TIPS | April 2026

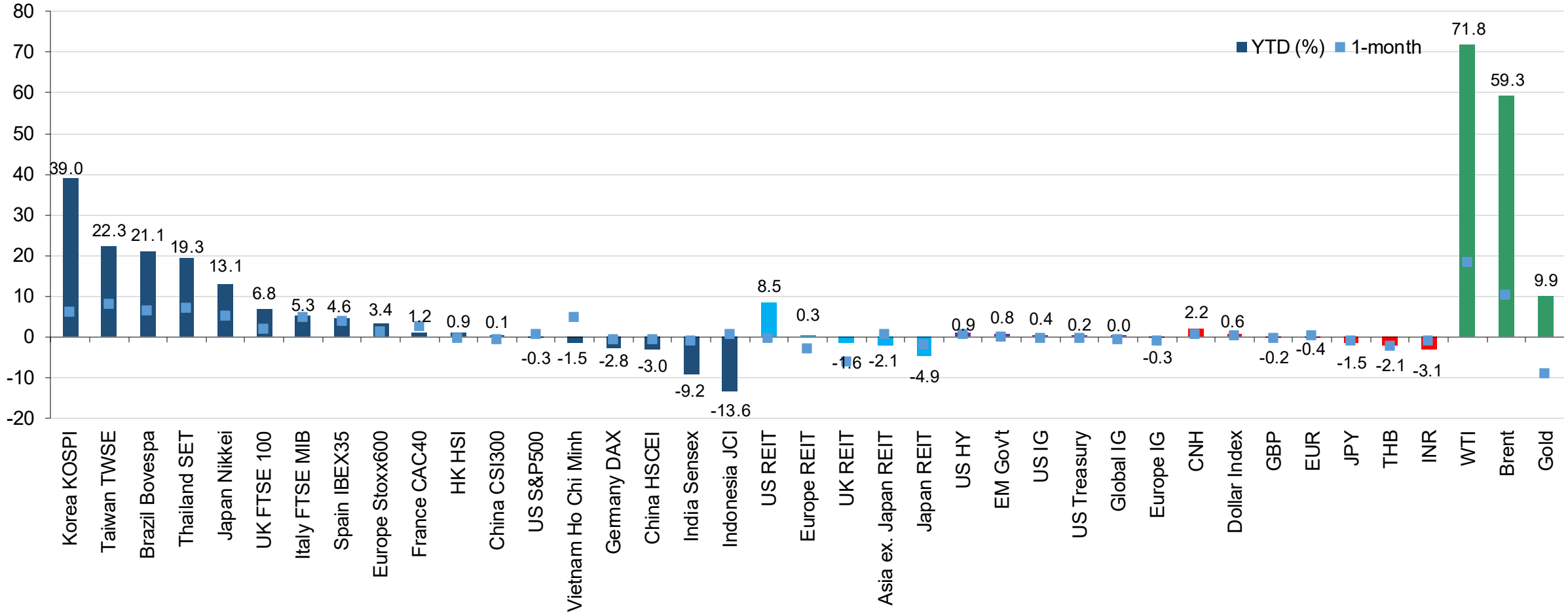
TISCO Investment Portfolio Strategy

Economic Strategy Unit | TISCO ESU

Publication date: 10 April 2026

น้ำมันดิบกลายเป็นสินทรัพย์ผลตอบแทนสูงสุดนับตั้งแต่ต้นปี จากผลของสงครามในตะวันออกกลางที่ยืดเยื้อ

Market Performance as of 10 April 2026



ให้ความสำคัญกับการกระจายความเสี่ยงในสินทรัพย์หลายประเภท เพื่อรับมือกับความผันผวนของตลาดในช่วงสงคราม

Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
Fixed Income				
US Treasuries			●	คงน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก จาก Term premium ของพันธบัตรระยะยาวที่ยังคงปรับเพิ่มขึ้น
Global Bonds			●	อัตราผลตอบแทนมีความน่าสนใจมากขึ้น หลังตลาดได้ Priced-out โอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ยส่วนใหญ่สำหรับปี 2026 ไปแล้ว
Equity Markets: Regions				
US			●	มีความโดดเด่นในฐานะประเทศเศรษฐกิจหลักที่มีความเป็นอิสระด้านพลังงานมากที่สุด
EM ex.China		●		มีความอ่อนไหวต่อผลกระทบจากราคาพลังงานสูง และการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ
China		●		การเติบโตของสินเชื่อที่ชบเซา สะท้อนถึงการฟื้นตัวของการบริโภคที่ยังคงอ่อนแรง
Japan			●	แรงหนุนจากการลงทุนในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีฮาร์ดแวร์ทั่วโลก
Europe		●		แม้ระดับมูลค่ายังค่อนข้างตึงตัว แต่แนวโน้มเริ่มปรับดีขึ้น หลังการปรับลดประมาณการกำไรเริ่มชะลอลง
Equity Markets: Sectors and Styles				
Energy			●	ความสนใจของนักลงทุนได้กลับมาอีกครั้ง เนื่องจากกลุ่มพลังงานได้ถูกรวมเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของยุทธศาสตร์ความมั่นคงแห่งชาติ
Utilities			●	คุณสมบัติกระจายความเสี่ยงและระดับมูลค่าเมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนราคาต่อกระแสเงินสดที่ยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ
Alternative Investments				
Gold			●	แรงหนุนจากความเสี่ยงต่อความเป็นอิสระของธนาคารกลาง และแนวโน้มการคลังที่แย่ลงในเศรษฐกิจหลักหลายประเทศ
Oil			●	น้ำมันคงคลังจะต่ำไปอีกนาน แม้วิกฤตช่องแคบฮอร์มุซจะคลี่คลายลงได้ เร่งให้อุปสงค์การนำเข้าน้ำมันของนานาชาติเพิ่มสูงขึ้น

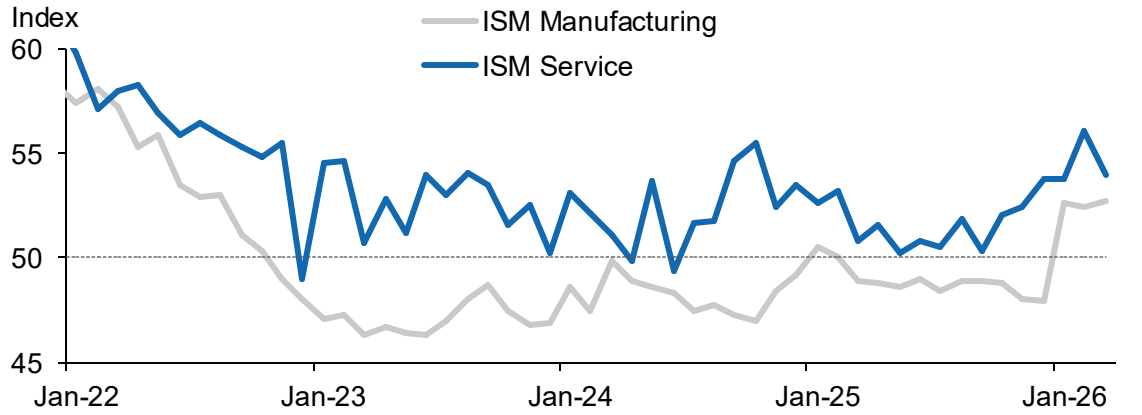
ความเสี่ยงที่ Fed จะปรับดอกเบี้ยขึ้นในปี 2026F ยังมีค่อนข้างจำกัด

- การเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานโลกจากสถานการณ์ที่ตึงเครียดในตะวันออกกลาง เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการให้น้ำหนักของตลาดการเงินในช่วงที่ผ่านมา และแม้ว่าการประชุม FOMC รอบเดือน มี.ค. ที่ผ่านมา กรรมการจะสื่อสารผ่าน Dot Plot ว่า Fed ยังมีช่องว่างในปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายได้อีกหนึ่งครั้งหรือ -25bps ในปี 2026 แต่ตลาดการเงินกลับให้น้ำหนักว่า Fed อาจต้องปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นจากความกังวลเรื่องเงินเฟ้อ และภายใต้บริบทดังกล่าว คำถามสำคัญคือ Fed มีความจำเป็นมากน้อยเพียงใดที่จะต้องใช้นโยบายการเงินเข้มงวดขึ้น หากราคาพลังงานยังค้างสูงอย่างต่อเนื่อง
- โดยในกรณีฐาน เราประเมินว่าความเสี่ยงที่ Fed จะปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นในปีนี้ยังมีค่อนข้างจำกัด จาก 1) จุดยืนด้านนโยบายการเงินของ Fed ที่ไม่ได้ผ่อนคลายเกินไปนัก 2) การส่งผ่านของราคาพลังงานไปยังเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มเกิดขึ้นอย่างจำกัด 3) สภาวะตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ยังมีความเปราะบาง ซึ่งช่วยลดความกังวลต่อความเสี่ยงเงินเฟ้อรอบสองลง (Second-round Effects) และ 4) อัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นเครื่องมือที่ส่งผลต่ออุปสงค์ผ่านต้นทุนทางการเงิน มีประสิทธิภาพที่จำกัดในการแก้ไขปัญหาที่มีต้นตอมาจากปัจจัยฝั่งอุปทาน
- โดยหากพิจารณาข้อมูลในอดีตตั้งแต่ปี 1977 เป็นต้นมา จะพบว่าในช่วงที่ Fed เริ่มต้นวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น จุดยืนด้านนโยบายการเงินมักผ่อนคลายเกินไปท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อสูง สะท้อนผ่านอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเมื่อหักผลของเงินเฟ้อที่มักจะติดลบ อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบัน อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของ Fed อยู่ในระดับใกล้เคียง 0% ซึ่งสะท้อนถึงจุดยืนด้านนโยบายการเงินที่ไม่ได้ผ่อนคลายเกินไปนัก และสามารถรองรับความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อพร้อมกับความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจได้ นอกจากนี้ แม้ว่าราคาพลังงานที่สูงขึ้นจะส่งผลอย่างมีนัยต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไป แต่ผลกระทบต่อเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มเกิดขึ้นในวงจำกัด โดยอ้างอิงงานศึกษาของ Fed ที่วิเคราะห์โครงสร้างต้นทุนของภาคธุรกิจที่มาจากพลังงาน ทั้งการผลิตสินค้าและการให้บริการ อาทิ สายการบินต้องเติมน้ำมันเครื่องบินเพื่อใช้ในการให้บริการจะมีต้นทุนพลังงานที่สูงกว่าธุรกิจอื่นๆ ในขณะที่การให้บริการทางการเงินหรือการเช่าบ้านจะมีต้นทุนพลังงานค่อนข้างต่ำ ซึ่งเมื่อหักสินค้าประเภทน้ำมันค้าปลีก ไฟฟ้าและอาหาร ต้นทุนของภาคธุรกิจที่มาจากพลังงานคิดเป็นสัดส่วนต่ำกว่า 2% ส่งผลให้การส่งผ่านต้นทุนพลังงานไปยังราคาสินค้าและบริการมีแนวโน้มเกิดขึ้นค่อนข้างจำกัด ขณะเดียวกัน เราประเมินว่าการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานจะสร้างแรงกดดันด้านต่ำต่ออุปสงค์ภายในประเทศ ในขณะที่ตลาดแรงงานยังค่อนข้างเปราะบาง รายได้ครัวเรือนที่แท้จริงที่ยังคงชะลอตัวต่อเนื่อง และเงินออมของครัวเรือนที่ค่อนข้างต่ำ จะช่วยลดความเสี่ยงของเงินเฟ้อที่มาจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งลง (Demand-pull Inflation)

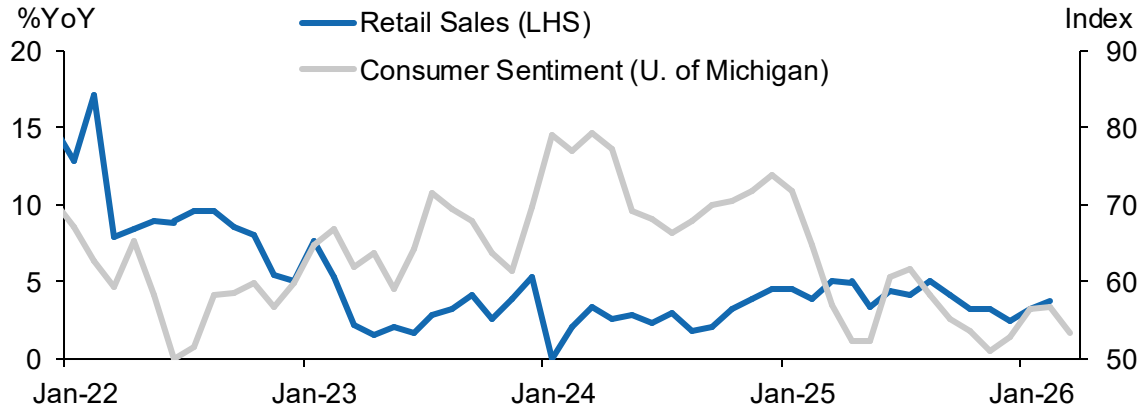
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในเดือน มี.ค. ราคาพลังงานที่เร่งตัวขึ้นสูง สร้างแรงกดดันด้านต่ำต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภคในสหรัฐฯ

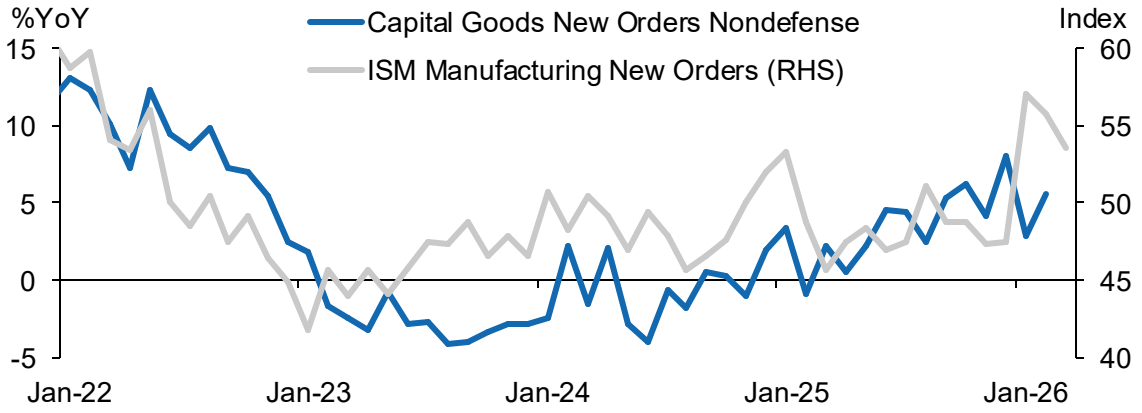
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



เครื่องชี้การลงทุน

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

ในช่วงที่ Fed เริ่มวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น จุดยืนด้านนโยบายการเงินมักผ่อนคลายเกินไป ท่ามกลางแรงกดดันเงินเฟ้อสูง สะท้อนผ่านอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่มักจะติดลบหนัก

TISCO | ESU Economic Strategy Unit

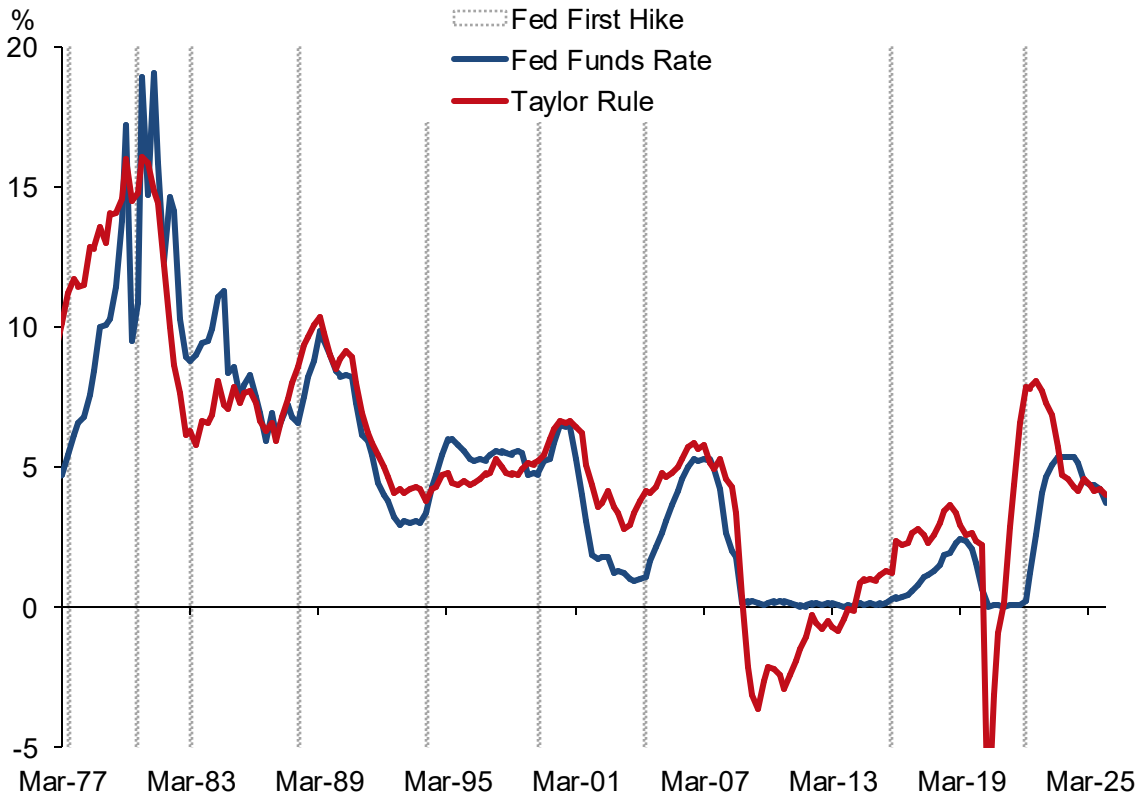
ในช่วงที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ เริ่มต้นวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นในอดีต จุดยืนด้านนโยบายการเงิน อัตราเงินเฟ้อและสภาวะเศรษฐกิจเป็นอย่างไร

Fed Enters Hiking Cycle	Policy Restrictiveness & Inflation				Economy		
	Effective Fed Funds (%)	Core Inflation (%YoY)	R-Star (%)	Real Policy Rate (%)	Unemployment Rate (%)	Changes in 3-months U-Rate (ppt)	Output Gap (%GDP)
May 1977	5.4	6.3	3.3	**-4.3**	7.0	-0.6	**-0.7**
Aug 1980	9.6	11.8	3.3	**-5.5**	7.7	0.2	**-3.3**
Mar 1983	8.8	4.6	2.9	**1.3**	10.3	-0.5	**-6.8**
Mar 1988	6.6	4.4	3.6	**-1.4**	5.7	0.0	**0.4**
Feb 1994	3.3	2.8	2.5	**-2.0**	6.6	0.0	**-0.5**
Jun 1999	4.8	2.0	3.5	**-0.7**	4.3	0.1	**1.5**
Jun 2004	1.0	1.9	2.6	**-3.5**	5.6	-0.2	**-0.3**
Dec 2015	0.2	2.1	0.8	**-2.6**	5.0	0.0	**-1.1**
Mar 2022	0.2	6.5	1.5	**-7.8**	3.7	-0.2	**1.2**
Average				**-2.9**		**-0.1**	**-1.1**
Current	**3.6**	**2.5**	**1.0**	**0.2**	**4.3**	**-0.1**	**1.1**

Note: Data such as real natural rate of interest and output gap is announced by a quarterly basis and for the current period, we use latest data available.
Source: Fed, Bloomberg, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบัน จุดยืนด้านนโยบายการเงินอยู่ในจุดที่สมดุล และสามารถรองรับความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อพร้อมกับความเสี่ยงด้านต่ำของเศรษฐกิจได้

Taylor Rule (เส้นสีแดง) เทียบกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ Fed (เส้นสีน้ำเงิน)



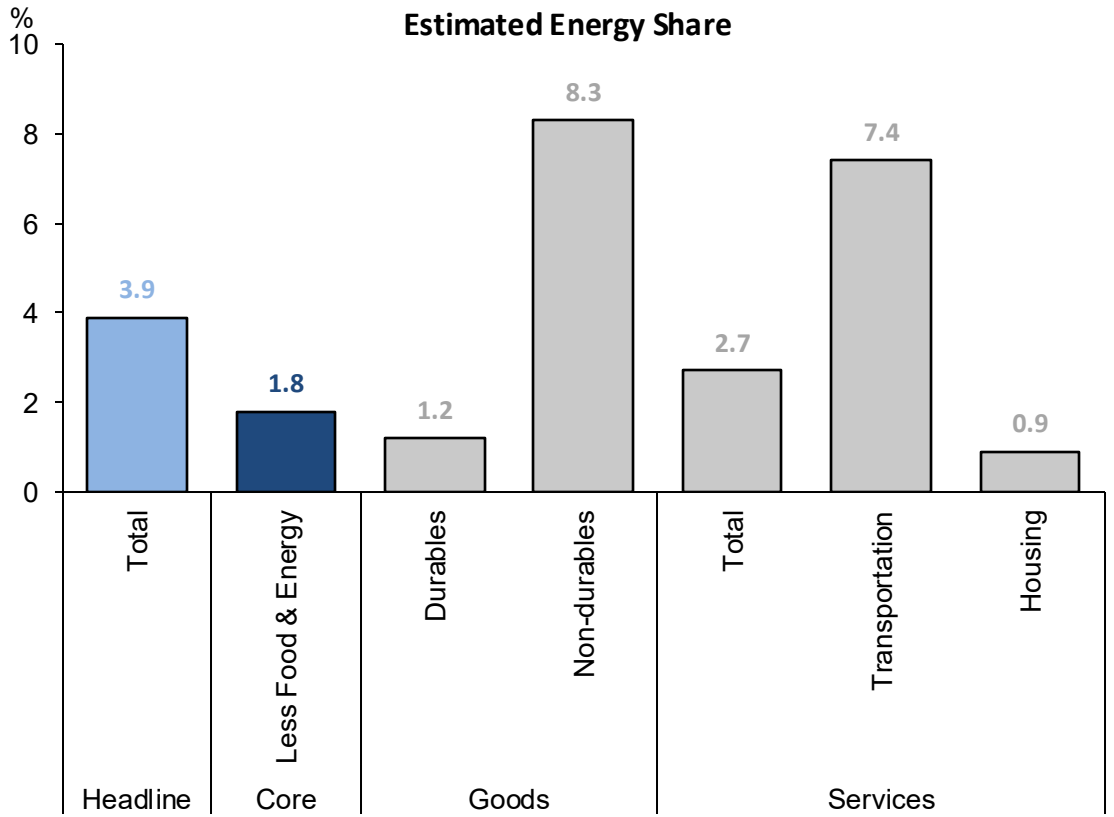
ระดับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เหมาะสมภายใต้สถานการณ์ต่าง ๆ (Taylor Rule Balanced Approach)

		Core PCE Inflation (%YoY)										
		2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5
Unemployment Rate (%)	4.2	3.8	3.9	4.1	4.2	4.4	4.5	4.7	4.8	5.0	5.1	5.3
	4.3	3.6	3.7	3.9	4.0	4.2	4.3	4.5	4.6	4.8	4.9	5.1
	4.4	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.1	4.3	4.4	4.6	4.7	4.9
	4.5	3.2	3.3	3.5	3.6	3.8	3.9	4.1	4.2	4.4	4.5	4.7
	4.6	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.7	3.9	4.0	4.2	4.3	4.5
	4.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.1	4.3
	4.8	2.6	2.7	2.9	3.0	3.2	3.3	3.5	3.6	3.8	3.9	4.1
	4.9	2.4	2.5	2.7	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.7	3.9
	5.0	2.2	2.3	2.5	2.6	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5	3.7
	5.1	2.0	2.1	2.3	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	3.2	3.3	3.5
	5.2	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	3.0	3.1	3.3

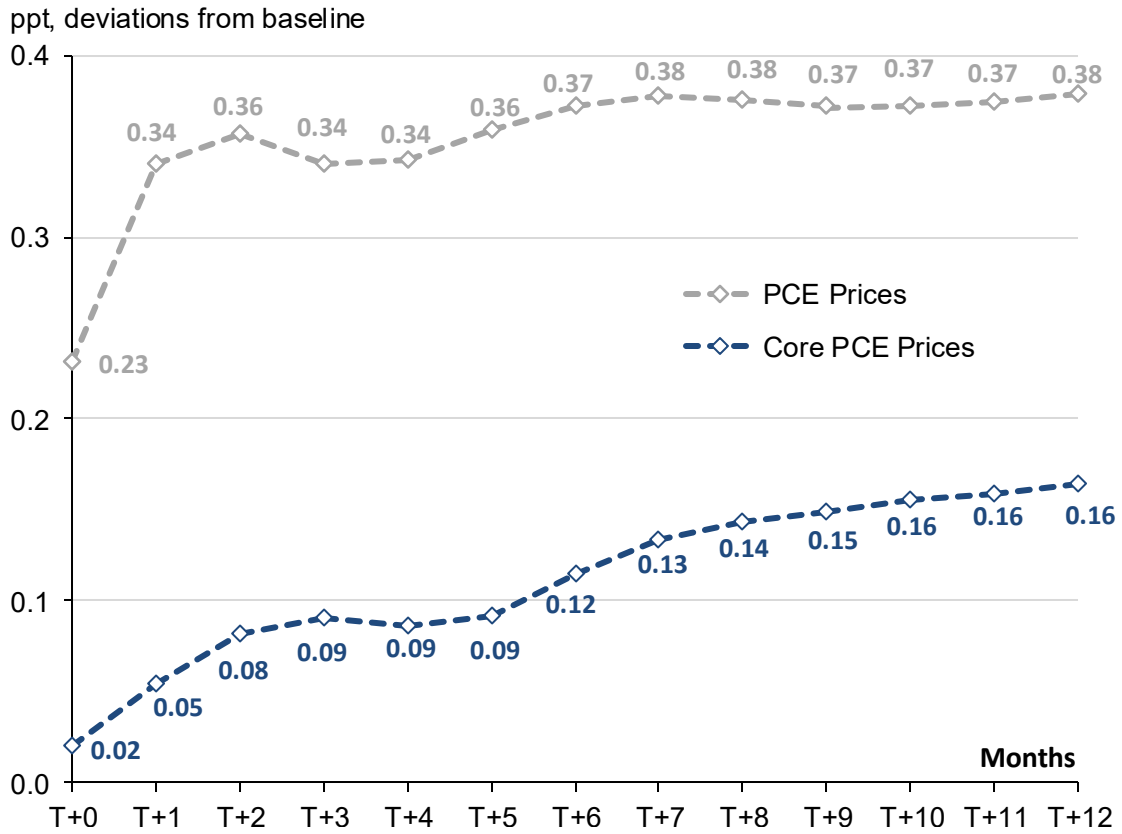
Note: 1\ Consensus sees core PCE inflation at 2.8% YoY and unemployment at 4.5% by end-2026.
Source: Fed, Bloomberg, CBO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ว่าราคาพลังงานที่สูงขึ้นจะส่งผลอย่างมีนัยต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไป แต่ผลกระทบต่อเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มเกิดขึ้นในวงจำกัด

โครงสร้างต้นทุนในการผลิตสินค้าและการให้บริการที่มาจากพลังงาน (I-O table)



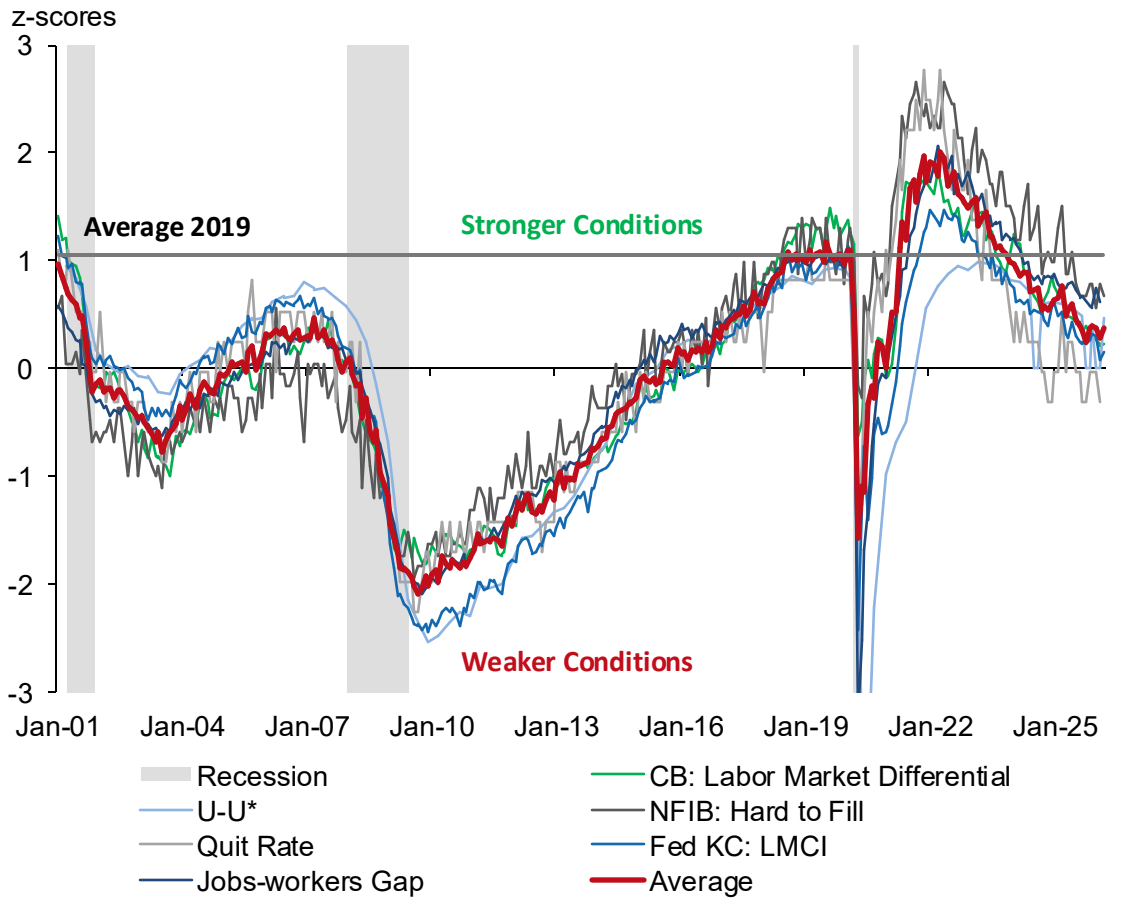
ราคาพลังงานที่สูงขึ้นจะส่งผลอย่างไรต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปและพื้นฐาน [1\]



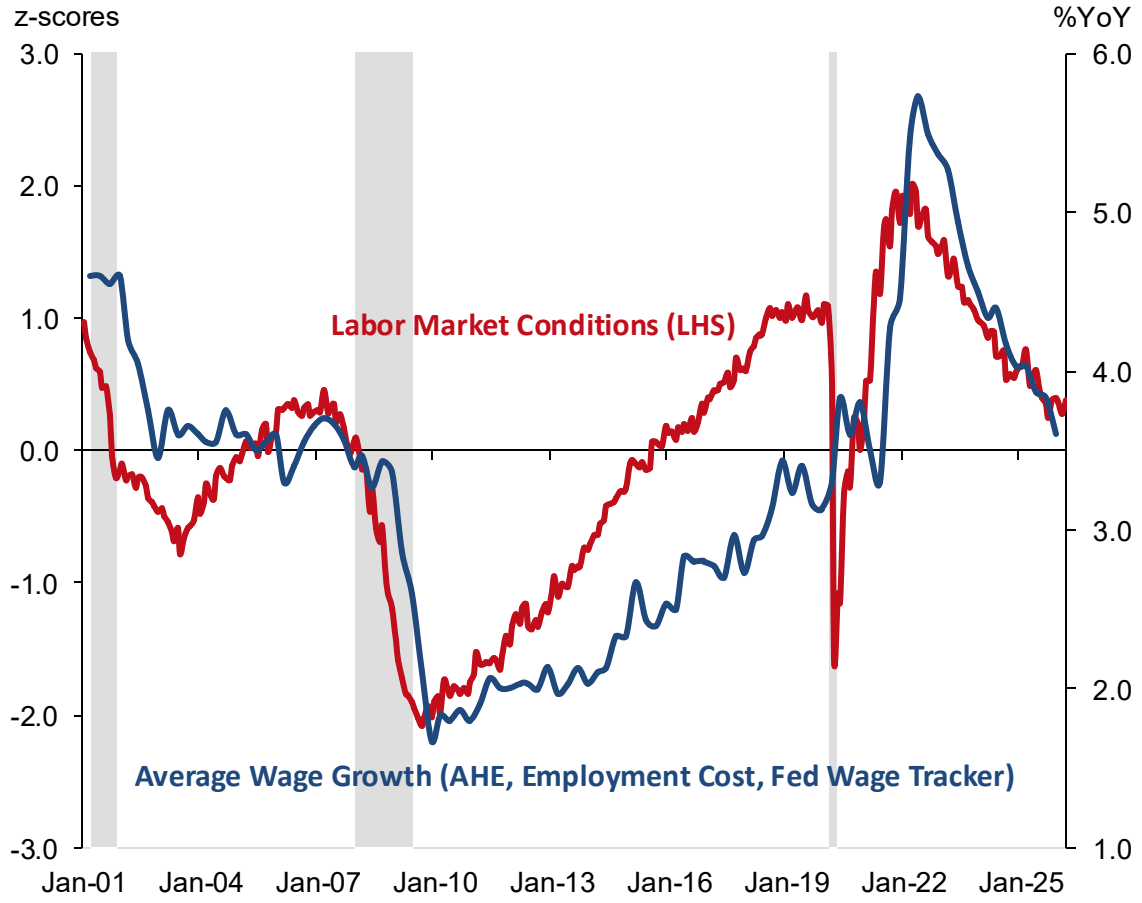
Note: 1\ The effects of a 10 percent positive gasoline price shock on price level.
Source: Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สภาวะตลาดแรงงานของสหรัฐฯ ยังมีความเปราะบาง ซึ่งช่วยลดความกังวลต่อความเสี่ยงเงินเฟ้อรอบสองลง (Second-round Effects)

สภาวะตลาดแรงงาน



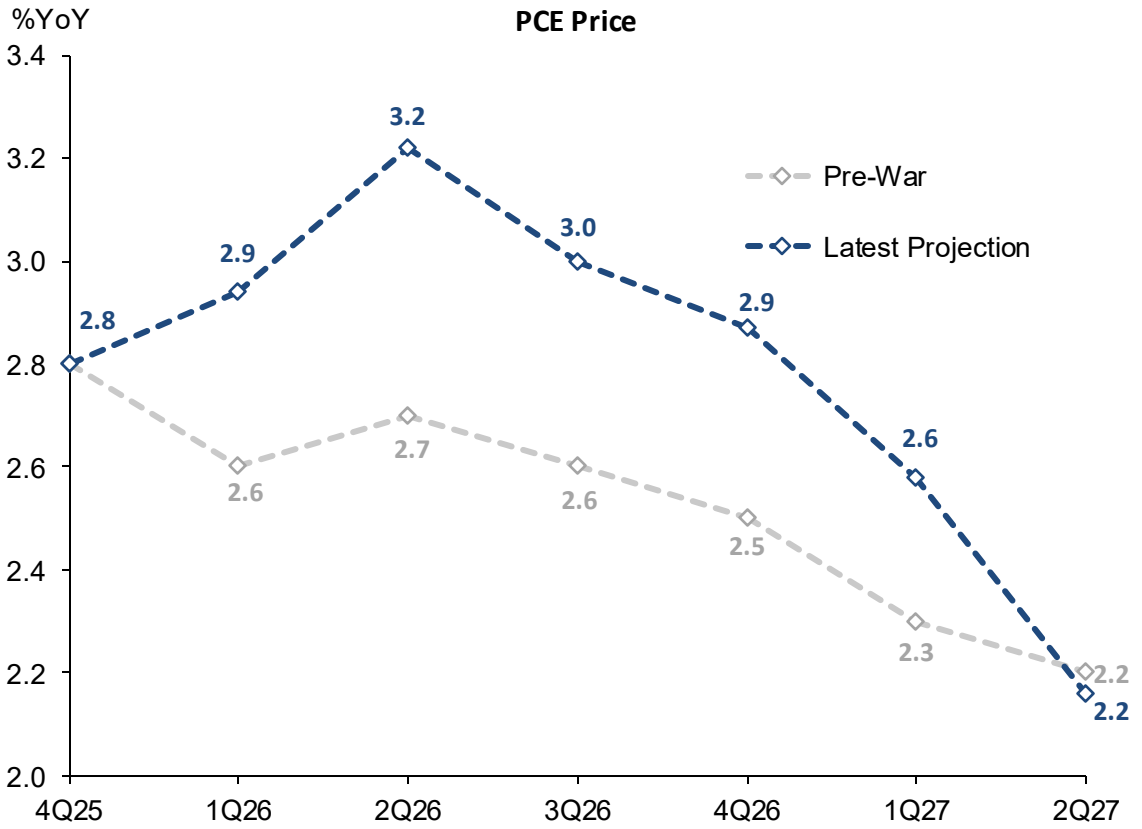
สภาวะตลาดแรงงานเทียบกับอัตราการเติบโตของค่าจ้างแรงงาน



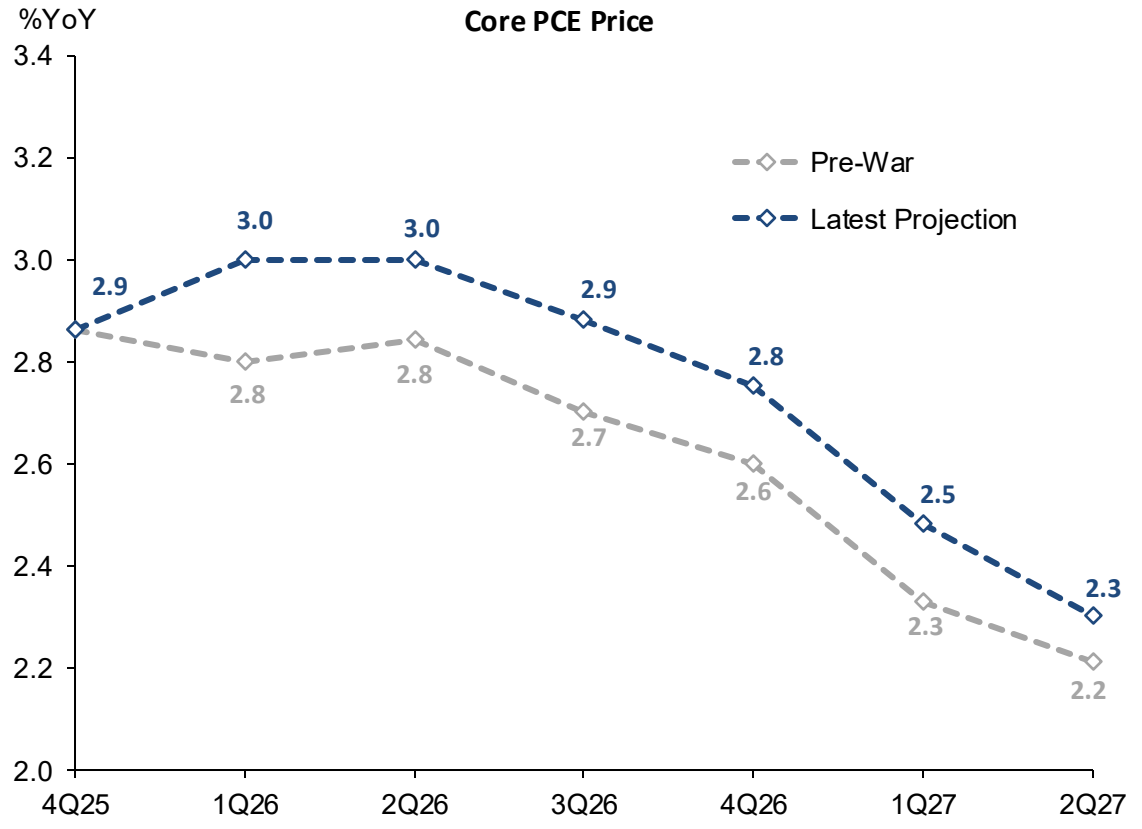
Source: Bloomberg, Fed, NBER, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

โดยสรุป การเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานมีแนวโน้มเป็นปัจจัยชั่วคราว ซึ่งจะกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อทั่วไปเป็นหลัก

คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (ก่อนสงคราม vs. ปัจจุบัน)



คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (ก่อนสงคราม vs. ปัจจุบัน)



Note: Consensus data as of 7 April 2026.
Source: Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

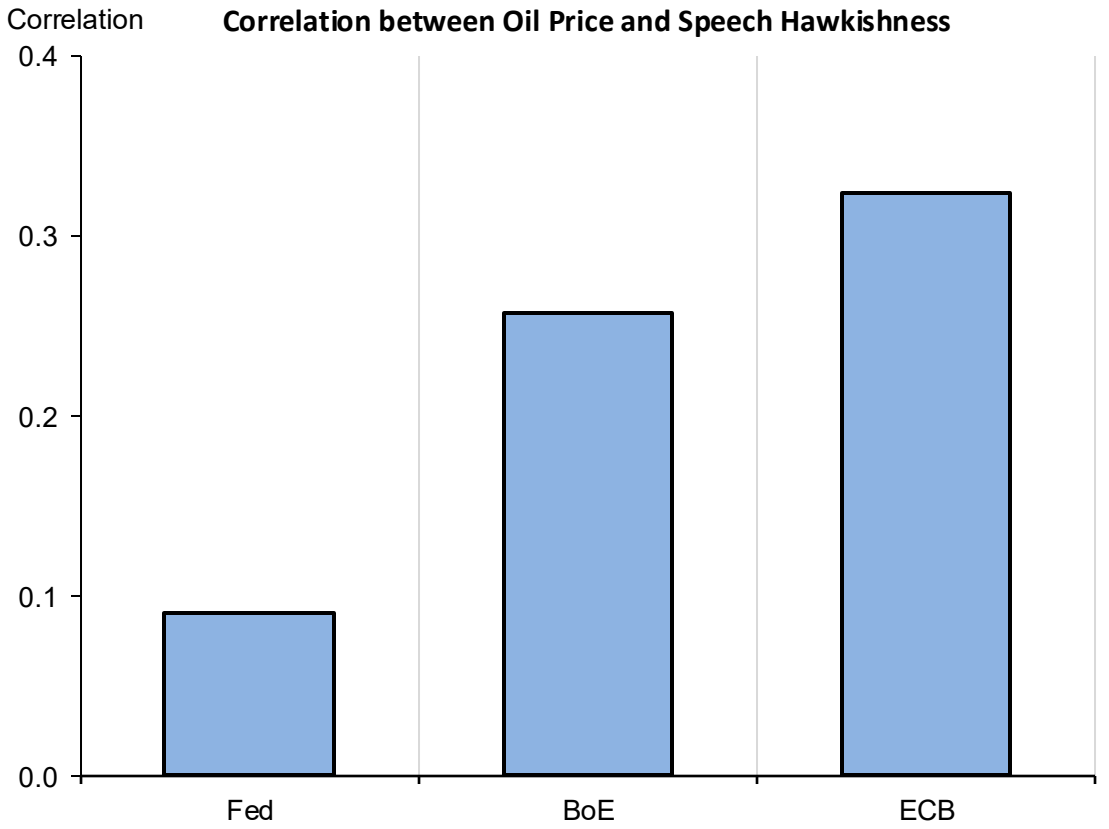
การสื่อสารของนาย Jerome Powell ประธาน Fed ยังค่อนข้างเป็นกลาง โดยเน้นย้ำว่านโยบายการเงินอยู่ในจุดที่เหมาะสม ที่จะรอประเมินข้อมูลที่เข้ามา

การให้สัมภาษณ์ของนาย Jerome Powell (30 มี.ค. 2026)

- We do think our policy is in a ***good place for us to wait and see***
- Energy shocks have tended to come and go pretty quickly. ***Monetary policy works with long and variable lags***
- The tendency is ***to look through any kind of a supply shock but*** a critical essential aspect of that is you have to ***carefully monitor inflation expectations***
- Inflation expectations seem to be ***well anchored beyond the short term***
- Also in the current situation, you have to be mindful of the whole broader context. We've been ***coming down close to 2% post pandemic***, ***but never actually, gotten right and stayed at 2%***. It's been a while, and we're very ***mindful of that fact***

--- Jerome Powell ---
Chair of the Federal Reserves
30 Mar 2026

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาพลังงานโลกและการสื่อสารของธนาคารกลางที่ต่าง ๆ ว่ามีความเข้มงวดขึ้นสอดคล้องกับราคาพลังงานมากเพียงใด



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

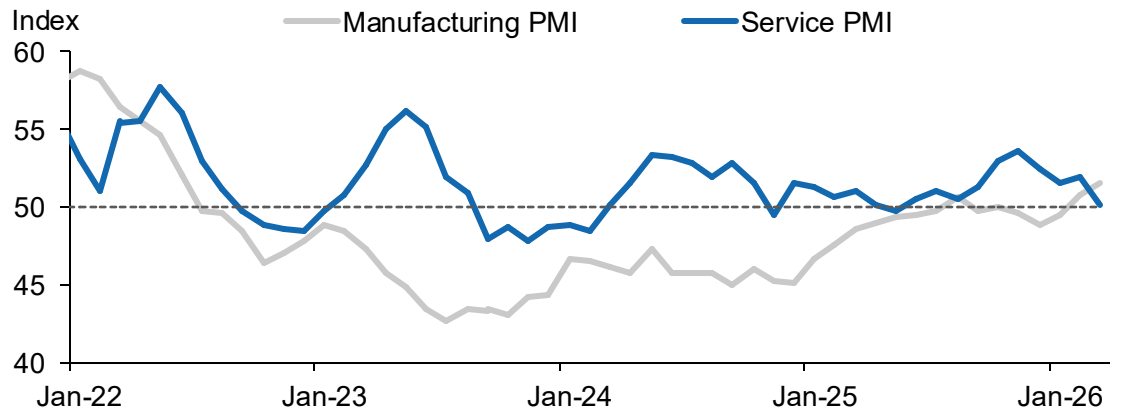
ECB จะให้น้ำหนักกับความเสี่ยงต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในอนาคตมากขึ้น

- ในวันที่ 19 มี.ค. 2026 ธนาคารกลางยุโรป (ECB) มีมติให้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 2.0% สำหรับ Deposit Facility Rate ตามที่เราและตลาดคาด ทั้งนี้ แม้ว่าการสื่อสารของนาง Christine Lagarde ประธาน ECB หลังการประชุมจะเป็นไปในลักษณะไม่ผูกมัดมือตัวเองกับการกำหนดจุดยืนทางนโยบายในอนาคต แต่ตลาดการเงินกลับให้น้ำหนักว่า ECB อาจต้องปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นราว 50-75bps ในปี 2026F จากความกังวลเรื่องเงินเฟ้อ
- โดยปกติแล้ว ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ มีแนวโน้มจะไม่ปรับจุดยืนด้านนโยบายจากการเปลี่ยนแปลงของราคาพลังงานซึ่งเป็นปัจจัยฝั่งอุปทาน เนื่องจากในอดีต ความผันผวนของราคาพลังงานที่รุนแรงและฉับพลัน มักเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว ในขณะที่การส่งผ่านนโยบายการเงินสู่ระบบเศรษฐกิจอย่างเต็มที่อาจกินเวลา 2-4 ไตรมาส และแม้สถานการณ์ด้านราคาพลังงานจะดีขึ้น แต่ผลจากการปรับดอกเบี้ยจะยังคงอยู่กับเศรษฐกิจ นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นเครื่องมือที่ส่งผลต่ออุปสงค์ผ่านต้นทุนทางการเงิน มีประสิทธิภาพที่จำกัดในการแก้ไขปัญหาที่มีต้นตอมาจากปัจจัยฝั่งอุปทาน
- อย่างไรก็ตาม วิกฤติพลังงานในปี 2022 ได้เข้ามาเป็นบทเรียนสำคัญแก่ธนาคารกลางยุโรป โดยนาง Christine Lagarde กล่าวหลังการประชุมเพิ่มว่า กรรมการมีความมุ่งมั่นที่จะทำให้เงินเฟ้อทรงตัวอยู่ที่เป้าหมาย 2% ให้ได้ในระยะกลาง โดยในช่วงสี่ปีที่ผ่านมาที่เศรษฐกิจเผชิญภาวะเงินเฟ้อค้างสูง ECB ได้เรียนรู้และปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การดำเนินนโยบายเรื่อยมา และกรรมการจะให้น้ำหนักกับความเสี่ยงต่อแนวโน้มเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในอนาคตมากขึ้น ซึ่งสะท้อนว่า แม้ปัจจัยตั้งต้นจะมาจากฝั่งอุปทาน แต่ถ้าการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานนำสู่ไปการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าและบริการเป็นวงกว้าง ECB ก็พร้อมจะดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดบทเรียนซ้ำแบบในช่วงที่ผ่านมา
- โดยเรามองว่า สถานการณ์ในตะวันออกกลางและราคาพลังงานโลก จะเข้ามามีบทบาทสำคัญต่อทิศทางดอกเบี้ยในปี 2026 โดยถ้าหากราคาน้ำมันดิบโลก (Brent) ทรงตัวที่ระดับราว 90 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลได้ในไตรมาสที่ 2 ของปี และทยอยลดลงหลังจากนั้น ECB มีแนวโน้มจะคงอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 2% ตามเดิม เนื่องจากการส่งผ่านต้นทุนพลังงานไปยังอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมีแนวโน้มเกิดขึ้นในวงจำกัด อย่างไรก็ตาม ถ้าหากสถานการณ์เลวร้ายขึ้น ราคาน้ำมันดิบโลกพุ่งขึ้นไปสู่ระดับราว 120 ดอลลาร์สหรัฐหรือสูงกว่า และอุปทานน้ำมันยังไม่สามารถกลับมาใกล้เคียงระดับปกติได้หลังจบไตรมาสที่สอง ราคาพลังงานโลกมีแนวโน้มจะค้างสูงตลอดทั้งปี ซึ่งภาคธุรกิจอาจจำเป็นต้องส่งผ่านต้นทุนพลังงานไปยังราคาสินค้าและบริการ ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน และในกรณีดังกล่าว ความเสี่ยงที่ ECB อาจต้องกลับมาขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2026F จะเพิ่มขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน

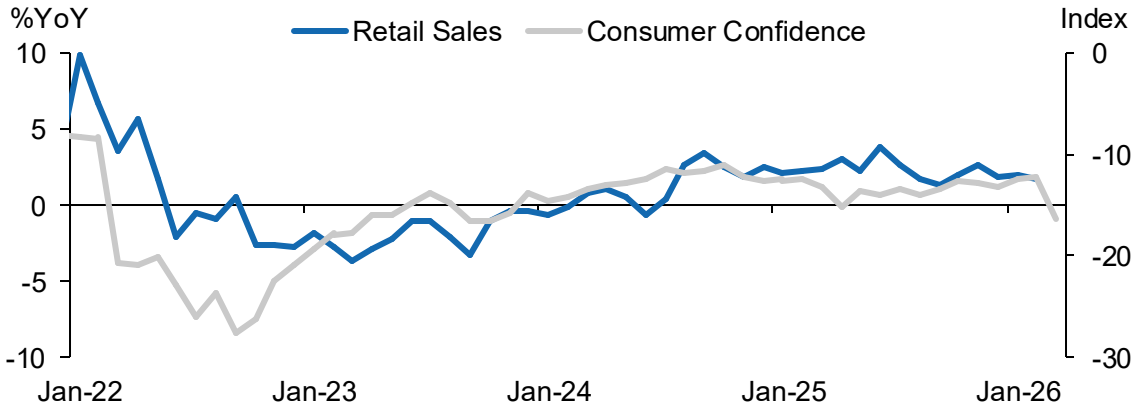
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในเดือน มี.ค. กิจกรรมในภาคบริการของยูโรโซนชะลอตัวลง พร้อมกับความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับลดลง ตามราคาพลังงานโลกที่พุ่งสูงขึ้น

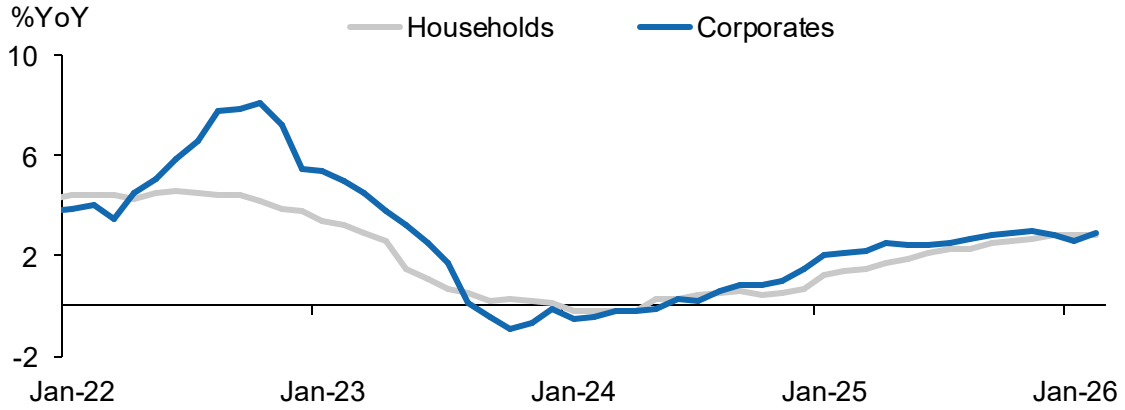
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



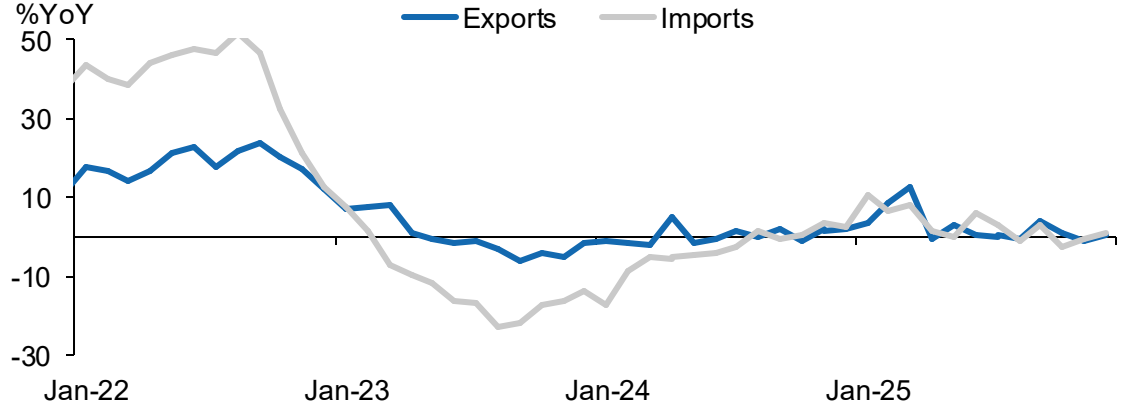
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



เครื่องชี้ด้านการค้า



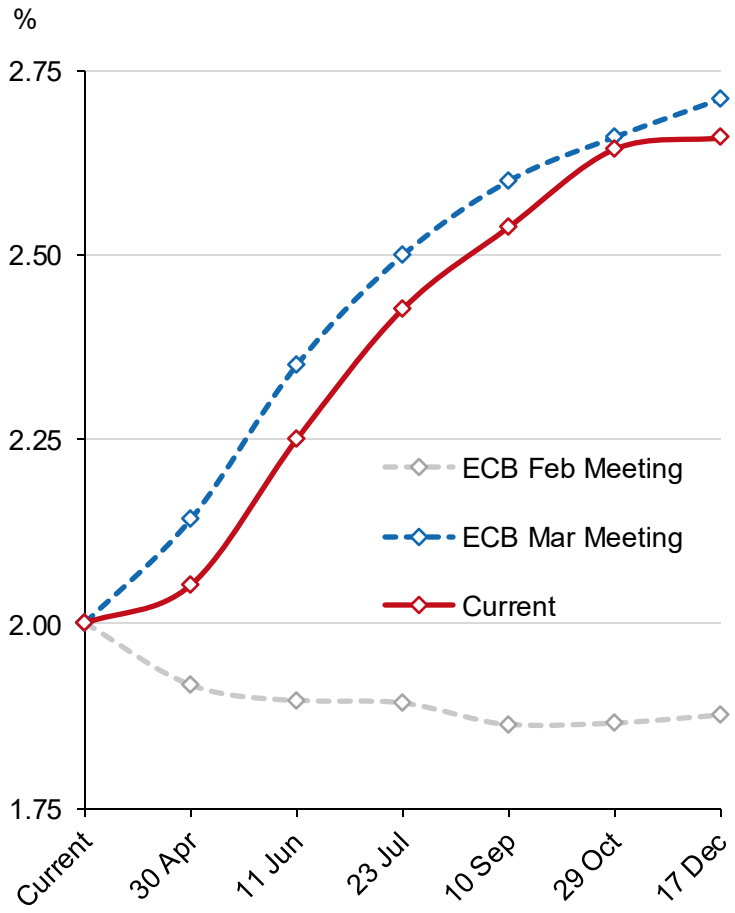
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การสื่อสารของนาง Christine Lagarde หลังการประชุมจะเป็นไปในลักษณะไม่ผูกมัดมือตัวเองกับการกำหนดจุดยืนทางนโยบายในอนาคต แต่ตลาดการเงินกลับให้น้ำหนักว่า ECB อาจต้องปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้นราว 50-75bps ในปี 2026F

แถลงการณ์หลังการประชุมของ ECB ในการประชุมรอบเดือน มี.ค. 2026 เทียบกับเดือน มิ.ย. 2022 (หนึ่งรอบการประชุมก่อนที่ ECB จะเริ่มวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น)

	9 June 2022 (1 meeting before rate hikes)	19 March 2026
Economy & risks	• In the near term, we expect **activity to be dampened by high energy costs** • **However, there are also factors supporting economic activity** i.e., reopening, strong labor market, fiscal policy	• The war is weighing on real incomes and confidence • The risks to the growth outlook are **tilted to the downside** especially in the near term
Inflation	• **Prices have gone up more strongly** because of renewed supply bottlenecks and recovering domestic demand • Price rises are becoming more **widespread across sectors** • Underlying inflation have been **rising further**	• Energy prices will drive inflation **above 2% in the near term** • If persistent, higher energy prices may lead to a broader increase in inflation through **indirect and second-round effects**
Risks to inflation	• The risks are **primarily on the upside** • The risks to the medium-term inflation outlook include… • …a worsening of the production capacity, persistently high energy and food prices, higher than anticipated wage rises	• **Upside risks to inflation** especially in the near term from… • …a prolonged war in the Middle East, and… • …if inflation expectations and wage growth were to rise in response to energy shock
Policy guidance	• **We intend to raise the interest rates** at our July meeting • We expect **to raise the interest rates again** in September • Beyond September, we anticipate that a gradual but sustained path of **further increases in interest rates**	• We are now in particular **more attentive to risks around the outlook** • **Meeting by meeting, data-dependent and no preset pace** • Well positioned and well equipped

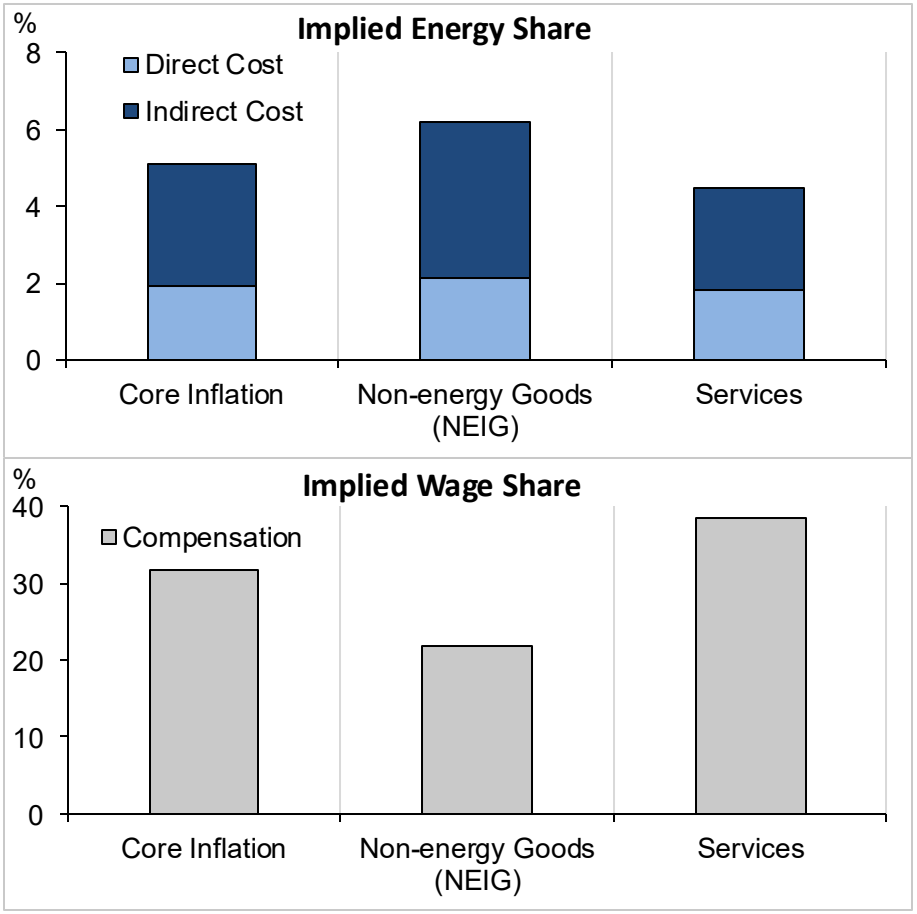
คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยของตลาดการเงิน



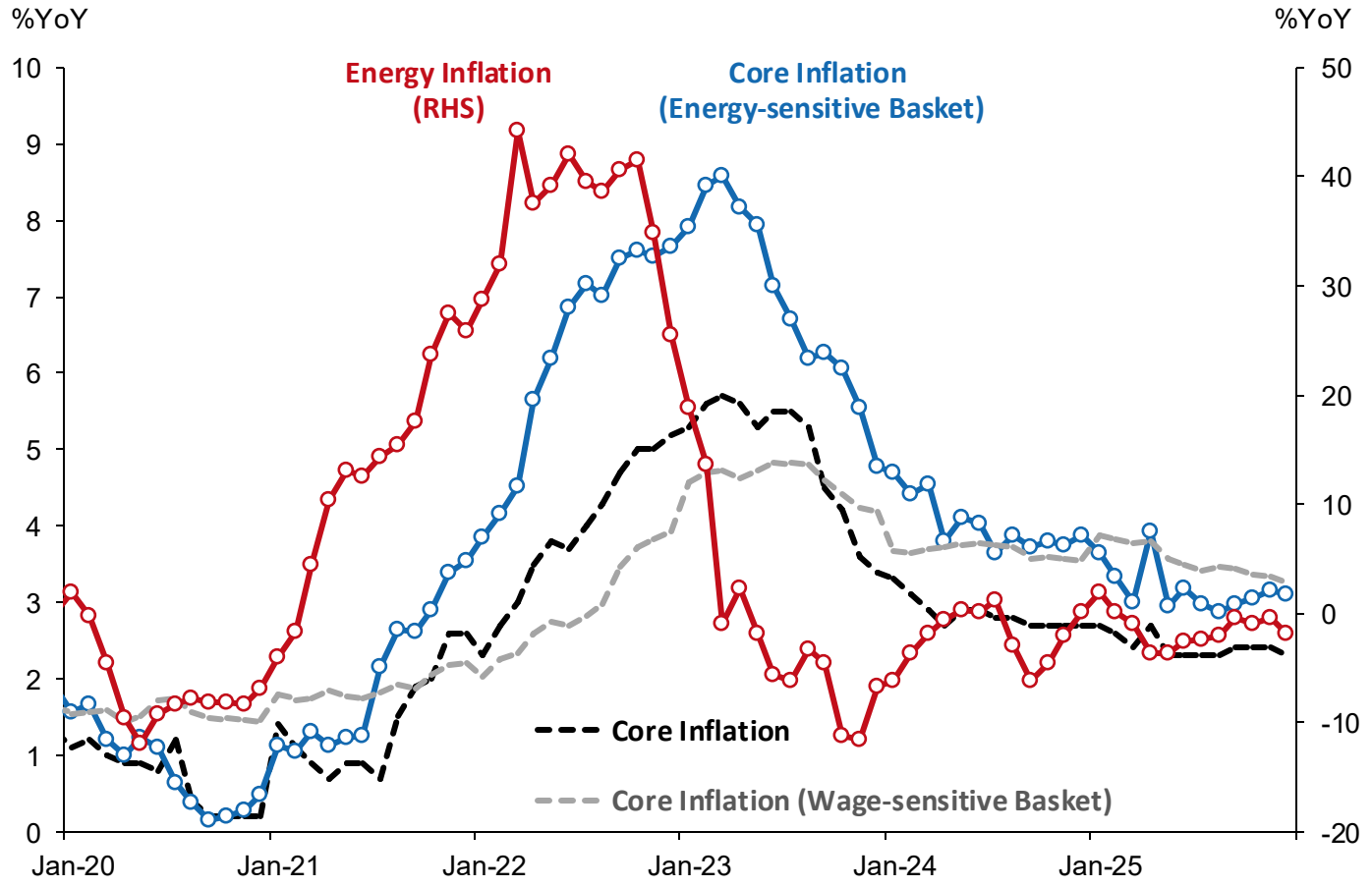
Source: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากราคาพลังงานปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงและกินเวลานาน ภาคธุรกิจอาจจำเป็นต้องส่งผ่านต้นทุนพลังงานไปยังราคาสินค้าและบริการ เช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นในปี 2021-2023

โครงสร้างต้นทุนในการผลิตสินค้าและการให้บริการที่มาจากพลังงานและค่าจ้างแรงงาน (I-O table)



อัตราเงินเฟ้อในหมวดพลังงานเทียบกับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจำแนกตามกลุ่มสินค้าและบริการที่มีต้นทุนพลังงานสูงกว่าค่าเฉลี่ยในเส้นสีน้ำเงิน (Energy Sensitive)



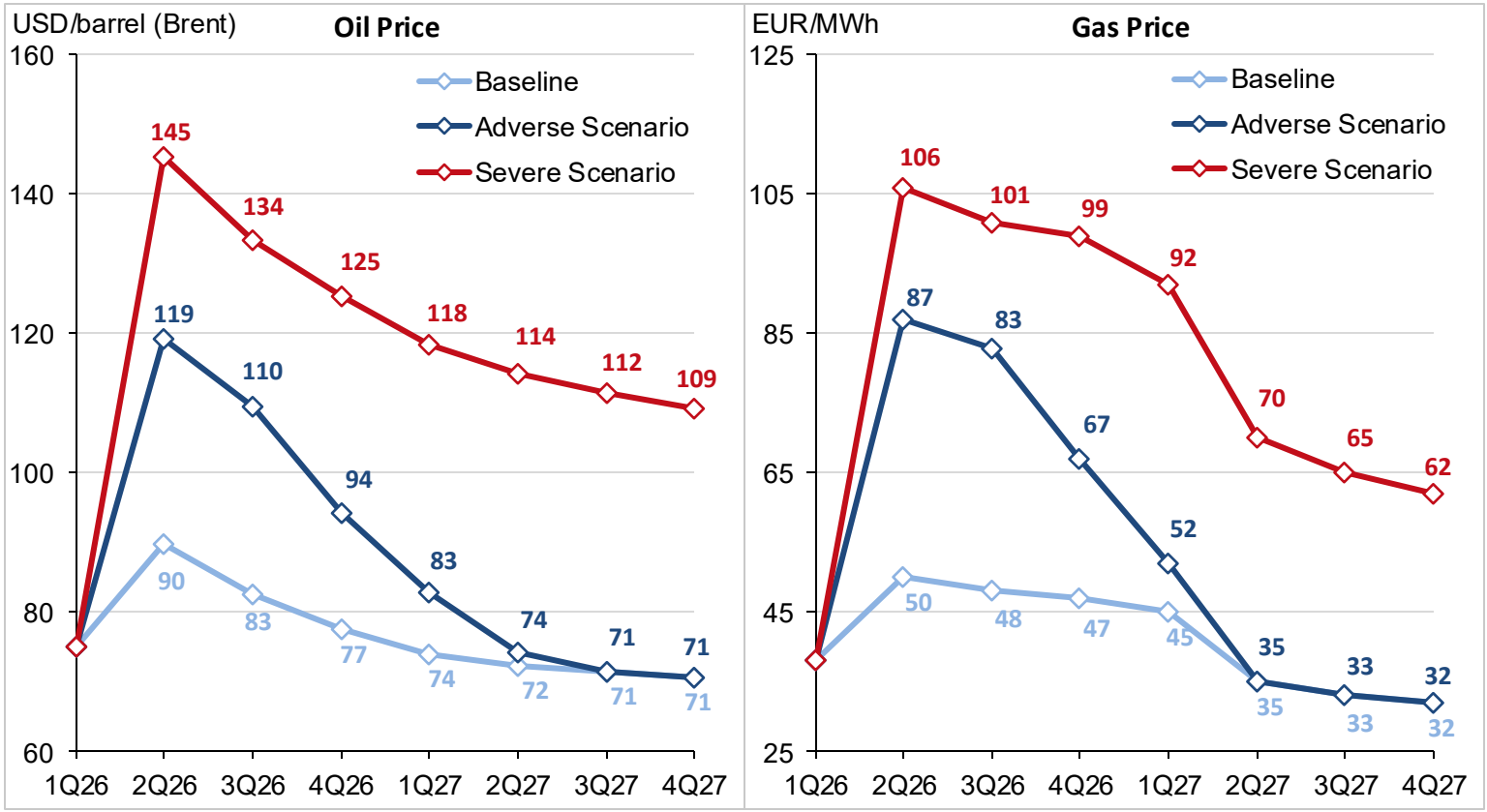
Note: We construct two additional core inflation matrices, energy-sensitive and wage-sensitive, based on ECB input-output studies to capture direct and indirect energy and wage exposures across ECOICOP 5-digit HICPX items.
Source: Eurostat, ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สำหรับแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ ECB มองว่าจะขึ้นอยู่กับสถานการณ์ของสงครามว่าจะสิ้นสุดได้เมื่อไร รวมถึงอุปทานพลังงานโลกจะกลับมาในระดับปกติได้เมื่อใด

ฉากทัศน์อุปทานพลังงานในตะวันออกกลางโดย ECB

	Persistence of energy supply disruptions	Commodity prices
Baseline	• No explicit assumption on the duration of the conflict	• Energy prices follow baseline assumptions
Adverse scenario	• Acute supply disruptions persist until 3Q26 • No significant further destruction of infrastructure	• 40% decline in Hormuz oil and LNG flows in 2Q26 • Prices start normalizing from 4Q26 • Supply quickly normalizes once transit resumes
Severe scenario	• Acute supply disruptions persist until 4Q26 • Significant further destruction of infrastructure	• 60% decline in Hormuz oil and LNG flows in 2Q26 • Prices start normalizing from 1Q27 • Supply slowly normalizes once transit resumes

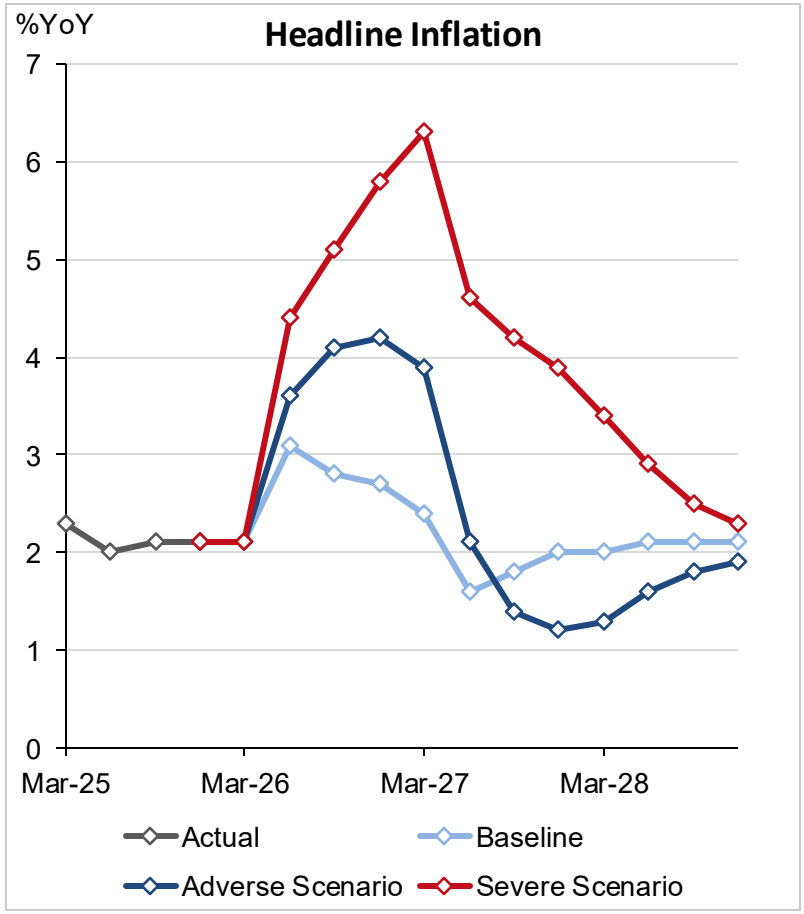
และคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติ ภายใต้ฉากทัศน์ต่าง ๆ

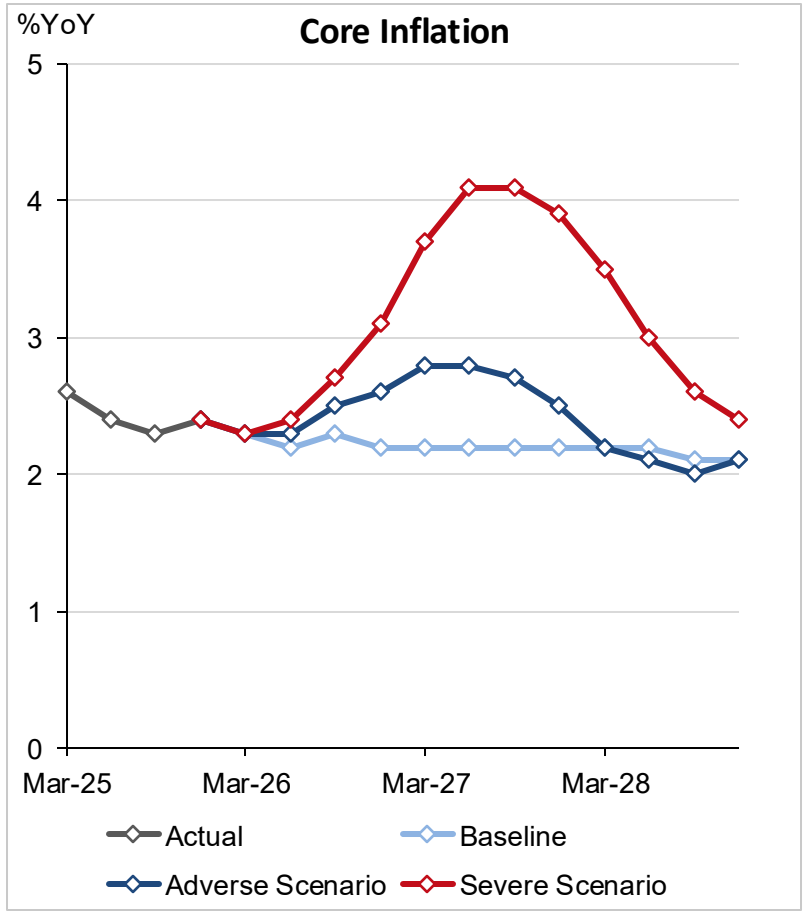


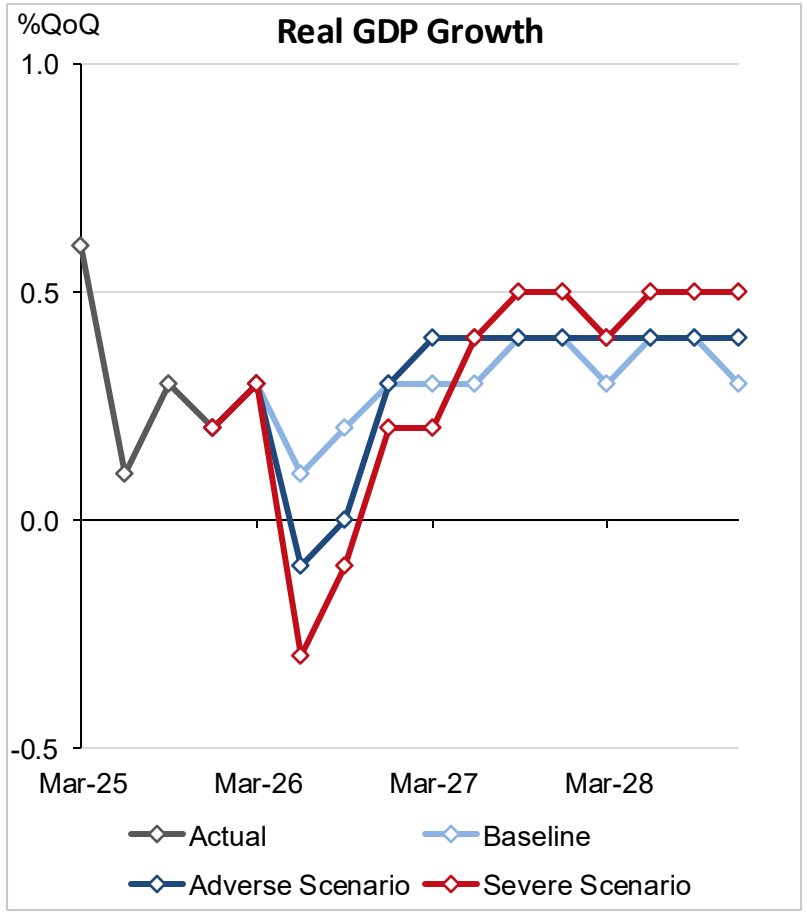
Source: ECB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในกรณีฐาน แม้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นสูง แต่การส่งผ่านต้นทุนพลังงานของภาคธุรกิจไปยังราคาสินค้าและบริการเป็นวงกว้าง จะเกิดขึ้นอย่างจำกัด

ประมาณการแนวโน้มเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและพื้นฐานภายใต้ฉากทัศน์ต่าง ๆ







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

อย่างไรก็ตาม ถ้าหากสถานการณ์เลวร้ายขึ้น ราคาน้ำมันดิบโลกพุ่งขึ้นไปสู่ระดับราว 120 ดอลลาร์สหรัฐหรือสูงกว่าในช่วงไตรมาสที่สองของปี ความเสี่ยงที่ ECB อาจต้องกลับมาขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2026F จะเพิ่มขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน

การให้สัมภาษณ์ของกรรมการ ECB หลังการประชุมนโยบายการเงินเดือน มี.ค.

Vice President Guindos (26 Mar): ***If inflation expectations start to be de-anchored, then the ECB will have to react***. Inflation expectations are going to be interconnected with the duration of the conflicts.

Governing Council Muller (27 Mar): Once energy prices have remained elevated for several weeks, ***second-round effects are likely***. At that point, the question naturally arises ***whether the ECB should respond***.

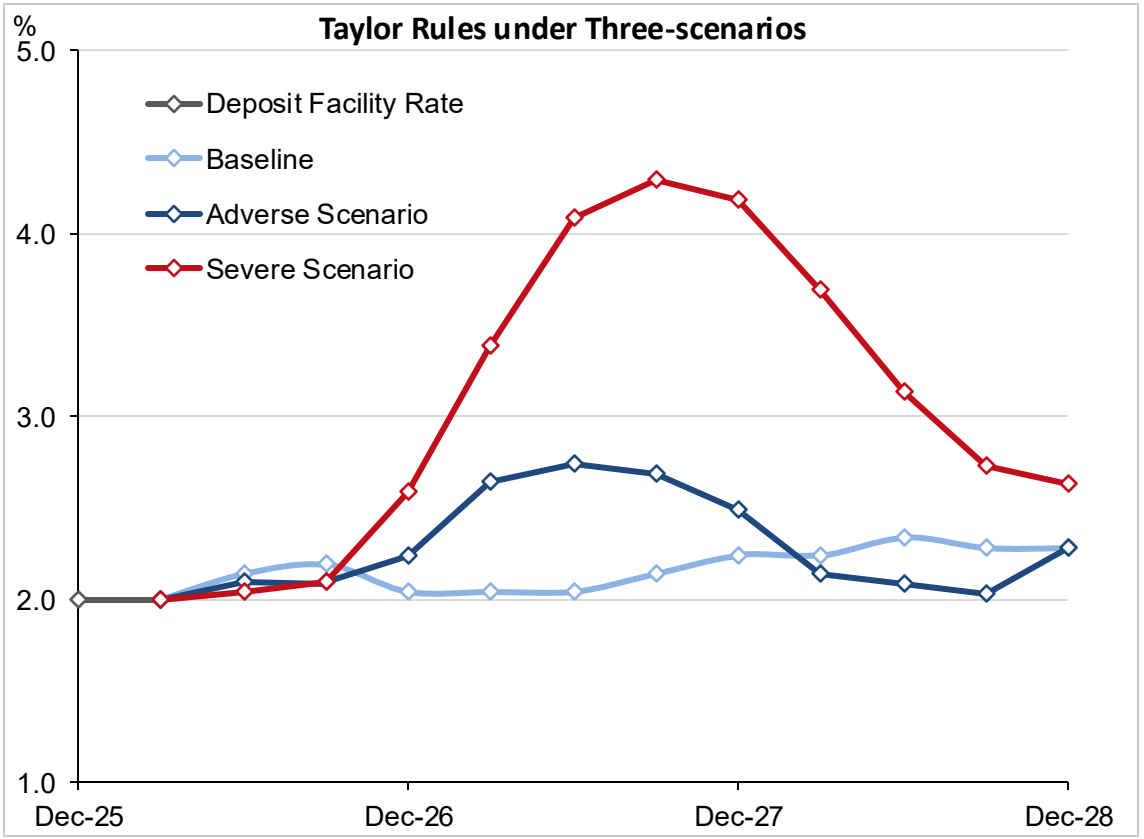
Governing Council Wunsch (27 Mar): ***If the conflict is not over by June***, then we are most probably way above our baseline, and ***that would warrant some kind of reaction***.

Executive Board Schnabel (28 Mar): ***If there is a more persistent impact on inflation***, **monetary policy will need to act**, and it will act and it will act decisively just as we have done it the last time.

Governing council Villeroy (30 Mar): The ECB has no control over oil prices, but ***it has the ability and duty to anchor the inflation expectations***. ***We are ready to act in this direction if needed***.

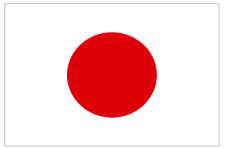
Governing Council Stournaras (30 Mar): The more we deviate from baseline regarding energy prices, ***monetary policy decisions will also be affected accordingly to prevent second-round inflationary effects***.

โมเดลคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยภายใต้ฉากทัศน์ราคาพลังงานต่าง ๆ



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

การเติบโตของค่าจ้างในปีนี้ยังแข็งแกร่ง

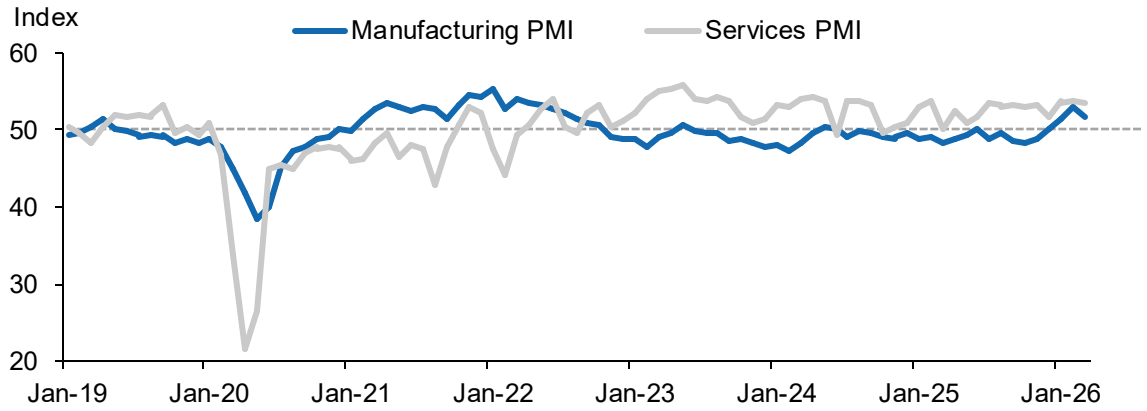


- ในการรวบรวมข้อมูลเบื้องต้นของการเจรจาค่าจ้างประจำปี 2026 พบว่า สหภาพแรงงานของญี่ปุ่น (Rengo) สามารถบรรลุข้อตกลงการปรับขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยที่ 5.26% โดยผลการเจรจาดังกล่าวบ่งชี้ถึงทิศทางความแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องของแนวโน้มการปรับขึ้นค่าจ้าง ซึ่งถือเป็นการปรับเพิ่มขึ้นในระดับที่สูงกว่า 5% ติดต่อกันเป็นปีที่ 3 แม้ว่าตัวเลขดังกล่าวจะต่ำกว่าปีที่ผ่านมาเล็กน้อย แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงสุดในรอบกว่าสามทศวรรษ ด้วยเหตุนี้ วัฏจักรการหมุนเวียนเชิงบวกระหว่างค่าจ้างและราคาสินค้า (virtuous cycle) จึงมีแนวโน้มที่จะดำเนินต่อไป โดยมีแรงสนับสนุนจากความสัมพันธ์เชิงบวกที่ชัดเจนระหว่างการเติบโตของค่าจ้างและอัตราเงินเฟ้อในภาคบริการ ทั้งนี้ ปัจจัยสำคัญถัดไปที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิด คือผลลัพธ์ของการปรับค่าจ้างในกลุ่มวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ซึ่งเป็นแหล่งจ้างงานหลักถึง 70% ของการจ้างงานทั้งหมด แม้ว่าบริษัทเหล่านี้จะเผชิญกับสภาวะกำไรที่ถูกบีบคั้นจากต้นทุนพลังงานที่พุ่งสูงขึ้น แต่สภาวะขาดแคลนแรงงานที่เรื้อรังคาดว่าจะเป็นปัจจัยหนุนให้ผลการปรับขึ้นค่าจ้างยังคงอยู่ในระดับสูง
- นอกจากนี้ ผลสำรวจสภาวะทางธุรกิจของกลุ่มกิจการขนาดใหญ่ (Tankan survey) ซึ่งเป็นหนึ่งในตัวบ่งชี้ที่ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ให้ความสำคัญอย่างใกล้ชิด แสดงให้เห็นว่าความเชื่อมั่นของภาคธุรกิจญี่ปุ่นยังคงมีเสถียรภาพ แม้ต้องเผชิญกับสถานการณ์ความตึงเครียดในตะวันออกกลาง ราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น และมาตรการภาษีศุลกากรจากสหรัฐฯ ซึ่งสภาวะทางธุรกิจที่ยังสูงนี้ถือเป็นปัจจัยบวกต่อการปรับขึ้นค่าจ้างในอนาคต แม้ว่าสภาวะทางธุรกิจในบางอุตสาหกรรมจะปรับแย่ลง โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมปิโตรเลียม ถ่านหิน และเคมีภัณฑ์ ซึ่งสะท้อนถึงผลกระทบจากความขัดแย้งในตะวันออกกลาง
- ด้านผลต่ออัตราเงินเฟ้อจากราคาพลังงานที่สูงขึ้น พบว่า มีความสัมพันธ์ระหว่างราคาพลังงานและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของญี่ปุ่น โดยมีระยะเวลาการส่งผ่านประมาณ 1 ปี ทั้งนี้ รัฐบาลญี่ปุ่นได้อุดหนุนราคาพลังงานในประเทศ ส่งผลให้ความเสี่ยงด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้อมีจำกัด แม้เงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับก่อนสงคราม แต่จะยังอยู่ในระดับเฉลี่ยราว 2-3% ในปีนี้ ด้านค่าเงินเยน มีแรงกดดันด้านอ่อน หลังตลาดปรับเพิ่มคาดการณ์เงินเฟ้อและดอกเบี้ยนโยบายของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก โดยเราคาดว่า หากสถานการณ์ไม่เปลี่ยนแปลงจากปัจจุบันมาก ค่าเงินเยนยังมีแนวโน้มทรงตัวอยู่ในระดับ 160 ได้ แต่หากสถานการณ์รุนแรงมากขึ้น จนส่งผลให้มีแรงกดดันเงินเฟ้อโลก และคาดการณ์ถึงการขึ้นดอกเบี้ยของประเทศเศรษฐกิจหลักเพิ่มเติม จะเป็นปัจจัยกดดันให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าทะลุระดับ 160 ได้

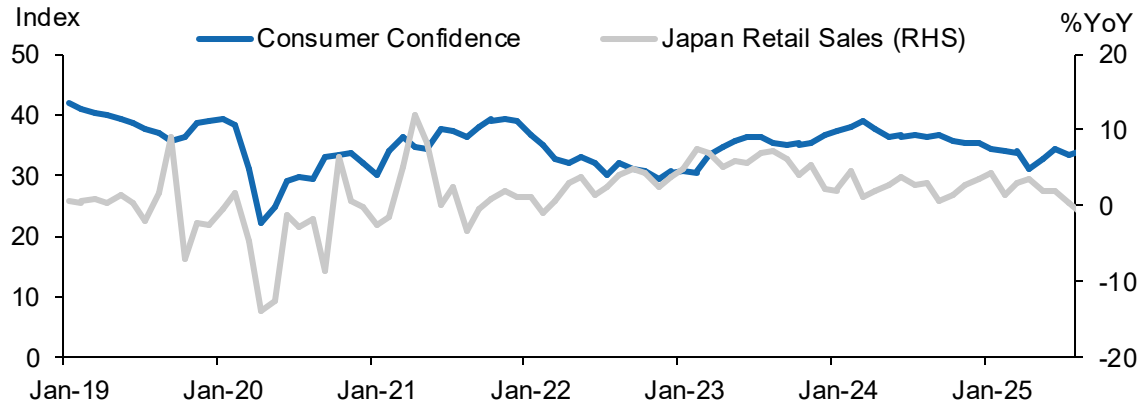
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตและภาคบริการในเดือนมีนาคมชะลอตัวลงจากเดือนก่อนหน้า แต่ยังคงอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว

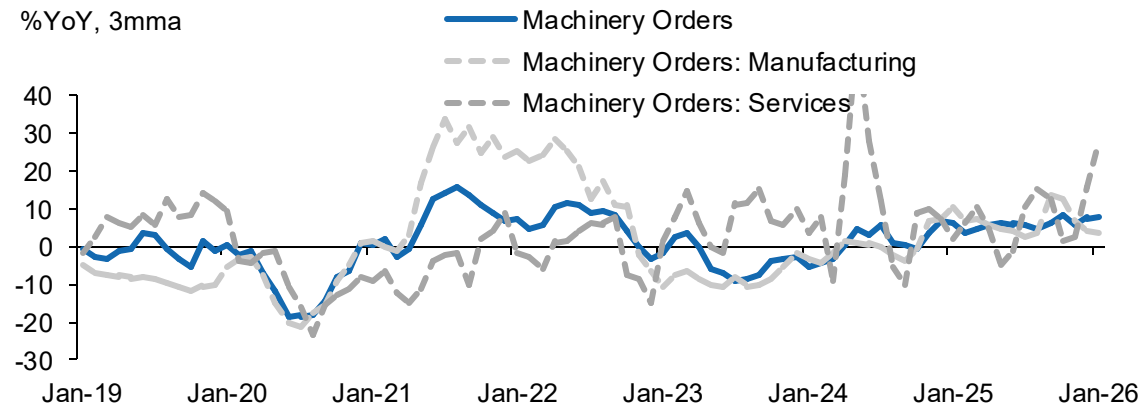
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



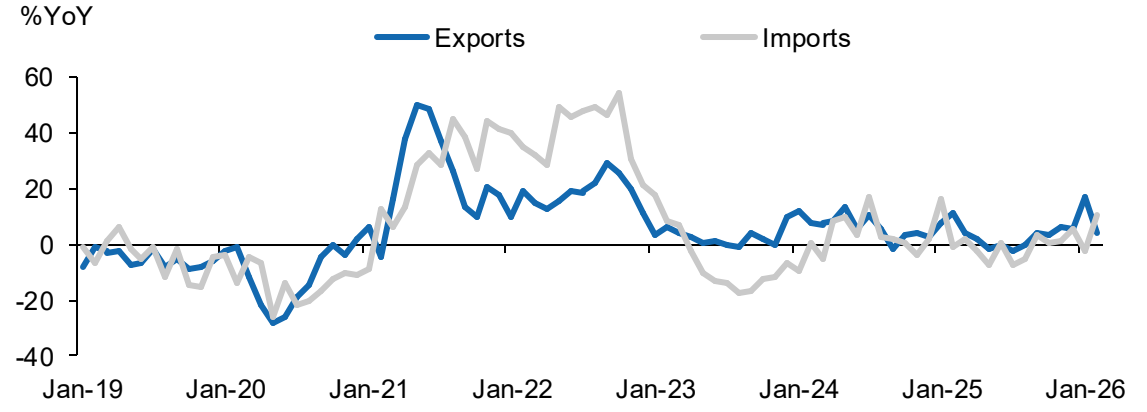
ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดค้าปลีก



เครื่องชี้ด้านการลงทุน



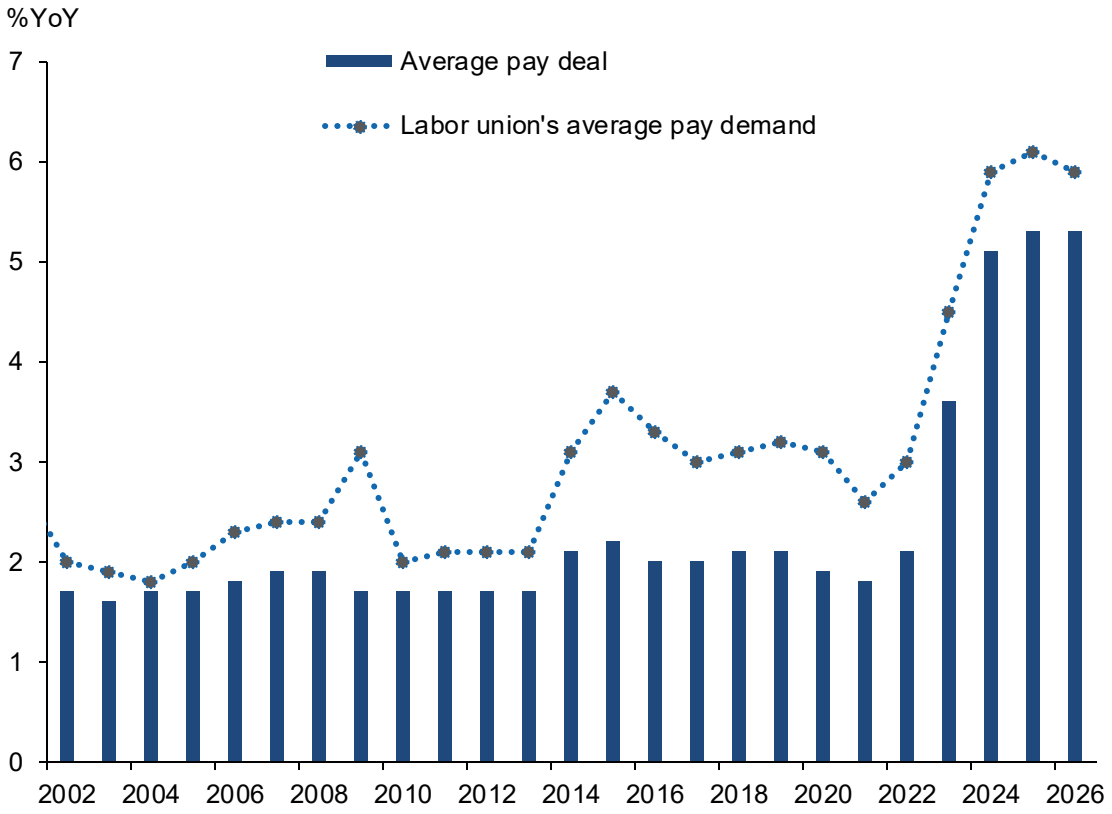
การส่งออกและนำเข้า



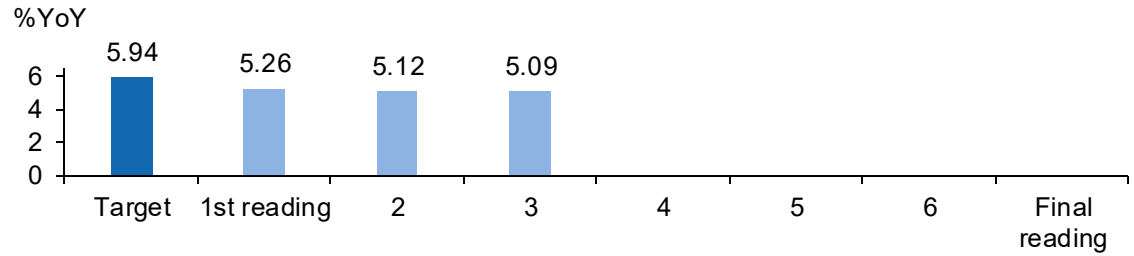
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สหภาพแรงงานที่ใหญ่ที่สุดของญี่ปุ่นสามารถบรรลุข้อตกลงการปรับขึ้นค่าจ้างเฉลี่ยในระดับที่สูงกว่า 5% ติดต่อกันเป็นปีที่ 3 สะท้อนถึงความแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องของแนวโน้มค่าจ้าง

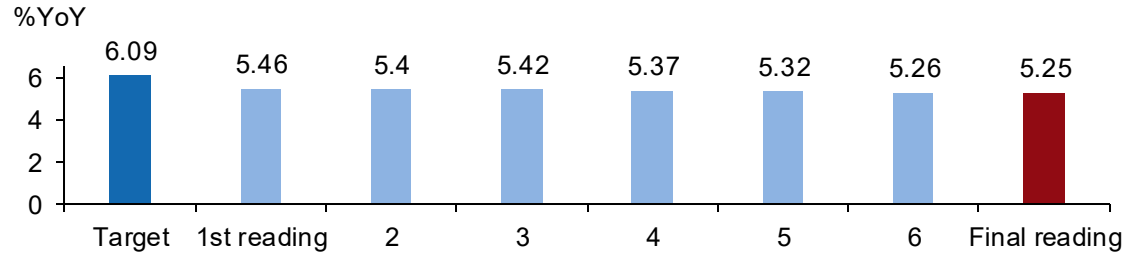
การเจรจาค่าจ้าง Shunto: ข้อเรียกร้องของสหภาพแรงงาน vs. ผลลัพธ์สุดท้าย



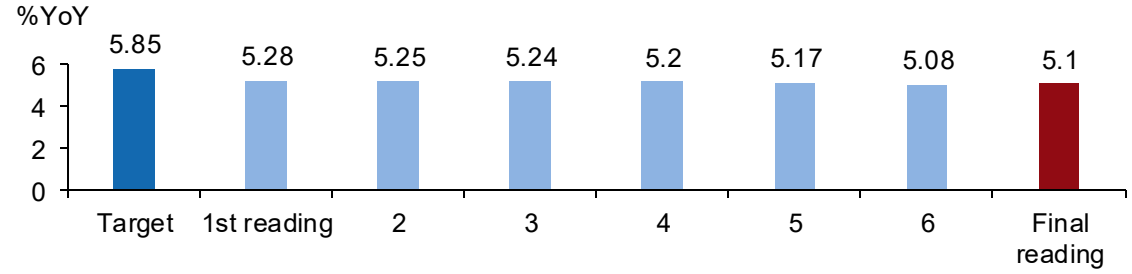
ผลการเจรจาค่าจ้าง Shunto ประจำปี 2026



ผลการเจรจาค่าจ้าง Shunto ประจำปี 2025



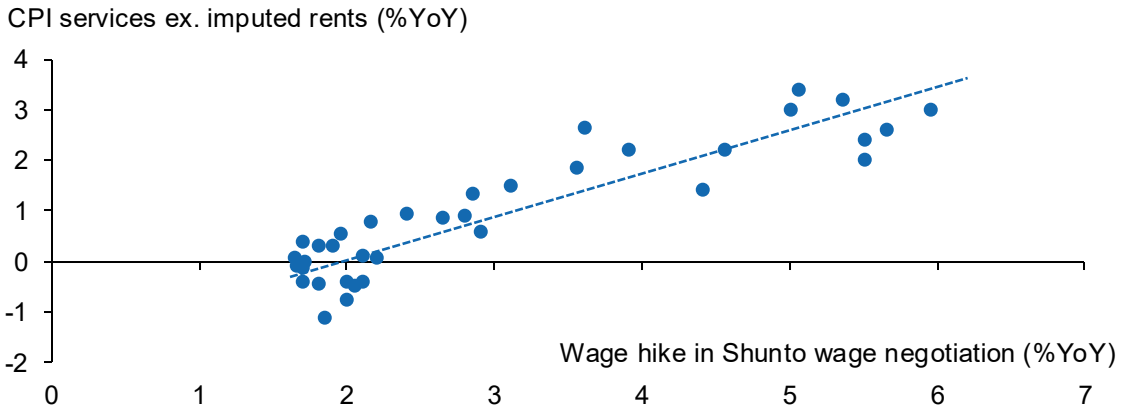
ผลการเจรจาค่าจ้าง Shunto ประจำปี 2024



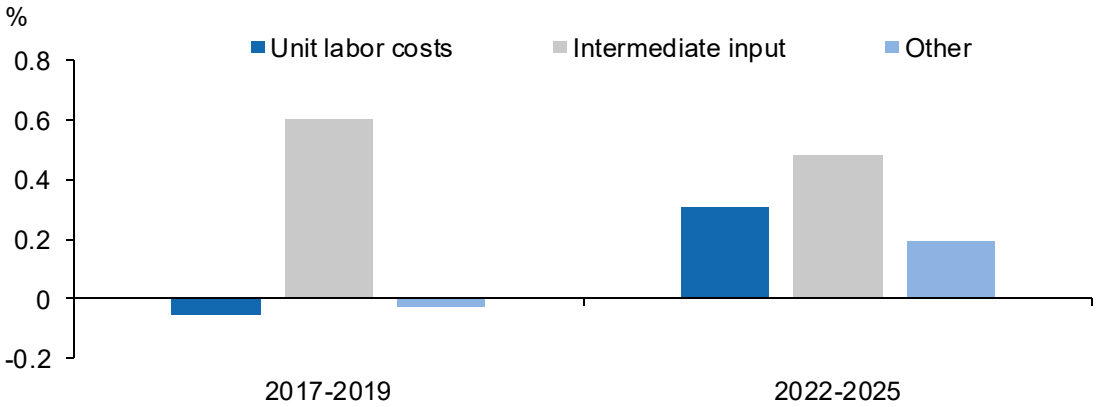
Source: Bloomberg, RENGO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

วัฏจักรค่าจ้างและเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการเติบโตของค่าจ้างและอัตราเงินเฟ้อในภาคบริการ

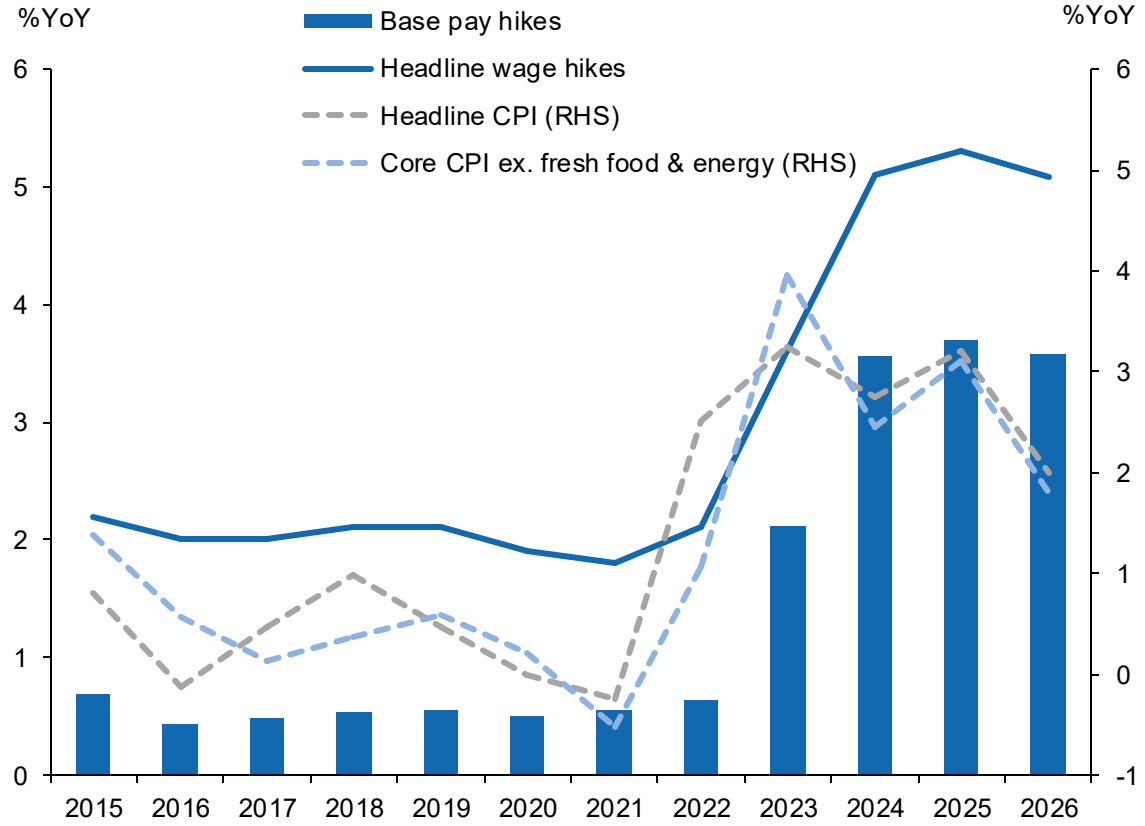
ค่าจ้างและอัตราเงินเฟ้อในภาคบริการ



การส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของธุรกิจไปยังราคาสินค้าและบริการขั้นสุดท้าย



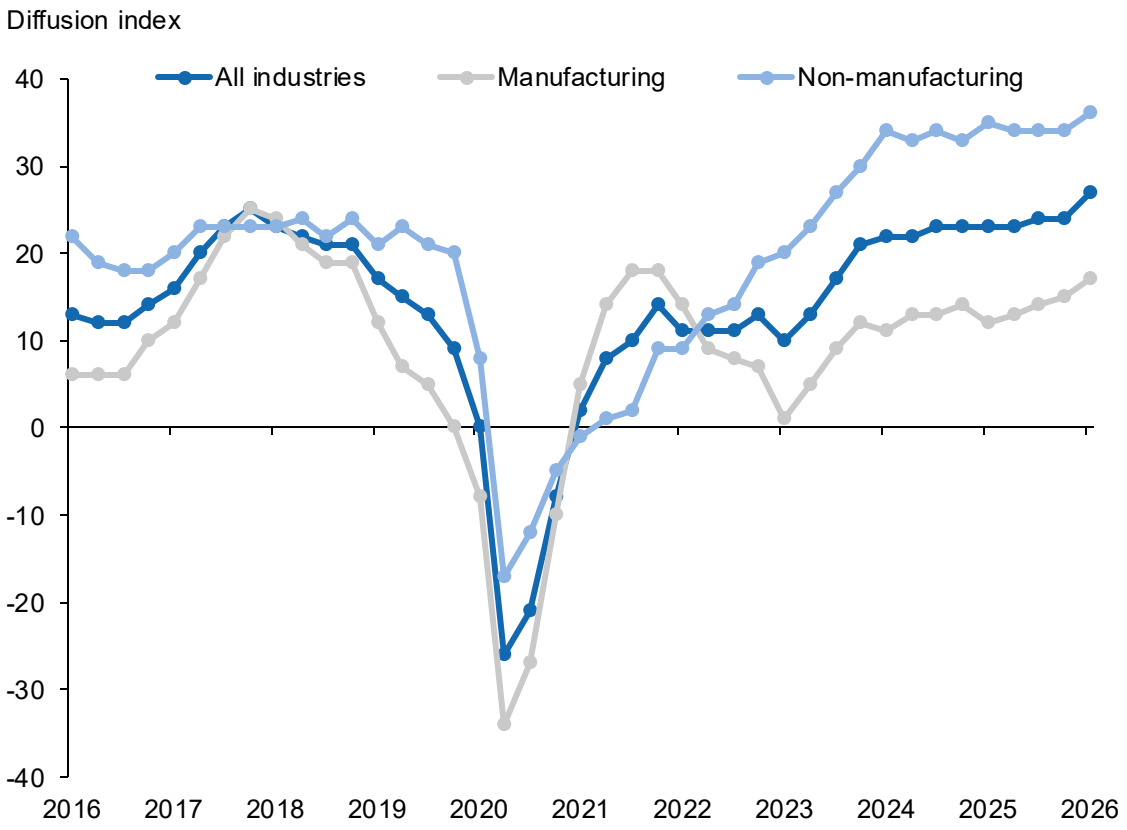
ค่าจ้างและอัตราเงินเฟ้อ 1\



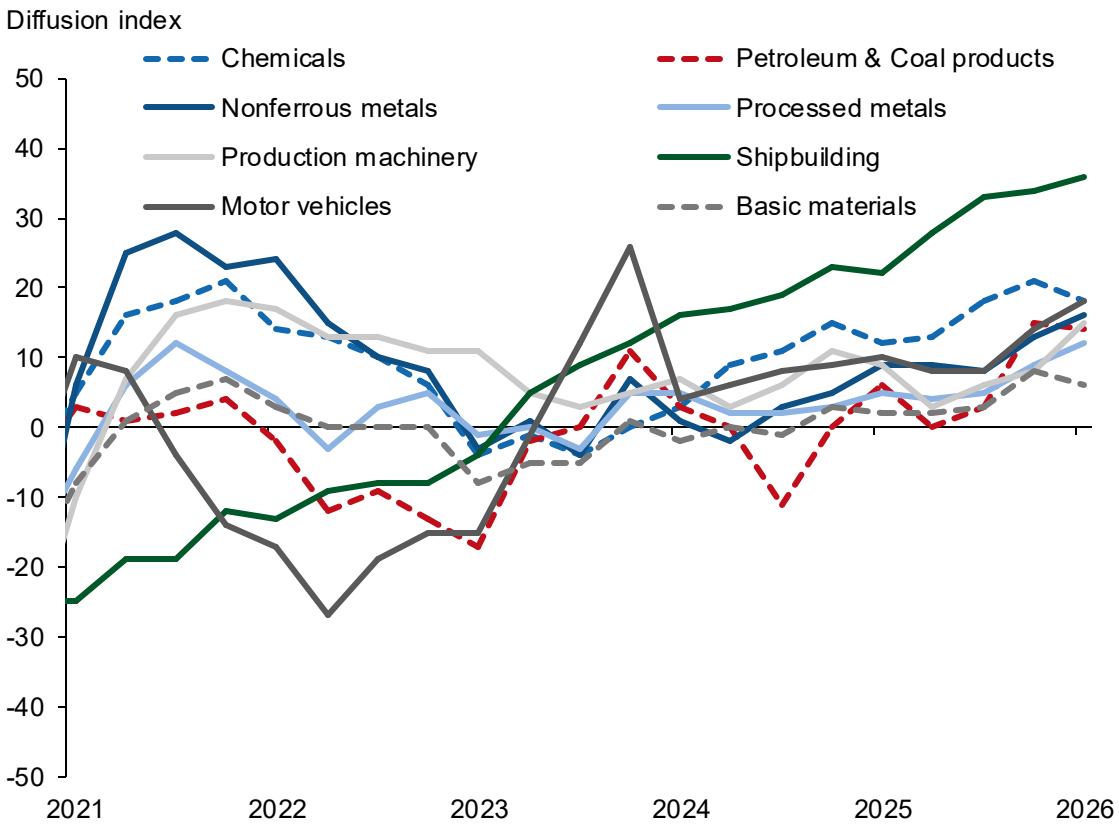
Note:1\ All figures are final except for 2026 (3rd reading). 2026 inflation data: Bloomberg consensus as of April 2026.
Source: BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สภาวะทางธุรกิจยังแข็งแกร่ง แม้ต้องเผชิญกับความตึงเครียดในตะวันออกกลาง ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และกำแพงภาษีสหรัฐฯ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการปรับขึ้นค่าจ้างในอนาคต

สภาวะทางธุรกิจ: วิสาหกิจขนาดใหญ่



สภาวะทางธุรกิจจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม: วิสาหกิจขนาดใหญ่

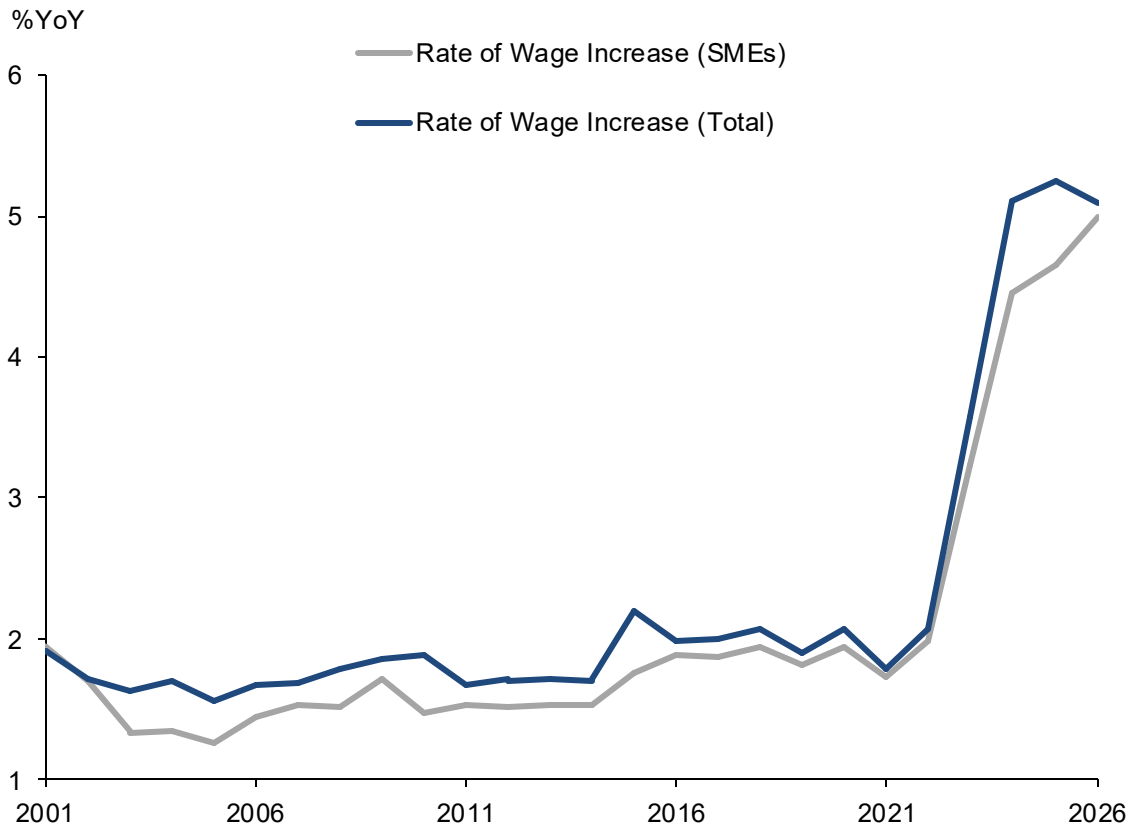


Business conditions worsened mainly for crude oil-related materials industries, such as petroleum & coal products and chemicals which could reflect the worsening situation in the Middle East.

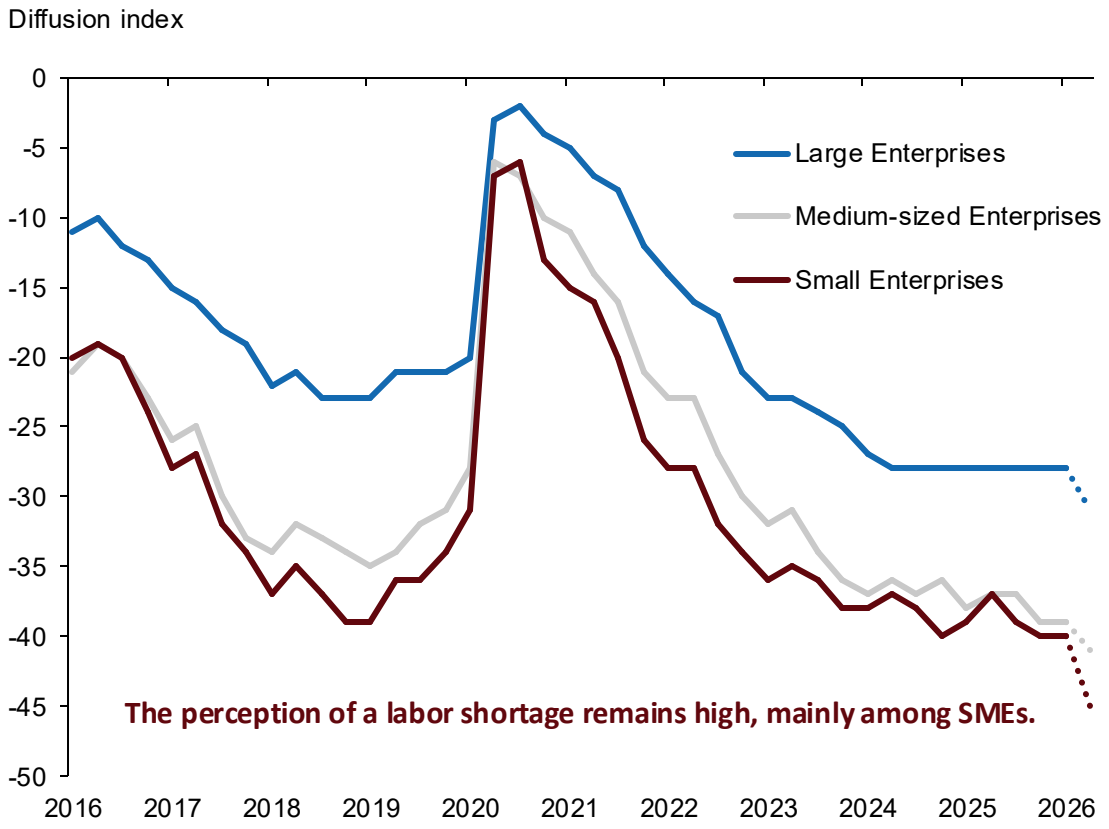
Source: BoJ, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประเด็นสำคัญถัดไปที่ต้องติดตามคือผลการขึ้นค่าจ้างของ SMEs โดยคาดว่าสภาวะการขาดแคลนแรงงานจะเป็นปัจจัยสนับสนุนการขึ้นค่าจ้างของ SMEs แม้มีแรงกดดันด้านต้นทุน

อัตราการปรับขึ้นค่าจ้าง



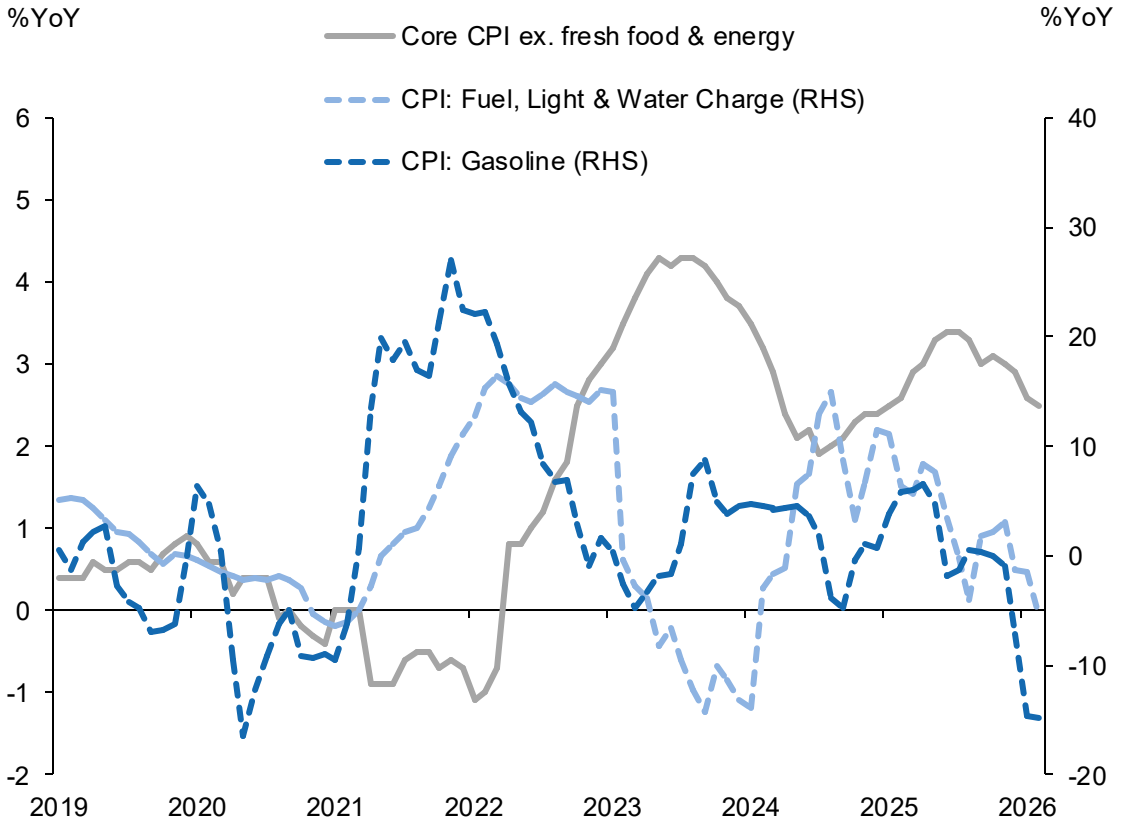
สภาวะการจ้างงาน



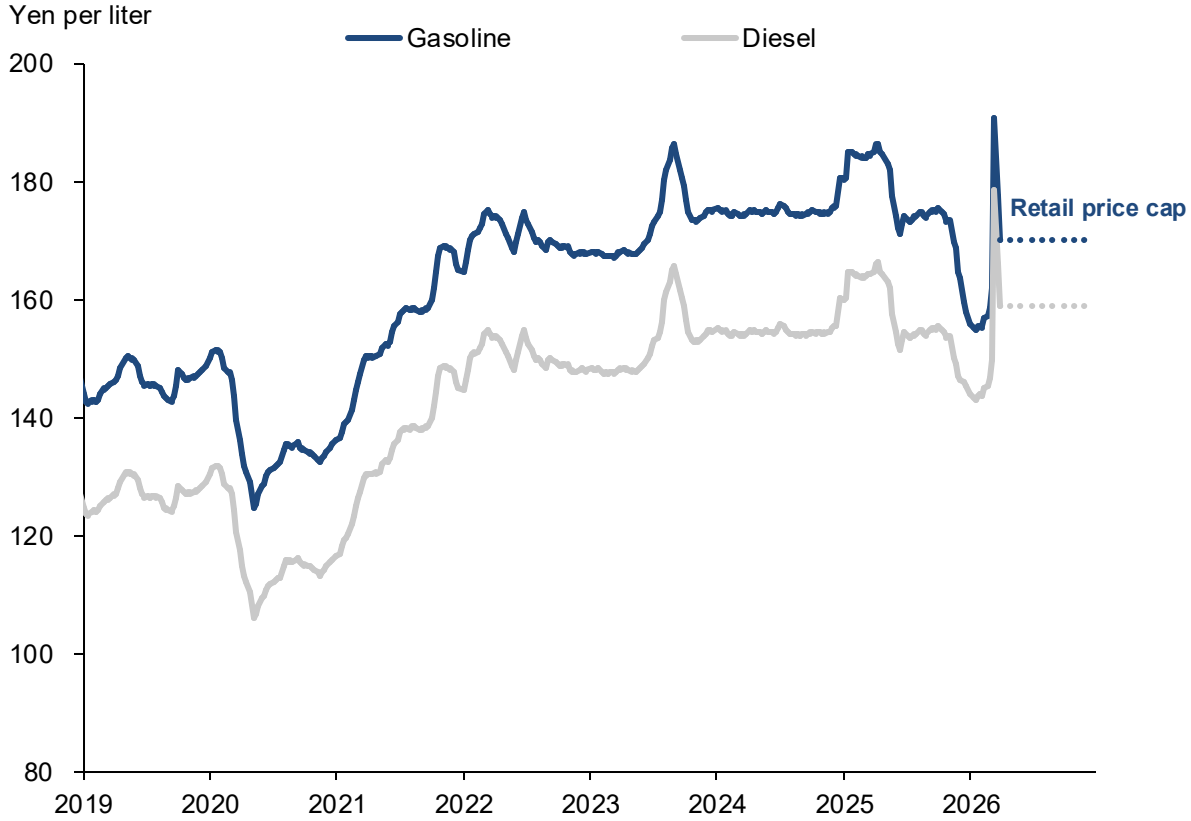
Note:1\ All figures are final except for 2026 (3rd reading).
Source: Bloomberg, RENGO, BoJ, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้มีการส่งผ่านต้นทุนราคาพลังงานไปยังดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (Core CPI) แต่มาตรการควบคุมราคาพลังงานของภาครัฐจะช่วยบรรเทาความเสี่ยงด้านสูงของอัตราเงินเฟ้อ

ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI)



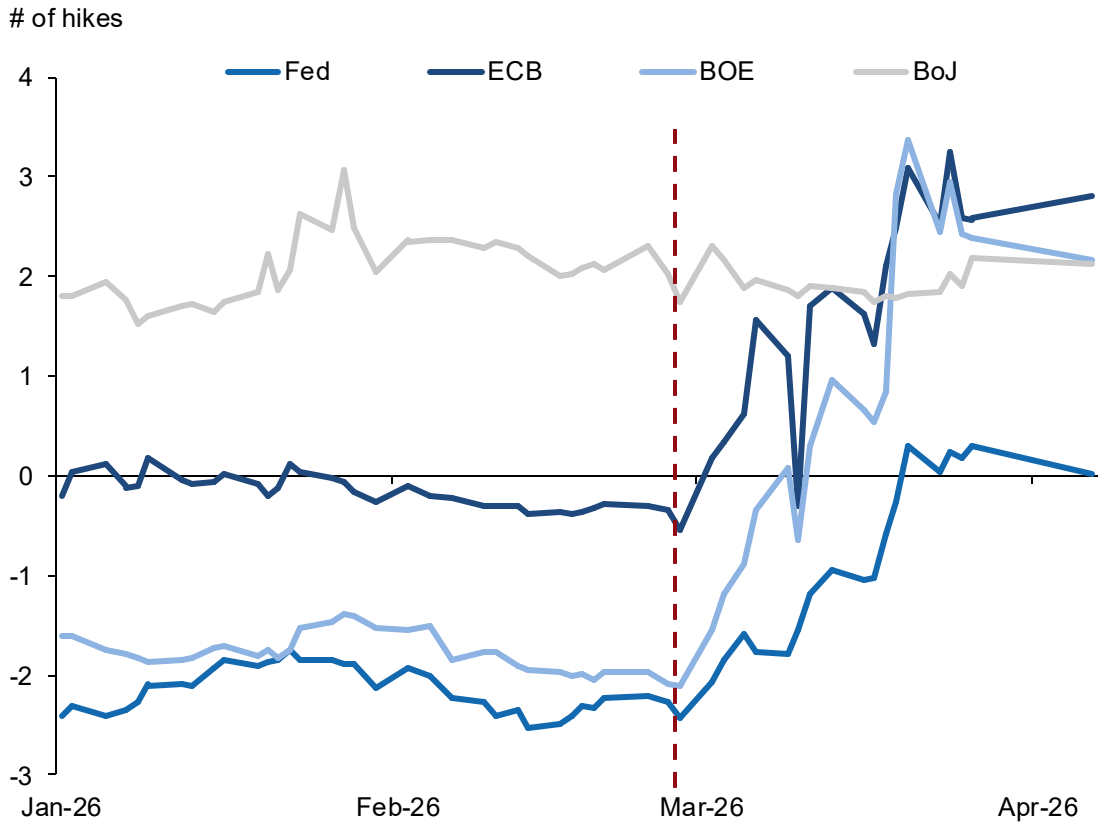
ราคาน้ำมันเฉลี่ยในประเทศญี่ปุ่น



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

ความตึงเครียดในตะวันออกกลางได้สร้างแรงกดดันต่อค่าเงินเยน ส่งผลให้ค่าเงินเยนอ่อนค่าลงสู่ระดับที่รัฐบาลเคยเข้าแทรกแซงในอดีต

คาดการณ์การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปี 2026 โดยผู้ร่วมตลาด 1\



ค่าเงินเยนต่อดอลลาร์สหรัฐ (USDJPY)

Note:1\ As of April 6, 2026
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

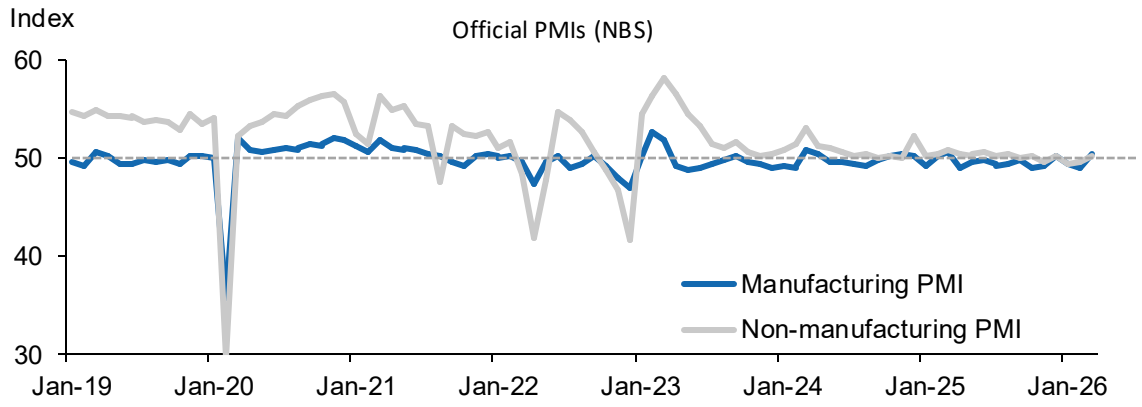
การกลับมาของเงินเฟ้อ

- ดัชนีราคาในภาคการผลิตของจีนเริ่มมีสัญญาณที่ดีขึ้น โดยดัชนีย่อยในส่วนของทั้งราคาปัจจัยการผลิตและราคาสินค้าขาออกปรับสูงขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงกลางปี 2022 ซึ่งบ่งชี้ว่าผู้ผลิตเริ่มส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้ซื้อได้บางส่วน นอกจากนี้ ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ของจีนในเดือนมีนาคมพลิกกลับมาขยายตัวได้เป็นครั้งแรก หลังหดตัวมาเป็นระยะเวลานานกว่า 3 ปี สะท้อนการหลุดพ้นจากสภาวะเงินฝืด โดยการเพิ่มขึ้นของดัชนี PPI ดังกล่าว ได้รับแรงหนุนจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น จากความตึงเครียดในภูมิภาคตะวันออกกลาง ซึ่งเราคาดว่าดัชนีดังกล่าวจะฟื้นตัวขึ้นได้ต่อเนื่องในระยะต่อไป จากทั้งมาตรการ Anti-involution ของทางการจีนและจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์โลกที่ปรับสูงขึ้น ซึ่งบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจีนกำลังอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัวสู่สภาวะเงินเฟ้ออ่อนๆ (Mild reflation) ในปีนี้
- ทั้งนี้ การฟื้นตัวของดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ที่ถูกขับเคลื่อนโดยปัจจัยด้านราคาพลังงานนั้น มีแนวโน้มกระจุกตัวอยู่ในภาคอุตสาหกรรมต้นน้ำ โดยจากข้อมูลในอดีตพบว่า การเพิ่มขึ้นของดัชนี Headline PPI ที่ถูกขับเคลื่อนจากราคาพลังงาน ราว 80% มาจากการเพิ่มขึ้นของดัชนี PPI ในกลุ่มอุตสาหกรรมต้นน้ำเป็นสำคัญ ขณะที่ดัชนี PPI ของภาคอุตสาหกรรมปลายน้ำเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย นอกจากนี้ การส่งผ่านจากดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ไปยังดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (Core CPI) ที่ไม่รวมราคาอาหารสดและราคาพลังงานยังคงอยู่ในระดับต่ำมาก ซึ่งบ่งชี้ถึงผลกระทบในทางบวกที่จำกัดต่อภาคบริการ ดังนั้น ในระยะสั้นนี้ หากอุปสงค์ในประเทศยังอ่อนแอ ภาคอุตสาหกรรมต้นน้ำมีแนวโน้มได้ประโยชน์เป็นหลัก เนื่องจากสามารถส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้ผลิตในภาคอุตสาหกรรมกลางน้ำและปลายน้ำได้ ขณะที่ผู้ผลิตในอุตสาหกรรมปลายน้ำอาจเผชิญแรงกดดันด้านกำไรเพิ่มเติมจากต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น แต่อาจไม่สามารถส่งผ่านแรงกดดันด้านราคาเหล่านี้ไปยังผู้บริโภคขั้นสุดท้ายได้ ถ้าการใช้จ่ายของผู้บริโภคยังไม่ฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจน
- ในส่วนของนโยบายการเงิน ตัวเลขทางเศรษฐกิจในไตรมาส 1/2026 ที่อยู่ในเกณฑ์ดี อาจลดความเร่งด่วนในการดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายในระยะสั้นนี้ อย่างไรก็ดี หากโมเมนตัมทางเศรษฐกิจแสดงสัญญาณของการชะลอตัวลง ธนาคารกลางจีน (PBoC) ยังมีแนวโน้มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติมในช่วงครึ่งหลังของปี

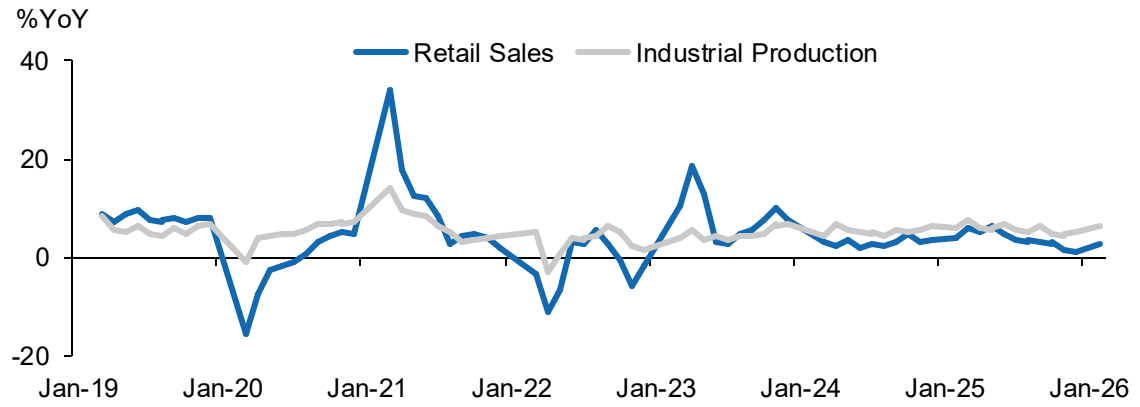
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือนมีนาคมฟื้นตัวขึ้น ทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการ

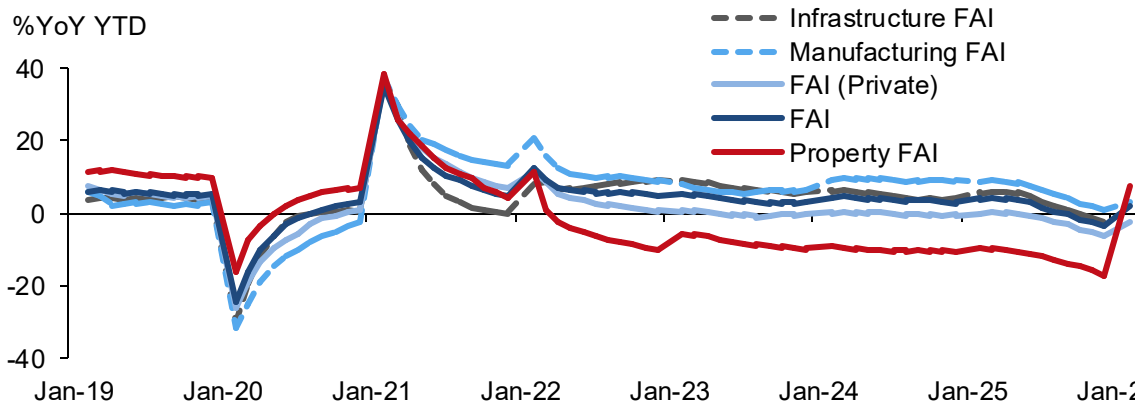
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



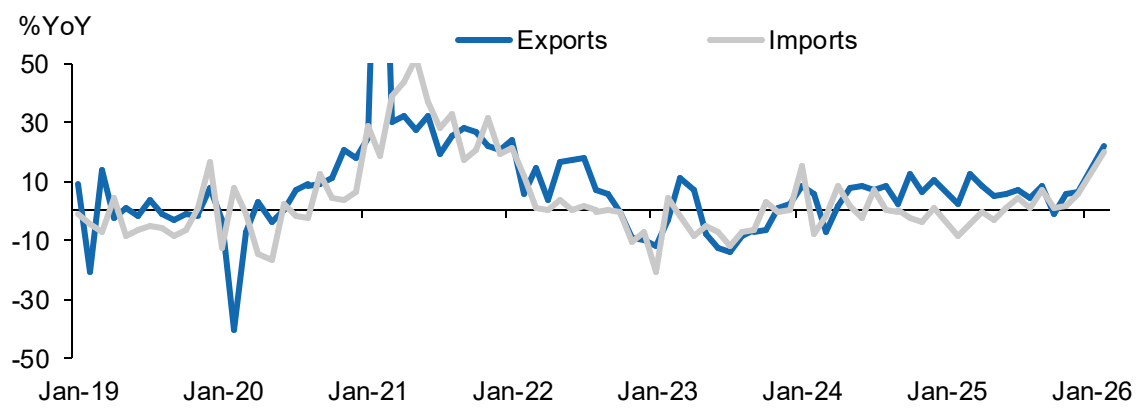
ยอดค้าปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



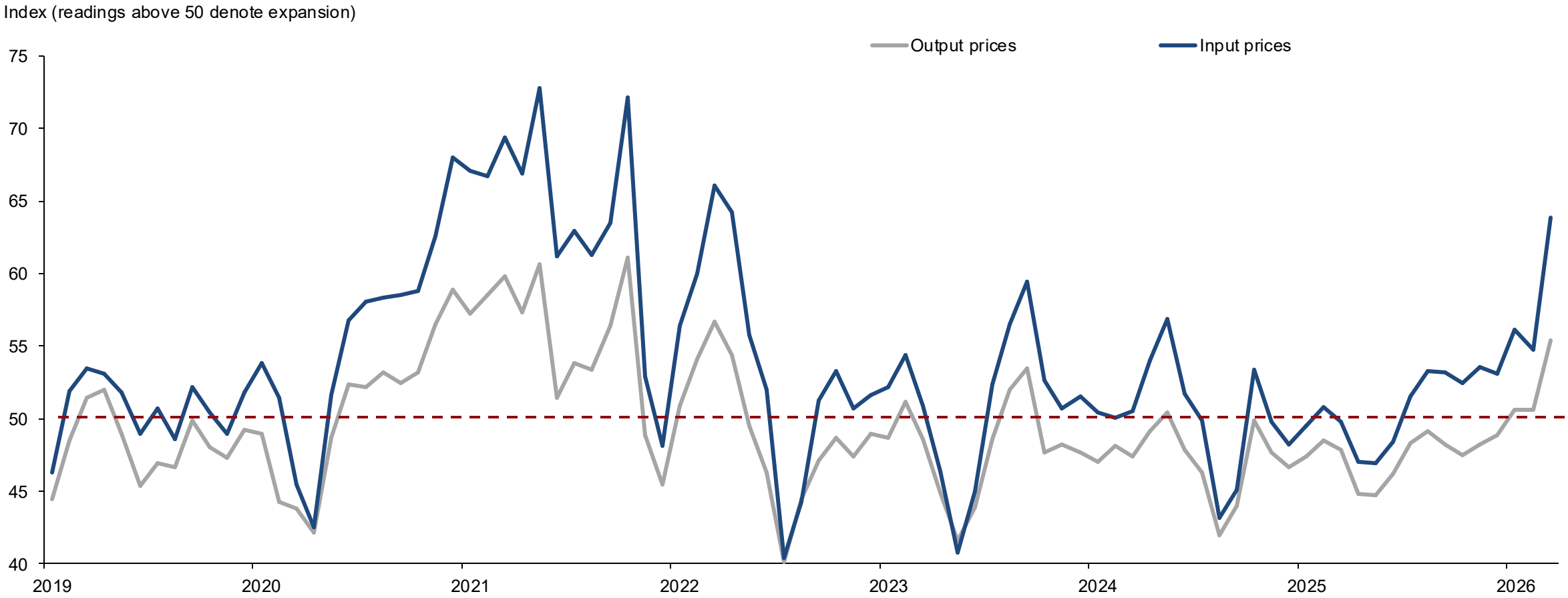
การส่งออกและนำเข้า



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

ดัชนีราคาในภาคการผลิตของจีนเริ่มมีสัญญาณที่ดีขึ้น โดยดัชนีย่อยในส่วนของทั้งราคาปัจจัยการผลิตและราคาสินค้าขาออกปรับสูงขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงกลางปี 2022

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการผลิตอย่างเป็นทางการ: ดัชนีย่อยราคาสินค้าขาออกและราคาปัจจัยการผลิต

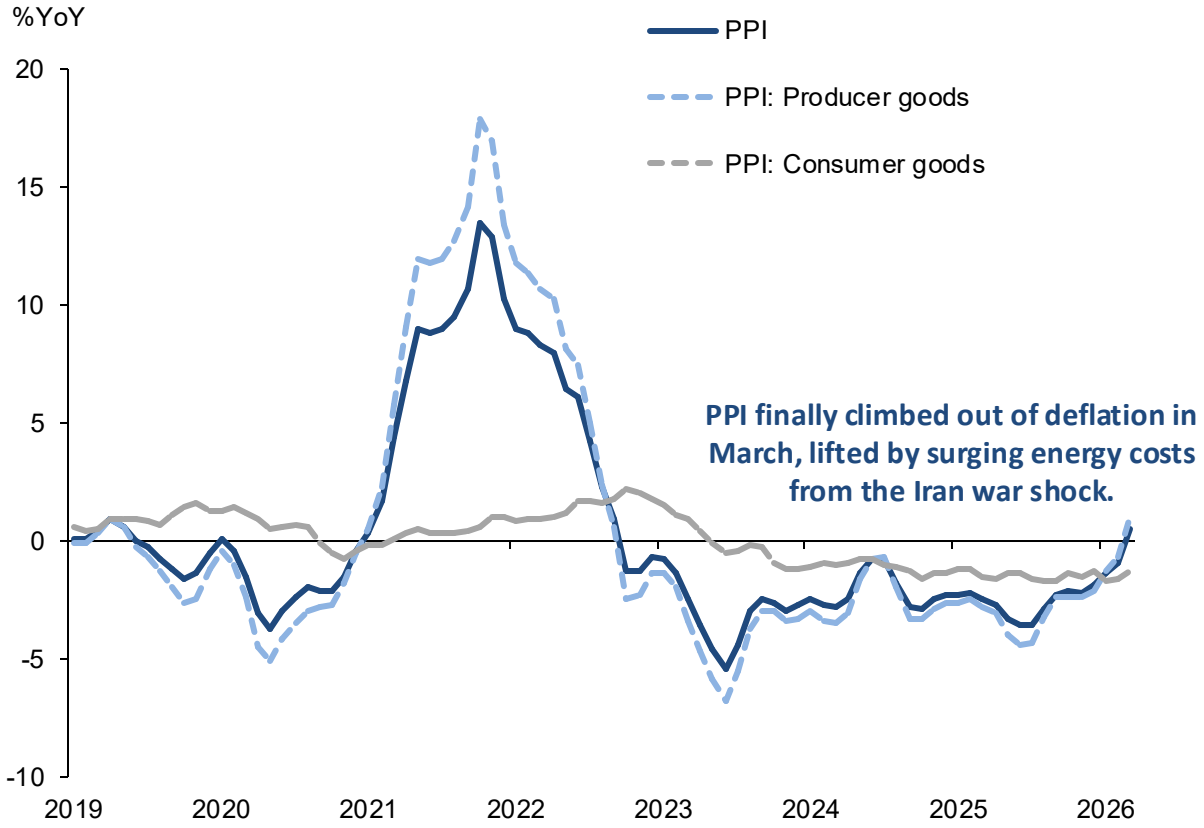


After remaining in contractionary territory since 2024, the output prices index finally surpassed the 50.0 mark.

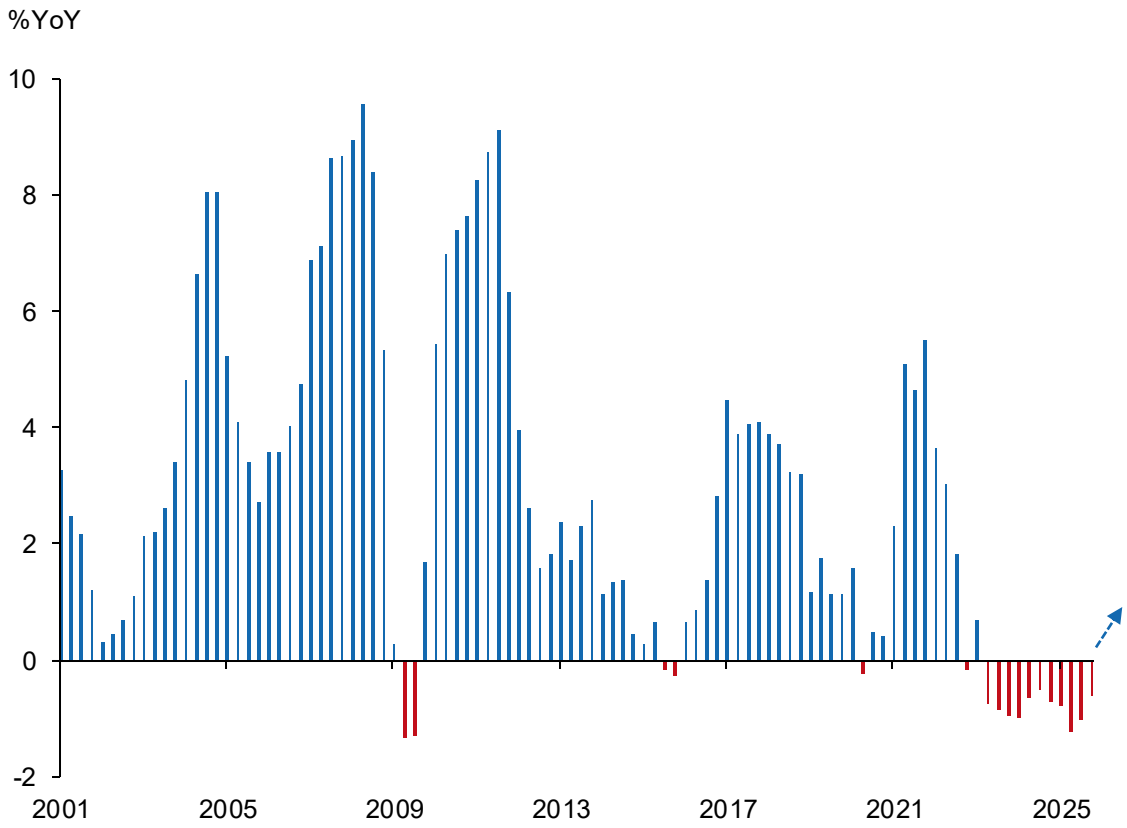
Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) ของจีนพลิกกลับมาเป็นบวกได้เป็นครั้งแรกในรอบ 41 เดือน และคาดว่าจะปรับสูงขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนว่าเศรษฐกิจกำลังอยู่ในทิศทางของการฟื้นตัวสู่สภาวะเงินเฟ้ออ่อน ๆ (Mild reflation) ในปีนี้

ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI)



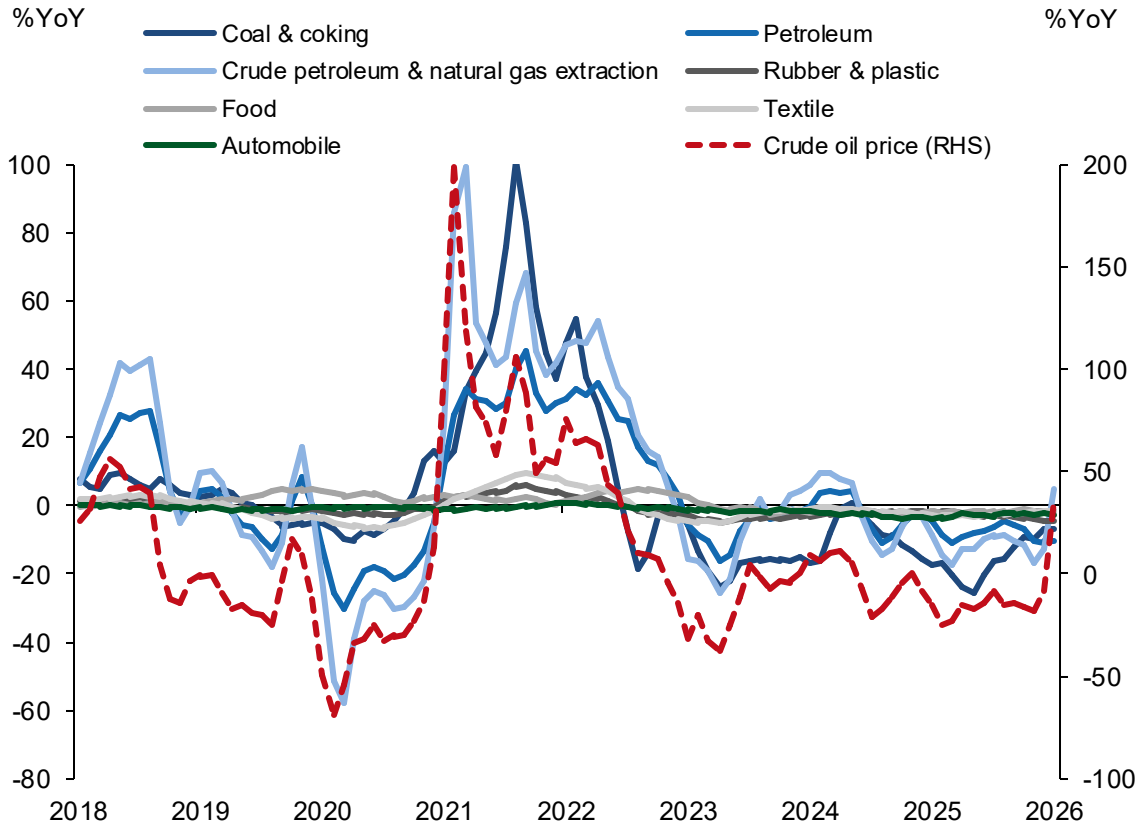
มาตรวัดระดับราคาในภาพรวม (GDP deflator)



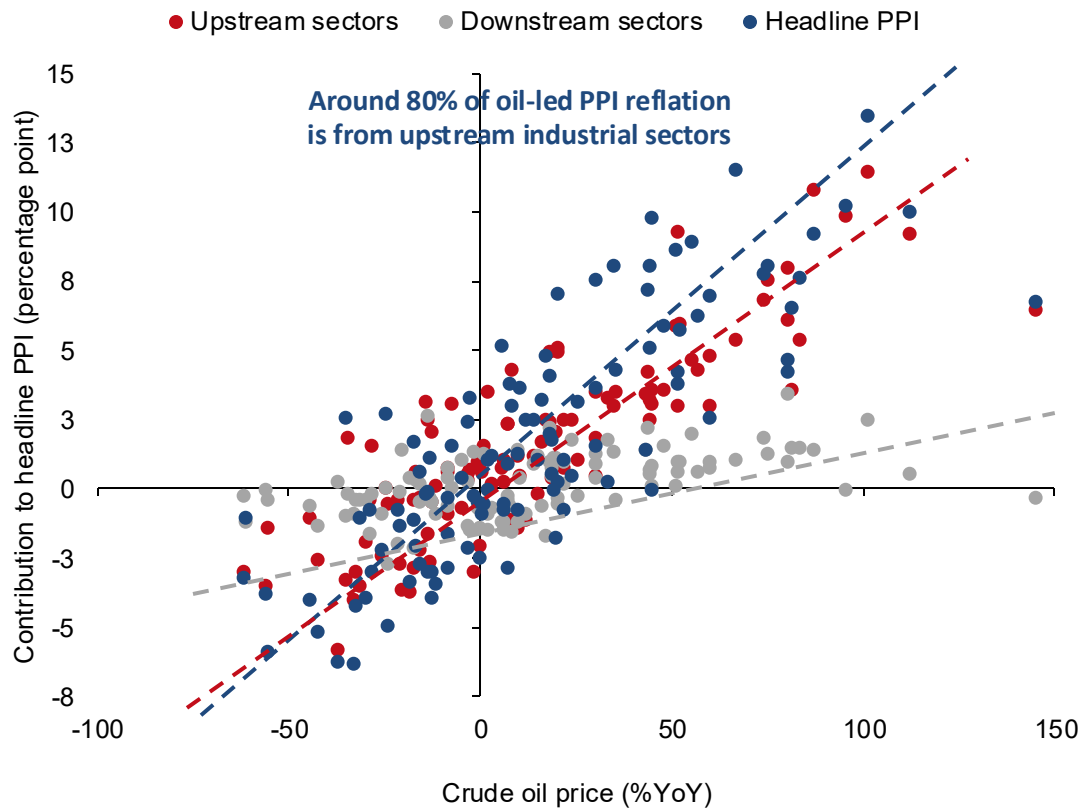
Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของดัชนี PPI ที่ขับเคลื่อนโดยราคาพลังงานนั้น มักกระจุกตัวอยู่ในภาคอุตสาหกรรมต้นน้ำ

ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) แยกรายอุตสาหกรรม



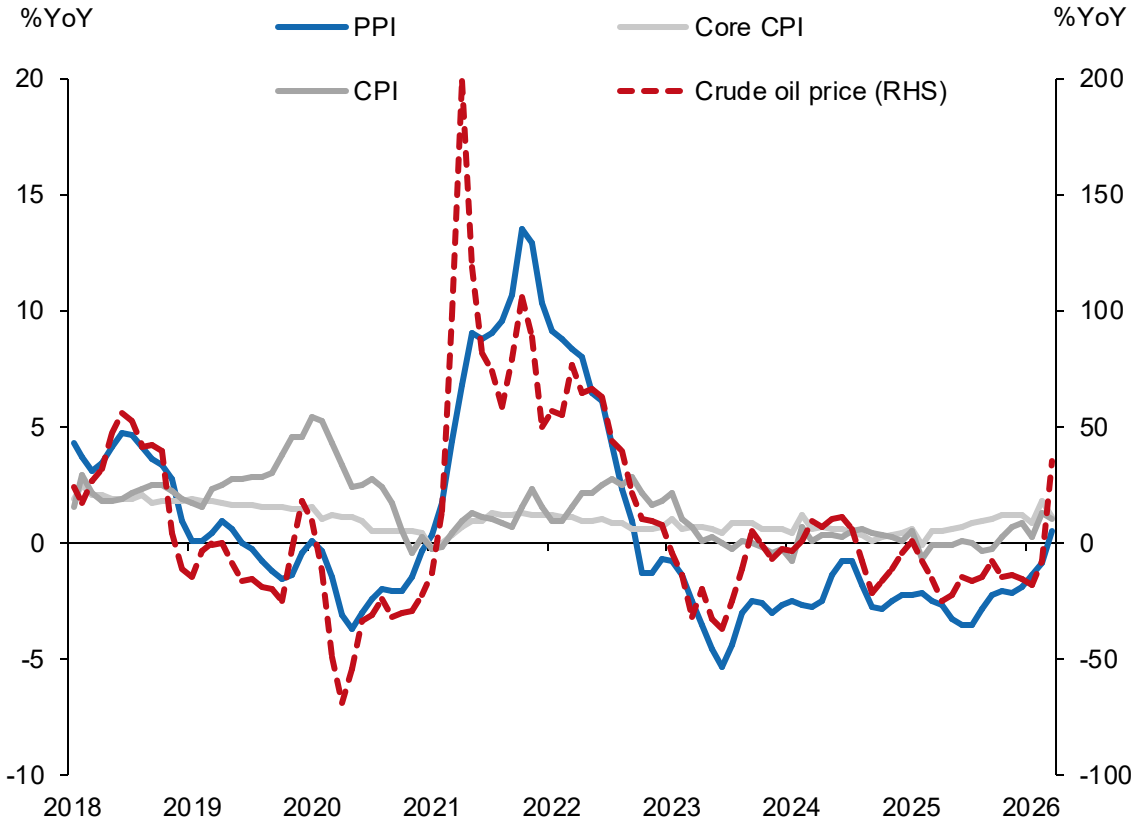
การเพิ่มขึ้นของดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) จากการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมัน



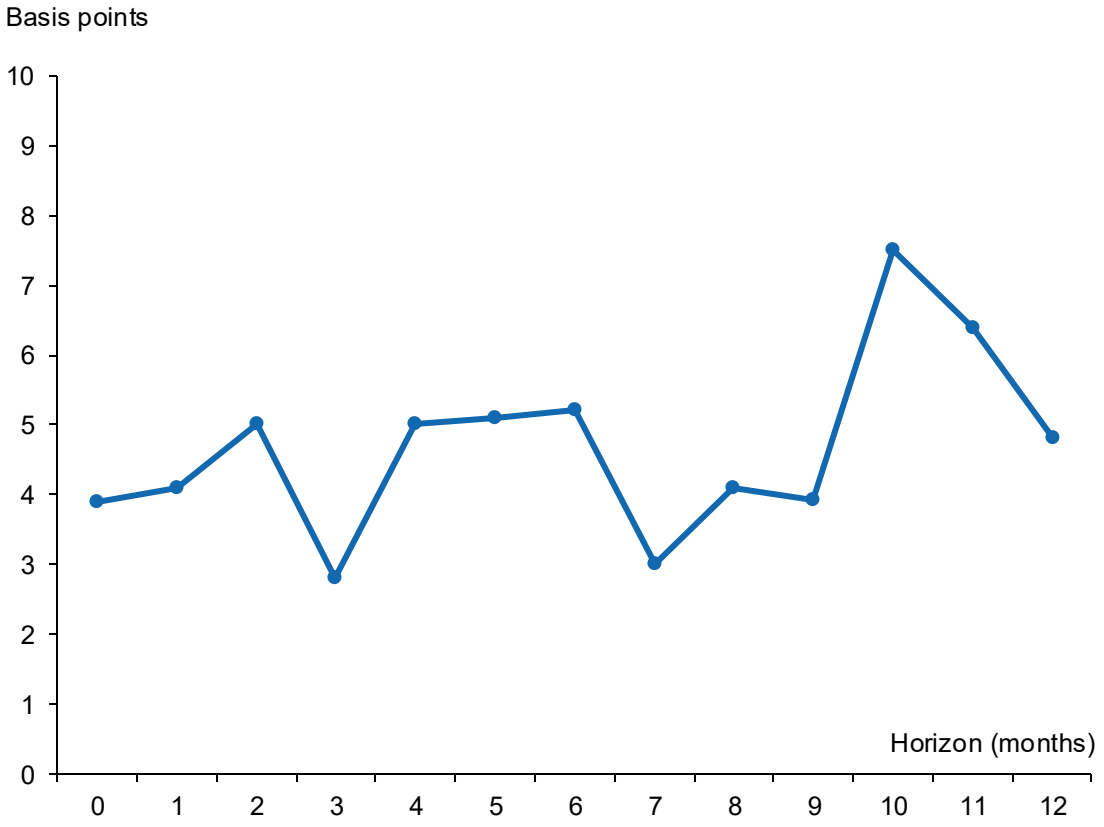
Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในขณะที่การส่งผ่านของดัชนี PPI ไปยังเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core CPI) อยู่ในระดับต่ำ สะท้อนการส่งผ่านของการฟื้นตัวของดัชนี PPI ไปยังภาคบริการที่จำกัด

ราคาน้ำมันและอัตราเงินเฟ้อของจีน



การเปลี่ยนแปลงของ Core CPI จากการที่ PPI เพิ่มขึ้น 1%

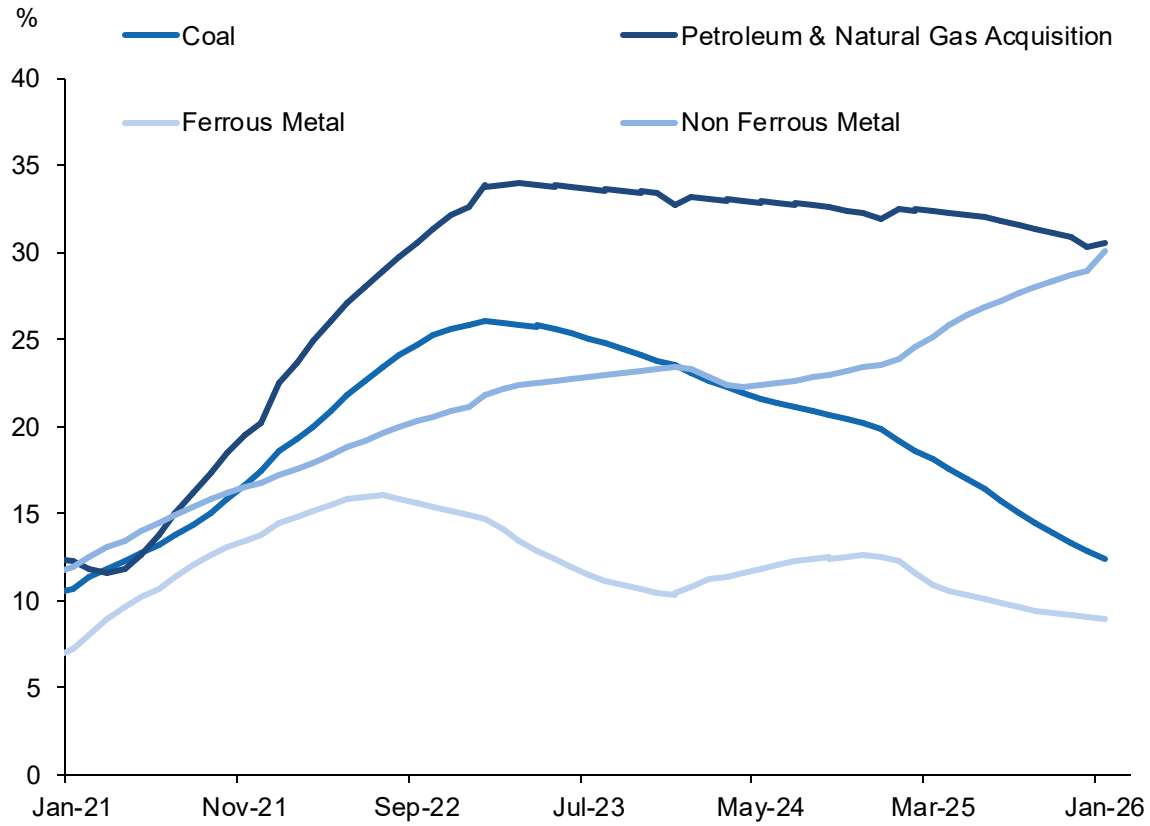


a 1% increase in PPI inflation translating into only around 5bp of core CPI inflation, implying limited spillovers into the services sector.

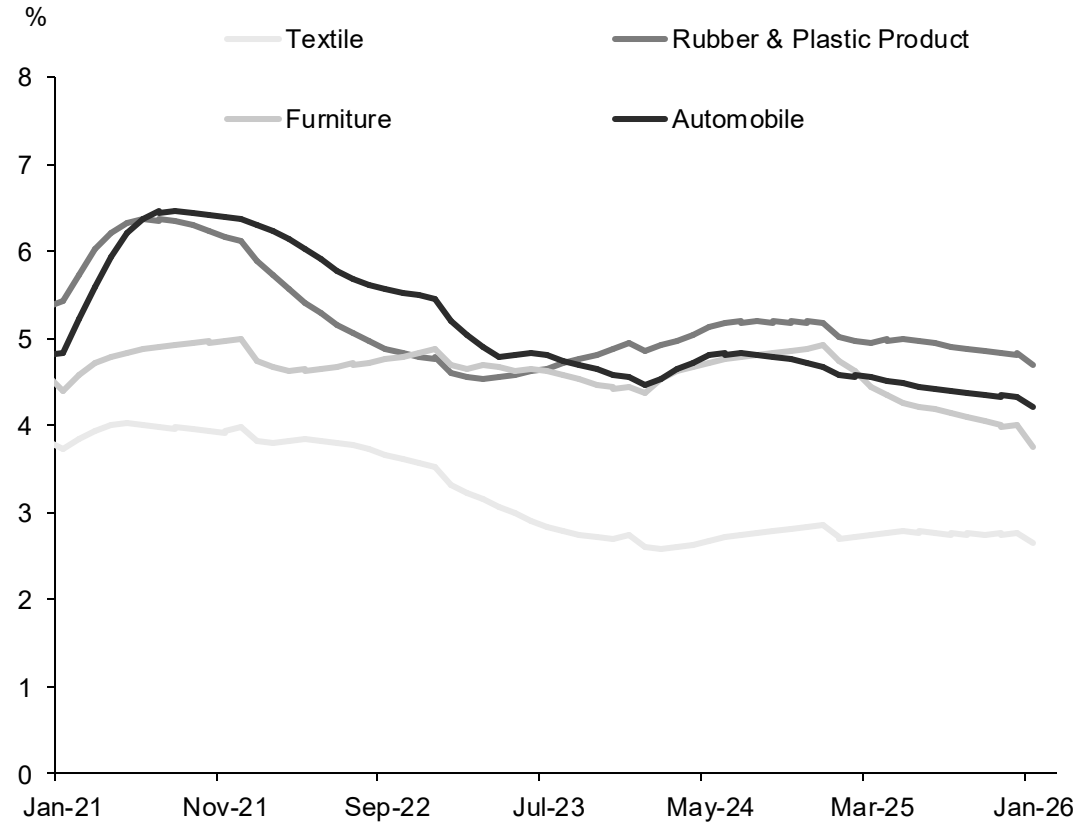
Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากอุปสงค์ในประเทศยังอ่อนแอ กำไรของภาคธุรกิจปลายน้ำมีแนวโน้มถูกกดดันจากต้นทุนที่สูงขึ้น เนื่องจากผู้ผลิตมีแนวโน้มส่งผ่านต้นทุนไปยังราคาสินค้าผู้บริโภคได้ยาก

อัตรากำไร: กลุ่มอุตสาหกรรมต้นน้ำ



อัตรากำไร: กลุ่มอุตสาหกรรมปลายน้ำ



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

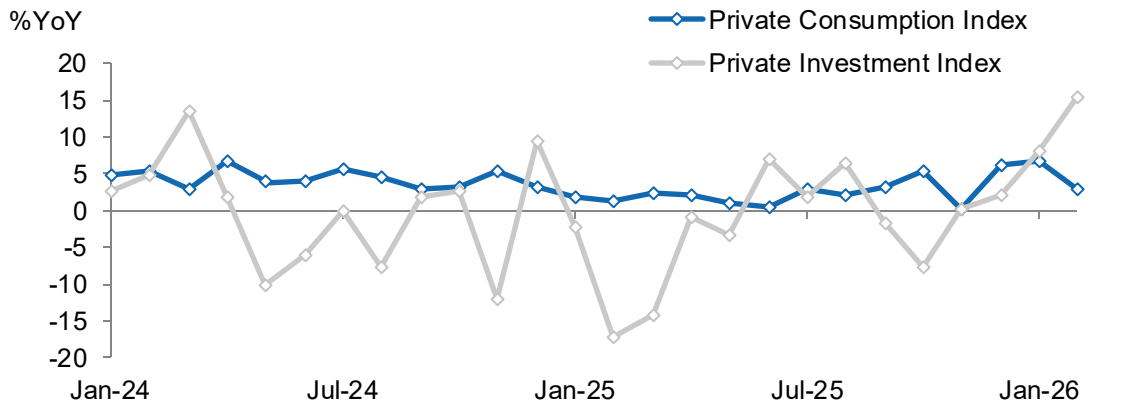
ไทย: เศรษฐกิจโตต่ำ เสี่ยงเงินเฟ้อสูง ท่ามกลางข้อจำกัดด้านนโยบาย

- ภายหลังจากที่สหรัฐฯ และอิสราเอลร่วมมือกันเปิดปฏิบัติการทางทหารกับอิหร่าน ความขัดแย้งยังคงยืดเยื้อยาวนานเข้าสู่เดือนที่ 2 ในเดือนเมษายน โดยช่องแคบฮอร์มุซยังคงถูกปิดกั้น ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออุปทานของสินค้าพลังงาน และสินค้าปิโตรเคมีที่เกี่ยวข้อง ทั้งเม็ดพลาสติก และปุ๋ยเคมี (ยูเรีย) จากประเด็นดังกล่าว เราจึงได้ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของเศรษฐกิจไทยลงมาเป็น 1.2% (จากกรณีฐานเดิมที่ 1.8%) แม้ว่าจะมีการจัดตั้งรัฐบาลแล้วเสร็จเร็วกว่าที่ประเมินไว้ และความเสี่ยงงบประมาณปี 2570 ล่าช้านั้นคลี่คลายลงไป แต่ความเสี่ยงต่อประมาณยังคงโน้มไปด้านต่ำ ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ความยืดเยื้อของความขัดแย้งในตะวันออกกลางเป็นสำคัญ อย่างไรก็ดี ยังมีปัจจัยด้านบวกต่อประมาณการที่ขึ้นอยู่กับนโยบายในการแก้ปัญหาของภาครัฐ ไม่ว่าจะเป็นโครงการคนละครึ่งพลัสเฟส 2 โครงการไทยช่วยไทยพลัส รวมถึงการอุดหนุนพลังงาน และการนำงบประมาณส่วนที่จะยังไม่ได้ใช้มาจัดสรรใหม่
- สืบเนื่องจากราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลในประเทศที่ปรับสูงขึ้นตามกลไกตลาดเร็วกว่าที่คาดไว้ แม้รัฐบาลมีความพยายามที่จะใช้กลไกการอุดหนุนผ่านกองทุนน้ำมัน (กบน.) ก็ตาม ราคาดีเซลซึ่งเป็นต้นทุนหลักของภาคธุรกิจในหลายอุตสาหกรรม ไม่ว่าจะเป็นภาคการขนส่ง ค้าปลีก การเกษตร และประมง ซึ่งเรามองว่าภาคส่วนเหล่านี้เป็นกลุ่มเปราะบางสำคัญจากต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับการหยุดชะงักของอุปทานพลาสติกและปุ๋ยยังมีแนวโน้มขยายผลกระทบรุนแรงและยาวนานกว่าราคาน้ำมัน จากแบบจำลองในอดีตบ่งชี้ว่าผลกระทบจากราคาสินค้าอาหารโลกส่งผลต่อเงินเฟ้อรุนแรงกว่าช็อกจากราคาพลังงาน โดยราคาอาหารมักทำให้เงินเฟ้อไทยอยู่ในระดับสูงนานถึง 16 เดือน นานกว่าราคาพลังงานกว่าสองเท่า ดังนั้น ภายใต้กรณีฐาน เราคาดว่าเงินเฟ้อทั่วไปจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ราว 3.4% ในปีนี้ สูงกว่ากรอบเป้าหมายของธปท. ที่ 1-3% แต่ในกรณีเลวร้ายเงินเฟ้ออาจเร่งขึ้นสู่ระดับ 5-6%
- ขณะเดียวกัน ปัจจุบันฐานะการคลังของไทยยังน่าเป็นกังวลมากขึ้น เราประเมินว่าสัดส่วนหนี้สาธารณะจะอยู่ที่ราว 68% ต่อ GDP ณ สิ้นสุดปีงบประมาณ 2026 นอกจากนี้หากรัฐบาลมีการขยายกรอบเพดานการก่อหนี้ของกองทุนน้ำมันขึ้นเป็น 1.5 แสนล้าน อาจส่งผลให้ตัวเลขสัดส่วนหนี้สูงกว่าที่ประเมินไว้ รัฐบาลอาจจำเป็นต้องพิจารณาปรับเพดานหนี้จาก 70% เป็น 75% หรือ 80% อีกทั้ง ความเป็นไปได้ในการปรับลดภาษีสรรพสามิตดีเซลมีค่อนข้างต่ำ ซึ่งจะยิ่งผลักดันให้หนี้สาธารณะรวมมีแนวโน้มเกินระดับ 70% ภายในปีงบประมาณ 2027 ทั้งนี้ แม้โอกาสที่อันดับความน่าเชื่อถือจะถูกปรับลดลงสู่ระดับ “ไม่ลงทุน (junk)” จะยังต่ำ แต่กรณีศึกษาในอดีตชี้ว่ามีความเสี่ยงต่อการถูกปรับลดแนวโน้มเป็นลบ (Negative) ซึ่งจะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับสูงขึ้น เพิ่มต้นทุนการกู้ยืมและความเสี่ยงลุกลามไปยังตลาดการเงินในภาพรวม
- มุมมองด้านนโยบายการเงิน ภายใต้กรณีฐาน เราคาดว่า ธปท. จะยังคงตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 1.00% ตลอดทั้งปี และมีแนวโน้มจะเริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2027 อย่างไรก็ตาม หากสถานการณ์ความตรึงเครียดในตะวันออกกลางยืดเยื้อรุนแรงเป็นกรณีที่แย่ที่สุด (Severely adverse) ธปท. อาจจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินแบบตึงตัวเช่นเดียวกับธนาคารกลางประเทศอื่นๆ และเราอาจเห็นการทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ย เริ่มตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2026 ท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจไทยที่อุปสงค์ยังคงอ่อนแอ

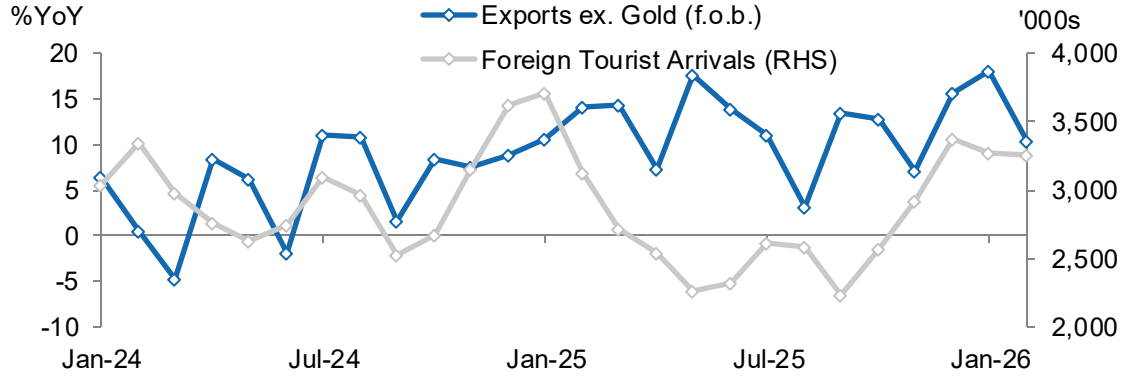
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในเดือนกุมภาพันธ์อ่อนแรงลง ตามการชะลอตัวลงของทั้งฝั่งอุปสงค์และอุปทาน

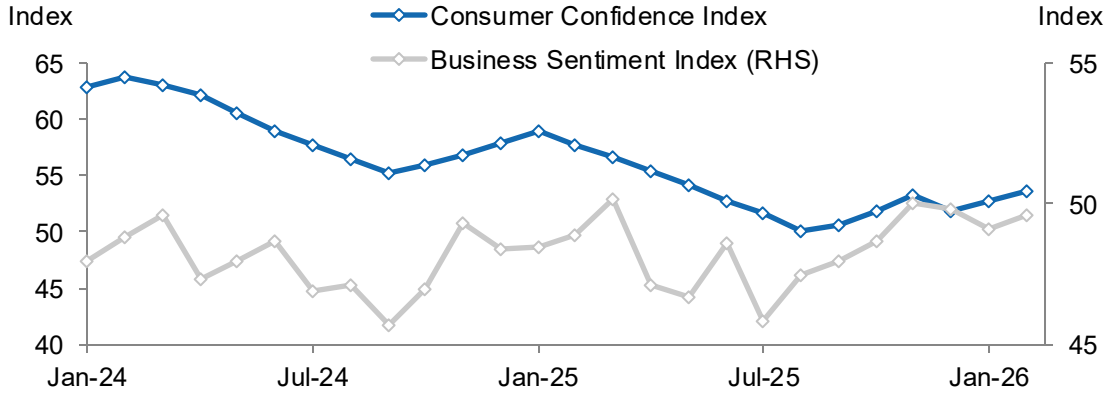
ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



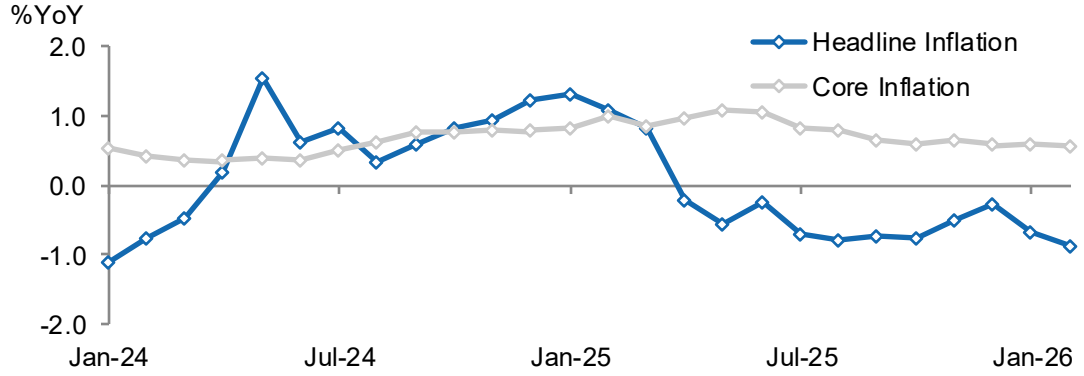
ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



ดัชนีความเชื่อมั่น



ดัชนีราคาผู้บริโภค



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

ปรับลดคาดการณ์การเติบโตลงมาที่ 1.2% จากความตรึงเครียดในตะวันออกกลางที่ยืดเยื้อ แม้สามารถจัดตั้งรัฐบาลได้อย่างรวดเร็ว

การคาดการณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจ ภายใต้ฉากทัศน์ความขัดแย้งในตะวันออกกลาง

Scenario	Best Case (Quick Resolve)	Base Case (Slow Recovery)	Severely Adverse (Supply Disruption)
	Hormuz opened within April, Gulf production fully resumed within 2 Months	Hormuz opened within April, Gulf production fully resumed within 4 Months	Hormuz closed until June
2026 Average Dubai Oil Price (USD per Barrel)	90	100	160
GDP Growth (%)	1.6	1.2	< 0.6
Headline Inflation (%)	2.4	3.4	5.0 - 6.0
Tourist Arrivals (Mil persons)	34.0	33.2	30.6
Current Account (% of GDP)	2.2	1.6	0.6
Policy Interest Rate (%)	1.00	1.00	1.25

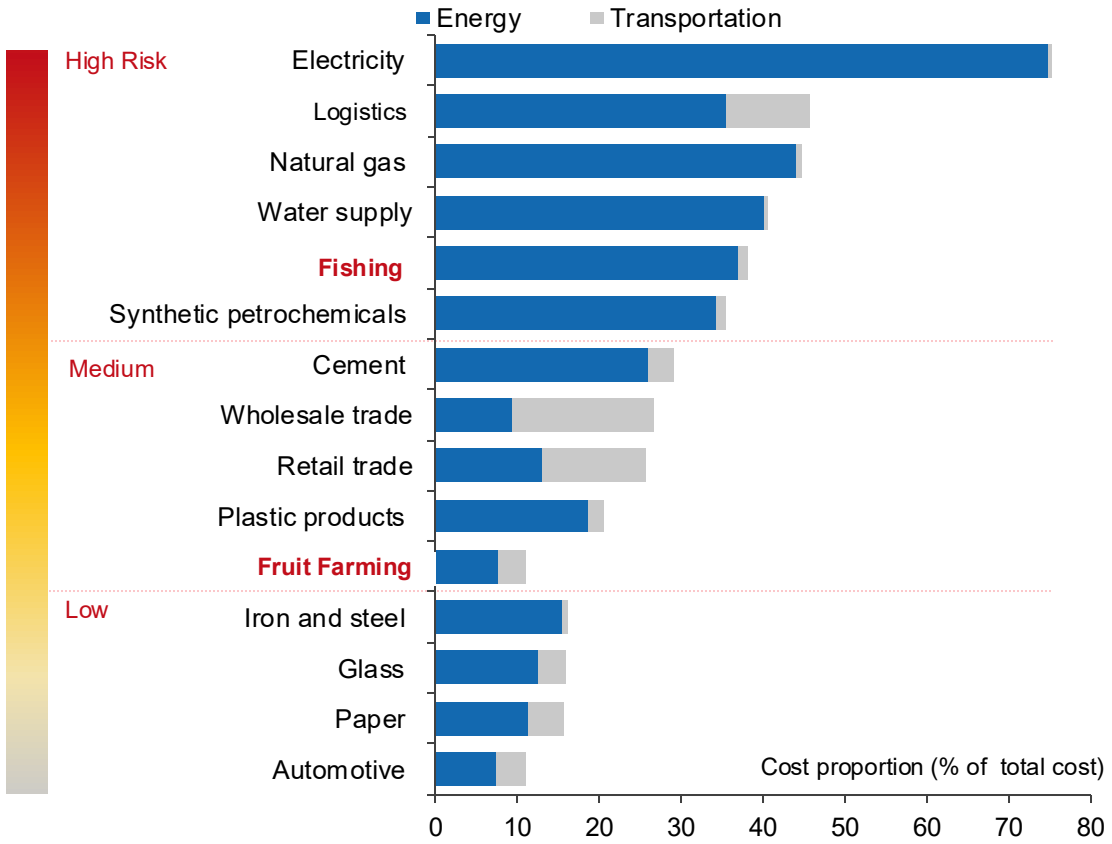
ตารางสรุปตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคและคาดการณ์ จากกรณีฐาน

Indicators	Unit	2024	2025	2026F	2027F
GDP	**%**	**2.9**	**2.4**	**1.2**	**2.4**
Private Consumption	%	4.4	2.7	2.1	2.0
Public Consumption	%	2.6	0.6	1.3	3.0
Private Investment	%	-1.9	3.5	3.4	4.0
Public Investment	%	4.5	8.9	-1.0	1.1
Exports (f.o.b)	%	4.4	11.9	5.0	2.1
Imports (f.o.b)	%	4.4	-1.9	6.7	1.7
Tourist Arrivals	Million	35.5	32.9	33.2	34.5
CA Balance	%GDP	2.2	3.1	1.6	2.2
Headline Inflation	%	0.4	-0.1	3.4	1.8
Dubai Oil Price (AoP)	US$/bbl.	79.7	69.0	100.0	90.0
Policy Rate (EoP)	%	2.25	1.25	1.00	1.50
USD/THB (AoP)	Bt/US$	35.3	32.6	32.8	32.0

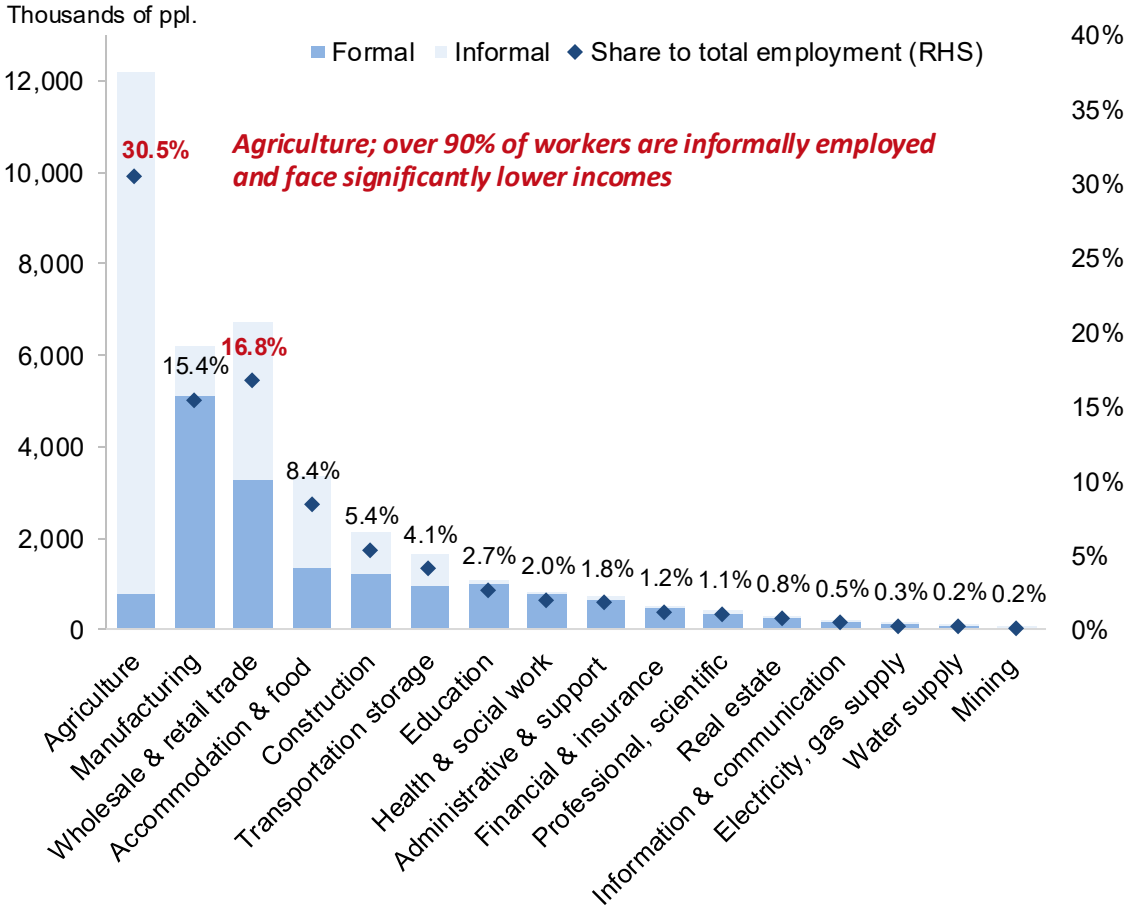
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การหยุดชะงักของอุปทานพลังงานกระทบภาคธุรกิจในหลายอุตสาหกรรม โดยเฉพาะเกษตรและประมงเป็นกลุ่มเปราะบางสำคัญ จากต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น

ผลกระทบของภาคอุตสาหกรรมการผลิต จำแนกตามสัดส่วนต้นทุน



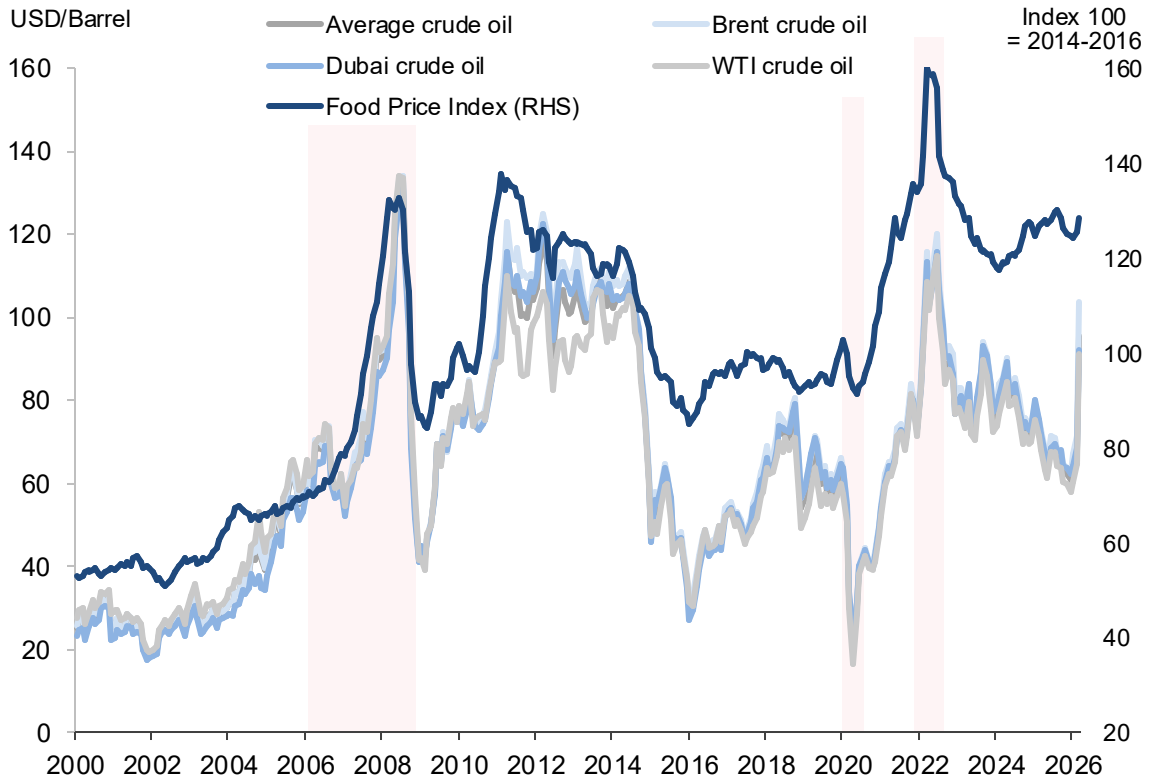
การจ้างงานแรงงานจำแนกตามภาคเศรษฐกิจ ปี 2024



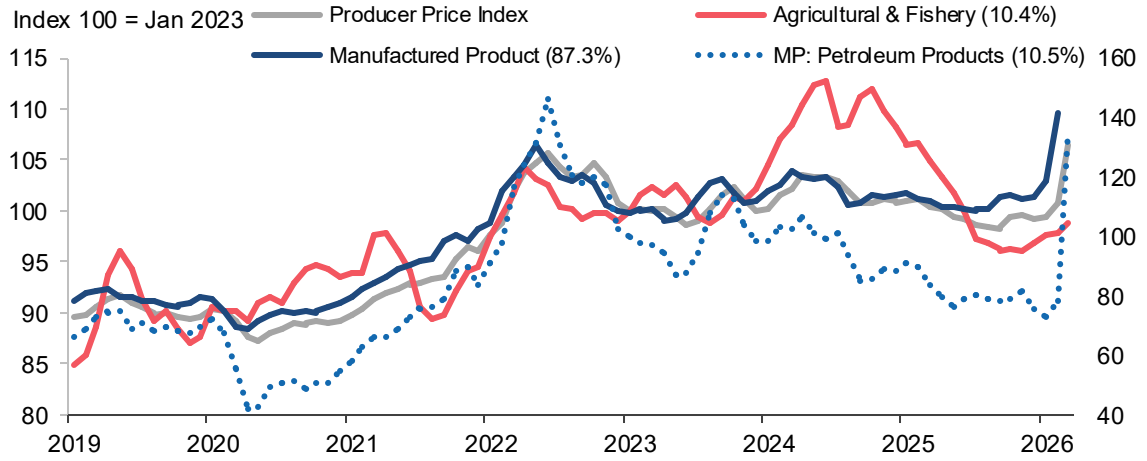
Note: Cost proportions are calculated from the 2021 I–O table using the Leontief inverse matrix method
Source: NESDC, MoL, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้นมักผลักดันให้ราคาอาหารสูงขึ้นตาม ประกอบกับการหยุดชะงักของอุปทานปุ๋ยและพลาสติกจะยิ่งซ้ำเติมผลกระทบไปยังห่วงโซ่อาหารในวงกว้าง

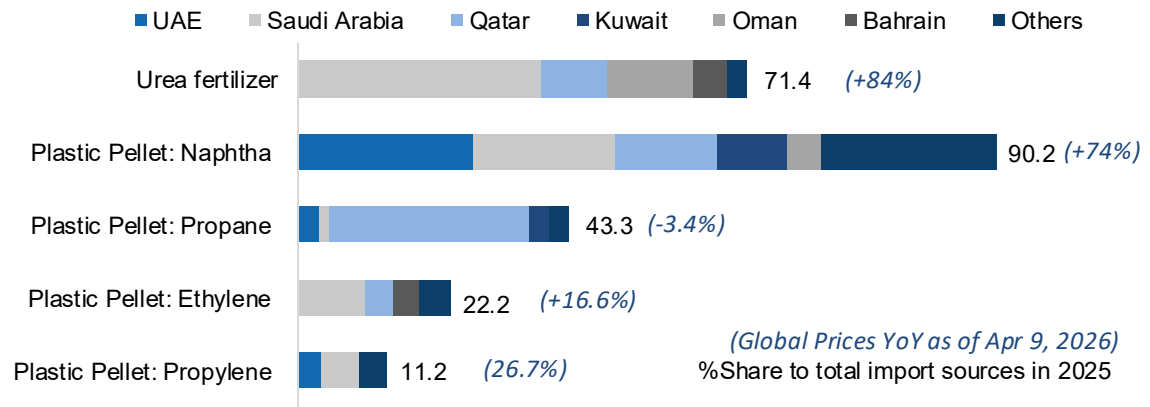
ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาอาหารและราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก



ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI)



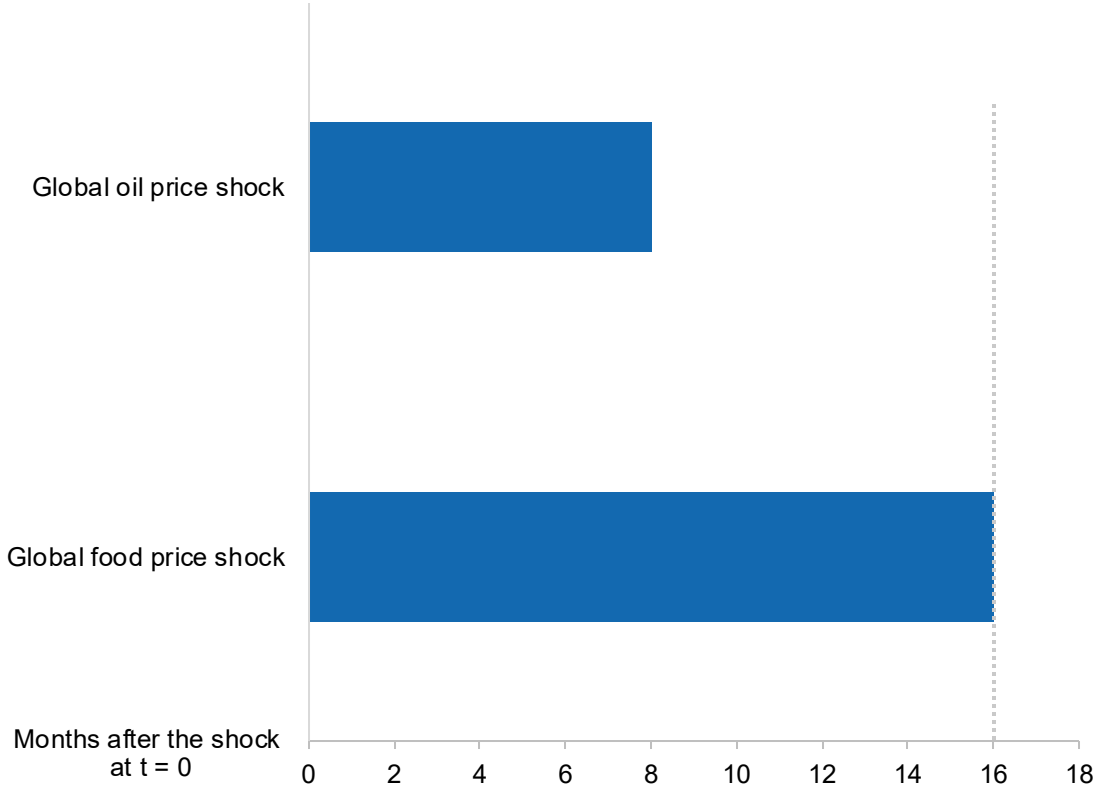
สัดส่วนการพึ่งพาการนำเข้าวัตถุดิบจากตะวันออกกลาง



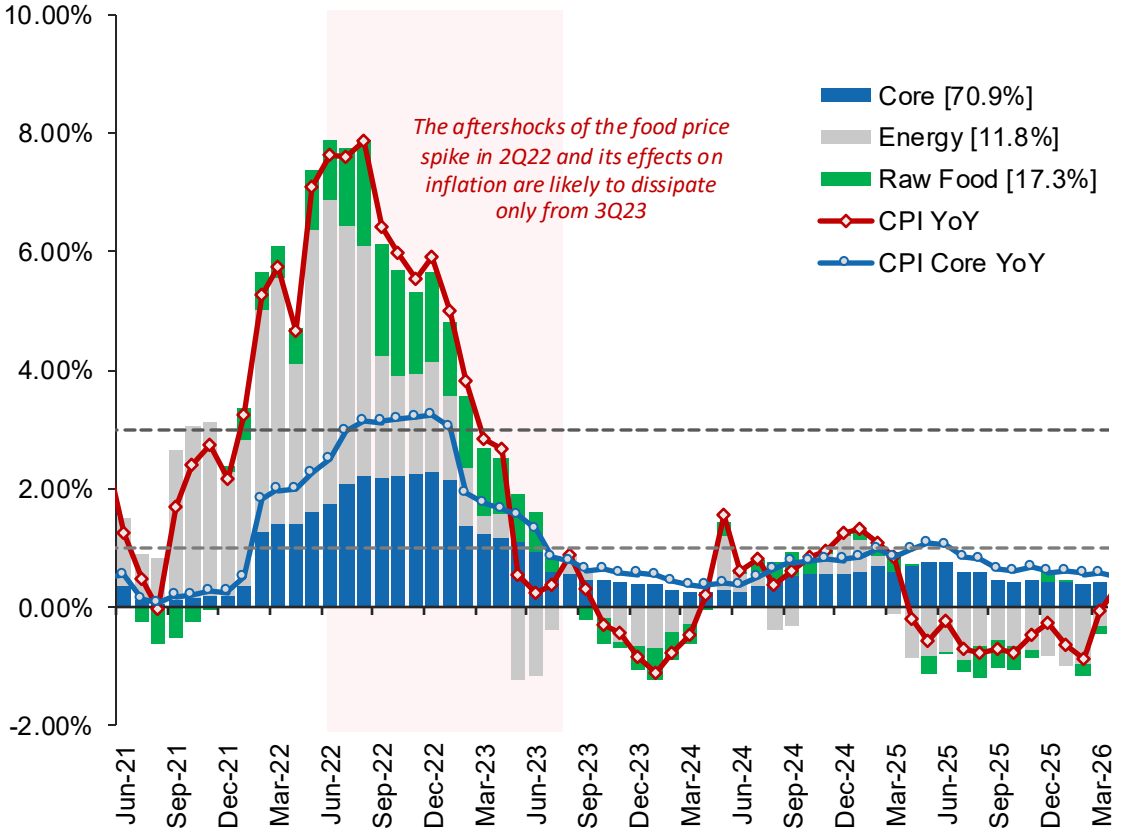
Source: World Bank, FAO, NESDC, MOC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความผันผวนของราคาสินค้าอาหารโลกส่งผลกระทบต่อเงินเฟ้อรุนแรงกว่าช็อกจากราคาพลังงาน

ระยะเวลาการส่งผ่านจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์โลกต่อเงินเฟ้อทั่วไปของไทย



สัดส่วนหมวดพลังงานและอาหารที่มีผลต่อเงินเฟ้อทั่วไป (%YoY)

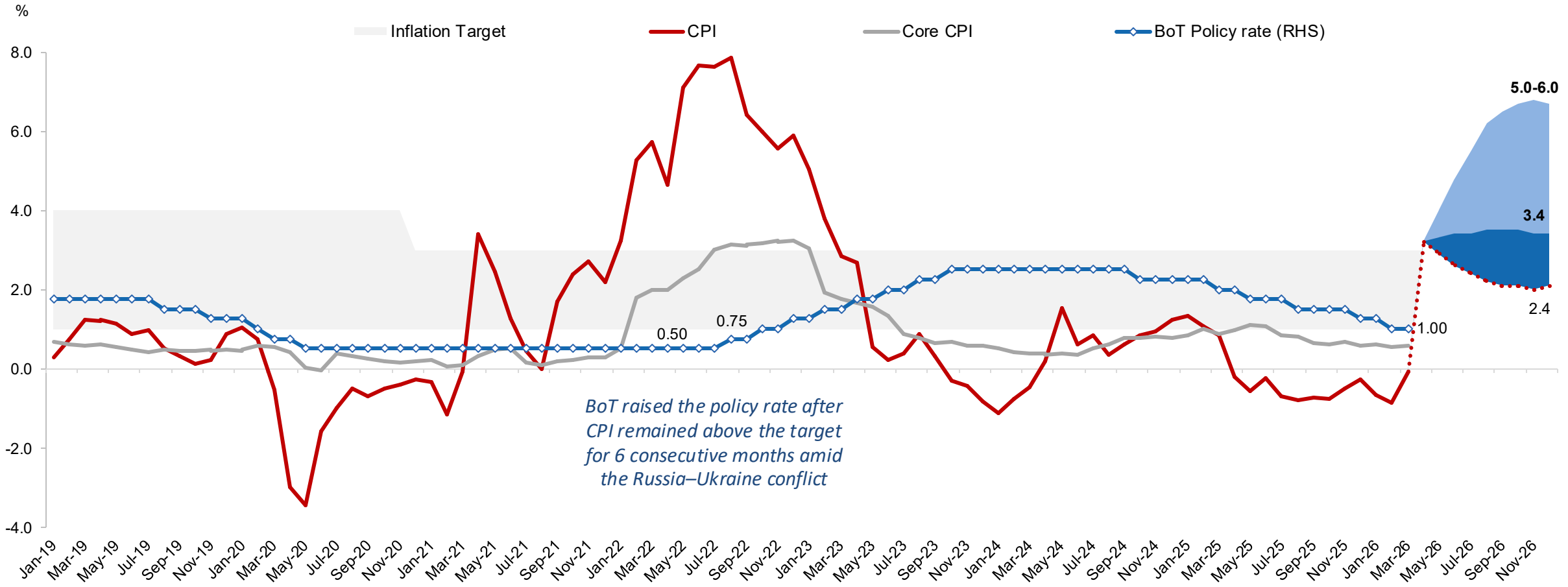


Note: Historical global food price shocks are simulated in a vector autoregression (VAR) model after controlling for the impact of oil price shocks, domestic demand developments (proxied by the output gap), and changes in the nominal effective exchange rate on both food and headline inflation. The VAR is estimated for each of the ASEAN+3 economies using data from January 2000 to March 2023

Source: AMRO, MOC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ธปท. ปรับท่าทีระมัดระวังมากขึ้นหลังการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ท่ามกลางความเสี่ยงจากอุปทานพลังงานโลกและราคาอาหารที่อาจดันเงินเฟ้อเกินกรอบเป้าหมาย ซึ่งอาจเปิดทางต่อการขึ้นดอกเบี้ยอีกครั้งในปี 2027

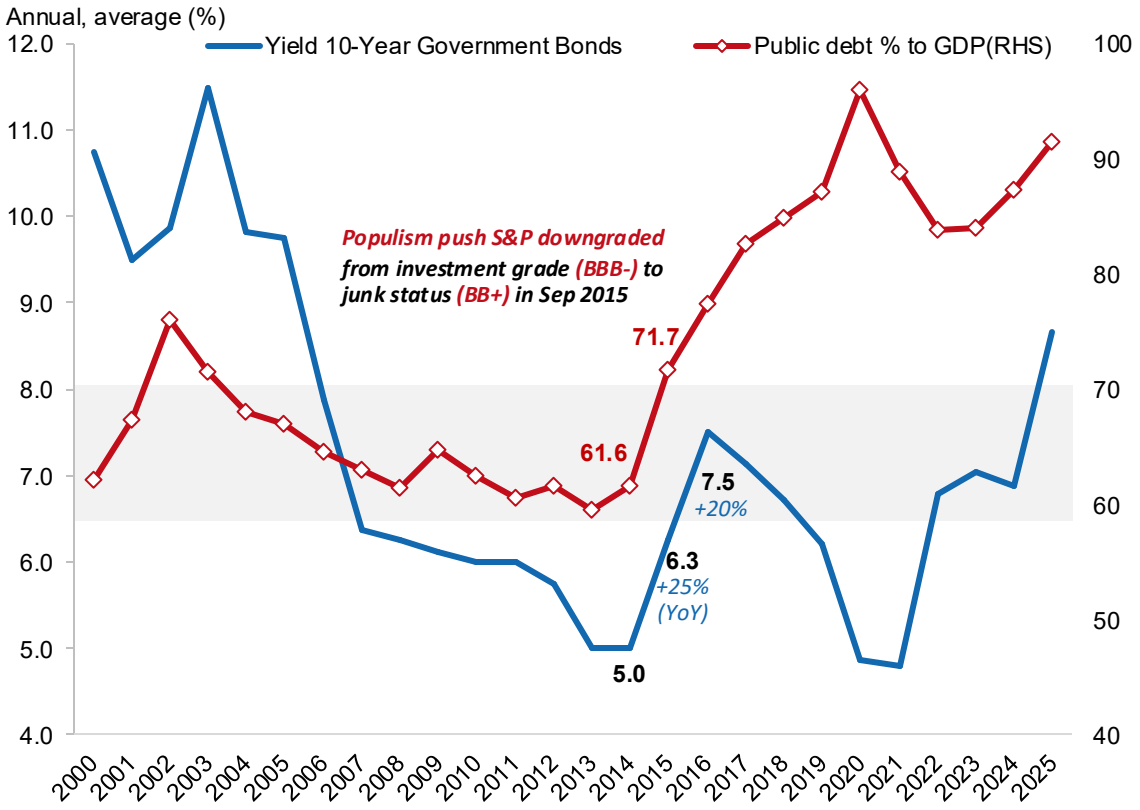
อัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. เทียบกับอัตราเงินเฟ้อ CPI



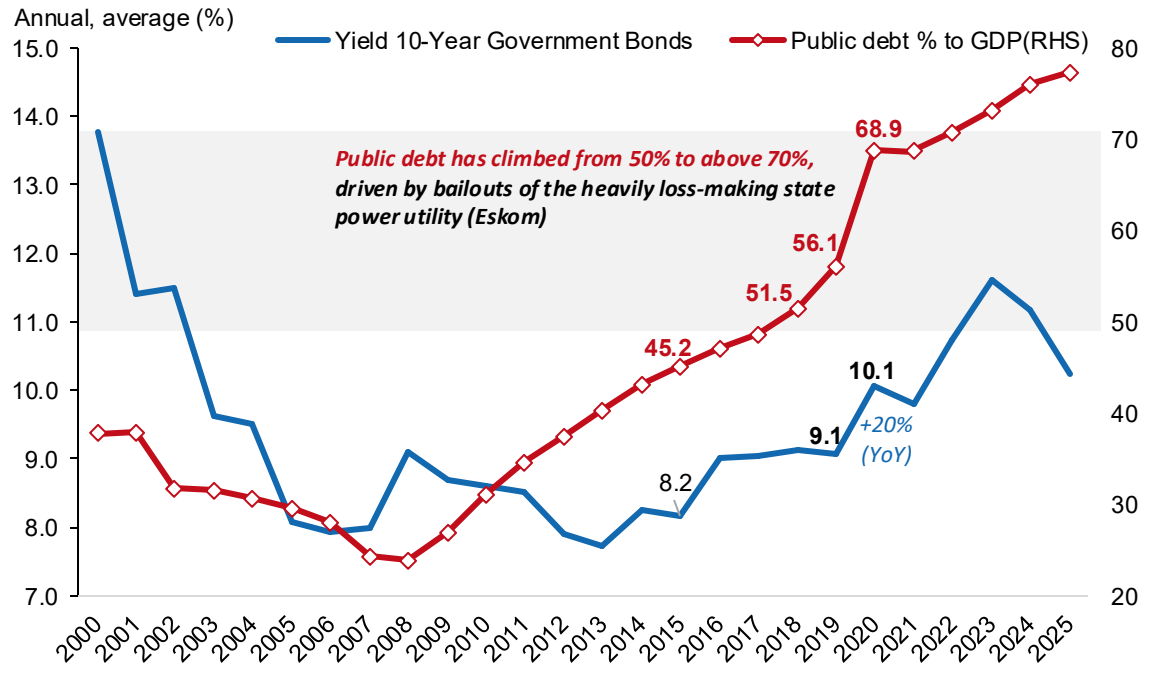
Source: BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเพิ่มขึ้นของภาระหนี้ในตลาดเกิดใหม่กดดันอันดับความน่าเชื่อถือ และซ้ำเติมอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับเพิ่มสูงขึ้น

บราซิล: หนี้สาธารณะต่อ GDP เทียบกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว



แอฟริกาใต้: หนี้สาธารณะต่อ GDP เทียบกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว

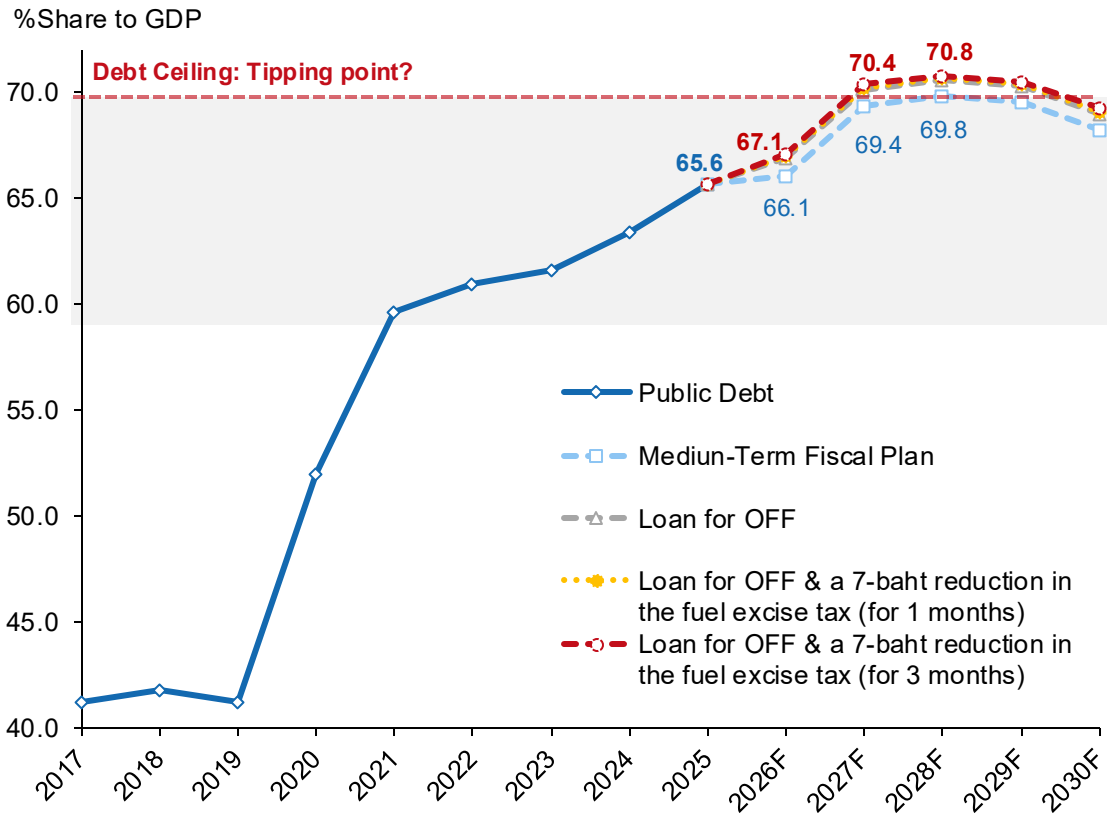


	Dec-14	Dec-15	May-16	2017	2019	2020	2024	2025
S&P	BBB-	BBB-		BB+	BB	BB-	BB-	BB
Moody	Baa2		Baa2	Baa3	Baa3	Ba1	Ba2	Ba2

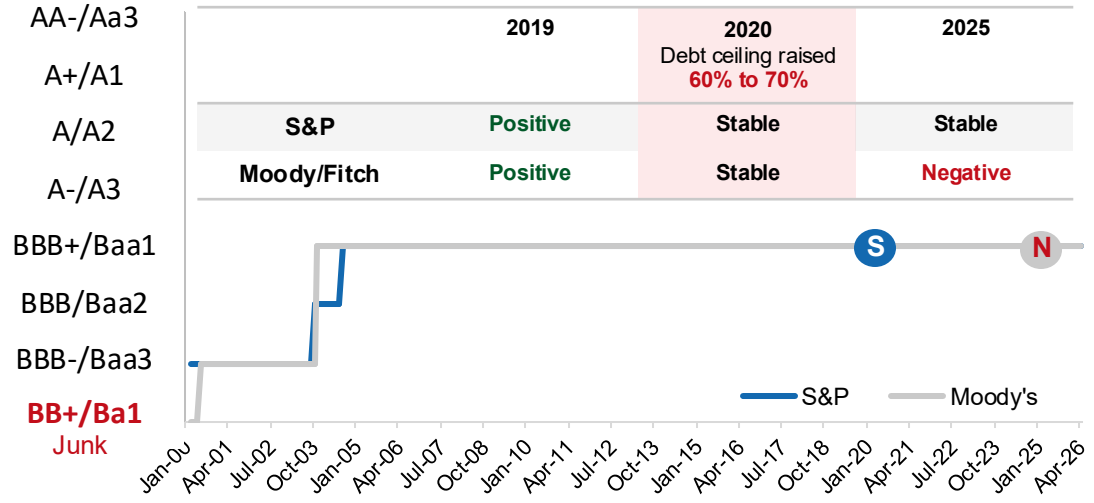
Source: CEIC, IMF, Trading Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ไทยยังห่างไกลจากการถูกลดอันดับต่ำกว่าระดับลงทุน (Fallen angel) แต่ความเสี่ยงต่อการถูกปรับลดแนวโน้มความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้น จากแผนการขยายเพดานหนี้

หนี้สาธารณะต่อ GDP มีแนวโน้มจะเพิ่มสูงขึ้น เกินกว่ากรอบเพดานที่ 70%



การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของไทย



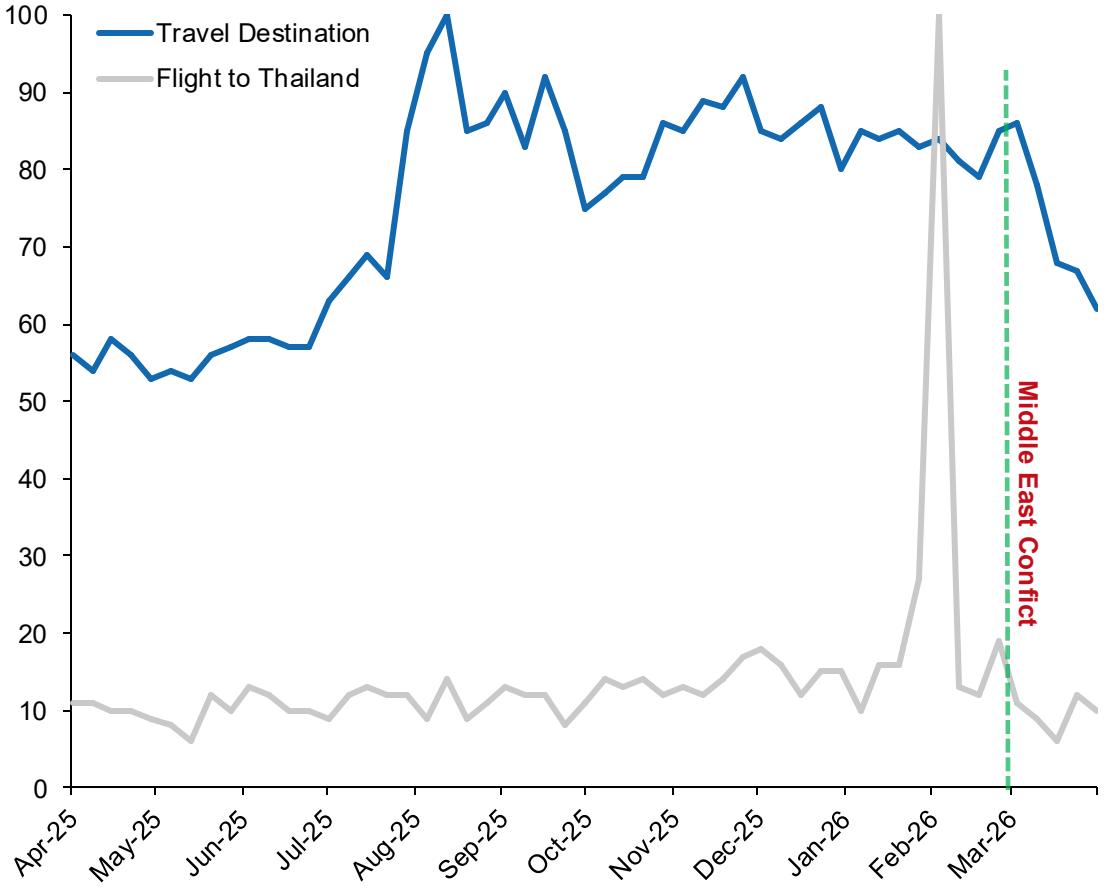
Debt ceiling raised, outlook turns negative but avoids 'junk' status

Case study	Timeline	Reason	S&P	Fitch	Yield
Malaysia	50 to 60%, 2020 60 to 65%, 2021	Covid-19	A- Stable to Negative	A- to BBB+ Stable	+12%YoY (+29 BPS)
India	2012-13 Oil price shock Twin deficit	Diesel & LPG Subsidies	BBB- Stable to Negative		+7%YoY (+55 BPS)

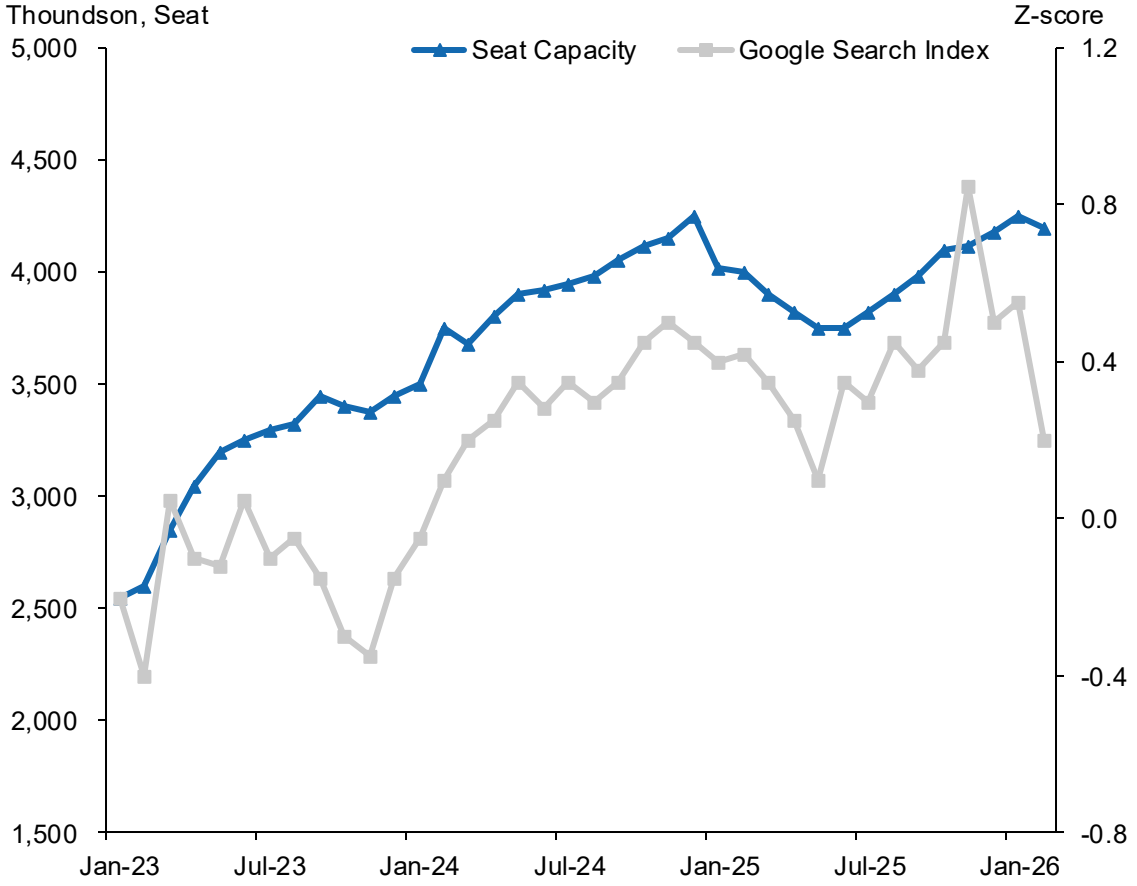
Source: PDMO, MTFP (2027-2030), CEIC, IMF, Trading Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อุปสงค์การท่องเที่ยวอ่อนแรงลง จากความขัดแย้งในตะวันออกกลางที่บั่นทอนความเชื่อมั่น

ดัชนีการค้นหาใน Google เกี่ยวกับจุดหมายปลายทางท่องเที่ยวและเที่ยวบิน



จำนวนที่นั่งรองรับของสายการบินและดัชนีการค้นหาของ Google*



Note: : The Google search composite index is derived from the 1st and 2nd, principal components of tourism -related search terms (e.g., accommodation, weather, shopping, destinations, tour services) Latest data: Google Search as of 27 March 2026; Seat Capacity as of 1 March 2026.
Source: Google Trends, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองตลาดกำลังประเมินผลกระทบของความรุนแรงจากวิกฤตพลังงานต่ำเกินไป โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่มีความเปราะบางสูง

คงน้ำหนักการลงทุน (Overweight) ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ จากแนวโน้มประมาณการกำไรที่แข็งแกร่งกว่าตลาดหุ้นอื่นทั่วโลก

- คาดการณ์กำไรของดัชนี MSCI World ex.US (ดัชนีหุ้นประเทศพัฒนาแล้ว ไม่รวมสหรัฐฯ) อยู่ในแนวโน้มปรับลดลง จากแรงกดดันของสถานการณ์สงครามต่อเศรษฐกิจโลก ขณะที่คาดการณ์กำไรของดัชนี MSCI US กลับปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนความแข็งแกร่งของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ในฐานะเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่มีความเป็นอิสระด้านพลังงานมากที่สุด
- อย่างไรก็ตาม การปรับตัวขึ้นของตลาดที่กระจุกตัวอยู่กับหุ้นเทคโนโลยี (AI) ขนาดใหญ่เพียงไม่กี่บริษัท ทำให้ระดับ Market Concentration อยู่ในระดับสูง ซึ่งอาจจำกัด Upside ของตลาดโดยรวมในระยะถัดไป
- ด้านรายอุตสาหกรรม เรายังคงน้ำหนักการลงทุน (Overweight) ในอุตสาหกรรม**พลังงาน (Energy)** จากมูลค่าหุ้นที่ยังคงอยู่ในระดับที่น่าสนใจ โดยได้รับแรงหนุนจากแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) และอุตสาหกรรม**สาธารณูปโภค (Utilities)** ที่มีบทบาทในการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูง ประกอบกับการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับ AI ที่ยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

ปรับน้ำหนักการลงทุนในตลาดหุ้นจีนลงเป็น Neutral เมื่อเทียบกับตลาดโลก แต่ยังคงมีมุมมองเชิงบวกมากกว่าตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ

- ตลาดหุ้นจีนตอบรับต่อปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์และความผันผวนของราคาน้ำมันในระดับที่จำกัด โดยนับตั้งแต่เกิดสงคราม ตลาดหุ้นจีน (A-shares และ ดัชนี MSCI China) ให้ผลตอบแทน *เหนือกว่า (Outperformed) ตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ* บนฐานความผันผวนที่ต่ำกว่าอย่างมีนัย สะท้อนถึงความอ่อนไหวต่อวิกฤตพลังงานของเศรษฐกิจจีนที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ
- อย่างไรก็ตาม สัญญาณจากการเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอตัวและสภาพคล่องคล่องส่วนเกินในระบบ สะท้อนว่าเศรษฐกิจยังคงเผชิญกับอุปสรรคในการฟื้นตัว โดยเฉพาะภาคการบริโภค

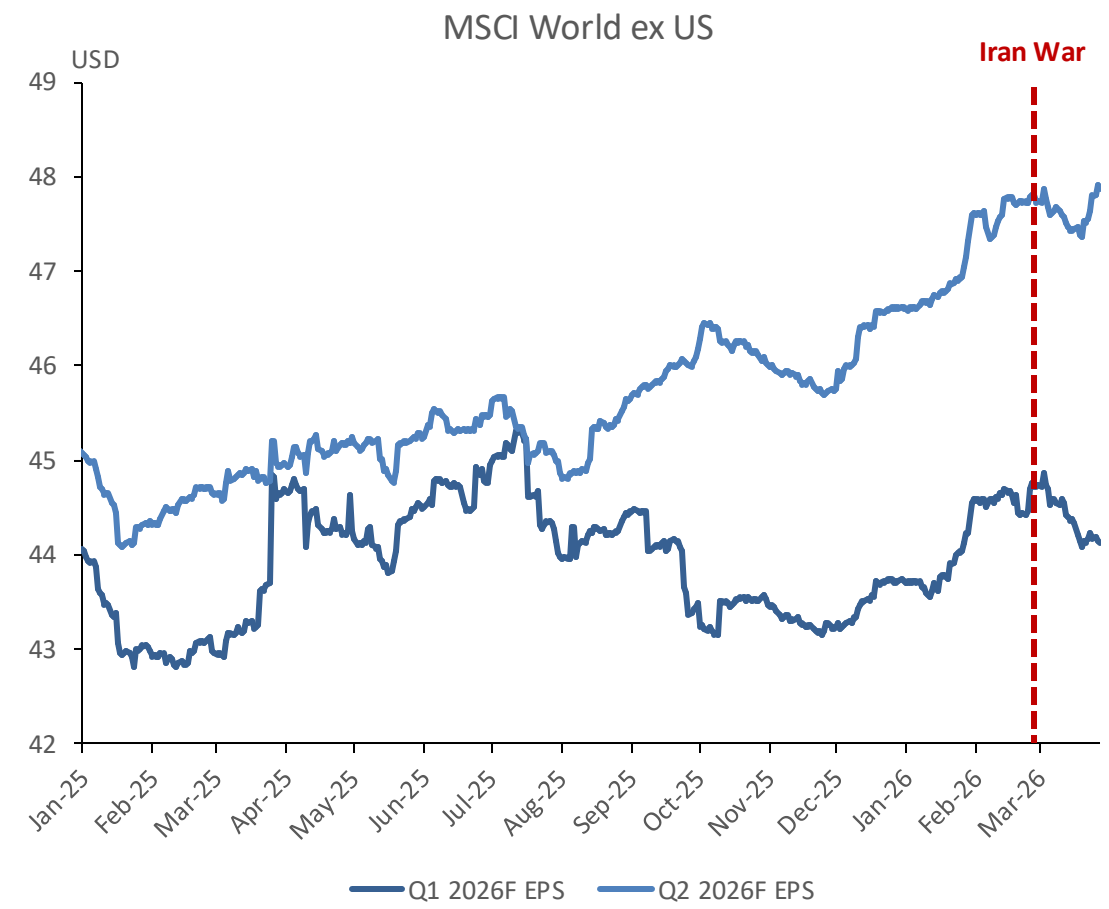
เราคงน้ำหนักการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ระยะสั้นเป็นหลัก ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรทั่วโลกเริ่มกลับมาอยู่ในจุดที่น่าสนใจมากขึ้น หลังตลาดเริ่มตัดความคาดหวังการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางหลักหลายแห่งออกไปแล้ว (Priced-out rate cuts)

- แม้สหรัฐฯ จะมี Twin Deficit (การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและงบประมาณภาครัฐรวมกัน) สูงที่สุดในกลุ่มประเทศ G10 แต่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ กลับยังต่ำกว่าที่ควรเป็นเมื่อเทียบกับฐานะการคลังของประเทศ ราว 40–50 basis points สำหรับพันธบัตรอายุ 10 ปี
- นอกจากนี้ แรงขายพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จากนักลงทุนต่างชาติในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งคาดว่าส่วนหนึ่งเชื่อมโยงกับความพยายามรักษาเสถียรภาพค่าเงินของนานาประเทศในช่วงสงคราม ยังมีแนวโน้มกดดันตลาดต่อเนื่องและอาจหนุนให้ Bond Yield สหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้นได้อีก

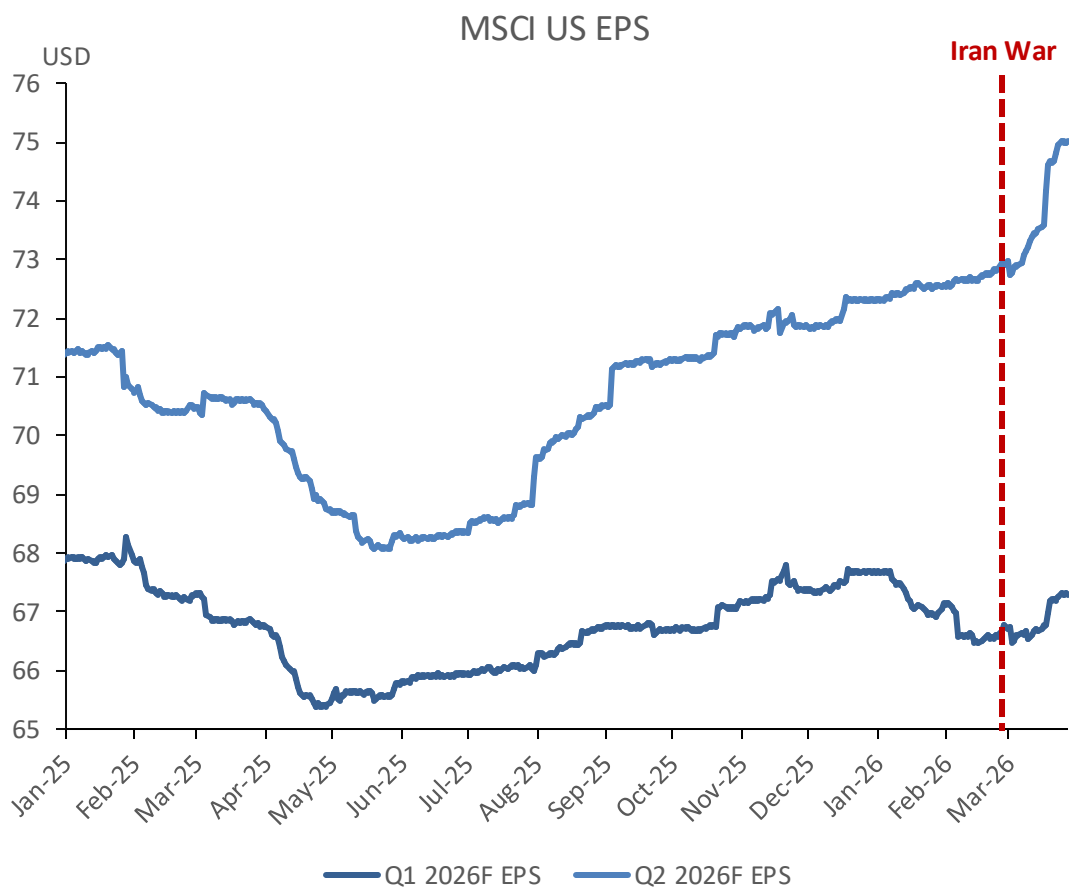
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คาดการณ์ผลกำไร (EPS) ของสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่งท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงคราม

คาดการณ์ผลกำไรของดัชนี **MSCI World ex.US** (ดัชนีหุ้นประเทศพัฒนาแล้ว ไม่รวมสหรัฐฯ) ปรับลดลงจากแรงกดดันของสถานการณ์สงครามต่อแนวโน้มเศรษฐกิจ

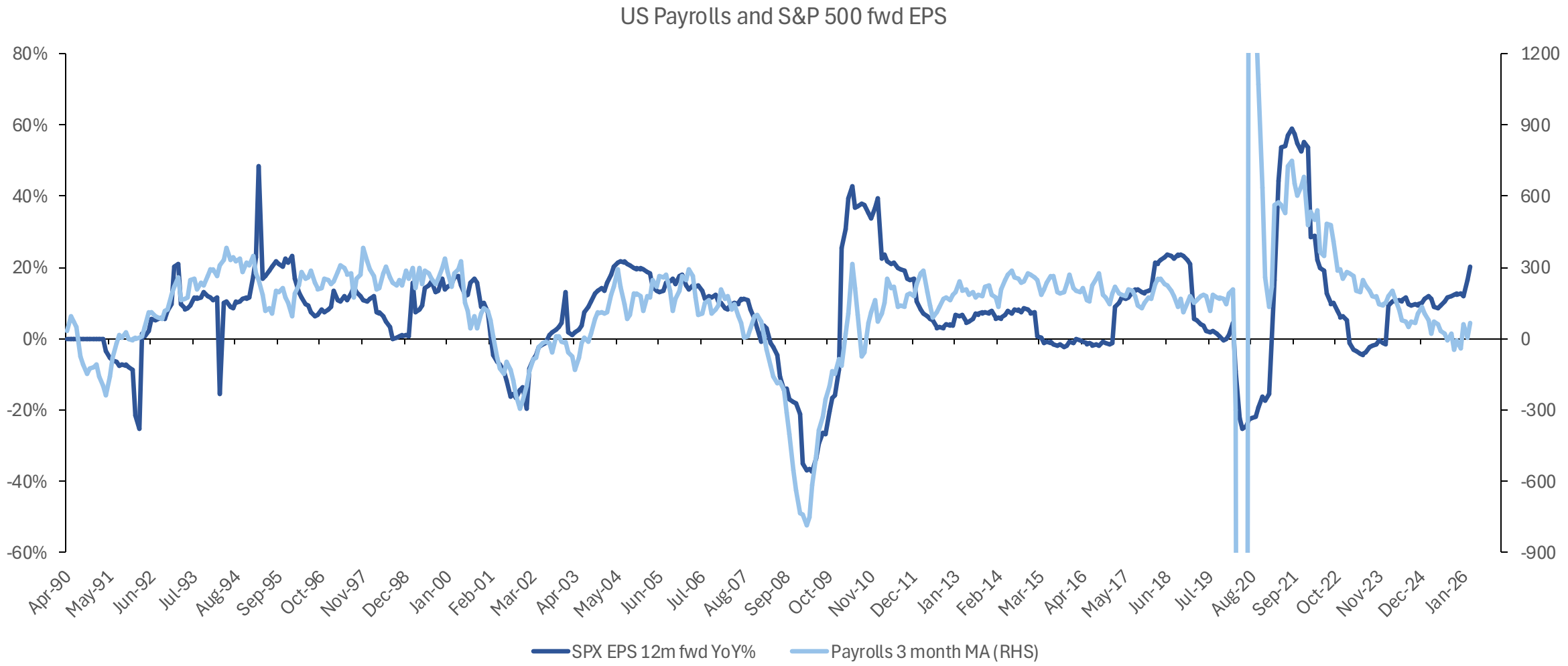


ขณะที่คาดการณ์ผลกำไรของดัชนี **MSCI US** ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัย สะท้อนความแข็งแกร่งของตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่งเป็นประเทศเศรษฐกิจหลักที่มีความเป็นอิสระด้านพลังงานมากที่สุด



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

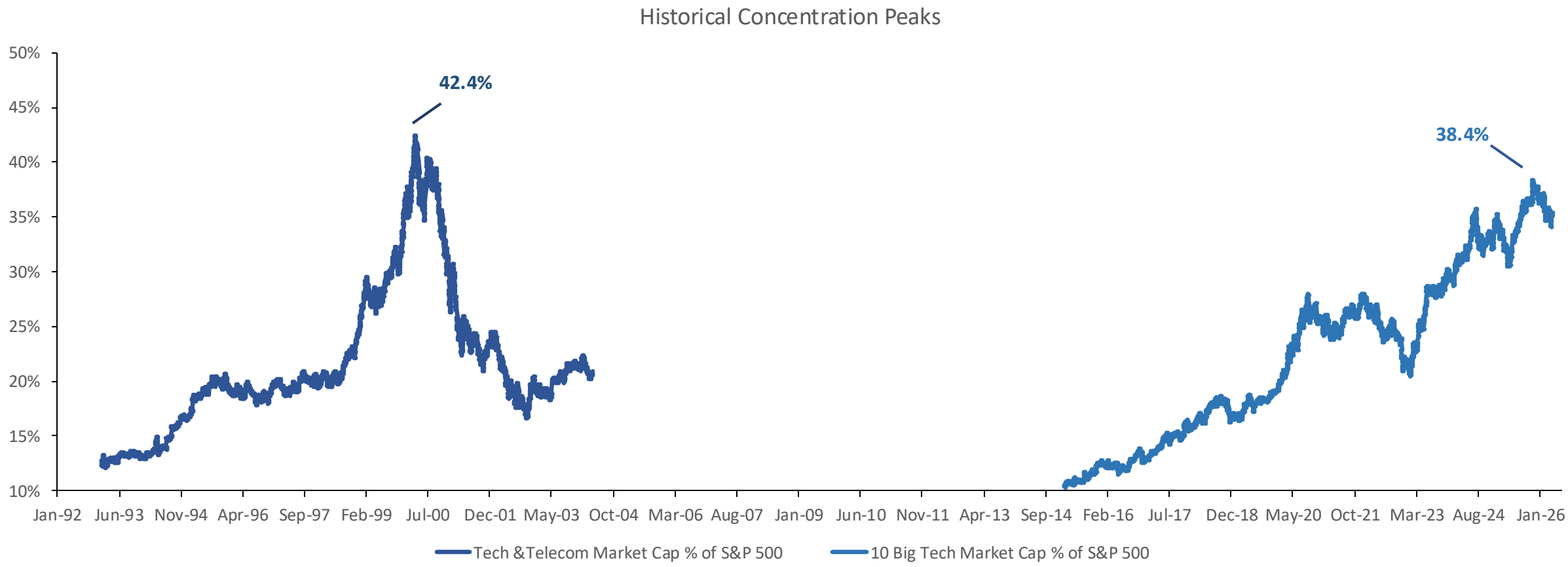
แรงส่งของตลาดแรงงานสหรัฐฯ ที่แข็งแกร่งยังคงเป็นปัจจัยสนับสนุนแนวโน้มการเติบโตของกำไรภาคธุรกิจ



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

ระดับการกระจุกตัวของหุ้นขนาดใหญ่ปรับสูงขึ้นใกล้เคียงจุดสูงสุดในอดีตจากแรงขับเคลื่อนของกลุ่มผู้นำตลาดในอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

แม้ปัจจัยพื้นฐานยังคงแข็งแกร่ง แต่ระดับการกระจุกตัวของตลาด (Market concentration) ที่อยู่ในระดับสูง จะเป็นปัจจัยจำกัดศักยภาพการปรับตัวเพิ่มขึ้นของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีขนาดใหญ่

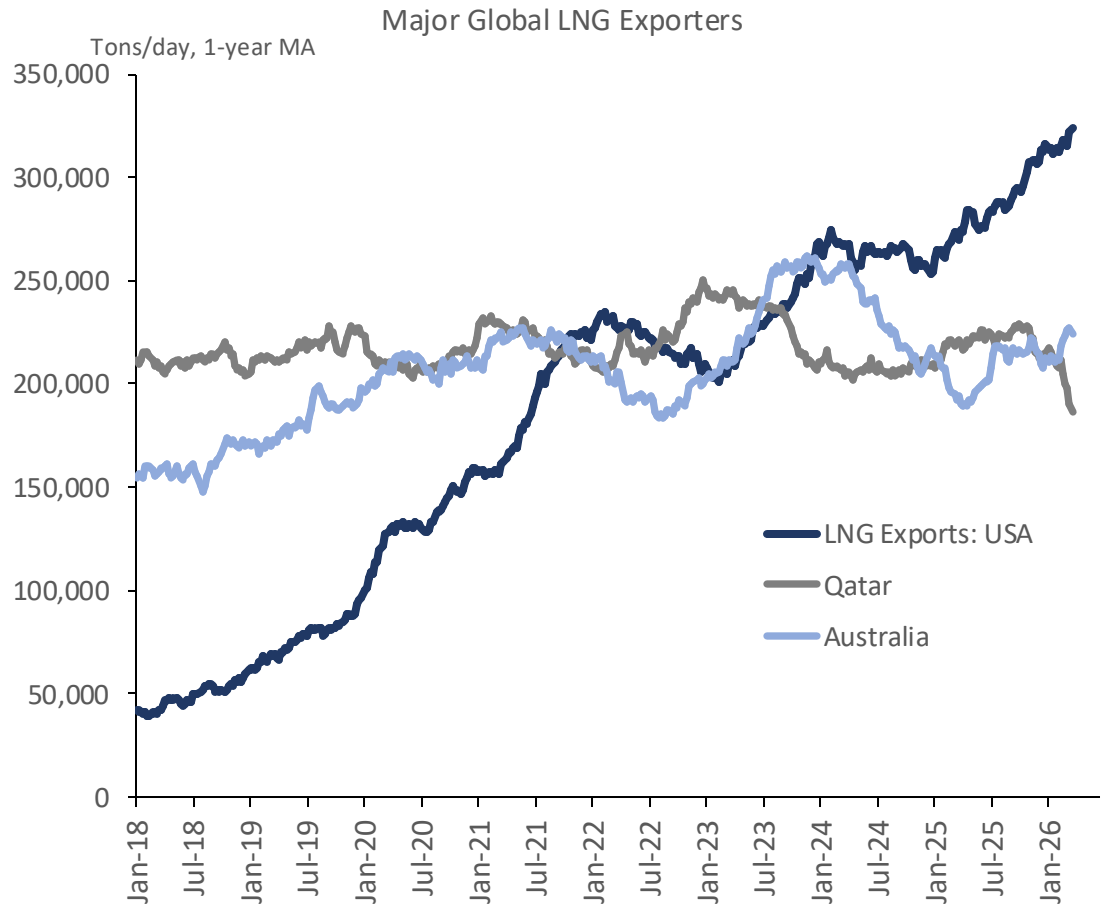


Note: The "10 Big Tech" stocks refers to NVDA, GOOG, MSFT, META, AMZN, AVGO, QCOM, AMD, AAPL, MU
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

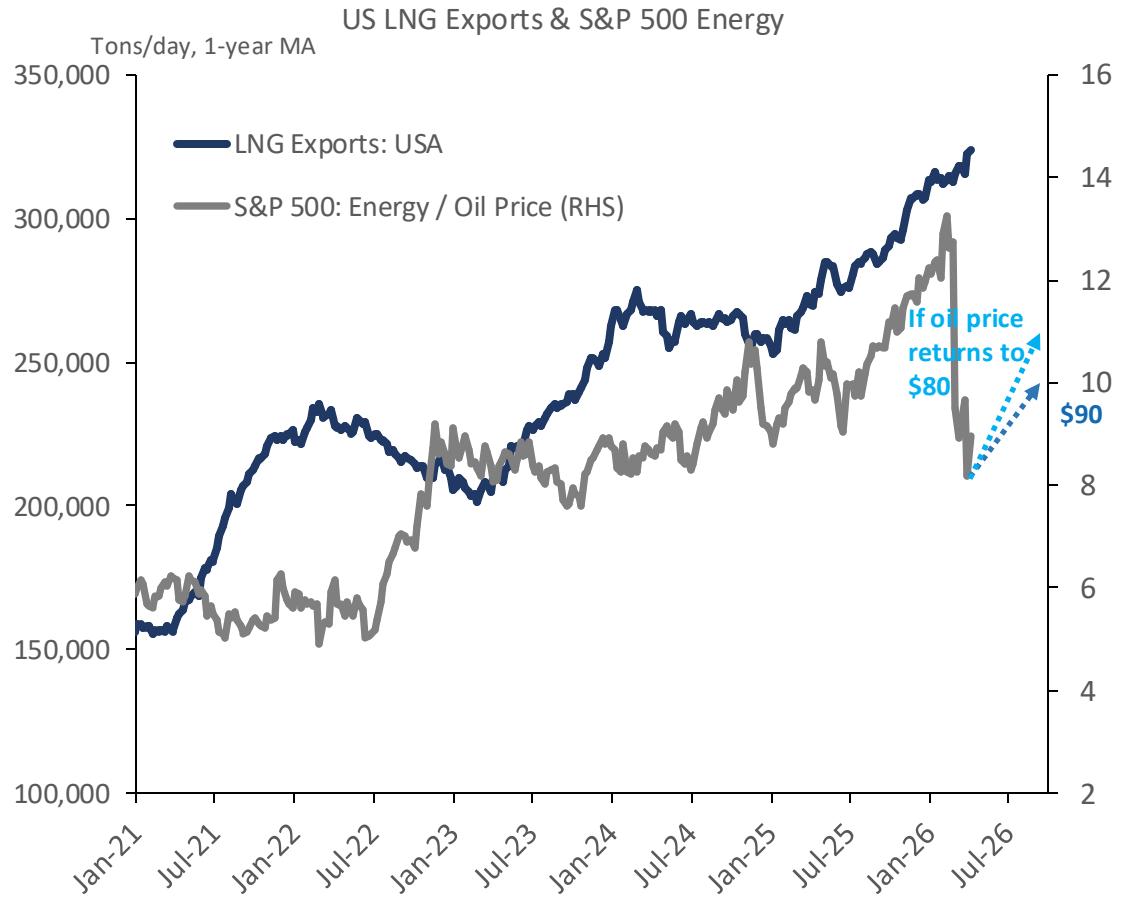
มูลค่าหุ้นกลุ่มพลังงานสหรัฐฯ ยังคงอยู่ในระดับที่น่าสนใจ เมื่อพิจารณาแนวโน้มระยะยาวของการเติบโตธุรกิจก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG)

TISCO | ESU Economic Strategy Unit

สหรัฐฯ ได้ก้าวขึ้นเป็นผู้ส่งออกก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) รายใหญ่ที่สุดของโลกตั้งแต่ปี 2024 แซงหน้าประเทศกาตาร์และออสเตรเลีย



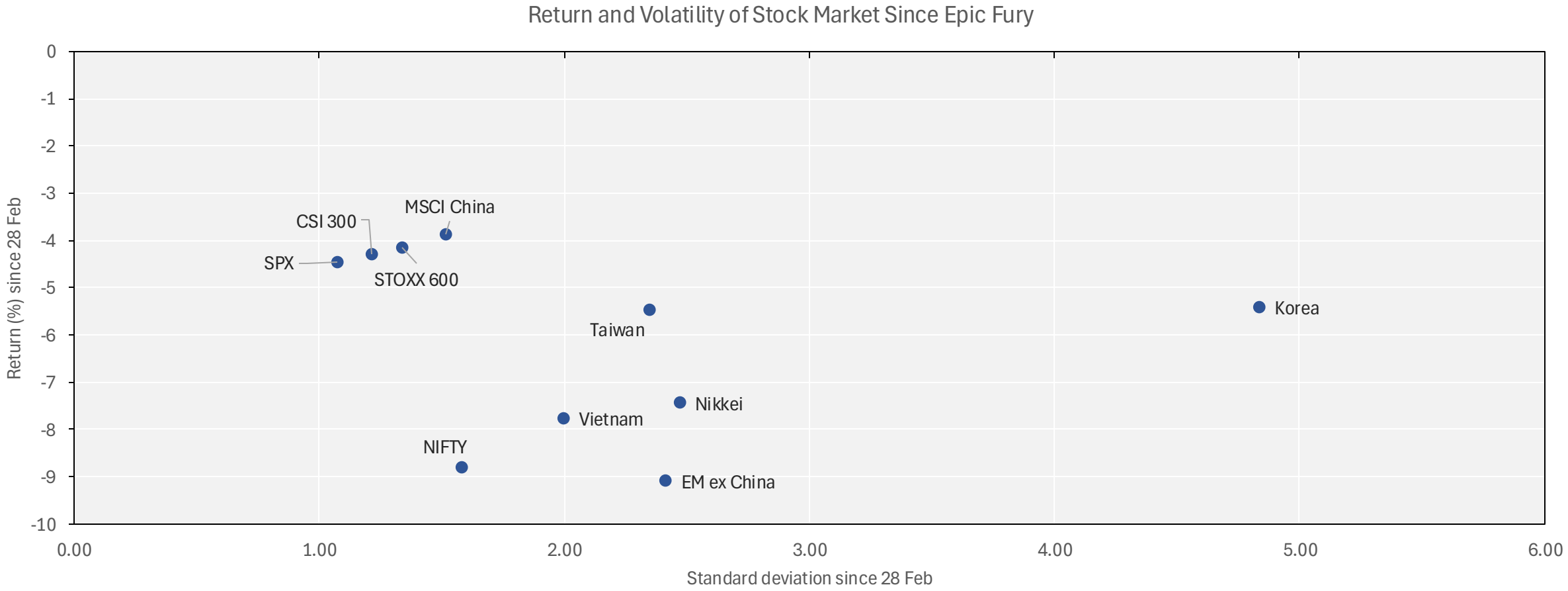
อุตสาหกรรมพลังงานของสหรัฐฯ มีระดับการพึ่งพาน้ำมันที่ลดลง โดยได้รับแรงขับเคลื่อนจากการขยายตัวของธุรกิจก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) ขึ้นมาแทนที่



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

ตลาดหุ้นจีนตอบรับต่อปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์และความผันผวนของราคาน้ำมันในระดับที่จำกัดเมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ

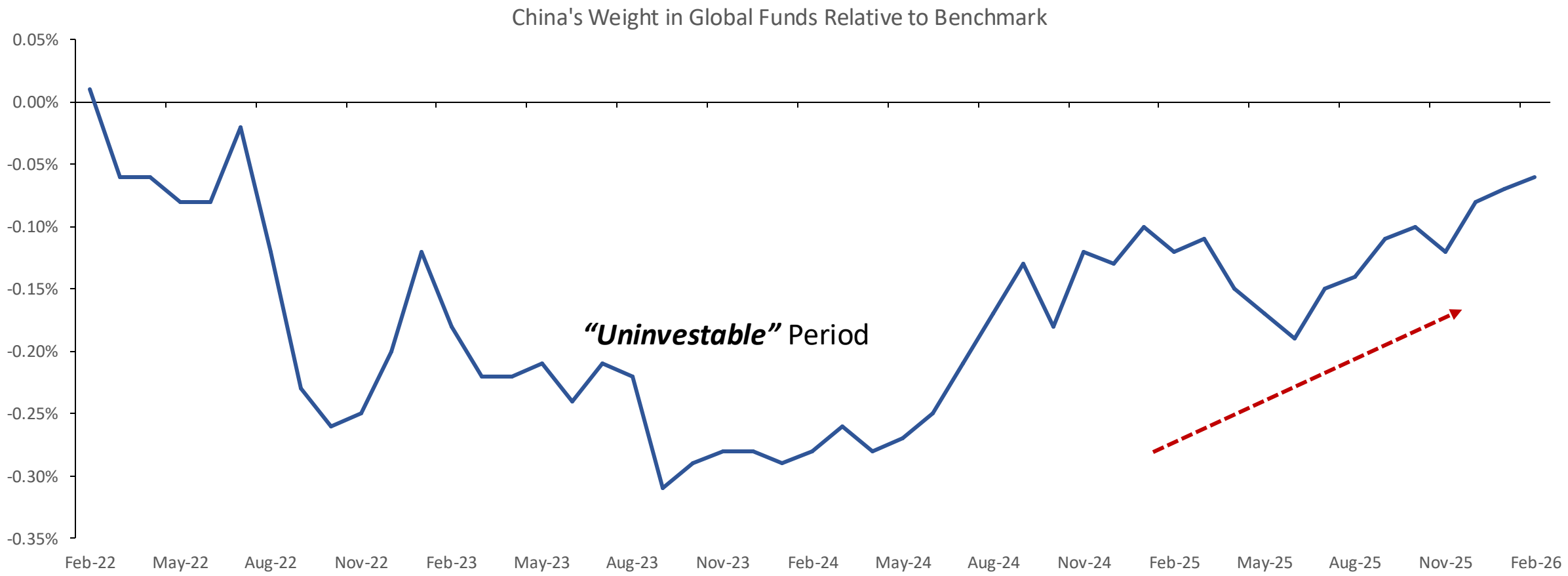
นับตั้งแต่เกิดสงคราม ตลาดหุ้นจีน (A-shares และ ดัชนี MSCI China) ให้ผลตอบแทนเหนือกว่า (Outperformed) ตลาดเกิดใหม่อื่น ๆ บนฐานความผันผวนที่ต่ำกว่าอย่างมีนัย สะท้อนถึงความอ่อนไหวต่อราคาพลังงานของตลาดหุ้นจีนที่อยู่ในระดับต่ำ



Note: Data as of 1 April 2026
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สัดส่วนการลงทุนในตลาดหุ้นจีนของกองทุนทั่วโลกได้ฟื้นตัวกลับมาใกล้เคียงระดับที่เป็นกลาง (Neutral) แล้ว

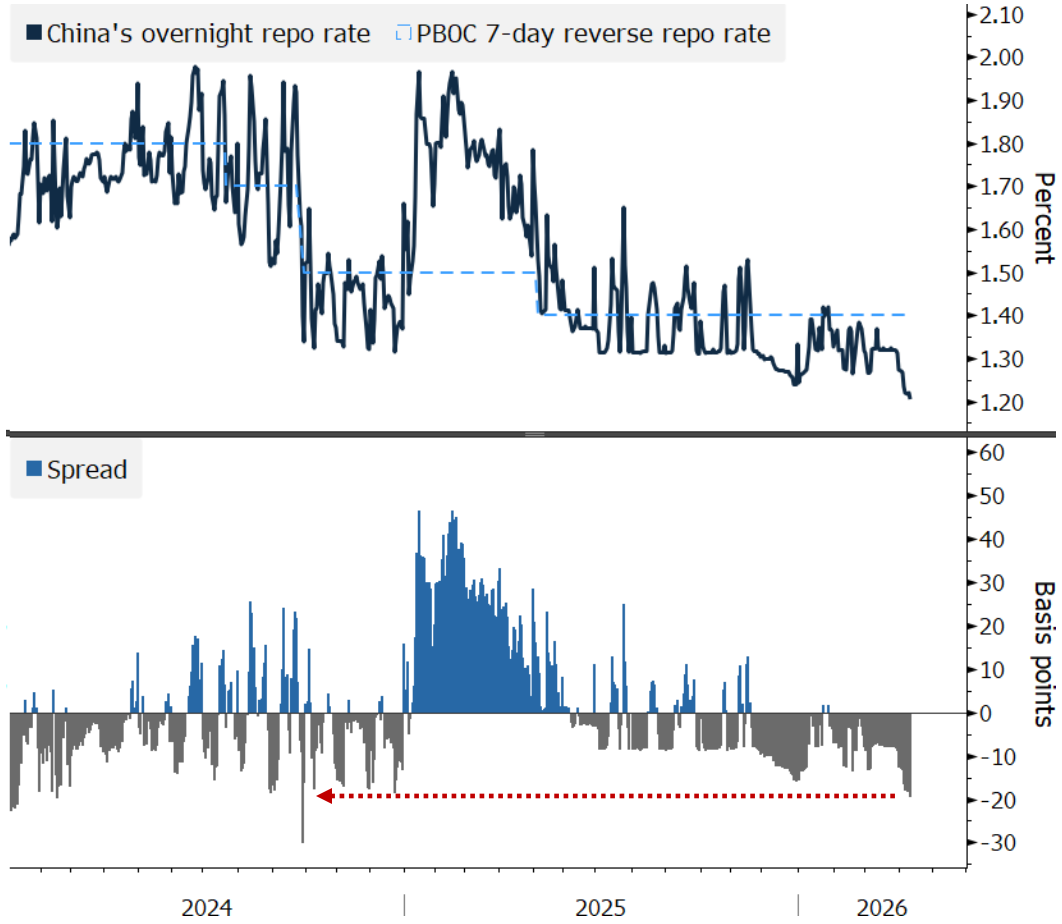
นับตั้งแต่ปี 2022 กองทุนทั่วโลกได้ลดการถือครองหุ้นจีนลงเป็นเวลาติดต่อกันหลายปี จากผลของการที่ภาครัฐควบคุมจัดระเบียบอุตสาหกรรมเทคโนโลยีอย่างเข้มงวดจนเกินไป จนเกิดเป็นช่วงที่นักลงทุนตั้งฉายาให้ว่า Uninvestable China หรือตลาดหุ้นที่ลงทุนไม่ได้ ก่อนจะเริ่มกลับมามีแนวโน้มที่ดีขึ้นหลังปี 2024



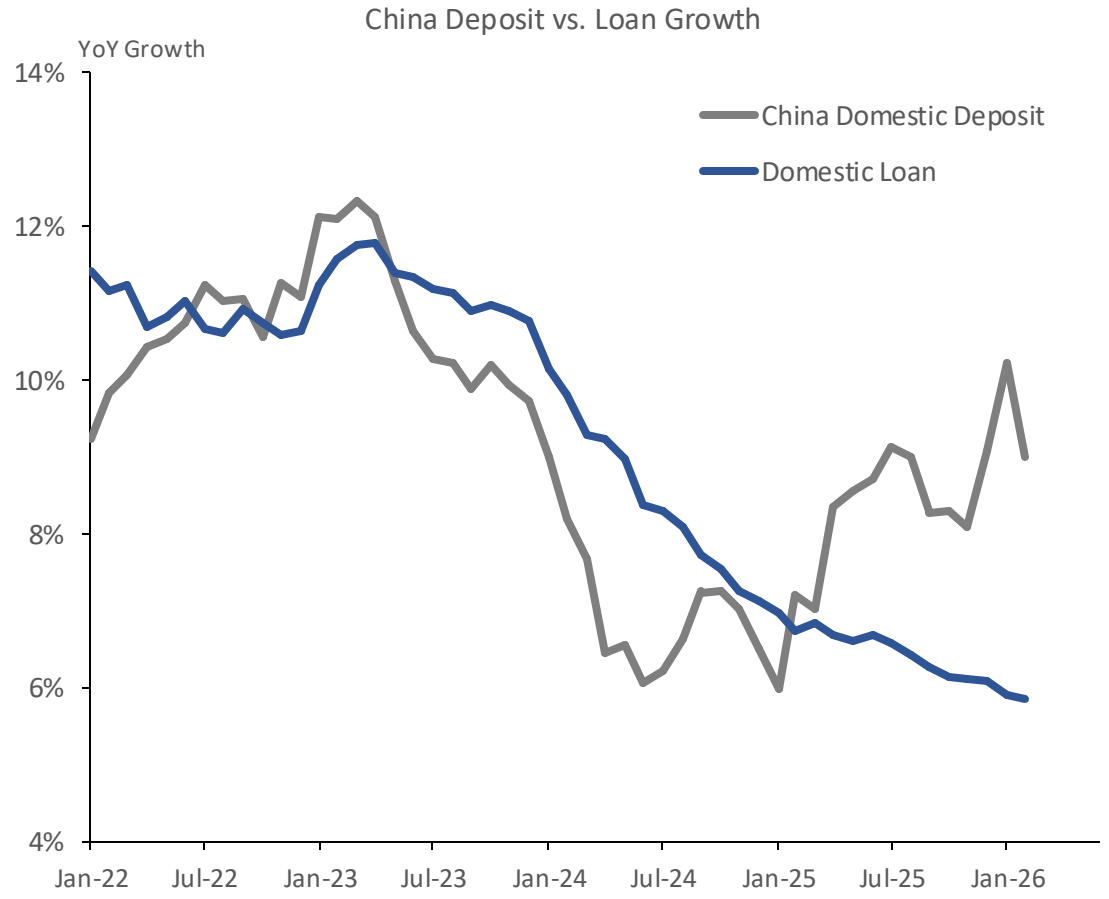
Note: The data complied by Bank of America, which analyzed holdings of 2,486 funds managing $575 billion versus their benchmarks
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเติบโตของสินเชื่อที่ชะลอตัว สะท้อนการฟื้นตัวของการบริโภคในจีนที่ยังคงเปราะบาง

อัตราดอกเบี้ย **Overnight Repo** ที่ปรับลดลงต่อเนื่อง บ่งชี้ถึงสภาพคล่องส่วนเกินในระบบธนาคารของประเทศจีน

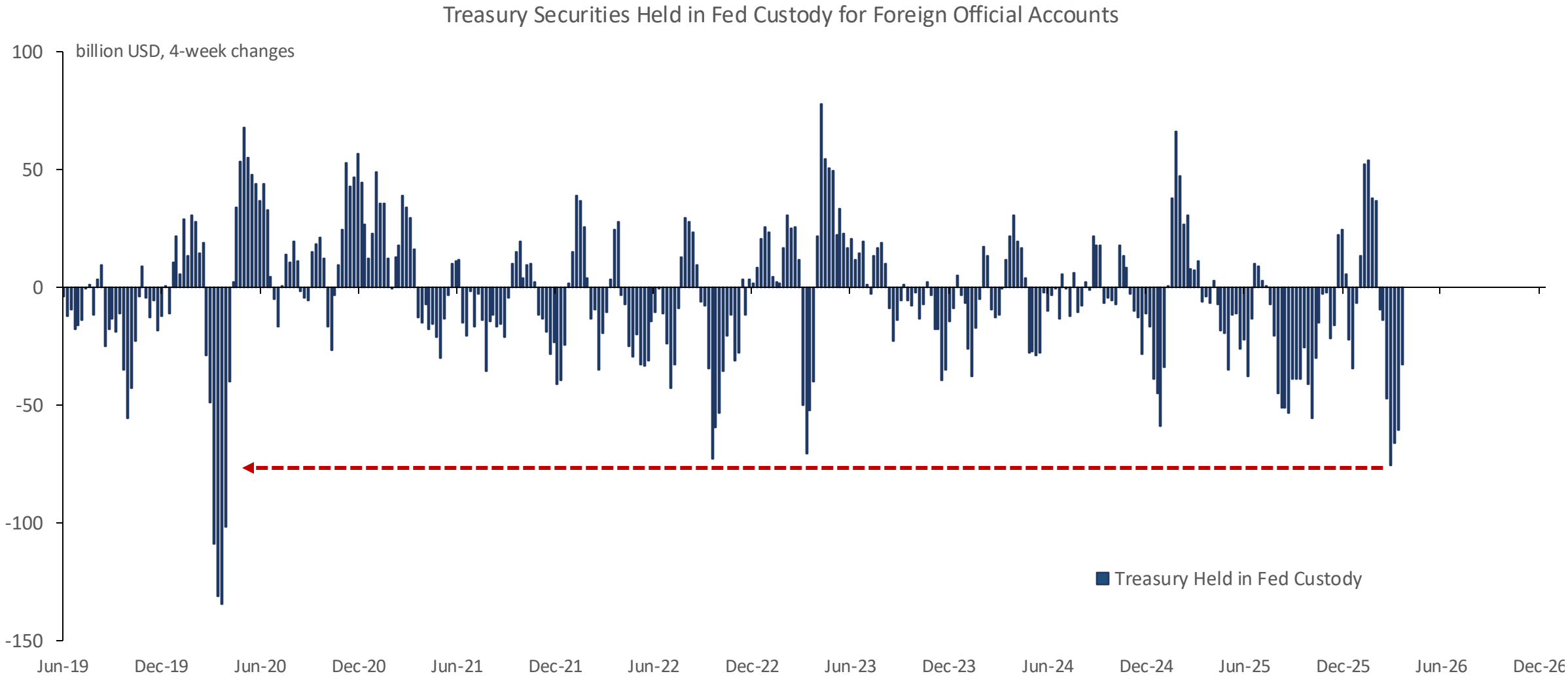


ขณะที่ความต้องการกู้ยืมยังคงปรับลงต่อเนื่องสวนทางการขยายตัวของเงินฝากที่เติบโตขึ้นเร็ว สะท้อนอุปสงค์ภายในประเทศที่ยังอ่อนแรง



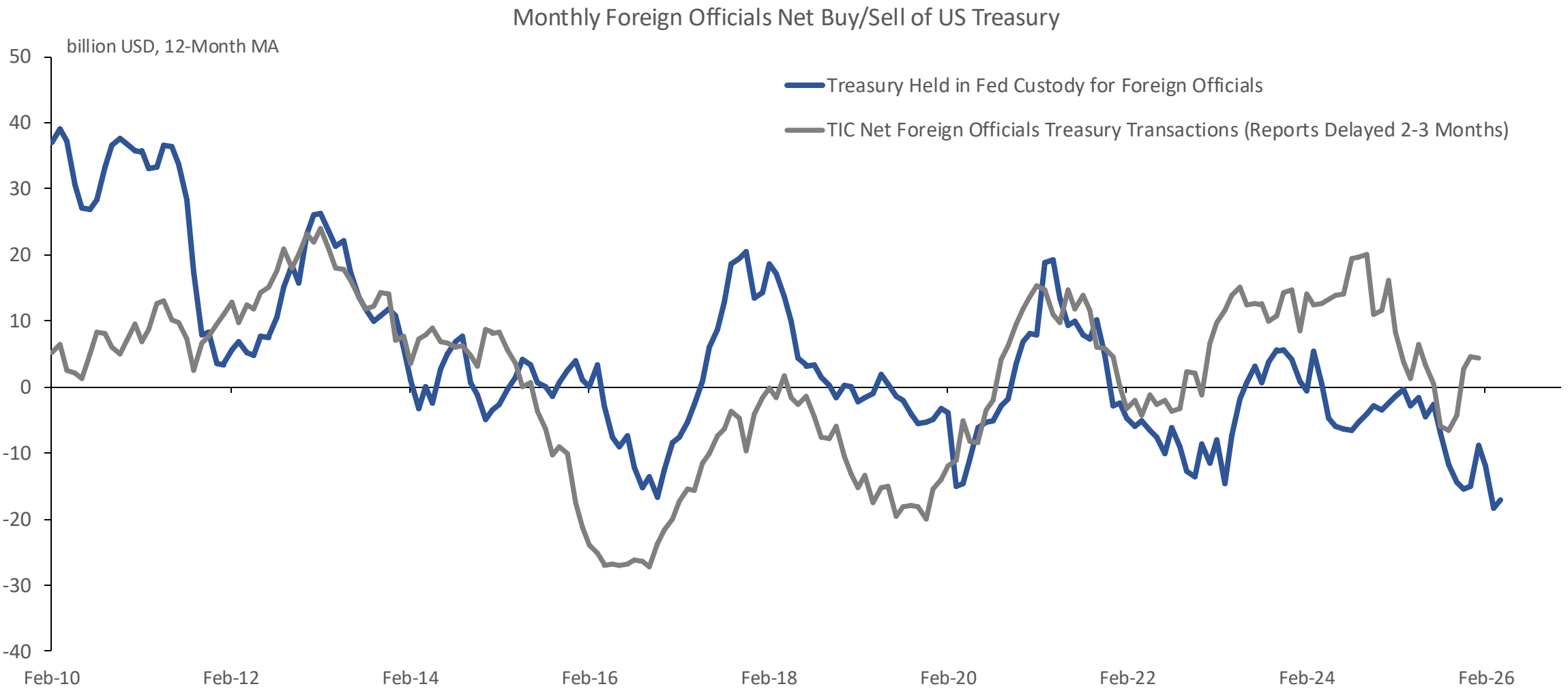
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เผชิญแรงขายจากธนาคารกลางทั่วโลกในระดับสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงโควิด



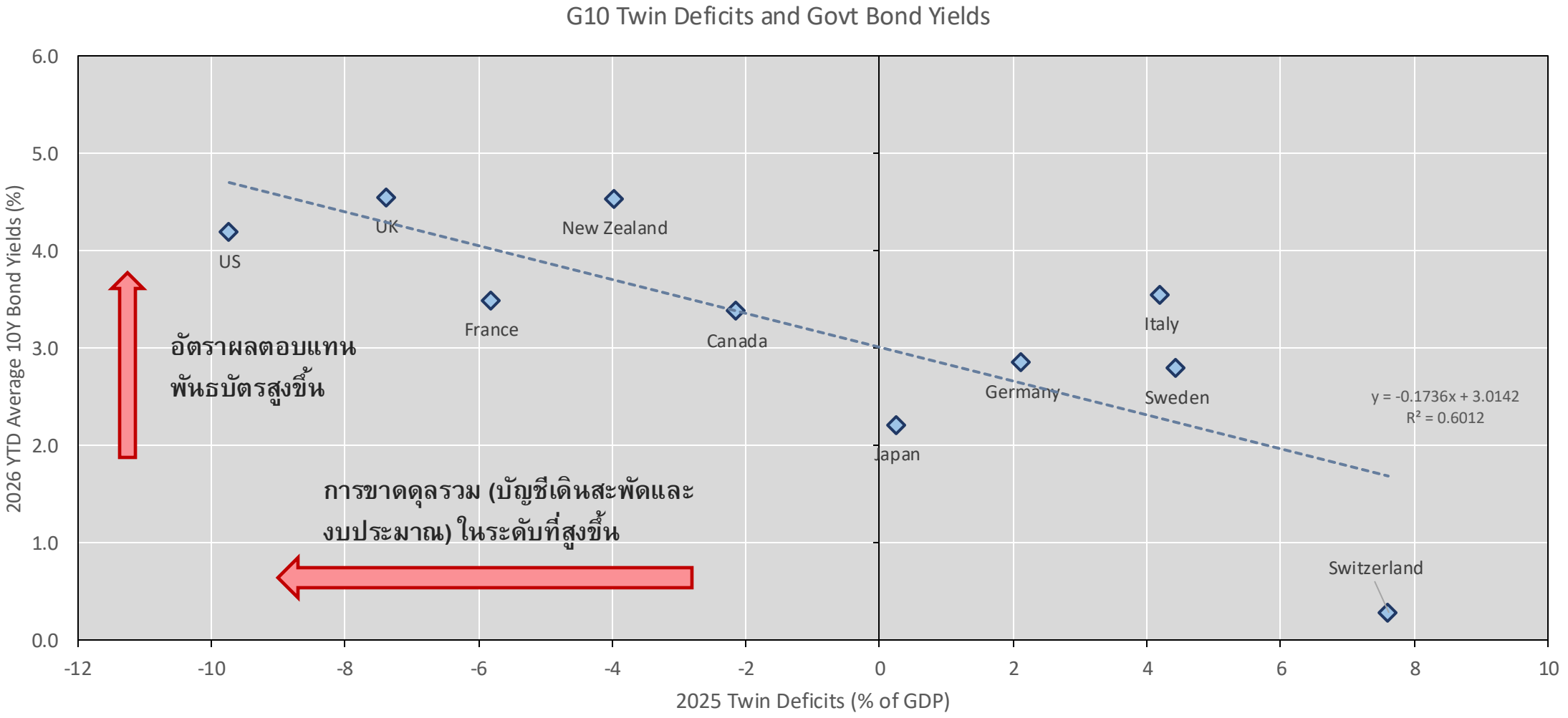
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินแรงขายพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จากต่างชาติ เป็นผลมาจากความพยายามรักษาเสถียรภาพของค่าเงินของนานาประเทศในช่วงภาวะสงคราม ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Bond Yield) ของสหรัฐฯ ปรับสูงขึ้นหากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ตึงตัวขึ้นอีกในอนาคต



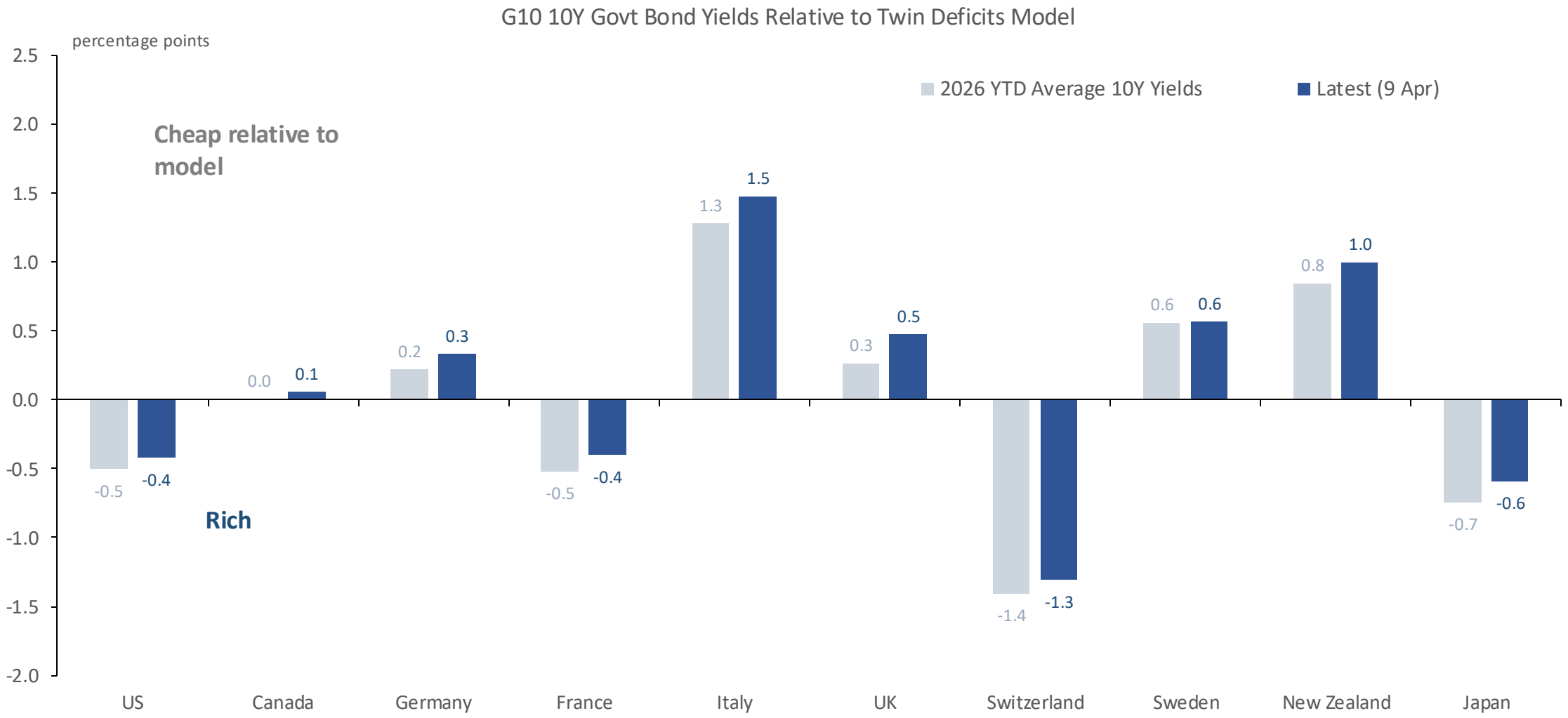
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว มักสะท้อนเสถียรภาพทางการเงินของประเทศนั้น ๆ โดยประเทศที่มีการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและขาดดุลงบประมาณ (Twin Deficits) ในระดับสูง มีแนวโน้มเผชิญอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น



Note: Norway is excluded due to its substantially different economic structure, driven by its outsized oil and gas sector
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

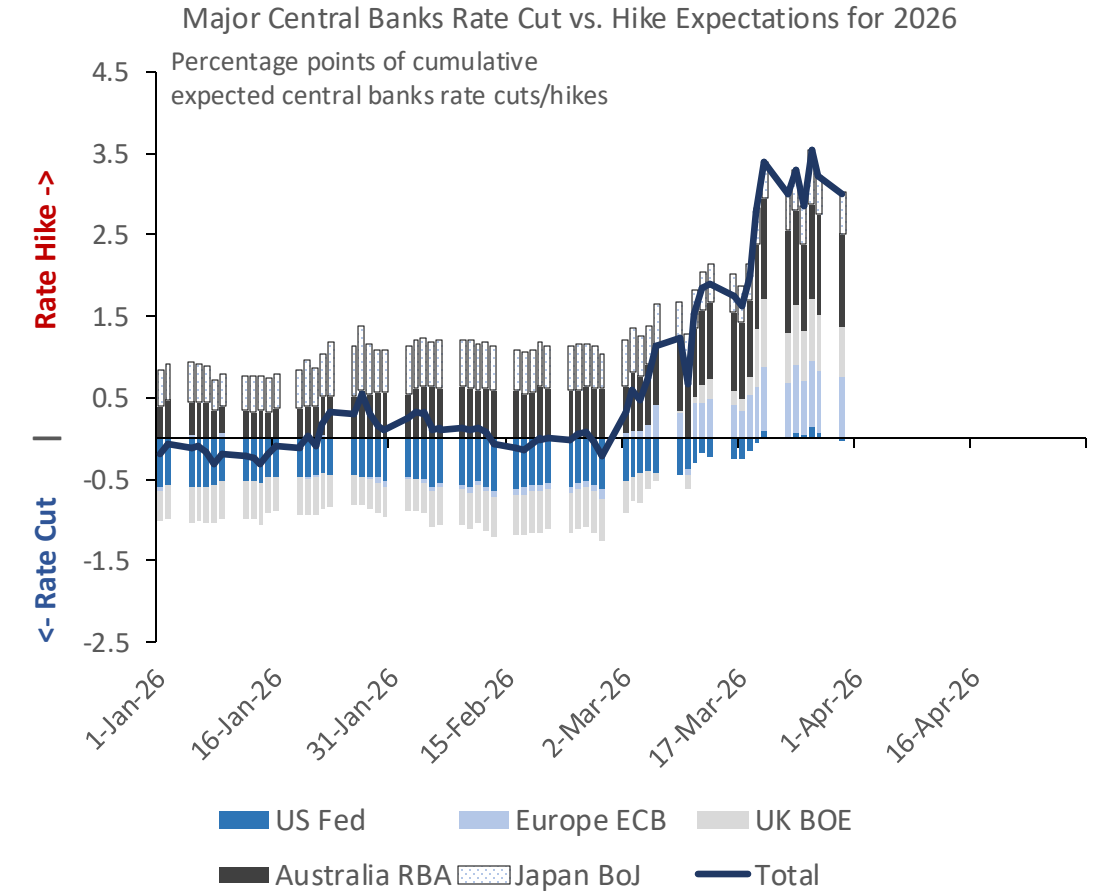
แม้สหรัฐฯ จะเผชิญภาวะการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและขาดดุลงบประมาณ (Twin Deficits) ในระดับสูง แต่ผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ กลับต่ำกว่าที่ควรจะเป็น สะท้อนค่า Premium ที่แฝงอยู่ใน Bond yield ราว 40-50 bps



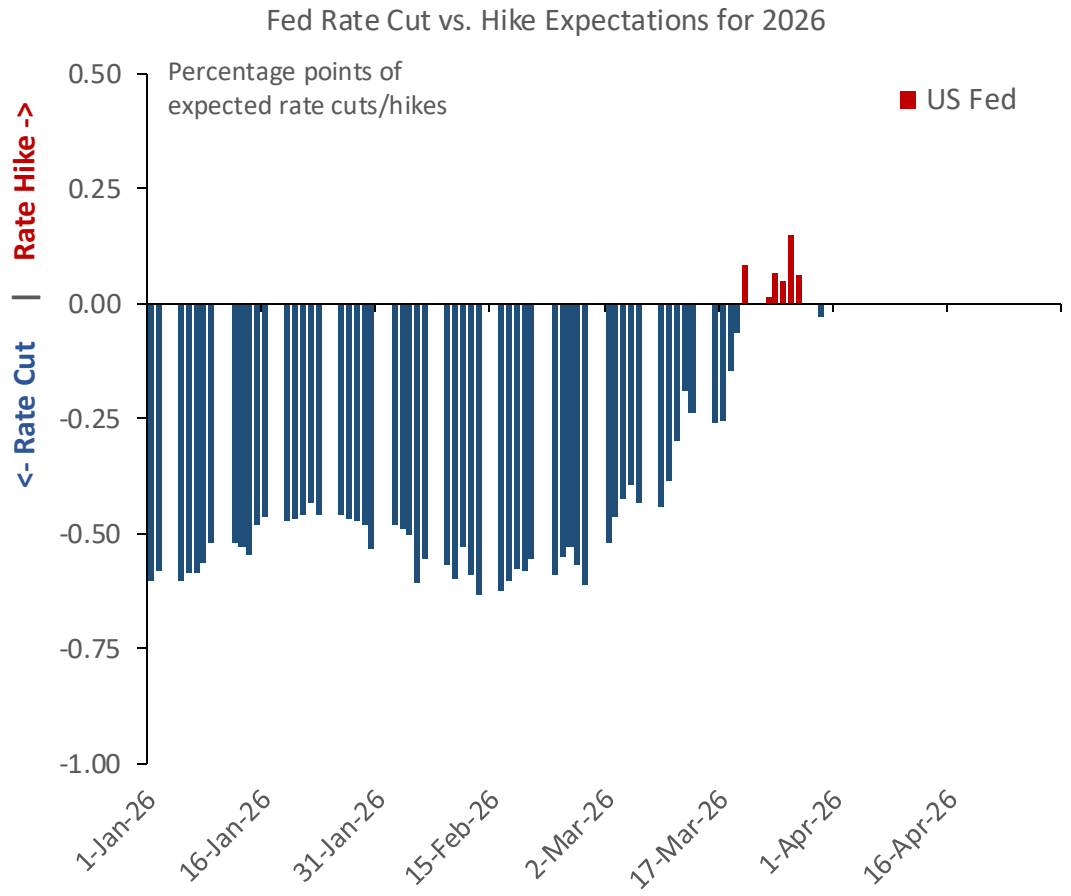
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

พันธบัตรทั่วโลกเริ่มกลับมาน่าสนใจมากขึ้น หลังตลาดเริ่มตัดความคาดหวังการลดดอกเบี้ยของธนาคารกลางหลักหลายแห่งออกไปแล้ว (Priced-out rate cuts)

คาดการณ์นโยบายการเงินของ ECB และ BoE ปรับเปลี่ยนอย่างมีนัยตั้งแต่เดือน มี.ค. โดยหันไปสะท้อนโอกาสในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย (Policy U-Turn) จากที่เคยคาดว่าจะปรับลดดอกเบี้ย



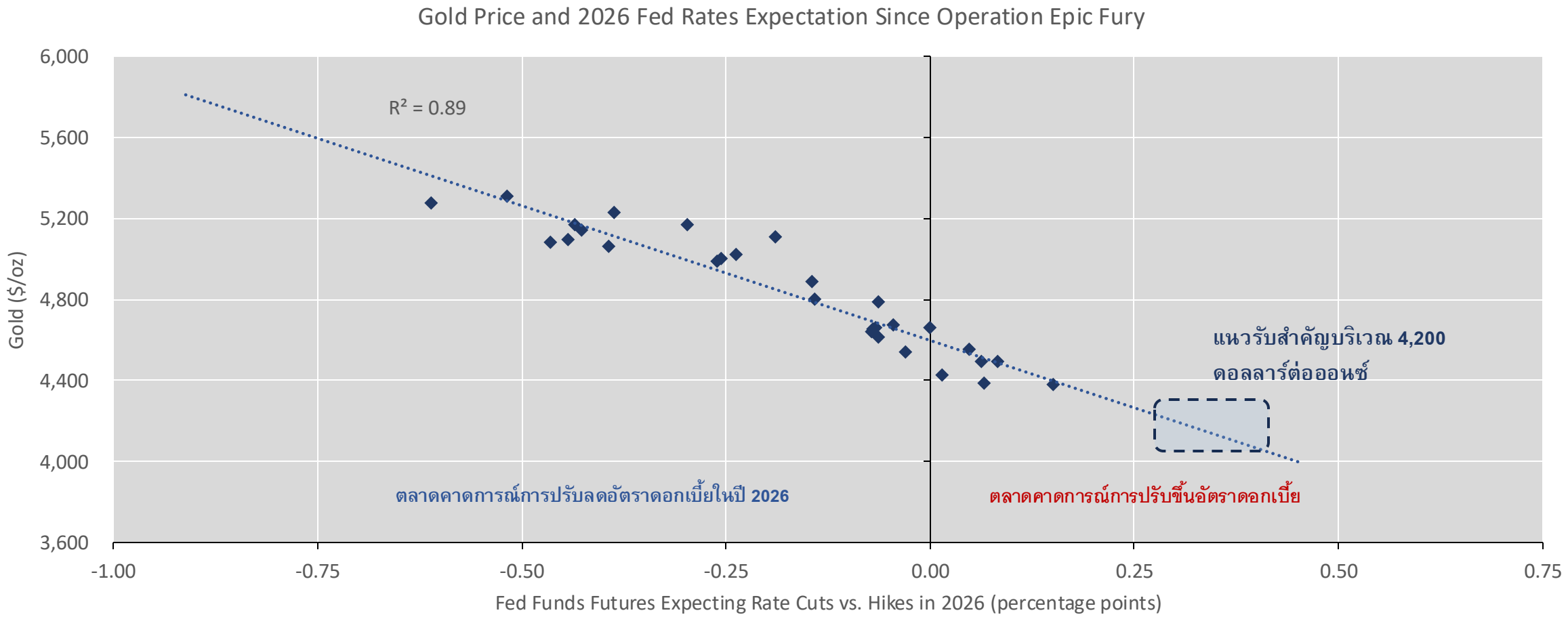
ตลาดคาดว่า Fed จะคงอัตราดอกเบี้ยในระดับปัจจุบันต่อเนื่องไปตลอดในช่วงที่เหลือของปี 2026



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

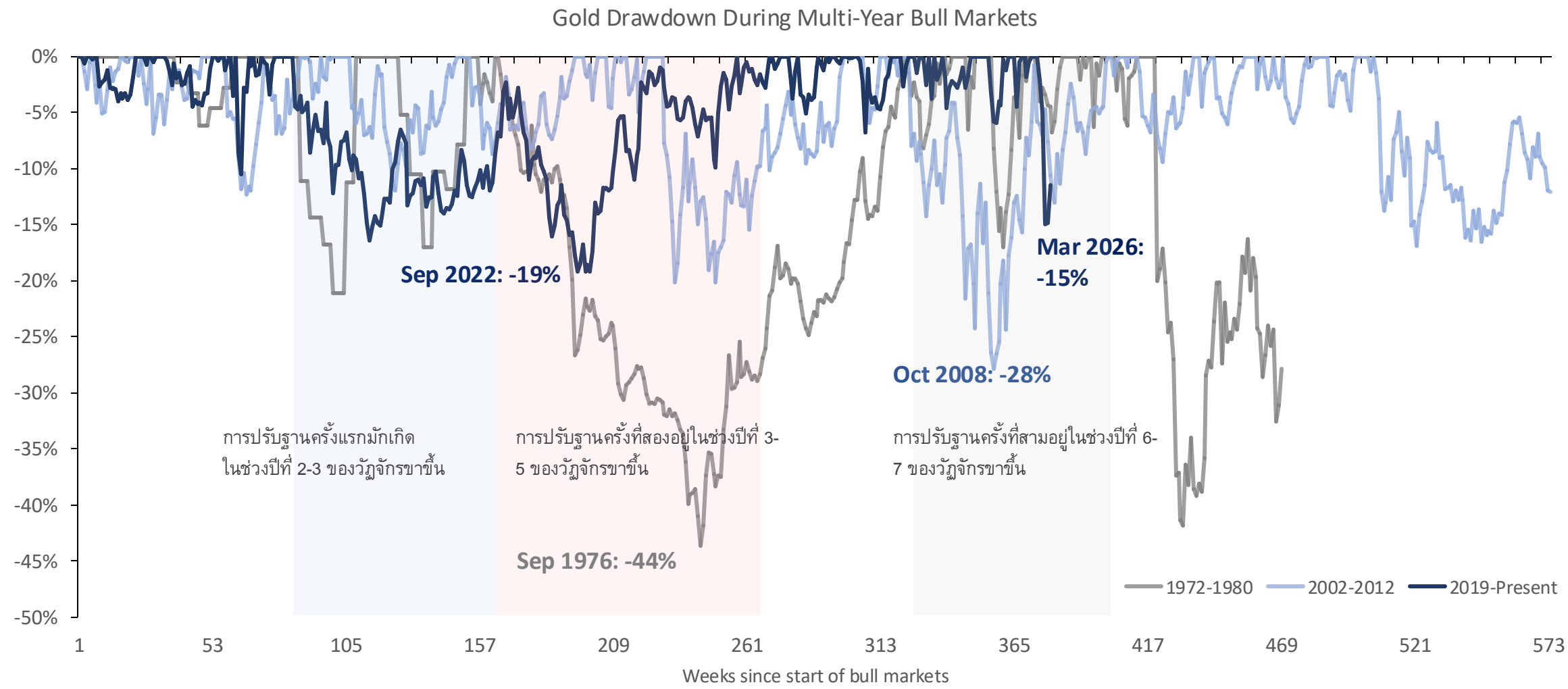
ตั้งแต่ปฏิบัติการ Epic Fury ราคาทองคำได้เคลื่อนไหวสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยของ Fed

เราประเมินระดับของราคาทองคำที่ **4,200** ดอลลาร์ต่อออนซ์ เป็นแนวรับสำคัญของราคาทองคำ หากแรงกดดันเงินเฟ้อกลับมาเร่งตัว และตลาดปรับมุมมองไปสู่การขึ้นดอกเบี้ยแทนการคงอัตราดอกเบี้ย



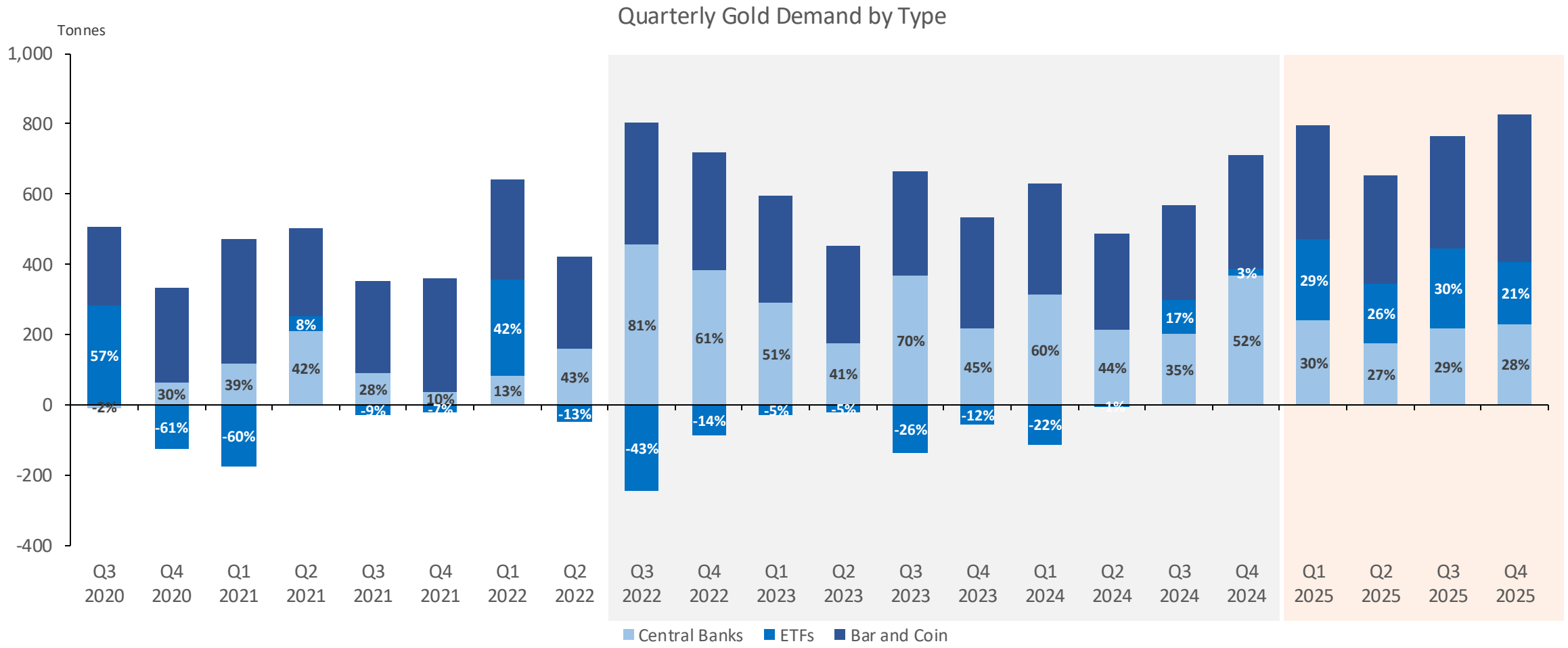
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เมื่อเทียบกับวัฏจักรขาขึ้นในอดีต การปรับฐานของราคาทองคำในรอบนี้ถืออยู่ในระดับที่ค่อนข้างจำกัด



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

ความต้องการทองคำจากธนาคารกลางพุ่งขึ้นหลังสงครามรัสเซีย-ยูเครน ก่อนชะลอลง โดยมีแรงซื้อจากนักลงทุนและรายย่อยเข้ามาเป็นแรงขับเคลื่อนหลักแทน ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาทองคำมีความผันผวนสูงขึ้น



Note: The percentage is calculated based solely on demand from central banks and investment activities, explicitly excluding contributions from technology usage and jewellery fabrication
Source: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สงครามในตะวันออกกลางที่ยืดเยื้อ ได้สร้างวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซอย่างที่ไม่เคยเกิดขึ้นมาก่อน ส่งผลให้ตลาดพลังงานโลกเข้าสู่ภาวะขาดแคลนสูงสุดเป็นประวัติการณ์

จากวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซที่ยืดเยื้อเข้าสู่เดือน เม.ย. เราได้ปรับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันดิบ WTI สำหรับช่วงที่เหลือของปี 2026 มาอยู่ในกรอบ 90-100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล

- ฟาติห์ บิโรล (Fatih Birol) ผู้อำนวยการบริหารของสำนักงานพลังงานระหว่างประเทศ (IEA) ได้ออกมาย้ำถึงความรุนแรงของวิกฤตครั้งนี้ในแนวทางที่สอดคล้องกับมุมมองของเรา โดยระบุว่าวิกฤตในครั้งนี้มีความรุนแรงสูงกว่าวิกฤตในอดีตทุกครั้งรวมกัน ไม่ว่าจะเป็นปี 1973, 1979 หรือ 2022 สะท้อนให้เห็นถึงการยกระดับของความเสี่ยงเชิงโครงสร้างในตลาดพลังงานอย่างมีนัยสำคัญ
- ส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบในตลาดจริง (Physical Oil) และตลาดล่วงหน้า (Paper Oil) ขยายตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยราคาน้ำมันดิบ Brent ในตลาดจริง (Dated Brent) ปรับขึ้นเกิน 140 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในช่วงต้นเดือน เม.ย. ขณะที่ราคาล่วงหน้า (Brent Futures) ยังเคลื่อนไหวใกล้ระดับ 100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล สะท้อนความตึงตัวของอุปทานในตลาดจริงที่ยังไม่ถูกสะท้อนอย่างเต็มที่ในตลาดการเงิน ขณะเดียวกัน ซาอุดีอาระเบียปรับขึ้นราคาขายอย่างเป็นทางการ (OSP) สำหรับการส่งมอบเดือน พ.ค. สู่ระดับเกือบ 20 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลเหนือราคามาตรฐานดูไบ ซึ่งสูงสุดเป็นประวัติการณ์เช่นกัน
- การปิดช่องแคบฮอร์มุซที่ยืดเยื้อส่งผลให้กลุ่มประเทศอ่าวต้องลดกำลังการผลิตลงจนเข้าสู่ภาวะ Maximum Shut-in ตั้งแต่ปลายเดือน มี.ค. **กระทบการผลิตน้ำมันมากถึง 11 ล้านบาร์เรลต่อวัน** แม้บางส่วนจะสามารถเบี่ยงเส้นทางผ่านท่อส่งน้ำมันได้ประมาณ 4 ล้านบาร์เรลต่อวัน ผ่านทั้งท่อ East-West ของซาอุดีอาระเบีย และท่อ Habshan–Fujairah ของสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ก็ตาม

เมื่อพิจารณาระยะเวลาที่ต้องใช้ในการฟื้นฟูกำลังการผลิต คาดว่าปริมาณน้ำมันคงคลังโลกในปี 2026 จะลดลงเกือบ 1,000 ล้านบาร์เรล ขณะที่มาตรการบรรเทาผ่านการระบายคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (SPR) คาดจะช่วยได้ประมาณ 400 ล้านบาร์เรล และอุปทานเพิ่มเติมจากมาตรการผ่อนคลายคว่ำบาตรอีกราว 100 ล้านบาร์เรล

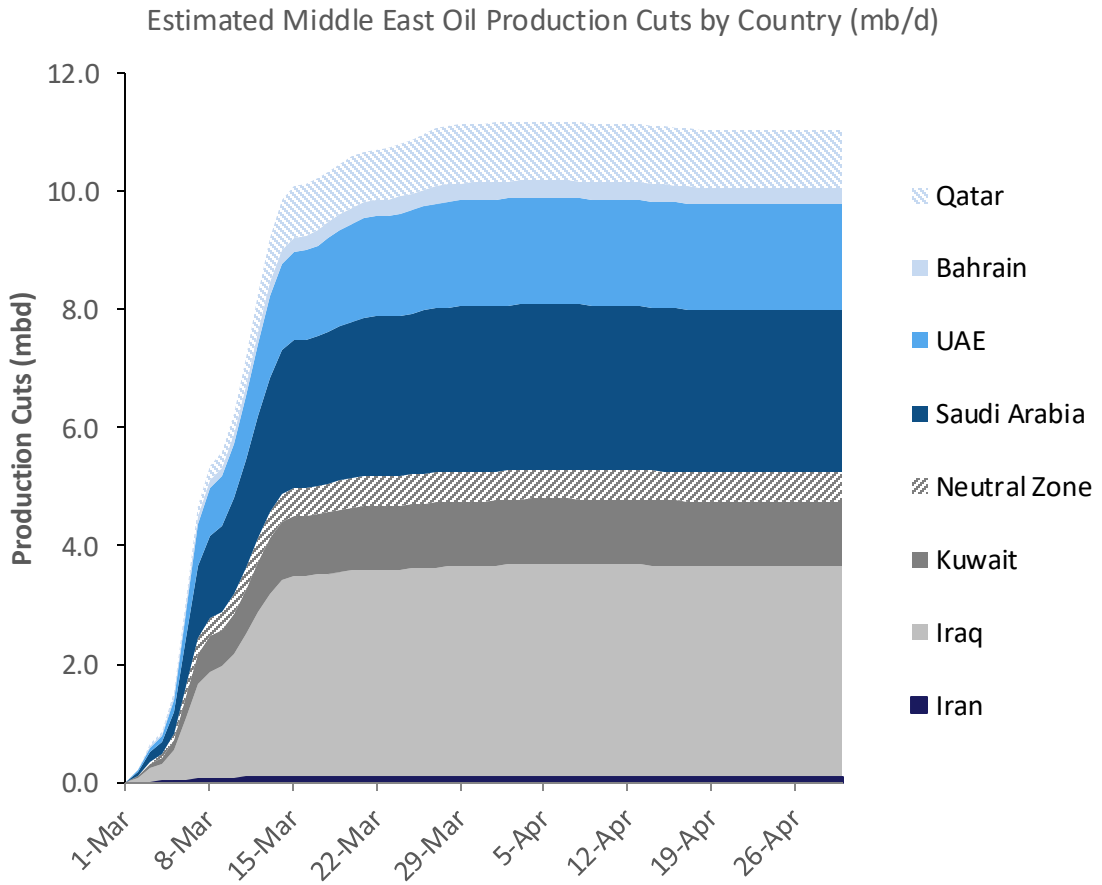
- ในกรณีฐาน เราคาดว่าคลังน้ำมันเชิงพาณิชย์ของกลุ่มประเทศ OECD อาจลดลงสู่ระดับประมาณ 2,500 ล้านบาร์เรล ใกล้เคียงกับช่วงก่อนที่อุตสาหกรรม Shale Oil ของสหรัฐฯ จะเริ่มขยายตัว
- วิกฤตช่องแคบฮอร์มุซได้**เปลี่ยนทิศทางราคาน้ำมันให้เข้าสู่แนวโน้มขาขึ้นเชิงโครงสร้างในช่วงหลายปีข้างหน้า** โดยไม่ว่าความขัดแย้งจะคลี่คลายในรูปแบบใด แต่ละประเทศทั่วโลกยังมีความจำเป็นต้องทยอยเติมน้ำมันคงคลังทั้งในส่วนเชิงพาณิชย์และ SPR ให้กลับสู่ระดับก่อนเกิดสงครามหรือสูงกว่า ซึ่งจะหนุนให้ความต้องการนำเข้าน้ำมันยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในระยะกลางถึงยาว
- การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างอีกประการมาจากพฤติกรรมของจีนที่แตกต่างจากในอดีต โดยจีนเลือกที่จะไม่ระบาย SPR เพื่อกดราคาพลังงาน แม้ราคาน้ำมันจะพุ่งขึ้นเกิน 100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลแล้วก็ตาม พฤติกรรมดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าจีนให้ความสำคัญกับความมั่นคงด้านพลังงานในระยะยาวมากกว่าการประคองเศรษฐกิจในระยะสั้น และตอกย้ำแนวโน้มที่จีนมุ่งเสริมสร้างความยืดหยุ่นทางภูมิรัฐศาสตร์มากยิ่งขึ้น

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

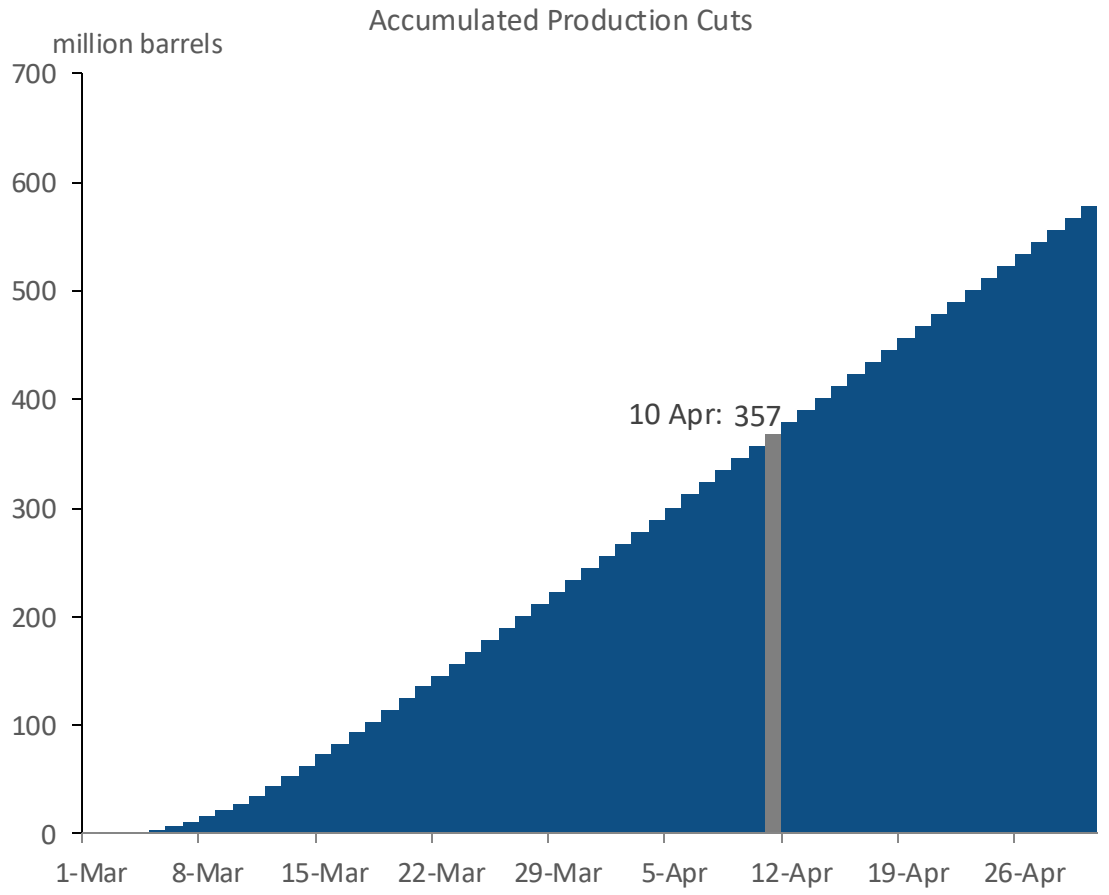
สถานการณ์ปิดช่องแคบฮอร์มุซที่ยืดเยื้อ ส่งผลให้กลุ่มประเทศอ่าวต้องลดกำลังการผลิตให้ต่ำลง จนเข้าสู่ภาวะลดการผลิตเต็มที่แล้วตั้งแต่ปลายเดือน มี.ค. (Maximum shut-in) และกระทบการผลิตน้ำมันมากถึง -11 ล้านบาร์เรลต่อวัน

TISCO | ESU Economic Strategy Unit

การผลิตน้ำมันของกลุ่มประเทศอ่าวลดลงจากระดับเมื่อต้นปี (ม.ค.-ก.พ.) มากกว่า 11 ล้านบาร์เรลต่อวัน



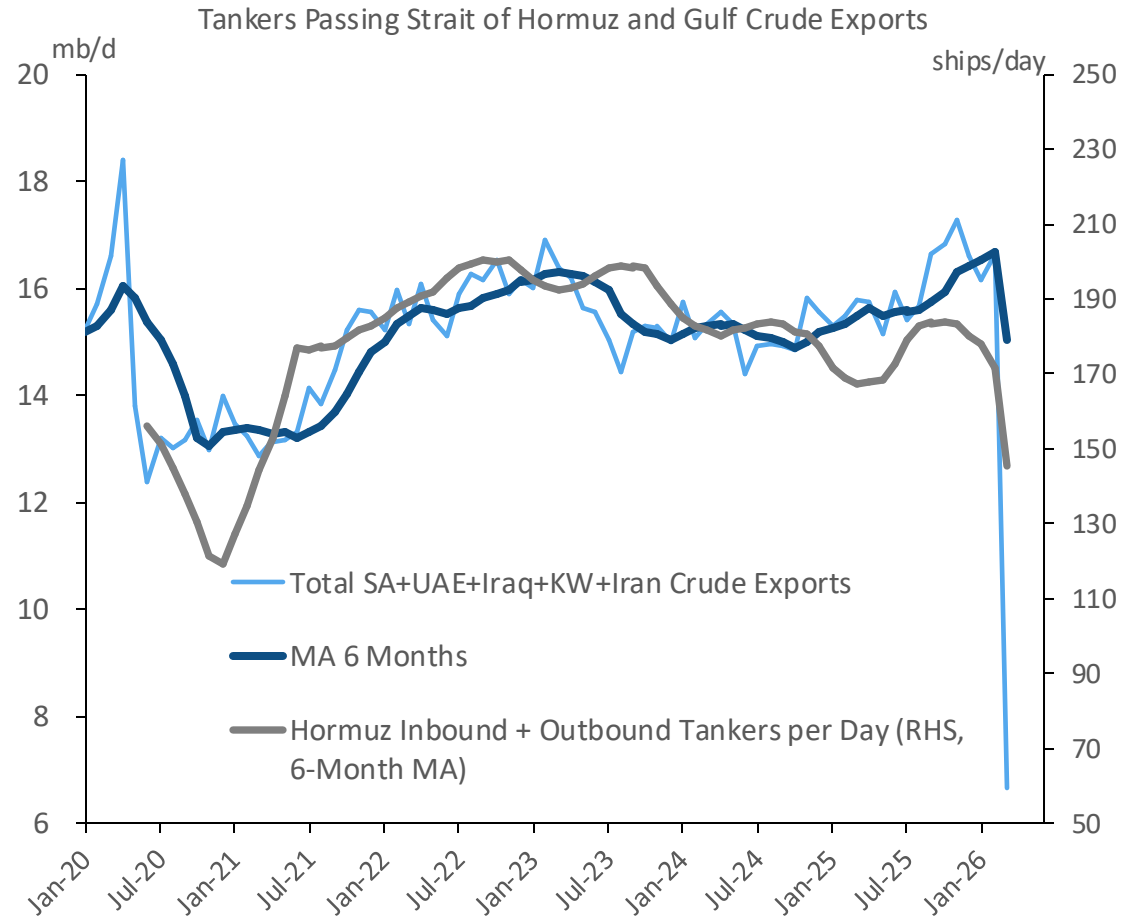
การลดกำลังการผลิตน้ำมันของกลุ่มประเทศอ่าว ตั้งแต่เริ่มสงคราม คิดเป็นอุปทานที่หายไปจากตลาดสะสมแล้วกว่า 357 ล้านบาร์เรล ณ วันที่ 10 เม.ย. และจะเพิ่มขึ้นเป็น 600 ล้านบาร์เรล ณ สิ้นเดือน เม.ย.

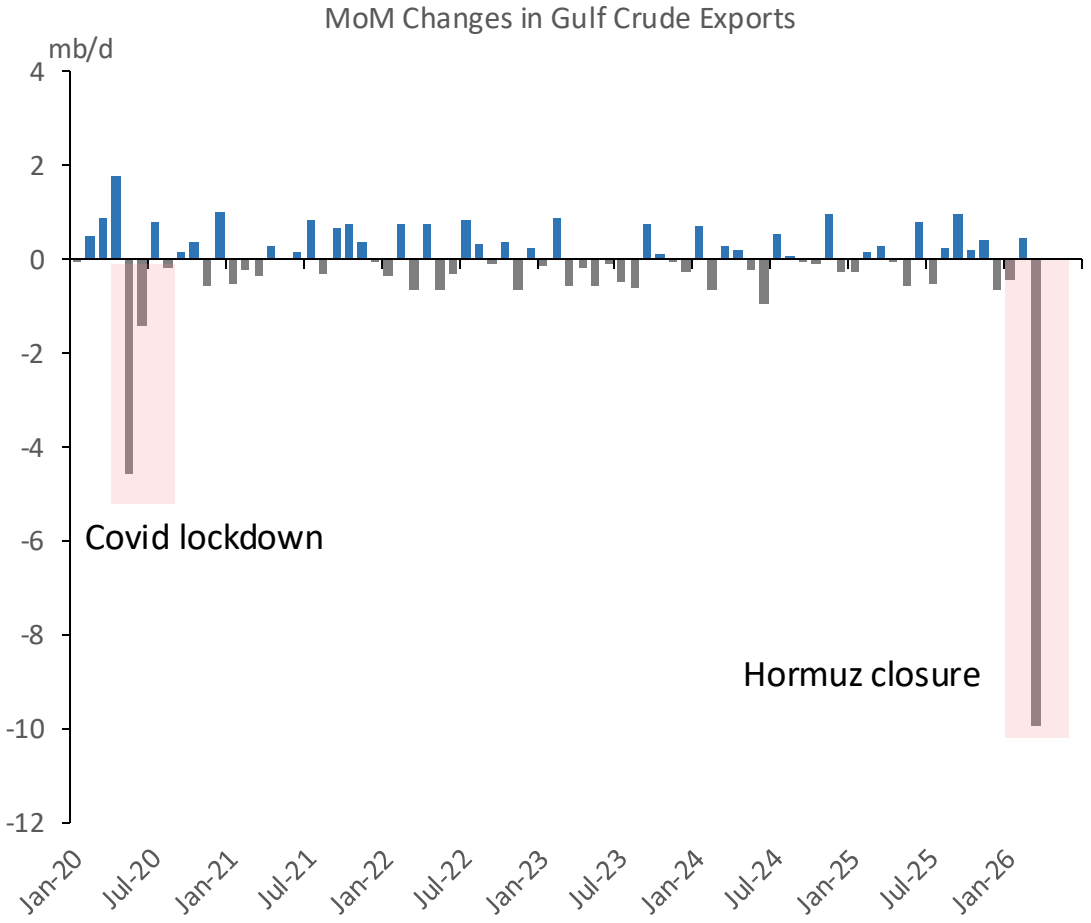


Source: Kpler, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การส่งออกน้ำมันดิบจากอ่าวอาหรับในเดือน มี.ค. ลดลงต่ำกว่าแม้แต่ช่วงโควิดแล้ว

การส่งออกน้ำมันของกลุ่ม **OPEC** ในอ่าวอาหรับปรับลดลงราว **-10** ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มี.ค. ซึ่งรุนแรงกว่าช่วงโควิด เนื่องจากเหตุการณ์ในช่องแคบฮอร์มุซส่งผลกระทบโดยตรงต่อการขนส่งจากตะวันออกกลาง ขณะที่ผลกระทบในช่วงโควิดมีกระจายตัวในหลายประเทศมากกว่า

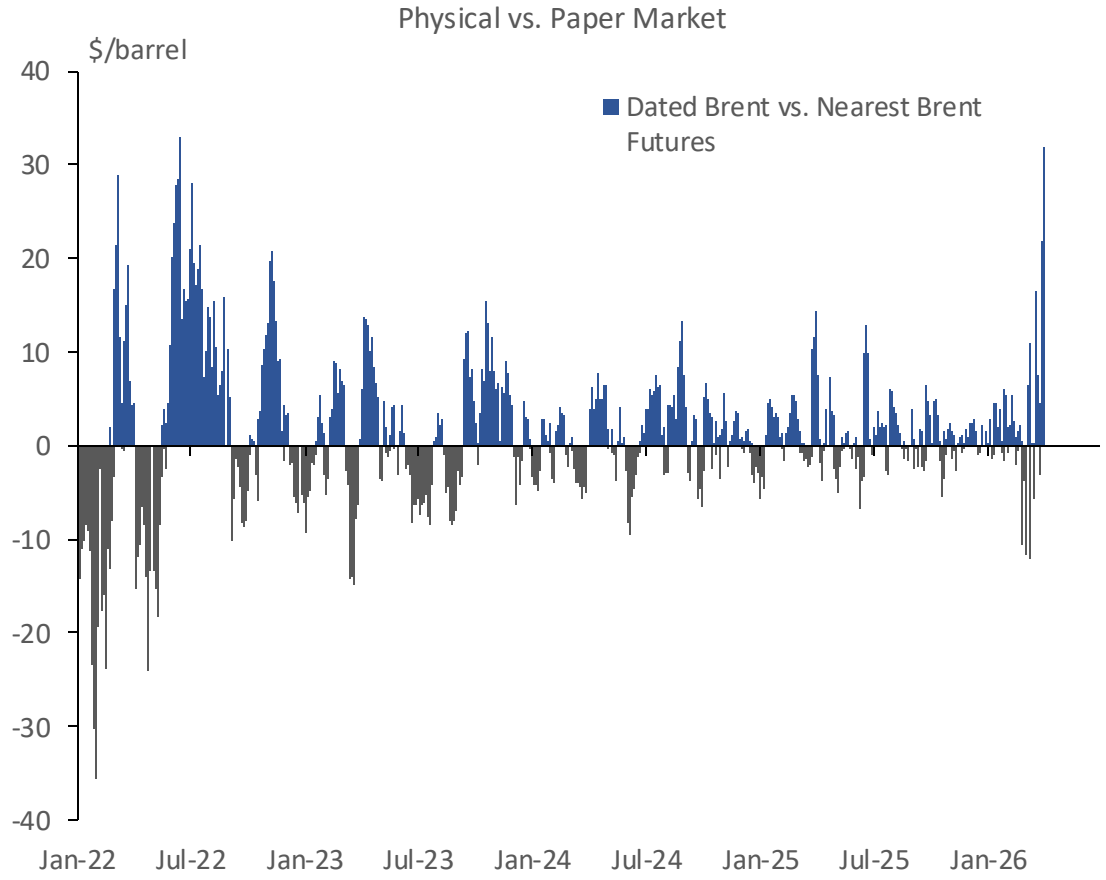




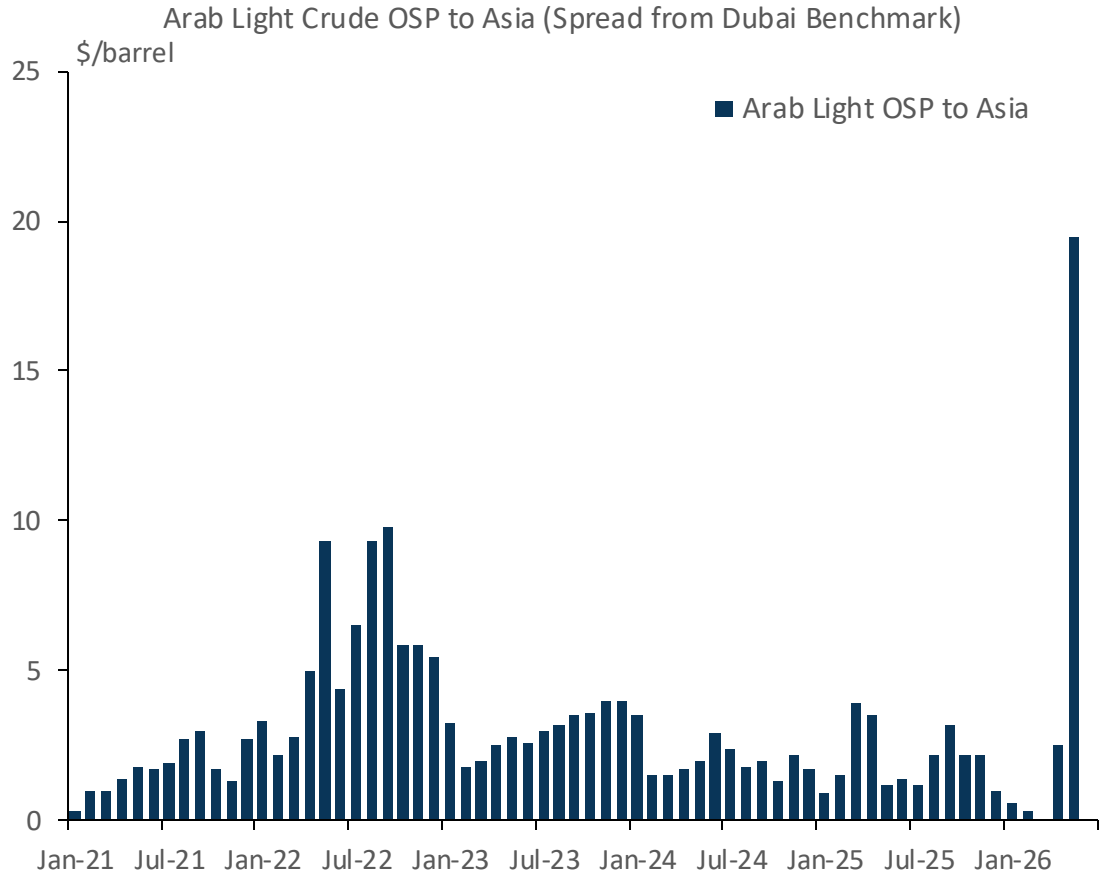
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความแตกต่างระหว่างตลาดจริง (Physical oil) และตลาดล่วงหน้า (Paper oil) ขยายตัวสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ สะท้อนความรุนแรงของภาวะตึงตัวที่ตลาดการเงินอาจยังประเมินไม่ครบถ้วน

ราคาซื้อขายน้ำมันดิบ **Brent** ในตลาดจริงปรับเพิ่มขึ้นเกิน **140** ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในช่วงต้นเดือน เม.ย. ขณะที่ราคาล่วงหน้า **(Brent Futures)** ยังเคลื่อนไหวใกล้ระดับ **100** ดอลลาร์ สะท้อนความตึงตัวของอุปทานในตลาดจริง ณ ปัจจุบัน ที่ไม่ถูกสะท้อนอย่างเต็มที่ในตลาดการเงิน

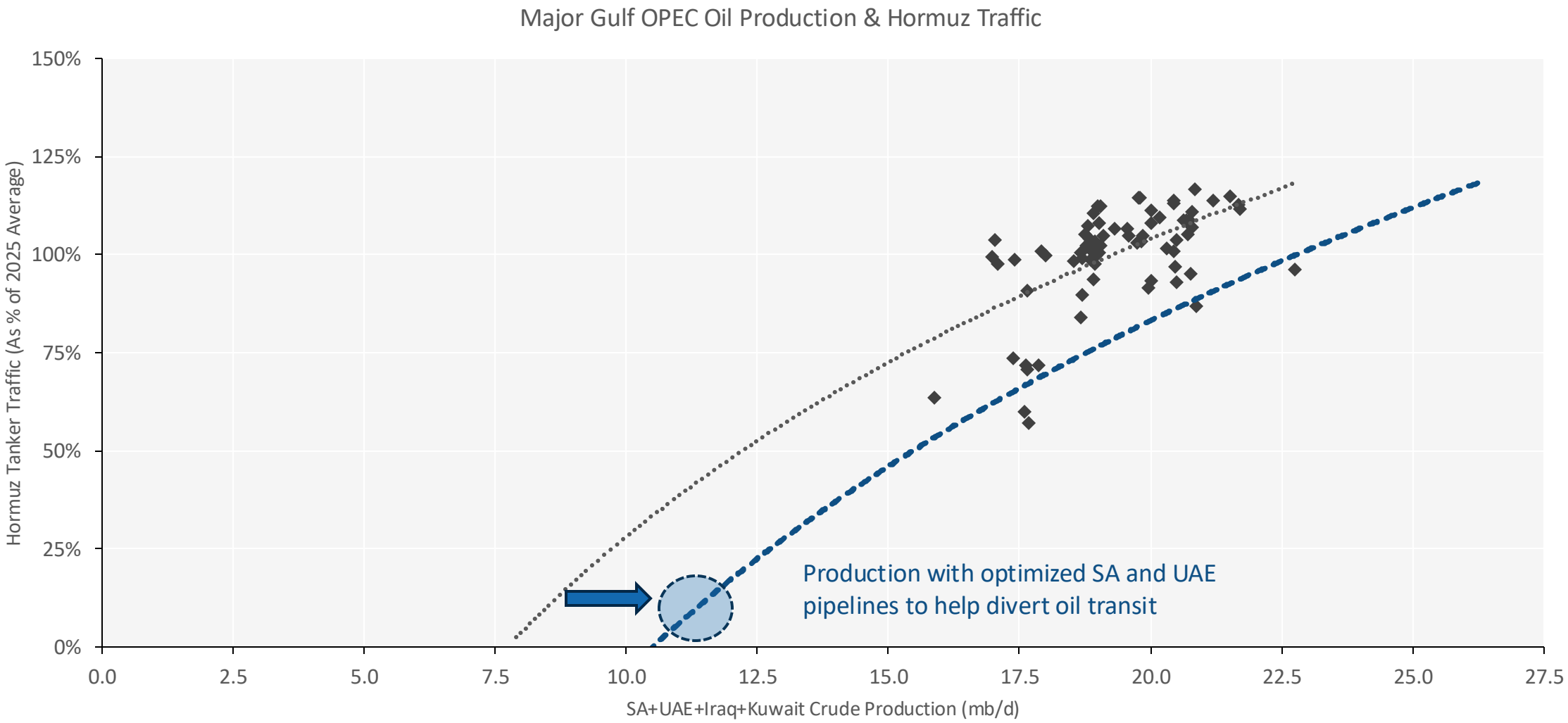


ซาอุดีอาระเบียปรับขึ้นราคาขายอย่างเป็นทางการ **(OSP)** สำหรับการส่งมอบเดือน พ.ค. สู่ระดับเกือบ **20** ดอลลาร์ต่อบาร์เรลเหนือราคามาตรฐานดูไบ ซึ่งเป็นค่า **Premium** ที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์



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

ท่อส่งน้ำมันของซาอุดีอาระเบีย (East-West) และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (Habshan-Fujairah) มีบทบาทสำคัญช่วยลดการพึ่งพาช่องแคบฮอร์มุซ โดยสามารถรองรับการเบี่ยงเส้นทางการขนส่งน้ำมันดิบได้ประมาณ 4 ล้านบาร์เรลต่อวัน ช่วยบรรเทาความรุนแรงของปัญหาช่องแคบหยุดชะงักได้บางส่วน

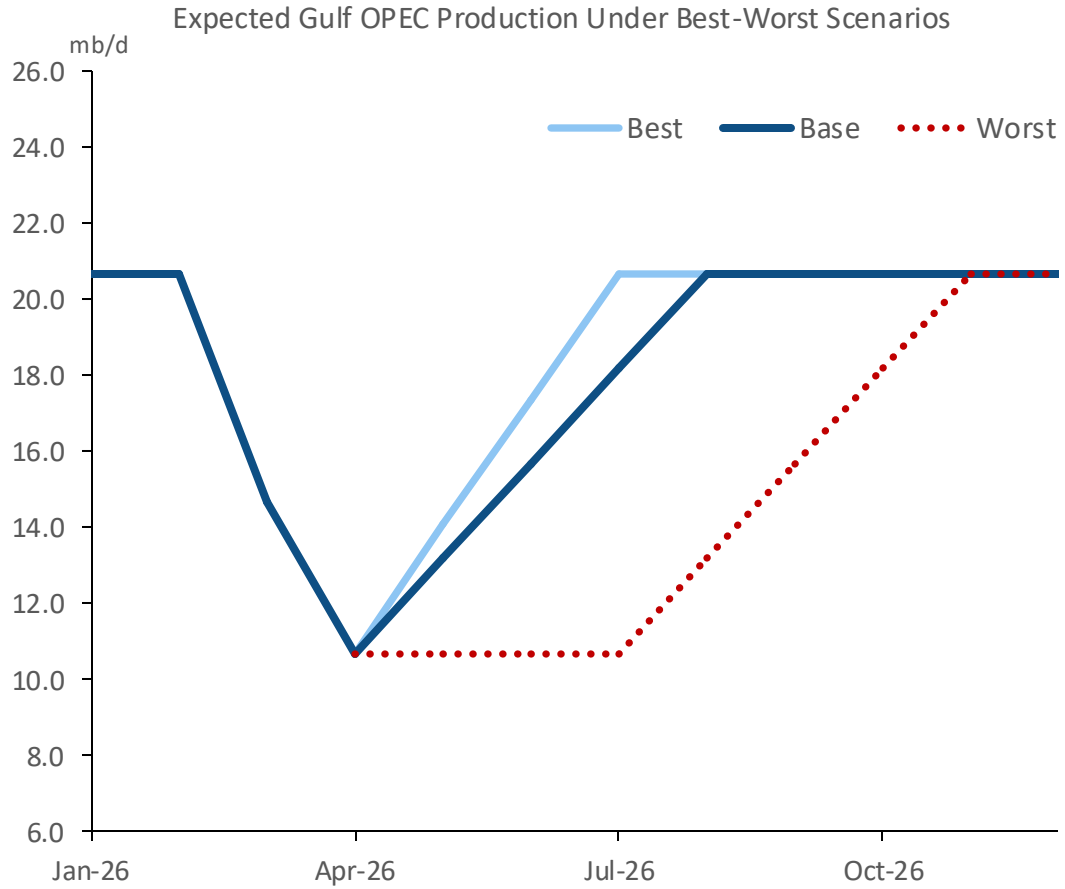


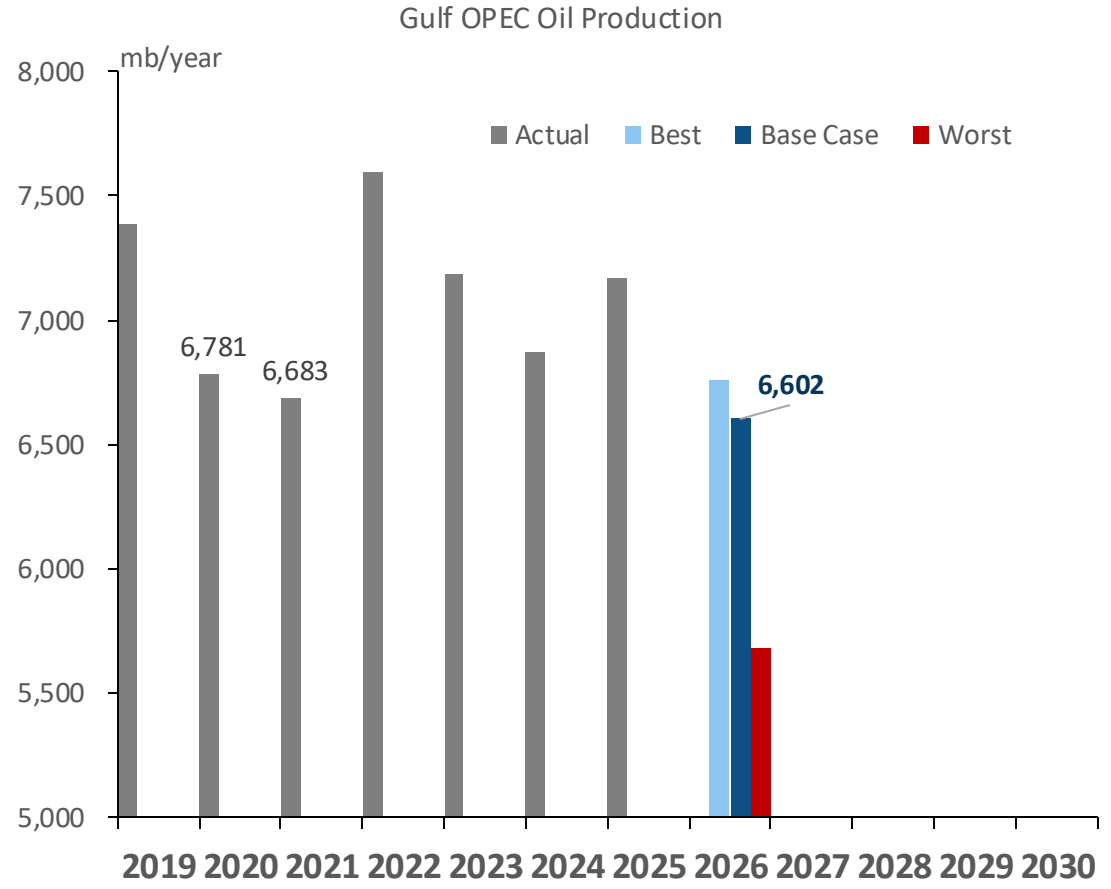
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในกรณีฐาน เราประเมินว่ากำลังการผลิตน้ำมันของกลุ่มประเทศอ่าว (GCC) จะลดลงสู่ระดับใกล้เคียงกับช่วงปี 2020-2021

ภายใต้สมมติฐานของกรณีฐาน เราคาดว่าการผลิตน้ำมันของกลุ่มประเทศอ่าวจะทยอยฟื้นตัว และกลับเข้าสู่ระดับก่อนเกิดความขัดแย้งภายในช่วงประมาณเดือนสิงหาคม

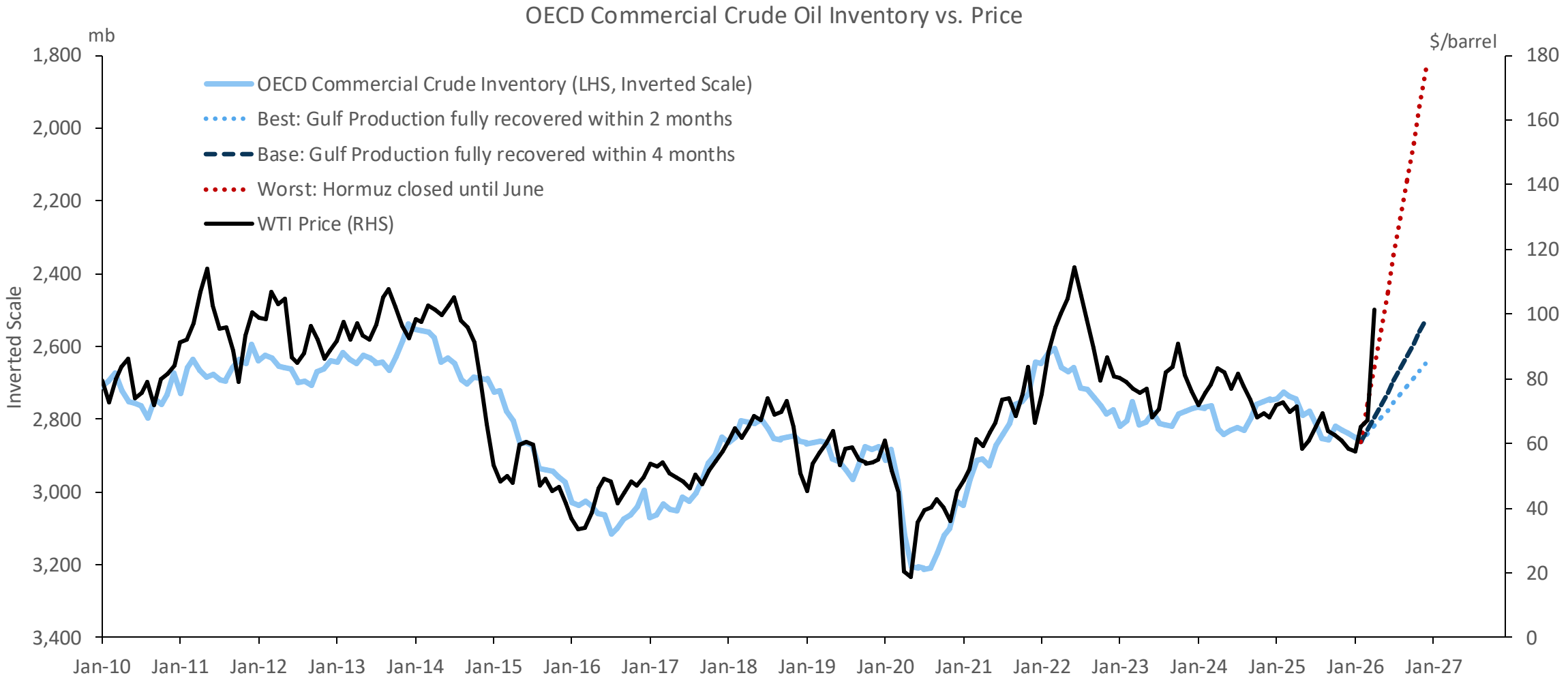
ปริมาณการผลิตน้ำมันรวมในปี 2026 มีแนวโน้มอยู่ที่ประมาณ 6,600 ล้านบาร์เรล ซึ่งใกล้เคียงกับระดับในปี 2021 อย่างไรก็ดี อุปสงค์น้ำมันโลกเมื่อปี 2021 เฉลี่ยเพียง 97 ล้านบาร์เรลต่อวันเท่านั้น ต่ำกว่าปัจจุบันถึง 6-7 ล้านบาร์เรลต่อวัน บ่งชี้ถึงภาวะอุปทานที่ตึงตัวอย่างมาก





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

เราประเมินว่าวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซจะทำให้ปริมาณน้ำมันคงคลังของโลกลดลงอย่างมีนัย และคาดจะกลับไปอยู่ในระดับใกล้เคียงช่วงก่อนการขยายตัวของอุตสาหกรรม **Shale oil** ในสหรัฐฯ



Note: The forecast accounts for 400 mb of global SPR releases and 100 mb of sanctioned oil relief
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

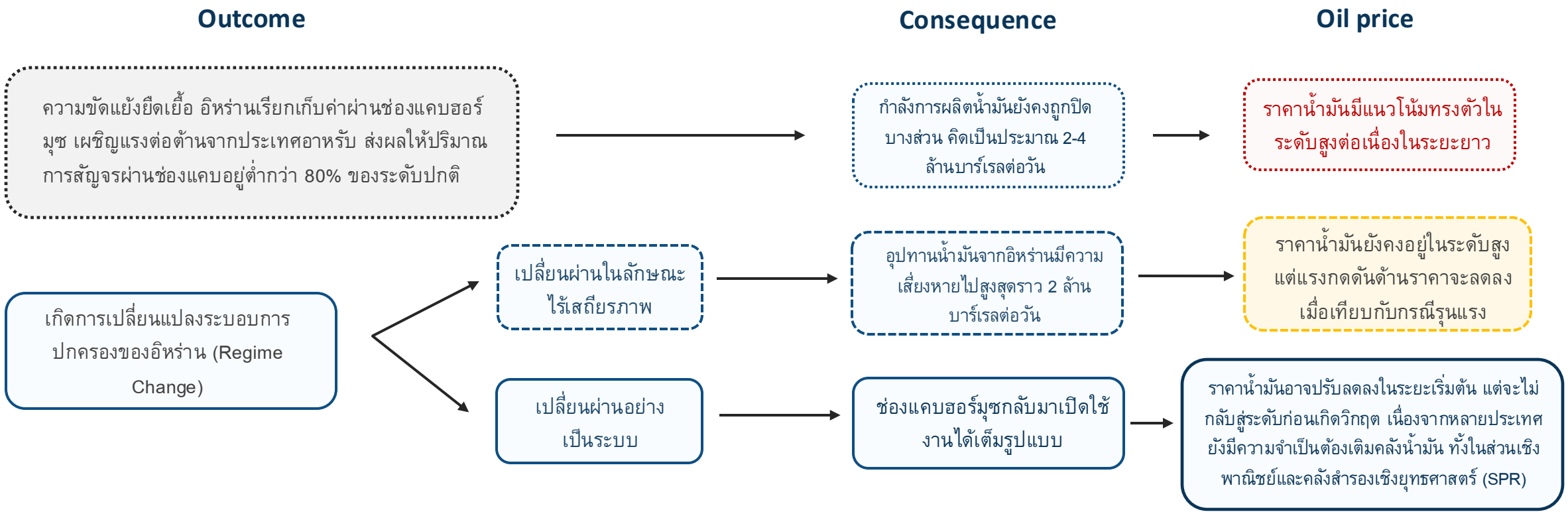
ESU คาดการณ์ราคาน้ำมันเคลื่อนไหวในกรอบ 90-100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในช่วงที่เหลือของปี 2026

ราคาน้ำมันมีแนวโน้มปรับขึ้นแตะระดับสูงสุดในช่วงไตรมาส 2 ของปี 2026 ก่อนจะทยอยเคลื่อนไหวในกรอบจำกัด โดยแม้การผลิตน้ำมันจะฟื้นตัวหลังคลี่คลายวิกฤต แต่ความต้องการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นในระยะยาวจากคลังน้ำมันสำรองของนานาประเทศที่ลดลงระหว่างวิกฤต จะช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านขาลงของราคา

Oil Price Forecast						
	WTI			Dubai		
	Q2	Q3	Q4	Q2	Q3	Q4
Best: Hormuz opened within April, gulf production fully recovered within 2 months	90	85	80	95	90	85
Base: Hormuz opened within April, gulf production fully recovered within 4 months	100	95	90	105	100	95
Worst: Hormuz closed until June	180	150	120	200	160	130

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ไม่ว่าสถานการณ์ความขัดแย้งจะจบลงในรูปแบบใด วิกฤตช่องแคบฮอร์มุซได้เปลี่ยนโครงสร้างราคาน้ำมันให้มีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่องในช่วงหลายปีข้างหน้า



เราประเมินการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างอีกประการมาจากประเทศจีน ซึ่งแตกต่างจากในอดีต โดยจีนไม่ได้เลือกใช้การระบายคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ (SPR) เพื่อกดราคาพลังงาน แม้ว่าราคาน้ำมันจะอยู่เหนือ 100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล พฤติกรรมดังกล่าวสะท้อนถึงการให้ความสำคัญกับความมั่นคงด้านพลังงานและความมั่นคงแห่งชาติในระยะยาว มากกว่าการประคับประคองเศรษฐกิจในระยะสั้น พร้อมทั้งตอกย้ำแนวโน้มที่จีนมุ่งเน้นการเสริมสร้างความยืดหยุ่นทางภูมิรัฐศาสตร์มากยิ่งขึ้น

Source: 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.