

# TIPS | APRIL 2026

*TISCO Investment Portfolio Strategy*



# เห็นกระจายความเสี่ยงท่ามกลางความผันผวนของตลาดที่เพิ่มสูงขึ้นจากทั้ง กระแส AI Disruption และภาวะสงคราม



Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
<b>Fixed Income</b>				
US Treasury		●		คงน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก เพื่อลดความเสี่ยงท่ามกลางความกังวลวิกฤติเงินเฟ้อรอบใหม่
Global Bonds	●	●		ภูมิทัศน์ทางการเมืองในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วกำลังกดดันให้ Bond yield โลกปรับตัวสูงขึ้น
<b>Equity Markets: Regions</b>				
US		● ●		มีความโดดเด่นในฐานะประเทศเศรษฐกิจหลักที่มีความเป็นอิสระด้านพลังงานมากที่สุด
EM ex.China	●	●		มีความอ่อนไหวต่อผลกระทบจากราคาพลังงานสูง และการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ
China		● ●		มุมมองยังเป็นบวก แต่ระมัดระวังมากขึ้น ท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และราคาพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้น
Japan		● ●		การปรับฐานของตลาดในช่วงที่ผ่านมา ทำให้มูลค่าหุ้นกลับมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจมากขึ้น
Europe	●	●		แม้ระดับมูลค่ายังค่อนข้างตึงตัว แต่แนวโน้มเริ่มปรับดีขึ้น หลังการปรับลดประมาณการกำไรเริ่มชะลอลง
<b>Equity Markets: Sectors and Styles</b>				
Energy		● ●		ความสนใจของนักลงทุนได้กลับมาอีกครั้ง เนื่องจากกลุ่มพลังงานได้ถูกรวมเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของยุทธศาสตร์ความมั่นคงแห่งชาติ
Utilities		● ●		คุณสมบัติกระจายความเสี่ยง และระดับมูลค่าเมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสดที่ยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ
<b>Alternative Investments</b>				
Gold		● ●		แรงหนุนจากความเสถียรต่อความเป็นอิสระของธนาคารกลาง และแนวโน้มการคลังที่แผ่ลงในเศรษฐกิจหลักหลายประเทศ
Oil		● ●		ส่วนเพิ่มราคาจากการสะสมสต็อกน้ำมันดิบมีแนวโน้มดำรงอยู่ต่อไป แม้ว่าวิกฤตของแคบฮอร์มุซจะคลี่คลาย

# เงินเพื่อสหรัฐฯ เผชิญความเสี่ยงด้านสูง จากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ที่ตึงเครียด



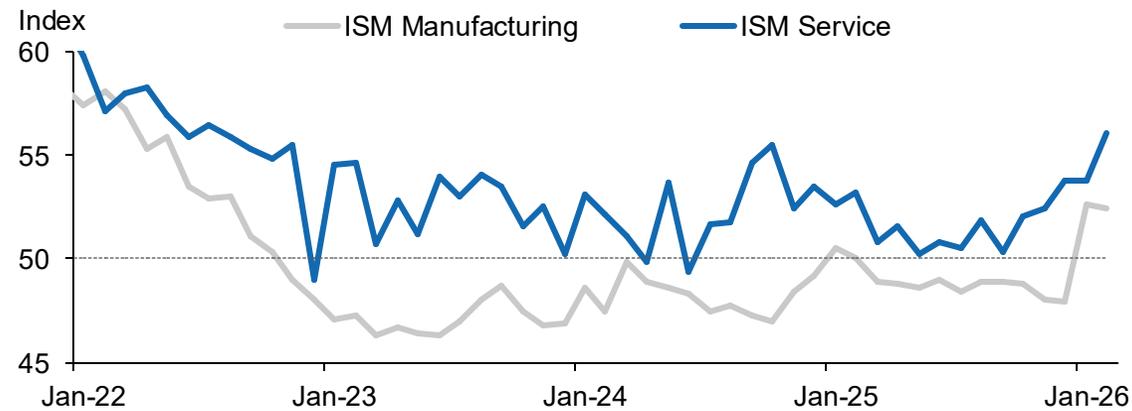
- ในวันที่ 20 ก.พ. 2026 ศาลฎีกาสหรัฐฯ มีมติเสียงข้างมาก (6-3) ว่าปธน. ทรัมป์ ไม่สามารถประกาศภาวะฉุกเฉินทางเศรษฐกิจเพื่อขึ้นภาษีศุลกากรเป็นวงกว้าง ผ่านกฎหมาย “International Emergency Economic Power Act: IEEPA” ส่งผลให้รัฐบาลต้องยกเลิกการจัดเก็บภาษีศุลกากรผ่านอำนาจดังกล่าวทั้งหมดในทันที อย่างไรก็ตาม หลังศาลฎีกามีมติเพียงไม่กี่ชั่วโมง ปธน. ทรัมป์ ใช้อำนาจของฝ่ายบริหารอีกครั้งเพื่อขึ้นภาษีศุลกากรกับทุกประเทศในโลกผ่านกฎหมายมาตรา 122 ในอัตรา 10% ซึ่งมาตราดังกล่าว อนุญาตให้ฝ่ายบริหารบังคับใช้ภาษีศุลกากรได้เป็นเวลา 150 วัน โดยไม่ต้องขอ อนุมัติจากสภา ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 24 ก.พ. 2026 ถึงวันที่ 23 ก.ค. 2026 ขณะเดียวกัน แม้ว่ารัฐบาลจะเรียกเก็บภาษีเพิ่มเติมจากกฎหมายมาตรา 122 แต่เราประเมินว่าอัตราภาษีที่เรียกเก็บจริง (Effective Tariff Rate) จะอยู่ที่ราว 10% ซึ่งต่ำกว่าช่วงก่อนที่ศาลจะมีคำตัดสิน จากสองปัจจัย 1) รัฐบาลสหรัฐฯ ยังคงมีการละเว้นจัดเก็บภาษีหลายกลุ่มสินค้า และ 2) อัตราภาษีสำหรับคู่ค้าหลักหลายประเทศมีการปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 10% เท่านั้น
- เรามองว่าการตัดสินของศาลฎีกาในครั้งนี้ เป็นการจำกัดขอบข่ายอำนาจ และความคล่องตัวของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ ในการขึ้นภาษีกับประเทศต่างๆ แต่ยังไม่ใช่จุดจบของการดำเนินนโยบาย “America First” หลังรัฐบาลสามารถหันไปใช้นโยบายภาษีจากกฎหมายมาตราอื่นได้ อาทิ มาตรา 232 เช่นเดียวกับที่มาของภาษีศุลกากรในกลุ่มสินค้าประเภทเหล็ก อลูมิเนียม และรถยนต์ เป็นต้น แต่อาจใช้ระยะเวลาอย่างน้อย 6 - 12 เดือน ขึ้นอยู่กับ การศึกษาของกระทรวงพาณิชย์ อีกทั้งยังมีมาตรา 301 เช่นเดียวกับที่มาของภาษีศุลกากรกับประเทศจีนในช่วงปี 2018 แต่อาจใช้ระยะเวลาอย่างน้อย 6 - 12 เดือน ขึ้นอยู่กับการศึกษาของผู้แทนการค้า
- ด้านปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์: สถานการณ์ที่ตึงเครียดในตะวันออกกลางนำไปสู่การปิดช่องแคบฮอร์มุซ ที่เป็นเส้นเลือดใหญ่ของการขนส่งสินค้าที่เกี่ยวข้องกับพลังงาน โดยสำหรับผลกระทบต่อเศรษฐกิจ แม้ว่าสหรัฐฯ จะยังคงต้องพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันดิบจากต่างประเทศ แต่หากพิจารณาองค์ประกอบจะพบว่าสหรัฐฯ ได้ลดการพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันดิบจากกลุ่ม OPEC ลงเรื่อยมา และหันไปนำเข้าน้ำมันดิบจากประเทศแคนาดาเป็นหลัก โดยหากอ้างอิงข้อมูลของ EIA การขนส่งน้ำมันดิบไปยังสหรัฐฯ ผ่านช่องแคบคิดเป็นเพียง 7% ของการนำเข้าน้ำมันดิบของสหรัฐฯ สะท้อนว่าความเสี่ยงด้านอุปทานที่สหรัฐฯ ต้องเผชิญนั้นค่อนข้างต่ำ อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะยังคงส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของครัวเรือน โดยเราประเมินว่าหากราคาน้ำมันดิบปรับเพิ่มขึ้น +10USD/barrel จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจราว -0.1ppt และคาดว่าจะเพิ่มอัตราเงินเฟ้อทั่วไปประมาณ +0.2ppt

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

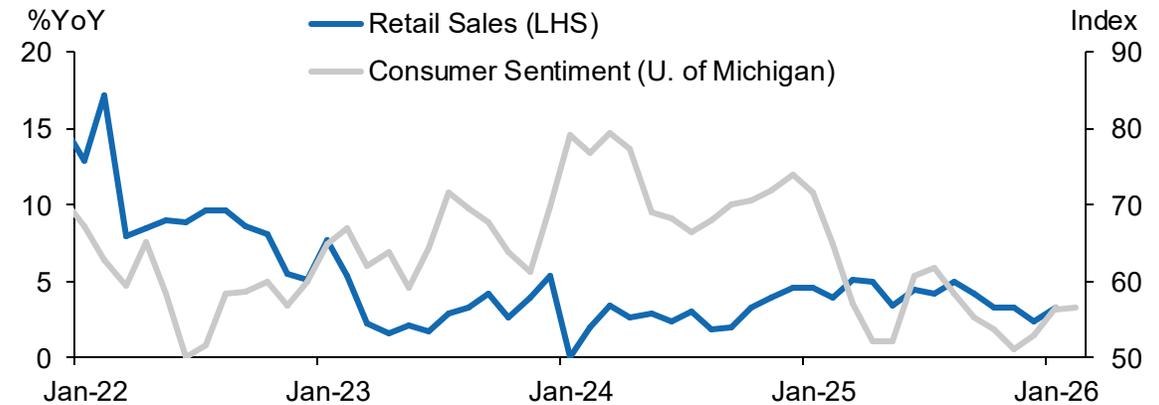
ในเดือน ก.พ. 2026 ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของสหรัฐฯ ยังสะท้อนภาพการฟื้นตัว ขณะที่ดัชนีในภาคบริการเร่งตัวขึ้นไปทำระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2022



ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



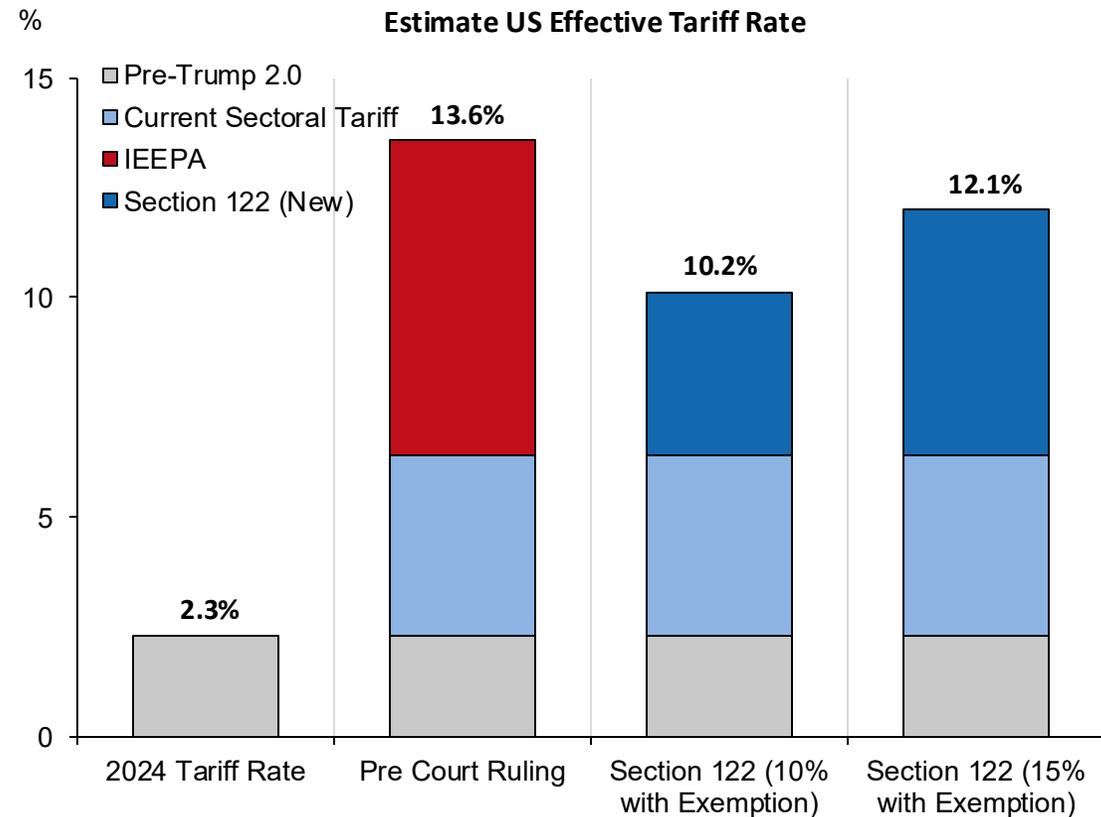
เครื่องชี้การลงทุน



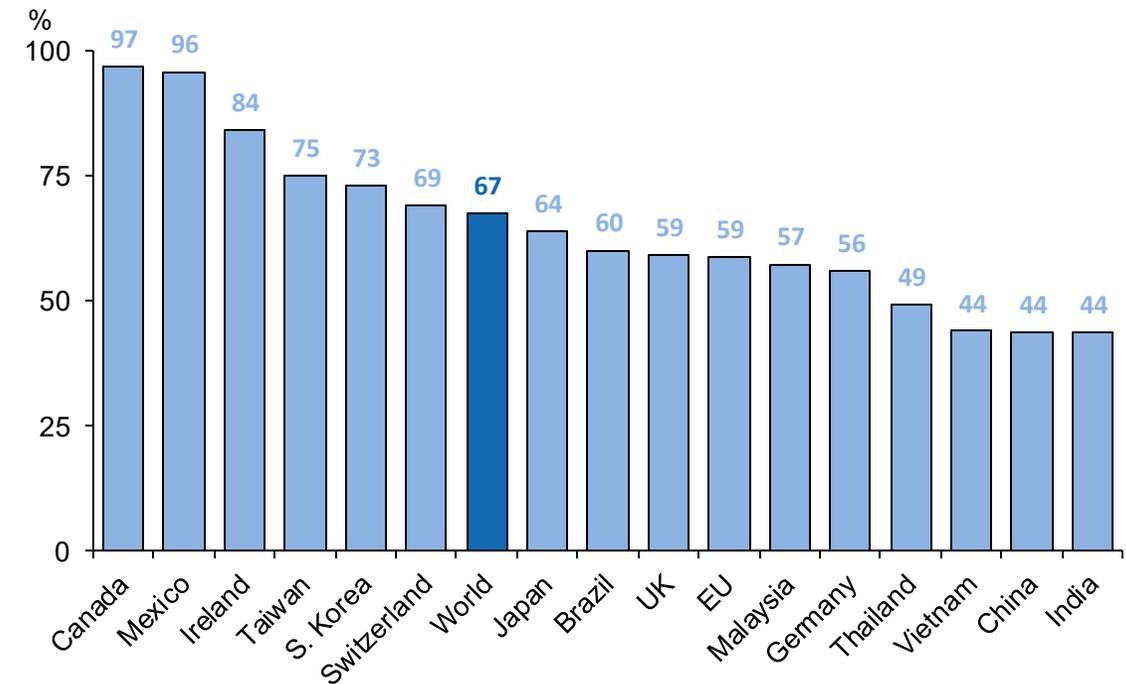
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราภาษีศุลกากรเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศในโลก จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยจากช่วงก่อนจากสองปัจจัย 1) รัฐบาลสหรัฐฯ ยังคงมีการละเว้นการจัดเก็บภาษีในหลายกลุ่มสินค้า และ 2) อัตราภาษีสำหรับคู่ค้าหลักหลายประเทศมีการปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 10% เท่านั้น

### อัตราภาษีศุลกากรเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศ



### จำนวนสินค้าที่ได้รับการละเว้นจัดเก็บภาษีจากกฎหมายมาตรา 122 ของแต่ละประเทศ (แบ่งตามมูลค่า)



Products that were exempted	Number of HS Codes	Amount (USD, bn), 2024 Imports
Section 122 — Annex II	1,655	1,415.5
IEEPA — Annex II + Others	1,692	1,423.0

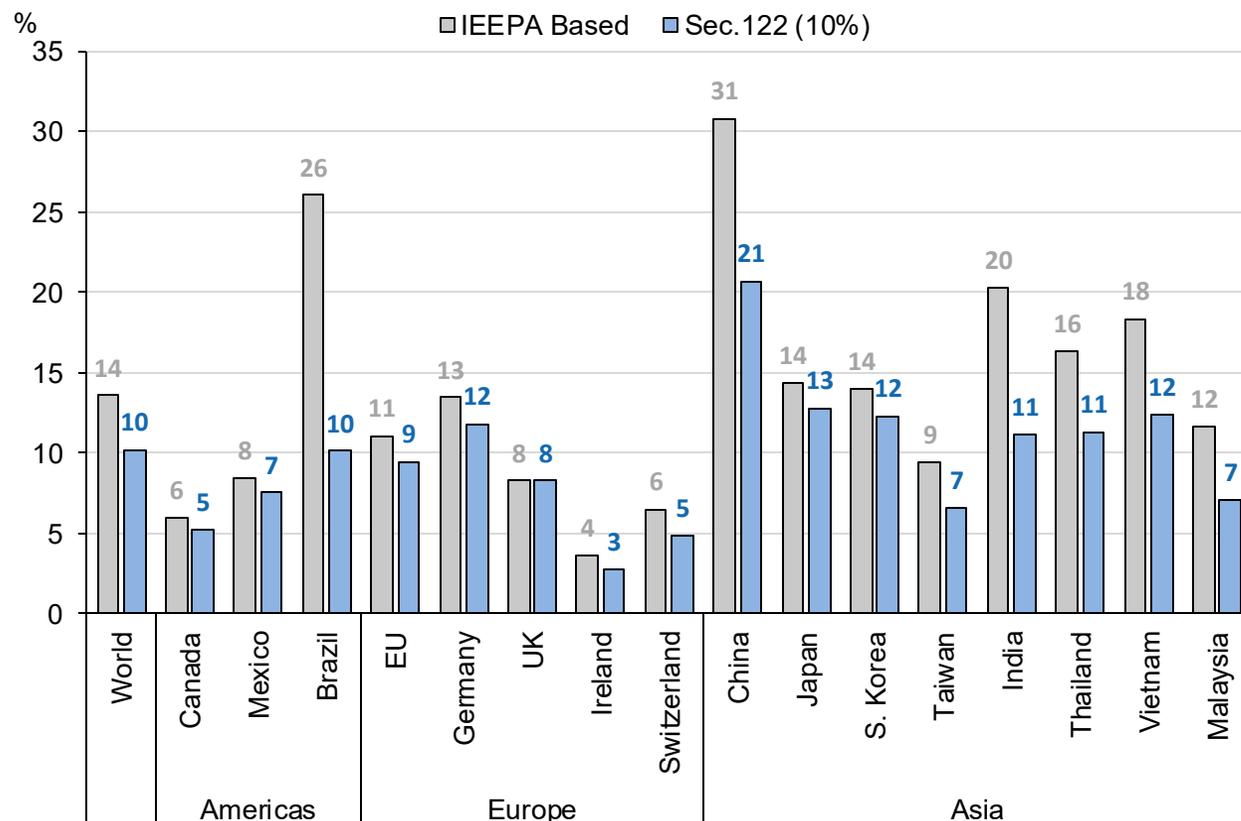
Note: 1\ Changes in the U.S. tariff rate are calculated using the 2024 trade composition.

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

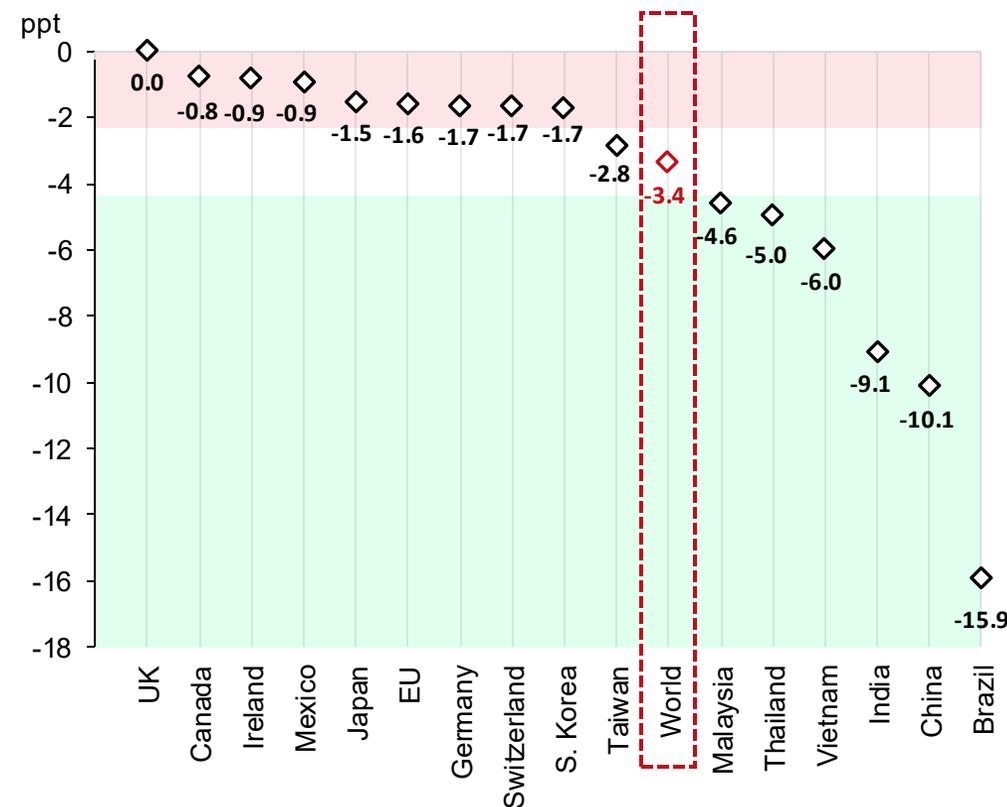
ประเทศในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะจีนและอินเดีย ที่เคยเผชิญอัตราภาษีศุลกากรสูงกว่าประเทศอื่น ในช่วงที่รัฐบาลสหรัฐฯ บังคับใช้กฎหมาย IEEPA อาจได้รับอานิสงค์บวก หลังอัตราภาษีในระยะข้างหน้าจะปรับลงมาใกล้เคียงกับประเทศต่าง ๆ มากยิ่งขึ้น



### อัตราภาษีศุลกากรที่แต่ละประเทศต้องเผชิญ ภายใต้กฎหมาย IEEPA vs. มาตรา 122



### การเปลี่ยนแปลงของภาษีศุลกากรที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับประเทศต่าง ๆ โดยเทียบก่อนและหลังศาลฎีกามีคำตัดสิน



Note: 1\ Changes in the U.S. tariff rate are calculated using the 2024 trade composition and include the exemption list.

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

เรามองว่าการตัดสินใจของศาลฎีกาในครั้งนี้ เป็นการจำกัดขอบข่ายอำนาจและความคล่องตัวของปธน. โดนัลด์ ทรัมป์ ในการขึ้นภาษีกับประเทศต่าง ๆ แต่ยังไม่ใช้จุดจบของการดำเนินนโยบาย “America First” หลังรัฐบาลสามารถหันไปใช้นโยบายภาษีศุลกากรจากกฎหมายมาตราอื่นได้



ข้อกำหนดอื่นนอกเหนือจาก IEEPA ที่รัฐบาลสหรัฐฯ สามารถใช้ขึ้นภาษีศุลกากรเพิ่มเติม

Authority	Rational to Use	Investigation Prior to Imposition?	Limit on Tariff Rate	Duration
Section 122	Address large and serious BoP deficits	No	15%	150 days, and can be extended per Congress approval
Section 201	Injury to domestic industry	Yes, by International Trade Commission	50% increase, but phasedown after one year	4 years, and can be extended to a maximum of 8 years
Section 232	Protect national security	Yes, by Department of Commerce	No limit	No limit
Section 301	Address unfair trade practices	Yes, by US Trade Representative	No limit	4 years, and can be extended with no time limitation
Section 338	Address discrimination against US commerce	No	50%	No limit

รายชื่อสินค้าที่อยู่ภายใต้การสืบสวนของกระทรวงพาณิชย์ ตามอำนาจของกฎหมายมาตรา 232

Authority	Product	Countries Affected
Sec. 232	Pharmaceuticals	Potentially All Countries
	Critical Minerals	Potentially All Countries
	Semiconductor	Potentially All Countries
	Aircraft	Potentially All Countries
	Drones	Potentially All Countries
	Polysilicon	Potentially All Countries
	Wind Turbines	Potentially All Countries
	Robotics	Potentially All Countries
	Medical Equipment	Potentially All Countries

Source: U.S. Congress Library, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# รายชื่อประเทศที่อยู่ภายใต้การสืบสวนของผู้แทนการค้า (USTR) ตามอำนาจของ กฎหมายการค้ามาตรา 301 และกลุ่มสินค้าที่ถูกกล่าวถึงภายในรายงานของ USTR



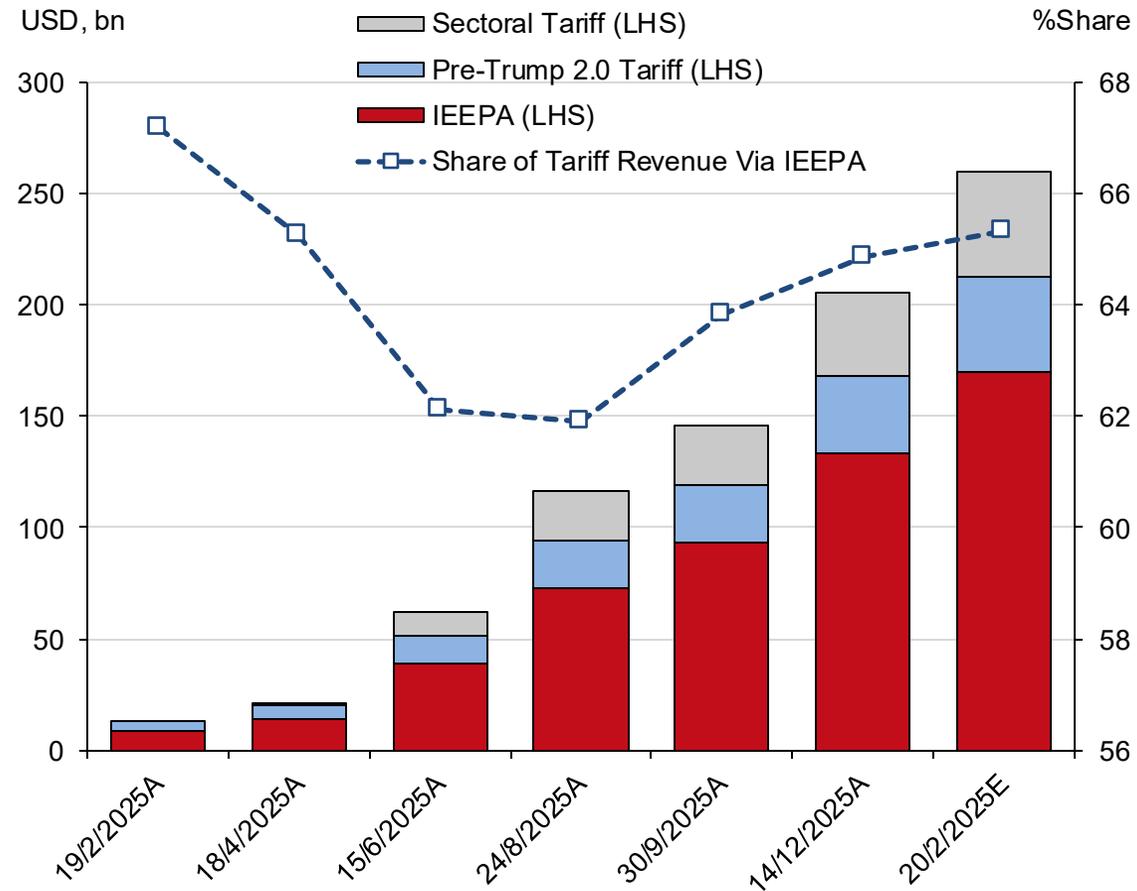
Countries	Evidentiary Indicators				Policy Interventions Cited by USTR							Examples of Products Listed by the USTR's Report	Countries
	Trade Surplus	Low Capacity Utilisation	Sector Over-capacity	Unprofitable Firms	Subsidies	Wage Suppress	SOE Activities	Market Access	Env. / Labour	Subsidised Lending	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)

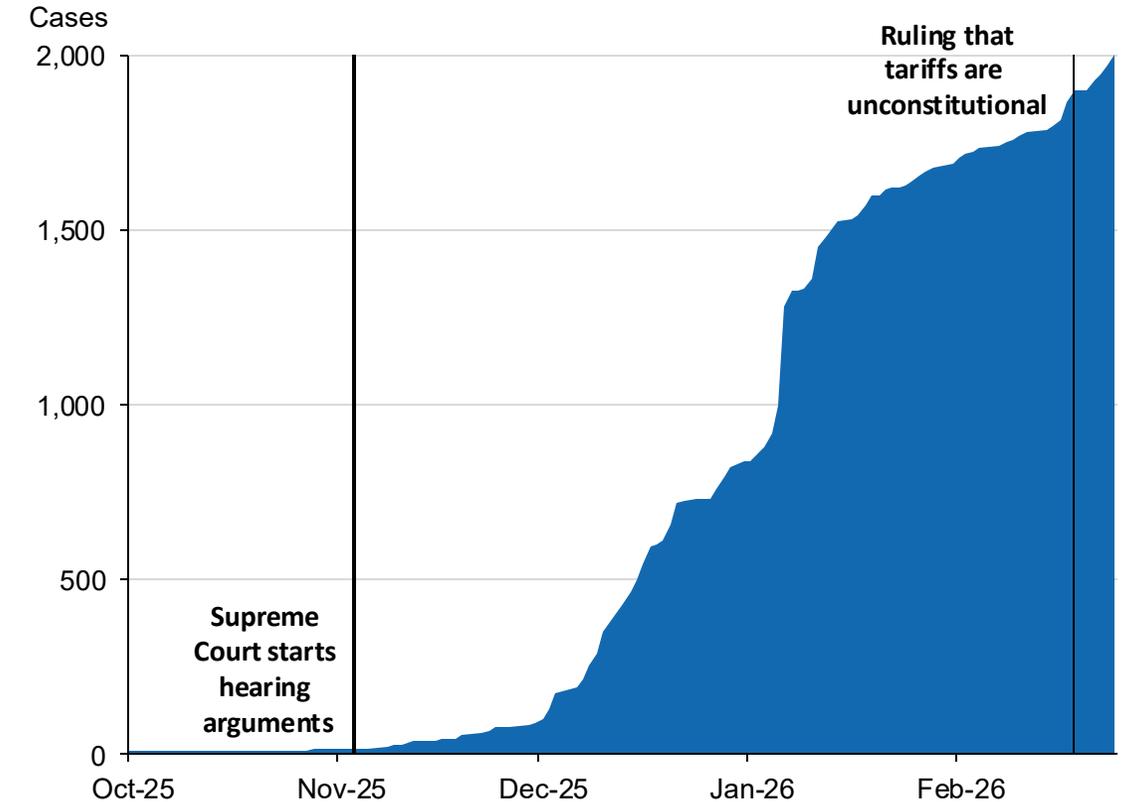
# รายรับจากภาษีศุลกากรของรัฐบาลสหรัฐฯ ที่จัดเก็บผ่านกฎหมาย IEEPA คิดเป็นมูลค่ากว่า 0.5% ของ GDP ซึ่งคาดว่าจะเริ่มมีการเวรคืนในช่วงครึ่งหลังของปีนี้



## รายรับจากภาษีศุลกากรของสหรัฐฯ ภายใต้รัฐบาลทรัมป์ 2.0



## จำนวนคดีที่ผู้ประกอบการยื่นฟ้องเพื่อขอเวรคืนภาษีศุลกากรที่จ่ายไปในช่วงก่อนหน้า

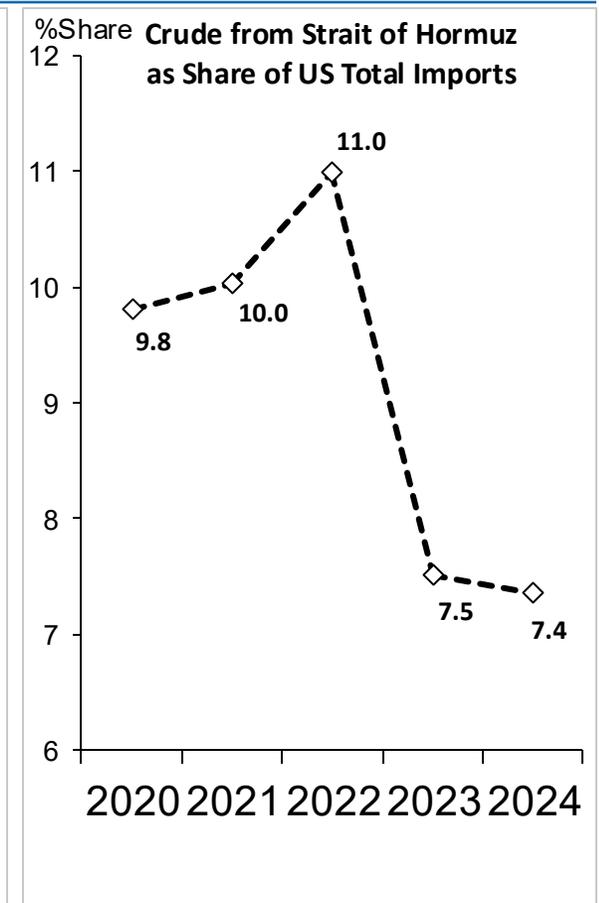
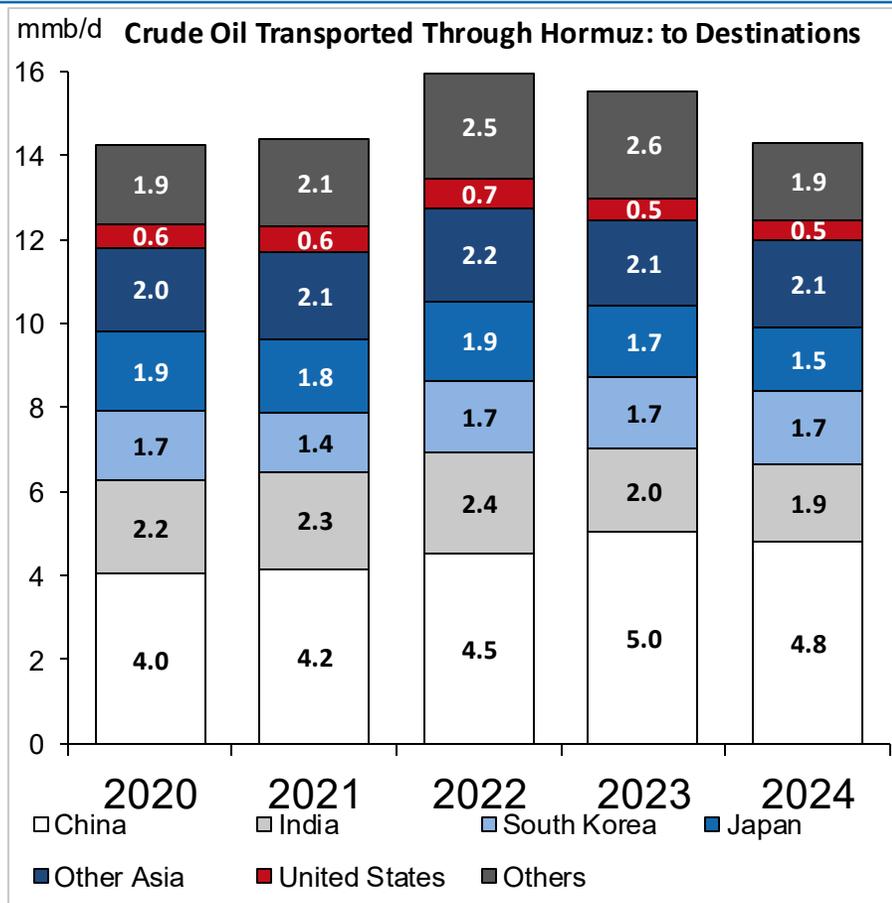
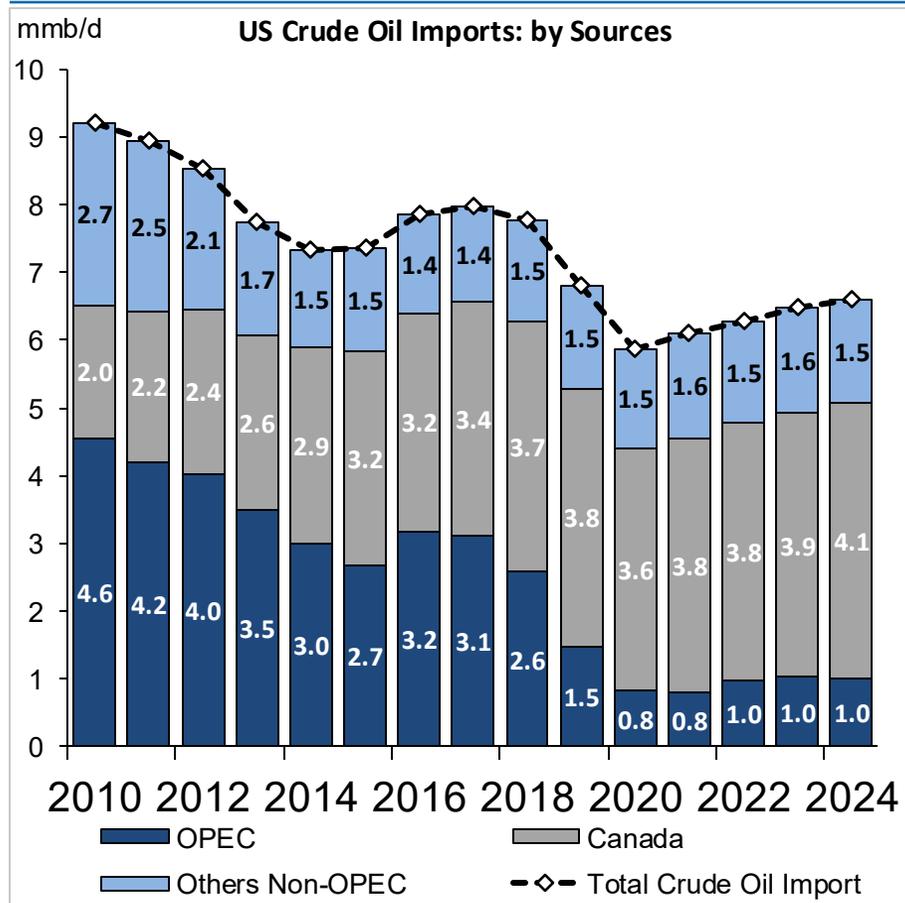


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# การขนส่งน้ำมันดิบไปยังสหรัฐฯ ผ่านช่องแคบฮอร์มุซคิดเป็นเพียง 7% ของการนำเข้า น้ำมันดิบของสหรัฐฯ สะท้อนความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญกับอุปทานชะงักงันค่อนข้างต่ำ



แหล่งที่มาของการนำเข้าน้ำมันดิบของสหรัฐฯ และการส่งออกน้ำมันดิบจากช่องแคบฮอร์มุซไปยังประเทศใดบ้าง

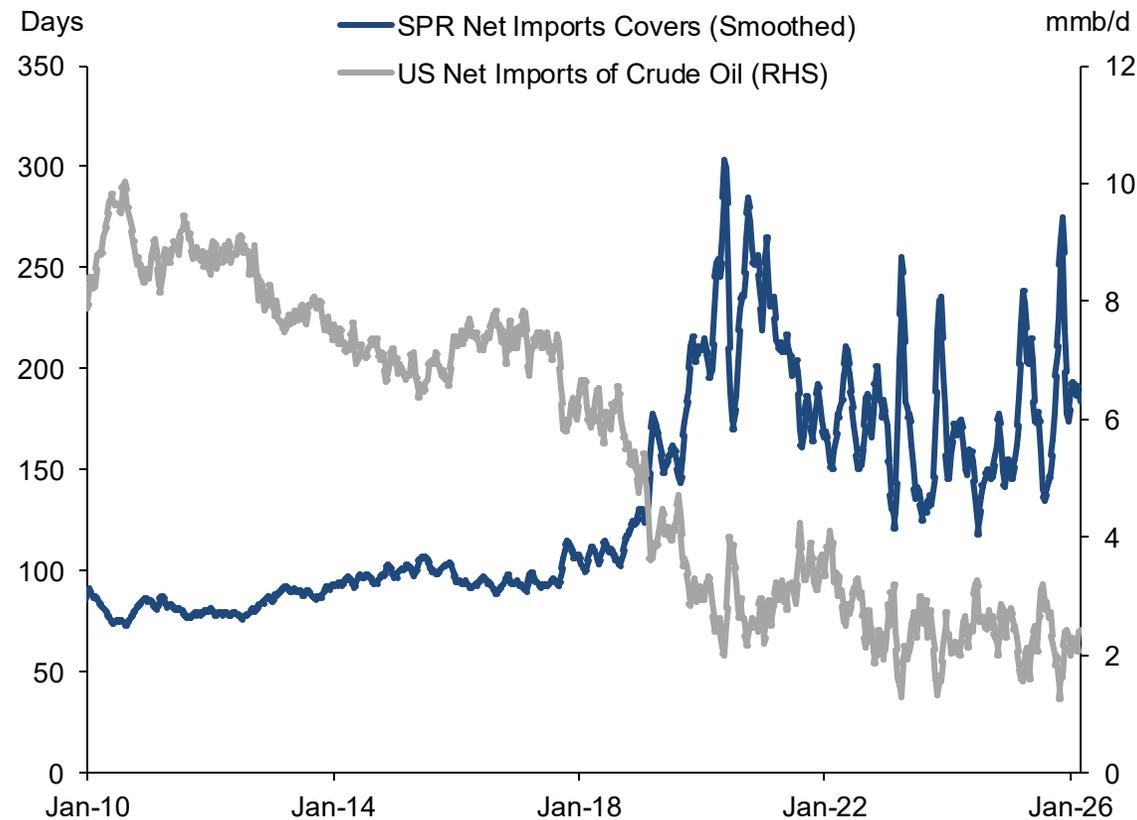


Source: EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

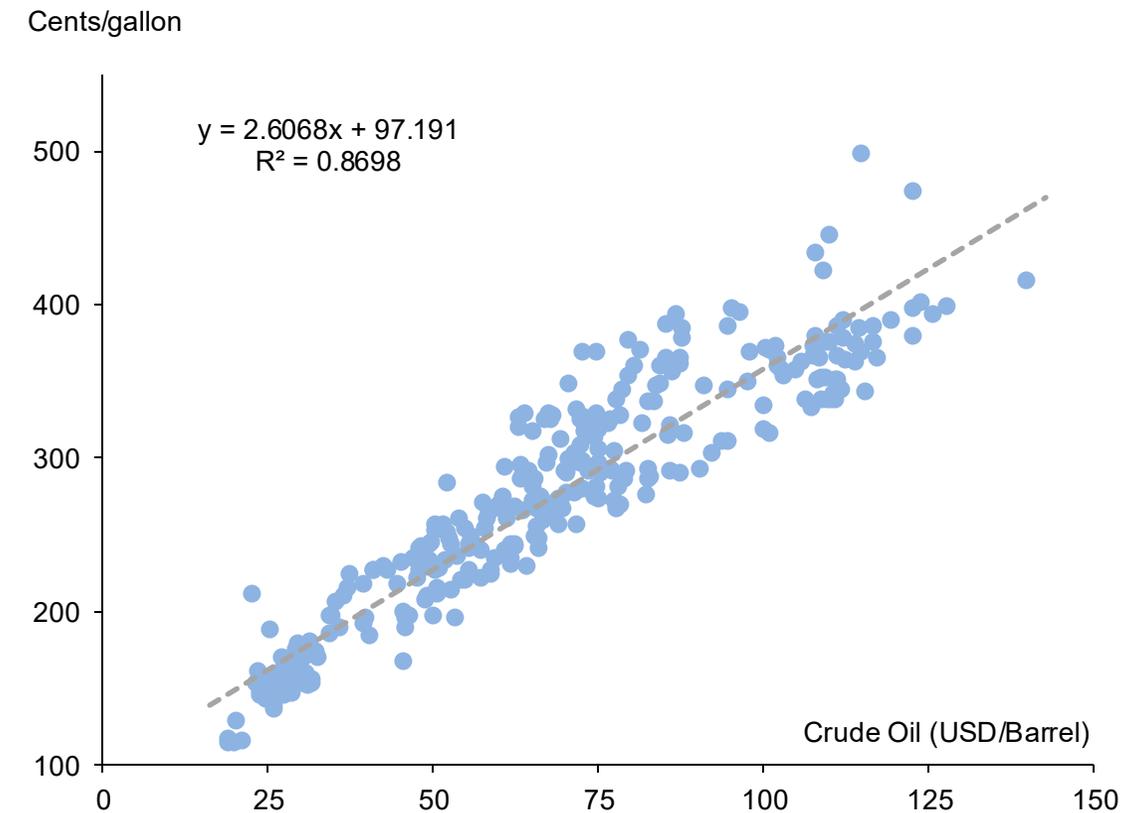
ขณะเดียวกัน คลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ ยังมีน้ำมันอยู่ราว 410 ล้านบาร์เรล หรือเทียบเคียงได้กับการนำเข้าน้ำมันดิบสุทธิกว่า 180 วัน ส่งผลให้ความเสี่ยงหลักของเศรษฐกิจจะมาจากราคาพลังงานที่เพิ่มสูงขึ้นเป็นส่วนใหญ่ มิใช่การขาดแคลนพลังงาน



ระดับน้ำมันในคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ คำนวณเป็นจำนวนวันที่มีเมื่อเทียบกับการนำเข้าสู่สุทธิ



ราคาน้ำมันดิบเทียบกับราคาน้ำมันเบนซินขายปลีกของสหรัฐฯ (2000-2026M2)

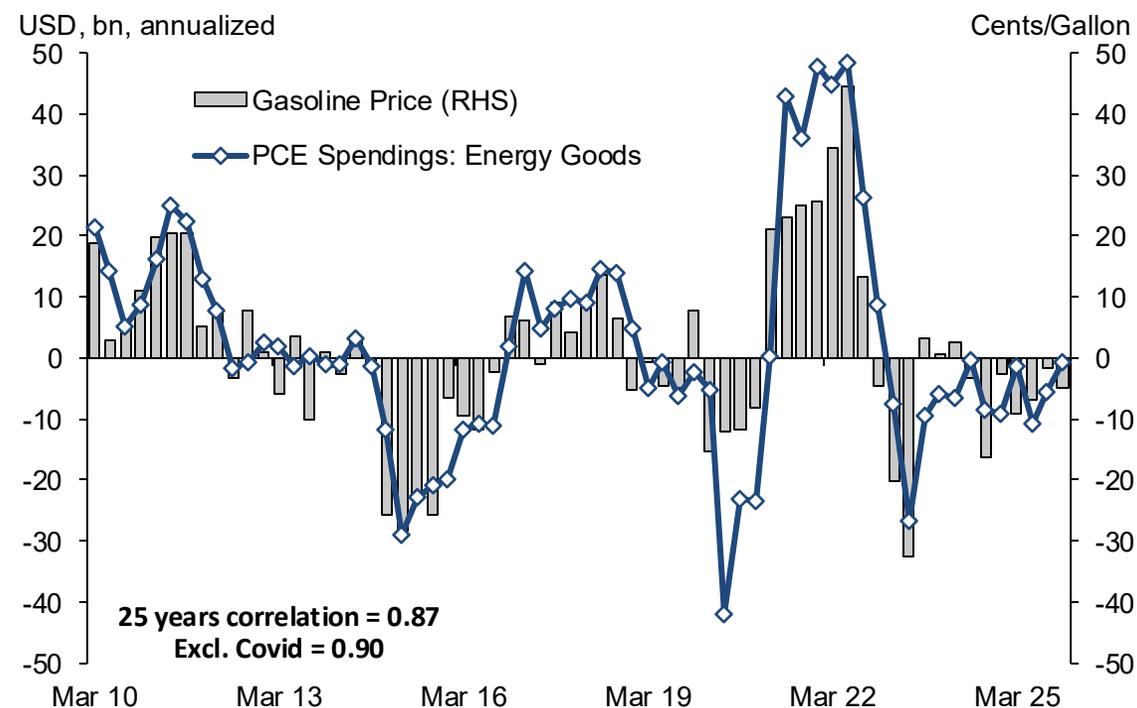


Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่า หากราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นทุก ๆ +10 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล จะกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจราว -0.1ppt และจะผลักดันอัตราเงินเฟ้อทั่วไปราว +0.2ppt

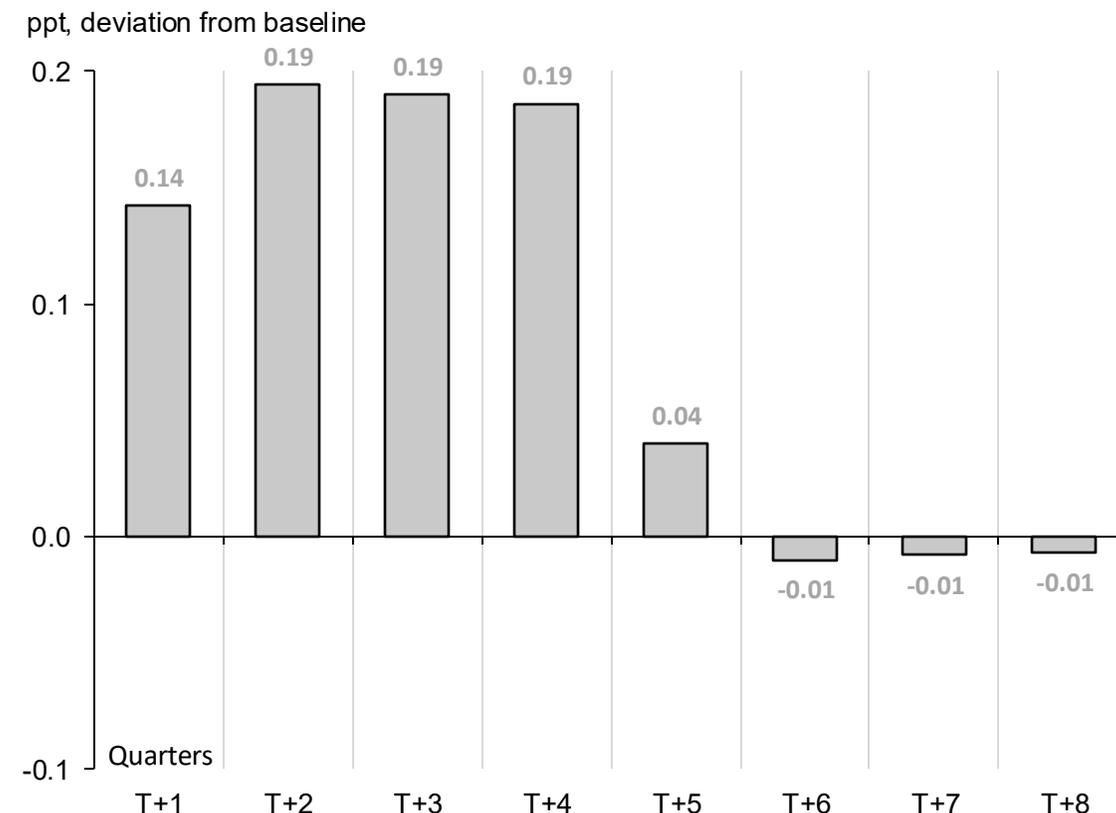


การเปลี่ยนแปลงจากไตรมาสก่อนหน้าของราคาน้ำมันและการใช้จ่ายของผู้บริโภคในหมวดพลังงาน (4Q-mma)



Crude Oil Price	Gasoline Price	Consumer Spending Amount	% of GDP
+10 USD/barrel	+26 Cents/gallon	31.7 USD, bn	~0.1%

ผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไป (ในรูป YoY) จากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบ +10 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล



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

# กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำใหม่ในปี

2026



- กิจกรรมทางเศรษฐกิจของยูโรโซนเผชิญความเสี่ยงด้านต่ำใหม่ในปี 2026 โดยความขัดแย้งในภูมิภาคตะวันออกกลาง การโจมตีโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับแหล่งพลังงาน ซึ่งลุกลามไปถึงการปิดช่องแคบฮอร์มุซ ที่เป็นแหล่งส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์สำคัญของโลก ส่งผลให้อุปทานน้ำมันและก๊าซธรรมชาติโลกลดลงและเป็นปัจจัยผลักดันราคาสินค้าดังกล่าวขึ้น โดยราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 30-40 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล ขณะที่ราคาก๊าซธรรมชาติ (TTF) ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 20-30 ยูโรต่อเมกะวัตต์ชั่วโมง เมื่อเทียบกรอบการเคลื่อนไหวของราคาในช่วงเดือน มี.ค กับช่วงก่อนที่จะเกิดเหตุโจมตีอิหร่านขึ้น
- ด้านผลกระทบต่อเศรษฐกิจยูโรโซน โครงสร้างพลังงานของประเทศต่างๆ ในสหภาพยุโรป แม้จะมีความพยายามเปลี่ยนผ่านการใช้ฟอสซิลไปเป็นพลังงานสะอาด แต่ประเทศสมาชิกสหภาพยุโรป-27 ยังต้องพึ่งพาการใช้พลังงานจากน้ำมัน (Crude and Petroleum Products) และก๊าซธรรมชาติกว่า 59% ของการใช้พลังงานทั้งหมด อีกทั้งพลังงานที่ต้องใช้ภายในประเทศยังเป็นการนำเข้าในสัดส่วนกว่า 57% อ้างอิงข้อมูลปี 2024 ซึ่งสะท้อนถึงความอ่อนไหวของเศรษฐกิจต่อการเปลี่ยนแปลงของห่วงโซ่อุปทานพลังงานโลก อย่างไรก็ตาม เราประเมินว่า ในระยะสั้น ความเสี่ยงหลักที่เศรษฐกิจต้องเผชิญจะมาจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับเพิ่มสูงขึ้นเป็นหลัก มากกว่าการติดขัดของห่วงโซ่อุปทาน เนื่องจากสัดส่วนการนำเข้าน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติของสหภาพยุโรป-27 จากกลุ่มประเทศในตะวันออกกลางนั้นค่อนข้างจำกัด และไม่ถึง 10% ของการนำเข้าพลังงานทั้งหมด ขณะที่ประเทศในสหภาพยุโรปกว่า 21 จาก 27 ประเทศ มีน้ำมันในคลังสำรองยุทธศาสตร์สูงกว่าเกณฑ์ที่ผู้กำหนดนโยบายตั้งไว้ (มีน้ำมันในคลังสำรองมากกว่าหรือเทียบเท่ากับการนำเข้าน้ำมันดิบสุทธิ 90 วัน) ซึ่งอาจช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านห่วงโซ่อุปทานที่ติดขัดไปได้บ้างในระยะสั้น-กลาง
- สำหรับผลกระทบต่ออัตราค่า เราประเมินว่าหากน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติปรับตัวเพิ่มขึ้นทุก +10 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล และ +10 ยูโรต่อเมกะวัตต์ชั่วโมง จะส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปของยูโรโซนราว +0.3ppt จากกรณีฐาน ซึ่งในการประชุมนโยบายการเงินของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ในเดือนมี.ค. ที่ผ่านมา ECB คาดการณ์ว่าจากสถานการณ์ในตะวันออกกลางที่รุนแรง เงินเฟ้อทั่วไปในปี 2026F มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นสู่ระดับ 2.6% YoY จาก 1.9% คาดการณ์เดิม ขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจมีแนวโน้มชะลอตัวลงเป็น 0.9% YoY จาก 1.2% คาดการณ์เดิม ตามภาระค่าครองชีพที่สูงขึ้น ส่งผลให้การใช้จ่ายของผู้บริโภคมีแนวโน้มชะลอลงจากที่เคยคาดไว้

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Overview

US

EU

JP

CN

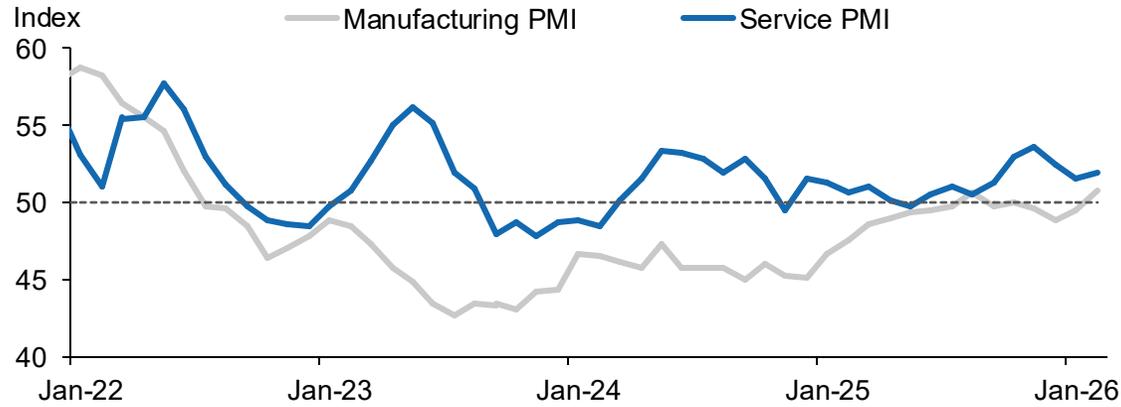
TH

Market Outlook

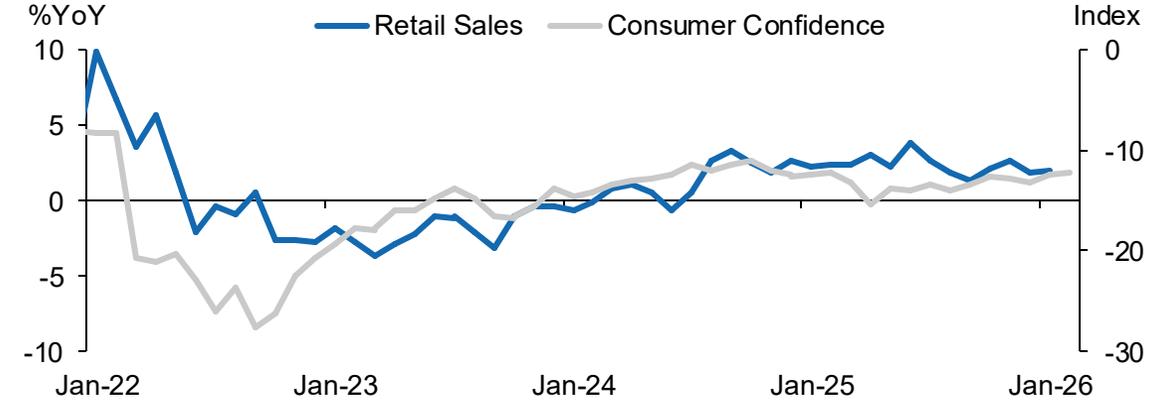
# ในเดือน ก.พ. ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตเร่งตัวขึ้นไปทำระดับสูงสุดในรอบ 44 เดือน ตามผลผลิตและความเชื่อมั่นผู้ประกอบการที่ฟื้นตัวขึ้น



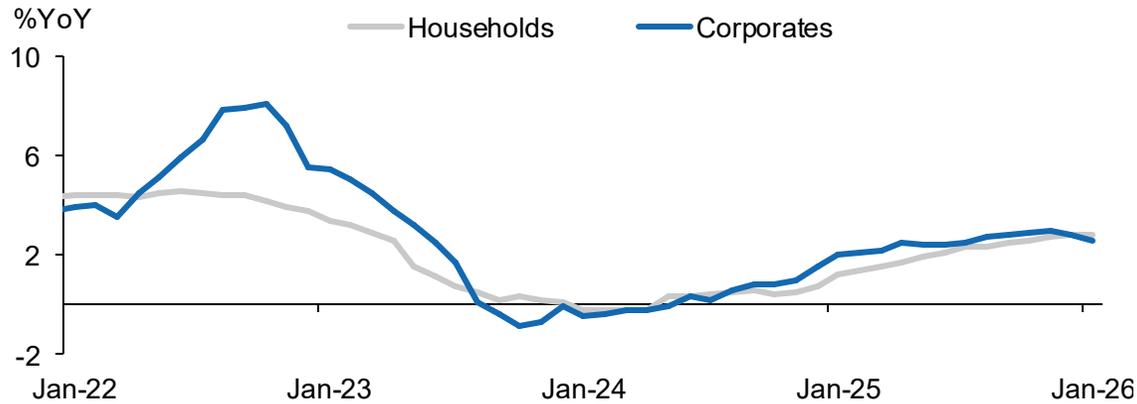
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



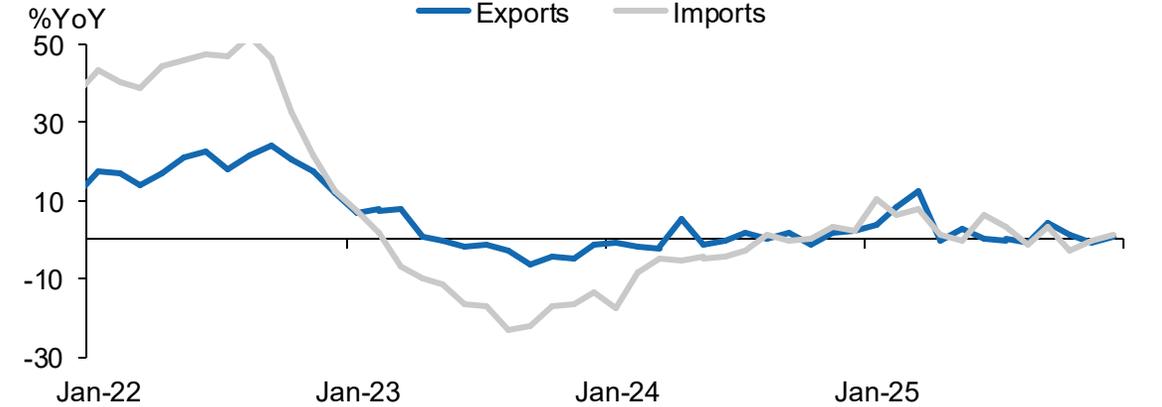
## เครื่องชี้การบริโภค



## เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



## เครื่องชี้ด้านการค้า

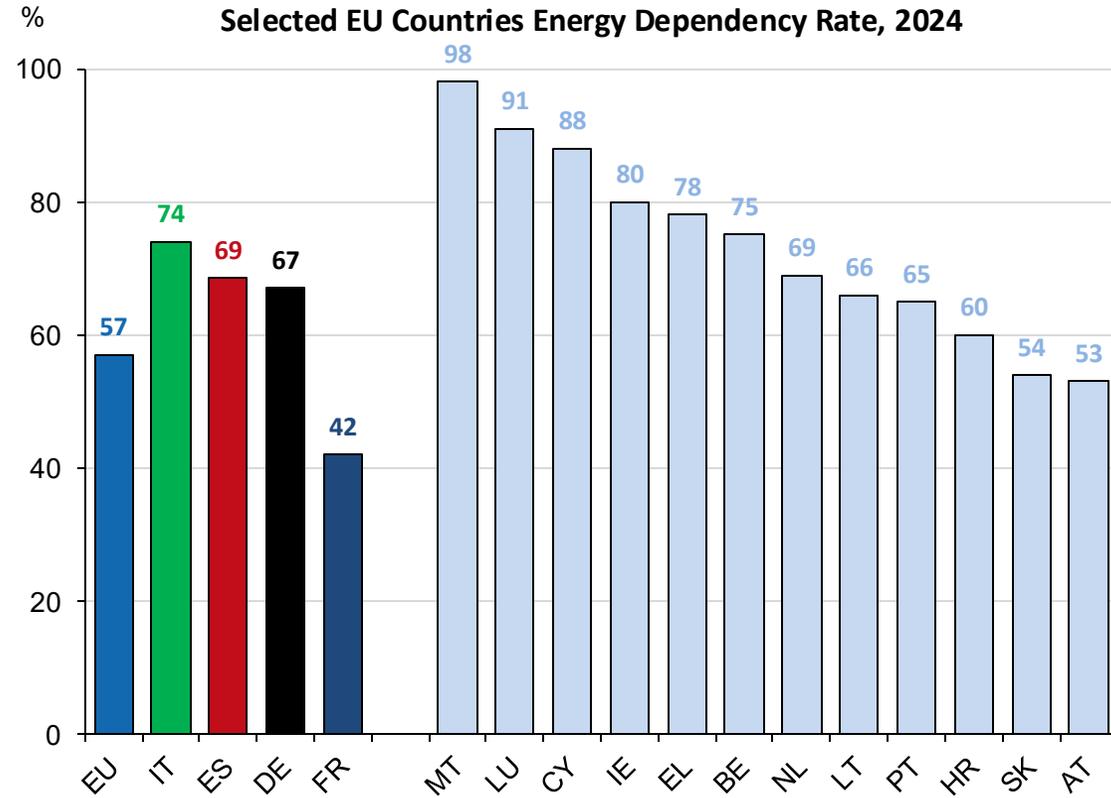


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

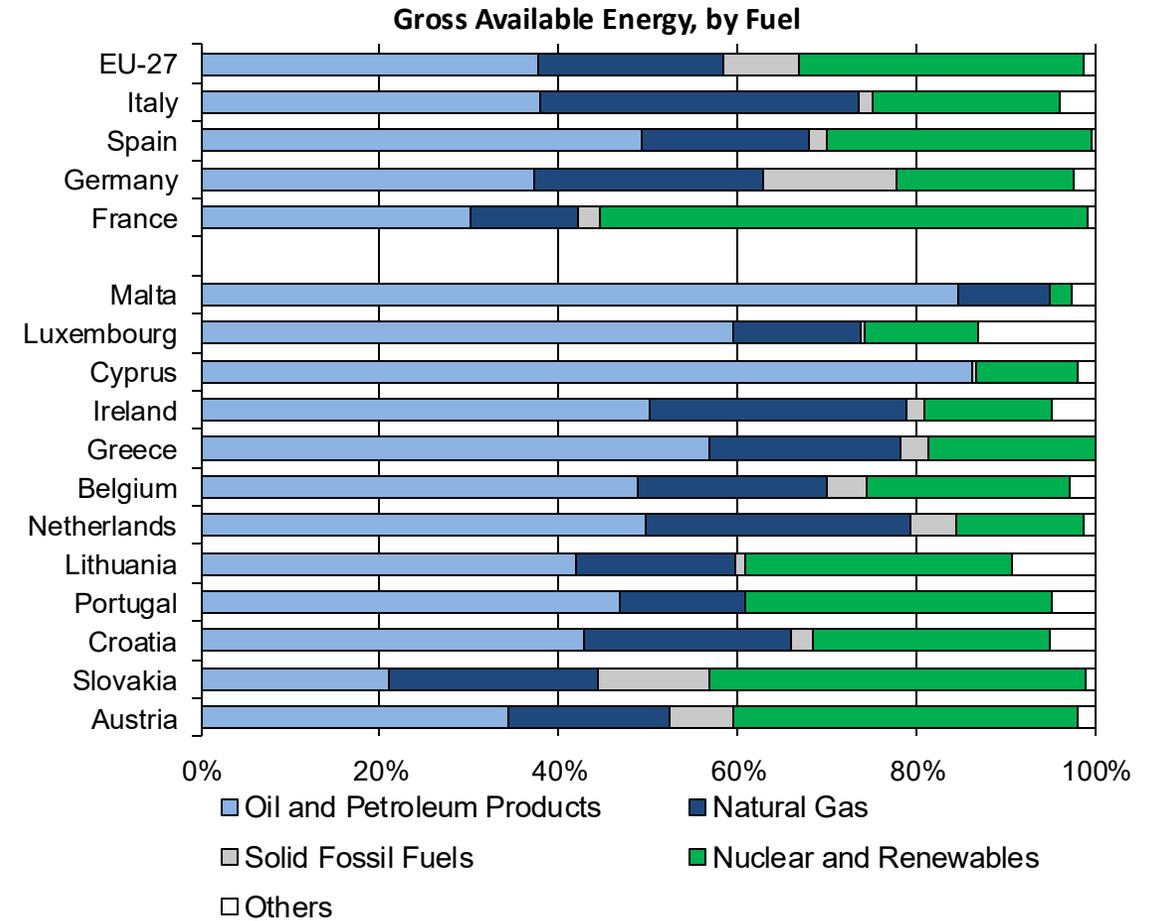
สหภาพยุโรปพึ่งพาการใช้พลังงานจากน้ำมัน (Crude and Petroleum Products) และก๊าซธรรมชาติกว่า 59% ของการใช้พลังงานทั้งหมด อีกทั้งพลังงานที่ต้องใช้ภายในประเทศยังเป็นการนำเข้ามาในสัดส่วนกว่า 57%



### สัดส่วนพลังงานที่ประเทศต้องนำเข้าเทียบกับปริมาณการใช้พลังงานทั้งหมด



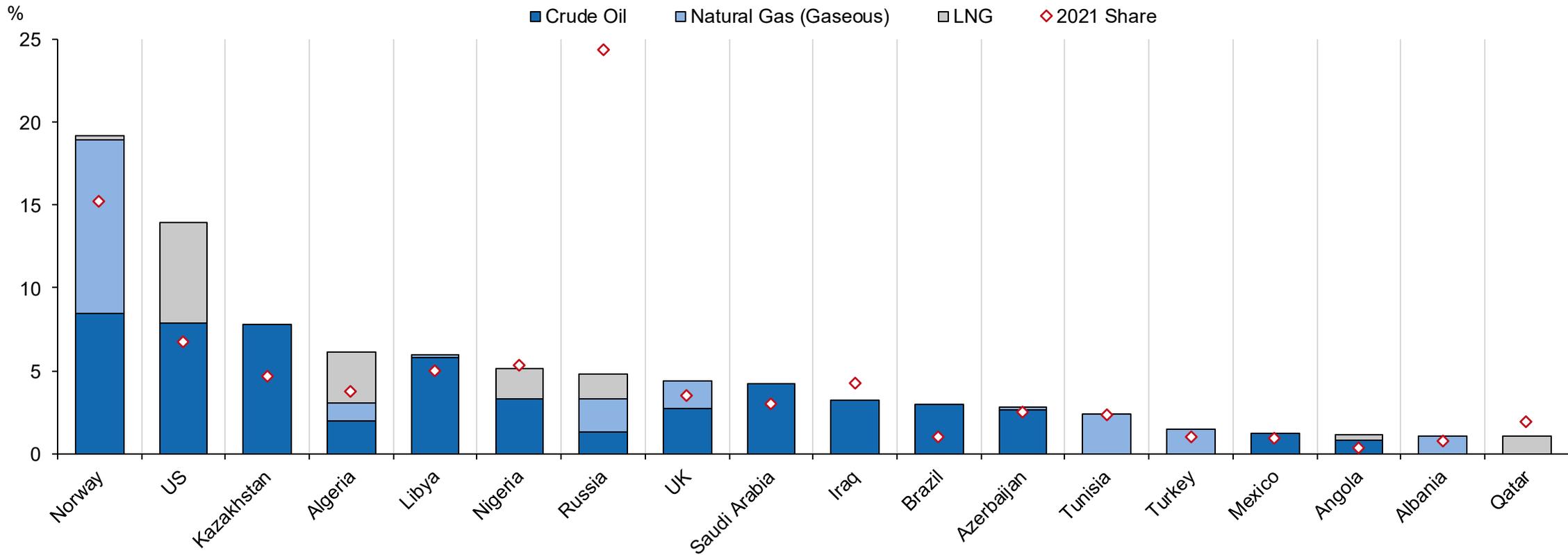
### ประเภทของพลังงานที่แต่ละประเทศใช้ในปี 2024



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

ความเสี่ยงหลักที่เศรษฐกิจต้องเผชิญจะมาจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่รับเพิ่มสูงขึ้นเป็นหลัก เนื่องจากสัดส่วนการนำเข้าน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติของสหภาพยุโรป จากกลุ่มประเทศในตะวันออกกลางนั้นค่อนข้างจำกัด

การนำเข้าของสหภาพยุโรป: แหล่งที่มาและสัดส่วนการนำเข้าน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติในปี 2025 เทียบกับ ปี 2021

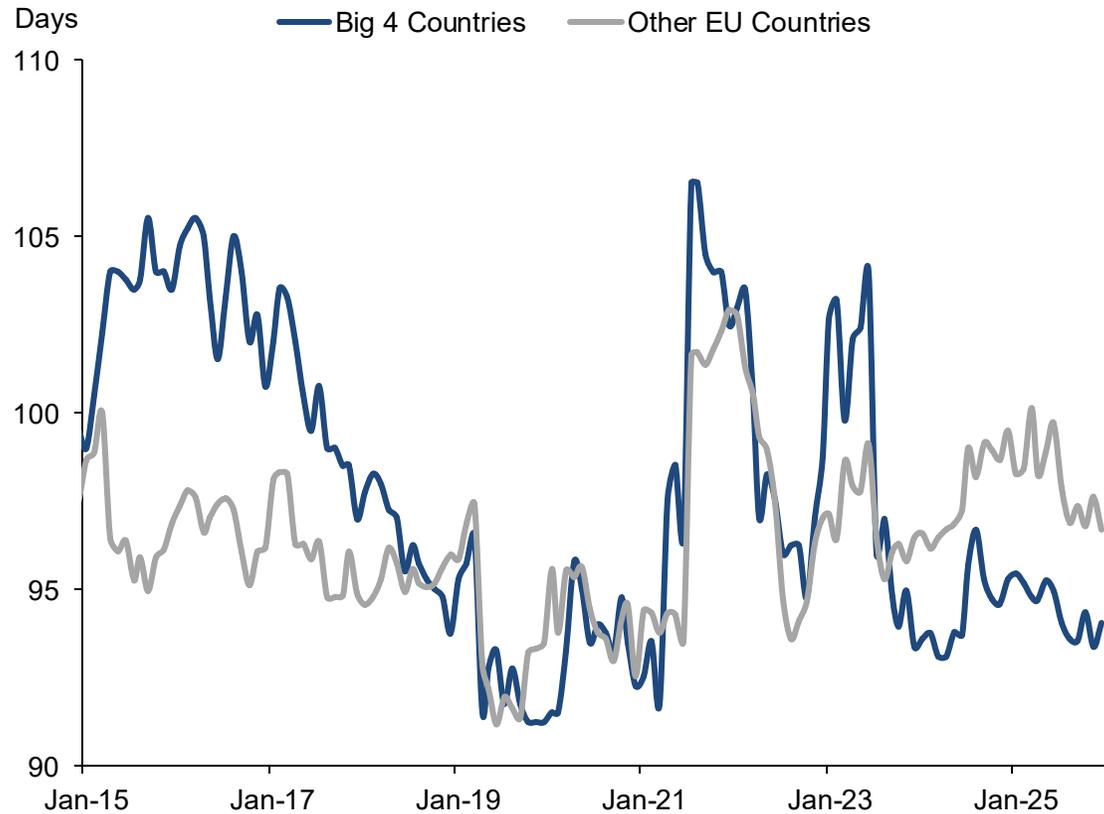


Source: Deutsche Bank, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

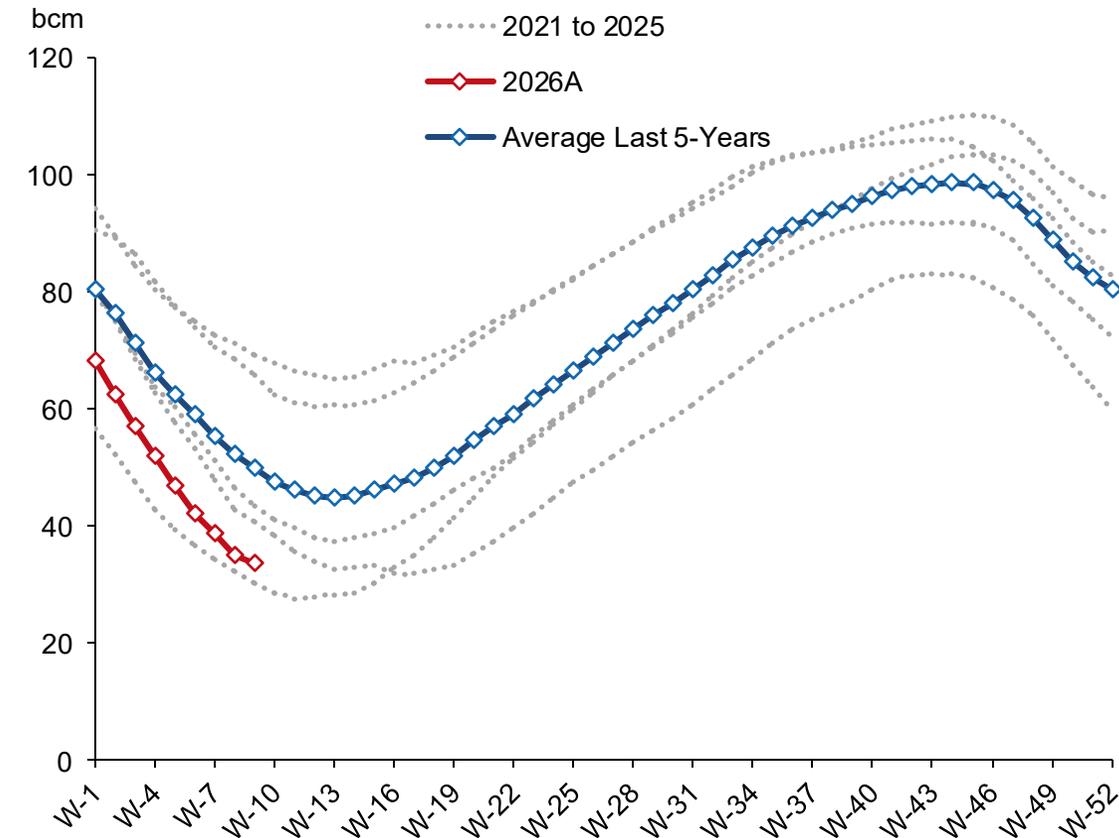
ประเทศในสหภาพยุโรปกว่า 21 จาก 27 ประเทศ มีน้ำมันในคลังสำรองยุทธศาสตร์สูงกว่าเกณฑ์ที่ผู้กำหนดนโยบายตั้งไว้ (มีน้ำมันในคลังสำรองมากกว่าหรือเทียบเท่ากับการนำเข้าน้ำมันดิบสุทธิ 90 วัน) ซึ่งอาจช่วยจำกัดความเสี่ยงห่วงโซ่อุปทานติดขัดไปได้บ้างในระยะสั้น-กลาง



### น้ำมันในคลังสำรองเทียบกับการนำเข้าน้ำมันสุทธิคำนวณเป็นจำนวนวัน



### ปริมาณก๊าซในคลังของสหภาพยุโรป

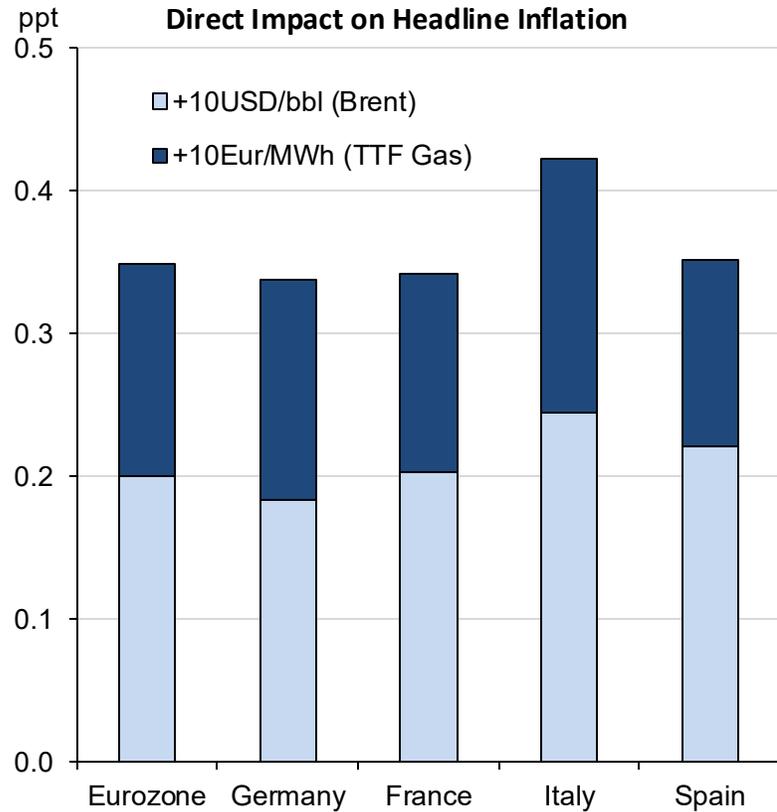


Source: Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

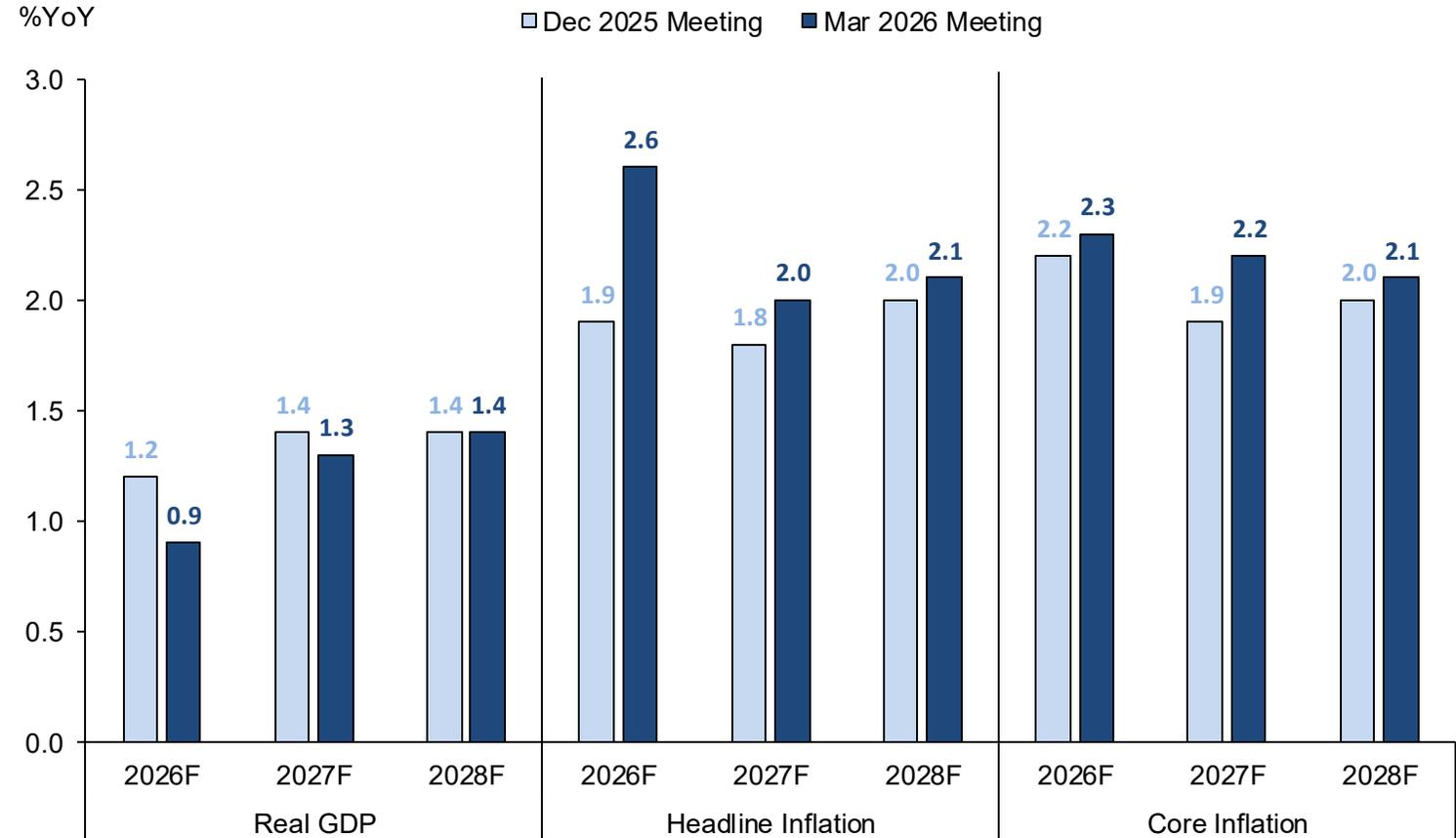
เราประเมินว่าหากน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติปรับตัวเพิ่มขึ้นทุก +10 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล และ +10 ยูโรต่อเมกะวัตต์ชั่วโมง จะส่งผลต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปของยูโรโซนราว +0.3ppt จากกรณีฐาน



### ผลกระทบจากการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานต่ออัตราเงินเฟ้อ



### คาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจ เงินเฟ้อทั่วไปและพื้นฐาน โดย ECB ในการประชุมเดือน มี.ค. 2026 เทียบกับ ธ.ค. 2025

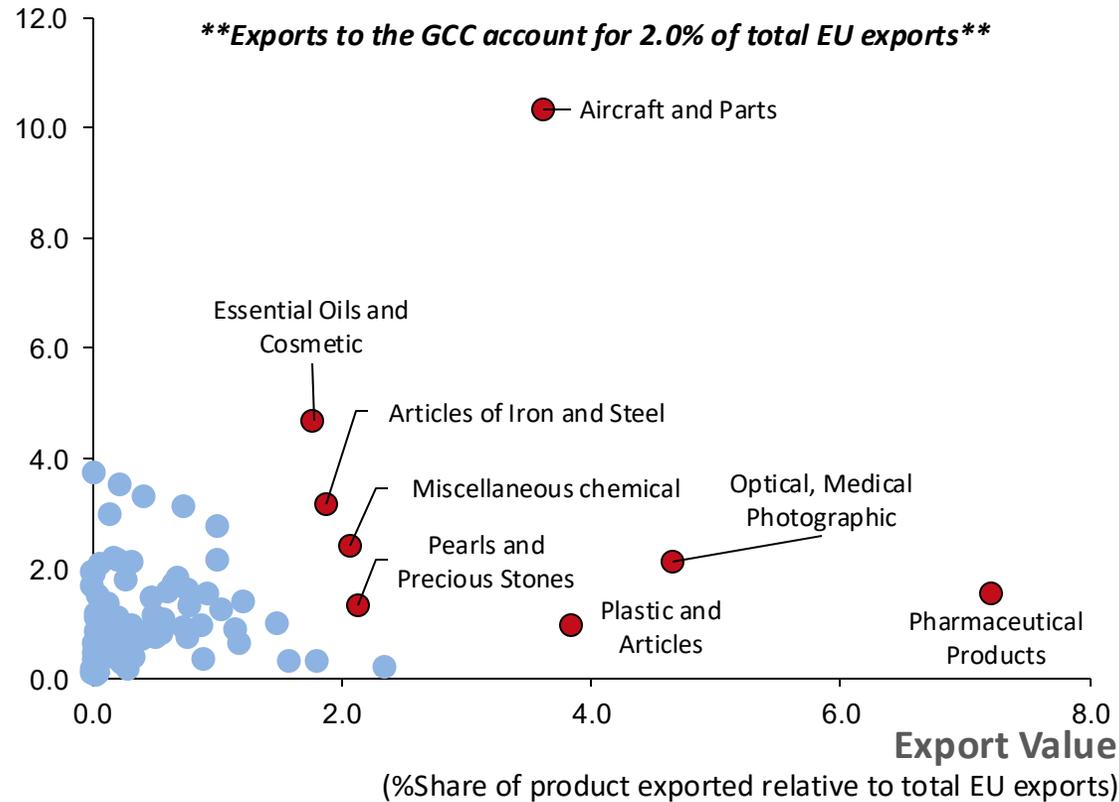


Source: ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกสินค้าไปยังกลุ่มประเทศ GCC แบ่งตามรายสินค้า (HS2 Products)

Market Concentration

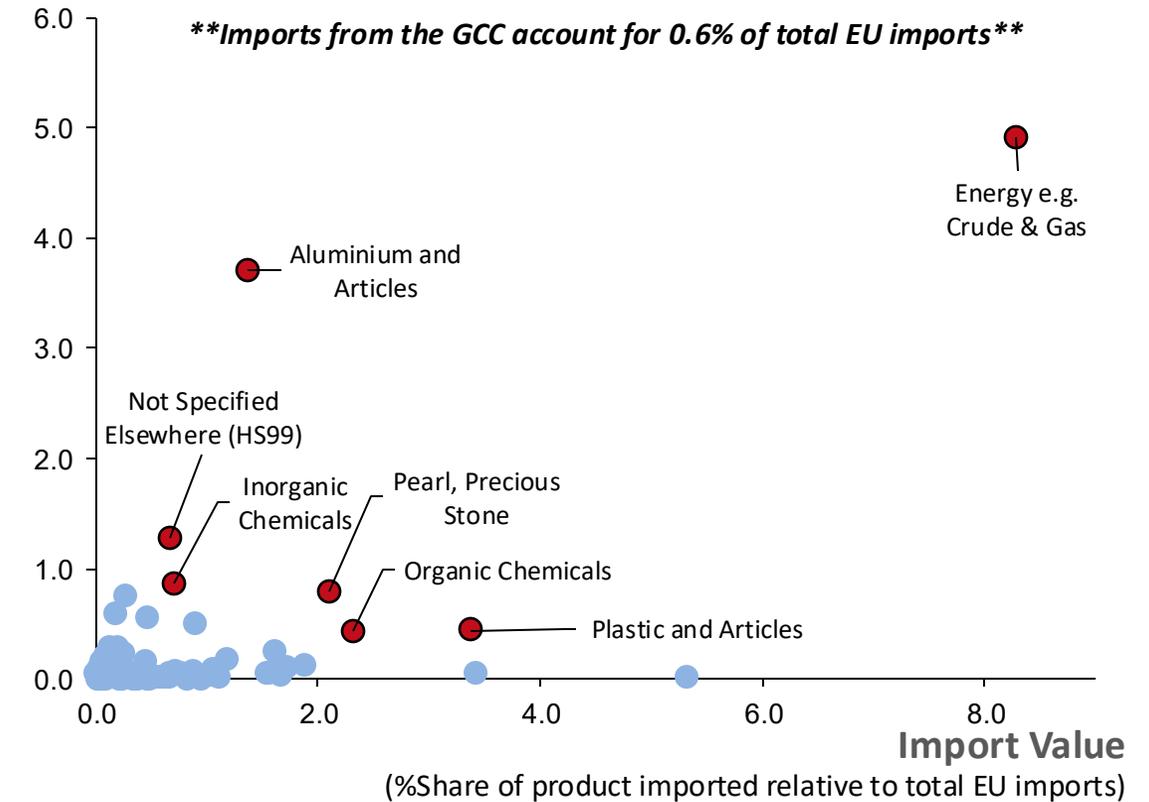
(%Share of EU exports to the GCC vs. to the world)



การนำเข้าสินค้าจากกลุ่มประเทศ GCC แบ่งตามรายสินค้า (HS2 Products)

Market Concentration

(%Share of EU Import from the GCC vs. from the world)



Note: 1\ We exclude HS codes 84, 85, and 87 because the EU has a high export and import share with the world in these categories but negligible trade with the GCC

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

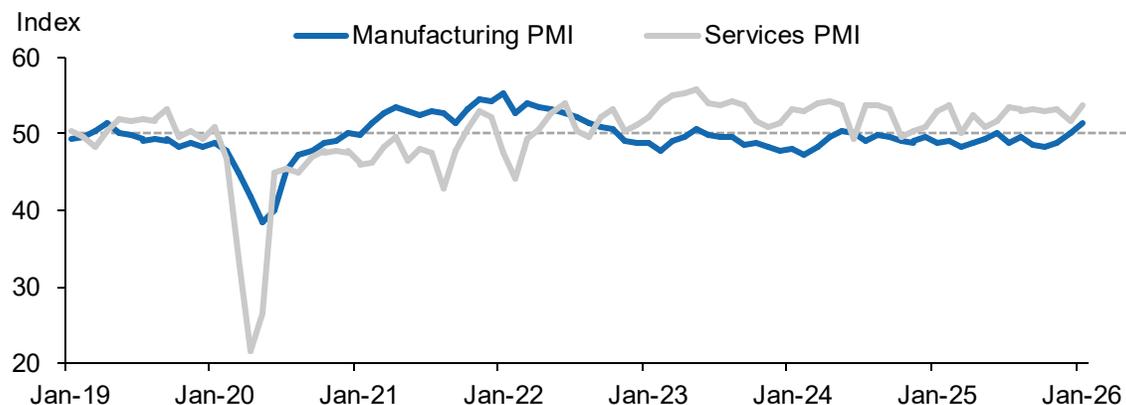


- สถานการณ์ความตึงเครียดที่ทวีความรุนแรงขึ้นในภูมิภาคตะวันออกกลางและการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานสร้างแรงกดดันต่อเศรษฐกิจญี่ปุ่น เนื่องจากญี่ปุ่นต้องพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันดิบเกือบ 100% ของปริมาณการบริโภคทั้งหมด และกว่า 90% ของการนำเข้าน้ำมันดิบดังกล่าวเป็นการนำเข้าจากประเทศในตะวันออกกลาง ซึ่งมีสัดส่วนการขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้ญี่ปุ่นอาจมีความเปราะบางและได้รับผลกระทบหากสถานการณ์ยืดเยื้อ
- อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความเสี่ยงที่ญี่ปุ่นจะเกิดการขาดแคลนอุปทานพลังงานหรือเกิดปัญหา Supply disruption ยังอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากญี่ปุ่นมีปริมาณคลังน้ำมันสำรองเป็นจำนวนมาก ซึ่งสามารถครอบคลุมการบริโภคได้นานถึง 254 วัน ด้วยเหตุนี้ ประเด็นที่น่ากังวลหลักจึงไม่ใช่การขาดแคลนอุปทานพลังงาน แต่เป็นผลกระทบทางเศรษฐกิจที่เกิดจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น โดยในเชิงผลกระทบต่อเศรษฐกิจนั้น เราประเมินว่า หากราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้น 10% จะส่งผลให้ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศที่แท้จริง (Real GDP) ลดลง 0.10 จุดเปอร์เซ็นต์ หลังจากผ่านไป 1 ปี และลดลง 0.17 จุดเปอร์เซ็นต์หลังจาก 2 ปี ขณะเดียวกัน หากราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้น 10% จะส่งผลให้ดัชนีราคาผู้บริโภคที่ไม่รวมราคาอาหารสด (Core CPI ex. Fresh food) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.15 และ 0.13 จุดเปอร์เซ็นต์ในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของญี่ปุ่น
- การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานในปัจจุบันจึงสร้างความท้าทายสองประการ (Dual Challenge) ให้แก่การดำเนินนโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) โดยส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อปรับสูงขึ้น ในขณะที่ส่งผลกระทบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจ กดดันการบริโภค และค่าจ้างแรงงาน ทั้งนี้ หากการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะปานกลางถึงระยะยาวยังคงอยู่ในระดับที่เหมาะสม (Anchored) ใกล้เคียงกับกรอบเป้าหมาย แม้ราคาน้ำมันจะปรับตัวเพิ่มขึ้น เราประเมินว่าจะไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อทิศทางการดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ หรือกดดันให้ BoJ ต้องเพิ่มความเข้มงวดในการดำเนินนโยบายการเงินจนก่อให้เกิดความผันผวนในตลาดการเงิน

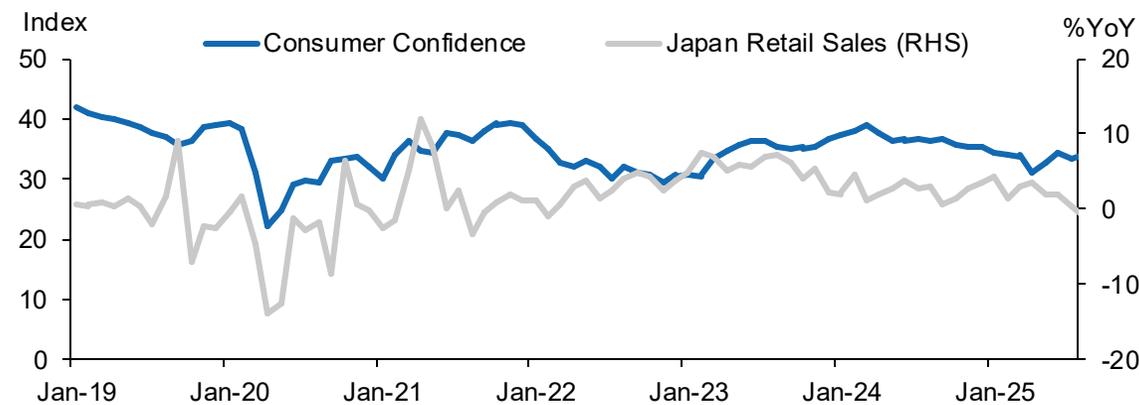
# กิจกรรมทางเศรษฐกิจส่งสัญญาณการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งทั้งในภาคการผลิตและบริการ บริการ เช่นเดียวกับภาคการส่งออกที่เติบโตได้ดี



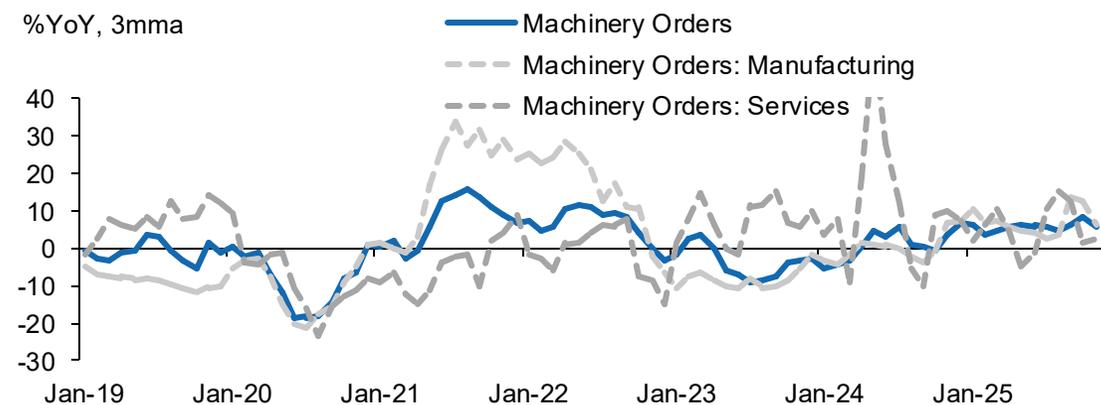
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



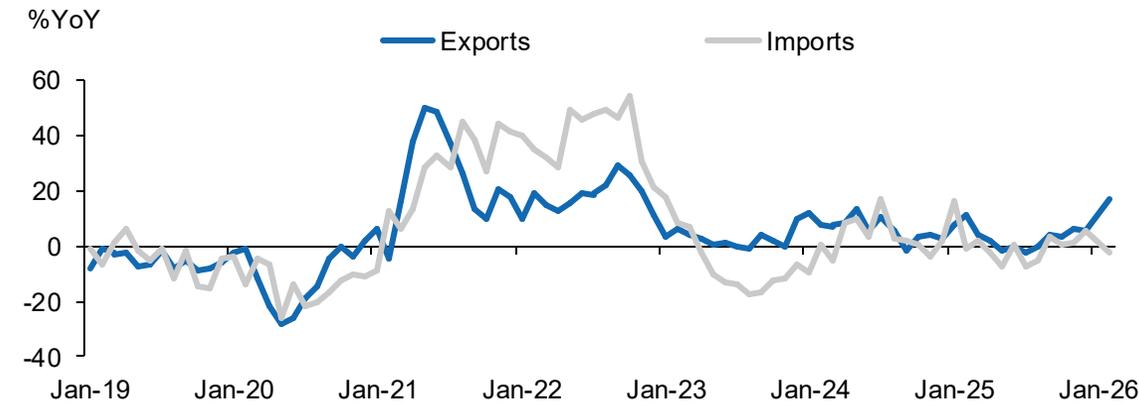
## ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



## เครื่องชี้ด้านการลงทุน



## การส่งออกและนำเข้า

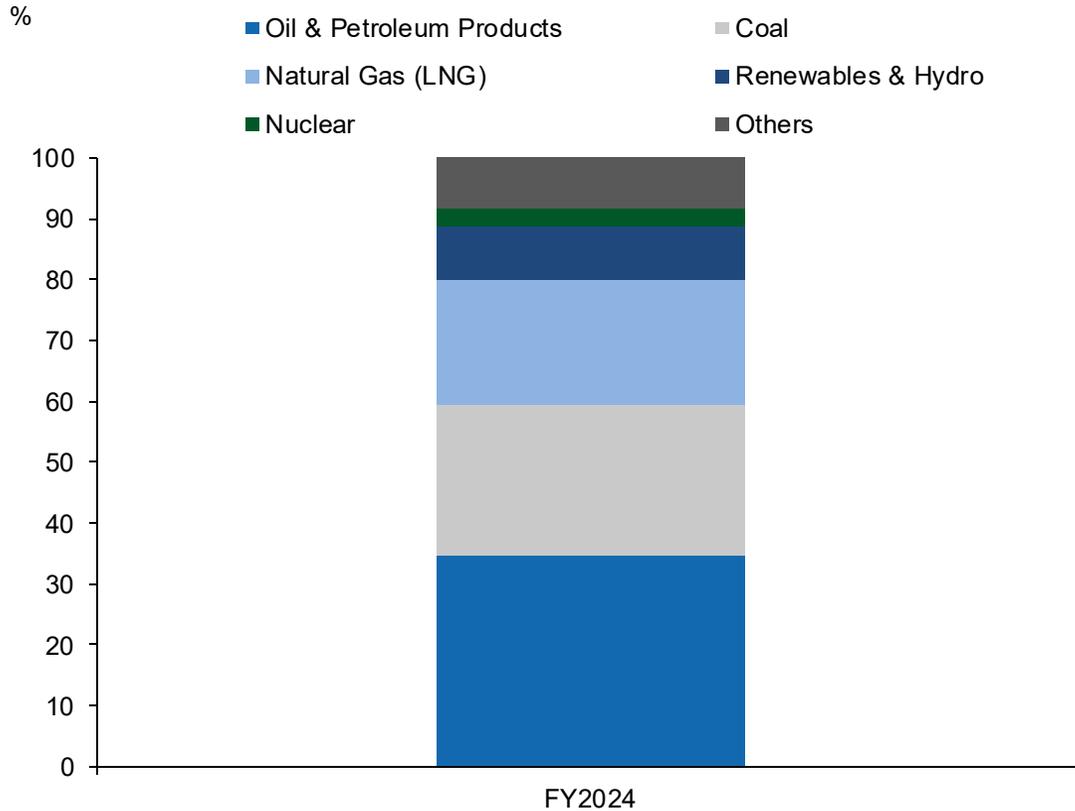


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

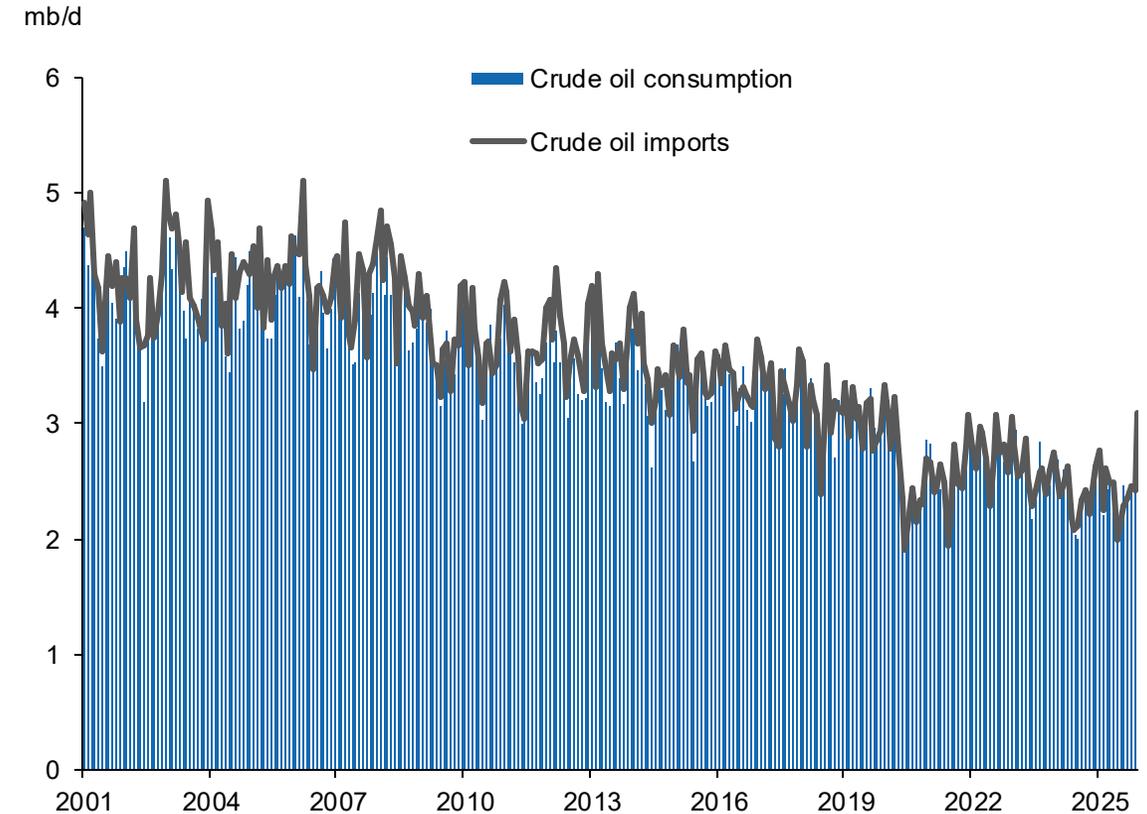
# น้ำมันดิบยังคงเป็นแหล่งพลังงานหลักของประเทศไทย โดยเกือบ 100% ของปริมาณการบริโภคภายในประเทศจำเป็นต้องพึ่งพาการนำเข้าจากต่างประเทศ



## โครงสร้างการพึ่งพาของประเทศไทย



## น้ำมันดิบของประเทศไทย: การนำเข้า vs. การบริโภค

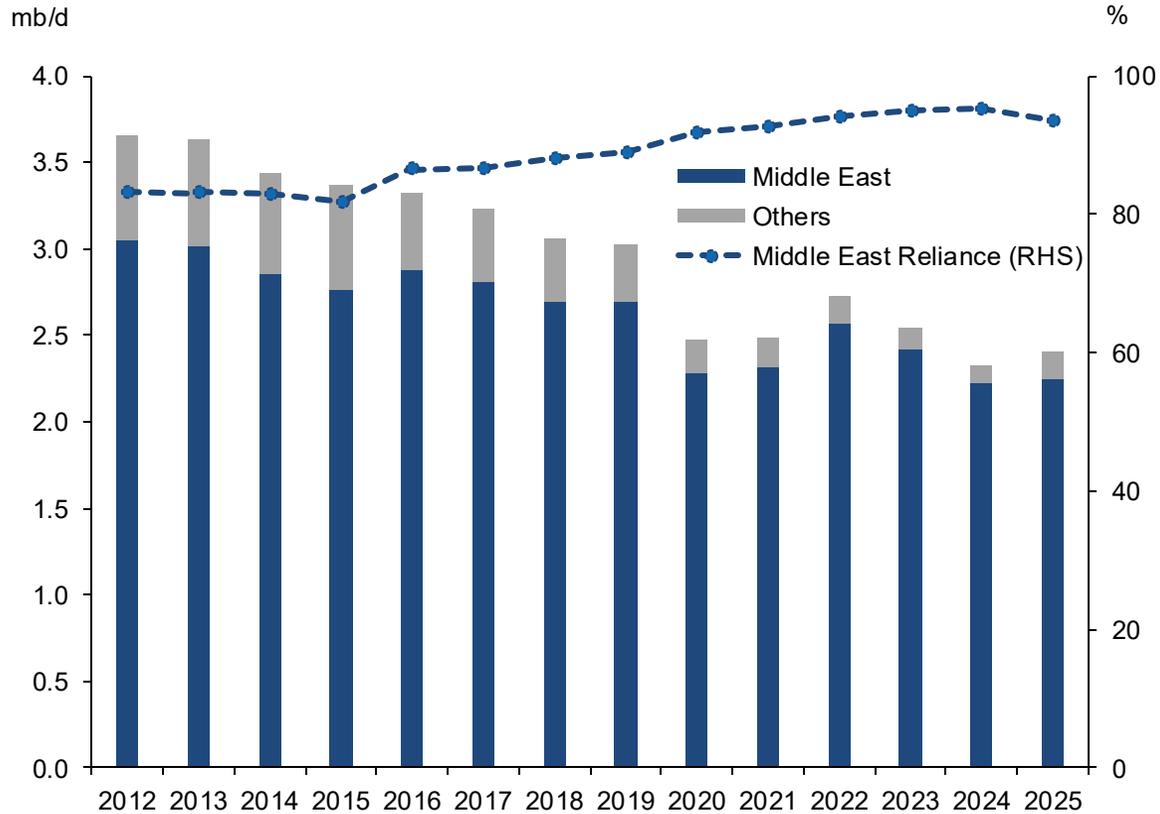


Source: METI, Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

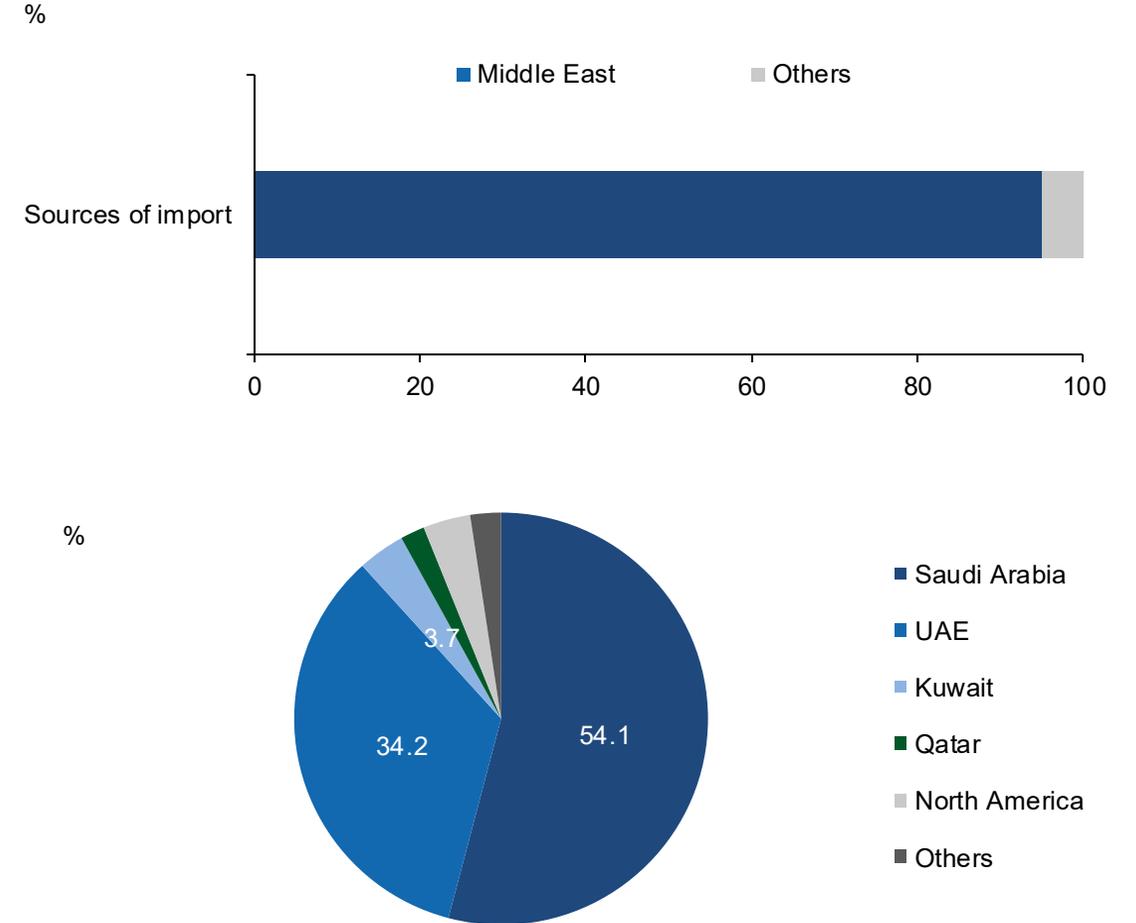
ญี่ปุ่นนำเข้าน้ำมันดิบจากภูมิภาคตะวันออกกลางเกือบทั้งหมด ส่งผลให้อาจอุดเหมื่อนมีความเปราะบางต่อการหยุดชะงักของอุปทาน (Supply Disruptions) อันเนื่องมาจากความขัดแย้งในอิหร่าน



ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบรายปีของประเทศญี่ปุ่น



การนำเข้าน้ำมันดิบของประเทศญี่ปุ่นจำแนกตามประเทศต้นทาง (ณ ม.ค. 2026)

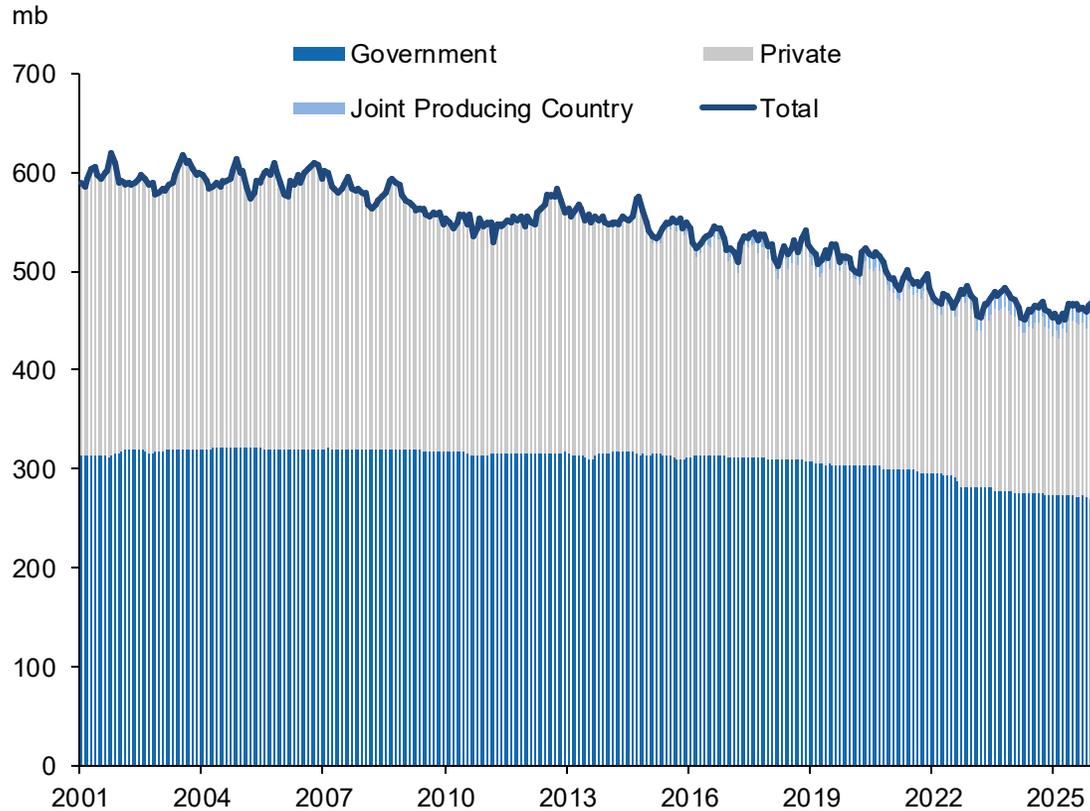


Source: METI, Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

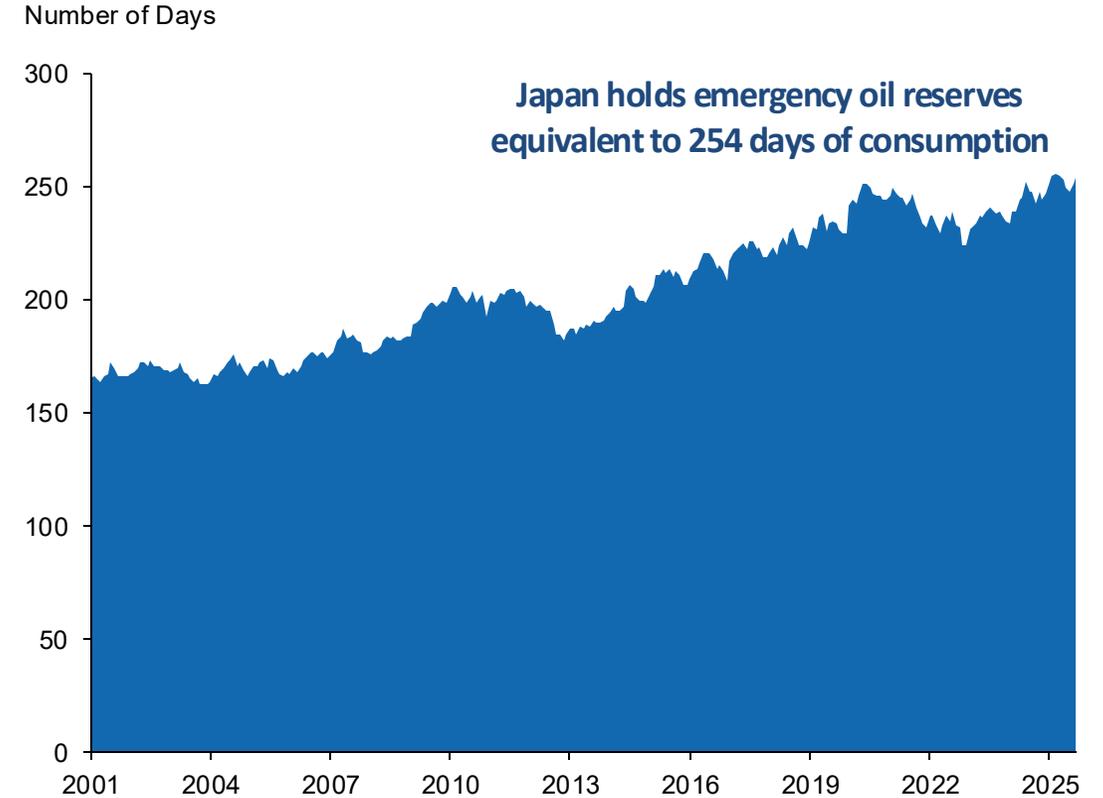
อย่างไรก็ดี ความเสี่ยงที่จะเกิดการหยุดชะงักของอุปทานในระยะสั้นมีจำกัด เนื่องจากประเทศญี่ปุ่นมีคลังน้ำมันสำรองในปริมาณที่สูงมาก สามารถรองรับการบริโภคได้กว่า 200 วัน



### ปริมาณน้ำมันสำรองรวมของประเทศญี่ปุ่น



### ปริมาณน้ำมันสำรองของประเทศญี่ปุ่น: จำนวนวันที่สามารถรองรับการนำเข้าสุทธิ



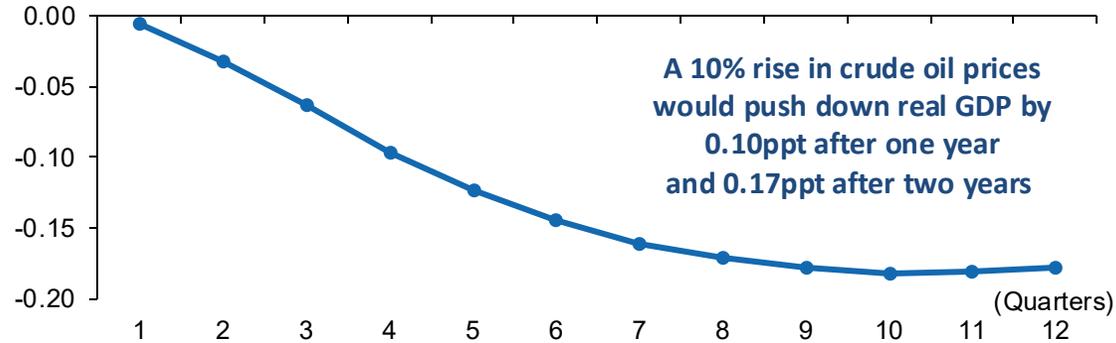
Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ความเสี่ยงสำคัญที่ต้องติดตามได้แก่ผลกระทบทางเศรษฐกิจ ที่เกิดจากการปรับเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน



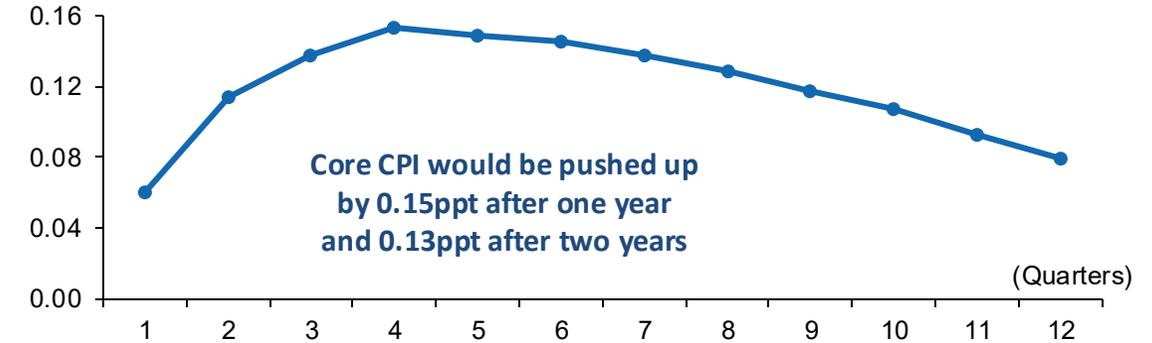
## ผลกระทบต่อ Real GDP จากการเพิ่มขึ้นอย่างถาวรของราคาน้ำมันในอัตรา 10%

Percentage point, (Deviation from baseline)



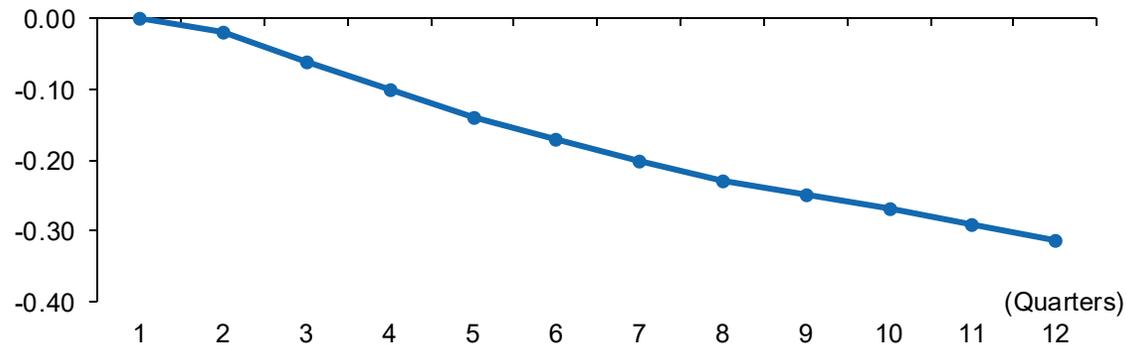
## ผลกระทบต่อเงินเฟ้อ Core CPI (ไม่รวมราคาอาหารสด)

Percentage point, (Deviation from baseline)



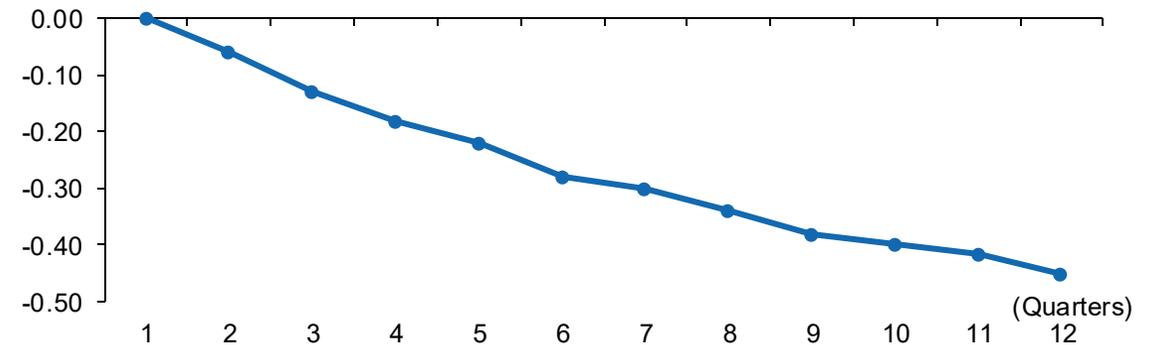
## ผลกระทบต่อการบริโภคภาคเอกชน (Real private consumption)

Percentage point, (Deviation from baseline)



## ผลกระทบต่อค่าจ้าง (Nominal hourly wages)

Percentage point, (Deviation from baseline)

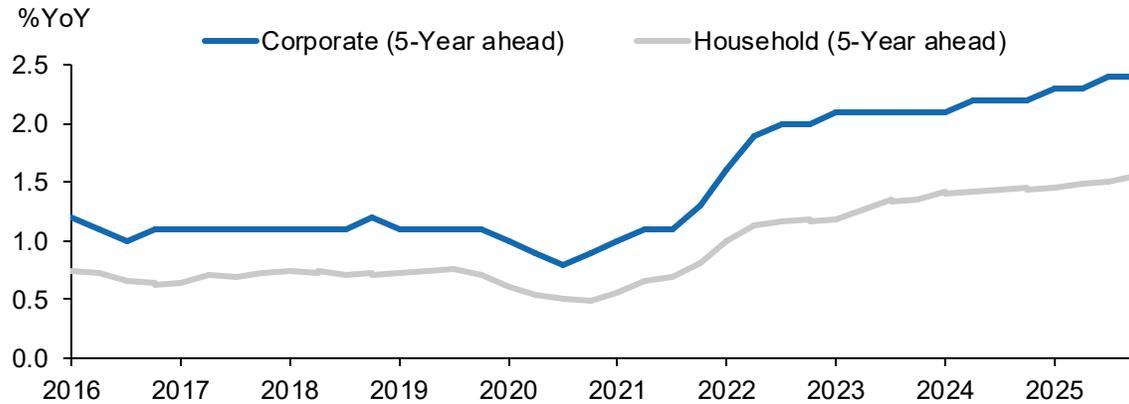


Source: Bloomberg, BoJ, Deutsche Securities, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

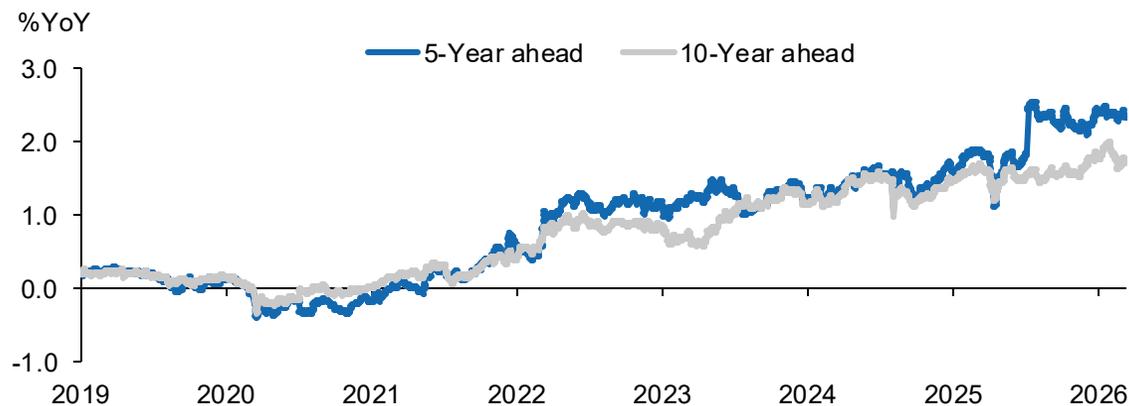
หากคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม (Anchored) แม้ราคาน้ำมันจะปรับตัวเพิ่มขึ้น เราประเมินว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อทิศทางดำเนินนโยบายการเงินของ BoJ



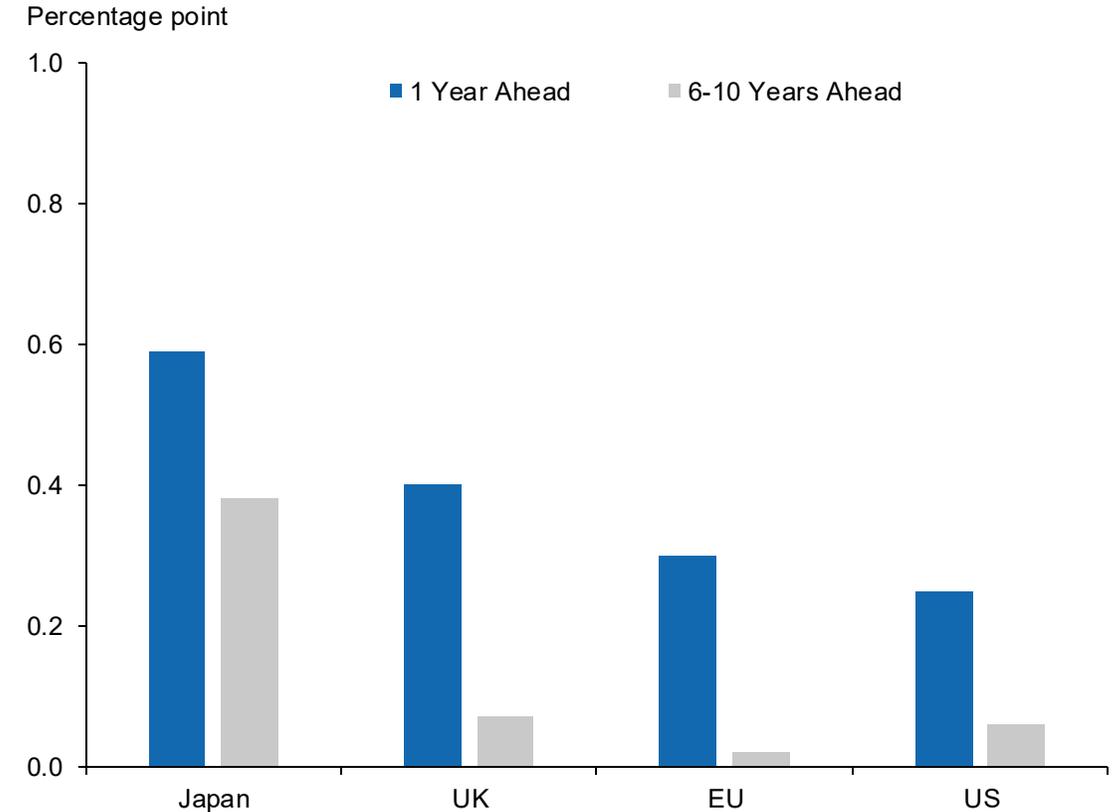
### คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะปานกลางของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน



### คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของตลาด (Breakeven inflation)



การตอบสนองของการคาดการณ์เงินเฟ้อจากการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อจริง 1 จุดเปอร์เซ็นต์ (1-ppt)



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

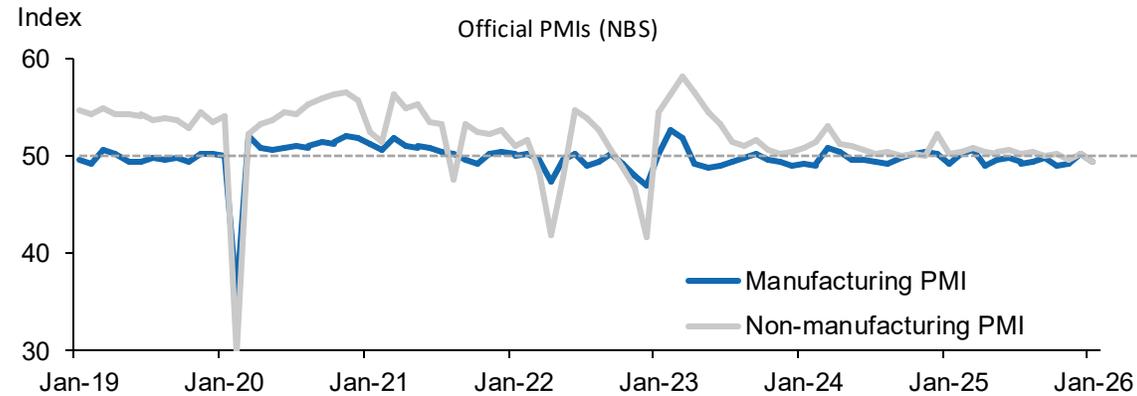


- ทางกรจีนได้ปรับลดเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจระดับชาติ (National GDP Growth Target) สำหรับปี 2026 ลงสู่ระดับ 4.5%–5% จากเป้าหมายเดิมที่ "ราว 5%" ซึ่งถือเป็นการปรับลดเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจลงเป็นครั้งแรกในรอบ 3 ปี หลังผู้กำหนดนโยบายของจีนได้ส่งสัญญาณถึงการเปลี่ยนผ่านไปสู่การเติบโตทางเศรษฐกิจที่เน้นคุณภาพและมีความยั่งยืนมากขึ้น การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวยังตอกย้ำถึงการปรับเปลี่ยนทิศทางจากที่เน้นการลงทุนในภาคสังหาริมทรัพย์และโครงสร้างพื้นฐานที่พึ่งพาการก่อหนี้สินจำนวนมาก ไปสู่ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ที่มีคุณภาพสูงแทน
- ในด้านนโยบายการคลัง เป้าหมายการขาดดุลงบประมาณอย่างเป็นทางการยังคงอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ประมาณ 4% ของ GDP สะท้อนว่าทางกรจีนมีแนวโน้มดำเนินนโยบายการคลังแบบขยายตัวอย่างต่อเนื่องเพื่อประคับประคองเศรษฐกิจ โดยรัฐบาลกลางวางแผนที่จะออกพันธบัตรพิเศษระยะยาวพิเศษ (Ultra-long Special Bonds) มูลค่า 1.3 ล้านล้านหยวน ในขณะที่รัฐบาลท้องถิ่นเตรียมเสนอขายพันธบัตรพิเศษใหม่มูลค่า 4.4 ล้านล้านหยวน ซึ่งทั้งสองตัวเลขนี้อยู่ในระดับเดียวกับปี 2025 นอกจากนี้ สำหรับเป้าหมายทางเศรษฐกิจที่สำคัญอื่นๆ ส่วนใหญ่ยังคงอยู่ในระดับเดียวกับปี 2025 โดยทางกรจีนเน้นมาตรการสนับสนุนการลงทุนมากขึ้นในปี
- สำหรับประเด็นความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ความขัดแย้งในอิหร่านส่งผลกระทบต่อความมั่นคงทางพลังงานของจีนอย่างจำกัด โดยแม้ว่าจีนจะยังคงเป็นผู้นำเข้าน้ำมันดิบรายใหญ่จากตะวันออกกลาง แต่ความเสี่ยงที่จีนจะเกิดปัญหาการขาดแคลนพลังงานอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากจีนได้มีการสะสมคลังน้ำมันสำรองในระดับที่สูงมาก ซึ่งครอบคลุมการนำเข้าสุทธิได้ประมาณ 100 วัน นอกจากนี้ โครงสร้างการใช้พลังงานที่หลากหลายของจีนซึ่งมีการพึ่งพาน้ำมันในระดับต่ำยังช่วยลดความอ่อนไหวต่อปัญหาการหยุดชะงักของอุปทาน (Supply Disruptions) หรือแรงกดดันจากการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมัน ทั้งนี้ เศรษฐกิจจีนอาจได้รับผลกระทบ (Spillover Effect) ผ่านการชะลอตัวของอุปสงค์ทั่วโลก โดยหากความขัดแย้งในตะวันออกกลางนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง อาจส่งผลกระทบต่อส่งออกของจีน ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงด้านต่ำ (Downside Risk) ที่สำคัญต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจในปี

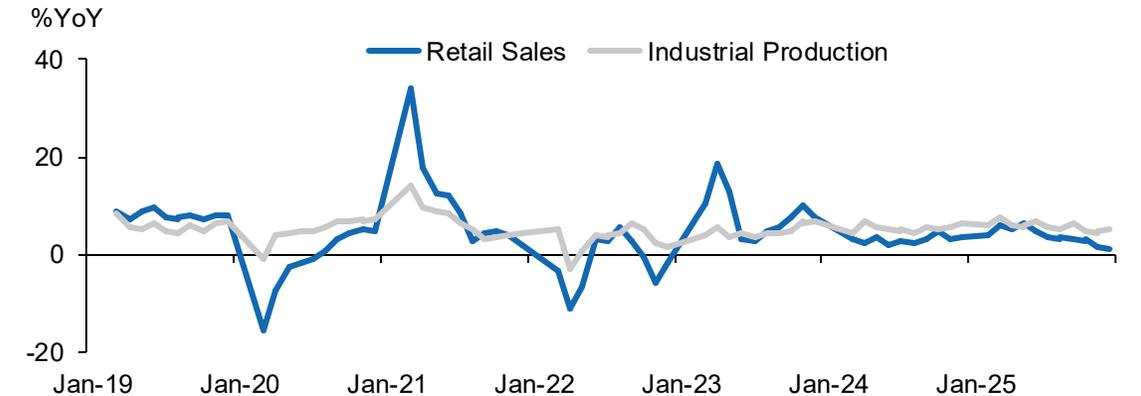
# ภาคการส่งออกยังเป็นปัจจัยขับเคลื่อนเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ท่ามกลางภาวะอุปสงค์ภายในประเทศที่ชะลอลง



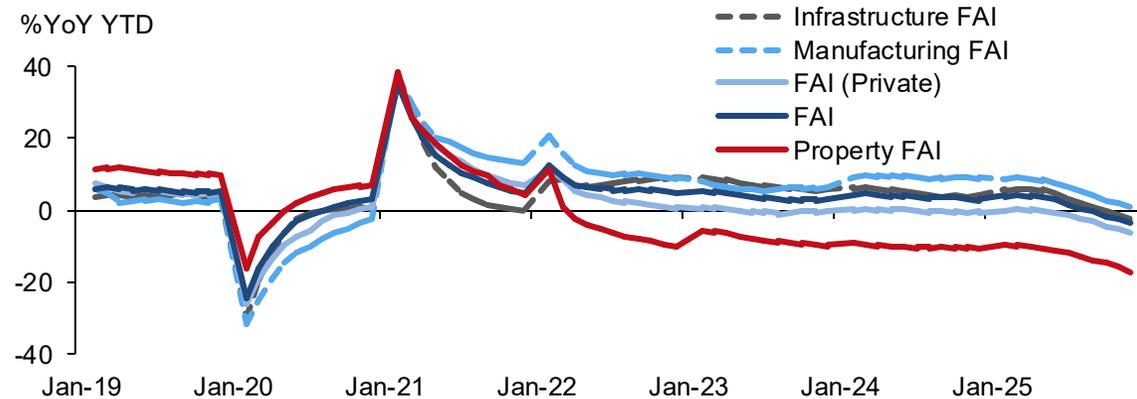
## ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



## ยอดขายปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



## การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



## การส่งออกและนำเข้า

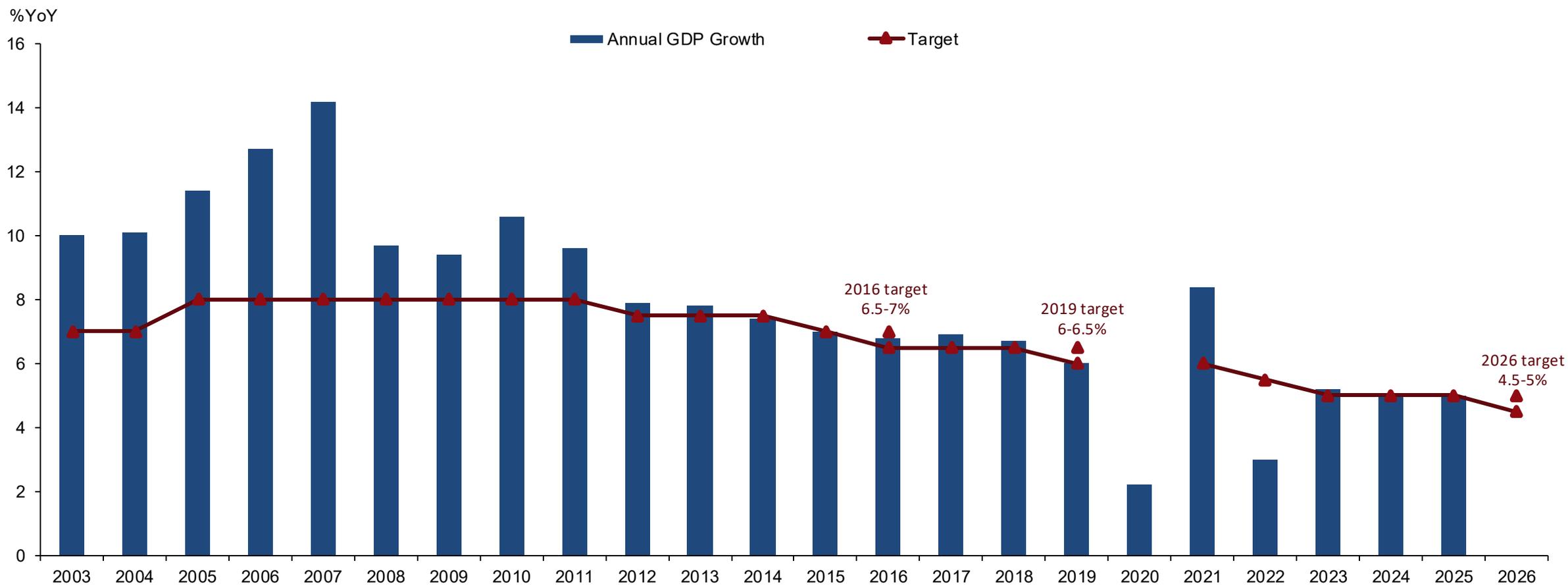


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทางการเงินได้ปรับลดเป้าหมายการเติบโตทางเศรษฐกิจในปี 2026 ลงสู่ 4.5-5% เพื่อสร้างพื้นที่สำหรับการปรับโครงสร้างทางเศรษฐกิจ การควบคุมความเสี่ยง และการดำเนินมาตรการปฏิรูปเศรษฐกิจ



### อัตราการขยายตัวของ GDP vs. เป้าหมายการเติบโตของรัฐบาล

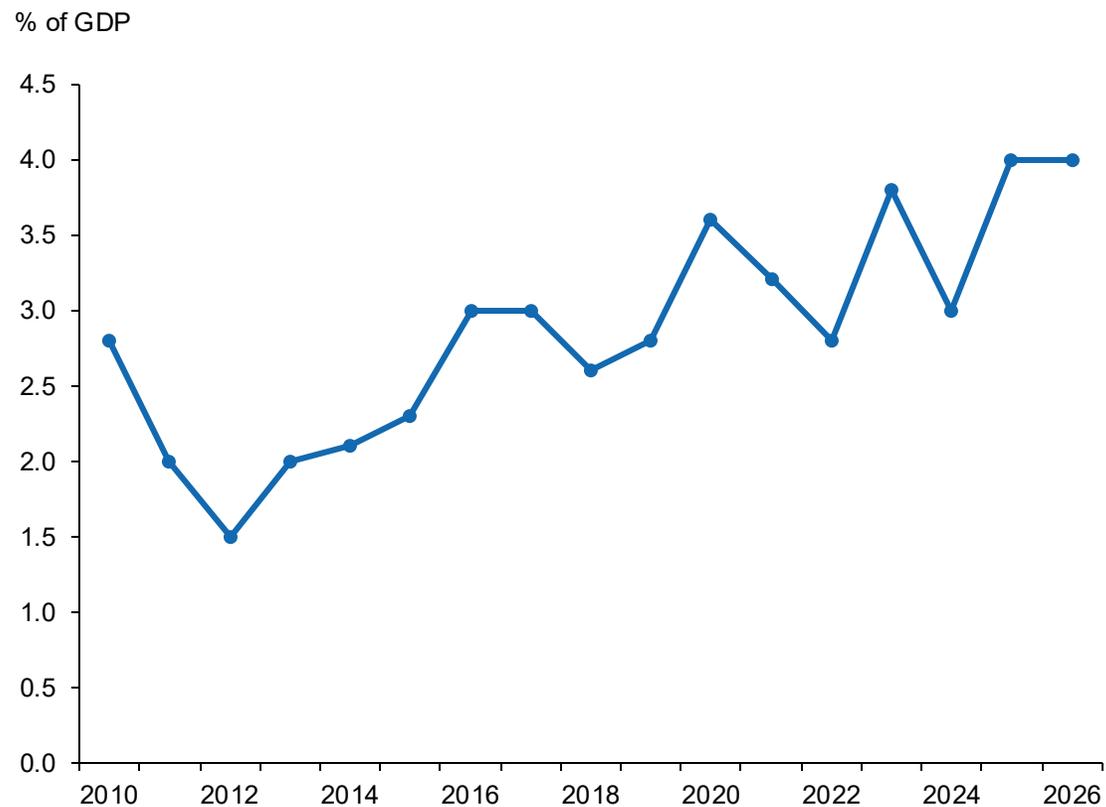


Source: Bloomberg, NPC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

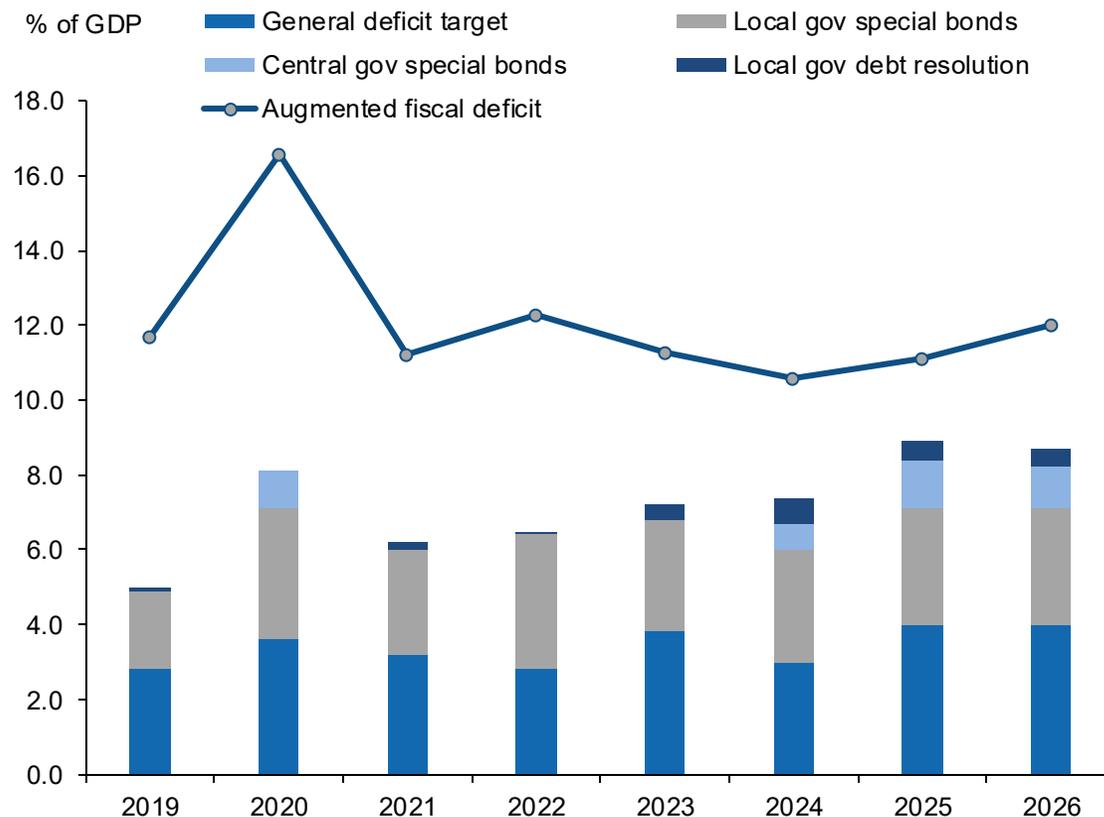
เป้าหมายการขาดดุลงบประมาณยังคงอยู่ในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 4% ของ GDP สะท้อนว่า  
 ทางการจีนมีแนวโน้มดำเนินนโยบายการคลังแบบขยายตัวอย่างต่อเนื่องเพื่อประคับประคองเศรษฐกิจ



### เป้าหมายการขาดดุลงบประมาณ



### การขาดดุลงบประมาณรวม จำแนกตามส่วนประกอบหลัก 1\



Note:1\ Augmented fiscal deficit includes net drawdown of fiscal deposit and transfer from other fiscal accounts, LGFV bonds, policy bank support, etc.

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

เป้าหมายทางเศรษฐกิจที่สำคัญอื่น ๆ ส่วนใหญ่ยังคงใกล้เคียงกับระดับในปี 2025 โดยมีการเพิ่มการสนับสนุนการลงทุนมากขึ้นในปีนี้



ตัวชี้วัดทางเศรษฐกิจหลักที่ประกาศในการประชุมสองสภา (Two Sessions)

Economic Indicator	2026 Target	2025 Target	2024 Target	2023 Target
GDP growth target (%YoY)	4.5-5%	Around 5.0%	Around 5.0%	Around 5.0%
CPI Inflation (%YoY)	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%
Fiscal deficit ratio (% of GDP)	4.0%	4.0%	3.0%	3.0%
Central government special bond (CGSB) quota (RMB trn.)	1.3	1.3	1.0	-
Local government special bond (LGSB) quota (RMB trn.)	4.4	4.4	3.9	3.8
CGSB for bank recapitalization (RMB trn.)	0.3	0.5	-	-
New policy financing tools (RMB trn.)	0.8	0.5	-	-
New urban jobs creation	Over 12 mn	Over 12 mn	Over 12 mn	Over 12 mn
Surveyed unemployment rate	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%

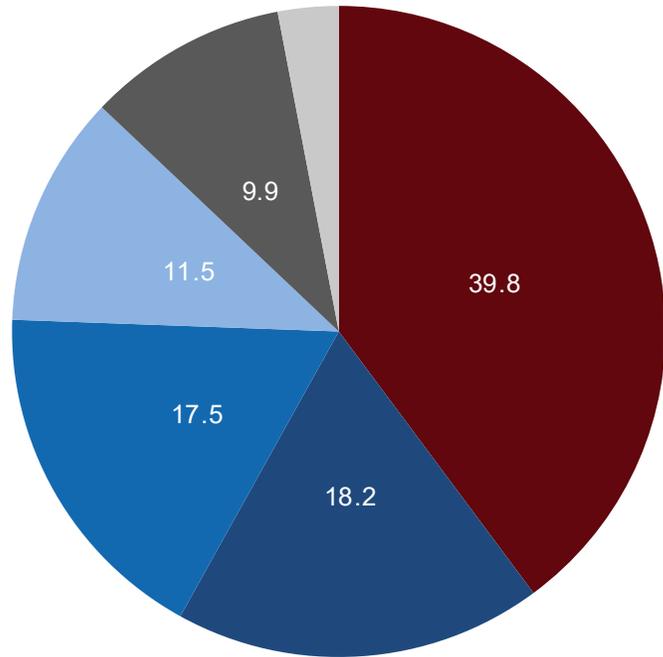
Source: NPC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ว่าจีนมีการนำเข้าน้ำมันจากตะวันออกกลางสูง แต่โครงสร้างการใช้พลังงานในภาพรวมพึ่งพาน้ำมันน้อย ส่งผลให้ความเสี่ยงต่อการหยุดชะงักของอุปทาน (Supply Disruptions) จากการขาดแคลนน้ำมันยังอยู่ในระดับต่ำ



### การนำเข้าน้ำมันดิบของประเทศจีน จำแนกตามภูมิภาค

%

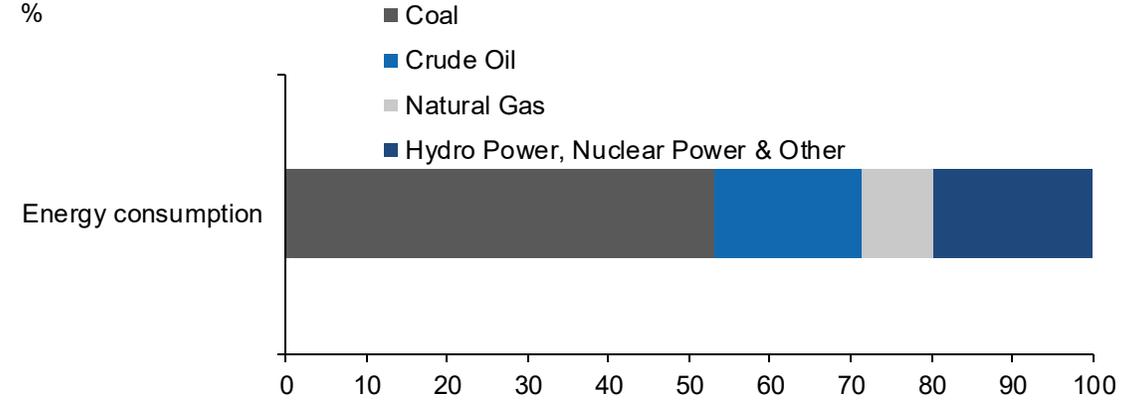


■ Middle East ■ Asia ■ Europe ■ Latin America ■ Africa ■ North America

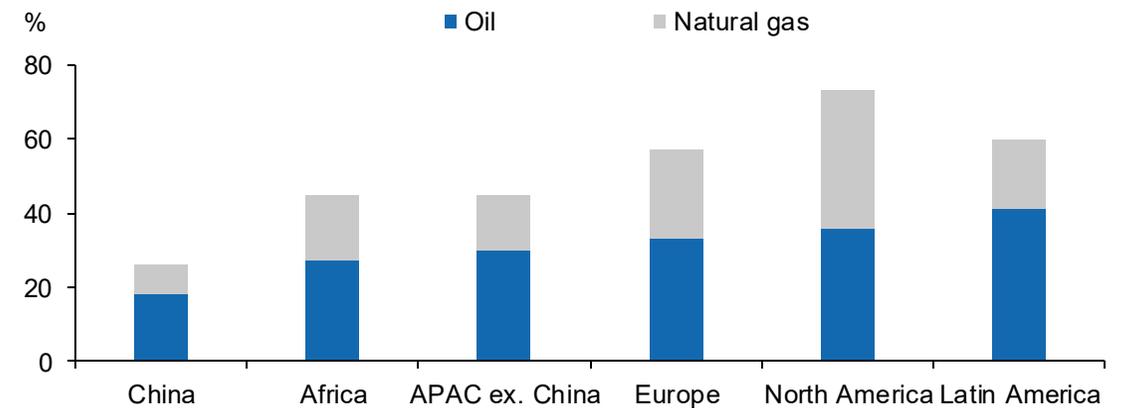
In addition, China's strategic petroleum reserves are sufficient to cover 100 days of net imports, and if all imports from Middle East were halted, these reserves could sustain normal consumption levels for around 200 days.

### การบริโภคพลังงานของประเทศจีน จำแนกตามประเภท

%



### สัดส่วนของน้ำมันและก๊าซธรรมชาติต่อการบริโภคพลังงานรวม

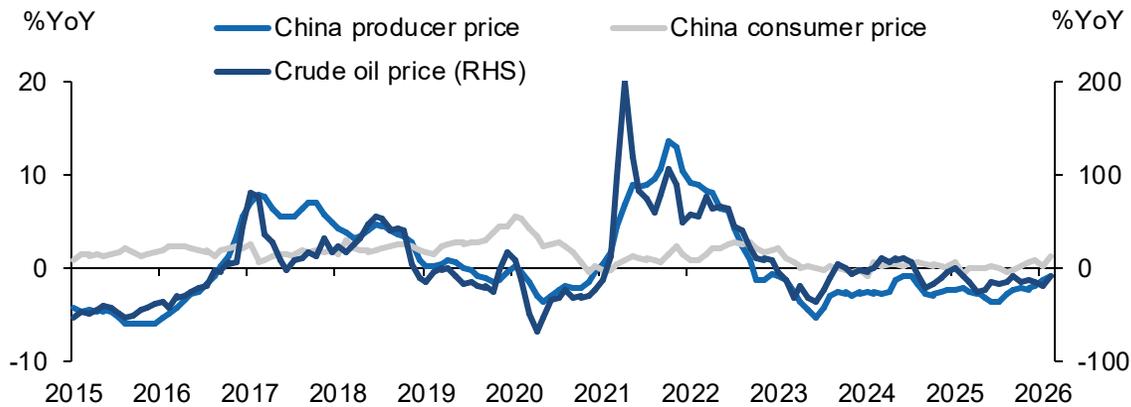


Source: Bloomberg, IEA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

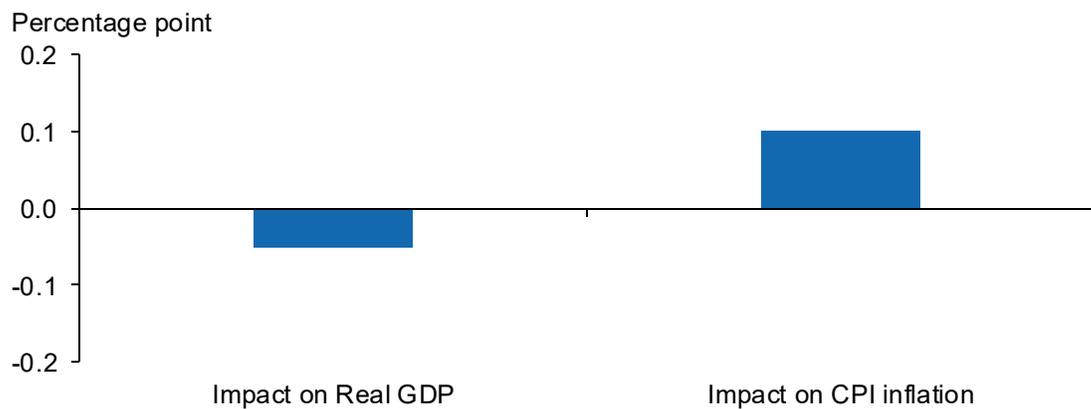
ทั้งนี้ ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจของจีนอาจเกิดจากการชะลอตัวของอุปสงค์โลกที่จะส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออก มากกว่าความเสี่ยงด้านอัตราเงินเฟ้อหรือการขาดแคลนพลังงานภายในประเทศ



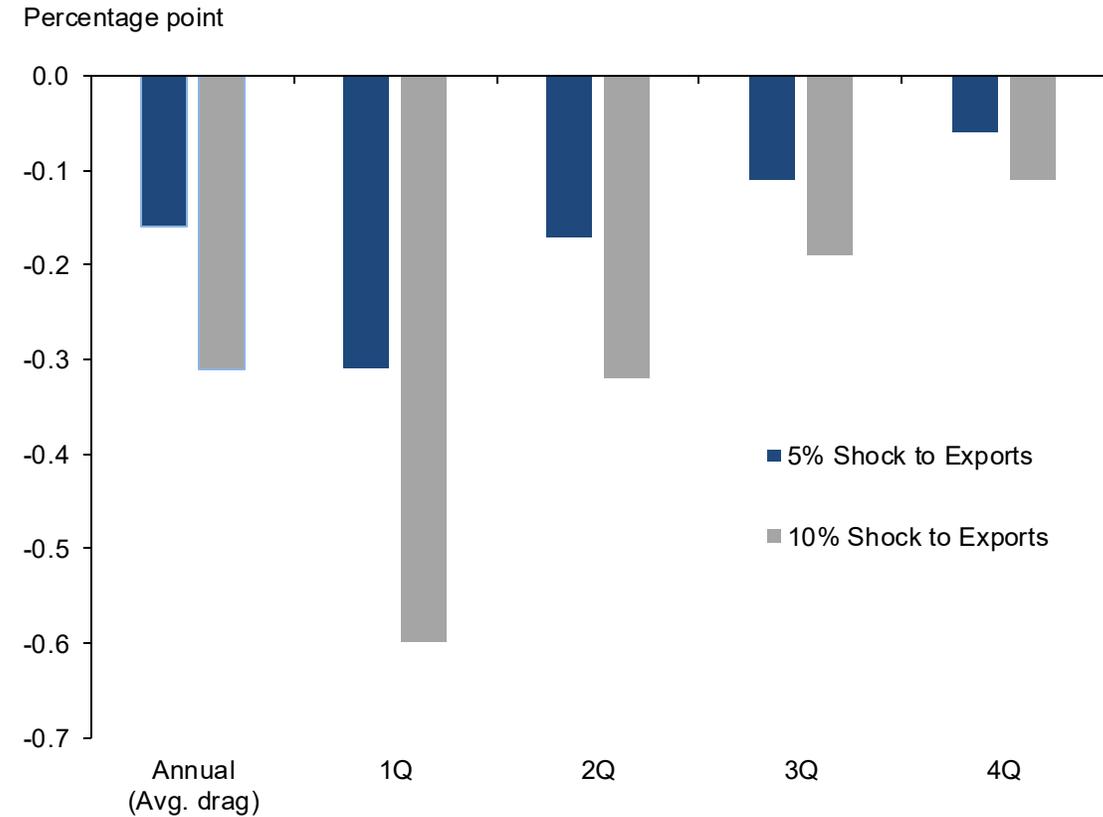
### ราคาน้ำมันดิบและอัตราเงินเฟ้อของประเทศจีน



### ผลกระทบจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของราคาน้ำมันในอัตรา 10%



### คาดการณ์ผลกระทบต่อ GDP จากการลดลงของการส่งออก



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

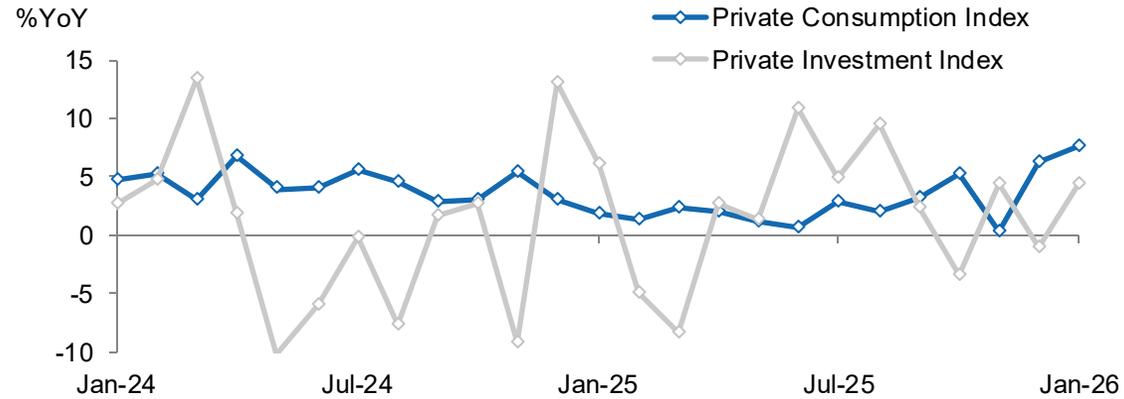


- เศรษฐกิจไทยในเดือนมกราคมขยายตัวได้ โดยได้รับแรงสนับสนุนจากการฟื้นตัวทั้งอุปสงค์ในและต่างประเทศ อุปสงค์ภายนอกขยายตัวแข็งแกร่งขึ้นจากการส่งออกสินค้า (ไม่รวมทองคำ) เป็นผลจากการขยายตัวต่อเนื่องของกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ประกอบกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติและรายได้จากการท่องเที่ยวปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ด้านอุปสงค์ในประเทศก็ปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน การบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนขยายตัวดี โดยเฉพาะการใช้จ่ายที่เกี่ยวกับยานยนต์ ซึ่งเป็นผลจากการขยายระยะเวลาลงทะเบียนรถยนต์ภายใต้มาตรการ EV 3.0 อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายภาครัฐยังขยายตัวแต่ในอัตราที่ชะลอลง สะท้อนการชะลอตัวของการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวในช่วงก่อนหน้า
- เราคงประมาณการการเติบโต GDP ปี 2026 ของไทยไว้ที่ 1.8% แต่ความเสี่ยงด้านต่ำเพิ่มขึ้น จากการยกระดับความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ซึ่งผลักดันราคาน้ำมันดิบปรับเพิ่มขึ้นกว่า 40% สู่ระดับเกือบ 100 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล และจากการที่ไทยพึ่งพาการนำเข้าพลังงานจากตะวันออกกลางในสัดส่วนสูง (เกือบ 50% ของการนำเข้าพลังงานทั้งหมด) เราประเมินผลกระทบจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นทุก 10% จะฉุดรั้งการเติบโต GDP ปี 2026 ลงประมาณ 0.3–0.4 ppt และต้นทุนเพื่อทั่วไปเพิ่มขึ้นราว 0.8 ppt อย่างไรก็ตาม จากการอุดหนุนราคาน้ำมันดีเซลของภาครัฐผ่านกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง ผลกระทบจากต้นทุนที่ส่งผ่านอาจถูกจำกัดและลดทอนลง
- นอกเหนือจากผลกระทบด้านราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น ประเด็นความขัดแย้งที่ยืดเยื้อยังสร้างความเสี่ยงเพิ่มเติมต่อภาคการท่องเที่ยวของไทย จากการปิดน่านฟ้าและความไม่สะดวกในการเดินทางผ่านภูมิภาคตะวันออกกลาง รวมถึงความไม่แน่นอนบริเวณช่องแคบฮอร์มุซยังเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อการค้ากับกลุ่มประเทศอ่าว (The Gulf Cooperation Council: GCC) ซึ่งคิดเป็นประมาณ 2.5% ของการส่งออกสินค้าทั้งหมดของไทย และ 8% ของการนำเข้าทั้งหมด โดยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงสูง อาทิ การส่งออทยานยนต์และชิ้นส่วน (รถกระบะ) นอกจากนี้ การพึ่งพาการนำเข้าพลังงานจากตะวันออกกลางกว่าครึ่งหนึ่ง ยังเพิ่มความกังวลด้านความมั่นคงทางพลังงาน และอาจทำให้นักลงทุนต่างชาติเพิ่มความระมัดระวังมากขึ้น ส่งผลให้การฟื้นตัวของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในปี 2026 อาจล่าช้าออกไปอีก
- ในแถลงการณ์นโยบายการเงินครั้งล่าสุด คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบันอยู่ในระดับ “ผ่อนคลายเป็นพอ” และสอดคล้องกับแนวโน้มเศรษฐกิจ โดยเน้นย้ำว่านโยบายการเงินเพียงอย่างเดียวไม่สามารถแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้างของเศรษฐกิจได้ ดังนั้น เรามองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ระดับ 1.00% เป็นระดับ terminal rate ของวัฏจักรการผ่อนคลายเป็นพอในรอบนี้ และคาดว่า กนง. จะคงอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่เหลือของปี แม้จะยังมีความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์จากความขัดแย้งในตะวันออกกลางอยู่ก็ตาม

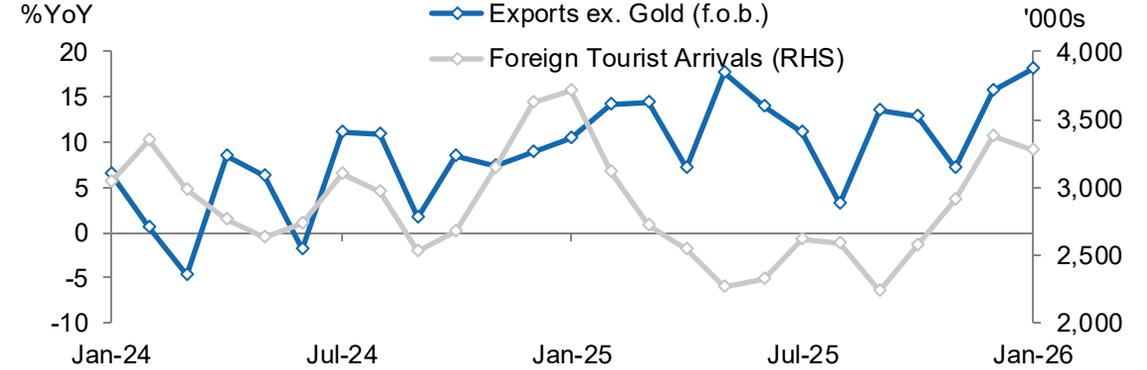
# กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือนมกราคมขยายตัวได้จากอุปสงค์ทั้งในและต่างประเทศ เนื่องจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว และการบริโภคเอกชนขยายตัว



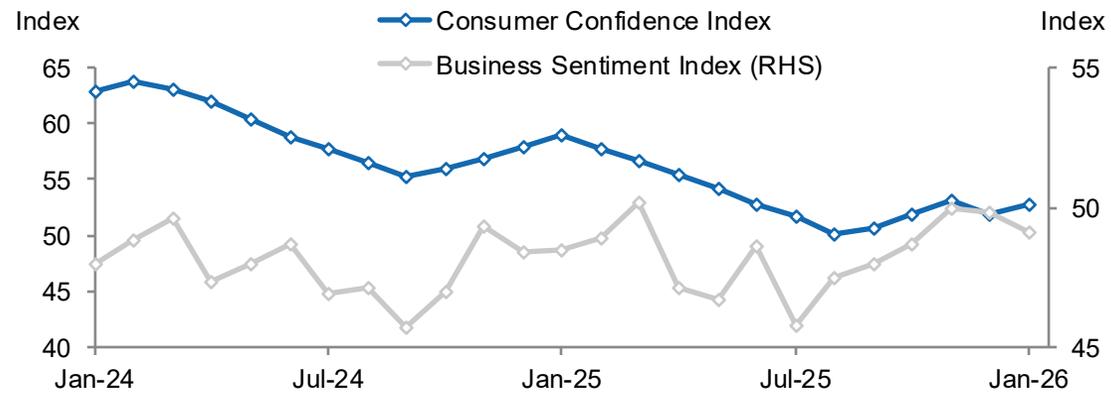
## ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



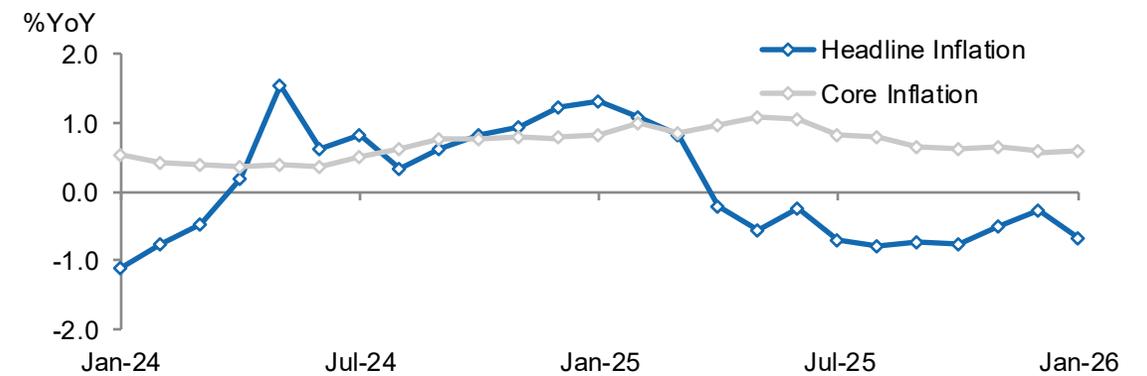
## ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



## ดัชนีความเชื่อมั่น



## ดัชนีราคา

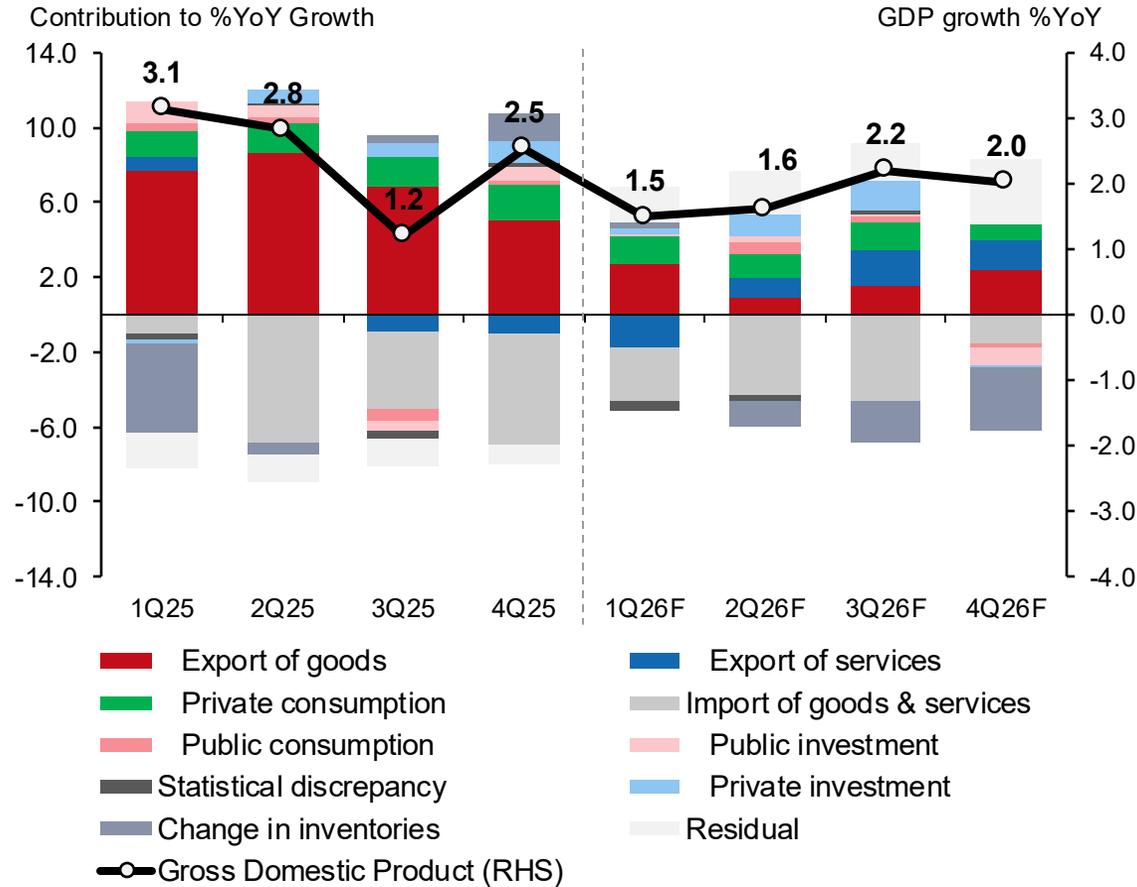


Source: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราปรับประมาณการการเติบโต GDP ปี 2026F ขึ้นมาที่ 1.8% อย่างไรก็ตาม ความไม่สงบใน ตะวันออกกลางยังคงเป็นความเสี่ยงหลัก โดยการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันทุก 10% จะทำให้ การขยายตัวของ GDP ลดลงราว 0.3–0.4 ppt



### การเติบโตของเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นจริงและคาดการณ์



### ตารางสรุปตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคและคาดการณ์

Indicators	Unit	2024	2025	2026F	2027F
<b>GDP</b>	%	<b>2.9</b>	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
Private Consumption	%	4.4	2.7	2.1	2.0
Public Consumption	%	2.6	0.6	1.1	3.1
Private Investment	%	-1.9	3.5	4.2	3.2
Public Investment	%	4.5	8.9	-1.9	2.1
Exports (f.o.b)	%	4.4	11.9	3.0	2.1
Imports (f.o.b)	%	4.4	-1.9	4.8	2.4
Tourist Arrivals	Million	35.5	32.9	34.0	35.5
CA Balance	%GDP	2.2	3.1	2.4	2.8
Headline Inflation	%	0.4	-0.1	1.0 (0.4)	1.4 (1.0)
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	79.7	69.0	82.5 (72)	80 (75)
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.25	1.00	1.00
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	35.3	32.6	31.8	31.5

### ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันต่อ GDP ที่แท้จริง

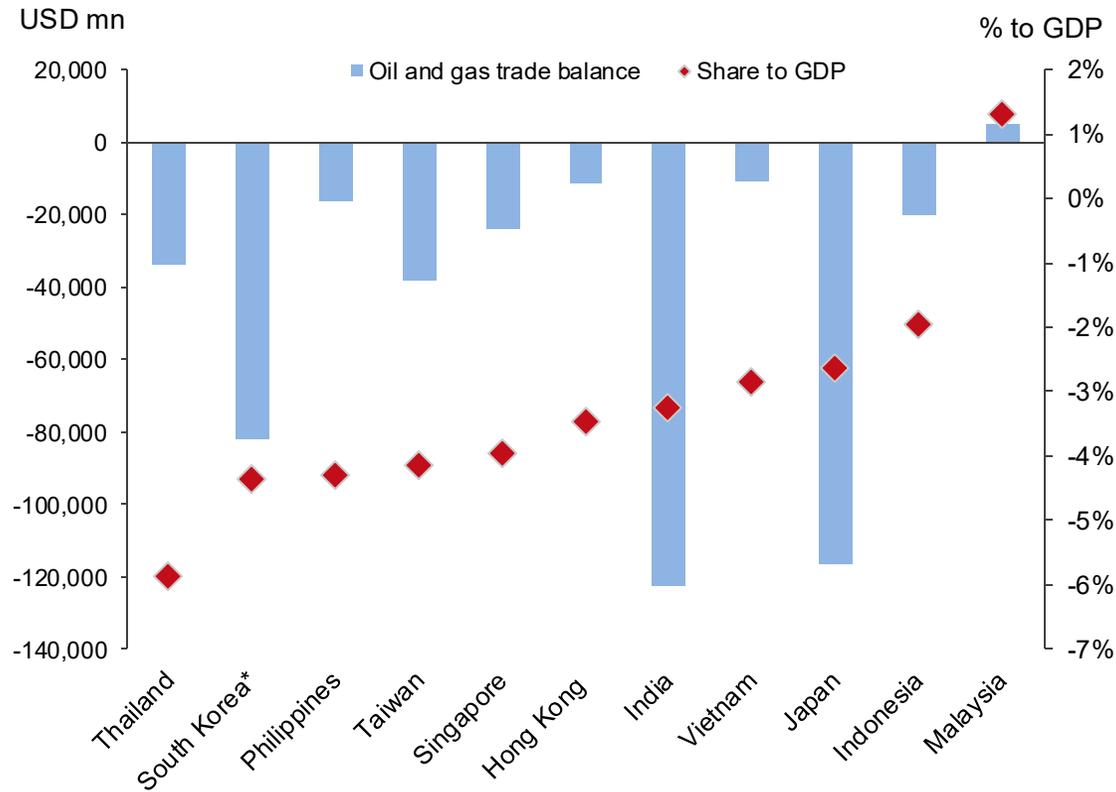
Price Shock from previous assessment (\$72)	Dubai Oil Price (2026F average)	Impact on Th GDP_0	GDP revision given each scenario
+10%	79.2	-0.32	1.5
+15%	82.8	-0.57	1.2
+20%	86.4	-0.82	1.0
+30%	93.6	-1.31	0.5

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

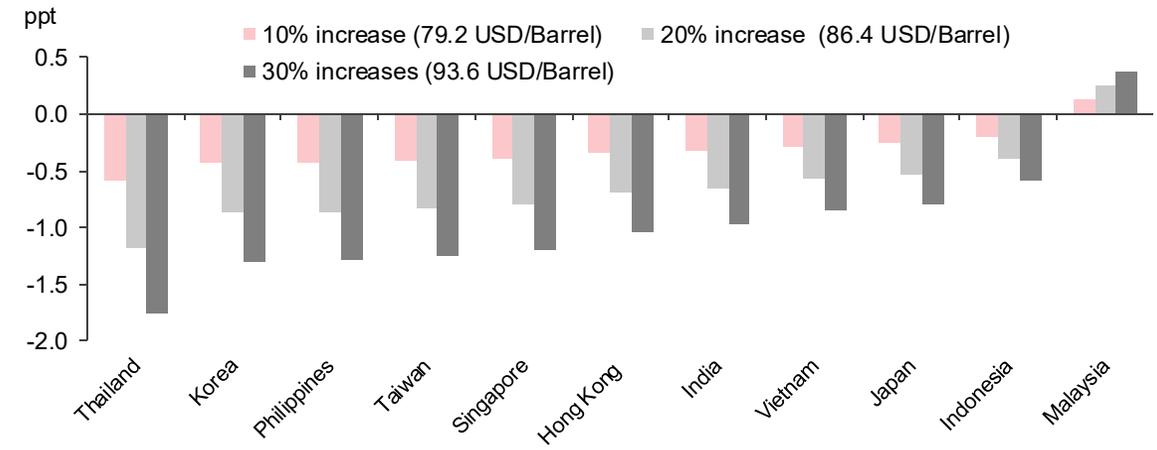
# ไทยนำเข้าพลังงานสุทธิต่อ GDP มีสัดส่วนสูงสุดในภูมิภาค โดยหากราคาน้ำมันเพิ่มขึ้นทุก 10% คาดว่าจะกระทบดุลบัญชีเดินสะพัดราว 0.6 ppt ต่อ GDP



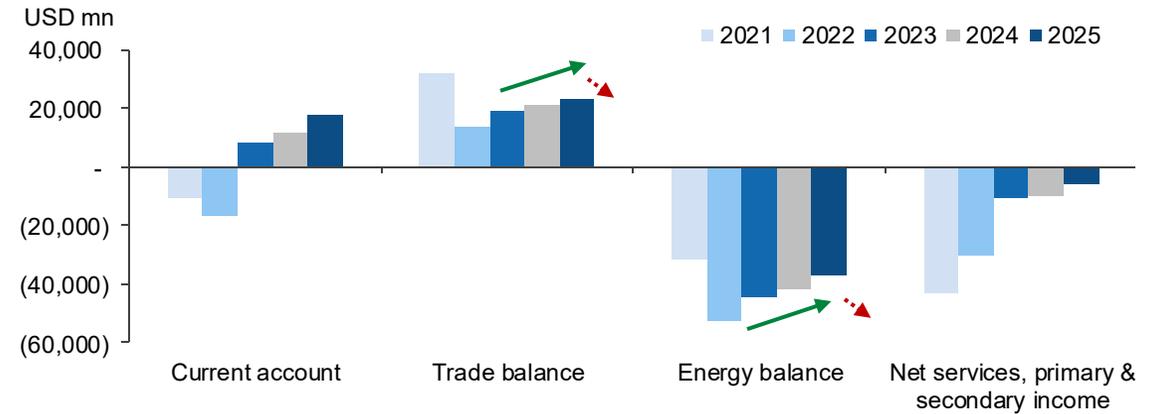
## ดุลการค้า พลังงานน้ำมันและก๊าซสุทธิ



## ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันต่อดุลบัญชีเดินสะพัด (% ต่อ GDP)



## โครงสร้างดุลการชำระเงิน (BoP) ของไทย

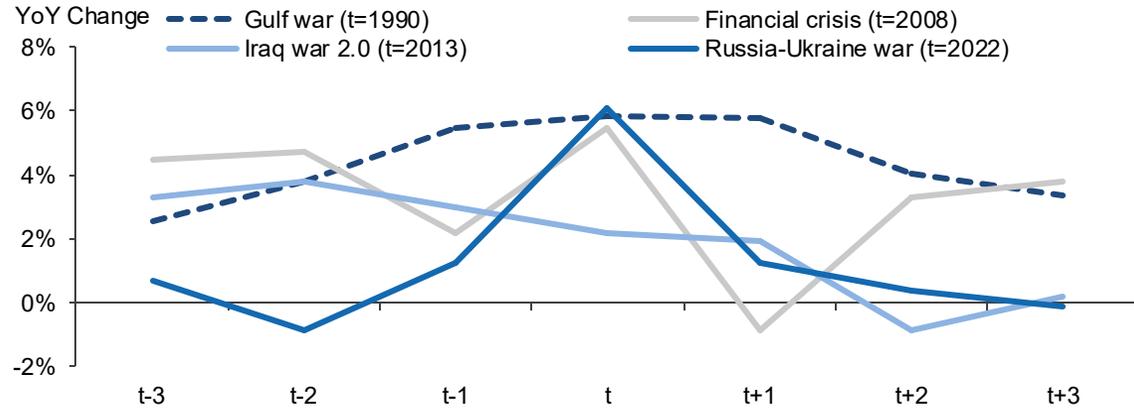


Source: CEIC, Trademap, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

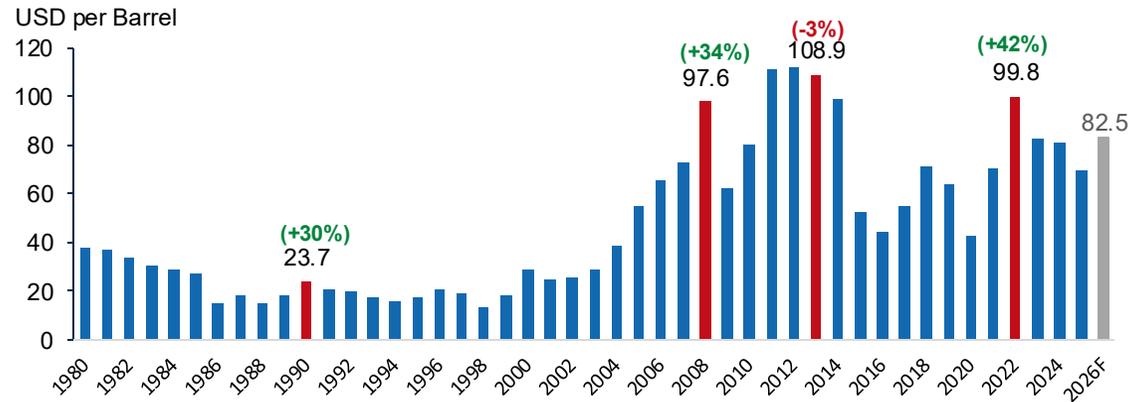
# ผลกระทบจากราคาน้ำมันจะทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับสูงขึ้น และหากความขัดแย้งยืดเยื้อ อาจทำให้อัตราเงินเฟ้อกลับเข้าใกล้กรอบเป้าหมายของ ธปท.



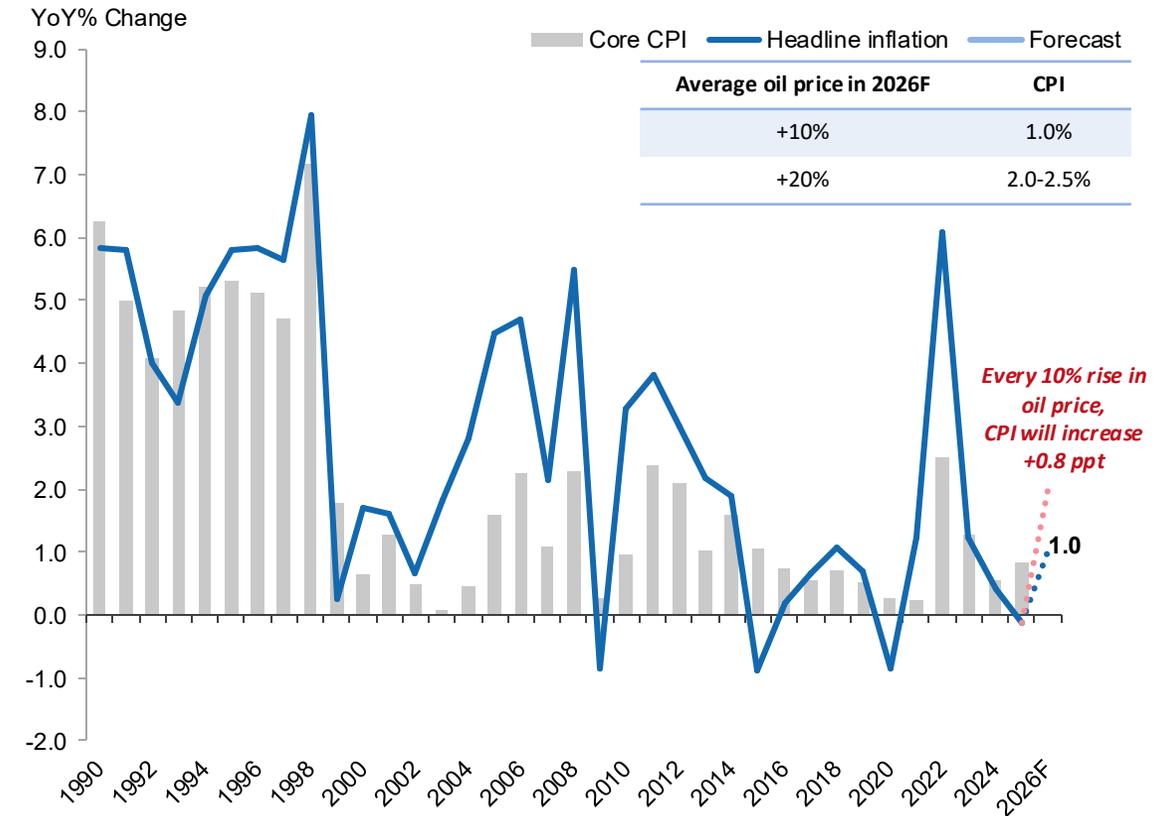
## ผลกระทบของความขัดแย้งทั่วโลก ต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปของไทย



## ราคาเฉลี่ยน้ำมันดิบเบรนท์ในช่วงเวลาที่เกิดความขัดแย้ง



## ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันต่ออัตราเงินเฟ้อ (CPI)

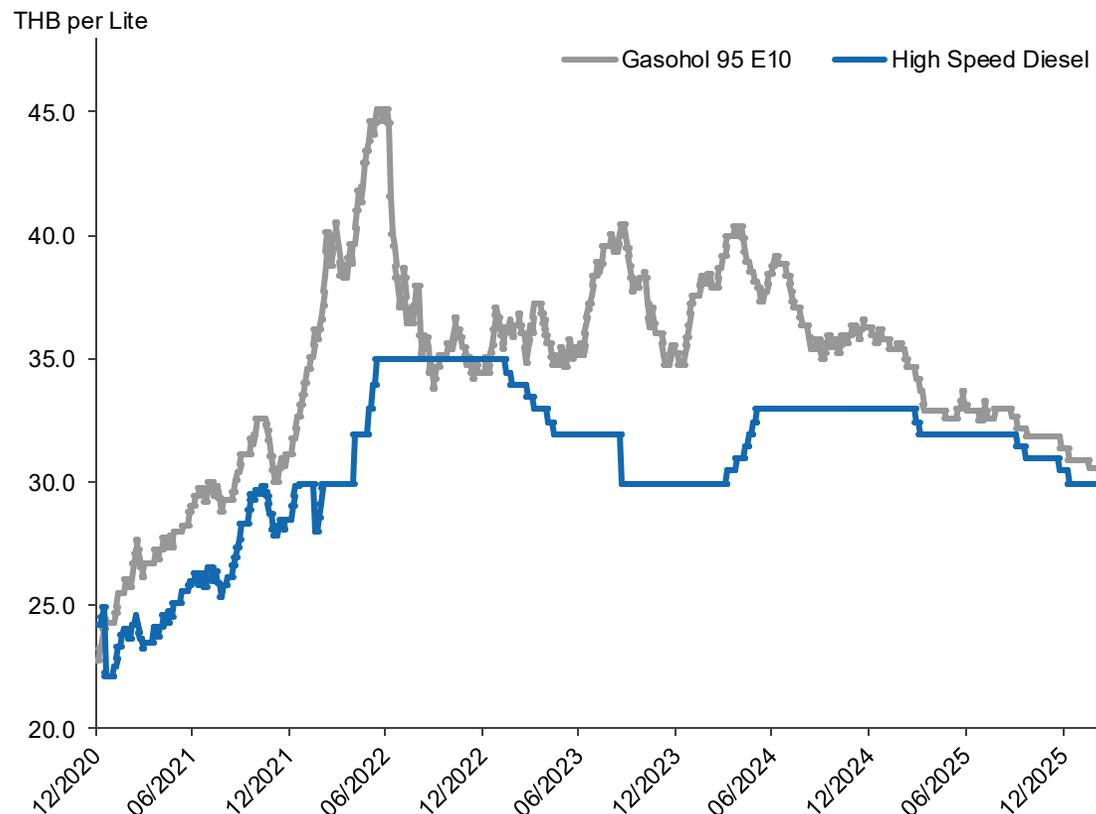


Source: CEIC, TPSCO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

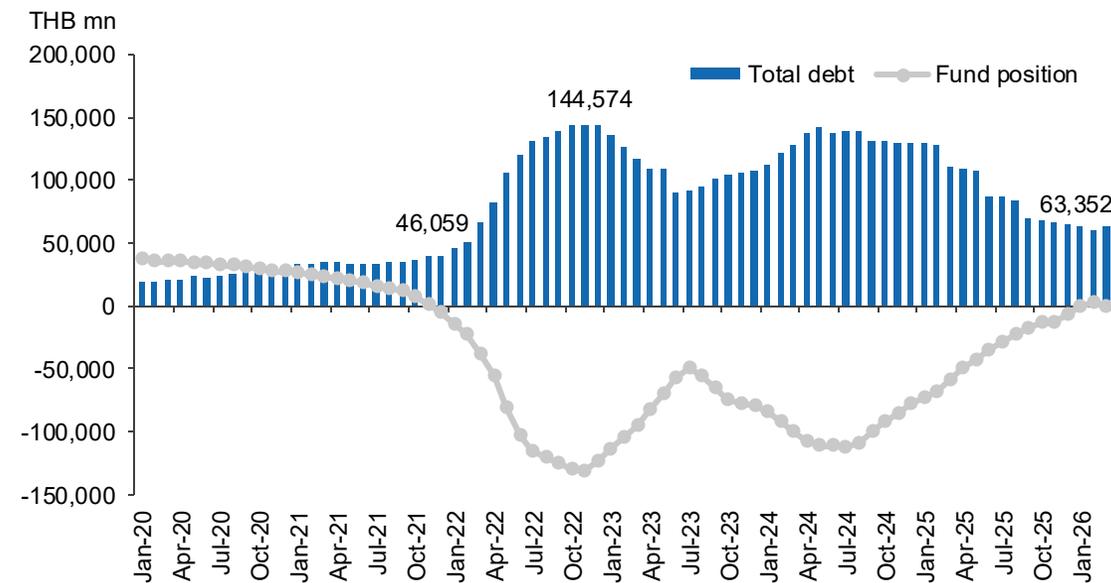
ภายใต้เพดานราคาน้ำมันดีเซลที่ 29.94 บาทต่อลิตร กองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงจะสามารถ  
อุดหนุนได้เต็มทีเพียงประมาณ 1-2 เดือน จากข้อจำกัดด้านเพดานหนี้สาธารณะ



ราคาน้ำมันขายปลีกของ ปตท.: แก๊สโซฮอล์ 95 เทียบกับดีเซล



ฐานะการเงินและยอดหนี้รวมของกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง



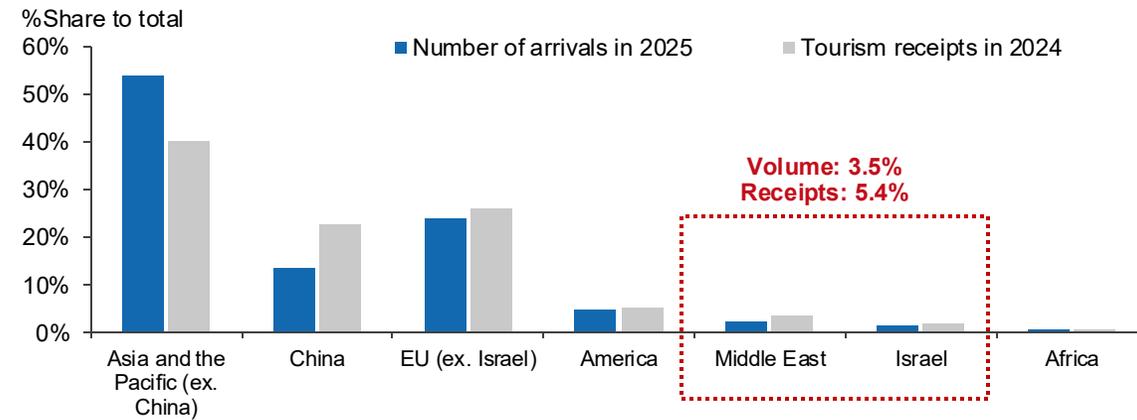
Period	Avg. Brent oil price (USD/Barrel)	Domestic oil price cap (Diesel)	% Change in OFF's Debt
Jan– Apr 22	100.7	≤ THB 30/L	79% YTD
May – end 22	99.4	≤ THB 34.94/L	+200% YTD

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

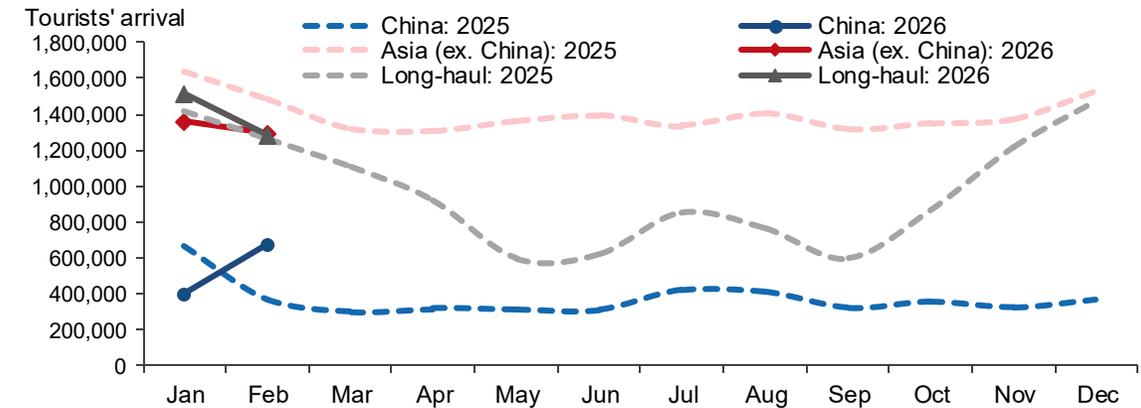
# นักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลางและตลาดระยะไกลจะชะลอลง ขณะที่นักท่องเที่ยวจีนได้รับแรงหนุนชั่วคราวในช่วงเทศกาลตรุษจีน



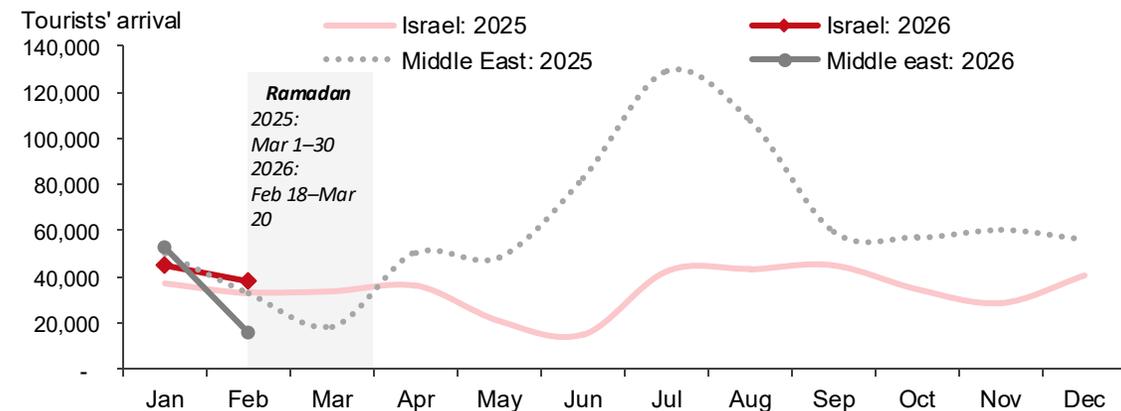
สัดส่วนการพึ่งพาภาคการท่องเที่ยวตะวันออกกลาง: จำนวนนักท่องเที่ยวและรายได้



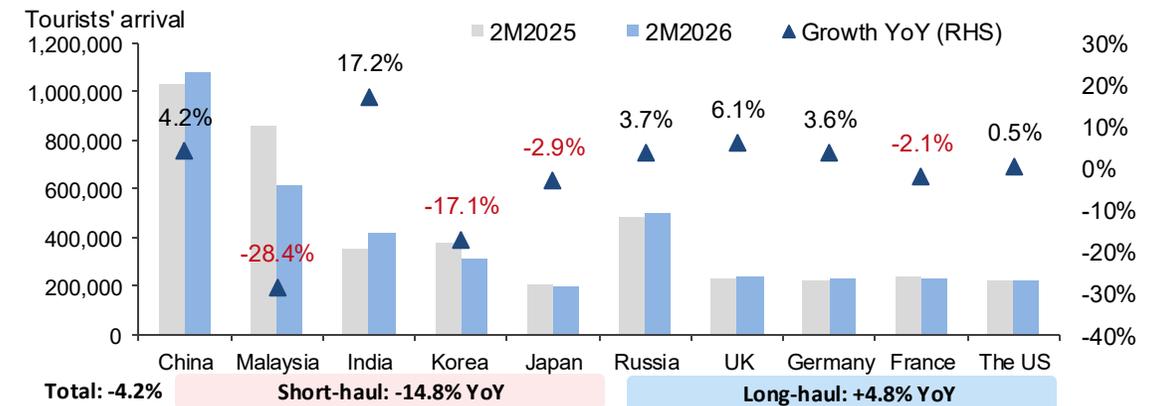
## อุปสงค์นักท่องเที่ยวระยะไกลฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงต้นปี 2026



## จำนวนนักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลางลดลงตามฤดูกาลในช่วงรอมฎอน



## จีนเป็นตลาดหลักของนักท่องเที่ยวขาเข้าของไทยในช่วง 2M2026

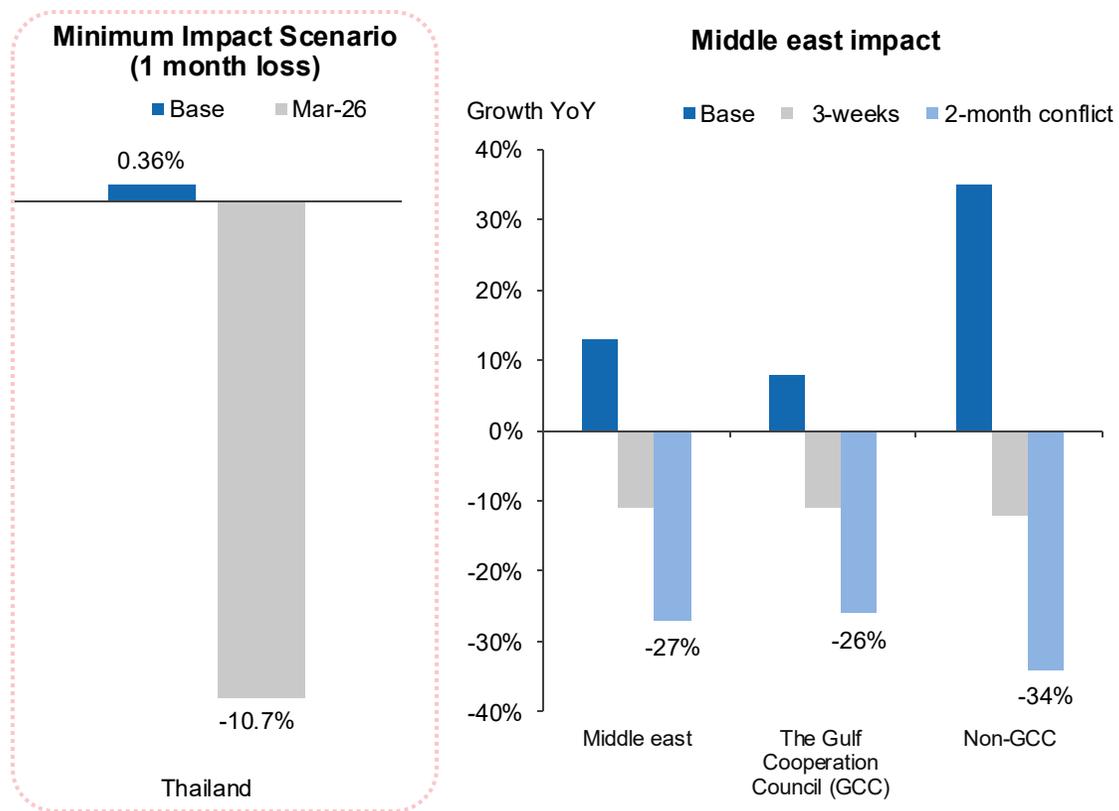


Source: MOTs, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

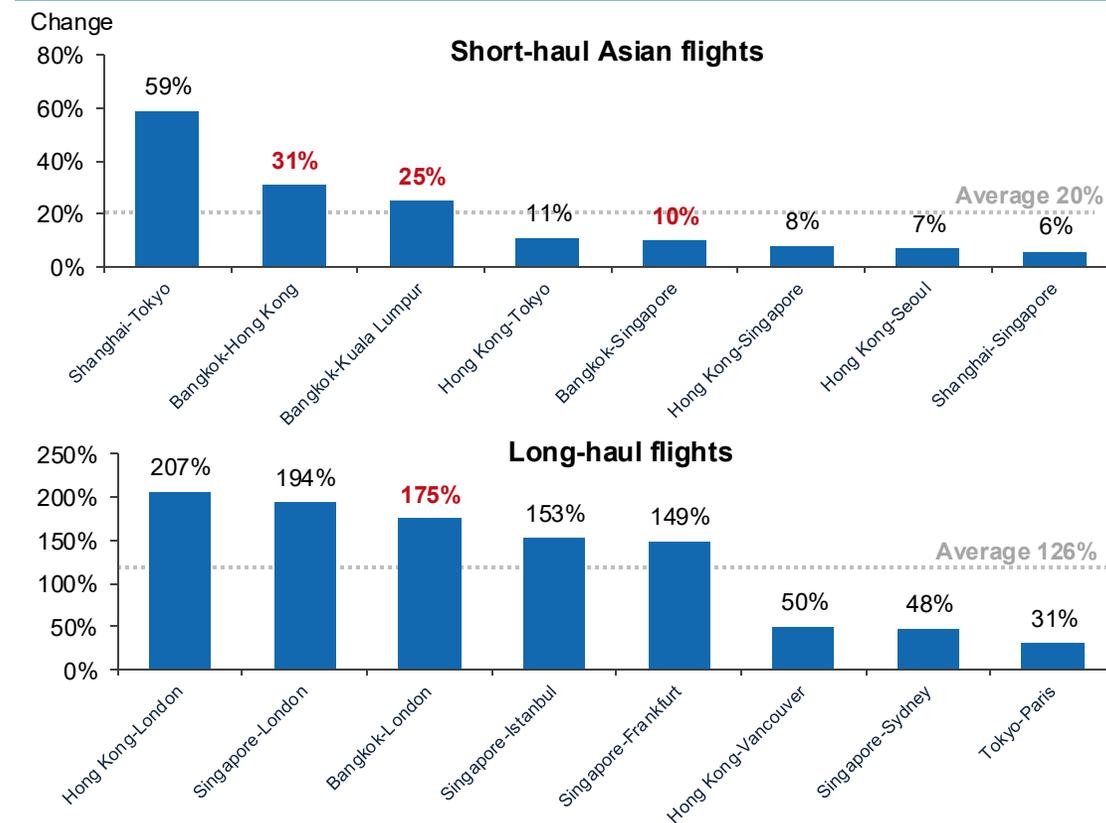
การยกเลิกเที่ยวบินและราคาตั๋วเครื่องบินที่ปรับสูงขึ้นมาก อาจทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้าไทยลดลงอย่างน้อย 11% YoY ในเดือนมีนาคม และความเสี่ยงยังคงเพิ่มขึ้น หากสถานการณ์ยืดเยื้อ



ประเมินผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวเข้าไทย จากความขัดแย้งในอิหร่าน



การเปรียบเทียบราคาตั๋วเครื่องบิน ณ วันที่ 4 มี.ค. 2026 เทียบกับสัปดาห์ก่อนหน้า

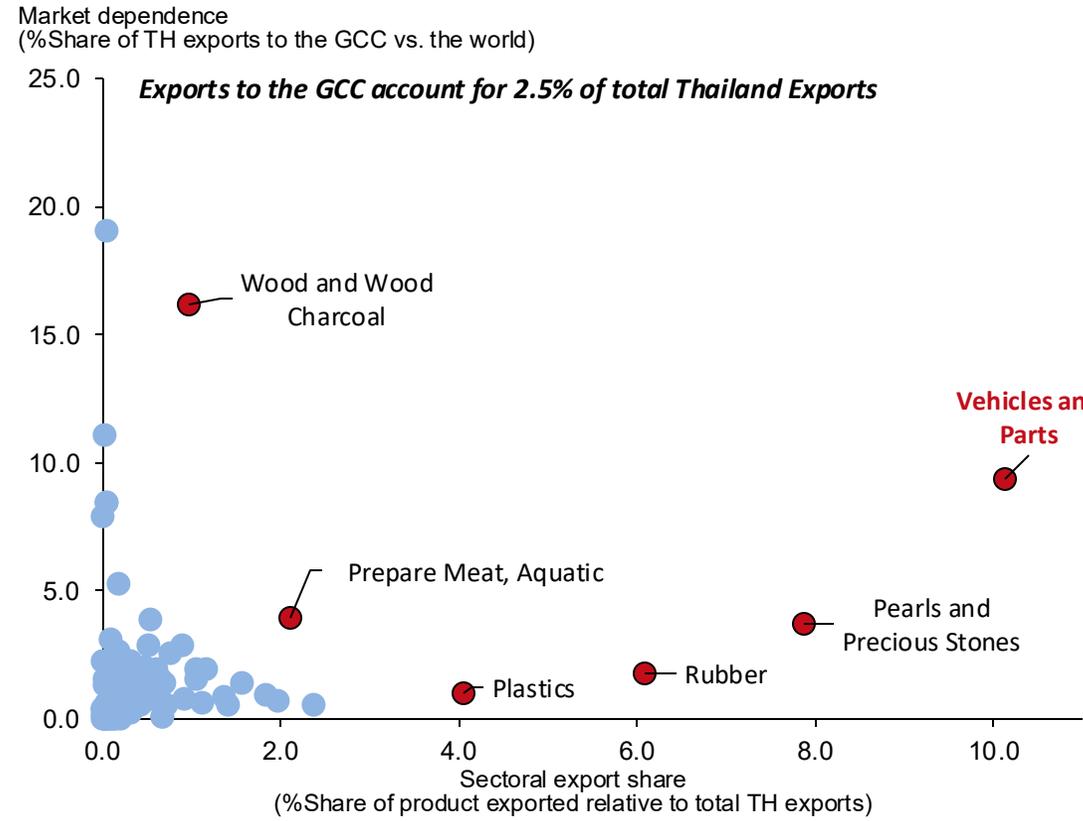


Source: Oxford Economics, Bloomberg, Google flights, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

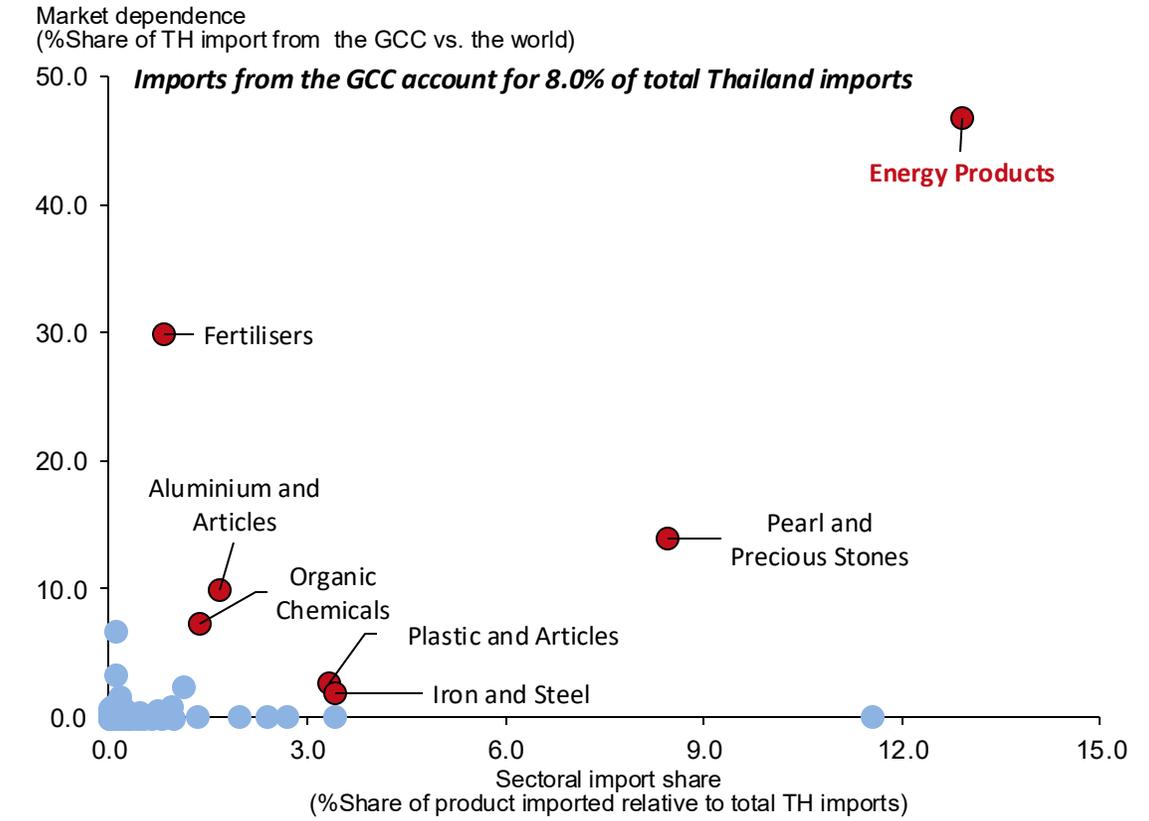
นอกจากการพึ่งพาการนำเข้าพลังงานกว่า 50% การส่งออกรถยนต์ของไทยยังมีการพึ่งพาดตลาดตะวันออกกลางในระดับค่อนข้างสูง ราว 10% ของตลาดส่งออกยานยนต์ทั้งหมด



สัดส่วนการพึ่งพาของตลาดส่งออกไทยไปกลุ่มประเทศอ่าว (GCC) ตามหมวดสินค้า HS2



สัดส่วนการพึ่งพาของตลาดนำเข้าไทยจากกลุ่มประเทศอ่าว (GCC) ตามหมวดสินค้า HS2



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

# กนง. ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วกว่าที่ตลาดคาด เพื่อบรรเทาผลกระทบเชิงโครงสร้าง โดยเราคาดว่าจุดนี้คือ Terminal rate แล้ว



ประเด็นสำคัญจากการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.)

	MPC Aug 2025 (Cut: Unanimous 7-0 to 1.50%)	MPC Oct 2025 (Hold: 5-2 at 1.50%)	MPC Dec 2025 (Cut: Unanimous 7-0 to 1.25%)	MPC Feb 2026 (Cut: 4-2 to 1.00%)
Economy	Private consumption and credit growth are subdued. US trade policies are exacerbating structural problems and weakening Thai competitiveness	The economy is still expanding, but the committee is closely monitoring the impacts of intensified US tariffs and SME credit access	Apparent economic slowdown with the 2026 GDP growth forecast severely downgraded to 1.5%. Inflation remains subdued alongside Baht appreciation	Growth remains below potential due to intense competition and US tariff uncertainty, and inflation is returning to the target range slower than expected
Monetary stance	Must be more accommodative to actively ease debt burdens	Evaluate the impacts of previous consecutive cuts, but ready to adjust if needed	Easing was required to support recovery and limit deflationary risks	<b>Maintains an accommodative stance</b> , though structural challenges cannot be addressed by monetary policy alone
Forward Guidance	<b>Monetary policy should be accommodative</b> going forward to support the economy	<b>Stands ready to adjust</b>	<b>Stands ready to adjust</b>	<b>A sufficiently accommodative monetary policy stance</b> and aligns with the economic outlook
Summary	Cut to provide immediate relief for vulnerable groups and ease structural constraints	To observe market reaction and policy transmission; policy space preserved for future shocks	Downgraded growth forecasts and the need to counter Thai Baht appreciation	<b>A surprise "front-loaded" cut</b> to address structural constraints

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

# เราประเมินความกังวลด้านภูมิรัฐศาสตร์จะกดดันตลาดระยะสั้น แต่ปัจจัยพื้นฐานยังคงสนับสนุนการฟื้นตัวของวัฏจักรเศรษฐกิจ



แม้ความเชื่อมั่นของตลาดจะถูกกดดันจากสถานการณ์ช่องแคบฮอร์มุซและปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ แต่ปัจจัยพื้นฐานของวัฏจักรเศรษฐกิจยังคงเอื้อต่อการปรับตัวขึ้น

- กำไรของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ เริ่มกลับมามี Momentum เชิงบวกนับตั้งแต่ต้นปี 2026 ส่งผลให้หุ้นในดัชนี S&P 500 กว่า 66% สามารถให้ผลตอบแทนสูงกว่าดัชนีรวม สะท้อน Market Breadth ที่ปรับตัวดีขึ้นและมีแนวโน้มแตะระดับสูงสุดในรอบหลายปี
- ทั้งนี้ สถิติในอดีตมักชี้ให้เห็นว่า ช่วงที่หุ้นจำนวนมากสามารถทำผลตอบแทนเหนือดัชนีมักสอดคล้องกับช่วงที่ผลตอบแทนรวมของ S&P 500 ไม่ได้โดดเด่นเป็นพิเศษ ซึ่งสภาพแวดล้อมเช่นนี้เอื้อต่อการลงทุนในดัชนีแบบ *Equal Weight* (S&P 500 Equal Weight Index) เนื่องจากให้น้ำหนักหุ้นทุกตัวเท่ากันและสะท้อนการปรับขึ้นของหุ้นส่วนใหญ่ในตลาดได้ครอบคลุมมากกว่า รวมถึงหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก (Mid-Small Cap) ที่มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนได้ดีในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น
- ขณะเดียวกัน การที่ผลตอบแทนระหว่างหุ้นแต่ละตัวมีความแตกต่างกันมากขึ้น (High Dispersion) สะท้อนว่าการปรับตัวขึ้นของตลาดในภาพรวมมีขอบเขตค่อนข้างจำกัด และทำให้นักลงทุนหันมาให้ความสำคัญกับการจัดสรรน้ำหนักตามกลุ่มอุตสาหกรรม (*Sector Allocation*) และการคัดเลือกหุ้นรายตัว (*Stock Selection*) มากขึ้น เนื่องจากในสภาวะตลาดเช่นนี้ ผลตอบแทนจะขึ้นอยู่กับการเลือกอุตสาหกรรมและหุ้นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวมากกว่าการลงทุนแบบ Passive

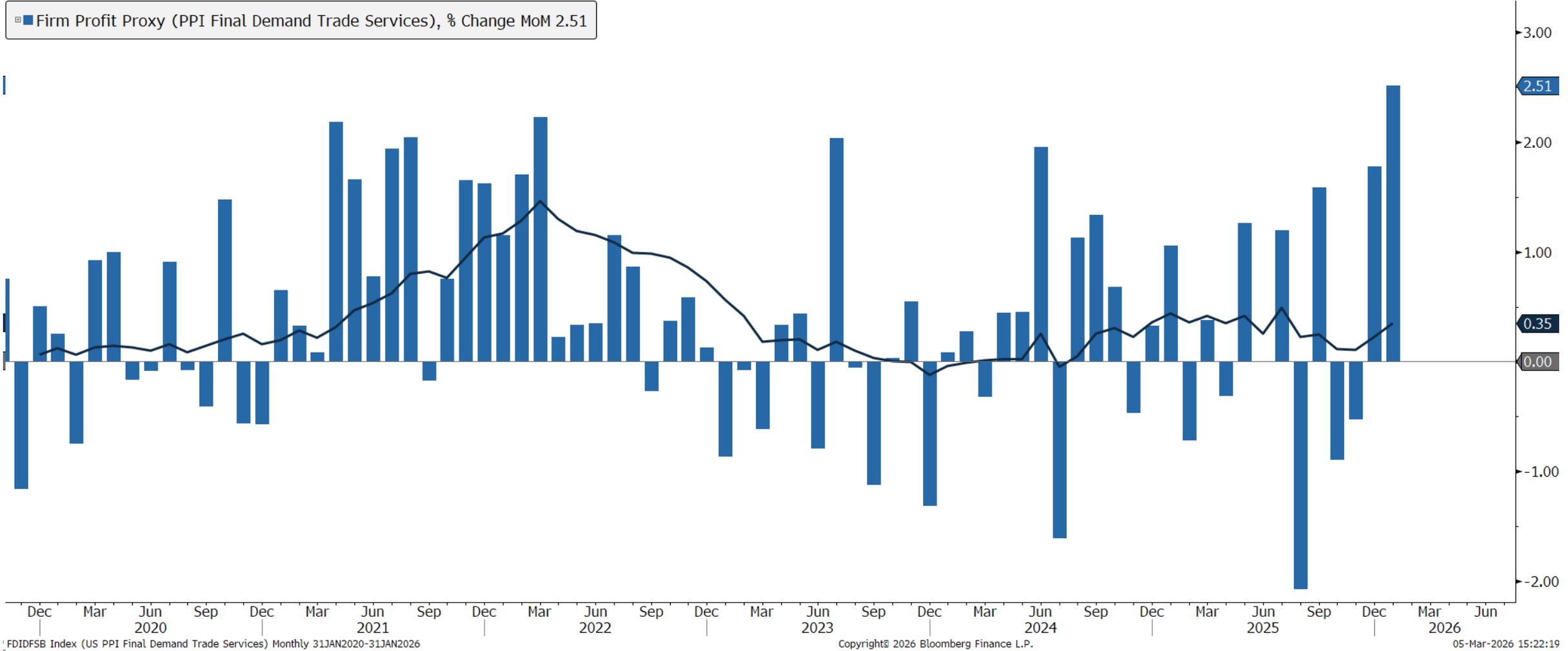
หุ้น **Mid-Small Cap** มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนได้ดีในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น

- ภาคการผลิตสหรัฐฯ (ISM Manufacturing PMI) เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัวหลังชะลอตัวต่อเนื่องมาเกือบ 3 ปี โดยจากสถิติในอดีต *หุ้น Mid-Small Cap สหรัฐฯ (ดัชนี Russell 2000) สามารถสร้างผลตอบแทนเฉลี่ยประมาณ 15%* ในช่วง 12 เดือนหลังจากที่ PMI ภาคการผลิตกลับเข้าสู่ทิศทางฟื้นตัว และมักให้ผลตอบแทนเหนือกว่าหุ้นขนาดใหญ่อย่างดัชนี S&P 500
- เรายังคงให้น้ำหนักการลงทุนในกลุ่ม *พลังงาน (Energy)* และ *สาธารณูปโภค (Utilities)* ซึ่งมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับสูงขึ้นท่ามกลางความตึงตัวของอุปทานพลังงาน รวมถึงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่ยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ไม่ใช่สินทรัพย์ป้องกันความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในเหตุการณ์ที่กระทบตลาดพลังงานหรือน้ำมันในตะวันออกกลาง

- เมื่อเทียบกับความผันผวนจากราคาน้ำมันหรือตัวเลขเศรษฐกิจ การตอบสนองของ US Treasuries ต่อความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์มักมีขนาดค่อนข้างจำกัด
- ภายใต้อสมมติฐานของเรา ราคา น้ำมัน WTI มีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลตลอดช่วงที่เหลือของปี ซึ่งอาจจำกัดทิศทางการปรับลดลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว เนื่องจากความกังวลด้านเงินเฟ้อมีแนวโน้มกลับมาอีกครั้ง ขณะที่ความคาดหวังต่อการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเริ่มลดลง

# กำไรของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐฯ เริ่มกลับมา มี Momentum เชิงบวกนับตั้งแต่ต้นปี 2026



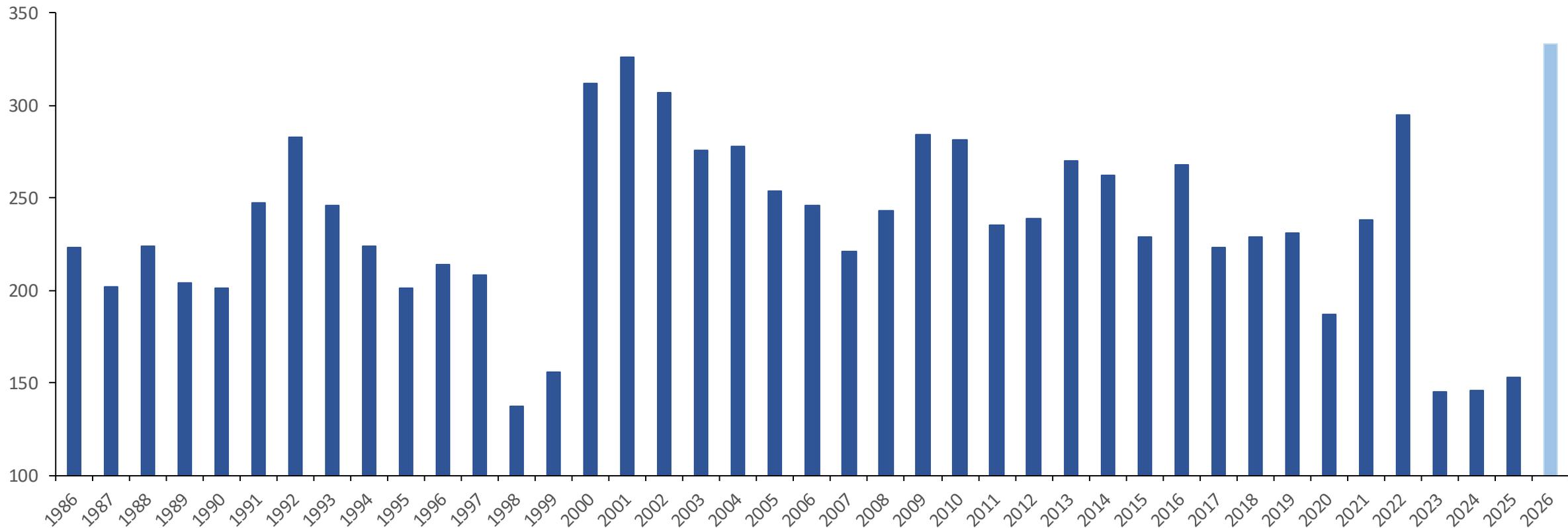
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ปัจจุบันมีหุ้นประมาณ 66% ในดัชนี S&P 500 ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าดัชนีตั้งแต่ต้นปี ส่งผลให้ Market Breadth มีแนวโน้มแตะระดับสูงสุดในรอบหลายปี



จากสถิติย้อนหลังไปถึงปี 1986 ถือว่าเป็นระดับความกว้างของตลาด Market Breadth ที่สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ และบ่งชี้ว่าการปรับตัวขึ้นของตลาดในปัจจุบันไม่ได้กระจุกตัวอยู่กับแค่หุ้นขนาดใหญ่ไม่กี่บริษัทเหมือนในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

Number of S&P 500 members outperforming the index



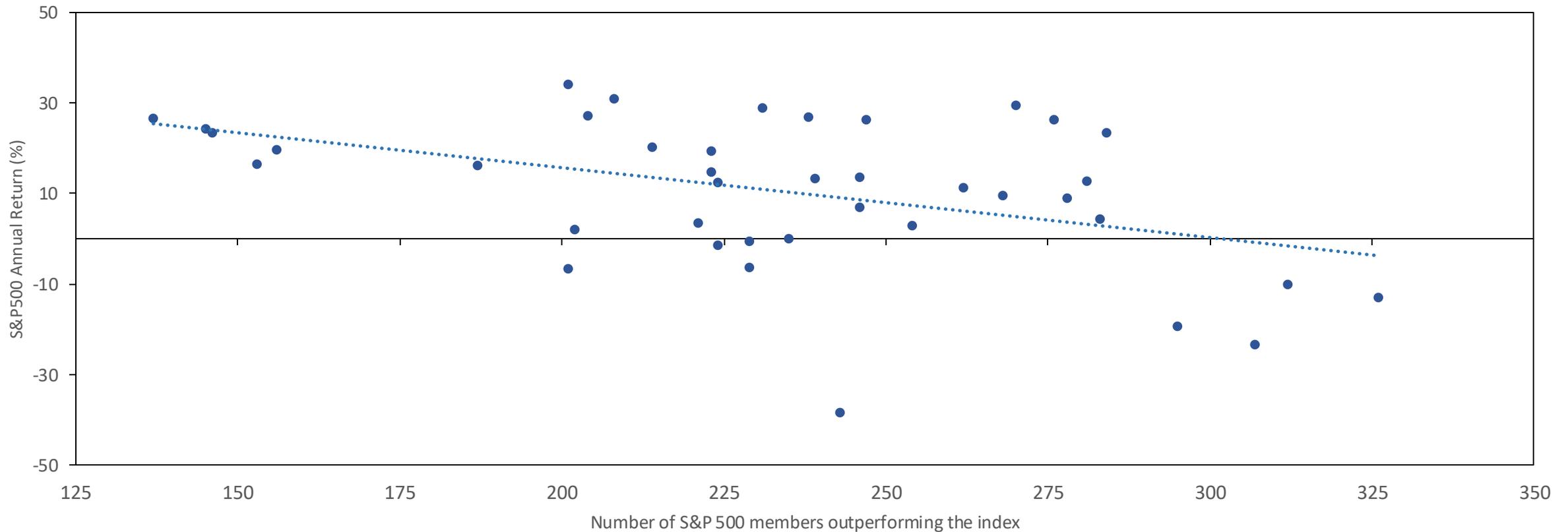
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# ภาวะที่หุ้นส่วนใหญ่ในตลาดให้ผลตอบแทนสูงกว่าดัชนี มักมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม (Negative correlation) กับผลตอบแทนของดัชนี S&P 500 โดยรวม



ช่วงที่หุ้นจำนวนมากสามารถทำผลตอบแทนเหนือดัชนีมักสอดคล้องกับช่วงที่ผลตอบแทนรวมของ S&P 500 ไม่ได้โดดเด่นเป็นพิเศษ ซึ่งสภาพแวดล้อมเช่นนี้เอื้อต่อการลงทุนในดัชนีแบบ Equal Weight (S&P 500 Equal Weight Index) เนื่องจากให้น้ำหนักหุ้นทุกตัวเท่ากันและสะท้อนการปรับขึ้นของหุ้นส่วนใหญ่ในตลาดได้ครอบคลุมมากกว่า

S&P 500 Return VS Number of S&P 500 members outperforming the index

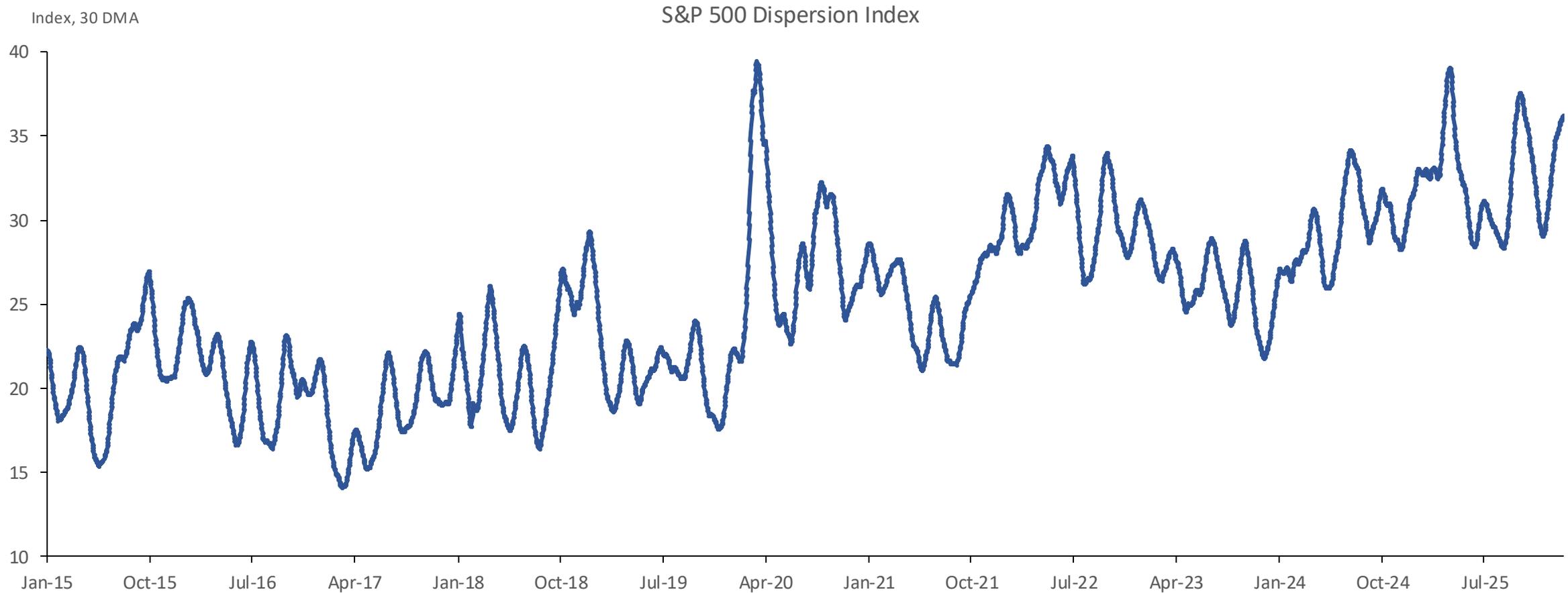


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความแตกต่างของผลตอบแทนระหว่างหุ้นที่อยู่ในระดับสูง (High Dispersion) จำกัดการปรับขึ้นของตลาดโดยรวม ส่งผลให้การเลือกลงทุนรายกลุ่มอุตสาหกรรมและรายตัวมีความสำคัญมากยิ่งขึ้น



เมื่อผลตอบแทนของหุ้นและกลุ่มอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันมากขึ้น โอกาสในการสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนจึงมีแนวโน้มพึ่งพาการจัดการลงทุนตามอุตสาหกรรมและการคัดเลือกหุ้นรายตัว มากกว่าการลงทุนผ่านดัชนีตลาดโดยรวม (Passive investing)



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

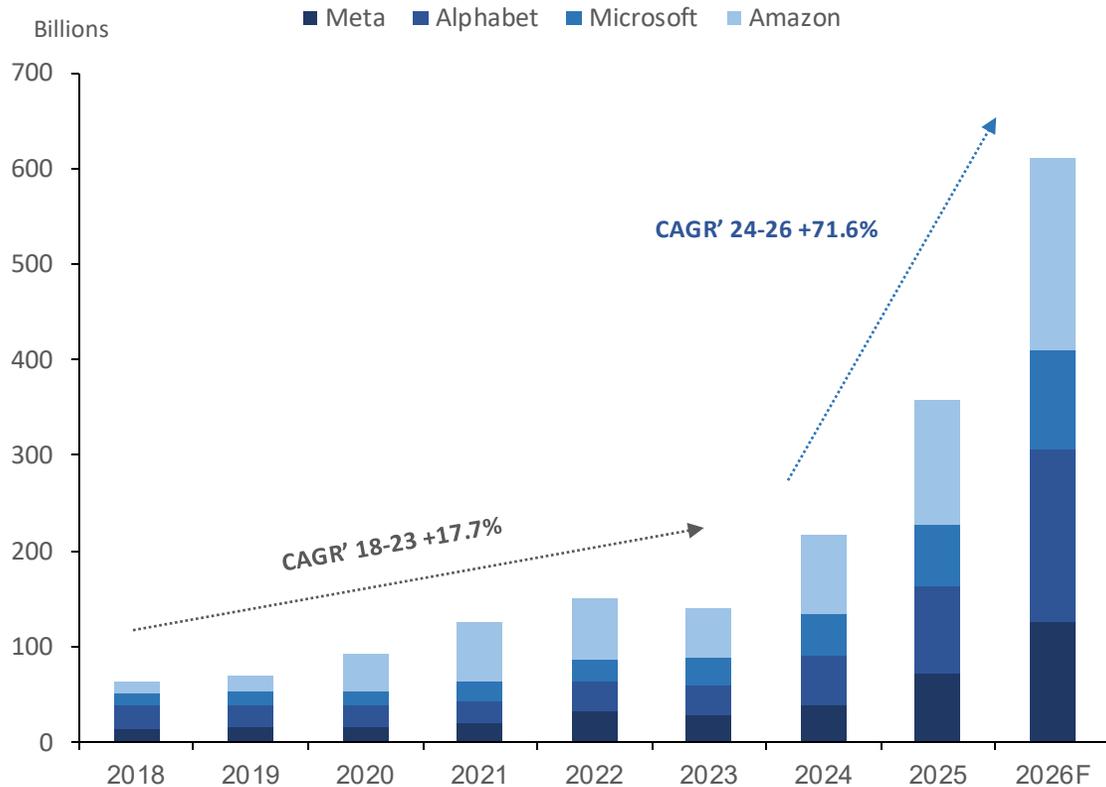
# การเร่งลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของ AI และ Data Center ทำให้ CAPEX ของบริษัทกลุ่ม Hyperscalers เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และจำกัดกระแสเงินสดในระยะสั้น



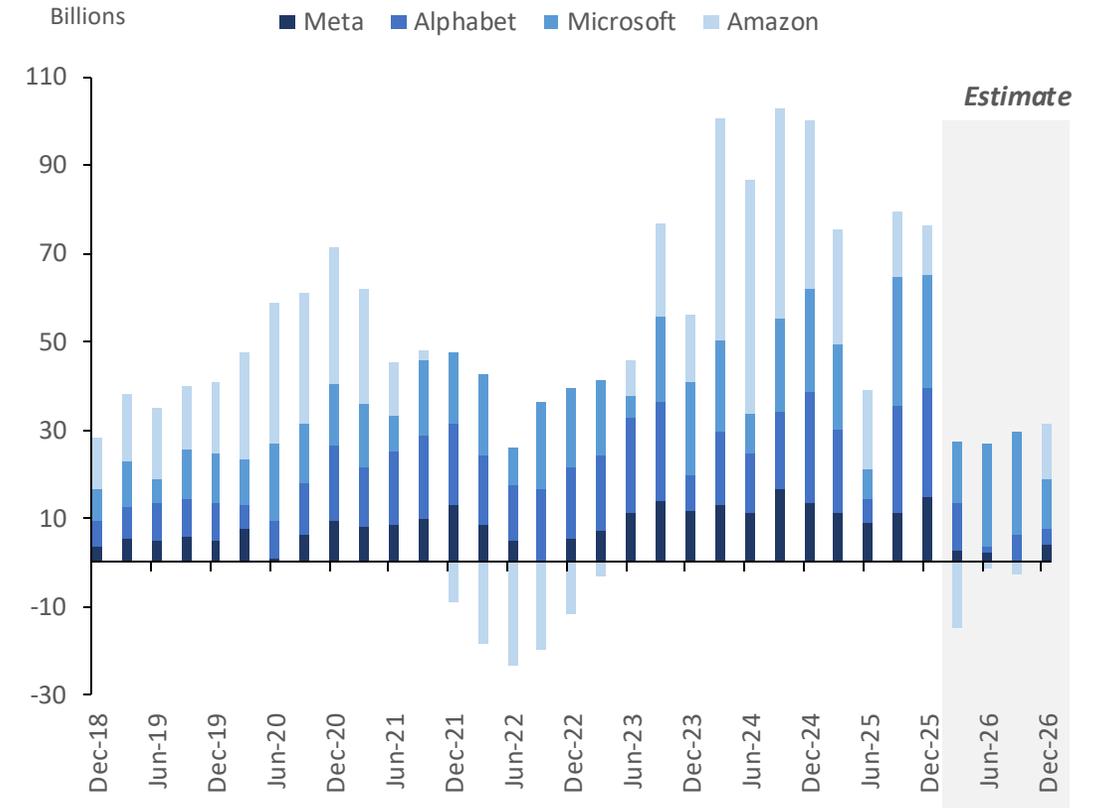
การใช้จ่ายด้านเงินทุน (CAPEX) ของบริษัทกลุ่ม Hyperscalers เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วหลังปี 2023 โดยมีแรงขับเคลื่อนหลักจากการลงทุนใน AI และโครงสร้างพื้นฐานศูนย์ข้อมูล (Data Center)

ส่งผลให้การคาดการณ์กระแสเงินสด (FCF) ของบริษัทกลุ่ม Hyperscalers ปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2026

### Hyperscaler CAPEX Spending

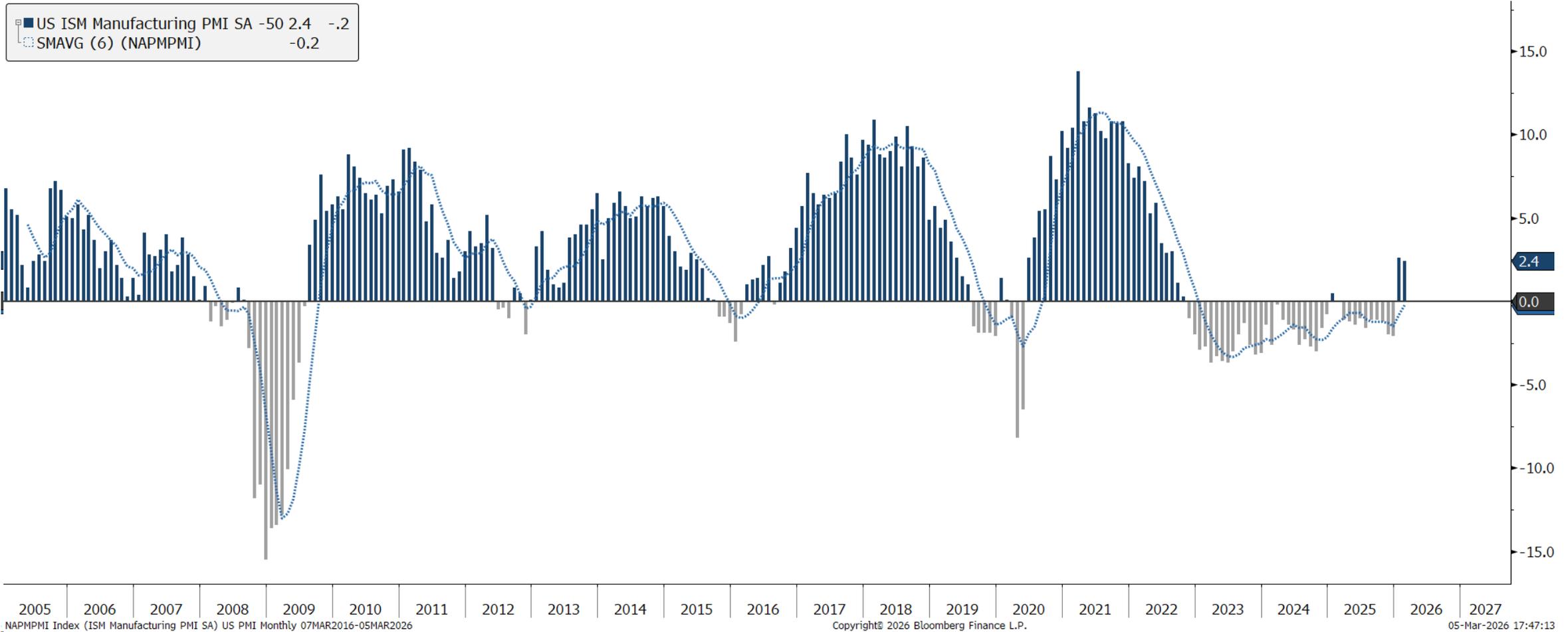


### Hyperscaler Free Cash Flow



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

# ภาคการผลิตสหรัฐเริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัว หลังเผชิญภาวะชะลอตัวต่อเนื่องเกือบ 3 ปี



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

Overview

US

EU

JP

CN

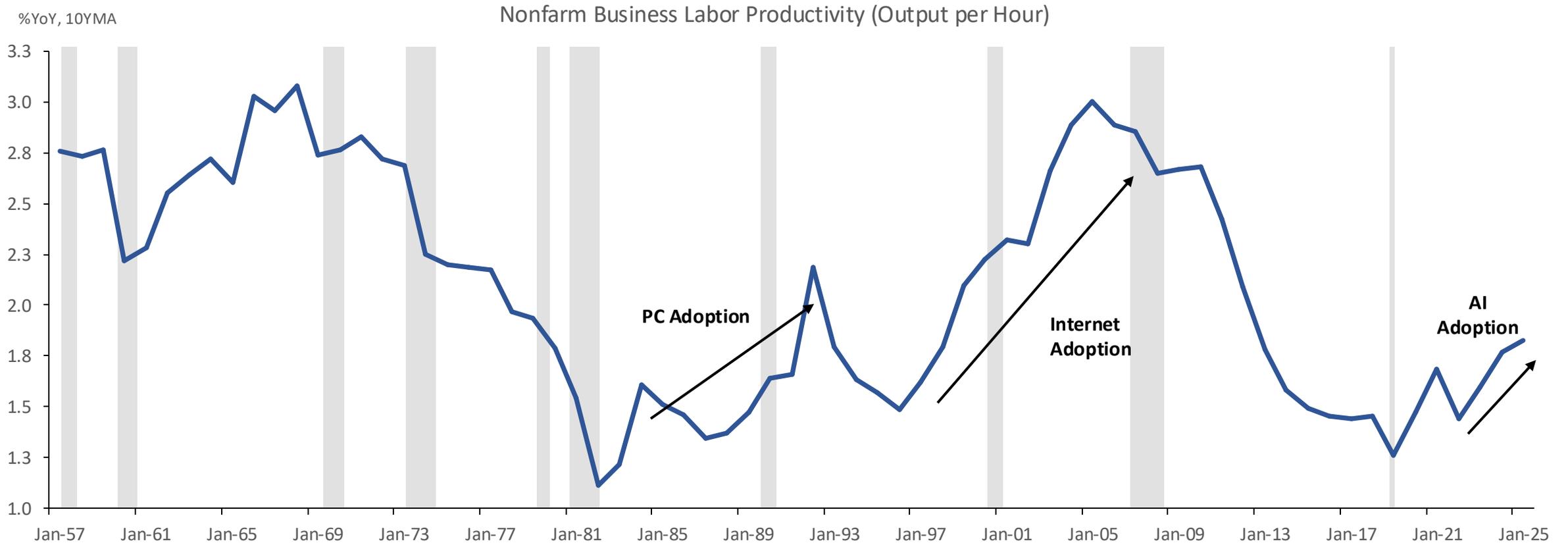
TH

Market Outlook

# AI มีแนวโน้มเข้ามากกระตุ้นการเติบโตของผลิตภาพในระยะต่อไป เช่นเดียวกับยุค การใช้งานคอมพิวเตอร์และอินเทอร์เน็ต



การนำ AI มาใช้งานมีลักษณะคล้ายคลึงกับรูปแบบในอดีตของเทคโนโลยีที่ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ โดยการเพิ่มขึ้นของผลิตภาพมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นเมื่อการใช้งานเริ่มแพร่หลาย ขณะที่การปรับตัวดีขึ้นในช่วงล่าช้าบ่งชี้ว่า การใช้งาน AI อาจกำลังก้าวเข้าสู่ระยะเริ่มต้นของการขยายตัวของผลิตภาพอีกระลอกหนึ่ง



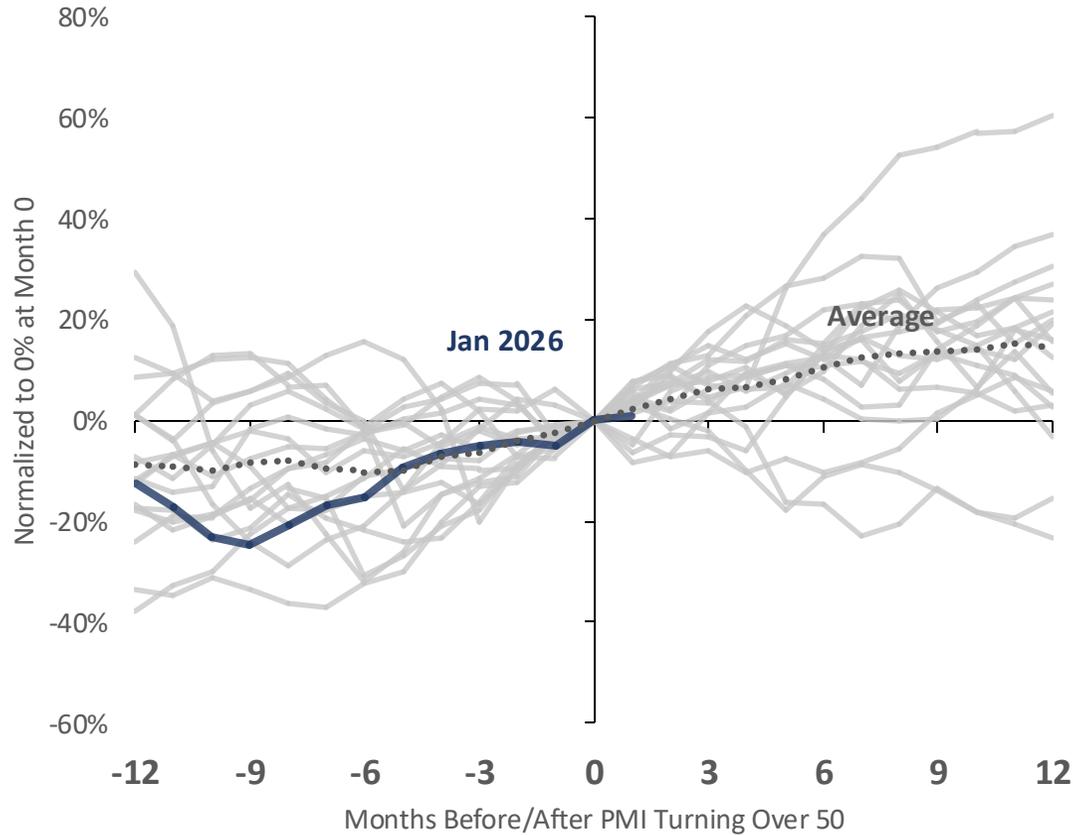
# หุ้นขนาดกลางและขนาดเล็กมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนได้โดดเด่นในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น



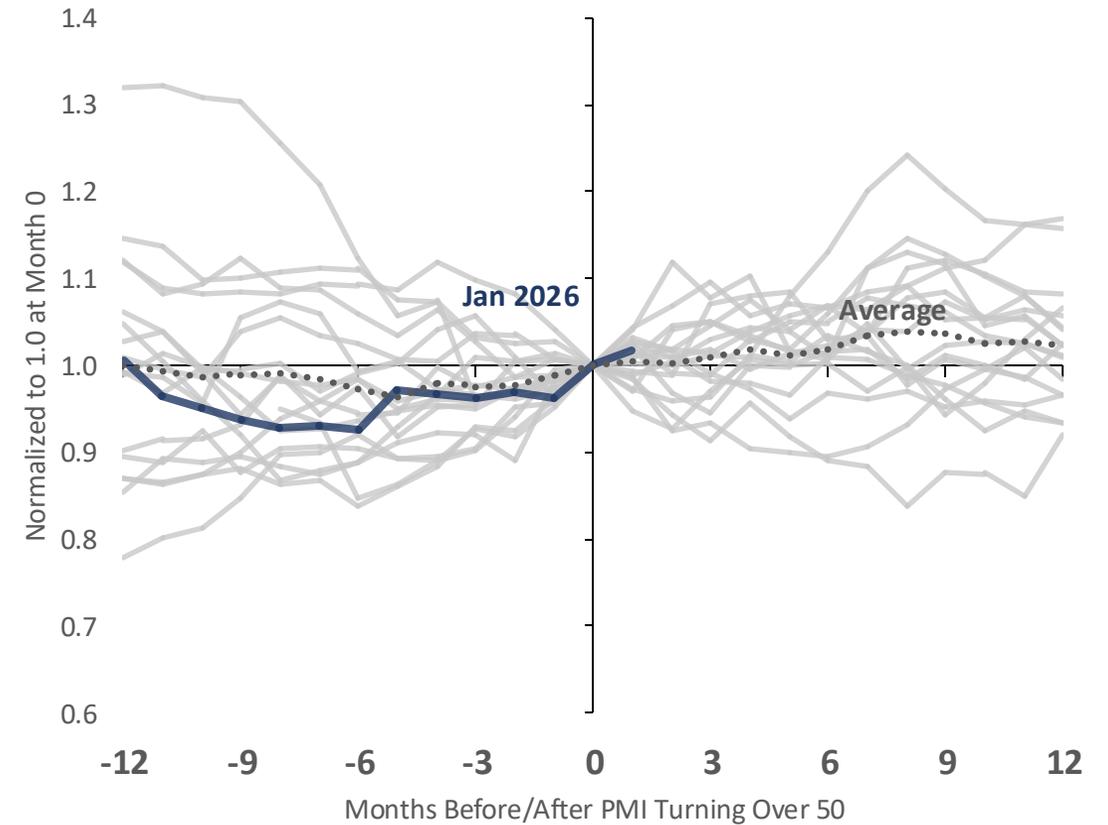
หุ้นขนาดกลางและขนาดเล็กของสหรัฐฯ (Russell 2000) ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยประมาณ 15% ภายใน 12 เดือน หลังดัชนี PMI ภาคการผลิตปรับตัวขึ้นและกลับมาอยู่ในแดนขยายตัวติดต่อกันเกิน 3 เดือน

นอกจากนี้ ดัชนี Russell 2000 ยังมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนเหนือกว่าดัชนี S&P 500 ในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น

Russell 2000 Returns After PMI Sustainably Rises Above 50



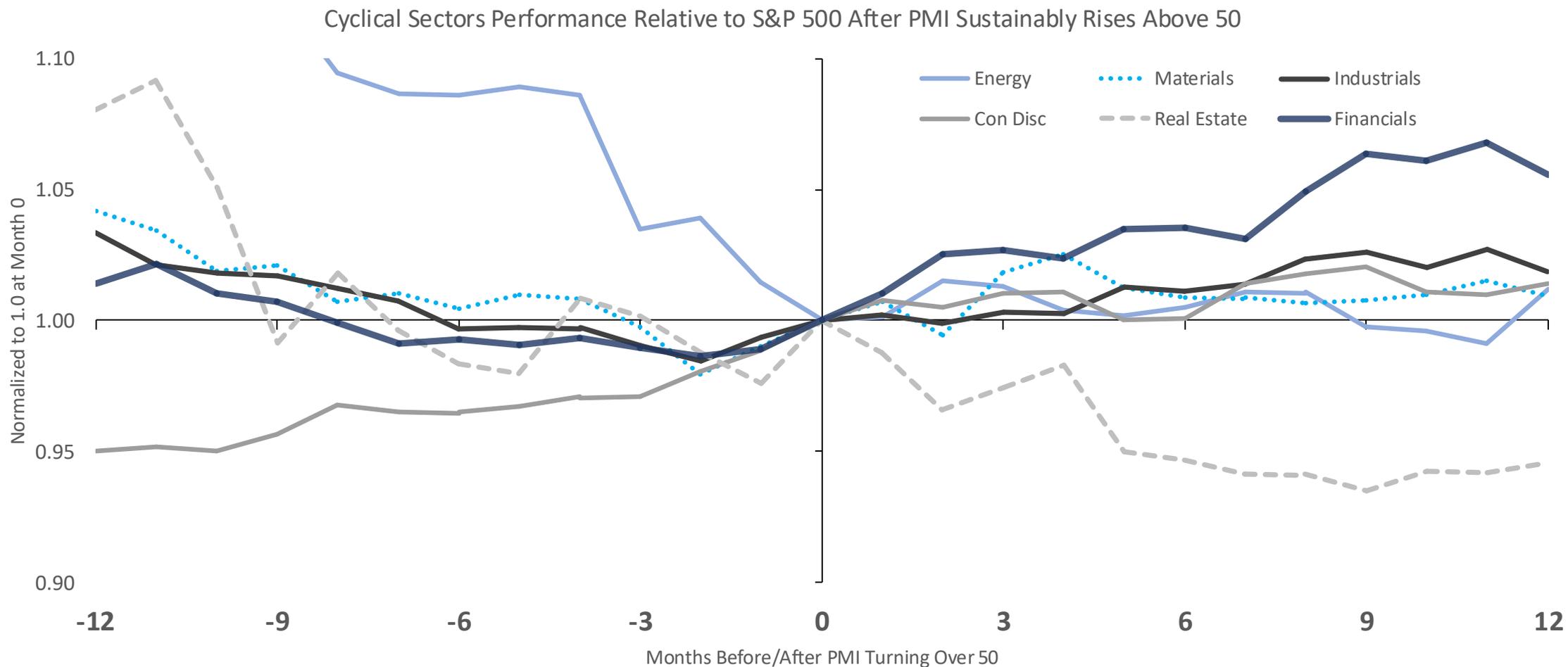
Russell 2000/S&P 500 After PMI Sustainably Rises Above 50



Note: Only cycles where PMI stays above 50 for more than 3 consecutive months are included

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

กลุ่มอุตสาหกรรมที่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ (Cyclical sectors) มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนเหนือกว่าตลาดโดยรวม ภายหลังจากที่กิจกรรมภาคการผลิตปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง



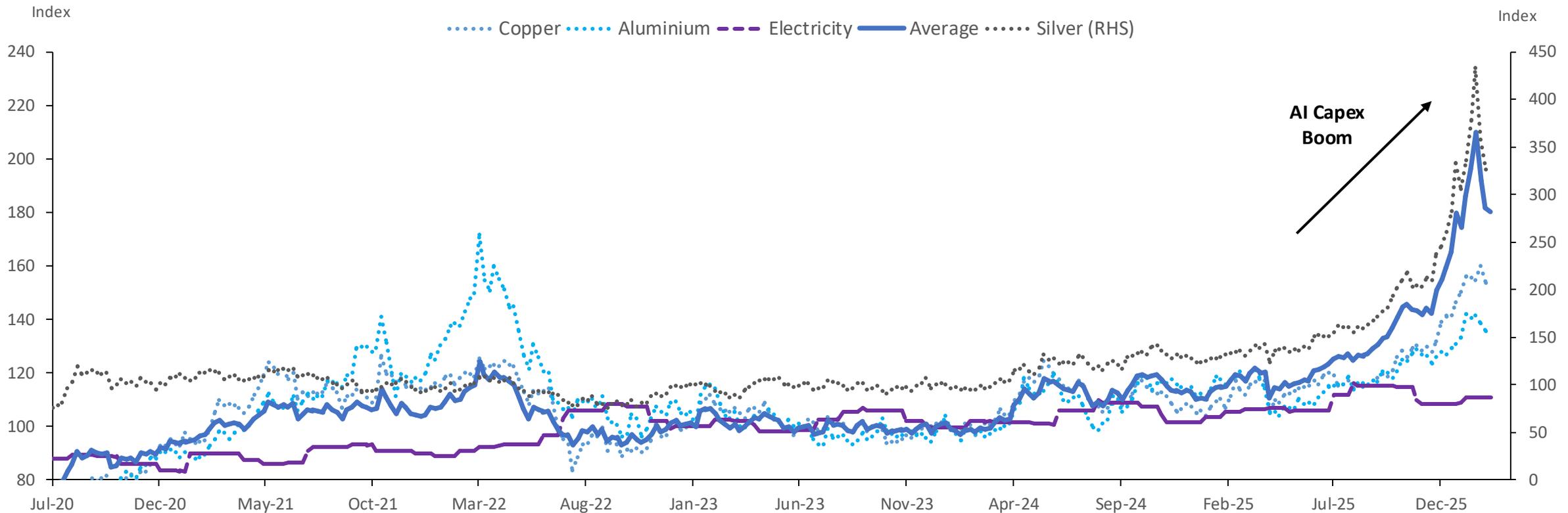
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# การขยายตัวของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับ AI กำลังผลักดันให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ



การเร่งตัวของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับ AI กำลังก่อให้เกิดความต้องการต่อปัจจัยการผลิตภาคอุตสาหกรรมสำคัญอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน AI อาทิ ทองแดง อลูมิเนียม และ แร่เงิน มีแนวโน้มการปรับตัวสูงขึ้นในวงกว้าง

AI related commodities price



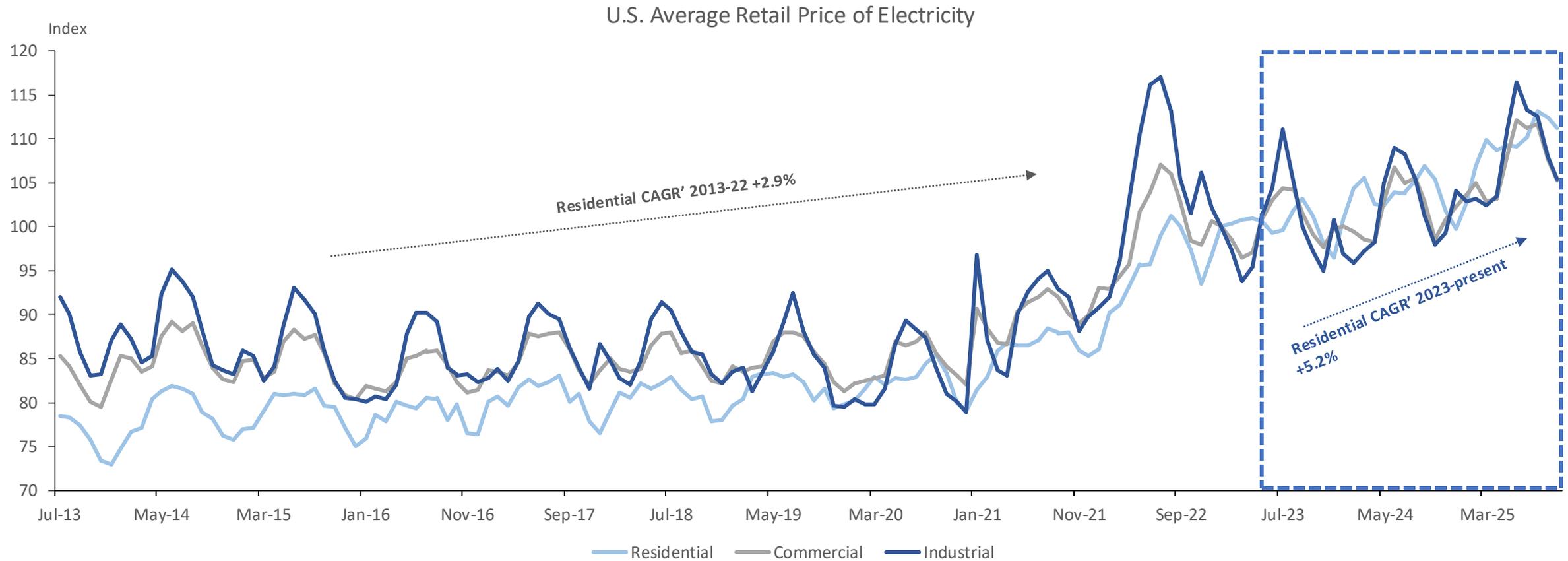
Note: Normalized prices to 100 in Jan-2023

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

# การขยายตัวของศูนย์ข้อมูล (Data Center) เริ่มเข้ามาเป็นปัจจัยสำคัญที่ผลักดันความต้องการใช้ไฟฟ้า และสร้างแรงกดดันให้ราคาไฟฟ้าในสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้น



ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2022 ซึ่งเป็นช่วงที่กระแสการพัฒนาเทคโนโลยี AI และการลงทุนในศูนย์ข้อมูล (Data Center) เริ่มเร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จะเห็นได้ว่าราคาไฟฟ้าเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่รวดเร็วกว่าช่วงก่อนหน้าอย่างชัดเจน โดยในช่วงปี 2023 จนถึงปัจจุบัน ราคาไฟฟ้าในภาคครัวเรือนของสหรัฐฯ มีอัตราการเพิ่มขึ้นเฉลี่ยประมาณ 5.2% ต่อปี ซึ่งสูงกว่าในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาเกือบสองเท่า



Note: Normalized prices to 100 in Jan-2023  
 Source: Bloomberg, EIA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# แรงขายทำกำไรในสินทรัพย์เสี่ยงจากภาวะสงคราม ทำให้ Valuation ของตลาด หุ้นญี่ปุ่นกลับมาอยู่ในระดับใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยอีกครั้ง



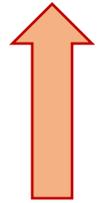
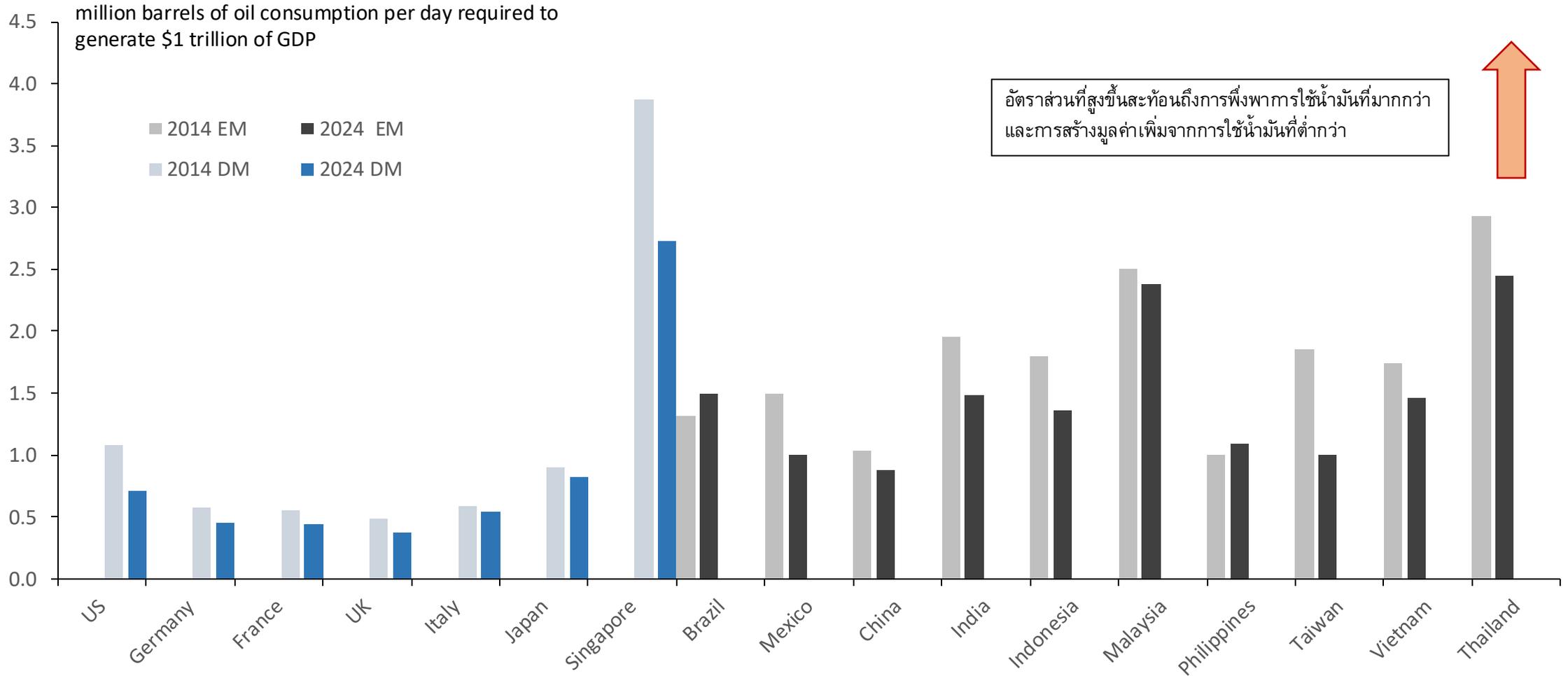
ปัจจุบันค่า Forward P/E ของดัชนี Nikkei กลับมาเคลื่อนไหวใกล้เคียงกับระดับปกติ เมื่อเปรียบเทียบกับดัชนี S&P 500 และเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของตัวเองในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา



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

# กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) มีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของราคาน้ำมันมากกว่าประเทศพัฒนาแล้วอย่างมีนัยสำคัญ

Oil to GDP Dependency Ratio by Country



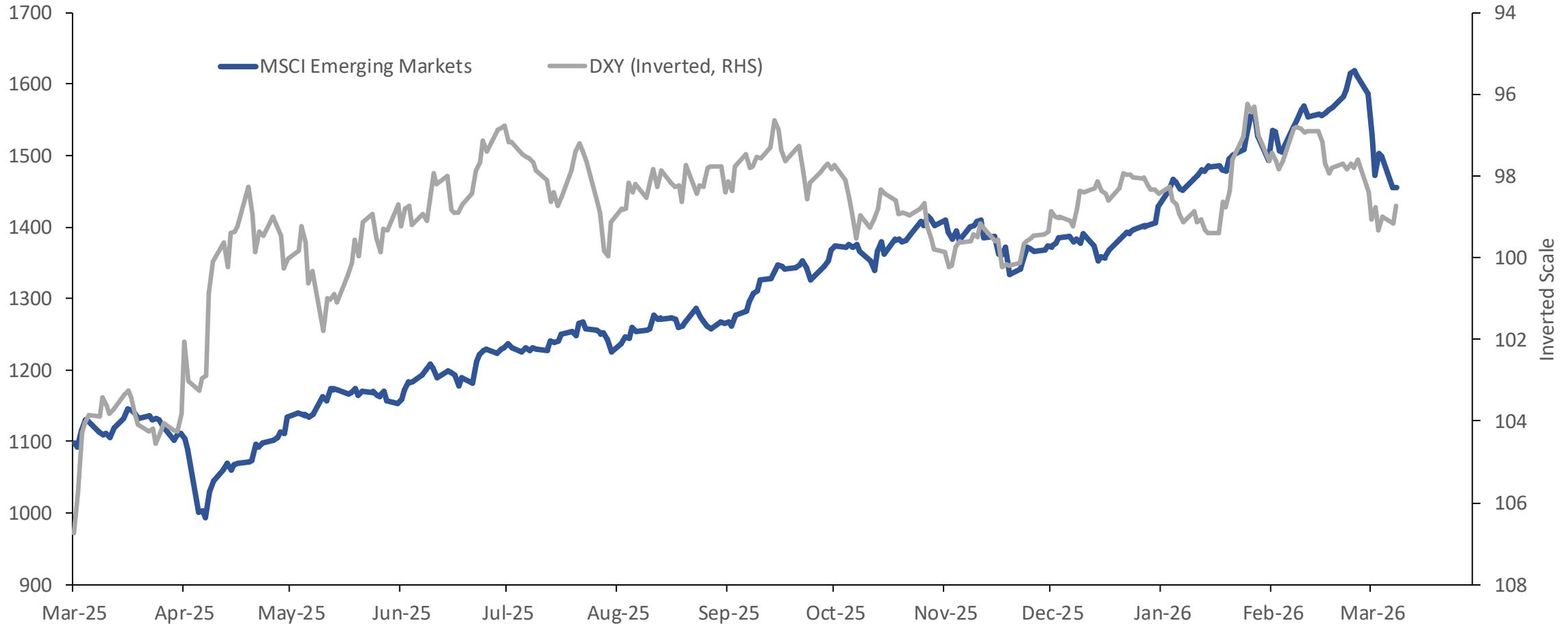
อัตราส่วนที่สูงขึ้นสะท้อนถึงการพึ่งพาการใช้น้ำมันที่มากกว่าและการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการใช้น้ำมันที่ต่ำกว่า

Source: Energy Institute, World Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# การแข่งขันค่าของเงินดอลลาร์ ท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มขึ้น สูงขึ้น เพิ่มแรงกดดันต่อการลงทุนในตลาดหุ้นของประเทศตลาดกำลังพัฒนา



MSCI Emerging Markets vs. Dollar Index

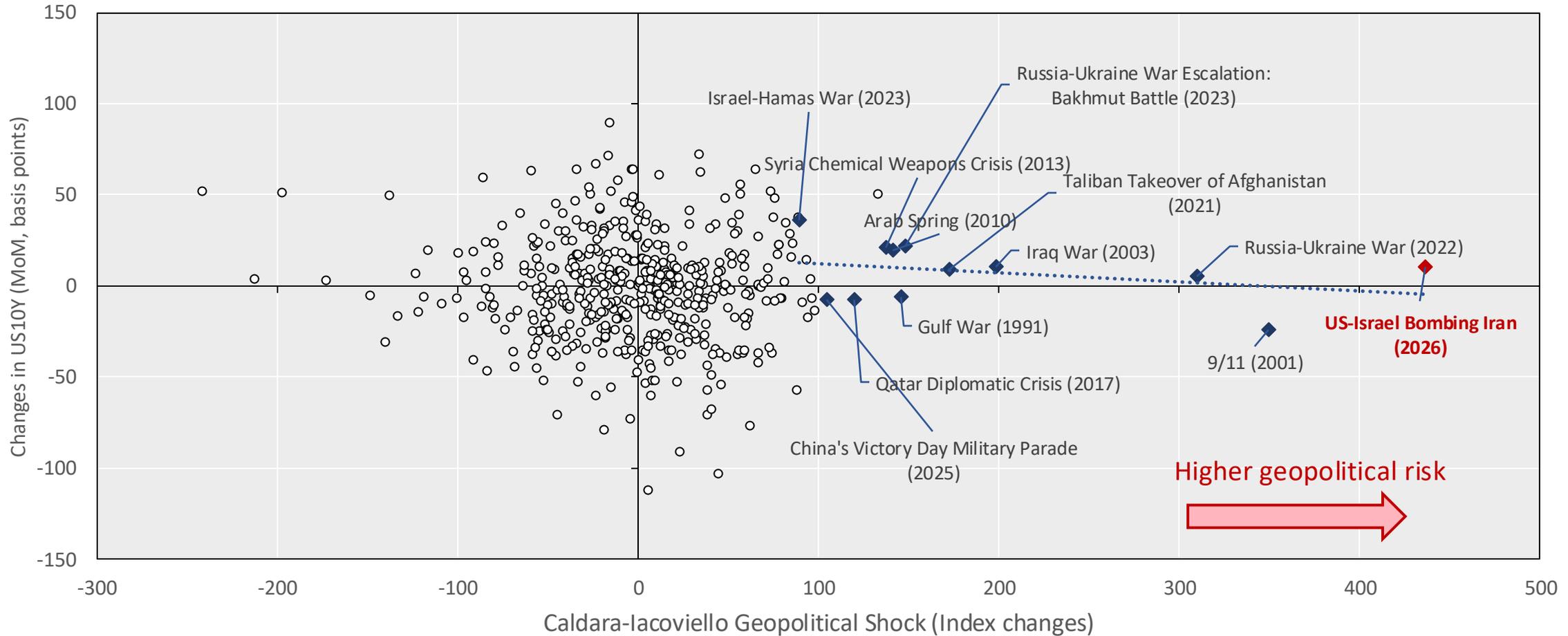


Source: Energy Institute, World Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อาจไม่ใช่เครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่มีประสิทธิภาพเท่าที่นักลงทุนมักเชื่อกัน โดยเฉพาะในเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับตลาดพลังงานหรือน้ำมันในบริเวณตะวันออกกลาง ซึ่งมักกดดันให้ **Bond yield** ปรับสูงขึ้นจากความกังวลต่อเงินเฟ้อ

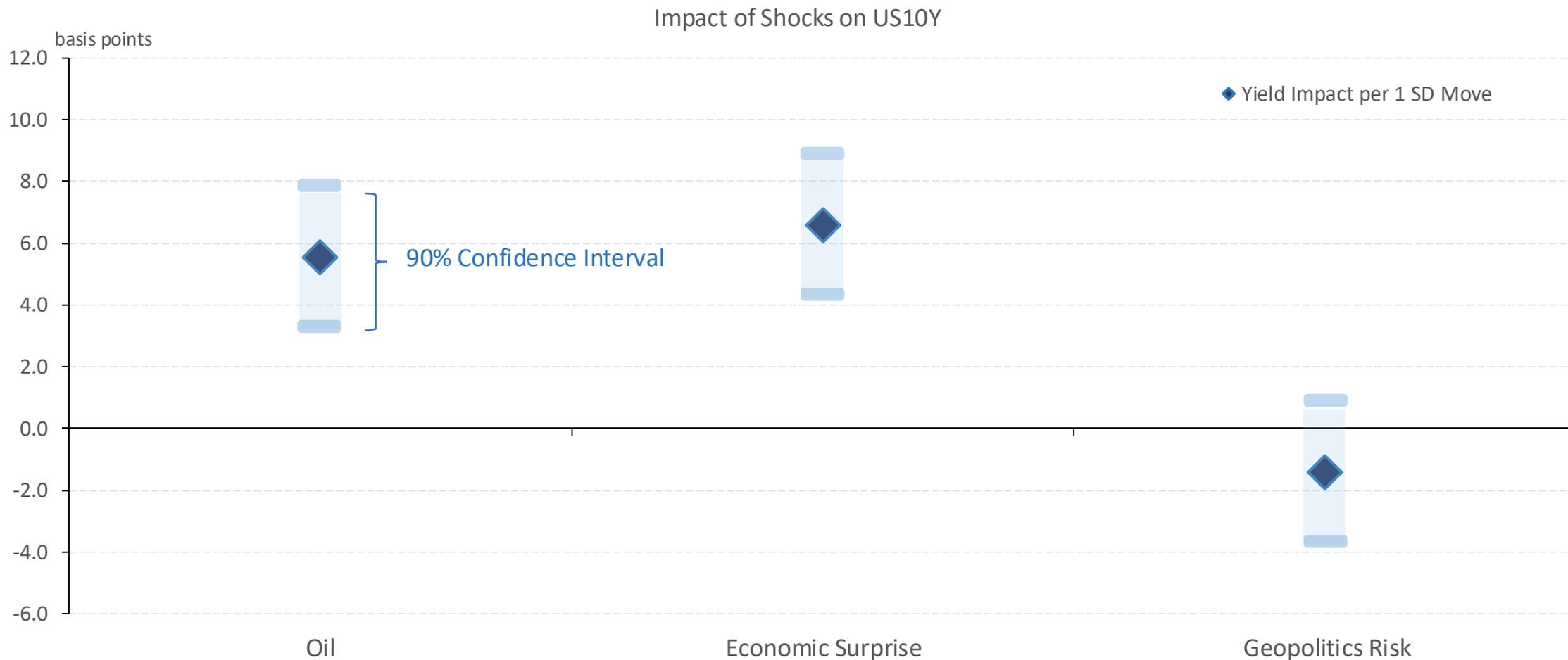


Geopolitical Shocks and US10Y Changes



Note: The analysis used end-of-month data except the US-Israel Boming Iran event which used latest data as of 2 March 2026  
 Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เมื่อเปรียบเทียบกับความผันผวนจากราคาน้ำมันหรือข้อมูลเศรษฐกิจ การตอบสนองของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐต่อความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ถือว่ามีขนาดค่อนข้างจำกัด

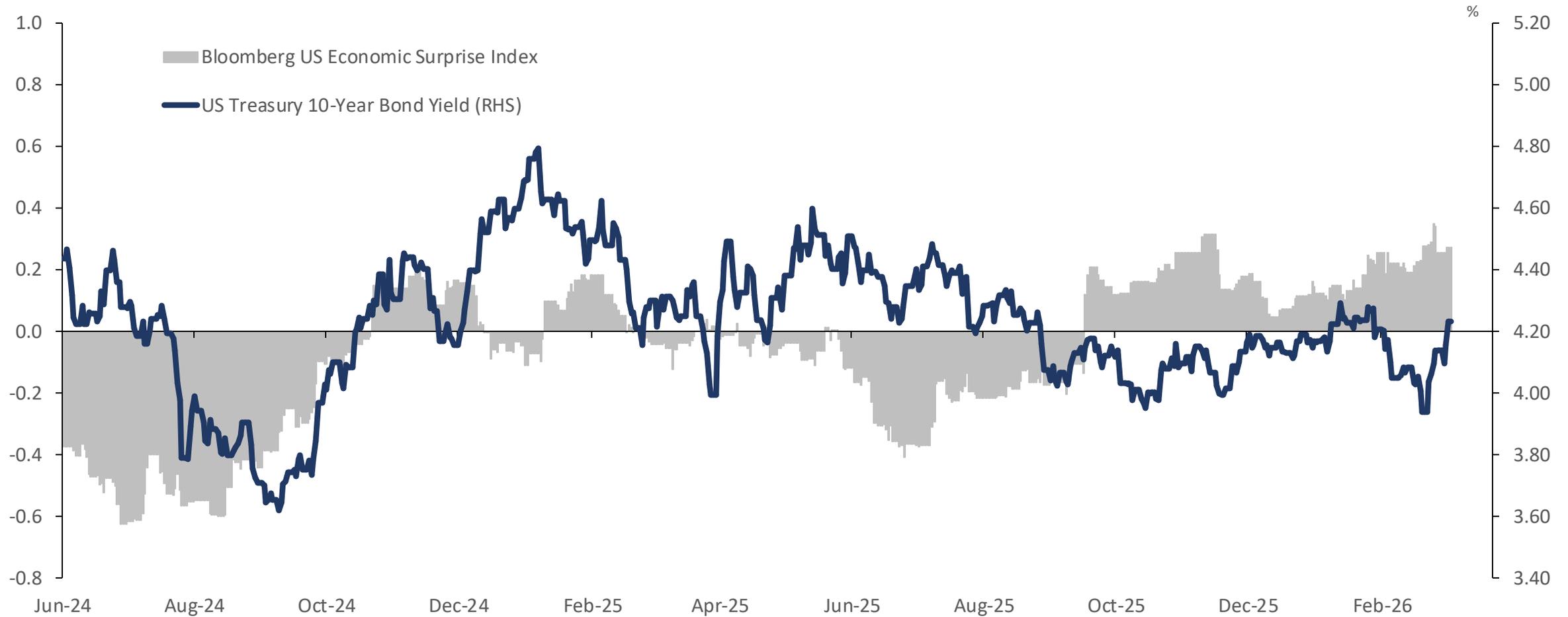


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอายุ 10 ปี (US10Y) ปรับตัวลดลงสวนทางกับข้อมูลเศรษฐกิจที่ออกมาแข็งแกร่งในเดือนกุมภาพันธ์ ก่อนที่จะเริ่มกลับมาฟื้นตัวขึ้นตามที่คาดการณ์ไว้



US10Y vs. Economic Surprise Index



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

สินค้าโภคภัณฑ์กลุ่มพลังงานได้รับความสนใจจากตลาดน้อยกว่าสินค้าโภคภัณฑ์ประเภทอื่นในวัฏจักรขาขึ้นครั้งล่าสุด ซึ่งอาจเปิดโอกาสให้เกิดการปรับตัวขึ้นที่มากกว่าคาด (Upside surprise)

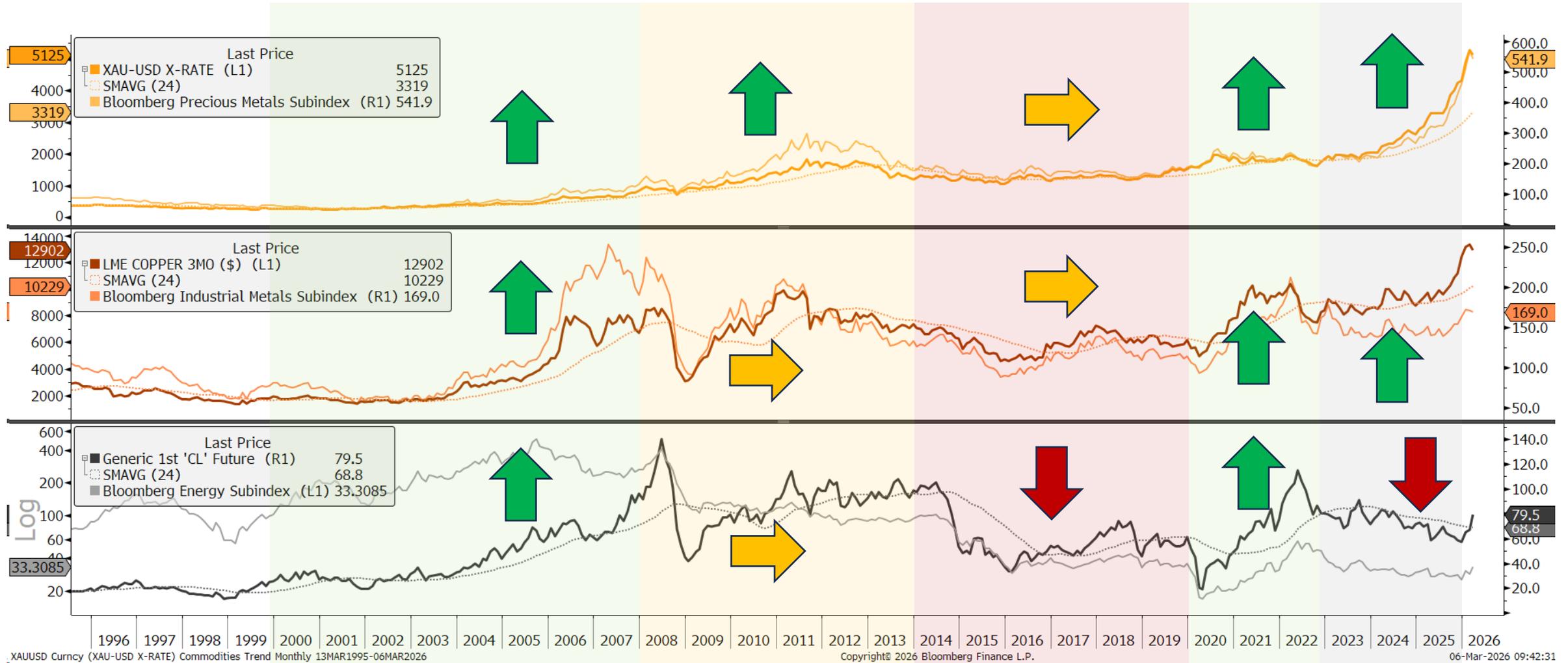


		Commodity Supercycle	Recession + QE	Shale Oil Revolution	COVID Reopening	Geopolitics Storm
		2000-2007	2008-2013	2014-2019	2020-2022	2023-2025
Gold	Starting Price	293.7	802.3	1,260.7	1,499.7	1,737.7
	End Price	802.3	1,260.7	1,499.7	1,737.7	4,188.0
	Change & Trend	↑ 173%	↑ 57%	→ 19%	→ 16%	↑ 141%
Copper	Starting Price	1,813.3	7,133.3	7,221.3	5,945.0	8,020.3
	End Price	7,133.3	7,221.3	5,945.0	8,020.3	11,500.0
	Change & Trend	↑ 293%	→ 1%	→ -18%	↑ 35%	↑ 43%
WTI	Starting Price	24.0	93.1	95.8	56.8	82.5
	End Price	93.1	95.8	56.8	82.5	59.0
	Change & Trend	↑ 288%	→ 3%	↓ -41%	↑ 45%	↓ -28%

Note: 1. We define the “Uptrend” as price change higher than +20% in selected period, “Sideway” as price move between -20% to +20%, and “Downtrend” is when price drop more than -20% 2. The data is 3 months moving average

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

# วัฏจักรสินค้าโภคภัณฑ์ในระหว่างปี 2023-2025 ผิดปกติไปจากรูปแบบในอดีต จากราคาสินค้าพลังงานที่อยู่ในแนวโน้มขาลง สวนทางกับกลุ่มโลหะมีค่าและโลหะอุตสาหกรรม



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

# เราปรับคาดการณ์กรอบราคาน้ำมันดิบในช่วงที่เหลือของปีขึ้นสู่ระดับ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐ ต่อบาร์เรล จากวิกฤตการหยุดชะงักของช่องแคบฮอร์มุซ



เราเราได้ปรับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันดิบ WTI สำหรับช่วงที่เหลือของปี 2026 จาก 70 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล (vs. Consensus ก่อนเกิดสงครามที่ 55-60 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล) ขึ้นมาอยู่ที่ 80-90 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล

- นับเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ที่ไม่มีเรือบรรทุกน้ำมันแล่นผ่านช่องแคบฮอร์มุซติดต่อกันนานหลายสัปดาห์ ถือเป็น การหยุดชะงักของตลาดน้ำมันโลกที่รุนแรงที่สุด เท่าที่เคยมีมา ส่งผลให้อุปทานน้ำมันโลกหายไปทันทีกว่า 15 ล้านบาร์เรลต่อวัน (น้ำมันดิบราว 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน และน้ำมันสำเร็จรูปราว 5 ล้านบาร์เรลต่อวัน) และอาจจุดไฟให้การผลิตน้ำมันของกลุ่มประเทศอ่าวลดลงมากถึง 3-5 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มี.ค.
- แม้จะมีการระบายน้ำมันสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (SPR) สูงถึง 400 ล้านบาร์เรล แต่ข้อจำกัดด้านโลจิสติกส์และการขนส่งทำให้สามารถเพิ่มอุปทานสู่ตลาดได้สูงสุดไม่เกินกว่า 3-4 ล้านบาร์เรลต่อวันเท่านั้น ซึ่งยังต่ำกว่าปริมาณที่หายไปจากวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซอย่างมีนัยสำคัญ

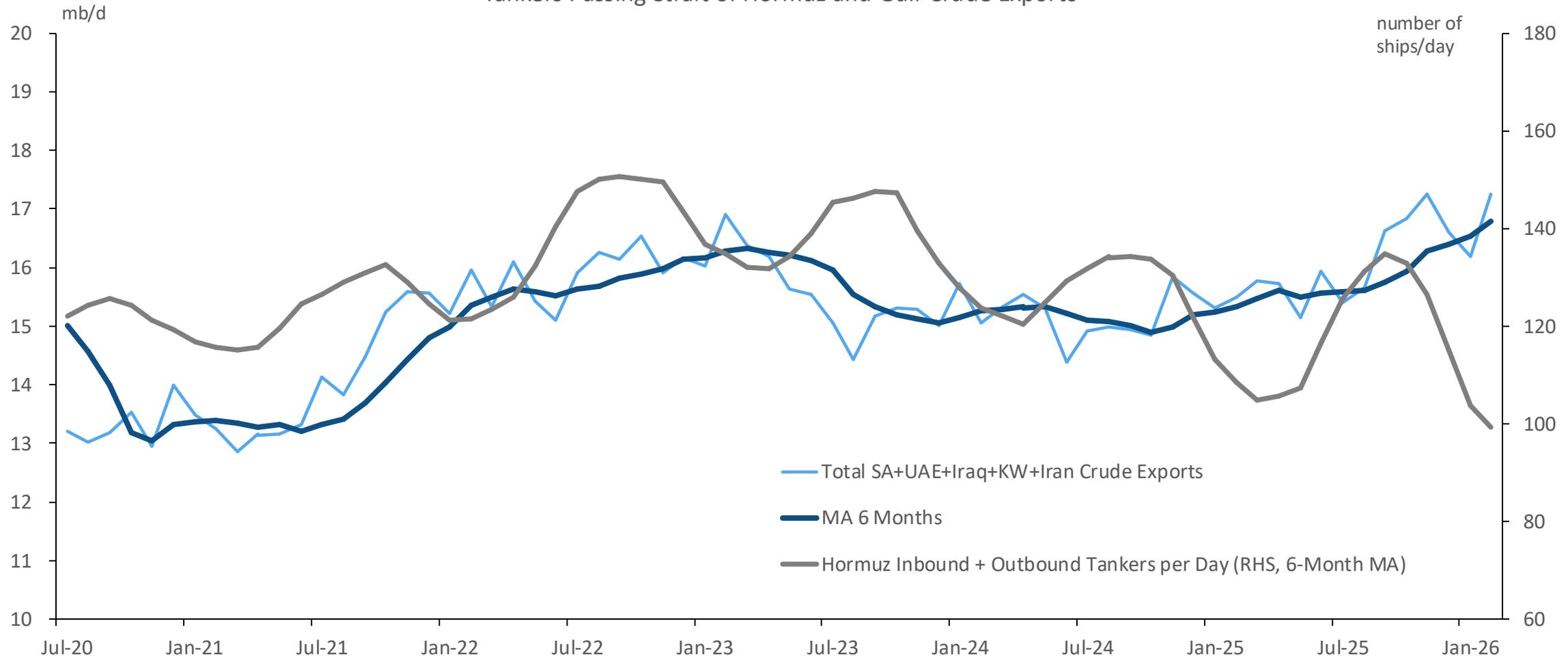
เราเราประเมินว่าวิกฤตครั้งนี้จะดึงน้ำมันออกจากคลังสำรองทั่วโลกราว 400-500 ล้านบาร์เรล (ยังไม่รวมการระบาย SPR) โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าการเดินเรือผ่านช่องแคบฮอร์มุซจะทยอยฟื้นตัวในช่วงปลายเดือน มี.ค.

- ด้วยข้อจำกัดด้านโลจิสติกส์ดังทำให้การระบาย SPR ไม่สามารถชดเชยอุปทานที่หายไปได้เต็มที่ ส่งผลให้ระดับน้ำมันคงคลังโลกมีแนวโน้มต่ำกว่าปกติอย่างมีนัย ซึ่งคาดจะกระตุ้นความต้องการนำเข้าน้ำมันทั่วโลกให้สูงขึ้นต่อเนื่องนานถึง 6-12 เดือนเป็นอย่างน้อย
- โครงสร้างราคาในตลาดล่วงหน้ามีแนวโน้มอยู่ในภาวะ Backwardation ที่ชันขึ้น โดยส่วนต่างราคาระหว่างสัญญา 1-12 เดือนมีแนวโน้มทรงตัวในกรอบ 5-10 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล แม้สงครามจะคลี่คลายลงได้ก็ตาม สะท้อนแรงจูงใจในการสะสมคลังสำรองของประเทศต่าง ๆ ที่ต้องการฟื้นระดับคลังสำรองน้ำมันกลับสู่ระดับก่อนวิกฤตหรือสูงกว่า ซึ่งจะก่อให้เกิด Hoarding Premium แม้วิกฤตจะผ่านพ้นไปแล้ว
- อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการปรับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันครั้งนี้ไม่ได้สร้างความเสี่ยงขาลงที่มีนัยสำคัญต่อแนวโน้มเศรษฐกิจโลก เนื่องจากราคาน้ำมันในระดับ 80-100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลยังไม่ถือว่าสูงเป็นพิเศษเมื่อเทียบกับในอดีต

ปริมาณการเดินเรือผ่านช่องแคบฮอร์มุซเริ่มลดลงตั้งแต่เดือนมกราคม 2026 ท่ามกลางความตึงเครียดในภูมิภาคที่เพิ่มสูงขึ้น



Tankers Passing Strait of Hormuz and Gulf Crude Exports



Note: For UAE exports, we use a combined amount of its top 5 destinations, including China, India, Japan, Singapore, and Thailand

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

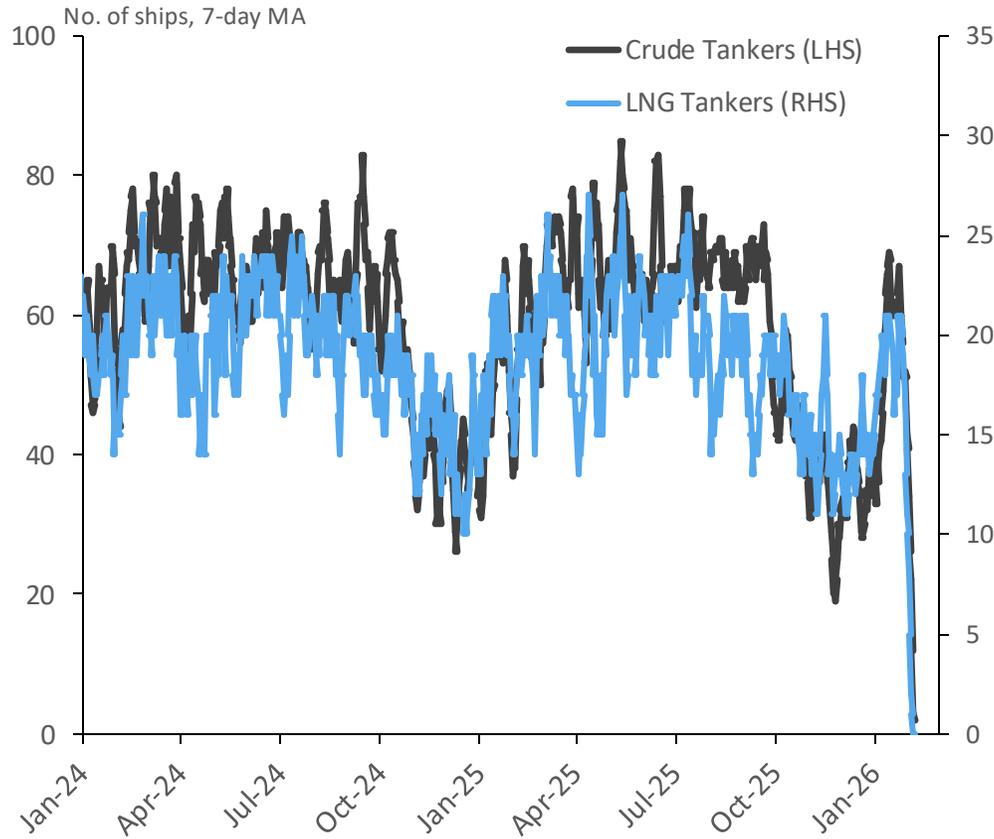
นับเป็นครั้งแรกในประวัติศาสตร์ที่ไม่มีเรือบรรทุกน้ำมันแล่นผ่านช่องแคบฮอร์มุซติดต่อกันนานหลายสัปดาห์ ถือเป็นการหยุดชะงักของตลาดน้ำมันโลกที่รุนแรงที่สุดเท่าที่เคยมีมา ส่งผลให้อุปทานน้ำมันโลกหายไปทันทีกว่า 15 ล้านบาร์เรลต่อวัน



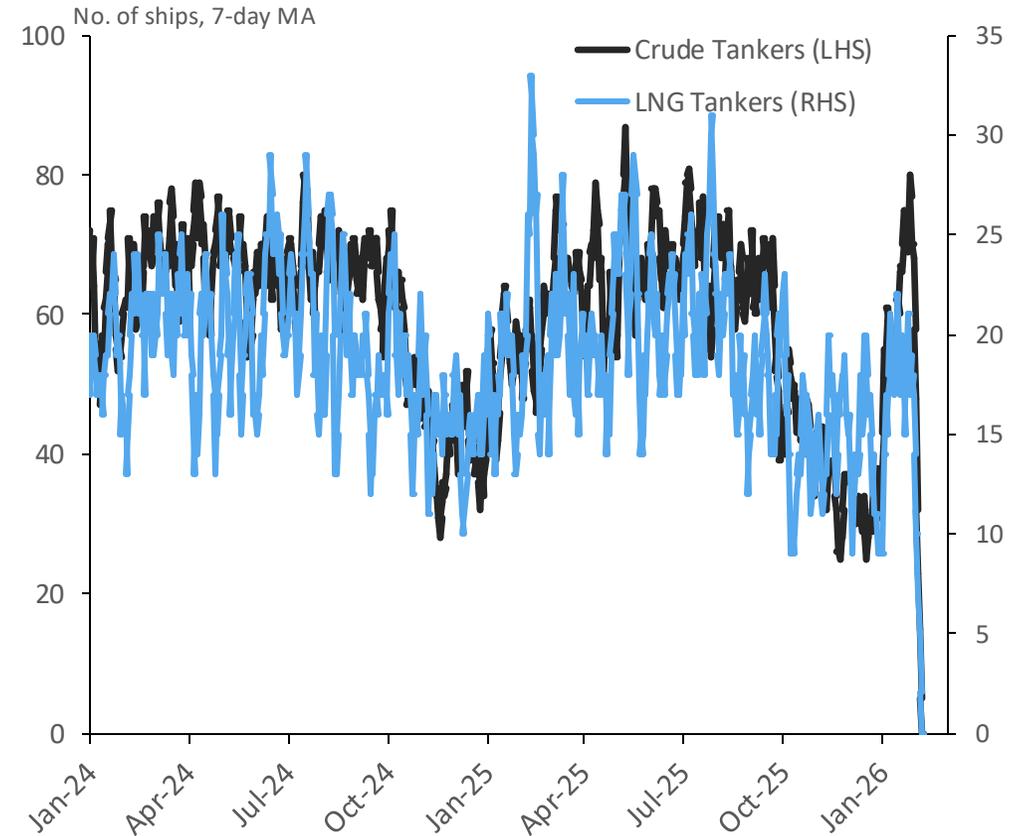
จำนวนเรือขนส่งน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่มุ่งหน้าเข้าสู่อ่าวเปอร์เซียผ่านช่องแคบฮอร์มุซ

จำนวนเรือขนส่งน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่มุ่งหน้าออกจากอ่าวเปอร์เซียผ่านช่องแคบฮอร์มุซ

Number of Tankers Passing Strait of Hormuz, West -> East (Outbound)



Number of Tankers Passing Strait of Hormuz, East -> West (Inbound)

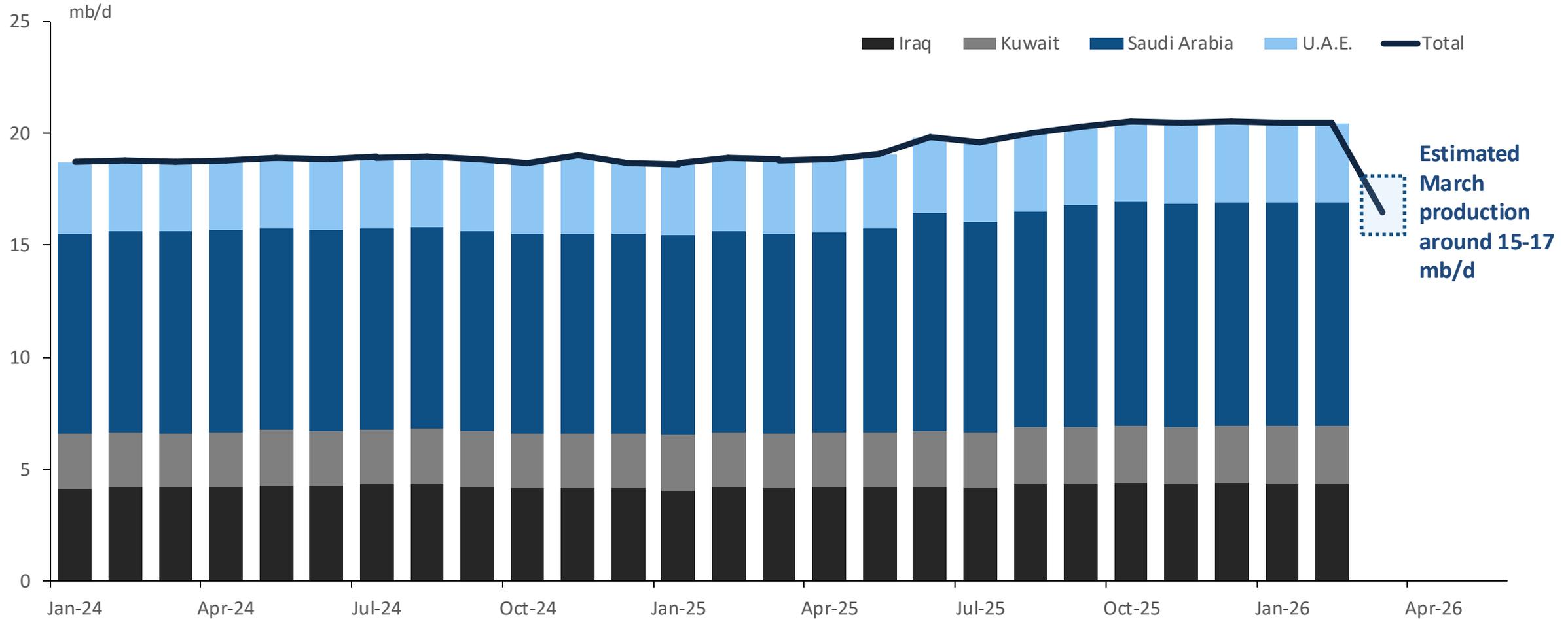


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การผลิตน้ำมันของกลุ่มประเทศอ่าวอาเจลดลงมากถึง -3 ถึง -5 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน  
มี.ค. หรือคิดเป็นการสูญหายของอุปทานกว่า 100-150 ล้านบาร์เรล



OPEC-Gulf Crude Production



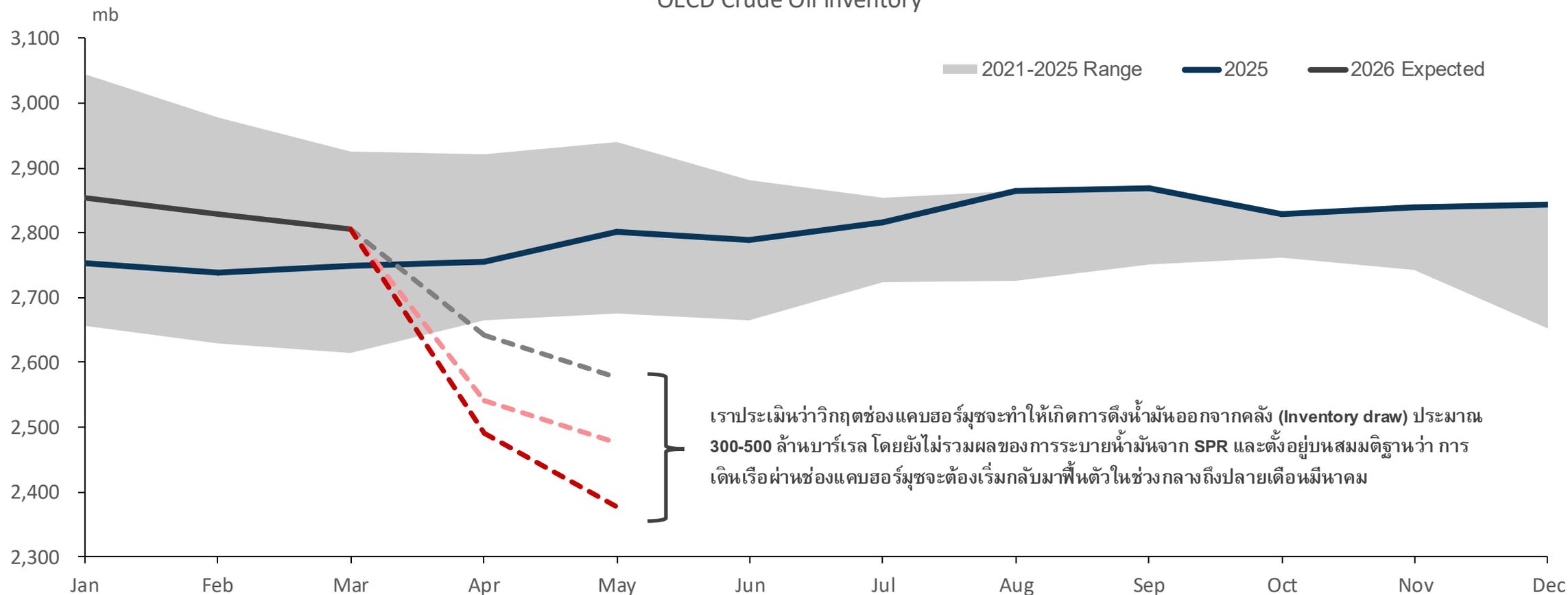
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้วยข้อจำกัดด้านโลจิสติกส์ตั้งทำให้การระบาย SPR ไม่สามารถชดเชยอุปทานที่หายไปได้เต็มที่ ส่งผลให้ระดับน้ำมันคงคลังโลกมีแนวโน้มต่ำกว่าปกติอย่างมีนัย ซึ่งคาดจะกระตุ้นความต้องการนำเข้าน้ำมันทั่วโลกให้สูงขึ้นต่อเนื่องนานถึง 6-12 เดือนเป็นอย่างน้อย



แม้จะมีการระบายน้ำมันสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (SPR) สูงถึง 400 ล้านบาร์เรล แต่ข้อจำกัดด้านโลจิสติกส์และการขนส่งทำให้สามารถเพิ่มอุปทานสู่ตลาดได้สูงสุดไม่เกินกว่า 3-4 ล้านบาร์เรลต่อวันเท่านั้น ซึ่งยังต่ำกว่าปริมาณที่หายไปจากวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซอย่างมีนัยสำคัญ

OECD Crude Oil Inventory



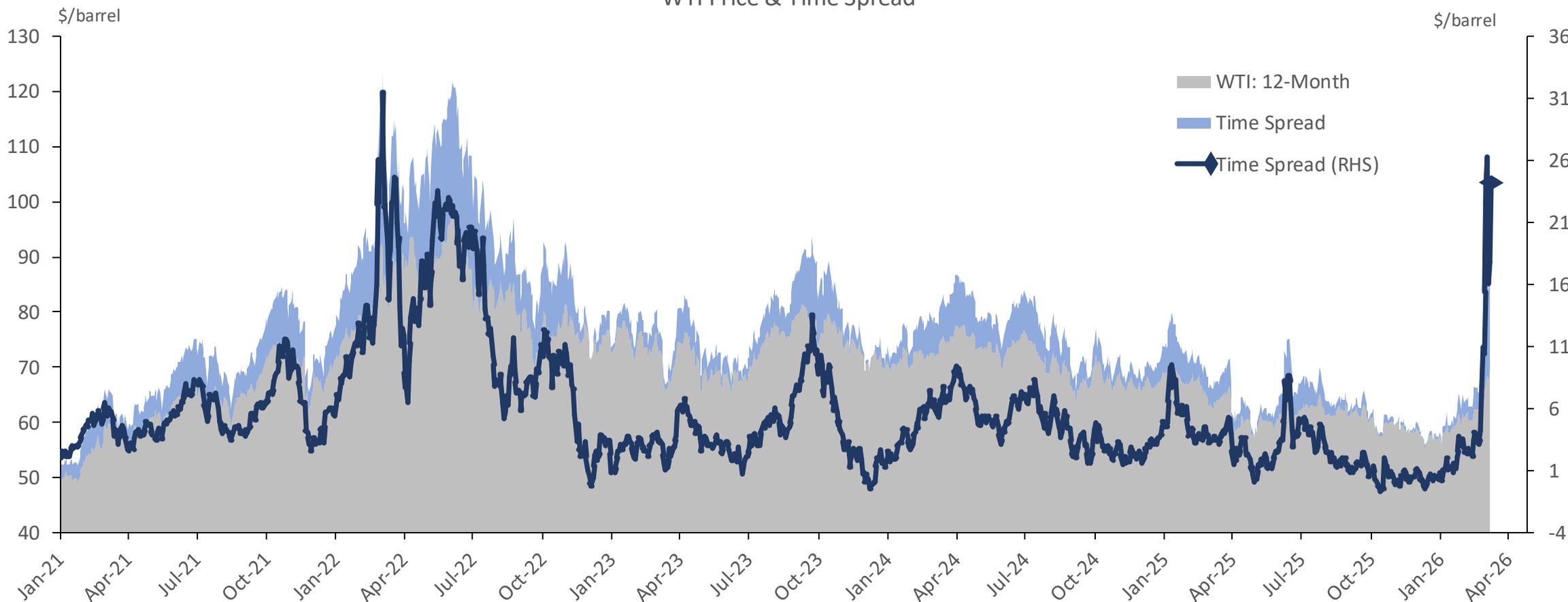
Source: Bloomberg, IEA, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

# แรงซื้อน้ำมันระหว่างวิกฤตรอบนี้ เกิดขึ้นในสัญญาระยะสั้นเป็นหลัก จากความตื่นตระหนกและต้องการจัดหาน้ำมันโดยเร็ว



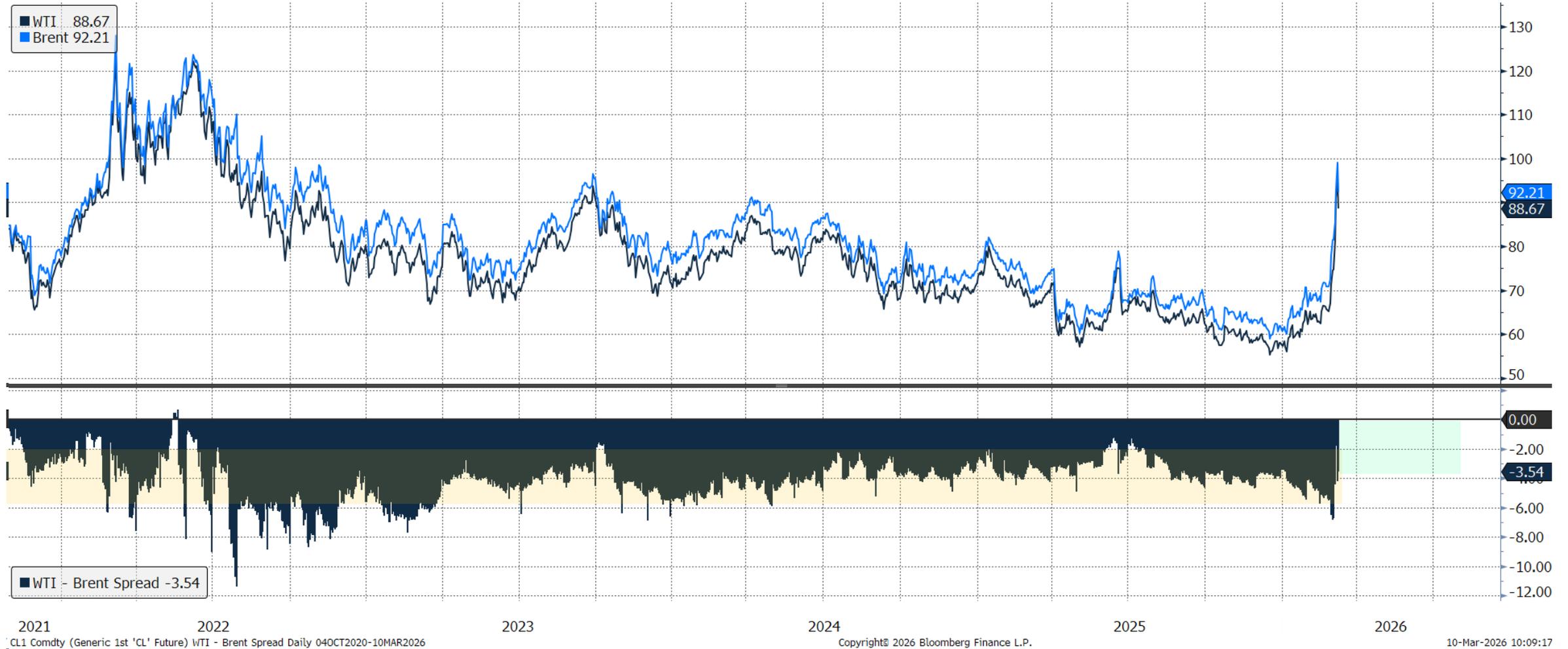
เราประเมินสัญญาซื้อขายน้ำมันล่วงหน้ากำหนดส่งมอบภายใน 1 เดือน มีแนวโน้มเคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ในช่วงที่เหลือของปี ขณะที่สัญญาส่งมอบภายใน 12 เดือน จะเคลื่อนไหวในกรอบ 70-75 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล สะท้อนต้นทุนการขุดเจาะในปัจจุบัน

### WTI Price & Time Spread



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

คาดการณ์ความต้องการน้ำมันสหรัฐฯ ที่สูงขึ้นในระยะยาว มีแนวโน้มทำให้ส่วนต่างระหว่างราคา  
น้ำมันดิบ Brent ของยุโรป และ WTI ของสหรัฐฯ ปรับแคบลง



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

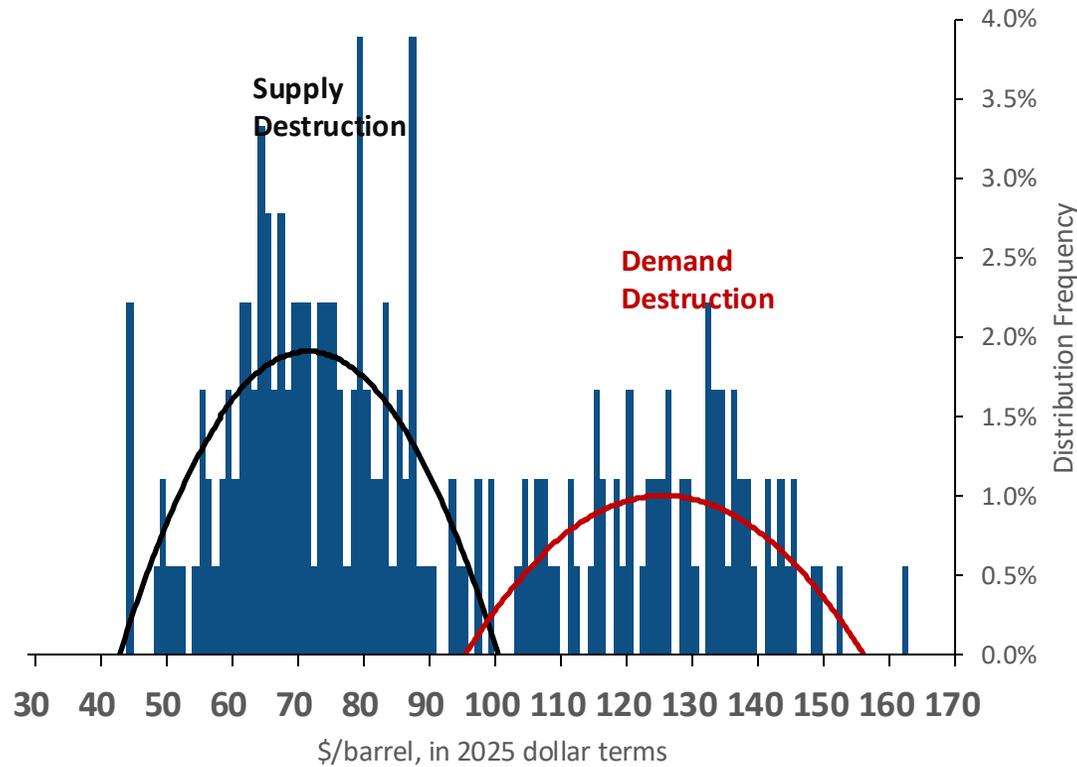
# ราคาน้ำมันในระดับ 80-100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลยังไม่ถือว่าเป็นพิเศษเมื่อเทียบกับในอดีต



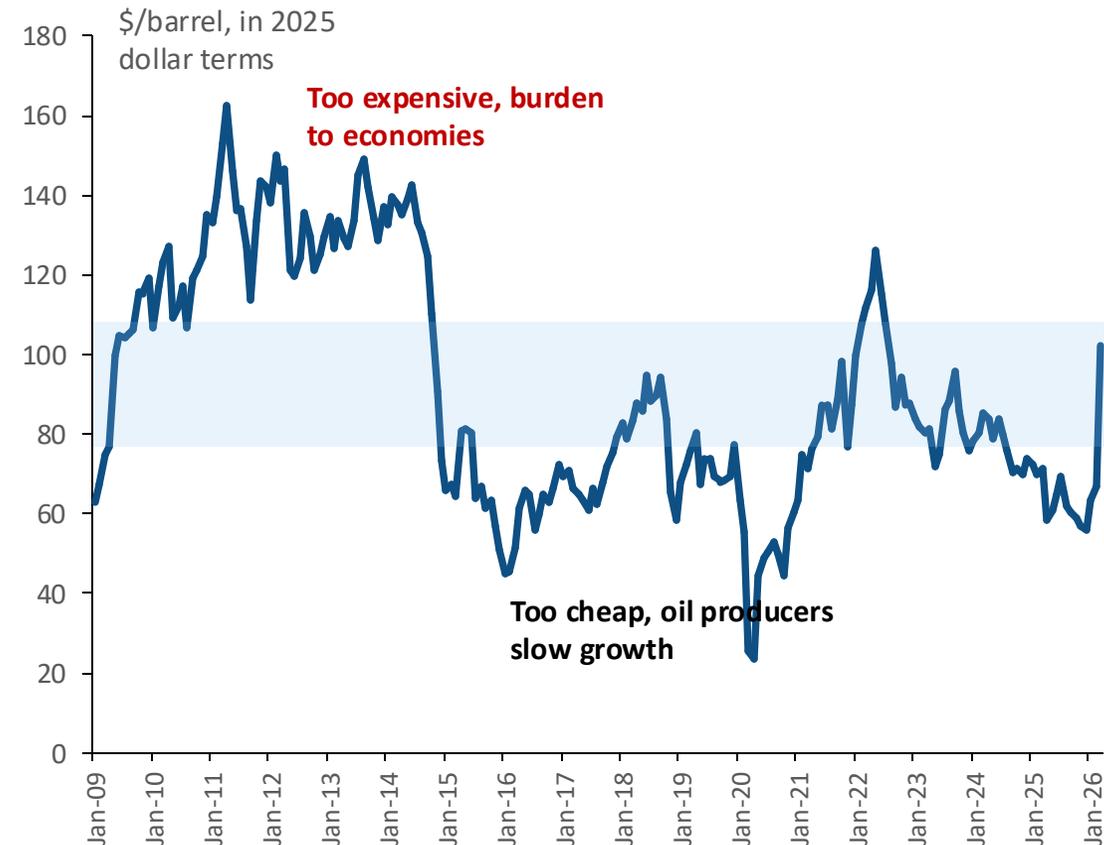
ราคาน้ำมันดิบที่สูงกว่าประมาณ 100 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรลขึ้นไป นับว่าเป็นราคาที่ค่อนข้างแพง และส่งผลกระทบต่อการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลก

ในทางกลับกัน ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่า 70-80 ดอลลาร์สหรัฐฯต่อบาร์เรลเป็นเวลานาน จะทำให้อุปสงค์เติบโตได้เร็ว ขณะที่ผู้ผลิตลดการลงทุนลง ส่งผลลบต่ออุปทานในอนาคต

WTI Inflation-Adjusted Price Frequency Distribution 2009-2025



WTI Inflation Adjusted Price



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.*