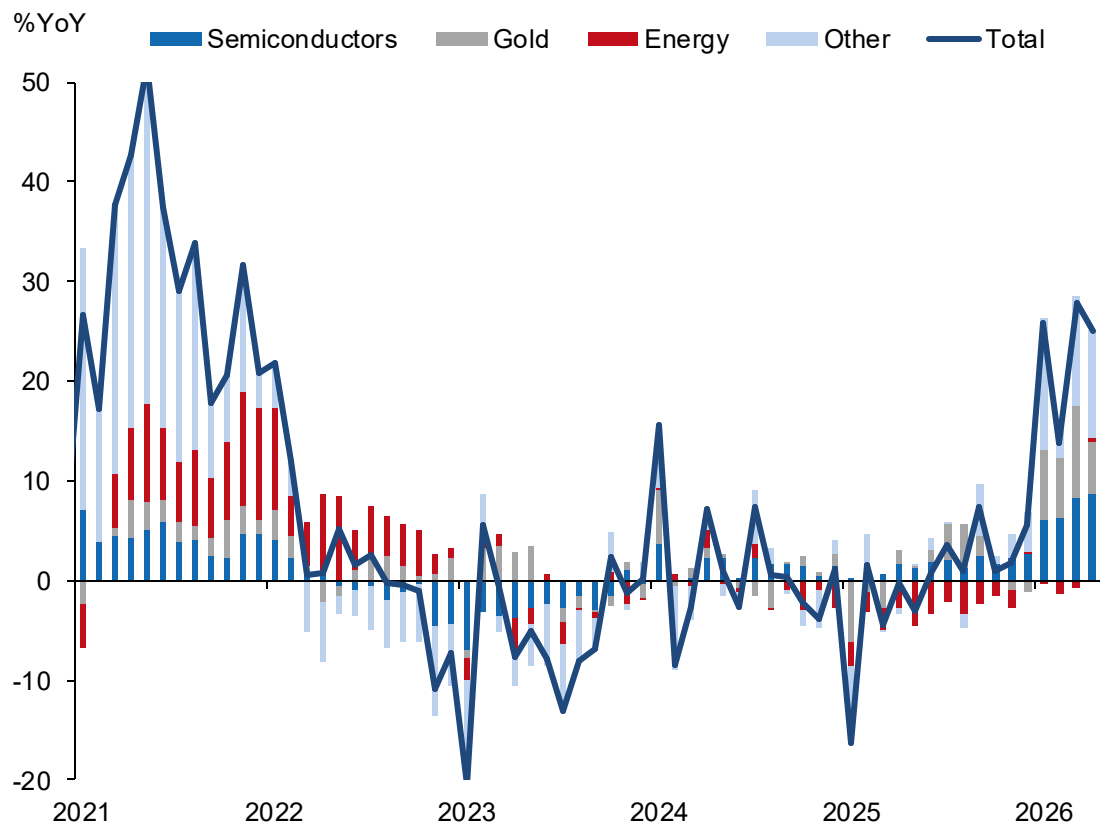


Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

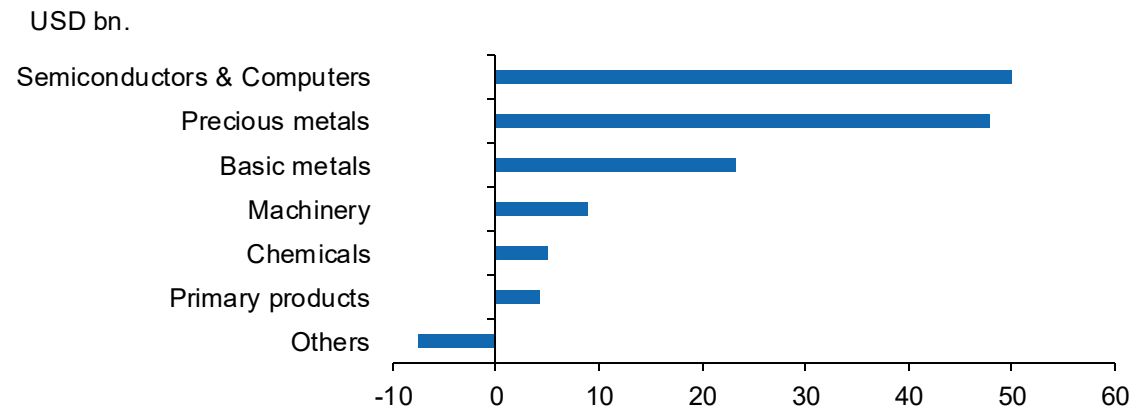
การเร่งตัวขึ้นอย่างรุนแรงของการนำเข้าของจีนในปีนี้มีลักษณะกระจุกตัวสูงในสินค้ากลุ่มเซมิคอนดักเตอร์และเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้อง จากความต้องการด้าน AI จากทั่วโลก มากกว่าที่จะเป็นการนำเข้าสินค้าในวงกว้าง



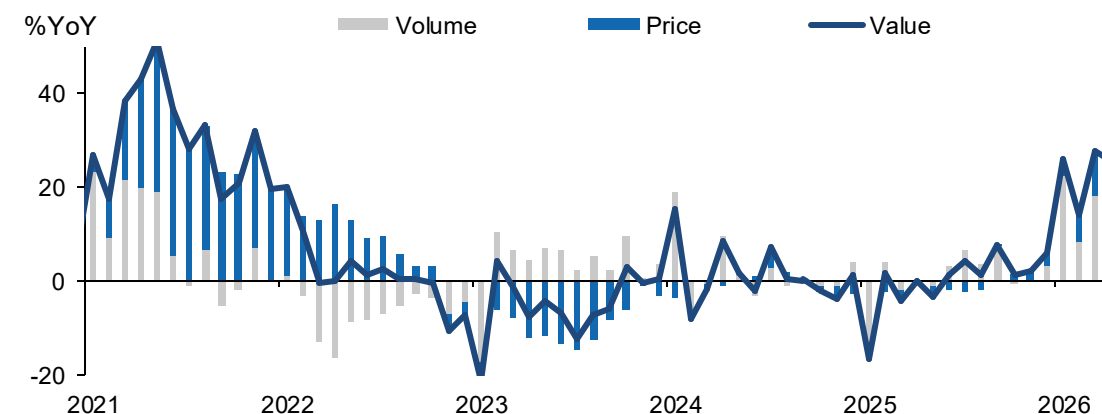
### การเติบโตของการนำเข้าของจีน จำแนกตามรายสินค้า



### การนำเข้า จำแนกตามหมวดสินค้าหลัก (Q1 2026 vs. Q1 2025)



### การนำเข้า จำแนกตามปริมาณและราคา

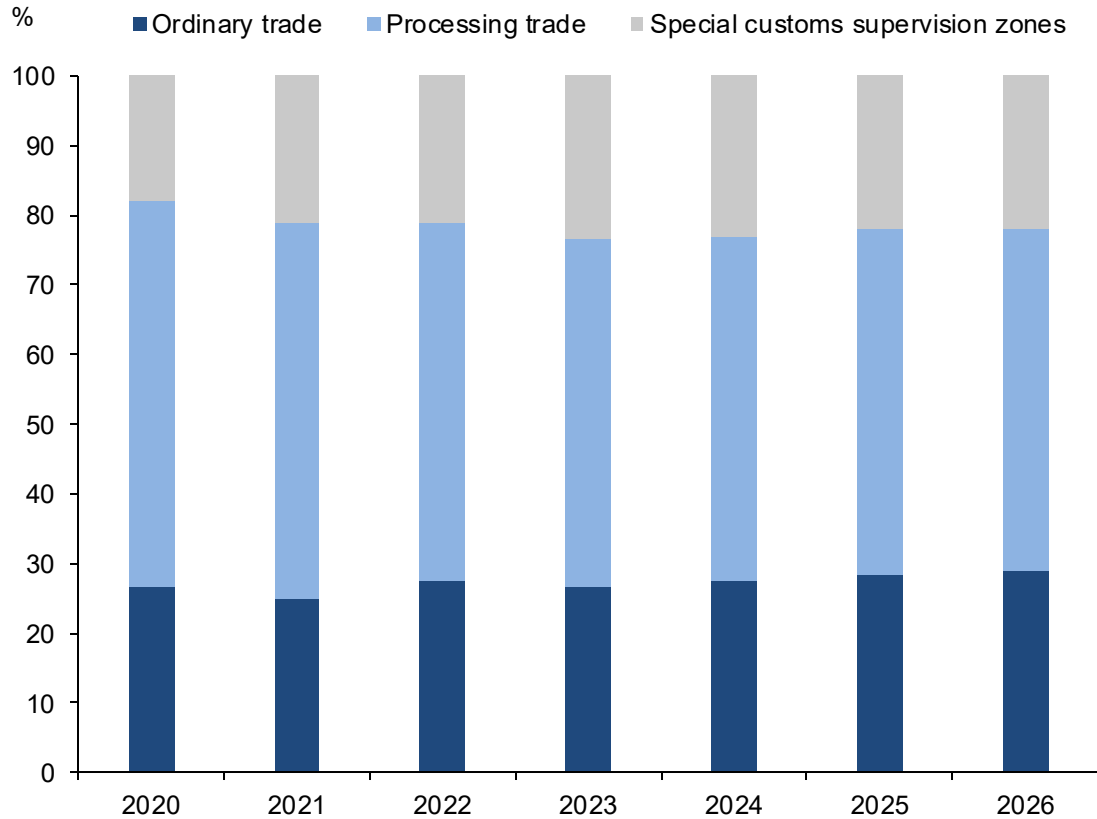


Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

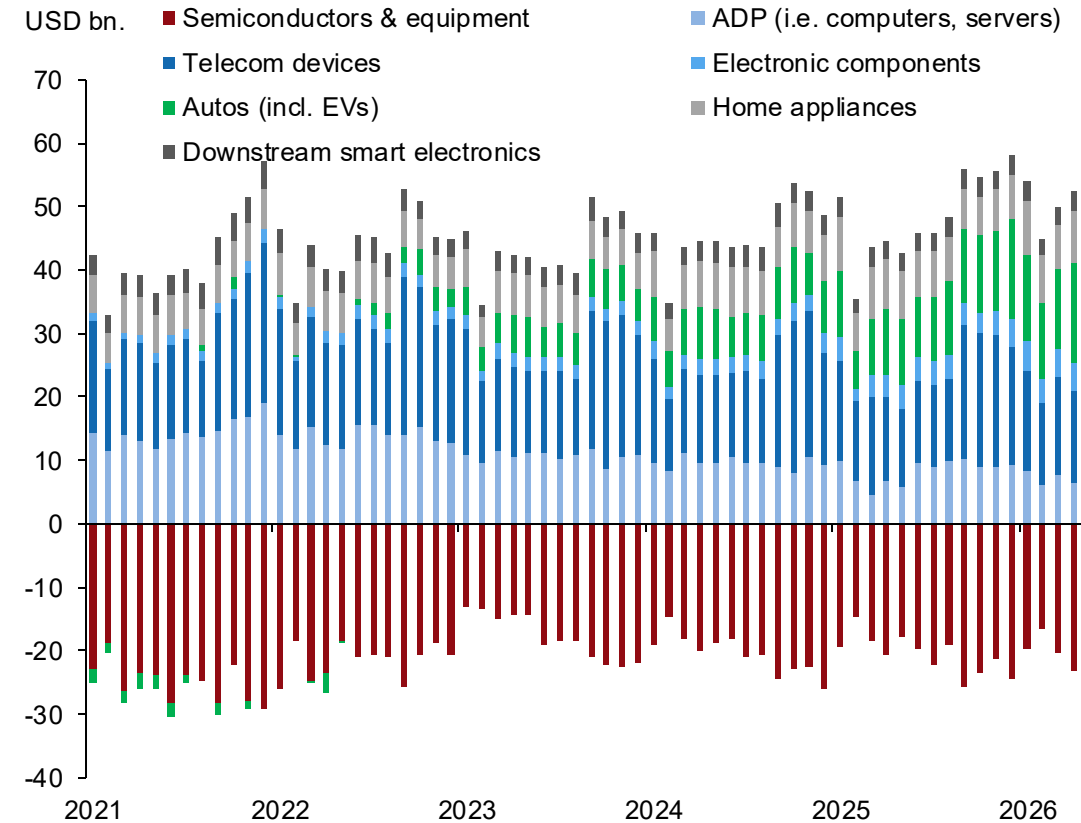
# ผลกระทบเชิงลบต่อดุลการค้าจึงมีแนวโน้มจำกัด เพราะสินค้าในกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ส่วนใหญ่ถูกนำเข้ามาเป็นสินค้าชั้นกลางเพื่อผลิต แปรรูป และส่งออกต่อไปในที่สุด



## สัดส่วนการนำเข้าสินค้าในกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ จำแนกตามวิธีการค้า 1\



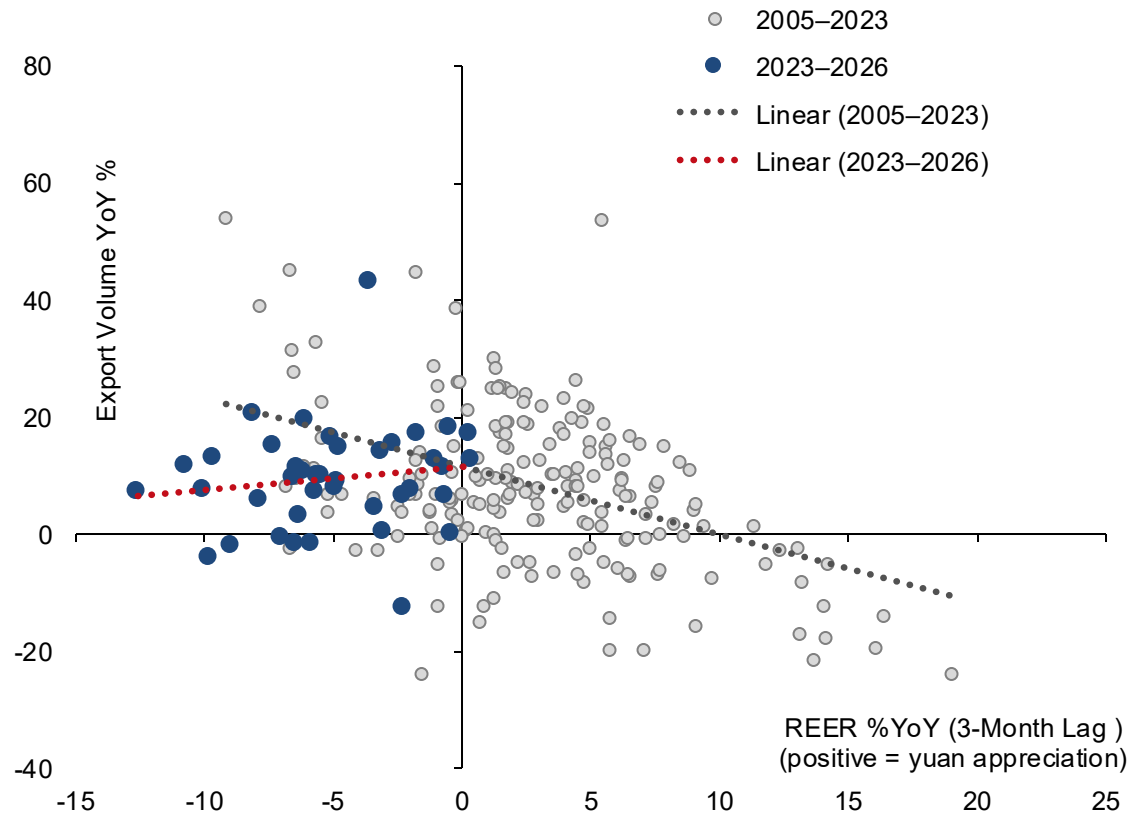
## ดุลการค้าที่เกี่ยวข้องกับสินค้าในกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ ทั้งต้นน้ำและปลายน้ำ



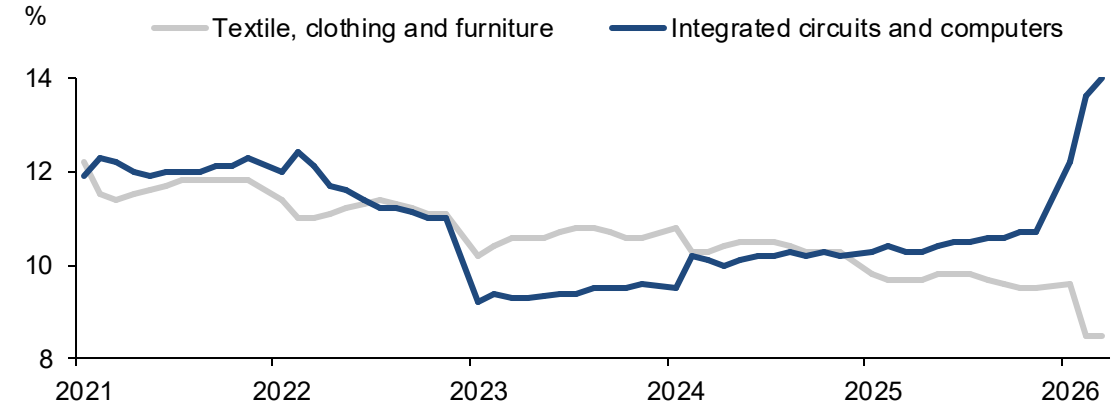
Note:1\ Processing trade refers to duty-exempt imported inputs used for assembly or processing before re-export, and special-customs regimes allow goods to be warehoused, distributed, processed or re-exported with taxes suspended until final clearance.

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

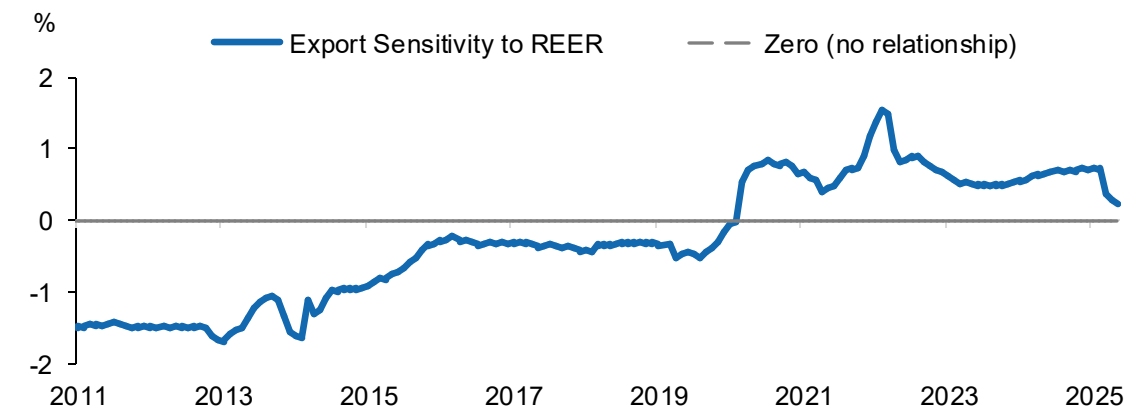
### ความยืดหยุ่นของปริมาณการส่งออกต่ออัตราแลกเปลี่ยน



### สัดส่วนในภาคการส่งออกรวมของจีน<sup>1\</sup>



### การเปลี่ยนแปลงของปริมาณการส่งออกต่อการแข็งค่าของเงินหยวนทุกๆ 1%



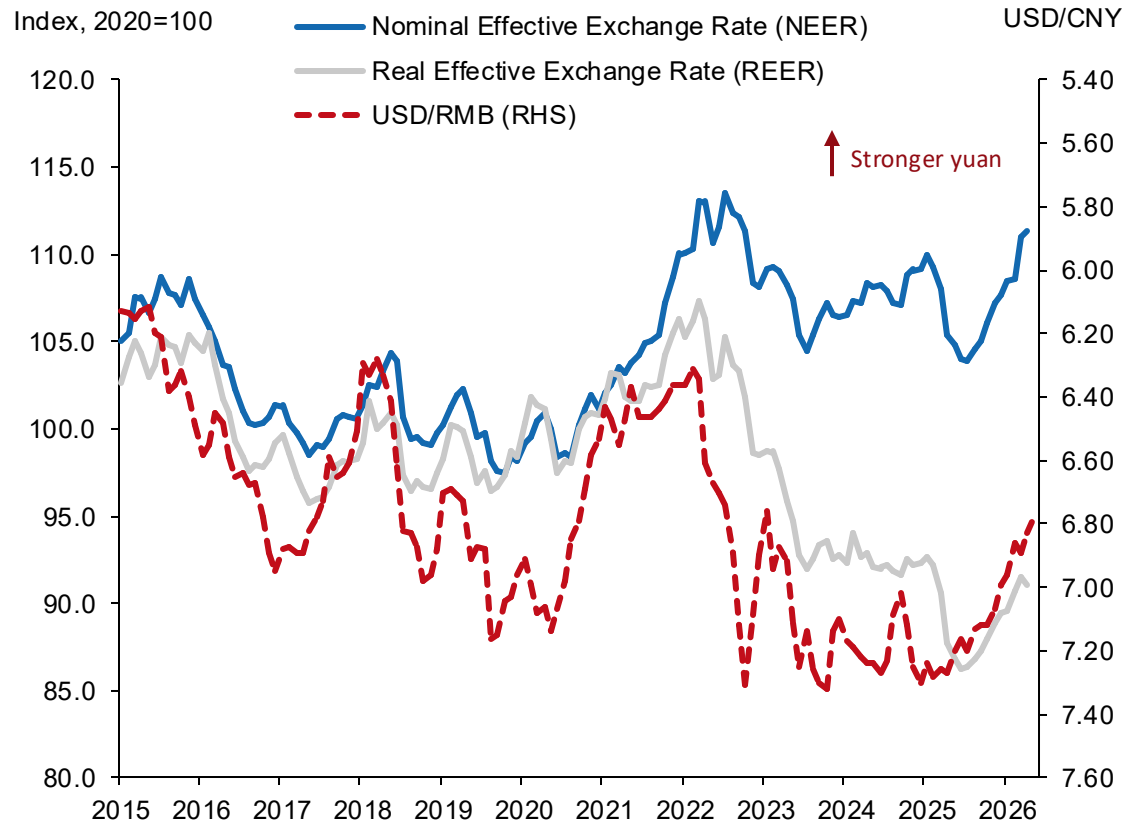
Note:1\ Computers refer to automatic data processing equipment and parts in customs data. Figures represent year-to-date data.

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

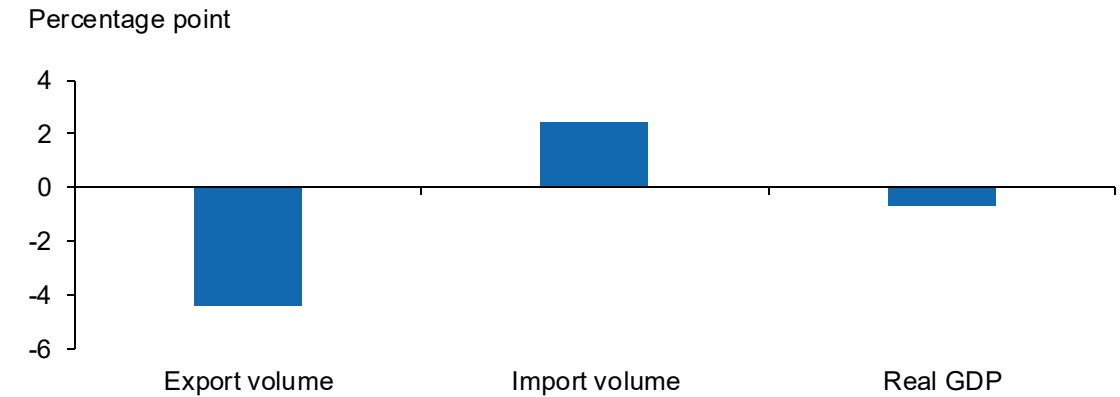
# การแข็งค่าของเงินหยวนในรอบนี้จึงมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อปริมาณการส่งออก และการเติบโตทางเศรษฐกิจในระดับที่น้อยลงเมื่อเทียบกับในอดีต



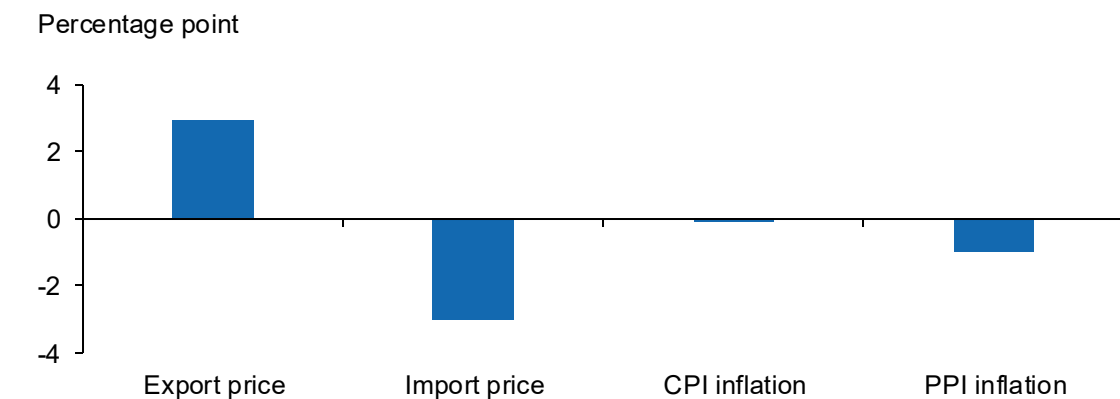
## อัตราแลกเปลี่ยน (Effective exchange rate)



## ผลกระทบจากการแข็งค่าขึ้น 10% ของอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (REER) 1\



## ผลกระทบจากการแข็งค่าขึ้น 10% ของอัตราแลกเปลี่ยน (NEER) 1\



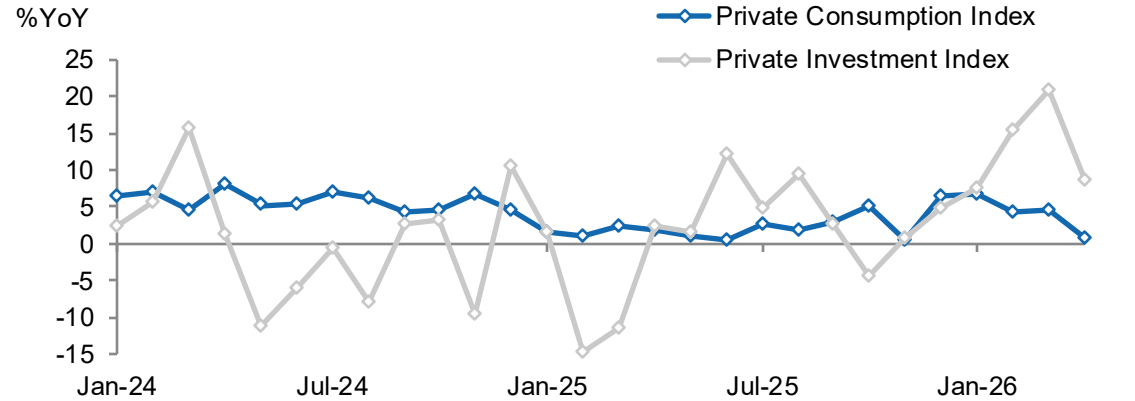
Note:1\ Estimated based on historical regression data from 2005 to 2025. Current structural shifts suggest the actual contemporary impact may be more muted.

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

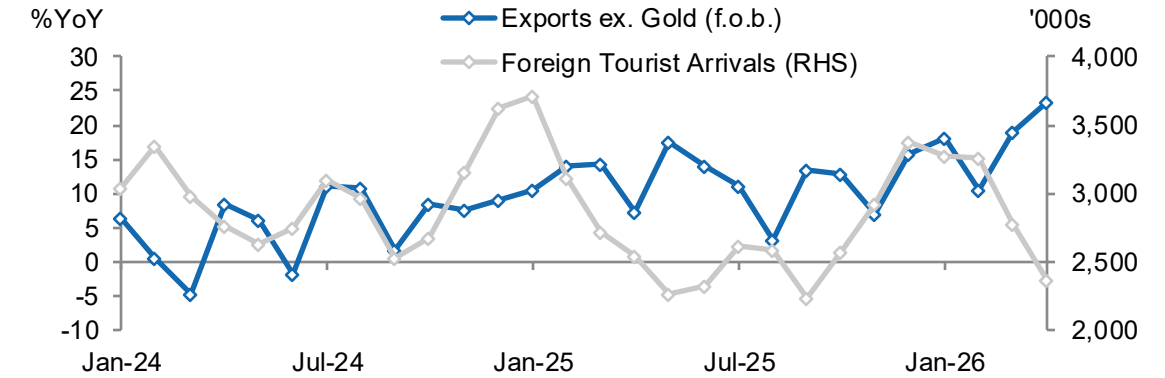


- เราได้ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ปี 2026F ขึ้นเป็น 1.8% (จากเดิม 1.2%) เนื่องจากผลของ GDP ไตรมาสที่ 1 ที่ออกมาแข็งแกร่งกว่าที่คาด ประกอบกับมาตรการสนับสนุนทางการคลังจาก พ.ร.ก. กู้เงินฉุกเฉินวงเงิน 2 แสนล้านบาท ขณะที่ตัวเลขประมาณการเติบโตในปี 2027F ถูกปรับลดลงเหลือ 1.7% (จากเดิม 2.4%) ส่วนหนึ่งเป็นผลของฐานสูง (Base Effect) ที่เกิดจากมาตรการสนับสนุนทางการคลังแบบชั่วคราวในปี 2026 ทั้งนี้ เรายังไม่ได้รวมผลของ พ.ร.ก. วงเงินกู้อีก 2 แสนล้านบาทที่มีแผนลงทุนสำหรับการเปลี่ยนผ่านโครงสร้างพลังงานไทยสู่เศรษฐกิจสีเขียว เนื่องจากปัจจุบันยังมีความไม่แน่นอนอันเป็นผลมาจากข้อพิพาททางกฎหมาย อย่างไรก็ตาม เรามองว่าประมาณการในปี 2027F ของเรายังมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นได้อีกราว 0.3–0.4 ppt หากการกู้ยืมดังกล่าวสามารถดำเนินการได้จริง
- เราปรับลดเป้าหมายจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลงเหลือ 32 ล้านคน (-3% YoY) ในปี 2026F เนื่องจากความขัดแย้งที่ยืดเยื้อในตะวันออกกลางยังคงฉุดรั้งการท่องเที่ยว โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวระยะไกล ทั้งนี้ ในเชิงโครงสร้าง นโยบายการยกเว้นวีซ่าของไทยมีการปรับเปลี่ยนหลายครั้ง โดยขยายเวลาเป็น 60 วันในปี 2024 และถูกปรับลดกลับมาเหลือ 30 วันในเดือนพฤษภาคม 2026 อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะฟื้นฟูจำนวนนักท่องเที่ยวให้กลับไปสู่ระดับก่อนเกิดโควิดได้ ขณะที่ประเทศคู่แข่งในภูมิภาค โดยเฉพาะเวียดนาม กำลังได้เปรียบมากขึ้นจากการมาตรการผ่อนปรนวีซ่าที่เปิดกว้างมากขึ้น แต่สิ่งที่เป็นปัญหาหนักที่สุดคือความกังวลด้านความปลอดภัยในไทยที่ทำให้ตลาดนักท่องเที่ยวเงินหดตัวลงอย่างรวดเร็ว ส่งผลให้นักท่องเที่ยวเงินเลือกไปยังจุดหมายปลายทางอื่นๆ ทดแทน นอกจากนี้ ปัญหาดังกล่าวยังถูกซ้ำเติมด้วยความสามารถในการแข่งขันด้านราคา ซึ่งสะท้อนให้เห็นจากคะแนนการท่องเที่ยวของไทยปรับตัวลดลงในการจัดอันดับของดัชนีการพัฒนาระดับโลกและการท่องเที่ยวระดับโลก (Travel & Tourism Development Index)
- ปัจจุบัน เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยยังคงแข็งแกร่ง โดยหลักๆ เป็นผลจากเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่มีอยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม การขาดดุลการค้าสินค้าที่กำลังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งจากปัจจัยด้านจากราคาพลังงานที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูงและการขาดดุลการค้าสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งทั้งสองปัจจัยนี้กำลังกดดันดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account) แม้ว่าขณะนี้ดุลบัญชีเดินสะพัดจะยังคงเกินดุลอยู่ แต่ส่วนต่างดังกล่าวก็กำลังแคบลง ทั้งนี้ เนื่องจากดุลบริการที่ยังเกินดุลต้องเผชิญกับปัจจัยกดดันทั้งสองทาง จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลงและการขาดดุลบริการดิจิทัลที่กว้างขึ้น ดังนั้น แนวโน้มภาคต่างประเทศที่อ่อนแอลงนี้ จึงเป็นปัจจัยสนับสนุนมุมมองของเราที่คาดว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงอีกในปีนี้
- เราได้ปรับประมาณการค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (USD/THB) เป็น 33.0 ในปี 2026F และ 33.5 ในปี 2027F สะท้อนถึงแนวโน้มเสถียรภาพด้านต่างประเทศที่อ่อนแอลง จากการขาดดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ซึ่งเป็นผลมาจากการเร่งนำเข้าน้ำมันดิบที่พุ่งสูงขึ้น ทั้งนี้ แนวโน้มระยะปานกลางสำหรับเสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยเริ่มถูกตั้งคำถาม เนื่องจากเราคาดว่า การเกินดุลเชิงโครงสร้างกำลังจะสิ้นสุดลง และจะเปลี่ยนผ่านเข้าสู่สภาวะสมดุล ไปจนถึงการขาดดุลเล็กน้อย ดังนั้น เราจึงได้ปรับลดประมาณการดุลบัญชีเดินสะพัดสำหรับปีนี้และปีหน้าลงมาอยู่ที่ 0.7% และ 0.2% ของ GDP ตามลำดับ โดยปัจจัยเหล่านี้ยิ่งเพิ่มแรงกดดันให้เงินบาทอ่อนค่าลง นอกเหนือไปจากความกังวลเกี่ยวกับภาคเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นสูง และวัฏจักรการใช้นโยบายการเงินแบบเข้มงวดที่ล่าช้ากว่าเมื่อเทียบกับธนาคารกลางหลักและธนาคารกลางอื่นๆ ในภูมิภาค
- ที่น่าสังเกตคือ การขายสินทรัพย์ทั้งสามประเภท (Triple asset sell-off) ของอิน โดนี่เซียในต้นเดือนมิถุนายนที่ผ่านมา ซึ่งมีสาเหตุมาจากความไม่แน่นอนของนโยบายการคลังภายใต้รัฐบาลปราโบโว (Prabowo) และความเชื่อมั่นที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ถือเป็นกรณีศึกษาสำหรับประเทศไทย ความคล้ายคลึงดังกล่าวน่ากังวลเนื่องจาก ประเทศไทยกำลังเผชิญกับภาวะขาดดุลแฝด (Twin deficit) เช่นเดียวกัน ในขณะที่ พ.ร.ก. กู้เงินฉุกเฉินวงเงิน 2 แสนล้านบาท อาจส่งผลให้การขาดดุลการค้าขยายตัวเพิ่มขึ้นไปอีก หากปราศจากการจัดระเบียบหนี้ระยะกลางที่น่าเชื่อถือ ในขณะเดียวกันทุนสำรองระหว่างประเทศของไทย (ประมาณ 2.8 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ) แม้จะเป็นกันชนที่แข็งแกร่งแต่ก็มีขีดจำกัด

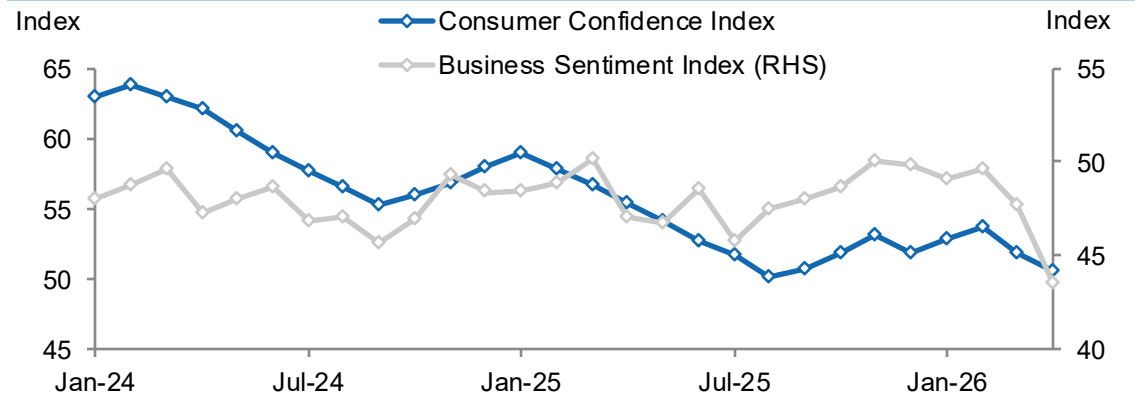
### ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



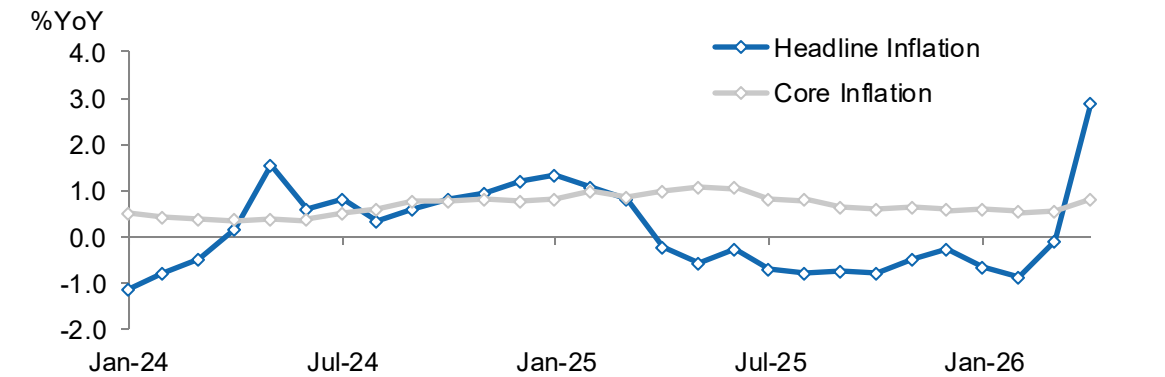
### ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



### ดัชนีความเชื่อมั่น



### ดัชนีราคา

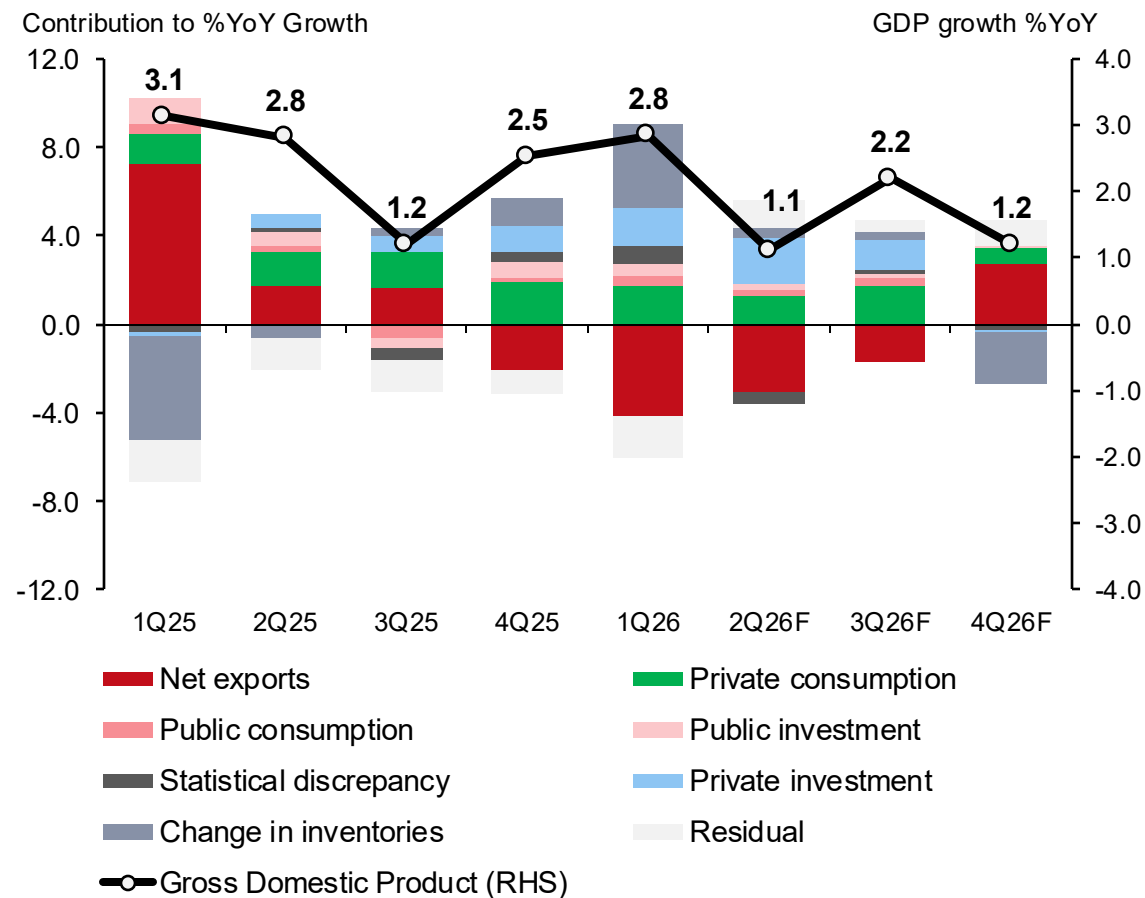


Source: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราปรับประมาณการการเติบโต GDP ปี 2026F ขึ้นมาที่ 1.8% จากผลของ GDP ไตรมาสที่ 1 ที่ออกมาแข็งแกร่ง และพ.ร.ก. กู้เงินฉุกเฉินวงเงิน 2 แสนล้านบาท ขณะที่ตัวเลขประมาณในปี 2027F ถูกปรับลดลงที่ 1.7%



### องค์ประกอบที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและคาดการณ์ GDP (%YoY)



### ตารางสรุปรายละเอียดประมาณการตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาค

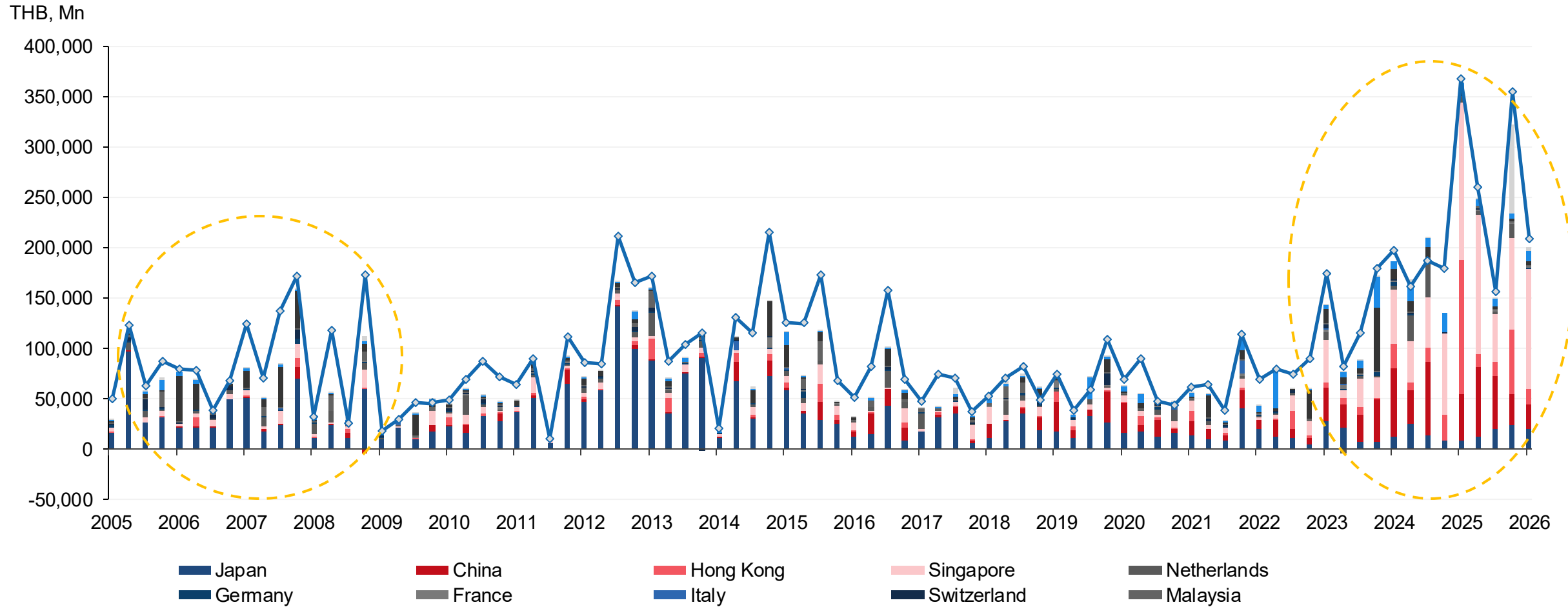
Indicators	Unit	2025	2026F		2027F	
			Prior	Current	Prior	Current
<b>GDP</b>	%	<b>2.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.7</b>
Private Consumption	%	2.7	2.1	2.3	2.0	1.9
Public Consumption	%	0.6	1.3	1.8	3.0	1.1
Private Investment	%	3.5	3.4	7.1	4.0	4.0
Public Investment	%	8.9	-1.0	4.1	1.1	3.2
Exports (f.o.b)	%	12.0	5.0	13.3	2.1	6.8
Imports (f.o.b)	%	9.7	6.7	18.0	1.7	8.2
Tourist Arrivals	Million	32.9	33.2	32.0	34.5	33.5
CA Balance	%GDP	2.8	1.6	0.7	2.2	0.2
Headline Inflation	%	-0.1	3.4	3.4	1.8	1.8
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	69.0	100.0	100.0	90.0	90.0
Policy Rate (EoP)	%	1.25	1.00	1.00	1.50	1.50
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	32.9	32.8	33.0	32.0	33.5

Source: TISCO ESU (as of 5 June 2026)

Source: BoT, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ตั้งแต่ปี 2005 การลงทุนจากต่างประเทศกลายเป็นยุคของจีน (เฉดสีแดง) ที่ก้าวขึ้นมาแทนที่ญี่ปุ่นในทศวรรษก่อนหน้า (สีน้ำเงิน)

มูลค่าการขอรับการส่งเสริมการลงทุนจากต่างประเทศที่ได้รับอนุมัติจาก BOI (ล้านบาท)

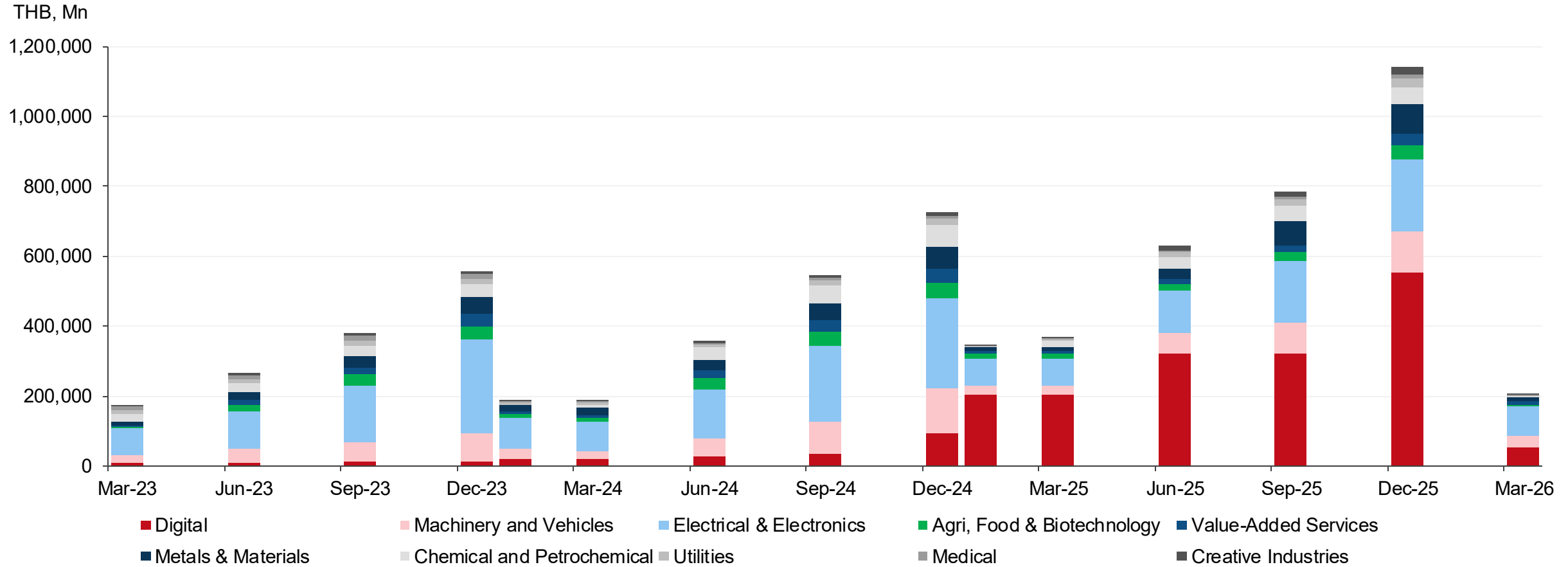


Source: CEIC, BOI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# จีนไม่ได้ลงทุนเพียงแค่โรงงานผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ในไทยเท่านั้น แต่ยังรวมไปถึง Data Center ซึ่งจัดอยู่ในหมวดดิจิทัลอีกด้วย



การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ในไทยแบ่งตามภาคอุตสาหกรรม ตามมูลค่าที่ได้รับอนุมัติ BOI (Year-to-date: YTD) (ล้านบาท)

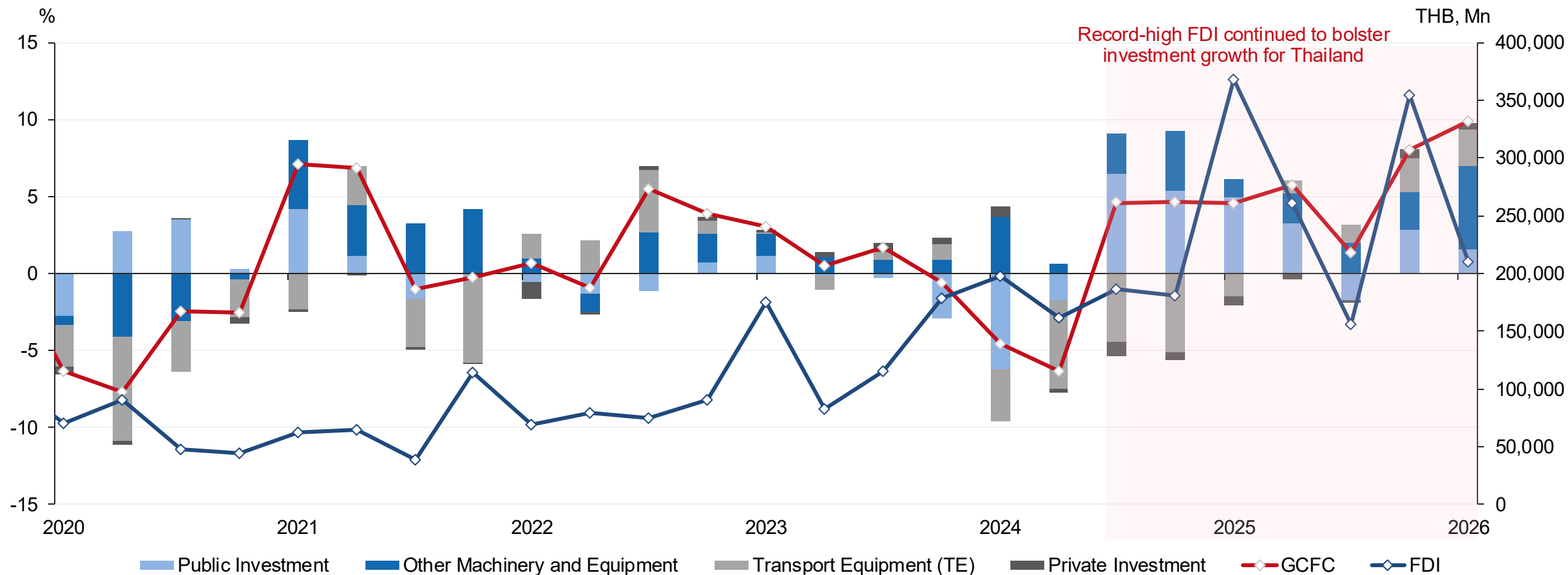


Source: CEIC, BOI, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การสะสมทุนถาวรเบื้องต้นมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในปี 2026 โดยมีเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่แม้จะมีความผันผวน แต่ก็ปรับตัวสูงขึ้นเข้ามาเป็นปัจจัยหนุนเพิ่มเติม



การสะสมทุนถาวรเบื้องต้นของไทย และมูลค่าการขอรับการส่งเสริมการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่ได้รับอนุมัติจาก BOI

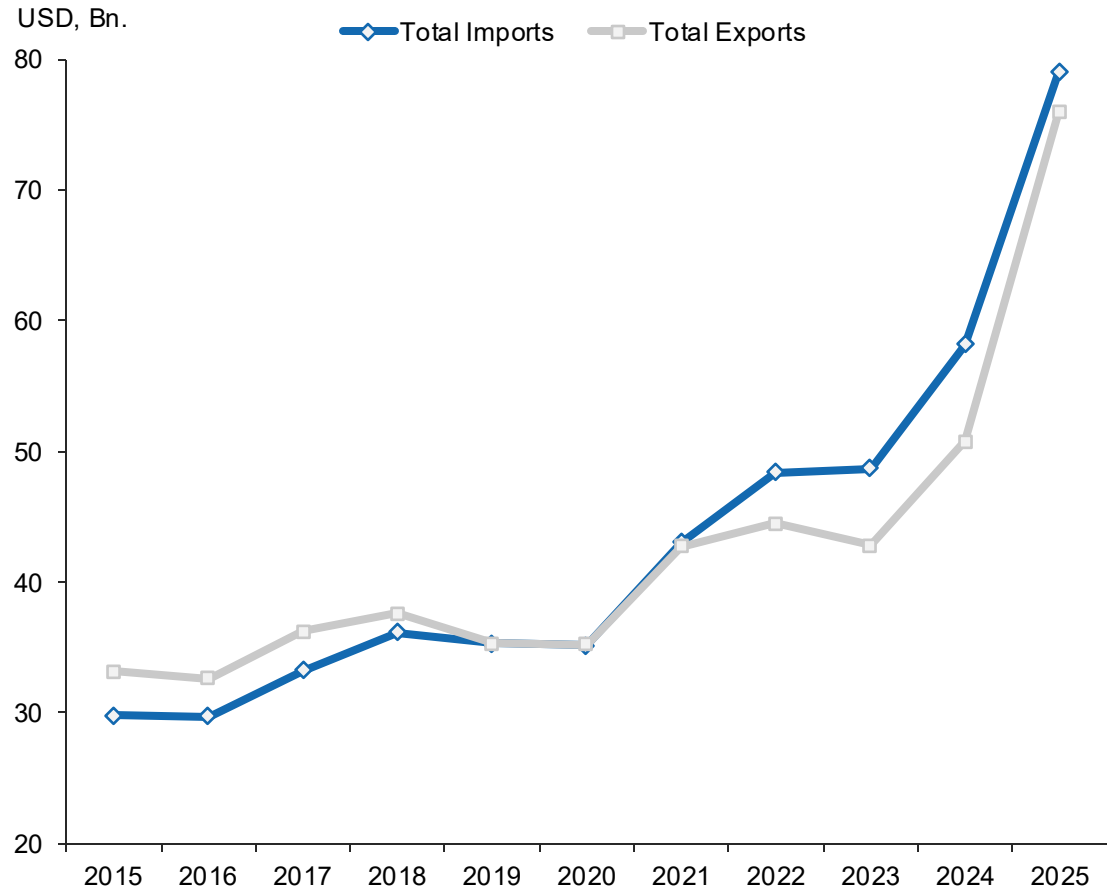


Source: CEIC, BOI, NESDC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

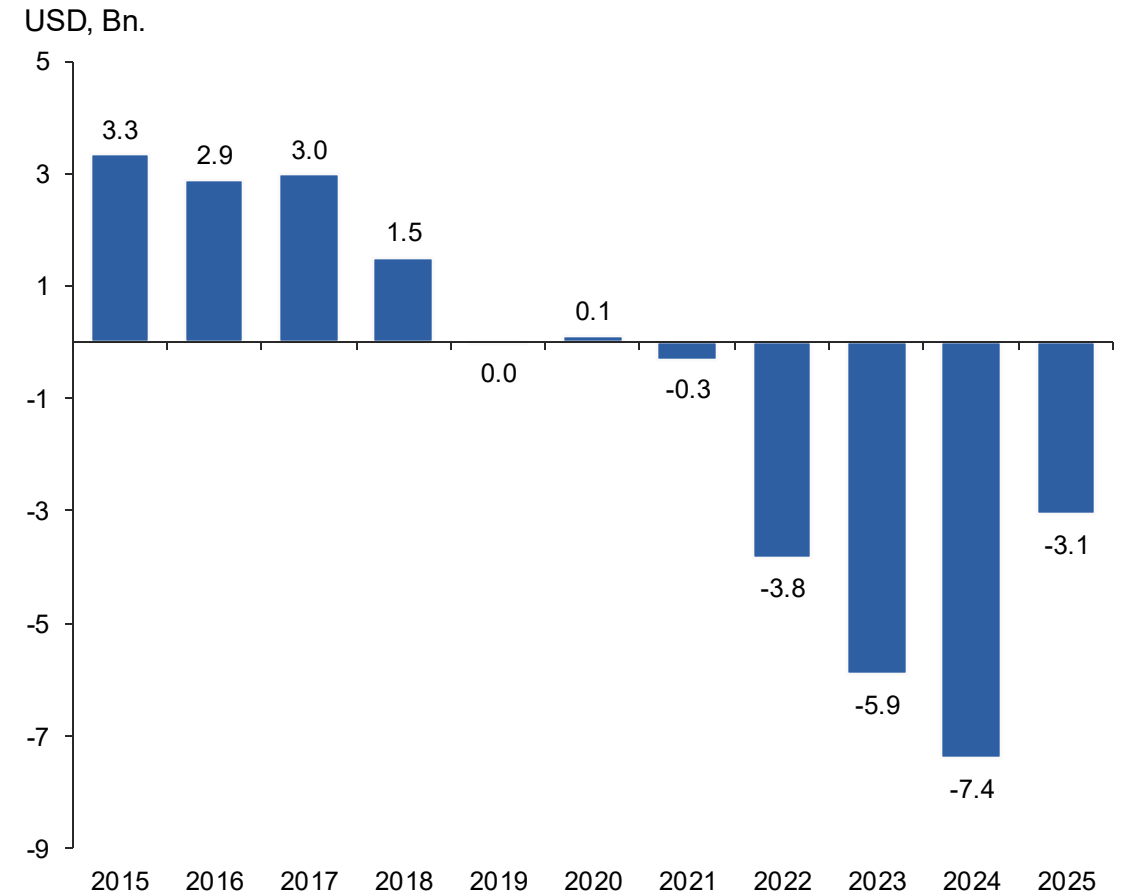
# อย่างไรก็ดี ดุลการค้าในสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี AI มีแนวโน้มที่จะขาดดุลเพิ่มขึ้น ซึ่งสะท้อนว่า GDP ไทยมีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้น (Upside) ได้จำกัด



## การค้าสินค้าของไทยที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี AI (ตามคำนิยามของ WTO)



## ดุลการค้าไทยของสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี AI



Source: WTO, Trademap, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จากการเกินดุลเชิงโครงสร้างสู่ความเสี่ยงที่จะขาดดุล; สงครามในตะวันออกกลางเป็นชนวนให้ราคาน้ำมันทรงตัวอยู่ในระดับสูงยาวนาน ท่ามกลางการสูญเสียขีดความสามารถในการแข่งขันด้านการท่องเที่ยว และการขาดดุลการค้าที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะสินค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี AI



## ดุลการชำระเงินของไทย

$$CA = \text{Goods Balance} + \text{Services Balance} + \text{Primary Income} + \text{Secondary Income}$$



### Surplus Still Exists, But the Buffer Is Thin

Thailand returned to a \$16B current account surplus in 2025 (2.8% GDP). However, April 2026 delivered a record single-month deficit of -\$7.6B, the largest since data collection began, driven by \$7.4B in oil imports and weakened tourism.

**-\$7.4Bn**

**Deficit**

April 2026  
delivered Largest  
Deficit



### Oil Is the Dominant Swing Factor

Every \$10/bbl rise in Brent crude costs Thailand ~\$4B in additional annual imports. At 58% crude import dependence and 1.37M bbl/day consumption, sustained oil at \$100+ flips the current account into structural deficit territory.

**Every \$10/bbl rise**

**Costs \$4Bn**

**in additional  
annual imports**



### Digital/IP Payments: The Invisible Drain

Thailand runs a >\$6B annual deficit in digital services (Netflix, Google, Meta, AWS, AI platforms). Growing at 15–20% p.a., this adds \$1.5–2B of structural outflow every two years, with no policy brake currently in place.

**-\$6.0Bn**

**Annually**

Structural Digital Deficit



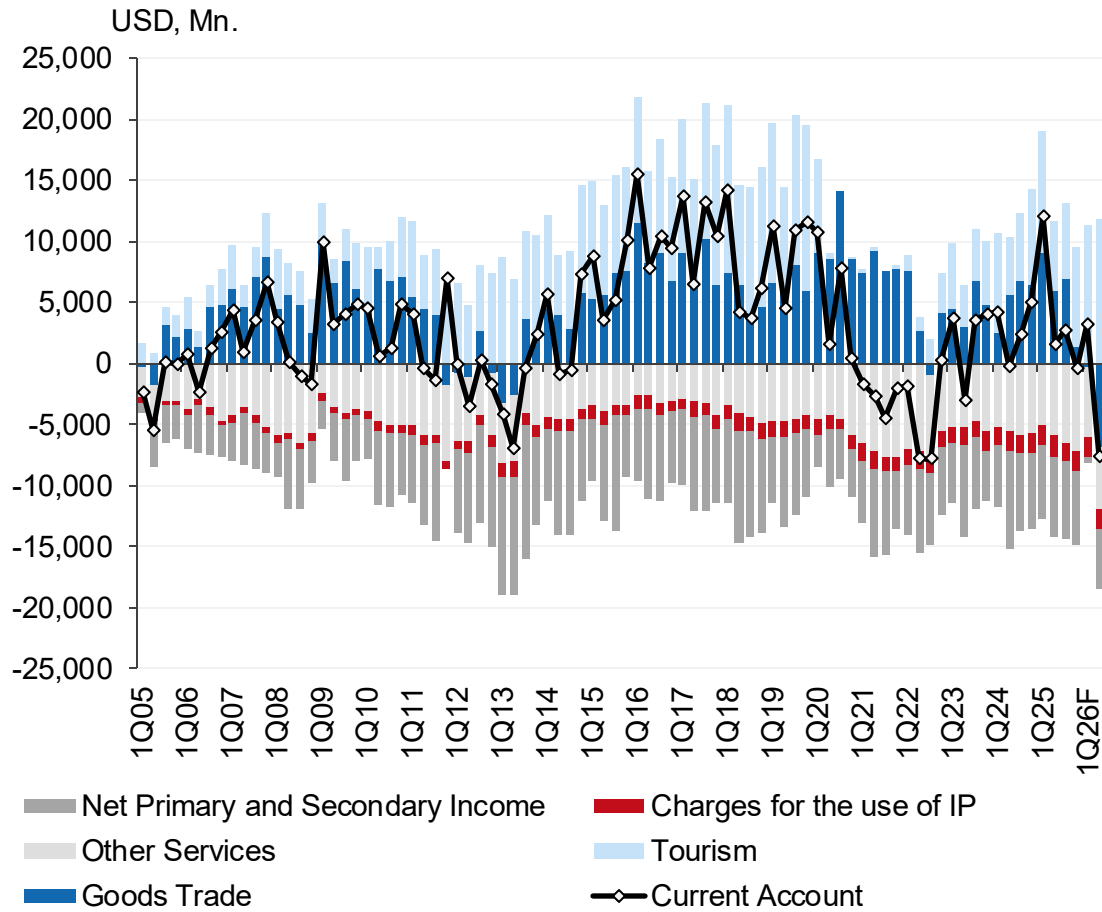
### Medium-Term Verdict: Deficit Risk Is Material

Under a bear scenario (oil \$100–110, tourism shortfall, digital deficit accelerating), Thailand's current account may turn to structurally negative for 2–3 years. Even the base case yields a sub-\$5B surplus, fragile to any single shock.

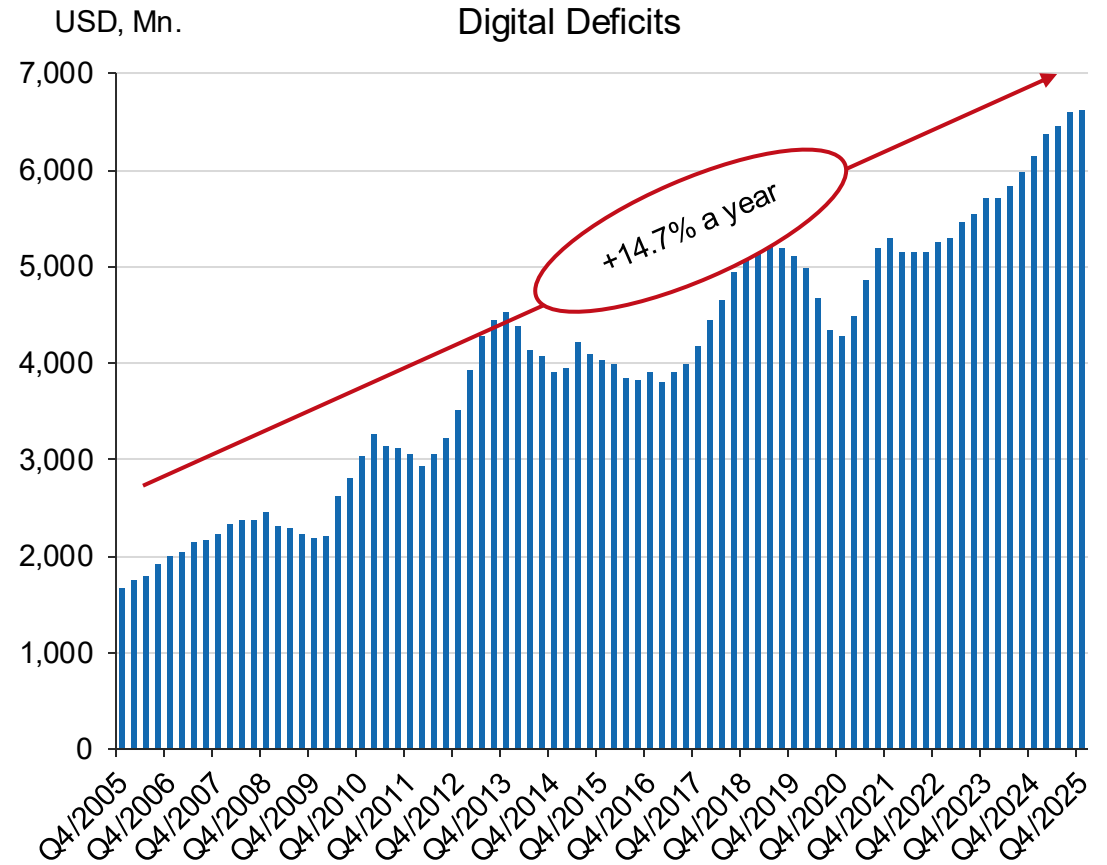
การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือนเมษายนมีสาเหตุหลักจากการเร่งนำเข้าน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายด้านบริการดิจิทัลก็กำลังขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างเจียบ ๆ



ดุลบัญชีเดินสะพัดและองค์ประกอบ



มูลค่าบริการจ่ายสุทธิสำหรับการใช้ทรัพย์สินทางปัญญา (การขาดดุลบริการดิจิทัล); (รายไตรมาส, ผลรวมย้อนหลัง 4 ไตรมาส)

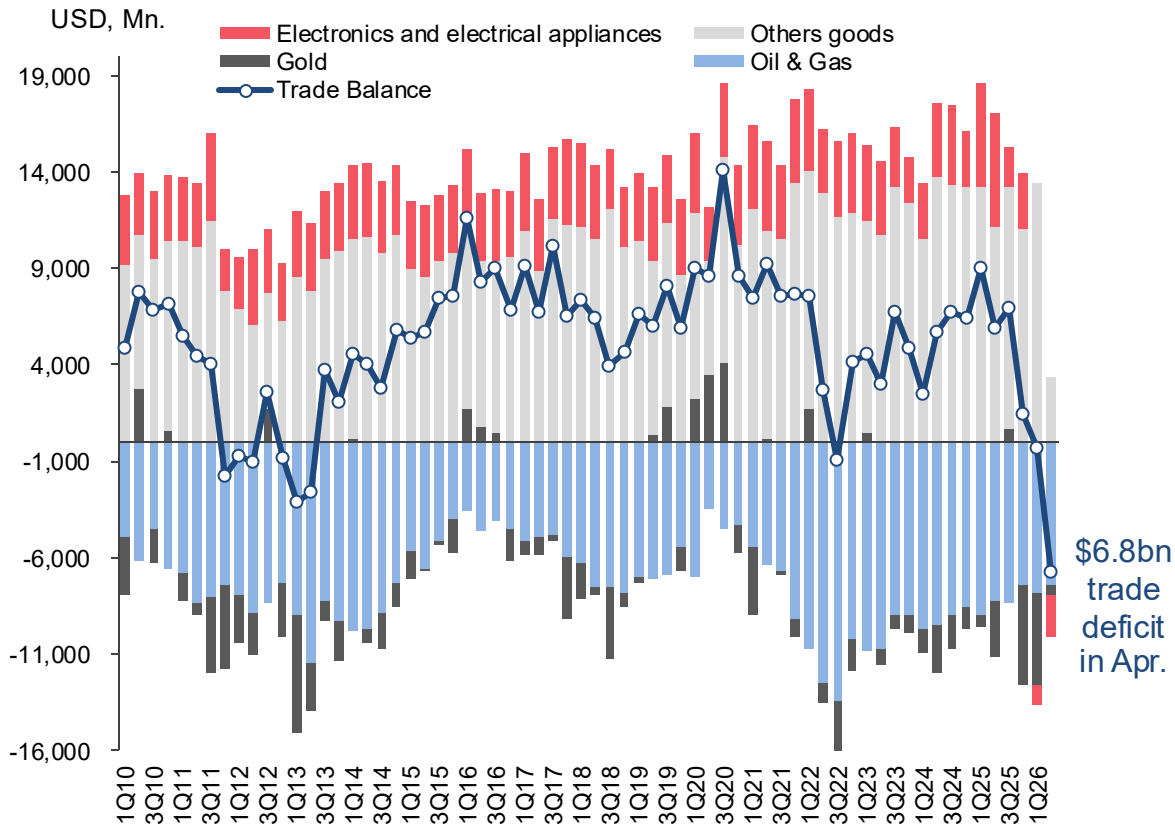


Source: BoT, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

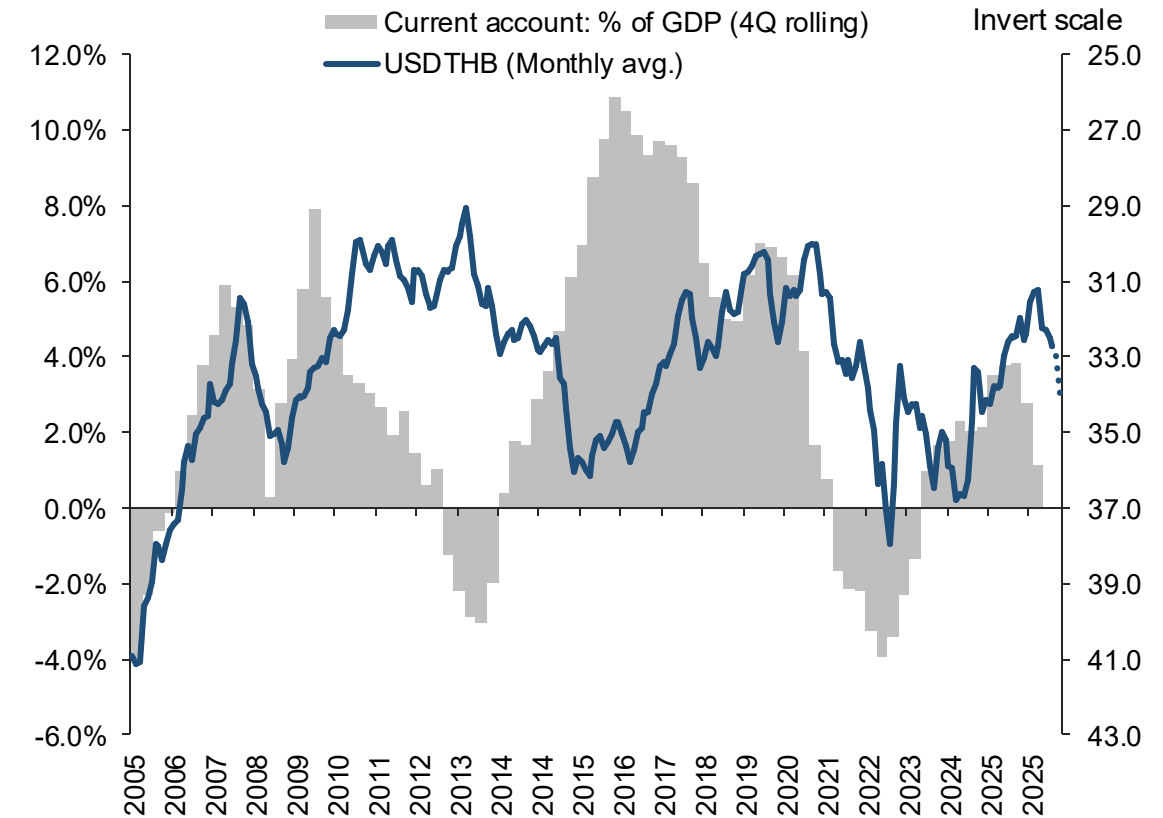
แรงกดดันที่เพิ่มสูงขึ้นกำลังผลักดันให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกิดการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้าง ท่ามกลาง  
 ดุลการค้าด้านพลังงาน การลงทุน สินค้าที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี AI และเงินไหลออกในภาคบริการดิจิทัล  
 ควบคู่ไปกับความอ่อนแอของภาคการท่องเที่ยว



องค์ประกอบของดุลการค้า (f.o.b.) (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)



ดุลบัญชีเดินสะพัด (% of GDP) เทียบกับอัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (USDTHB) (แกนกลับด้าน)

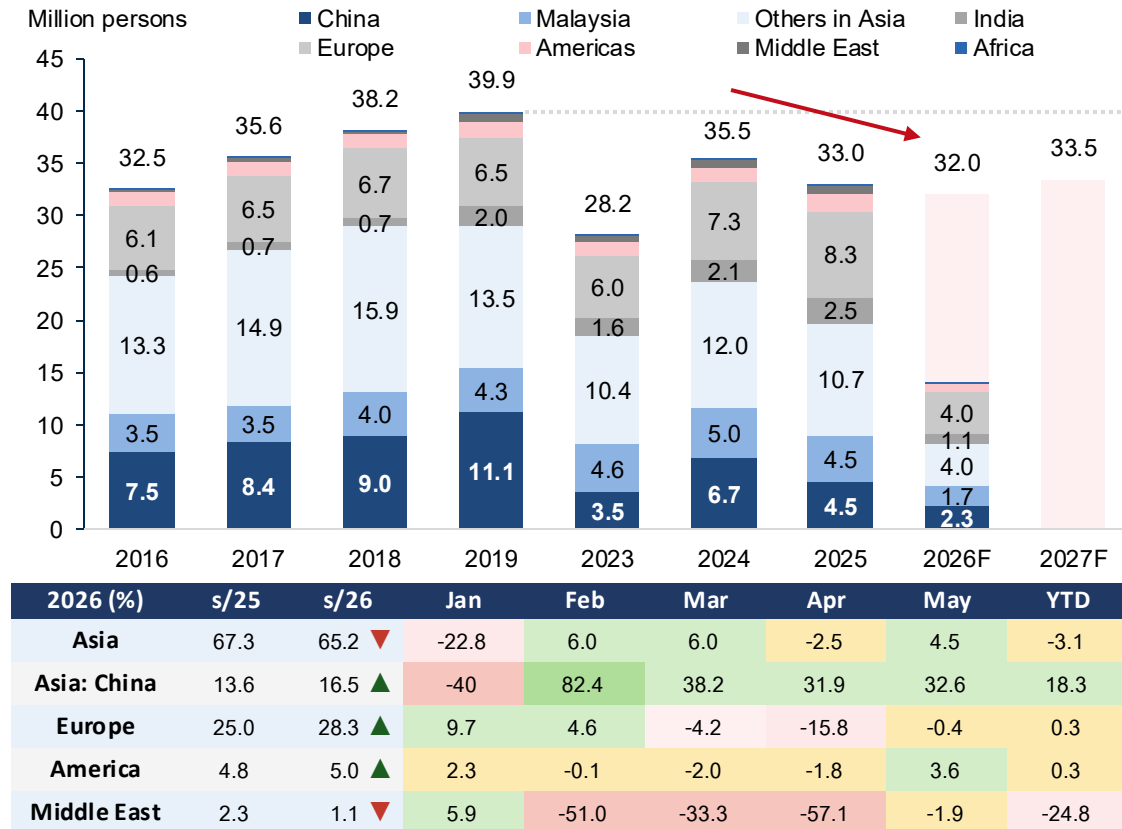


Source: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

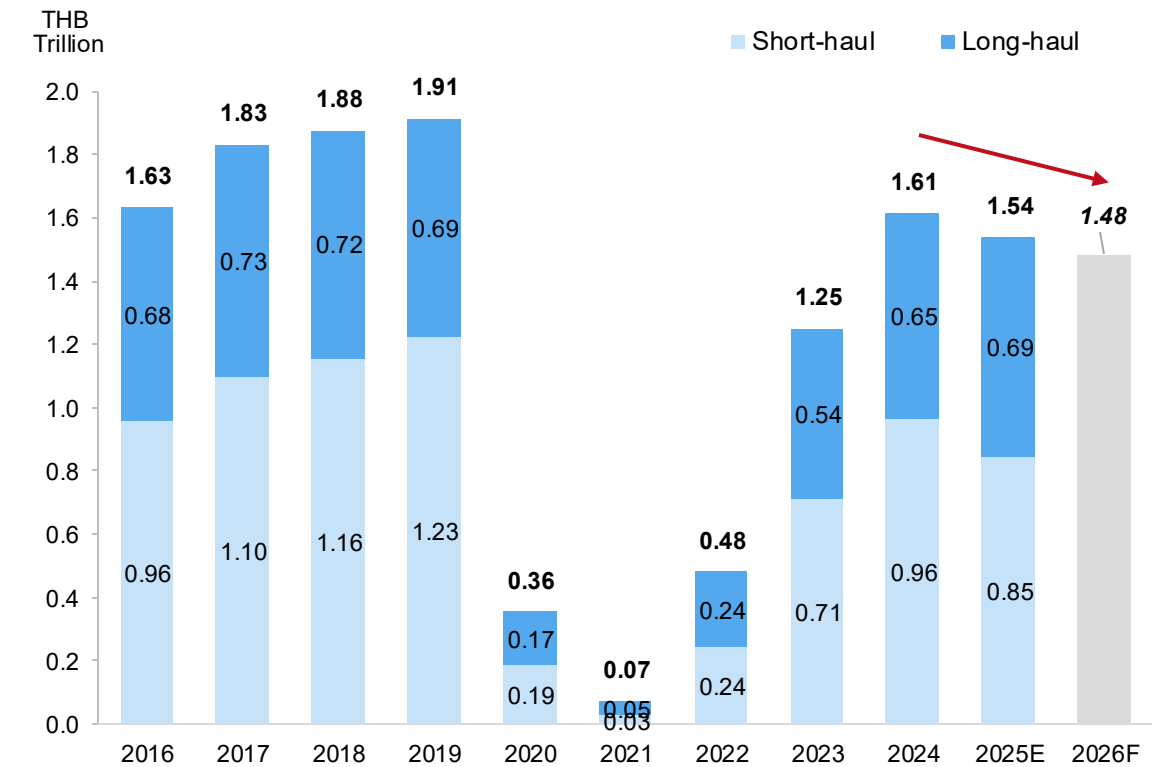
# เป้าหมายจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติถูกปรับลดลงเหลือ 32 ล้านคน เนื่องจากความขัดแย้งที่ยืดเยื้อในตะวันออกกลางยังคงกดดันความต้องการเดินทาง โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวระยะไกล



## จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางมายังประเทศไทย จำแนกตามภูมิภาค



## รายรับจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ

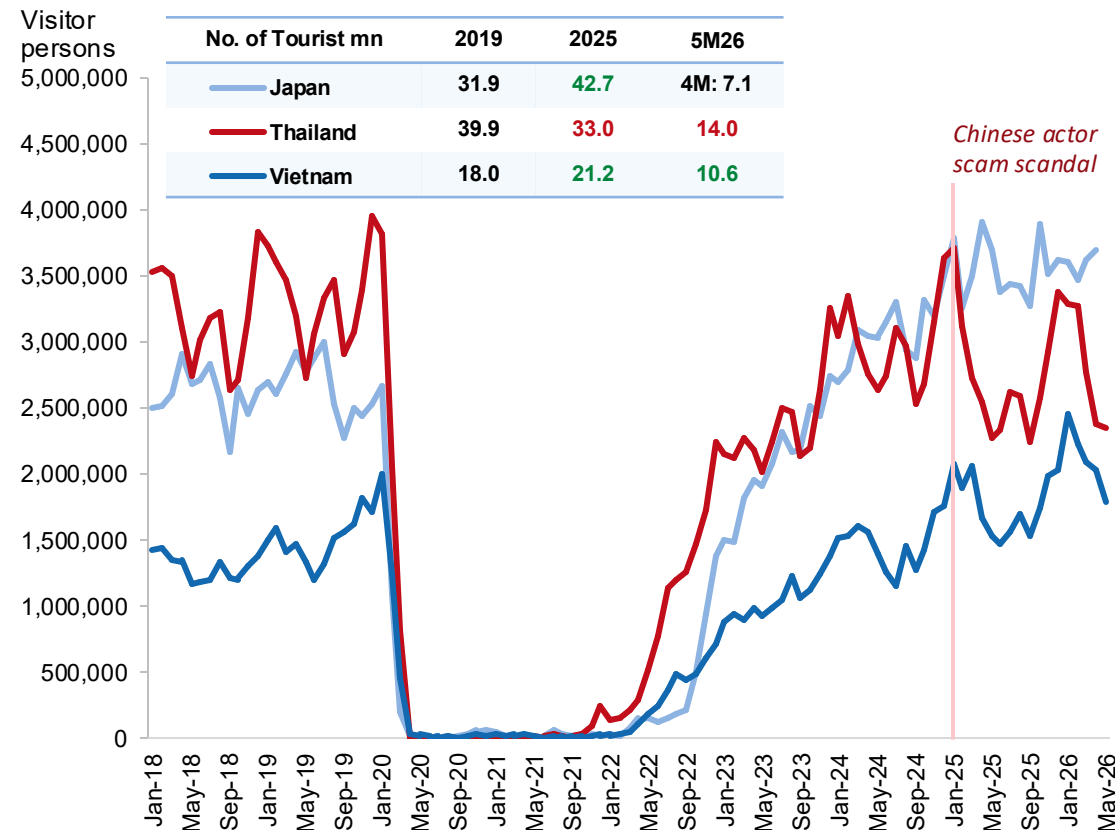


Source: MOTs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

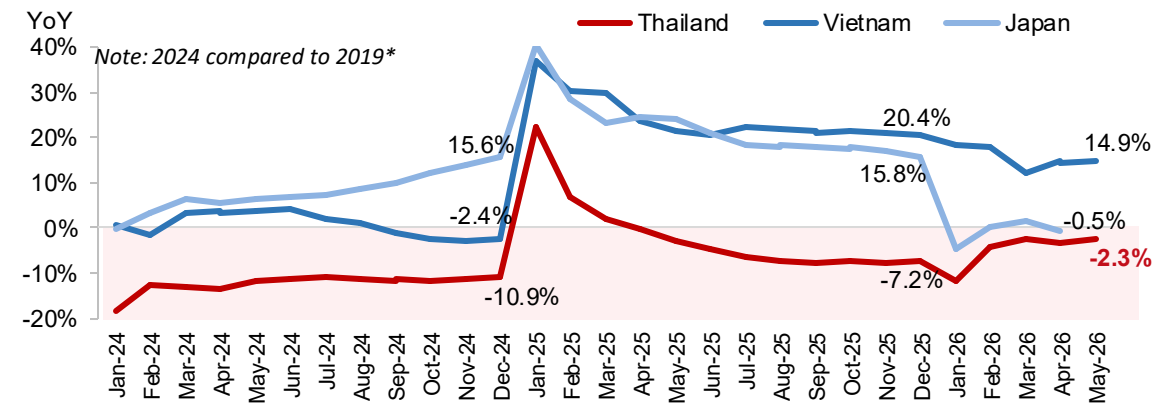
นโยบายการยกเว้นวีซ่าในวงกว้างของไทยยังไม่สามารถทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวกลับไปเทียบเท่าระดับก่อนโควิดได้ ขณะที่เวียดนามกำลังเติบโตอย่างแข็งแกร่งจากการผ่อนปรนวีซ่าอย่างต่อเนื่อง



### จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในแต่ละประเทศ (รายเดือน)



### การเปรียบเทียบการขยายตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ (YTD)



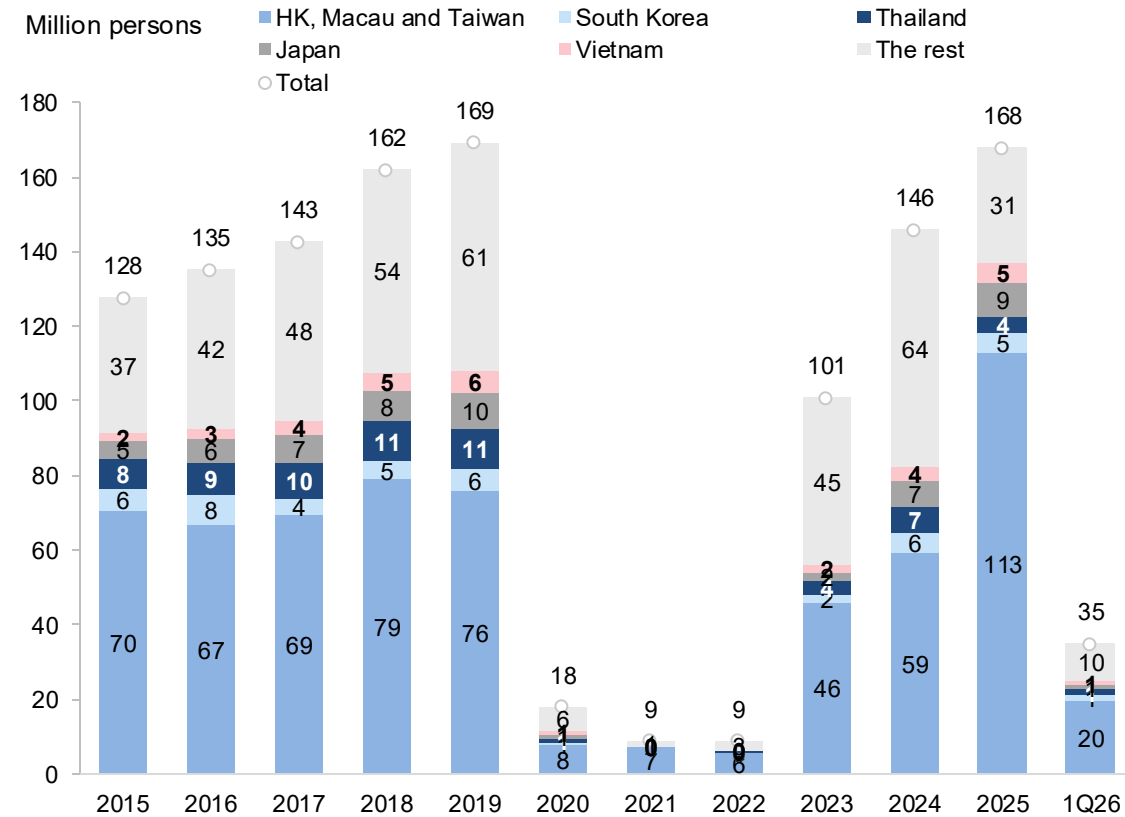
### มาตรการนโยบายวีซ่าการท่องเที่ยวที่สำคัญ

Policy	Thailand Mass-Volume Strategy	Vietnam More flexible immigration
Visa-free	May 26: <b>30 Days</b> (cut from 60 since Jul 24) eligible 93 countries ▪ E-Visas available for <b>31 countries</b>	<b>45 Days</b> targeted EU, JP, KR for 25+ countries since 2023 ▪ E-Visas to <b>90 days</b> for all countries, inc. China
Trajectory	Reversed	Consistently liberalizing
Key risks	Security & illegal work concerns	Fewer long-stay visa options

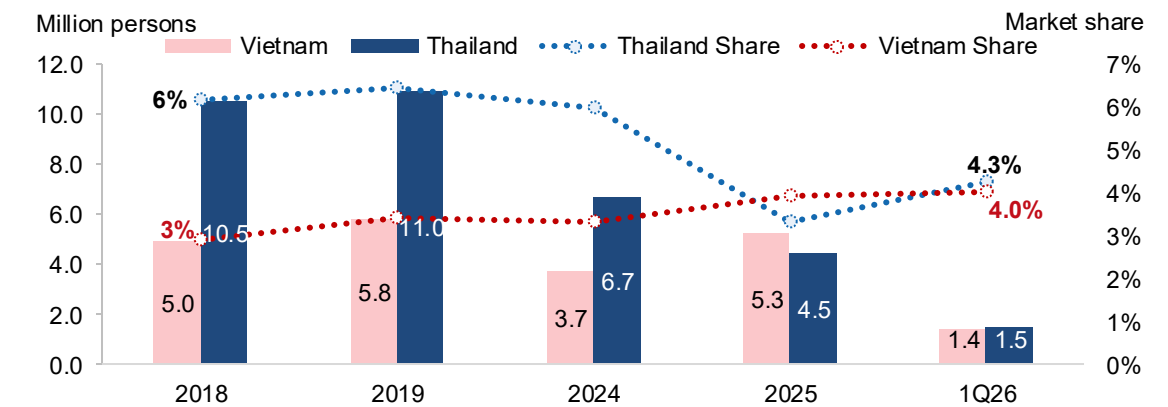
Source: CEIC, MOTs, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นักท่องเที่ยวจีนเปลี่ยนการเดินทางไปยังระยะสั้นในภูมิภาคเอเชียเพิ่มมากขึ้น

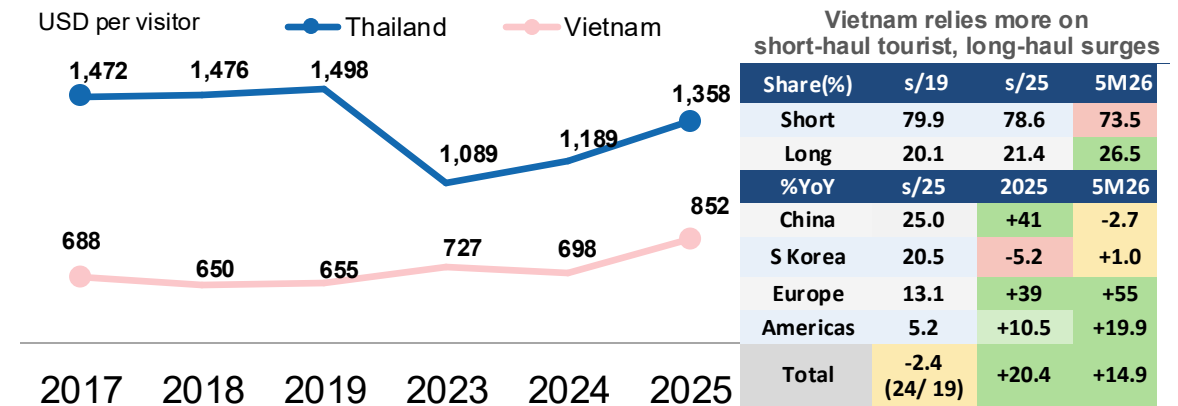
(Short-haul Asia)



ไทยเผชิญกับการแข่งขันที่สูงขึ้นในการดึงดูดนักท่องเที่ยวจีน



ไทยสร้างรายได้จากนักท่องเที่ยวต่อคนเกือบเป็นสองเท่าเมื่อเทียบกับเวียดนาม



Source: MOTs, CEIC, Bloomberg, UN Tourism, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่อันดับของประเทศคู่แข่งขยับสูงขึ้น แต่อันดับการท่องเที่ยวของไทยกลับลดลงเนื่องจากความกังวลด้านความปลอดภัยและต้นทุนด้านราคาที่สูงขึ้น ส่งผลให้อินโดนีเซียและเวียดนามมีความได้เปรียบในการแข่งขันมากขึ้น



ดัชนีการพัฒนากิจการเดินทางการท่องเที่ยว (Travel & Tourism Development Index): เปรียบเทียบปี 2019 กับ 2024

Global rank & pillar scores in selected Asia economies

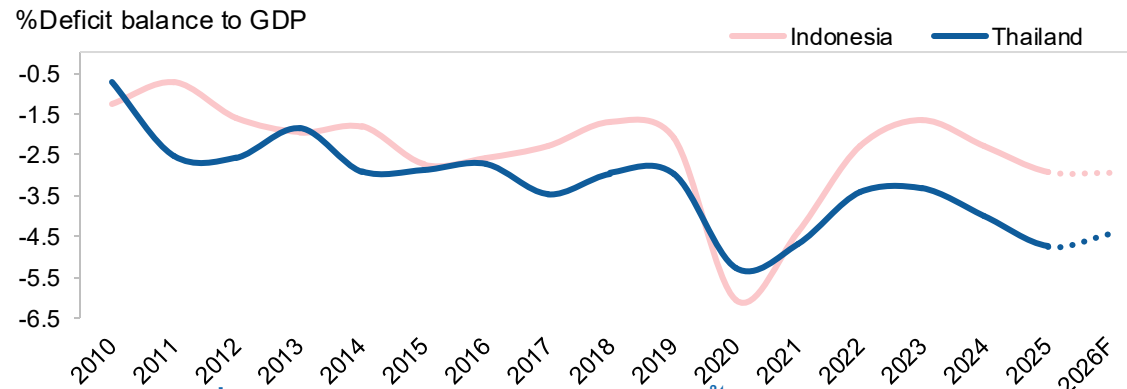
Economy	Global rank		Safety & Security		Health & Hygiene		Services & Infrastructure		Int'l Openness		Price Competitiveness		Cultural Resources		Natural Resources	
	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024
Japan	4	3 ▲	6.2	6.0	6.4	6.2	5.7	2.9	4.6	4.1	4.8	4.3	6.5	6.7	4.1	5.1
Australia	7	5 ▲	6.1	6.0	6.2	6.0	6.1	4.6	4.9	4.8	4.4	2.8	4.4	3.8	5.5	6.4
China	13	8 ▲	5.6	6.5	5.6	5.3	3.5	2.0	3.1	3.9	5.7	5.2	7.0	6.6	5.1	6.2
Singapore	17	13 ▲	6.4	6.8	5.6	5.1	5.1	4.4	4.8	5.7	5.0	2.7	2.5	1.8	2.2	1.6
South Korea	16	14 ▲	5.9	6.3	6.4	6.2	5.6	2.8	4.3	3.9	5.0	4.5	4.8	5.6	2.4	2.4
Malaysia	29	35 ▼	5.9	5.9	5.3	4.5	4.5	2.8	4.5	5.0	6.3	6.2	2.6	2.5	3.8	4.0
Thailand	31	47 ▼	4.8	4.9	5.0	4.3 ▼	5.9	2.2 ▼	3.9	4.3	5.8	5.0 ▼	2.6	2.9	4.8	4.5 ▼
Indonesia	40	22 ▲	5.4	5.8	4.5	3.8	3.1	1.9	4.3	3.8	6.2	5.4	3.2	4.0	4.5	5.4
Vietnam	63	59 ▲	5.6	6.2	5.0	4.3	2.8	2.2	3.7	3.6	5.9	5.7	2.9	2.8	3.8	3.8
Philippines	75	69 ▲	3.6	5.3	4.8	3.7	3.6	1.6	3.5	4.0	5.9	5.6	1.8	2.0	3.8	3.9
Cambodia	98	86 ▲	5.1	6.1	4.0	3.2	3.2	2.0	3.5	3.8	5.6	5.6	1.6	1.6	3.0	2.5

Source: World Economic Forum, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยดูเหมือนจะอยู่ในจุดที่ดีกว่าของอินโดนีเซีย แต่ยังคงมีความเปราะบาง เมื่อพิจารณาจากการขาดดุลทางการคลังที่อ่อนแอกว่า



## ฐานะทางการคลังของไทยอ่อนแอกว่าและอาจแย่ลงไปได้อีก



## ถอดบทเรียนที่ได้รับจากการถูกเทขายสินทรัพย์ทั้งสามประเภท (Triple sell-off) ของอินโดนีเซีย

<b>Sep 25</b>	<b>Finance Minister Sri Mulyani ousted</b>	<p><b>Key destroys confidence</b></p> <p>Governance and transparency failures</p> <p>Fiscal rules changed mid-course as off-budget populist spending expands, including the Free meals program <b>with no credible funding plan</b></p> <p>Removing trusted policy officials</p> <p>Signals of market intervention in commodity sectors</p>
<b>Jan 26</b>	<b>MSCI Freeze-JCI -7.35%</b>	
<b>Feb-Mar</b>	<b>IDX CEO + OJK officials resign</b>	
<b>8 Jun</b>	<b>Triple sell-off</b> Bond yield <b>+120bps</b> FX fell <b>-8% YTD</b>	

## เปรียบเทียบเสถียรภาพด้านต่างประเทศระหว่างไทยกับอินโดนีเซีย

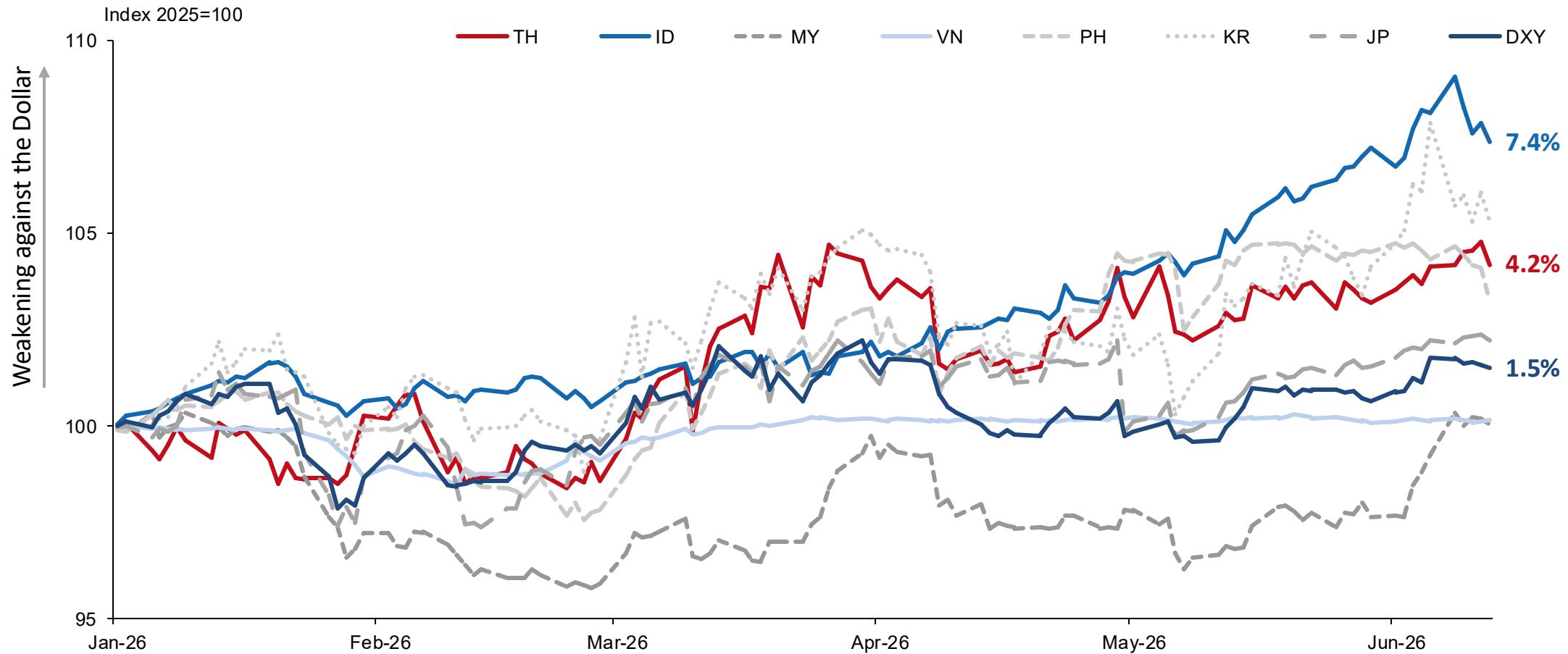
Economy	Thailand		Indonesia	
	2025	1Q26 (2026F)	2025	1Q26 (2026F)
<b>Overall</b>				
Current account (% to GDP)	2.8	2.1 (0.7)	-0.1	-1.1 (-1.1)
BoP: Trade balance (USD bn)	23.3	-0.3	49.9	8.0
- Oil & gas trade balance (USD bn)	-33.1	-7.8	-19.5	-5.3
External Debt (% to GDP)	36.5	(37.4)	29.9	(29.7)
International Reserves (USD bn)	281.9	280.5	156.5	148.1
- Reserves as months of imports	8.7	8.7	6.4	6.0
IMF external assessment (as of Feb, 2026)	Robust high reserves & moderate debt		Sustained requires effective implementation of structural reforms	

Source: IMF, BoT, NESDC, FPO, CEIC, Tradingeconomics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ค่าเงินกลุ่มประเทศในเอเชียอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์ในปี 2026 โดยเฉพาะอินโดนีเซีย ซึ่งส่งผลให้ต้องมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยฉุกเฉิน



การเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจในเอเชียเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ (YTD, ดัชนี (วันทำการซื้อขายสุดท้ายของปี 2025 = 100))

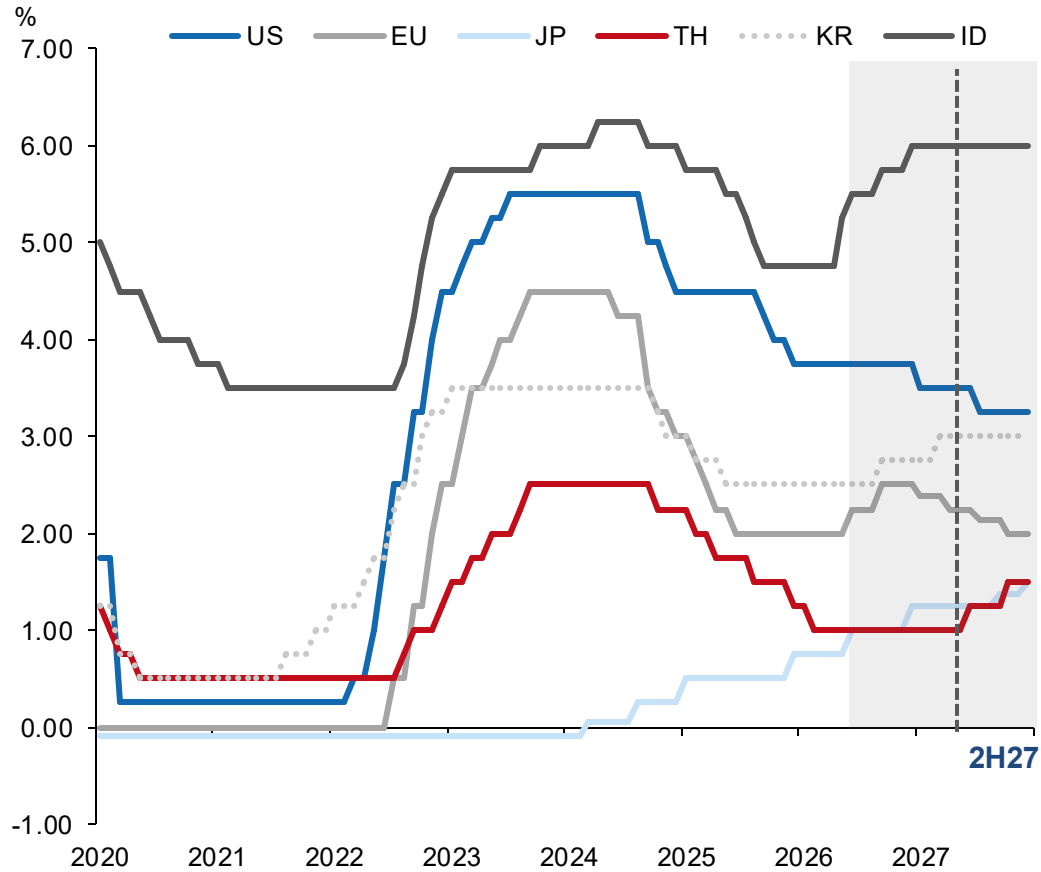


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

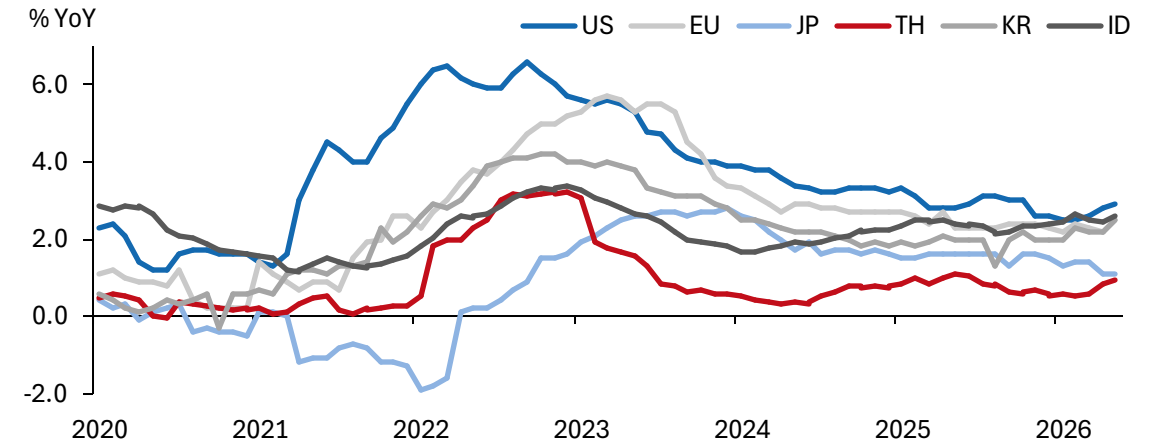
ธปท. น่าจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 1.00% ตลอดช่วงครึ่งแรกของปี 2027 โดยคาดว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยสองครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2027 เพื่อปรับสมดุลนโยบาย (Policy recalibration)



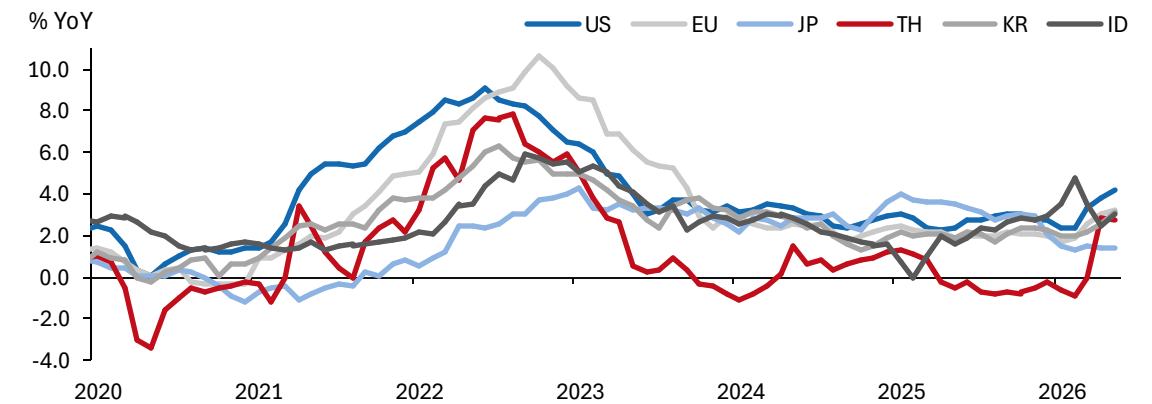
### อัตราดอกเบี้ยนโยบายของแต่ละประเทศ (%)



### อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของแต่ละประเทศ



### อัตราเงินเฟ้อทั่วไปของแต่ละประเทศ



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

# ราคาสินทรัพย์เสี่ยงได้ Priced in มุมมองเชิงบวกต่อเศรษฐกิจไปมากแล้ว ขณะที่ความเสี่ยงด้านพลังงานจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ยังไม่คลี่คลาย



ตลาดประเมินอัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยของ Fed ใน 5 ปีข้างหน้าสูงกว่า 4.2% หนุนให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น-กลางปรับขึ้นสู่ระดับที่น่าสนใจ

- ตลาดปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยของ Fed ใน 5 ปีข้างหน้าขึ้นกว่า 100 bps นับตั้งแต่เกิดสงคราม โดย Fed Funds Futures ชยับจาก 3.2% สู่ 4.2% ซึ่งเป็นระดับที่น่าสนใจสำหรับนักลงทุนตราสารหนี้ ขณะที่ประมาณการ Neutral Rate ระยะยาวของสหรัฐฯ ที่สะท้อนใน Bond yield ก็ปรับสูงขึ้นมาเป็น 3.5-4.0%
- ในด้าน Term Premium ระดับปัจจุบันบ่งชี้ว่าตลาดได้ลดน้ำหนักโอกาสการแทรกแซงงบดุลของ Fed (Balance Sheet Intervention) ลง ภายใต้การนำของ Kevin Warsh ประธาน Fed คนใหม่

เราประเมินมูลค่าที่เหมาะสม (Fair Value) ของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯอายุ 10 ปี (US10Y) ไว้ที่ประมาณ 4.5% โดยมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง ท่ามกลางเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นจากวัฏจักรของสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Supercycle)

- โดยปกติ ตลาดพันธบัตรมักอ่อนไหวต่อเงินเฟ้อและเคลื่อนไหวรับรู้ล่วงหน้า (Priced in) ความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อไปแล้วเป็นส่วนใหญ่ ทำให้ในช่วง 6-12 เดือนหลัง CPI ขึ้นเกิน 4% Bond Yield มักทรงตัวถึงปรับลงเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม สถิติในอดีตชี้ว่า หากเงินเฟ้อรอบนั้นถูกขับเคลื่อนด้วยราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรมักทรงตัวในระดับสูงและอาจปรับขึ้นต่อได้ในกรอบ 1-2 ปี
- ภายใต้สมมติฐานที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ข้อมูลเชิงสถิติบ่งชี้ว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯอายุ 10 ปี ยังมีความเสี่ยงปรับขึ้นได้อีกประมาณ 50 bps จากระดับ 4.4% ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม โดยมีปัจจัยหนุนสำคัญจากการเร่งตัวของวัฏจักรขาขึ้นในสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Supercycle) ซึ่งสะท้อนผ่านดัชนี Bloomberg Commodity Index ที่ปรับเพิ่มขึ้นแล้วราว 35% เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า

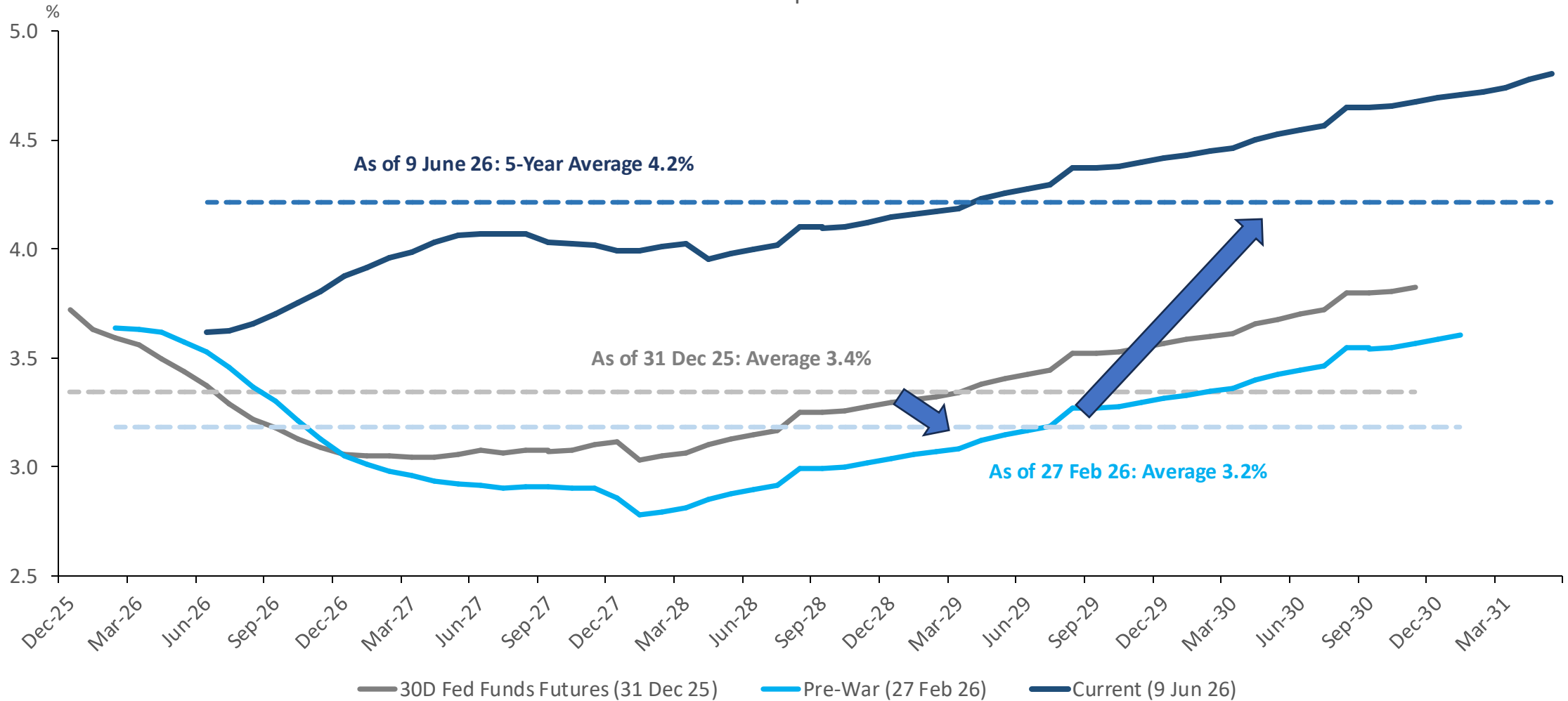
เราแนะนำเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในสินค้าโภคภัณฑ์ เพื่อรับประโยชน์จาก Commodity Supercycle และกระแส AI ที่ยังร้อนแรง

- การใช้ Leverage ในตลาดหุ้นเพิ่มสูงสุดเป็นประวัติการณ์ บ่งชี้ว่าพฤติกรรมเก็งกำไรที่เร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ คาดทำให้ตลาดมีความเปราะบางต่อปัจจัยเสี่ยงมากขึ้น ขณะเดียวกัน กระแส AI ที่ร้อนแรงต่อเนื่องได้ผลักดันมูลค่าหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ของสหรัฐฯ ขึ้นสู่ระดับดิ่งตัว โดยดัชนี Composite Percentile ปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติศาสตร์
- ยิ่งไปกว่านั้น การ IPO ของบริษัท AI ระดับล้านล้านดอลลาร์เพียงไม่กี่แห่ง อาจหนุนมูลค่าระดมทุนผ่าน IPO ปี 2026 แต่ระดับสูงสุดในรอบหลายปี สะท้อนว่าความเชื่อมั่นต่อธีม AI อาจกำลังวิ่งนำปัจจัยพื้นฐาน
- เรายังคงให้น้ำหนัก (Overweight) อุตสาหกรรมพลังงาน (Energy) และวัสดุพื้นฐาน (Materials) เพื่อกระจายความเสี่ยงออกจากความร้อนแรงของกระแส AI
- นอกจากนี้ การเพิ่มน้ำหนักสินค้าโภคภัณฑ์ในพอร์ตการลงทุนสามารถยกระดับประสิทธิภาพของพอร์ตได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากมีความสัมพันธ์ (correlation) กับตลาดหุ้นในระดับต่ำ จึงช่วยเพิ่มผลตอบแทนและลดความผันผวนโดยรวม โดยเฉพาะในช่วงที่เงินเฟ้อและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์อยู่ในระดับสูง

ตลาดปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายเฉลี่ยของ Fed ใน 5 ปีข้างหน้าขึ้นกว่า 100 bps นับตั้งแต่เกิดสงคราม โดย Fed Funds Futures ชยับจาก 3.2% สู่ 4.2%



Fed Funds Futures Expected Interest Paths

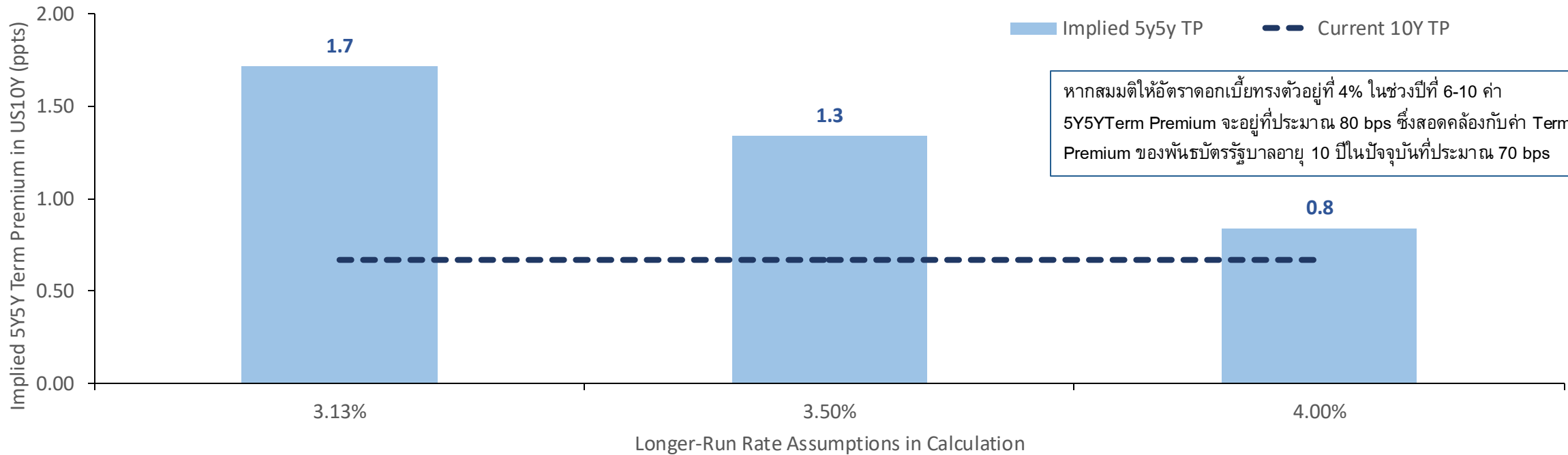


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ประมาณการ Neutral Rate ระยะยาวของสหรัฐฯ ที่สะท้อนใน Bond yield อายุ 10 ปี ก็ปรับสูงขึ้นมาเป็น 3.5-4.0%



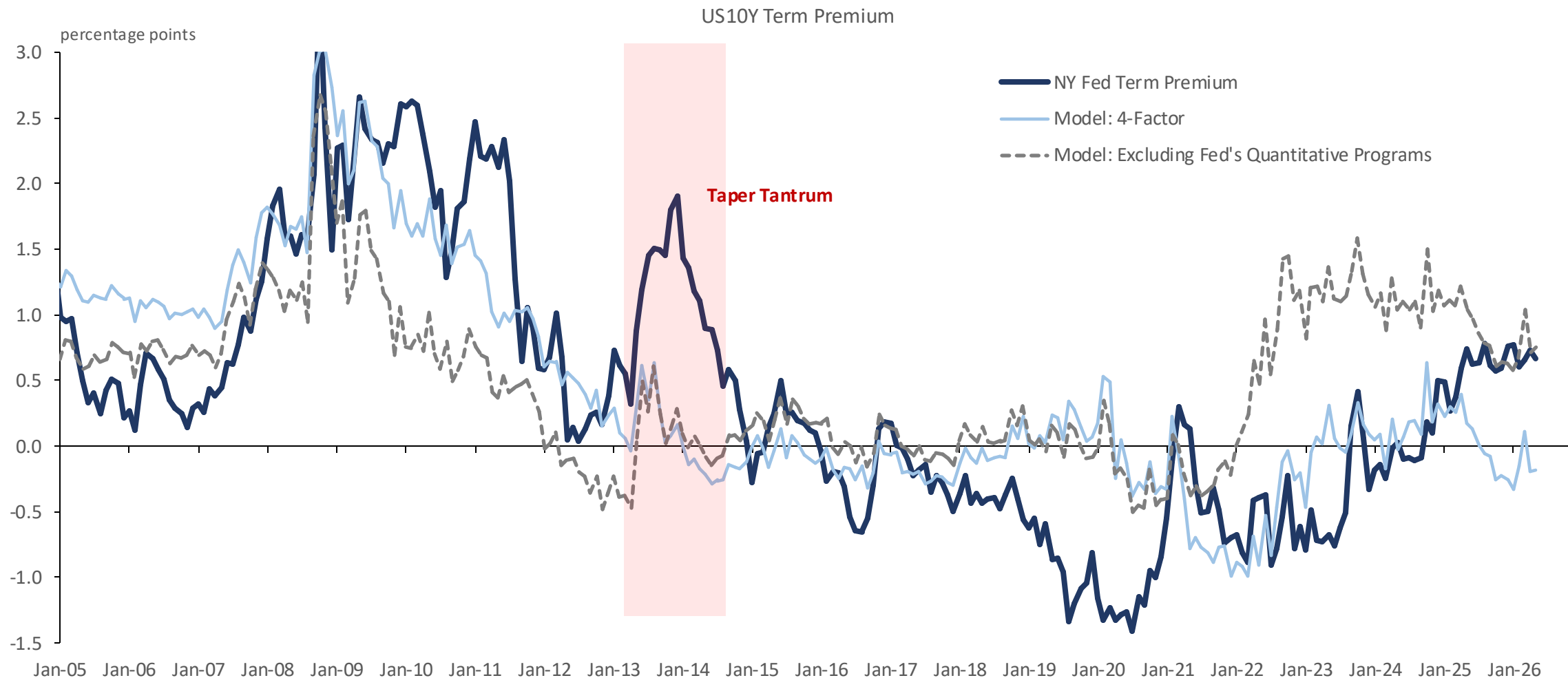
Implied 5Y5Y Term Premium by Assumed Longer-Run Rate



	Bond Yields		Implied from Fed Funds Market				NY Fed Model	
	US5Y	US10Y	5Y Term Premium	5Y5Y TP (LR 3.13%)	5Y5Y TP (LR 4.0%)	10Y TP (LR 3.13%)	10Y TP (LR 4.0%)	10Y TP
31-Dec-25	3.73	4.17	0.38	1.49	0.61	0.93	0.50	0.76
Pre-War (27 Feb)	3.50	3.94	0.32	1.26	0.38	0.79	0.35	0.6
Current	4.30	4.57	0.08	1.72	0.84	0.90	0.46	0.67

Note: LR stands for Longer-Run Interest Rate  
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ระดับของ Term Premium ในปัจจุบันบ่งชี้ว่าตลาดได้ลดน้ำหนักการคาดการณ์ต่อการแทรกแซงผ่านงบดุลของ Fed (Balance Sheet Intervention) ลง ภายใต้การนำของ Kevin Warsh ประธาน Fed คนใหม่



Note: The factors include MOVE index, treasury 10Y real yield, fiscal deficits as % to GDP, and Fed's holdings of treasury notes and bonds

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

# Bond Yield ระยะยาวยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูงท่ามกลางเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นจากวัฏจักรราคาสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Supercycle)

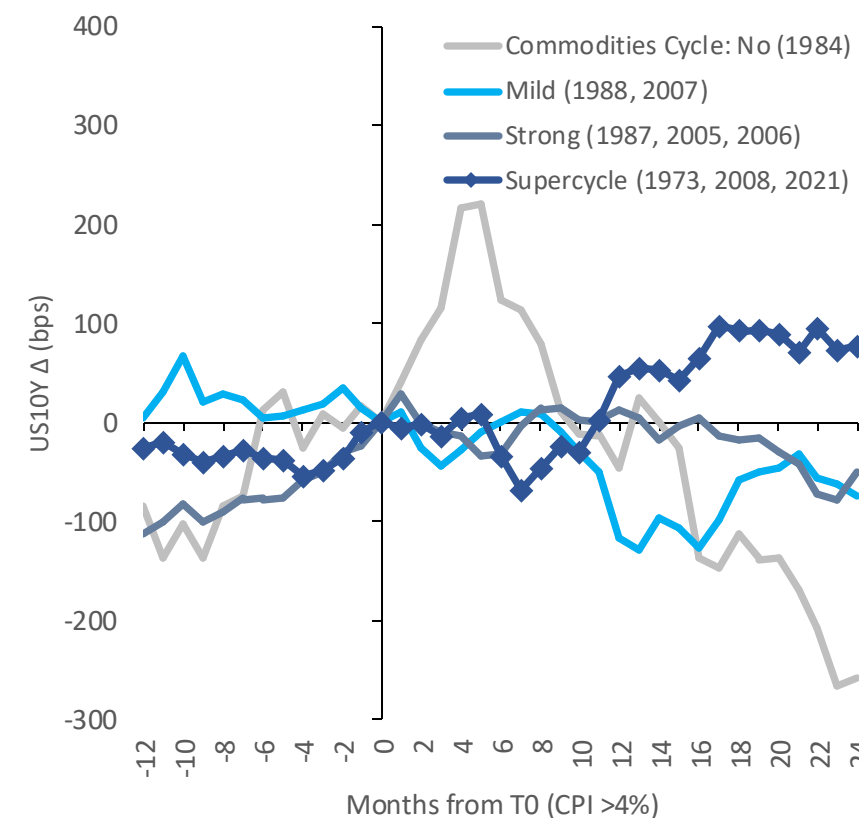


ภาวะเงินเฟ้อที่ถูกขับเคลื่อนโดยราคาสินค้าโภคภัณฑ์มักทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอายุ 10 ปี (US 10Y) ทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง และอาจปรับตัวสูงขึ้นต่อไปในกรอบเวลา 1-2 ปี

ในช่วงที่เงินเฟ้อไม่ได้ถูกขับเคลื่อนโดยราคาสินค้าโภคภัณฑ์ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรมักปรับลดลงภายใน 1-2 ปี หลังจากอัตราเงินเฟ้อ (CPI) สูงเกิน 4%

Cycle	Date T0	CPI YoY (%)	BCOM at T0	BCOM YoY (%)	US10Y Δ 3M (bps)	US10Y Δ 12M (bps)	Commodity-driven?
1970	Jun-1970	6.0	17.6	#N/A	-39	-98	-
1973	Mar-1973	4.6	29.8	41.0%	+21	+68	<span style="color:red">●</span> SUPERCYCLE
1984	Jan-1984	4.2	89.2	-1.3%	+116	-47	<span style="border: 1px solid green; border-radius: 50%; padding: 2px;">NO</span>
1987	Aug-1987	4.3	78.7	12.2%	+0	+27	<span style="border: 1px solid orange; border-radius: 50%; padding: 2px;">STRONG</span>
1988	Jul-1988	4.1	84.1	3.1%	-46	-130	<span style="border: 1px solid yellow; border-radius: 50%; padding: 2px;">MILD</span>
2005	Sep-2005	4.7	178.2	16.4%	+7	+30	<span style="border: 1px solid orange; border-radius: 50%; padding: 2px;">STRONG</span>
2006	May-2006	4.2	176.7	17.2%	-39	-23	<span style="border: 1px solid orange; border-radius: 50%; padding: 2px;">STRONG</span>
2007	Nov-2007	4.3	177.2	1.2%	-43	-102	<span style="border: 1px solid yellow; border-radius: 50%; padding: 2px;">MILD</span>
2008	May-2008	4.2	213.9	23.9%	-25	-60	<span style="color:red">●</span> SUPERCYCLE
2021	Apr-2021	4.2	90.4	48.4%	-40	+131	<span style="color:red">●</span> SUPERCYCLE
2026	May-2026	4.2	135.1	35.1%	N/A	N/A	<span style="color:red">●</span> SUPERCYCLE

US10Y Δ Around CPI > 4% Events (bps): Different Commodities Cycle



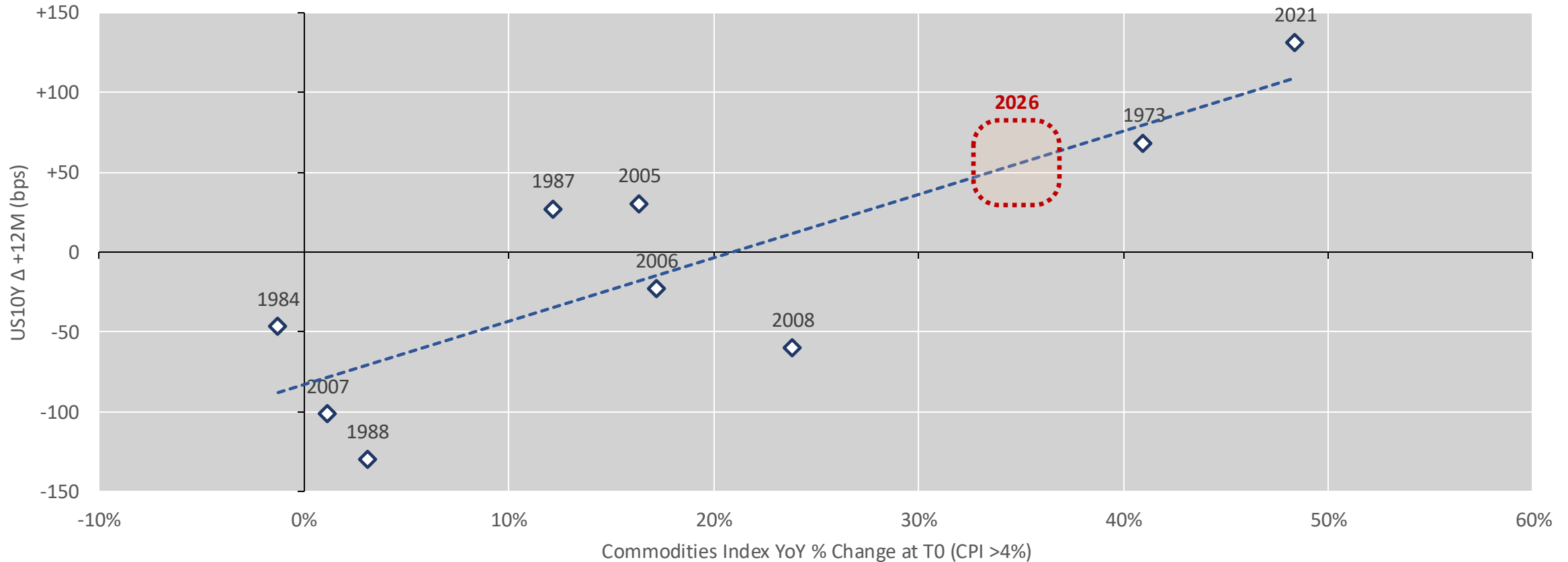
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภายใต้สมมติฐานที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย (Recession) ข้อมูลเชิงสถิติบ่งชี้ว่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ยังมีความเสี่ยงโน้มไปทางด้านสูง



ด้วยวัฏจักรขาขึ้นของสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity Supercycle) ที่เร่งตัวต่อเนื่องในปี 2026 สะท้อนผ่านดัชนี Bloomberg Commodity Index ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 35% เมื่อเทียบกับปีก่อน ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (US10Y) อาจปรับเพิ่มขึ้นอีกประมาณ 50 bps จากระดับ 4.4% ณ สิ้นเดือน พ.ค.

Commodities Driven Inflation vs. US10Y Impacts

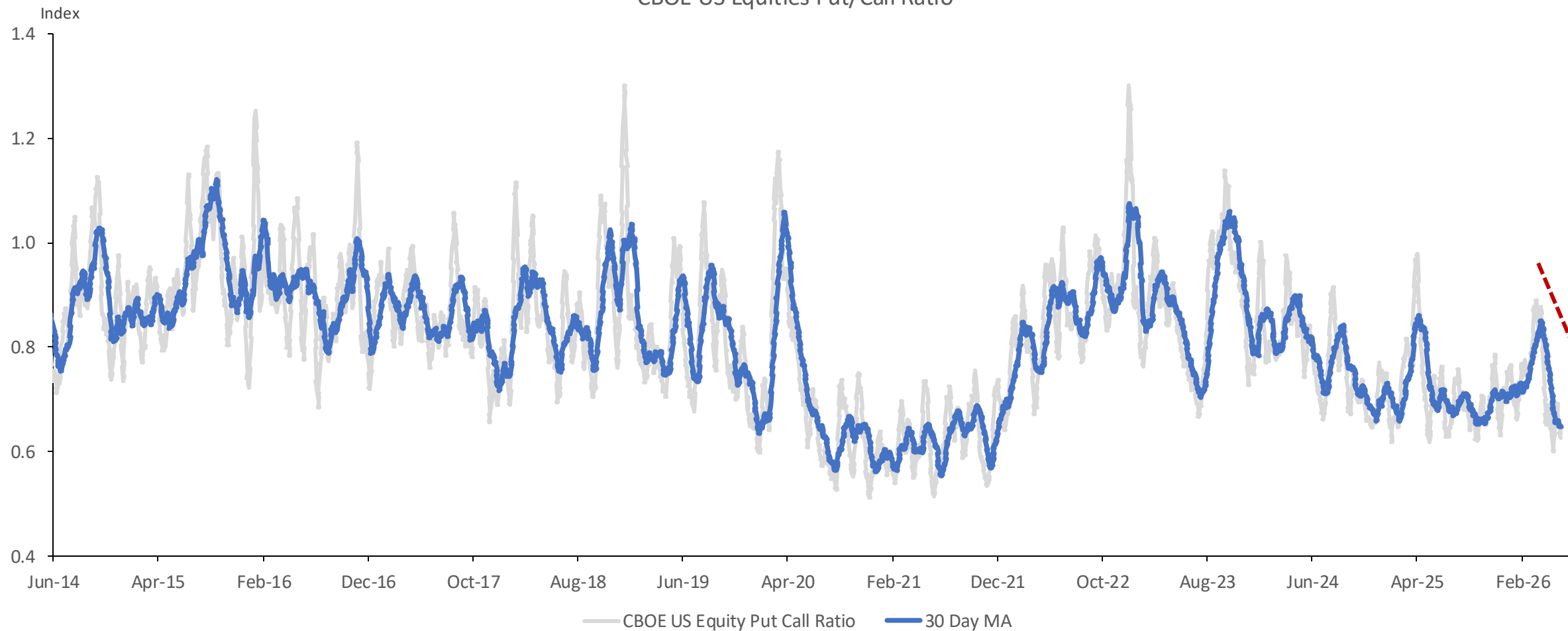


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับตัวลดลงของอัตราส่วน Put/Call Ratio ท่ามกลางสงครามที่ยังไม่คลี่คลาย สะท้อนความเชื่อมั่นเชิงบวกที่เพิ่มขึ้นจนอาจจะประมาทต่อความเสี่ยง (Complacency) ของนักลงทุน ซึ่งในอดีตมักเกิดขึ้นในช่วงปลายของการปรับตัวขึ้นของตลาด



CBOE US Equities Put/Call Ratio



— CBOE US Equity Put Call Ratio — 30 Day MA

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

# การเร่งตัวของการใช้ Leverage สะท้อนภาวะการเก็งกำไรที่เพิ่มขึ้นของนักลงทุน และ บ่งชี้ว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ อาจปรับตัวขึ้นสูงเกินปัจจัยพื้นฐาน



อัตราส่วน Margin Balance ต่อปริมาณเงินหมุนเวียนในระบบ (Currency in Circulation) พุ่งขึ้นแตะระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ สะท้อนพฤติกรรมเก็งกำไรที่อยู่ในระดับสูง ทำให้ตลาดมีความเปราะบางมากขึ้นต่อปัจจัยลบ เนื่องจากนักลงทุนที่ใช้เงินกู้จำนวนมากอาจถูกบังคับลดสถานะลงทุนหากตลาดปรับฐาน ส่งผลให้ความผันผวนของตลาดเพิ่มสูงขึ้นได้อย่างรวดเร็ว

FINRA Margin Balance Divided by Currency in Circulation

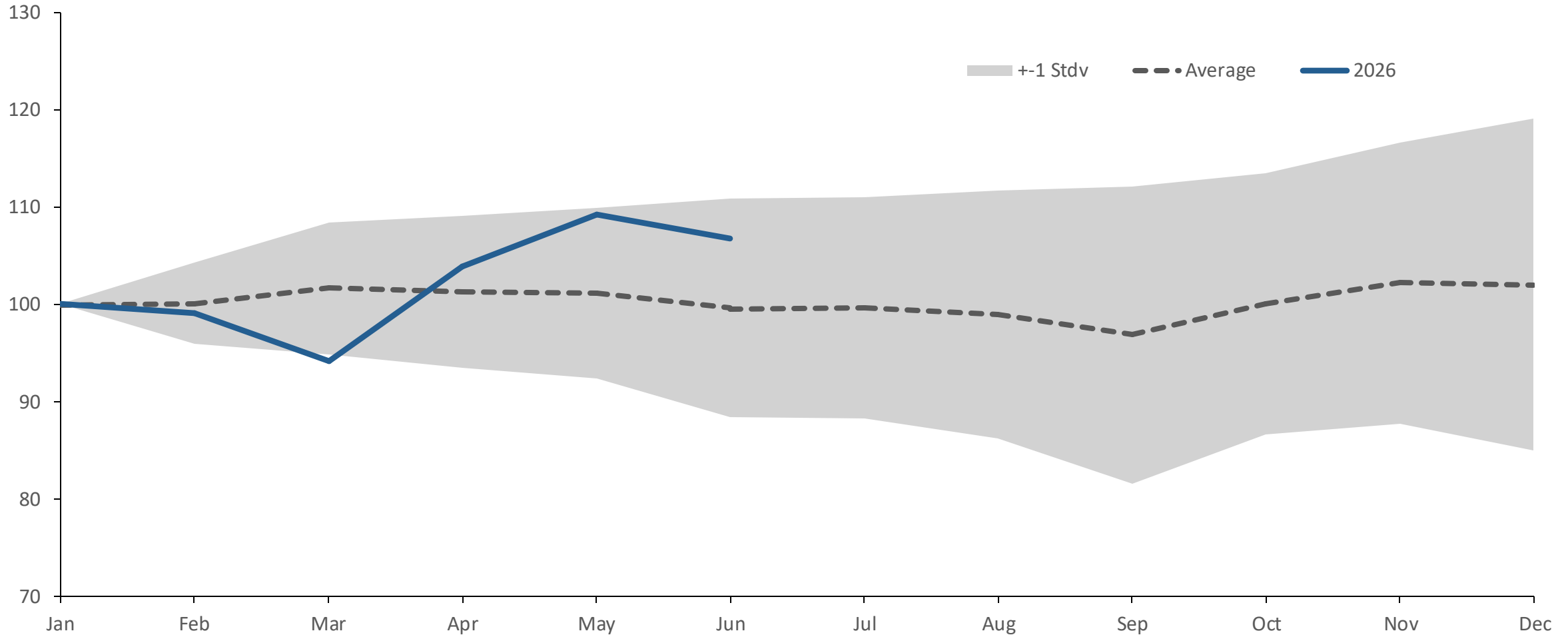


Source: MacroMicro, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ตลาดหุ้นสหรัฐฯ มักเคลื่อนไหวในลักษณะทรงตัวอยู่ในกรอบ (Sideways) ในช่วงปีที่มี การเลือกตั้งกลางเทอม (Midterm Election)

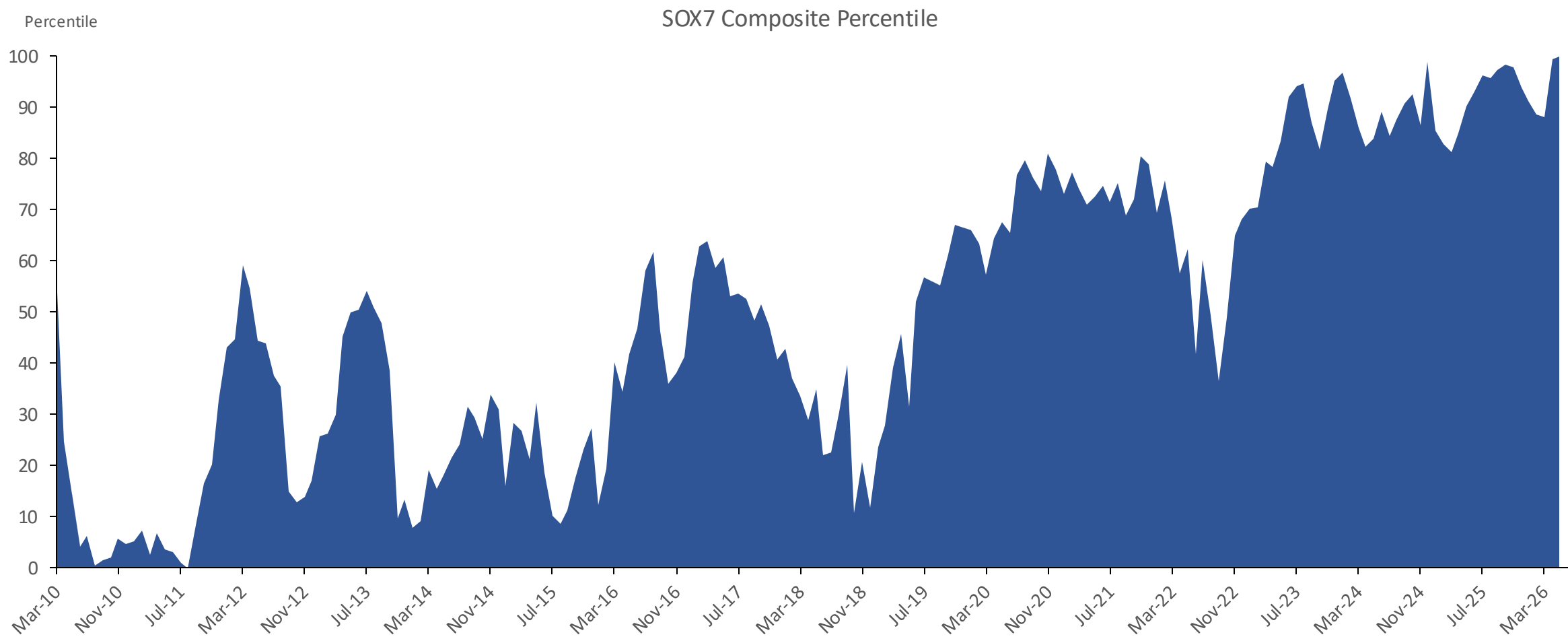


S&P 500: Midterm-Year Average vs. 2026 (Jan = 100)



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

กระแส AI ยังคงเป็นแรงหนุนสำคัญต่อหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ ส่งผลให้ Valuation ของกลุ่ม SOX7 ปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ สะท้อนความคาดหวังเชิงบวกของนักลงทุนที่อยู่ในระดับสูง และเพิ่มความเสี่ยงจากการปรับฐานหากการเติบโตของกำไรไม่สามารถรองรับระดับมูลค่าปัจจุบันได้

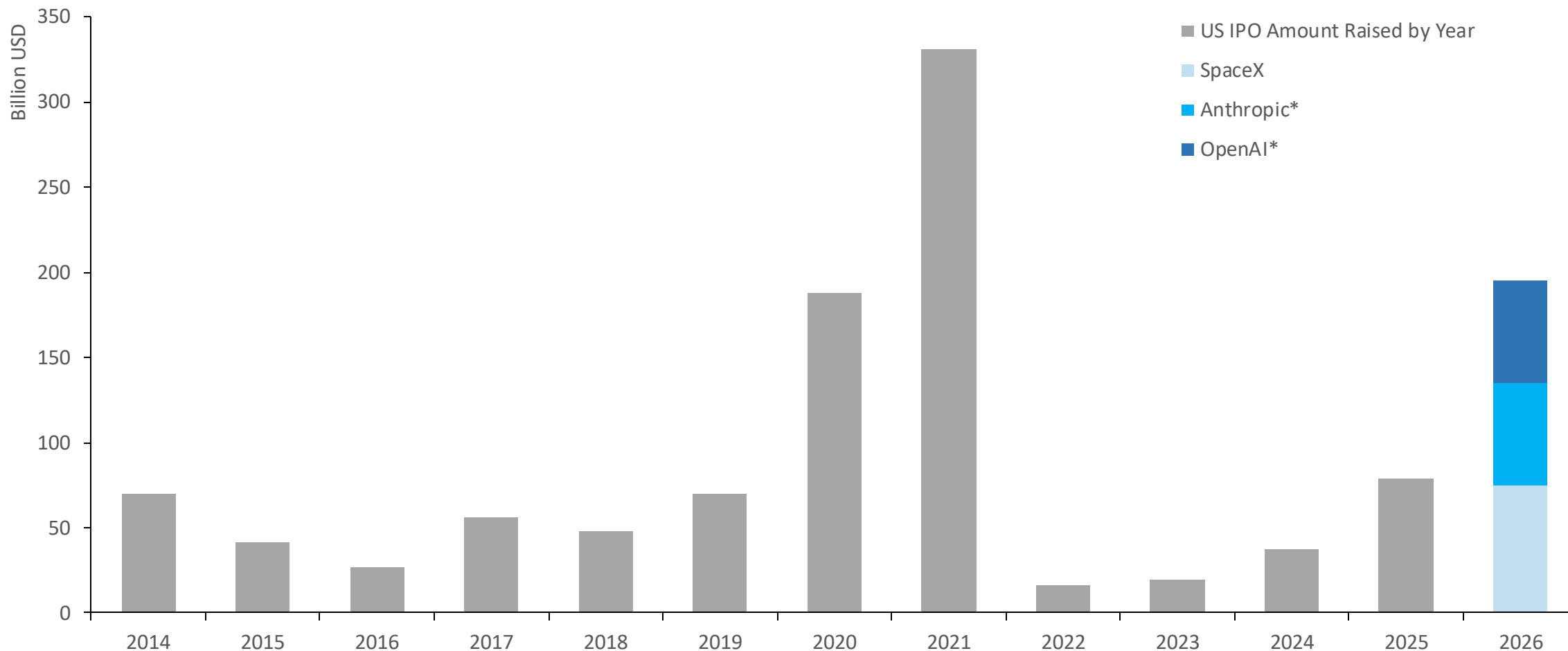


Note: Data as of 29 May 2026. Valuation of "SOX7" (WDC, MU, AMD, INTC, LRCX, AVGO, AMAT) are calculate from Trailing P/E, For ward P/E, P/B ratio, P/S ratio, and EV/EBITDA ratio  
 Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (IPO) ของบริษัท AI ระดับล้านล้านดอลลาร์เพียงไม่กี่แห่ง อาจหนุนมูลค่าระดมทุนผ่าน IPO ปี 2026 แต่ระดับสูงสุดในรอบหลายปี สะท้อนว่าความเชื่อมั่นต่ออิม AI อาจกำลังวิ่งหน้าปัจจัยพื้นฐาน



US IPO Amount Raised by Year



- US IPO Amount Raised by Year
- SpaceX
- Anthropic\*
- OpenAI\*

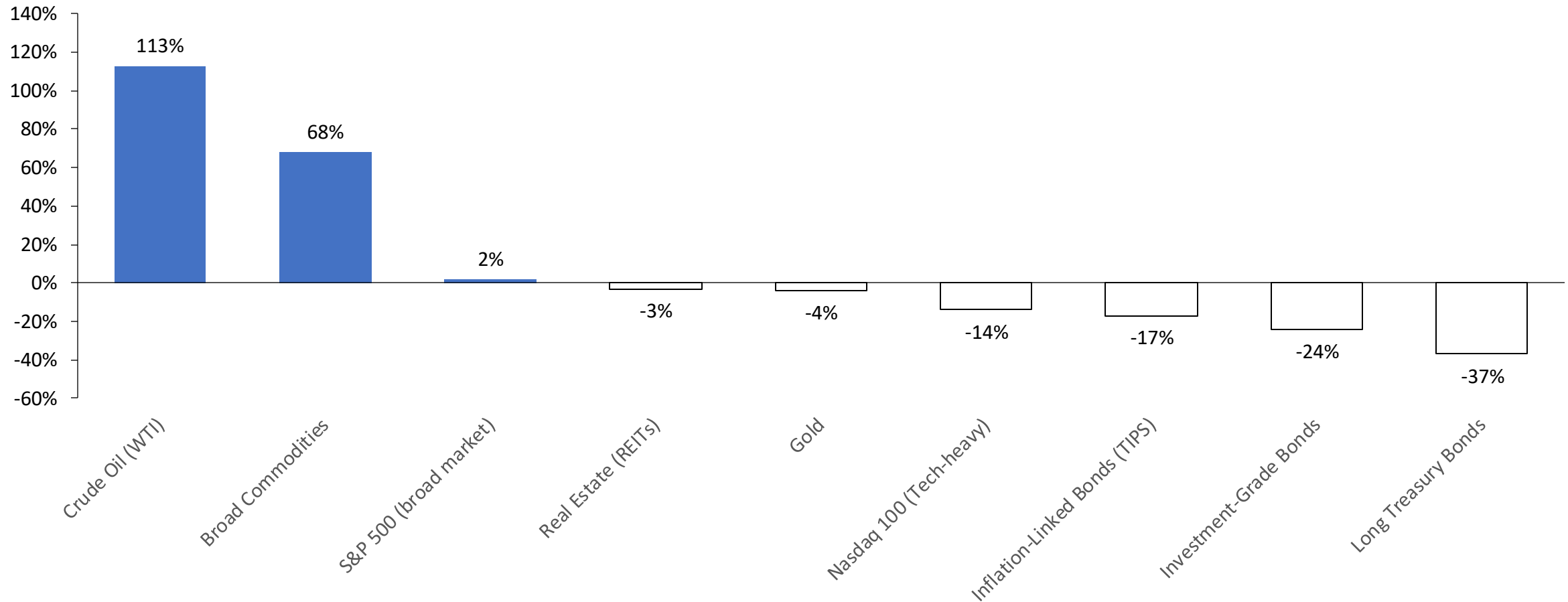
Note: Figures for Anthropic and OpenAI are speculative estimates based on various sources, as neither company has publicly disclosed its IPO details as of June 9<sup>th</sup>

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

ในช่วงปี 2021-2022 สินค้าโภคภัณฑ์ (ไม่รวมทองคำ) เป็นสินทรัพย์เพียงกลุ่มเดียวที่สร้างผลตอบแทนเป็นบวก ขณะที่ตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ปรับตัวลงพร้อมกัน

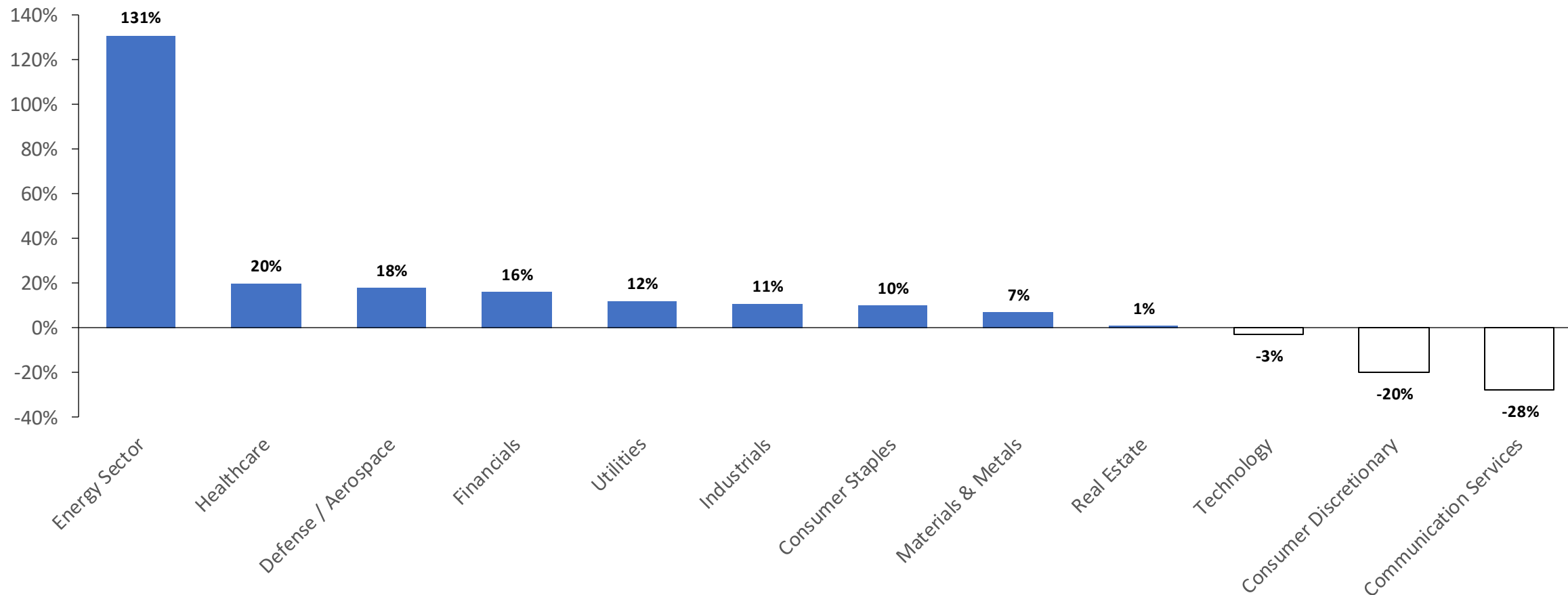


Asset Classes — Combined 2021-22 Return



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

S&P 500 Sectors — Combined 2021-22 Return

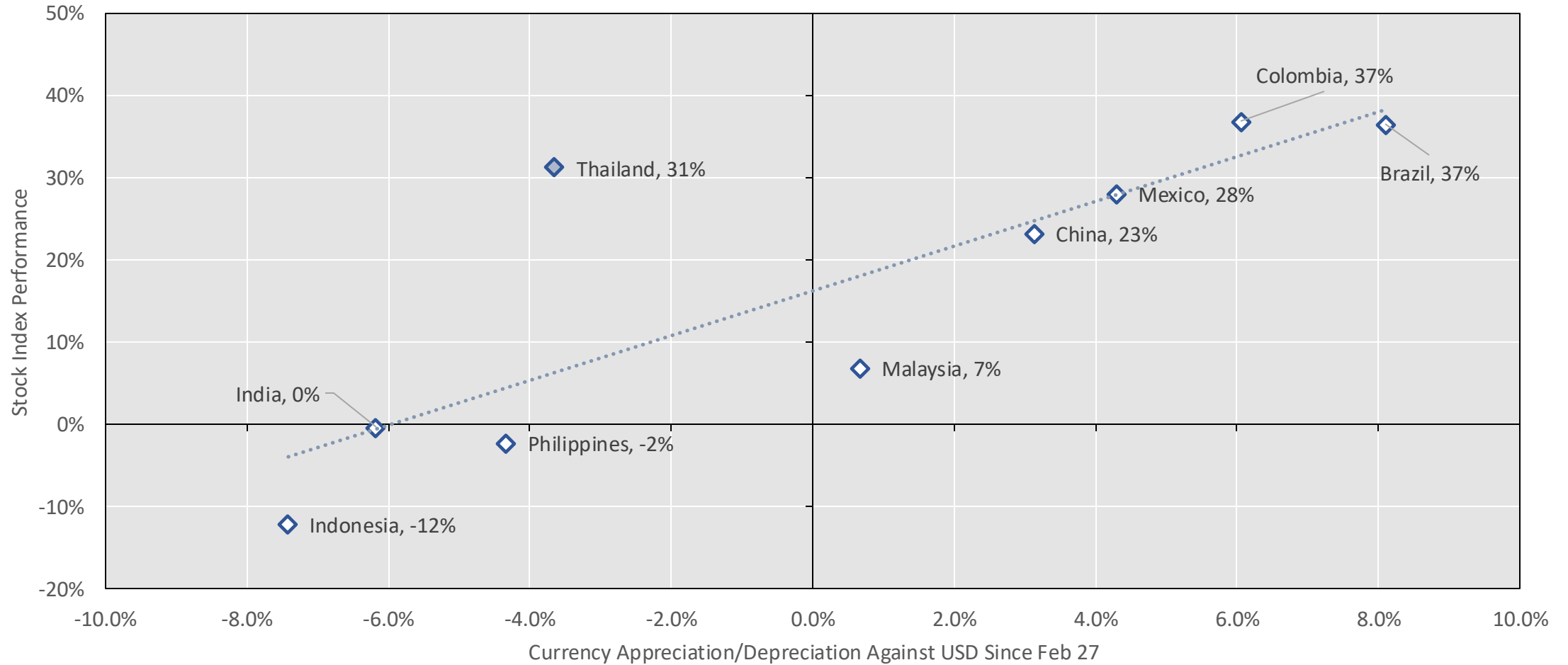


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประเทศในภูมิภาคลาตินอเมริกาซึ่งมีน้ำหนักของบริษัทในอุตสาหกรรมสินค้าโภคภัณฑ์ค่อนข้างสูง สามารถสร้างผลตอบแทนได้โดดเด่นทั้งในด้านตลาดหุ้นและค่าเงินเมื่อเทียบกับประเทศตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ



Emerging Markets (ex.SK and TW): Currency Performance vs. Stock Index Post-War



Note: Latest data as of May 5<sup>th</sup>

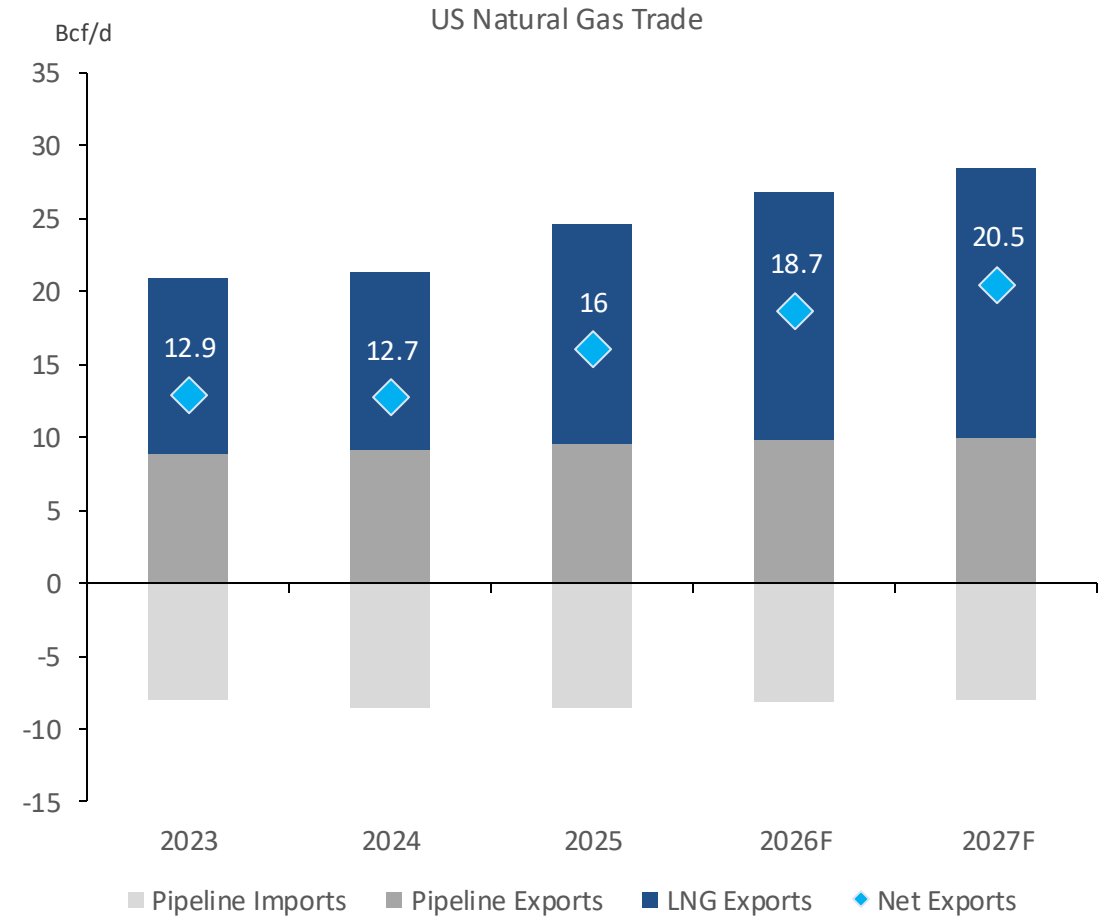
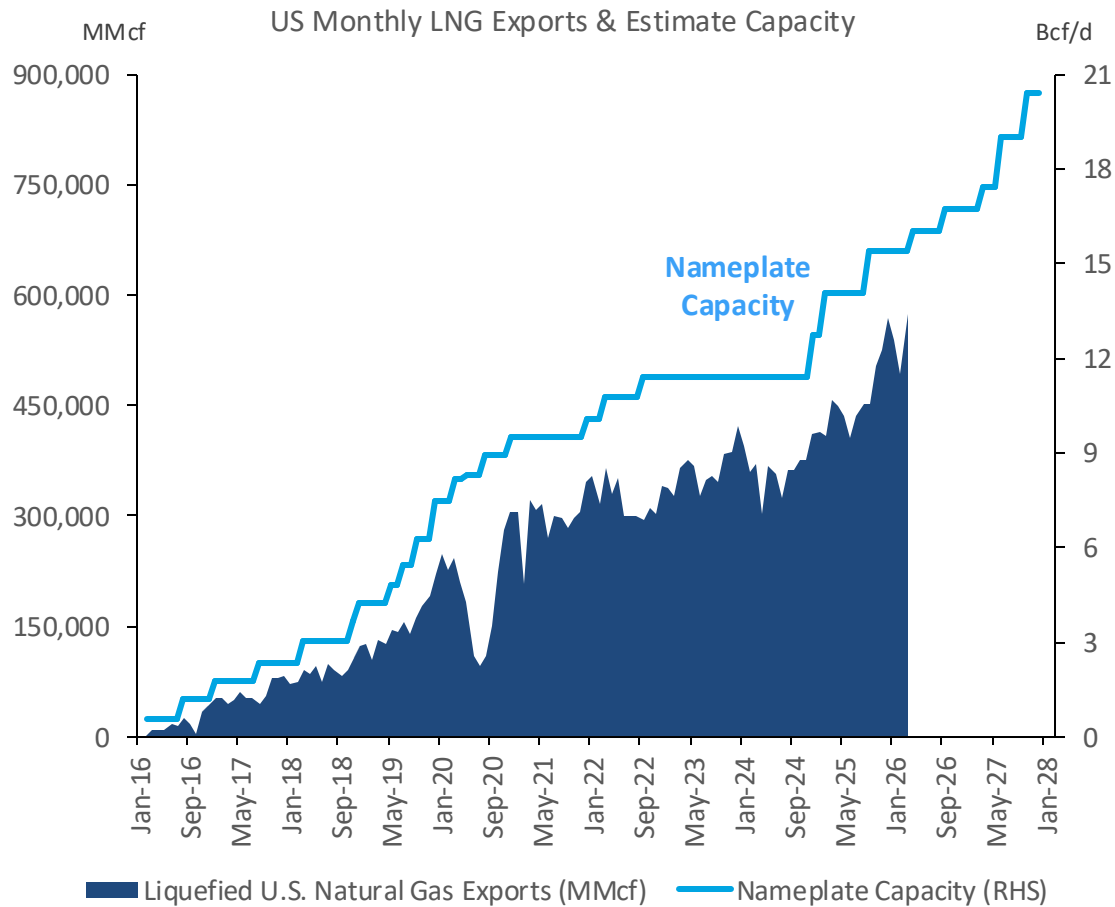
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# การส่งออกก๊าซธรรมชาติของสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัวราว 30% ภายในปี 2027 จาก การทยอยเปิดดำเนินการและเพิ่มกำลังการผลิตของโครงการ LNG แห่งใหม่



กำลังการผลิต LNG ของสหรัฐฯ คาดว่าจะเพิ่มขึ้นราว 30% ภายในสิ้นปี 2027 ต่อยำบบาท  
ของสหรัฐฯ ในฐานะหนึ่งในผู้ส่งออกหลักของตลาดพลังงานโลก

ซึ่งสอดคล้องไปกับการคาดการณ์ปริมาณการส่งออกก๊าซธรรมชาติสุทธิของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น  
จากประมาณ 16 Bcf/d ในปี 2025 สู่ระดับราว 20 Bcf/d ภายในปี 2027



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

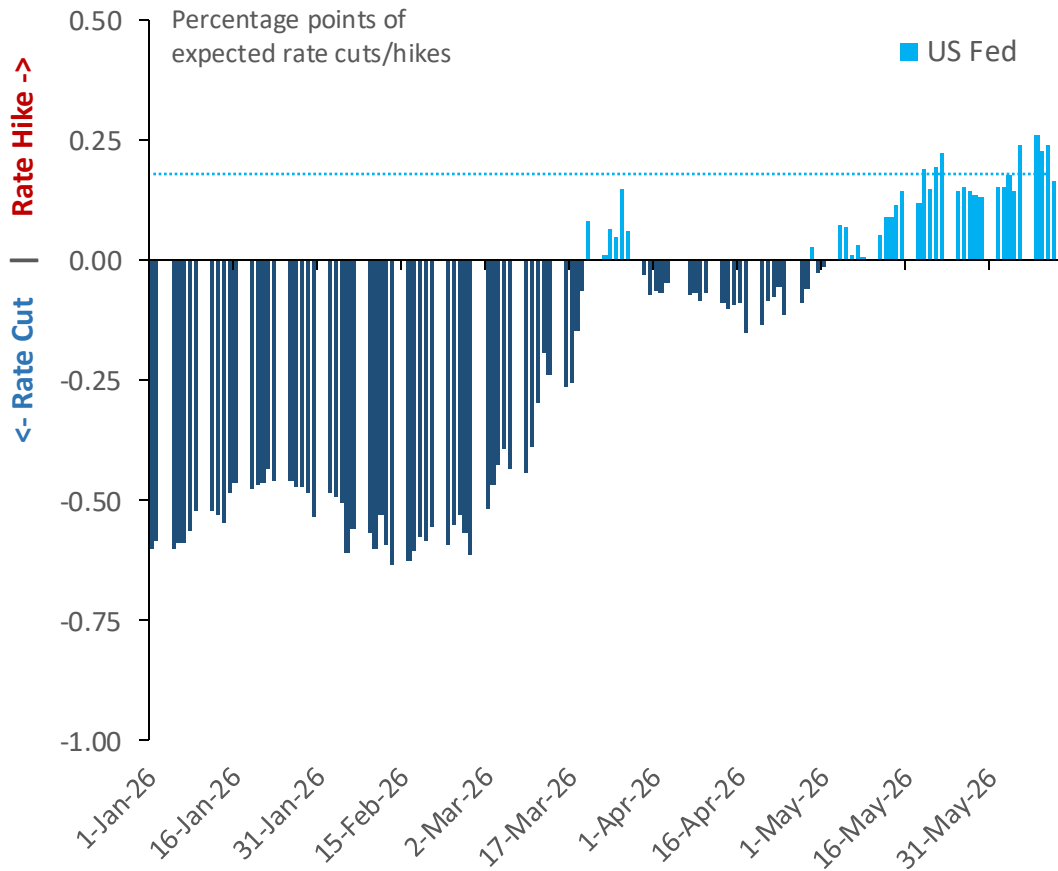
เราประเมินความเสี่ยงขาลงของราคาทองคำจำกัดขึ้น เนื่องจากระดับราคาบริเวณ 4,000-4,200 ดอลลาร์ต่อออนซ์ ได้สะท้อนความคาดหวังต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ไปมากแล้ว



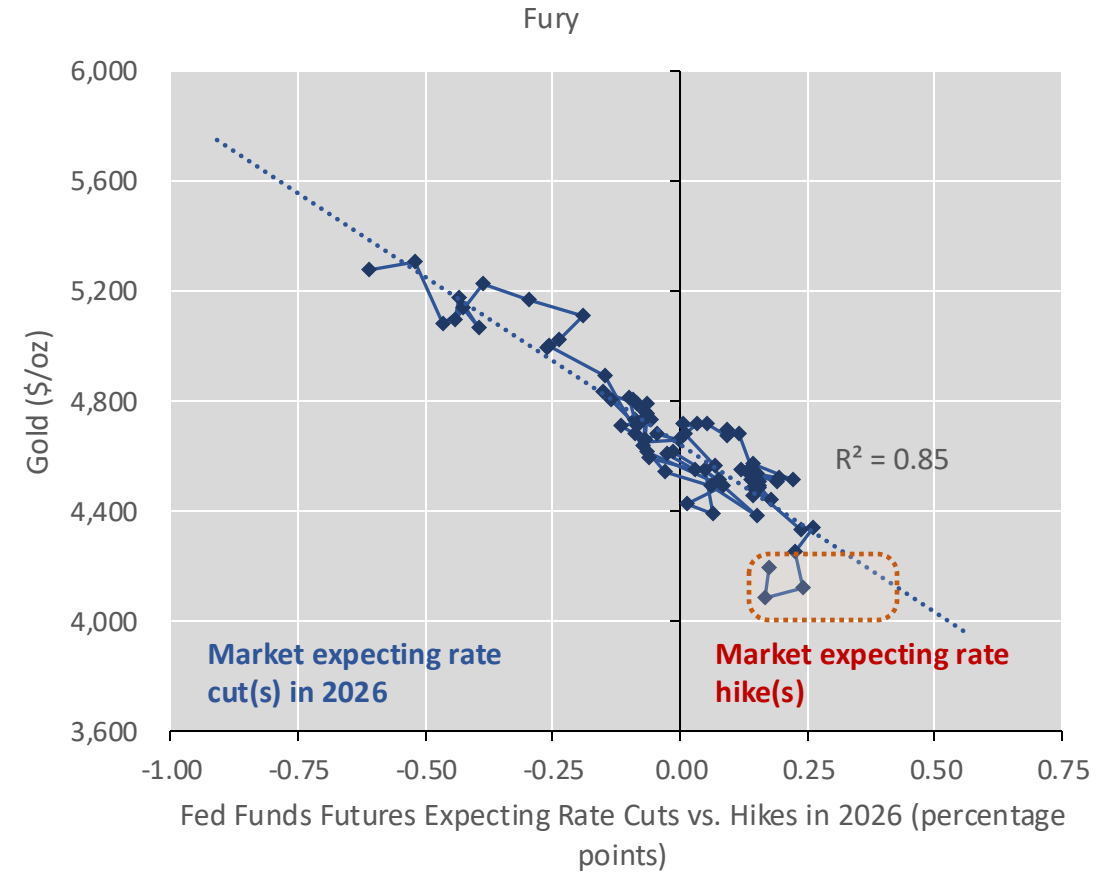
จากเดิมที่ตลาดคาดการณ์การปรับลดอัตราดอกเบี้ย 1-2 ครั้งในปี 2026 ได้เปลี่ยนมาเป็นการคาดการณ์การปรับขึ้นดอกเบี้ยประมาณ 25 bps ภายในปี 2026

การปรับลดลงของราคาทองคำในระยะที่ผ่านมาสู่บริเวณ 4,000-4,200 ดอลลาร์ต่อออนซ์ มีความสอดคล้องกับระดับที่แบบจำลองความสัมพันธ์บ่งชี้ ซึ่งเป็นกรอบแนวรับสำคัญของราคาทองคำ

Fed Rate Cut vs. Hike Expectations for 2026



Gold Price and 2026 Fed Rates Expectation Since Operation Epic

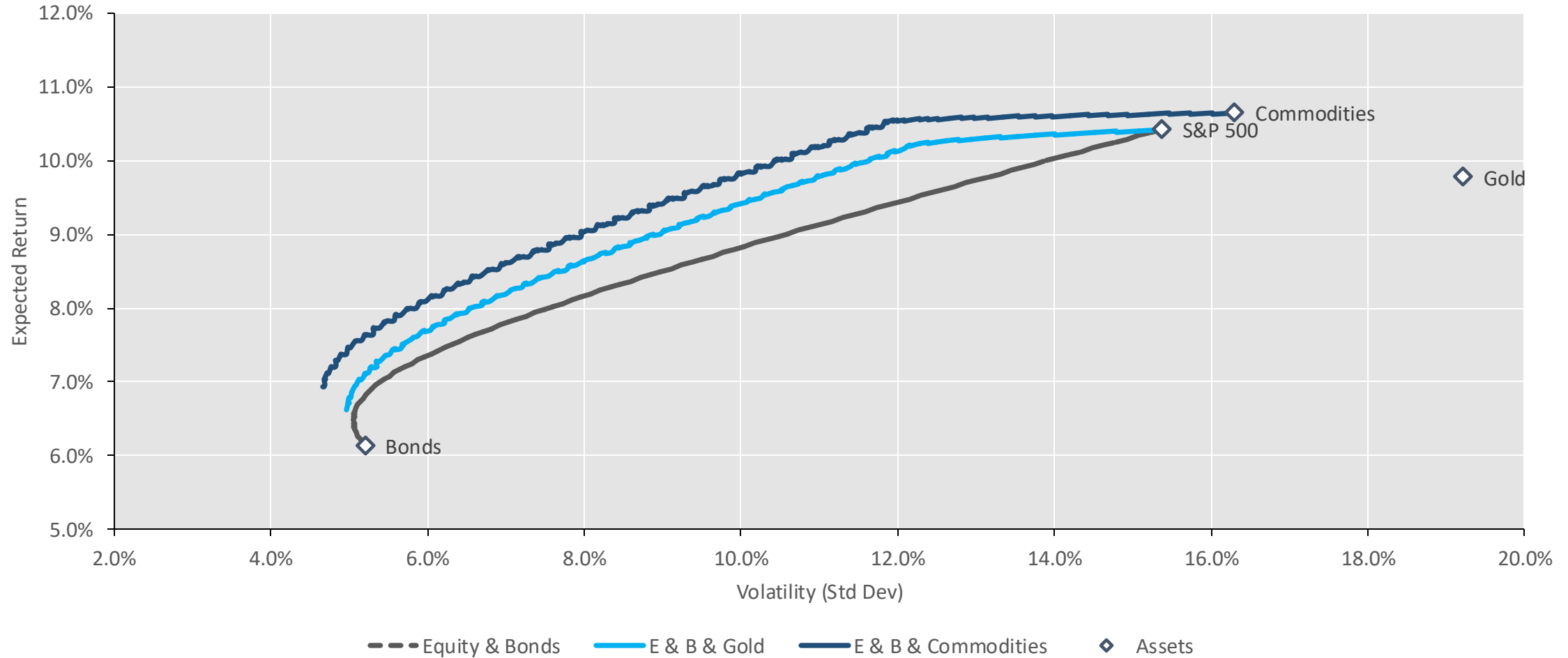


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเพิ่มสินค้าโภคภัณฑ์เข้าพอร์ตการลงทุน สามารถช่วยยกระดับประสิทธิภาพของพอร์ตได้อย่างมีนัย เนื่องจากมีความสัมพันธ์กับตลาดหุ้นในระดับต่ำ จึงสามารถช่วยเพิ่มผลตอบแทนและลดความผันผวนรวม โดยเฉพาะในช่วงที่เงินเฟ้อและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์อยู่ในระดับสูง



Efficient Frontier (Annualized, Long-only)



Note: Based on monthly data from 1973 to 2026. Indices used in the calculation are as follows — Bonds: Bloomberg US Treasury Total Return; Equities: S&P 500 Total Return (S&P 500 prior to 1989); Commodities: Bloomberg Commodity Enhanced Total Return (Bloomberg Commodity Total Return prior to 1991)

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

# แรงกดดันต่อราคาน้ำมันยังโหม่ไปทางด้านสูง ท่ามกลางคลังน้ำมันดิบทั่วโลกที่ยังปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง



การนำเข้าน้ำมันที่ลดลงของจีน ประกอบกับการส่งออกน้ำมันที่เพิ่มขึ้นของสหรัฐฯ ช่วยชดเชยผลกระทบจากวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซได้มากกว่าครึ่งหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยรองรับทั้งสองกำลังอ่อนกำลังลงอย่างต่อเนื่อง

- จีนปรับลดการนำเข้าน้ำมันดิบอย่างต่อเนื่องในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. โดยปริมาณนำเข้าในเดือน พ.ค. 2026 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของเดือนเดียวกันในช่วง 3 ปีก่อนราว **3.5-5.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน** ส่งผลให้มีอุปทานน้ำมันเหลือสำหรับผู้ซื้อรายอื่นในเอเชียมากขึ้น คาดเป็นความพยายามของจีนในการช่วยกดดันราคาน้ำมันไม่ให้พุ่งสูงขึ้นเกินจนกระทบต่อเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม การนำเข้าที่ลดลง ก็ต้องแลกมากับคลังน้ำมันดิบที่สะสมไว้ตลอดหลายปีที่ต้องถูกนำออกมาใช้
- หากลำดับความสำคัญของจีนเปลี่ยนจากการควบคุมต้นทุนเศรษฐกิจ ไปสู่การรักษาความมั่นคงด้านพลังงาน ปัจจัยที่ช่วยพยุงสมดุลของตลาดน้ำมันในปัจจุบันอาจหายไปอย่างรวดเร็ว และเนื่องจากข้อมูลคลังน้ำมันของจีนที่ไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะ ประเทศจีนจึงเป็นปัจจัยที่ตลาดน้ำมันโลก ไม่สามารถประเมินได้อย่างชัดเจนมากที่สุด ในปัจจุบัน
- ในอีกด้านหนึ่ง การส่งออกน้ำมันของสหรัฐฯ ซึ่งเพิ่มขึ้นมากกว่า **2 ล้านบาร์เรลต่อวัน** หลังเกิดสงคราม มีแนวโน้มชะลอตัวลงในระยะข้างหน้า หลังจากได้ระบายสต็อกส่วนเกินออกไปเป็นจำนวนมากในช่วงสองเดือนที่ผ่านมา

คลังน้ำมันดิบทั่วโลก ยังอยู่ในแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ไปจนถึงช่วงสิ้นปี 2026 เป็นอย่างน้อย ซึ่งจะทำให้กัชนดานอุปทานที่เหลืออยู่ของตลาดลดลงสู่ระดับต่ำที่สุดเป็นประวัติการณ์ในยุคปัจจุบัน

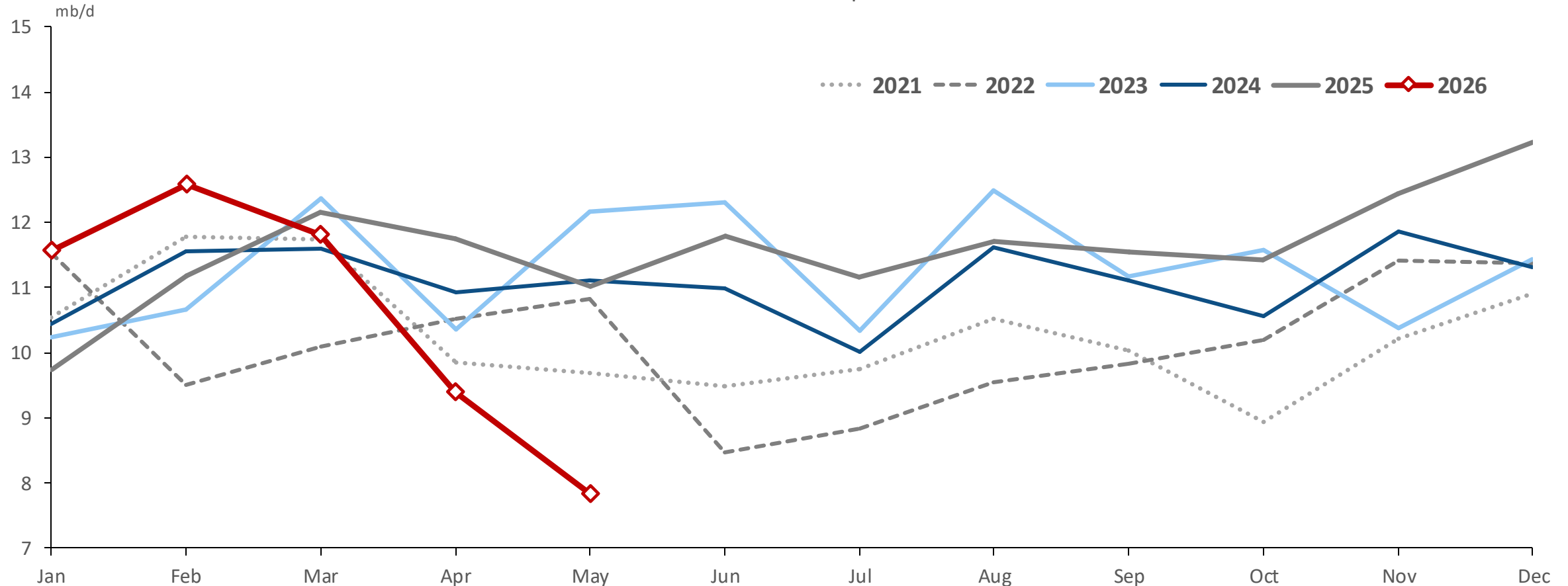
- ผู้กำหนดนโยบายและนักลงทุนจำนวนมากยังคงเชื่อว่าสถานการณ์ทุกอย่างจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติหลังจากมีการบรรลุข้อตกลง MOU ระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน ซึ่งอาจเป็นการประเมินความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างต่ำกว่าความเป็นจริงอย่างมาก หากยังไม่มีมาตรการเชิงนโยบายที่ชัดเจนในการลดการใช้พลังงาน การปิดช่องแคบฮอร์มุซเป็นเวลานานอาจนำไปสู่ภาวะขาดแคลนพลังงานในวงกว้าง และเมื่อปริมาณน้ำมันคงคลังทั่วโลกปรับลดลงต่อเนื่องจนเข้าสู่ภาวะวิกฤต ก็มีแนวโน้มที่จะสร้างแรงกดดันขาขึ้นอย่างรุนแรงต่อราคาน้ำมันในระยะต่อไป
- เรามองว่าความขัดแย้งมีแนวโน้มพัฒนาไปสู่ผลลัพธ์ที่ชัดเจนเพียงสองทาง ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงอำนาจทางการเมืองในอิหร่าน (Regime Change) หรือการที่อิหร่านยังคงรักษาอิทธิพลเหนือช่องแคบฮอร์มุซต่อไป หากผลลัพธ์เป็นในกรณีหลัง เราประเมินว่าปริมาณการขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซอาจอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนสงครามอย่างถาวร เช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นกับช่องแคบบับอัลมันเดบ

# จีนหันการนำเข้าน้ำมันดิบลงอย่างมากระหว่างเดือน เม.ย.-พ.ค. ที่ผ่านมา ช่วยลดความตึงตัวของตลาดน้ำมันโลกลงอย่างมีนัย



ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบของจีนในปี 2026 ปรับลดลงต่ำกว่า 8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ช่วงปี 2016-2017

China Crude Oil Imports



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

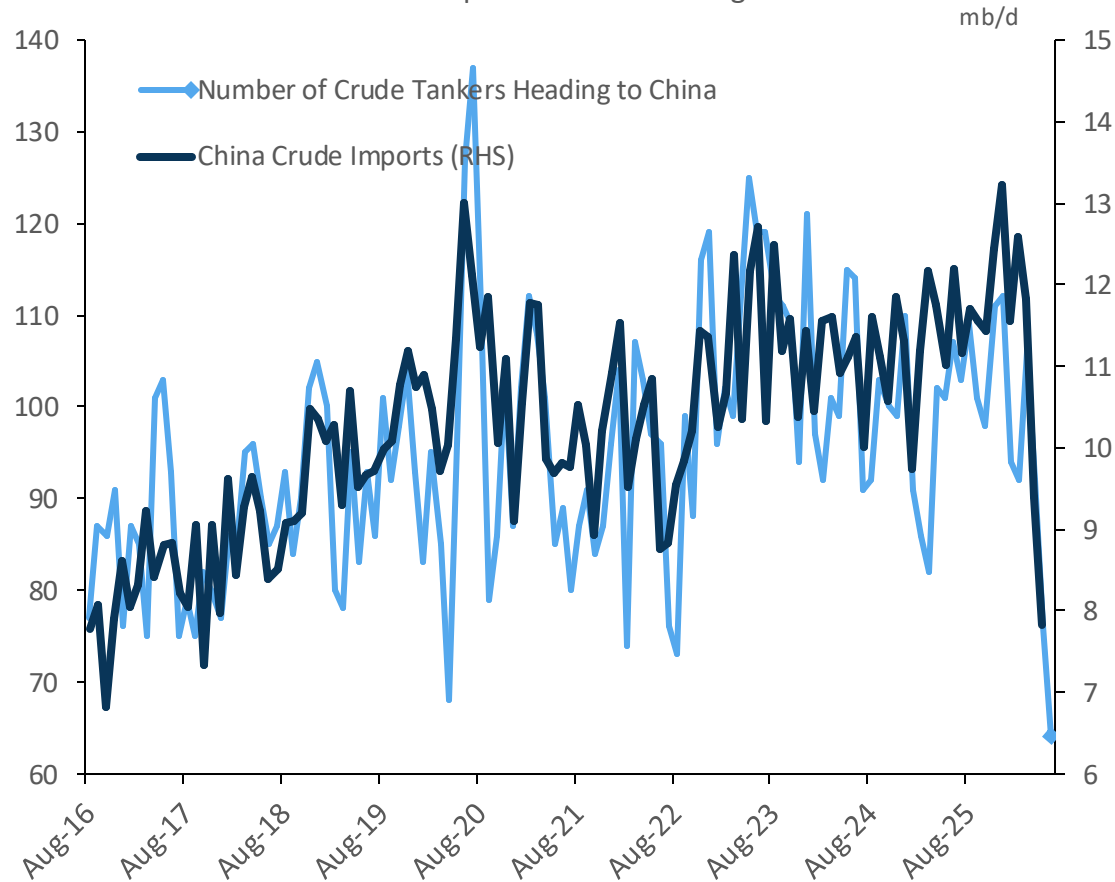
# ข้อมูลการเดินทางของเรือบรรทุกน้ำมันขนาดใหญ่พิเศษ (VLCC) บ่งชี้ว่า การนำเข้าน้ำมันดิบของจีนในเดือน มิ.ย. มีแนวโน้มลดลงต่ำกว่าเดือน พ.ค.



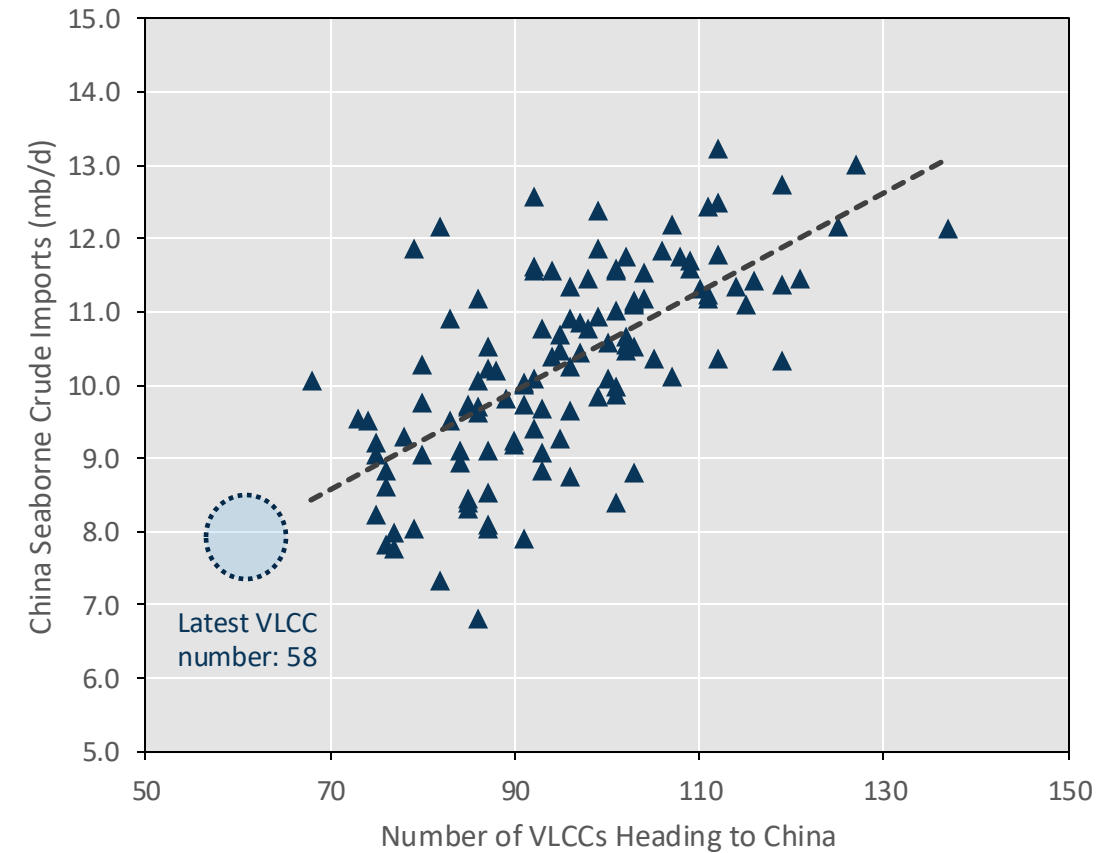
จำนวนเรือ VLCC ที่กำลังมุ่งหน้าสู่จีน ซึ่งเป็นข้อมูลที่มีความไว (Near-Real Time Data) มีความเชื่อมโยงสูงกับปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบของจีน

จากจำนวนเรือ VLCC ที่มุ่งหน้าเข้าสู่จีนซึ่งปัจจุบันมีน้อยกว่า 60 ลำ สะท้อนว่าจีนยังไม่ได้กลับเข้ามาซื้อน้ำมันดิบในตลาดโลกอย่างมีนัย

China Crude Imports & VLCC Heading to China



China's Crude Oil Imports vs. Number of VLCCs

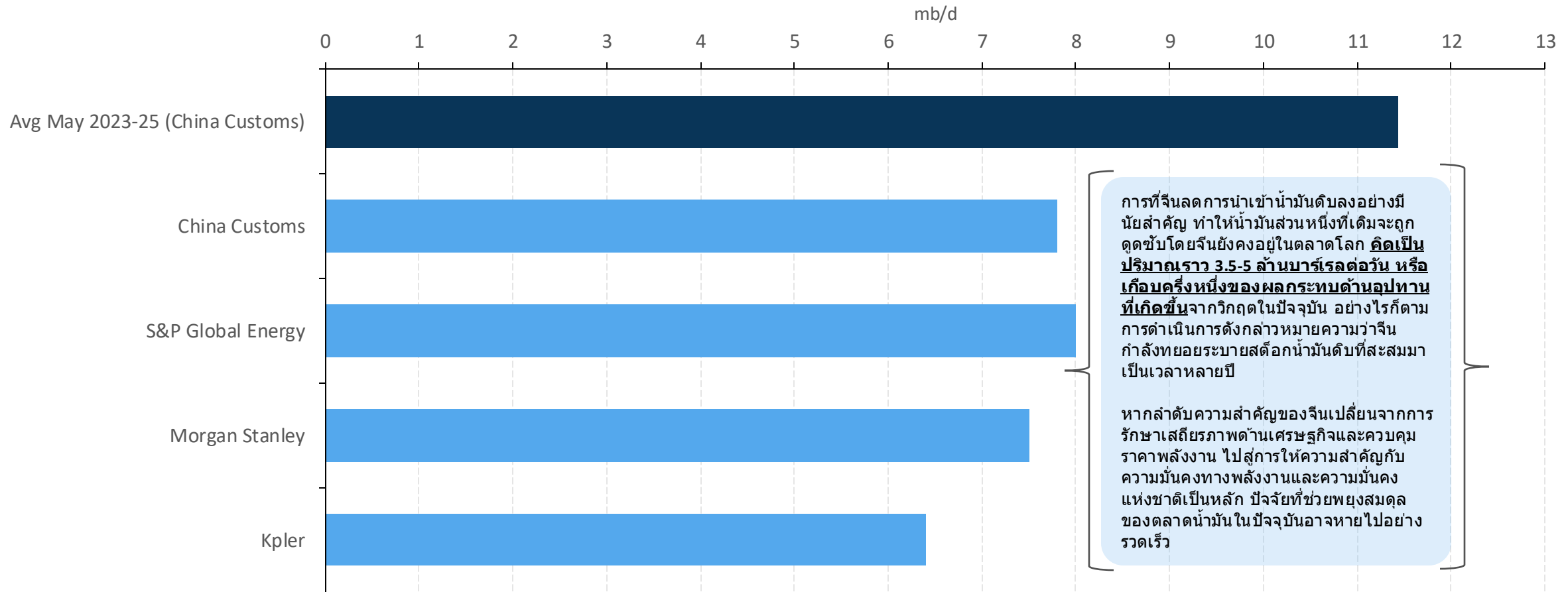


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จีนลดการนำเข้าน้ำมันดิบลงกว่า 3.5-5.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน หรือคิดเป็นการบรรเทาผลกระทบเกือบครึ่งหนึ่งของอุปทานน้ำมันโลกที่ลดลงจากวิกฤติช่องแคบฮอร์มุซ



China's Crude Imports, May 2026 – Various Sources



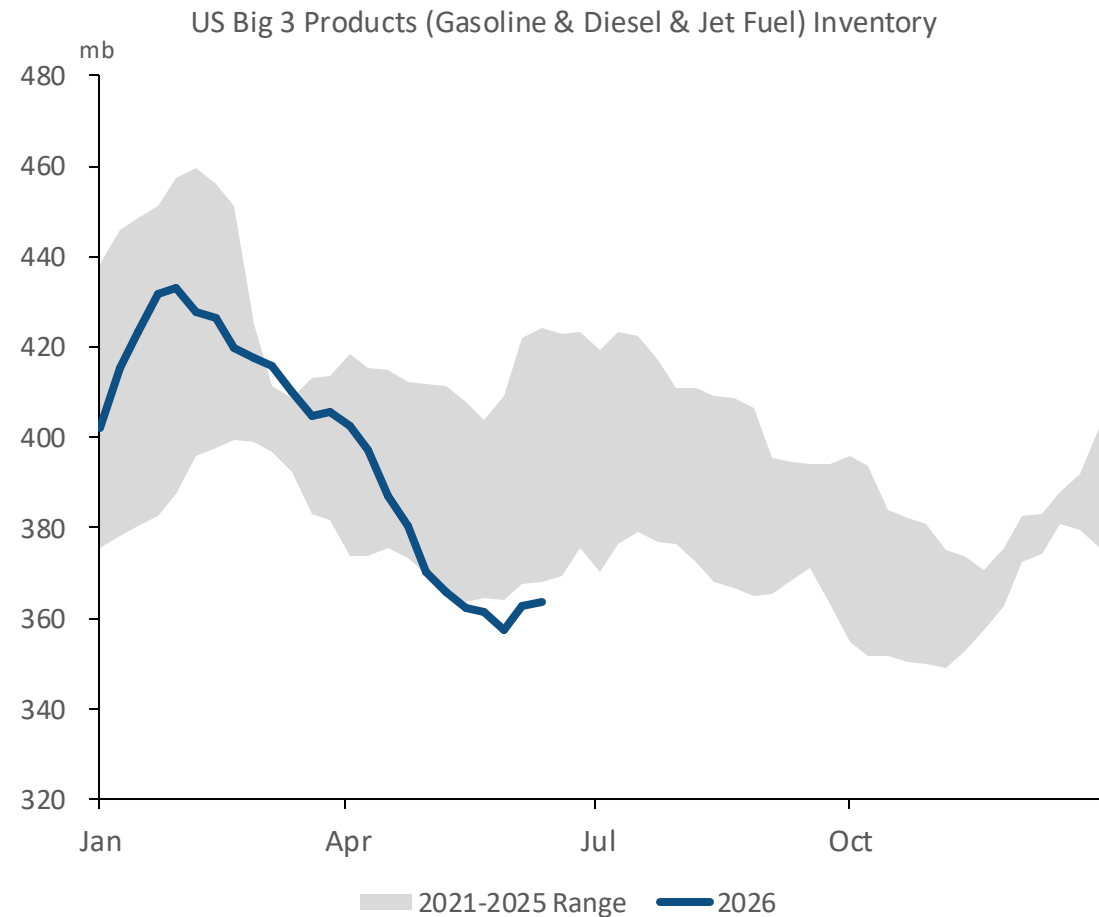
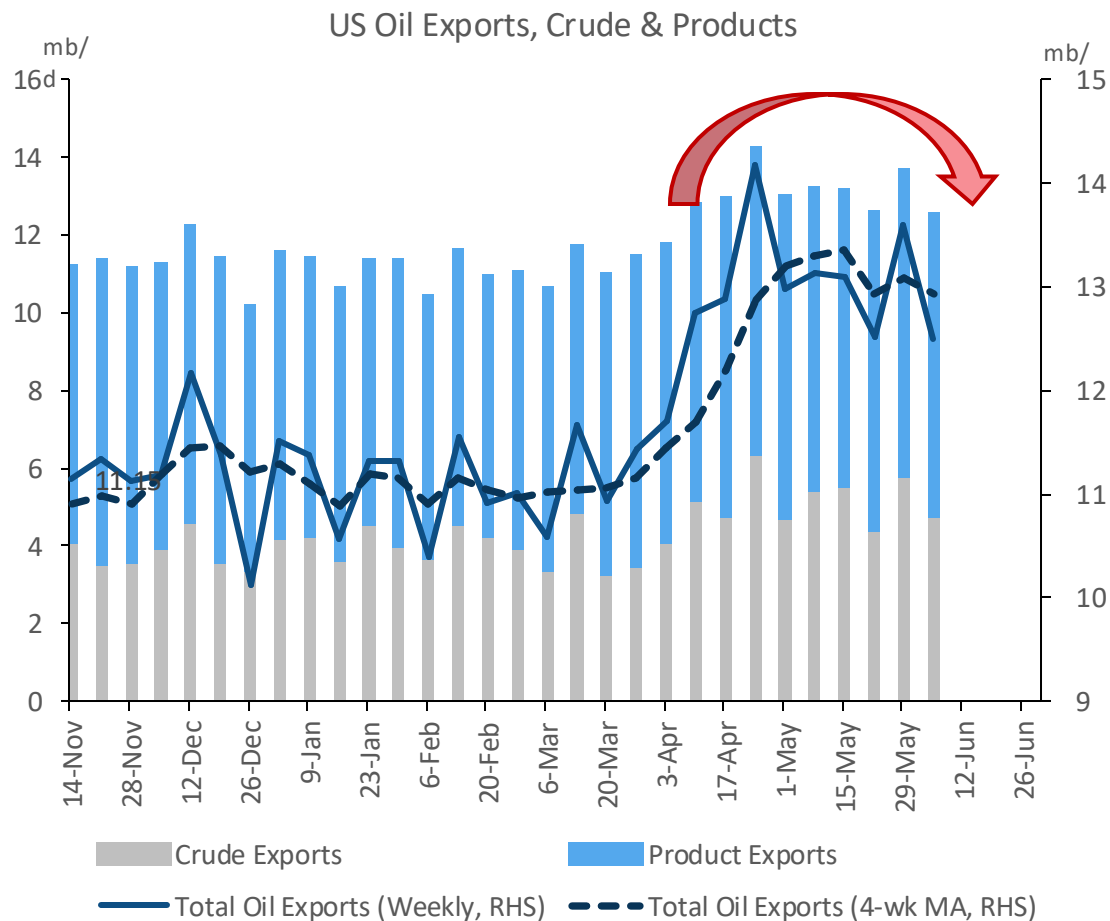
Source: Bloomberg, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# การส่งออกน้ำมันของสหรัฐฯ มีแนวโน้มชะลอลงในระยะข้างหน้า หลังจากได้ระบายสต็อกน้ำมันดิบออกไปค่อนข้างมากในช่วงสองเดือนที่ผ่านมา



ปริมาณการส่งออกน้ำมันรวมของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจากระดับปกติราว 11 ล้านบาร์เรลต่อวัน สู่ มากกว่า 13 ล้านบาร์เรลต่อวันในช่วงเดือน เม.ย.- พ.ค.

การส่งออกที่สูงกว่าปกติอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้คลังน้ำมันเบนซิน ดีเซล และเชื้อเพลิงอากาศยานของสหรัฐฯ ได้ปรับตัวลงต่ำกว่ากรอบค่าเฉลี่ยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา

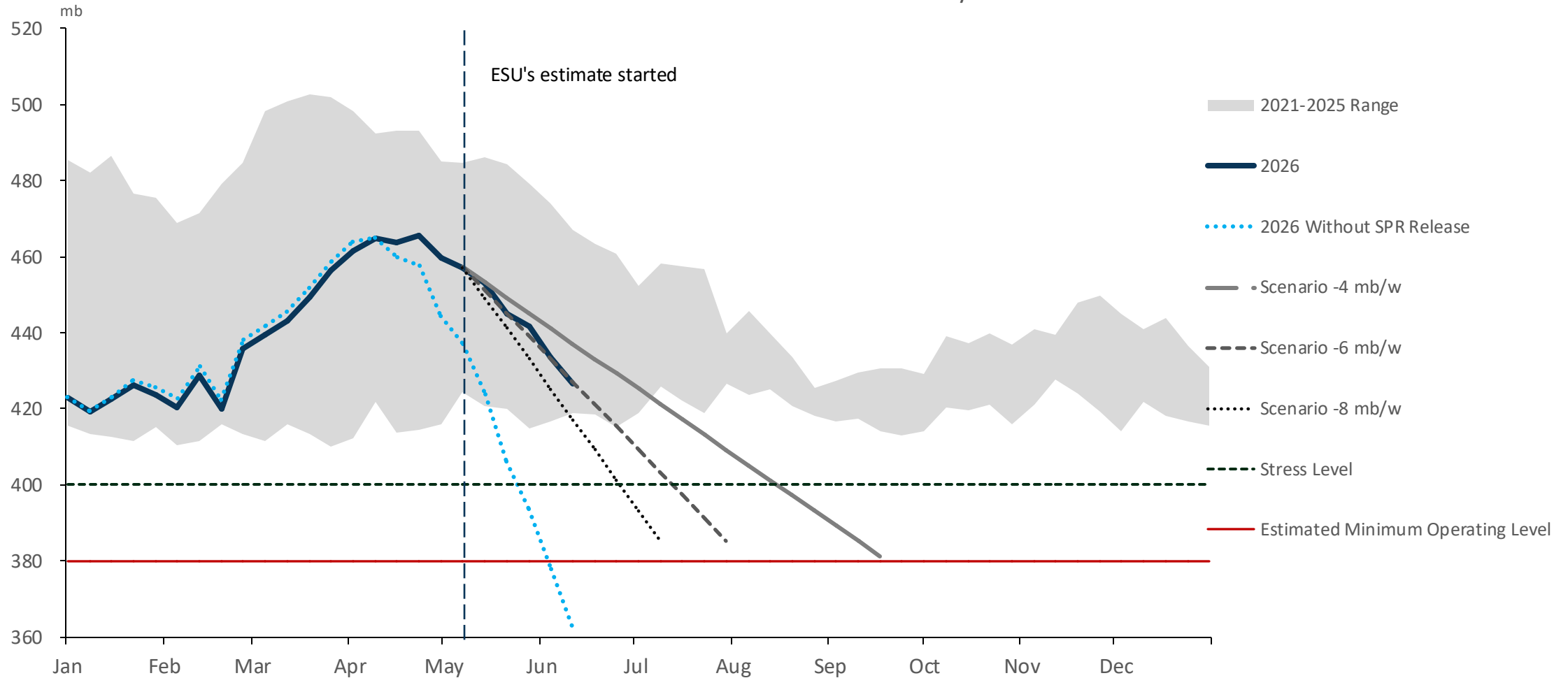


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปริมาณน้ำมันดิบคงคลังเชิงพาณิชย์ของสหรัฐฯ กำลังปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง สอดคล้องกับ  
 ประเมินการของเรา และคาดว่าทิศทางดังกล่าวจะดำเนินต่อไปอย่างน้อยจนถึงเดือน ส.ค.



US Commercial Crude Inventory



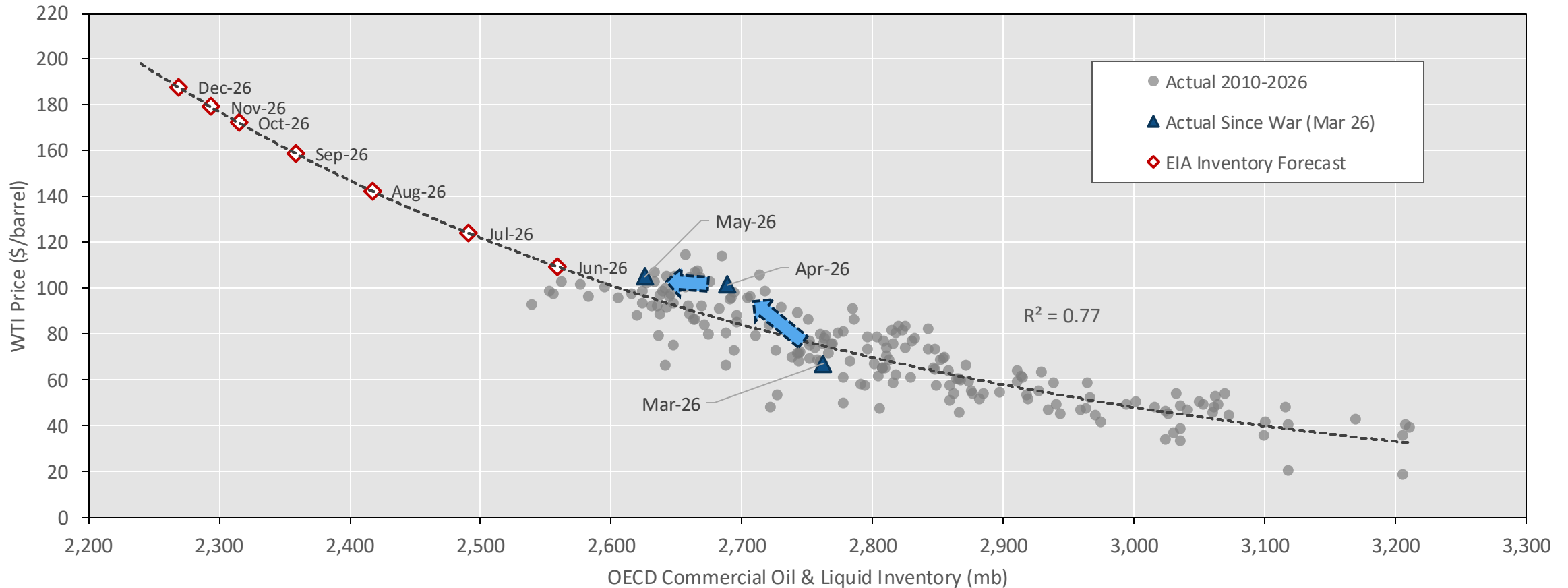
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# เราประเมินว่าราคาน้ำมันดิบมีความเสี่ยงด้านสูง (Upside risk) อย่างมีนัยสำคัญในช่วงกลางถึงปลายปี 2026



EIA คาดการณ์ว่าปริมาณน้ำมันดิบคงคลังของกลุ่ม OECD จะลดลงต่ำกว่า 2,500 ล้านบาร์เรลภายในเดือน ก.ค. ซึ่งถือเป็นระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ในยุคปัจจุบัน และอาจลดลงต่อเนื่องสู่ระดับประมาณ 2,300 ล้านบาร์เรลภายในสิ้นปี 2026 ซึ่งจะสร้างแรงกดดันด้านบวกอย่างมากต่อราคาน้ำมันโลก

OECD Commercial Crude Inventory vs. Oil Price

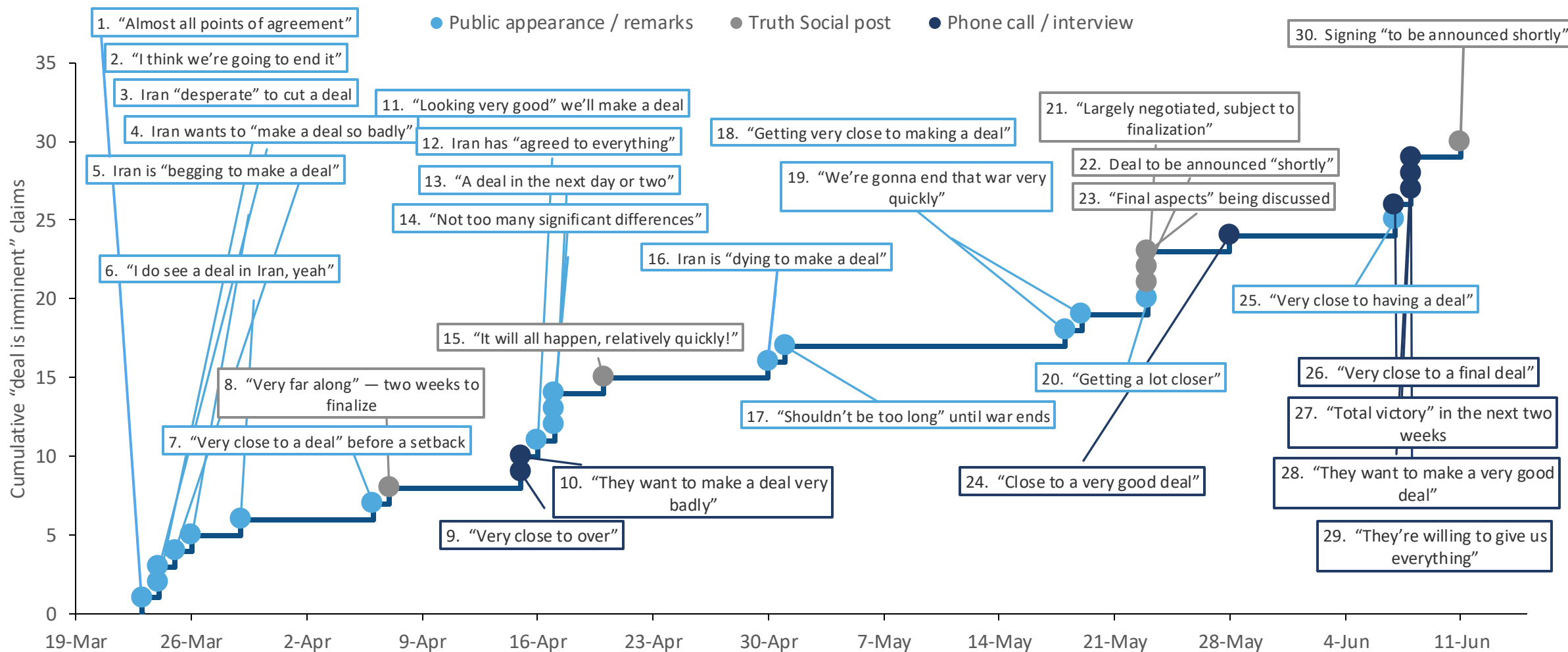


Source: Bloomberg, EIA STEO: June 2026, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ปธน. ทรัมป์ ได้พยายามกดดันราคาน้ำมันด้วยคำพูด (Verbal intervention) ไม่ต่ำกว่า 30 ครั้ง ว่าข้อตกลงระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน “ใกล้จะบรรลุผลแล้ว”



The Great Jawboning: Trump's Iran Deal Has Been Imminent for 3 Months



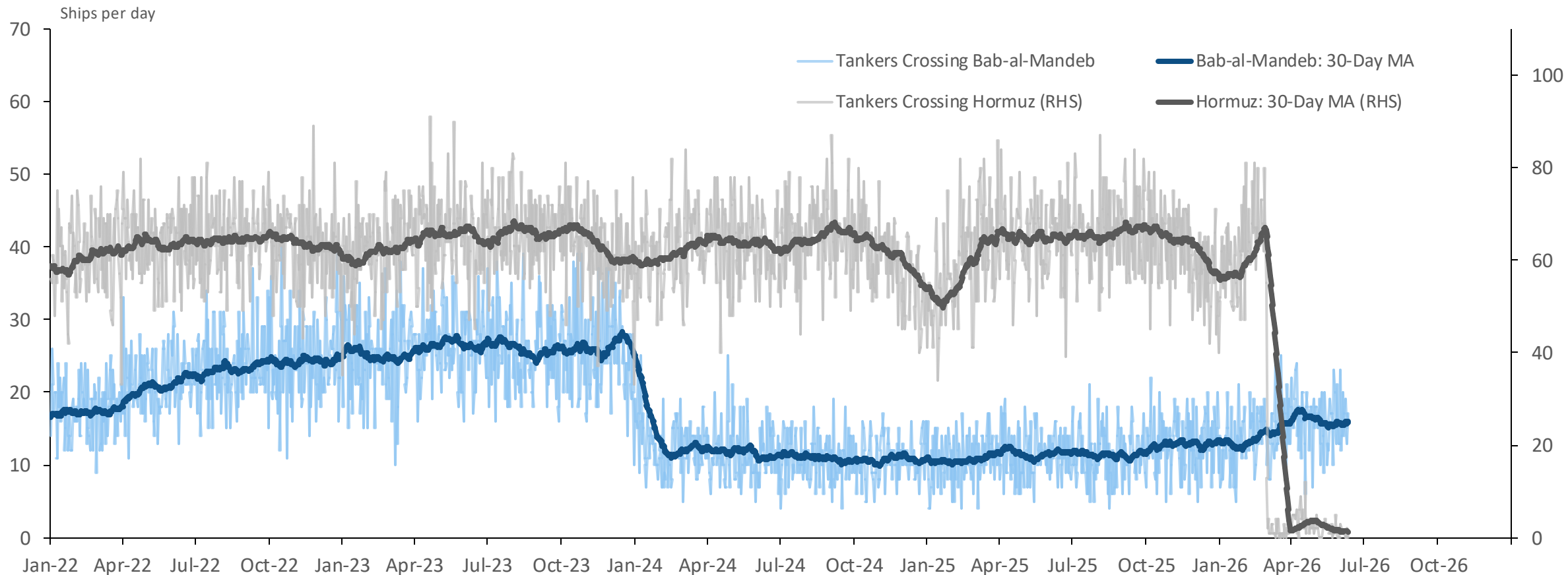
Source: Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดน้ำมันเผชิญความเสี่ยงการเปลี่ยนแปลงในระดับโครงสร้าง จากระดับการสัญจรเรือผ่านช่องแคบฮอร์มุซที่อาจไม่กลับสู่ระดับก่อนเกิดสงครามได้อีก ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่ยังไม่ได้รับการ Priced in โดยตลาด



กรณีของช่องแคบบับอัลมันเดบ (Bab-al-Mandeb) เป็นตัวอย่างที่ชัดเจน แม้ว่าความรุนแรงจากการโจมตีเรือพาณิชย์ของกลุ่มฮูตีจะลดลง แต่ปริมาณการเดินเรือกลับไม่สามารถฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิดเหตุการณ์ได้ในบริบทเดียวกัน หากโครงสร้างทางการเมืองของอิหร่านไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัย เราประเมินว่าการขนส่งน้ำมันผ่านช่องแคบฮอร์มุซอาจไม่สามารถกลับไปสู่สภาวะก่อนสงครามได้อย่างสมบูรณ์

Bab-al-Mandeb and Hormuz Straits Tanker Traffic



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

# Contributors



**Komsorn Prakobphol**

Head of Economic Strategy Unit  
(66) 2633 6250  
komsorn@tisco.co.th

**Thanathat Srisawast**

Senior Strategist  
(66) 2633 6428  
thanathat@tisco.co.th

**Tanachaporn Nandhabiwat**

Economist  
(66) 2633 6497  
Tanachap@tisco.co.th

**Thanachote Phootanakit**

Research Assistant  
(66) 2633 6249  
thanacho@tisco.co.th

**Methas Rattanasorn**

Head of Economics  
(66) 2633 6486  
methas@tisco.co.th

**Nichanan Logewitool**

Economist  
(66) 2633 6474  
nichananl@tisco.co.th

**Tanapat Dhanachata**

Economist  
(66) 2633 6488  
tanapatd@tisco.co.th

**Thanawat Thanatnithikon**

Research Assistant  
(66) 2633 6470  
thanawatn@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.*