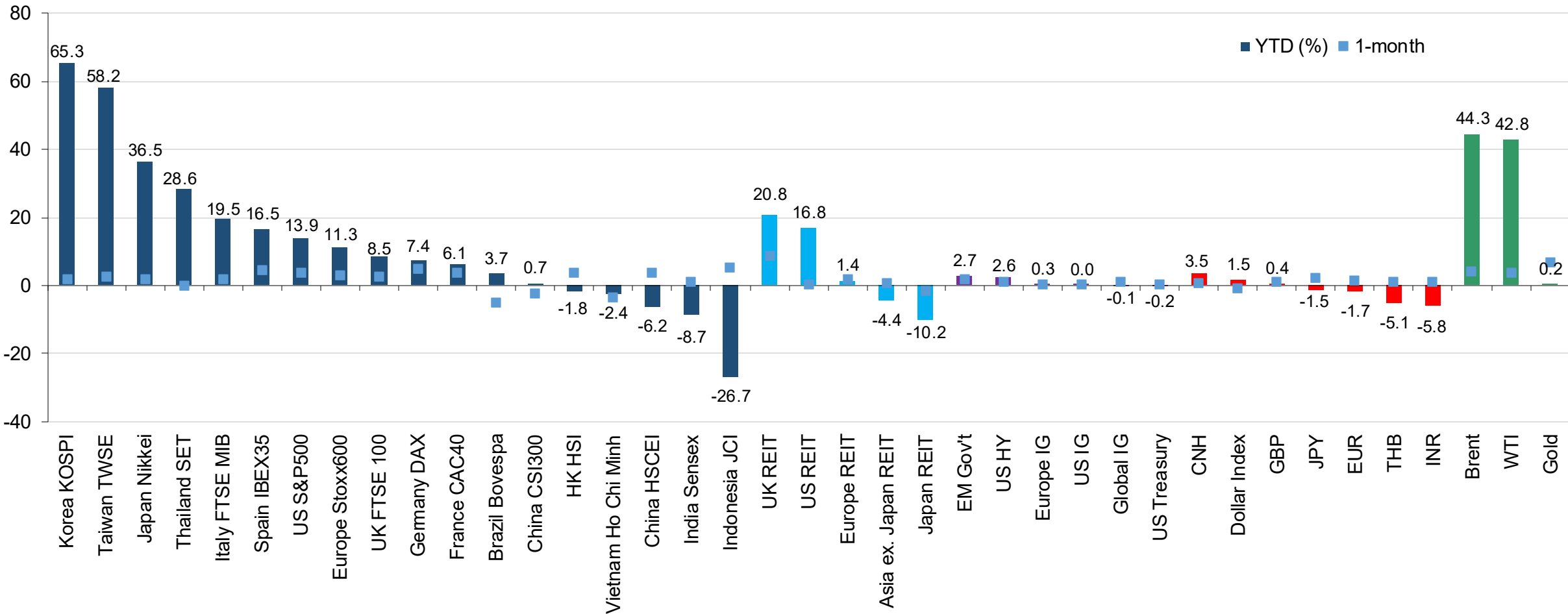


TIPS | September 2026

TISCO Investment Portfolio Strategy



Market Performance as of 14 August 2026



คงกลยุทธ์การลงทุนแบบคัดเลือกสินทรัพย์ (Selectively Invested) ท่ามกลางการเติบโตของเศรษฐกิจที่ผันผวน



Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
Fixed Income				
US Treasuries				ให้น้ำหนักกับพันธบัตรระยะสั้นเป็นหลัก เนื่องจากตลาดได้สะท้อนแนวโน้มการดำเนินนโยบายการเงินเชิงเข้มงวดของ Fed ไปมากแล้ว
Global Bonds				ยังคงเผชิญแรงกดดันจากความผันผวนของราคาพลังงาน ค่าเงิน และแนวโน้มฐานะการคลังของหลายประเทศ
Equity Markets: Regions				
US				เน้นการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพในการกระจายความเสี่ยง พร้อมด้วยปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง
EM ex.China				มีความอ่อนไหวต่อผลกระทบจากราคาพลังงานสูง และการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ
China				การเติบโตของสินเชื่อที่ซบเซา สะท้อนถึงการฟื้นตัวของการบริโภคที่ยังคงอ่อนแรง
Japan				มีความผันผวนสูงขึ้นจากความไม่แน่นอนของธีม AI และโอกาสในการเกิดการแทรกแซงค่าเงิน
Europe				เศรษฐกิจยุโรปยังคงเผชิญแรงกดดัน ท่ามกลางวิกฤตพลังงานที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น
Equity Markets: Sectors and Styles				
Energy				ความเสี่ยงต่อราคาพลังงานยังคงโน้มไปทางด้านสูง เนื่องจากตลาดยังไม่ได้สะท้อนความเป็นไปได้ของความขัดแย้งที่อาจยืดเยื้อเป็นเวลานานอย่างเต็มที่
Materials				ได้รับประโยชน์จากขาขึ้นของสินค้าโภคภัณฑ์ และความเสี่ยงด้านอุปทานจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์
Alternative Investments				
Gold				แม้จะเผชิญแรงกดดันระยะสั้นจากแนวโน้มดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง แต่ปัจจัยพื้นฐานระยะยาวยังคงแข็งแกร่ง
Oil				ระดับคลังน้ำมันทั่วโลกได้แตะจุดต่ำสุดแล้ว แต่จนถึงปัจจุบันยังไม่ปรากฏแนวทางที่จะสามารถคลี่คลายวิกฤตของแคชอร์มูชได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว

สหรัฐฯ ขึ้นภาษีกับ 60 ประเทศในอัตรา 10-12.5% ขณะที่ผู้แทนการค้ากำลังอยู่ระหว่างการสอบสวนเพื่อขึ้นภาษีเพิ่มเติมในระยะข้างหน้า



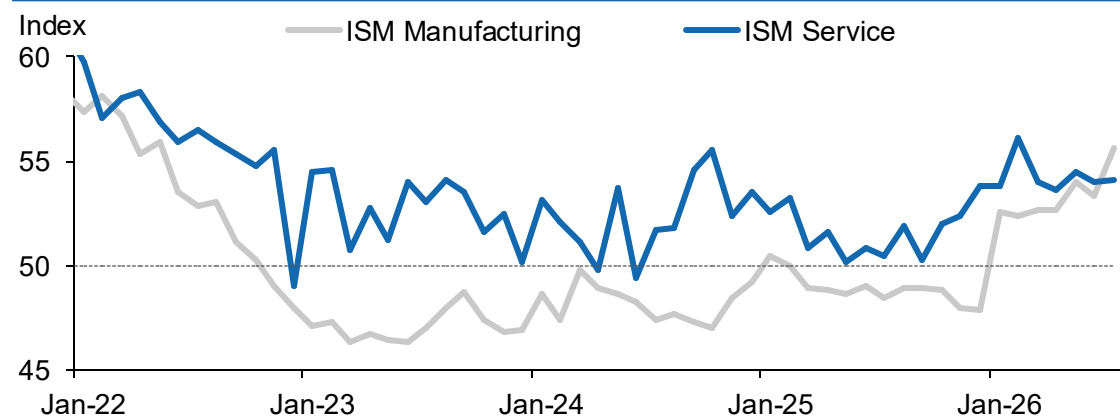
- ในเดือน ก.ค. 2026 ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ (USTR) ประกาศผลการสืบสวนภายใต้กฎหมายมาตรา 301 ในประเด็นการใช้แรงงานบังคับ โดยสรุปว่าทั้ง 60 ประเทศที่อยู่ภายใต้การสอบสวนไม่สามารถปฏิบัติตามมาตรฐานการใช้แรงงานของสหรัฐฯ เพราะฉะนั้น ผู้แทนการค้าจึงเสนอแนวทางการตอบโต้ผ่านการขึ้นภาษีศุลกากรกับทั้ง 60 ประเทศ ในอัตรา 10-12.5% โดยมาตรการดังกล่าวจะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 24 ก.ค. 2026 เพื่อทดแทนกับภาษีชั่วคราวตามมาตรา 122 ที่ได้หมดอายุลงในวันเดียวกัน ทั้งนี้ แม้ว่าสหรัฐฯ จะเก็บภาษีกับเพียง 60 ประเทศ แต่กลับคิดเป็นสัดส่วนมากถึง 95% ของมูลค่าการนำเข้าสินค้าทั้งหมดของสหรัฐฯ นอกจากนี้ 60 ประเทศที่เผชิญกับภาษีมาตรา 301 จะถูกแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ (1) กลุ่มที่เผชิญภาษีในอัตรา 10% รวมทั้งหมด 17 ประเทศ ซึ่งจะครอบคลุมประเทศที่มีกฎหมายห้ามนำเข้าสินค้าจากประเทศที่ใช้แรงงานบังคับอยู่แล้ว หรือได้บรรลุข้อตกลงการค้ากับสหรัฐฯ (Agreement on Reciprocal Trade) อาทิ อินโดนีเซีย มาเลเซีย กัมพูชา เม็กซิโก แคนาดาและอังกฤษ เป็นต้น (2) กลุ่มที่เผชิญกับภาษีสิทธิเมื่อคำนวณกับ MFN จะไม่เกิน 10-12.5% รวม 5 ประเทศ ได้แก่ สหภาพยุโรป ไต้หวัน ญี่ปุ่น เกาหลีใต้และสวิตเซอร์แลนด์ (3) กลุ่มที่เผชิญภาษีในอัตรา 12.5% รวมทั้งหมด 38 ประเทศ อาทิ ไทย เวียดนาม และฟิลิปปินส์ เป็นต้น
- ด้านผลกระทบ แม้ว่า 38 จาก 60 ประเทศจะเผชิญภาษีศุลกากรที่สูงขึ้นภายใต้กฎหมายมาตรา 301 แต่อัตราภาษีเฉลี่ยที่สหรัฐฯ จัดเก็บกับทุกประเทศ (Effective Tariff Rate) จะไม่เปลี่ยนแปลงจากช่วงก่อนมากนัก (10.7% มาตรา 301 vs. 10.5% มาตรา 122) เนื่องจาก (1) จำนวนสินค้าที่ได้รับการละเว้นจัดเก็บภาษีมีมากถึง 2,120 รายการ เพิ่มขึ้นจากประมาณ 1,600 รายการในช่วงก่อน กล่าวคือมากกว่า 60% ของมูลค่าการนำเข้าสินค้าจะไม่ถูกจัดเก็บภาษี (2) แม้ว่าจะมีกว่า 38 ประเทศที่เผชิญอัตราภาษีที่สูงขึ้น แต่กลับคิดเป็นสัดส่วนการนำเข้าเพียง 28% ของการนำเข้าทั้งหมด และ (3) ผู้แทนการค้าได้เพิ่มรายการสินค้าที่จะได้รับการละเว้นจัดเก็บภาษีเพิ่มเติมสำหรับบางประเทศ อาทิ อังกฤษ (ได้ละเว้นจัดเก็บภาษีเพิ่มเติมอีก 49 รายการ) สหภาพยุโรป (43 รายการ) ไต้หวัน (118 รายการ) และมาเลเซีย (104 รายการ) เป็นต้น
- โดยสรุป เรามองว่าการขึ้นภาษียุโรปล่าสุดเป็นเพียงการสานต่อมาตรการทางการค้าหลังการขึ้นภาษีในช่วงก่อนภายใต้มาตรา 122 เผชิญกับข้อจำกัดด้านเวลา อย่างไรก็ตาม ควรจับตาการสอบสวนของผู้แทนการค้าภายใต้กฎหมายมาตรา 301 ในประเด็นการใช้กำลังการผลิตส่วนเกิน โดยสหรัฐฯ ได้มุ่งเป้าไปยัง 16 ประเทศ ประกอบด้วยจีน สหภาพยุโรป เกาหลีใต้ ญี่ปุ่นและไทย เป็นต้น ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นในเดือน ก.ย.-ต.ค. 2026

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

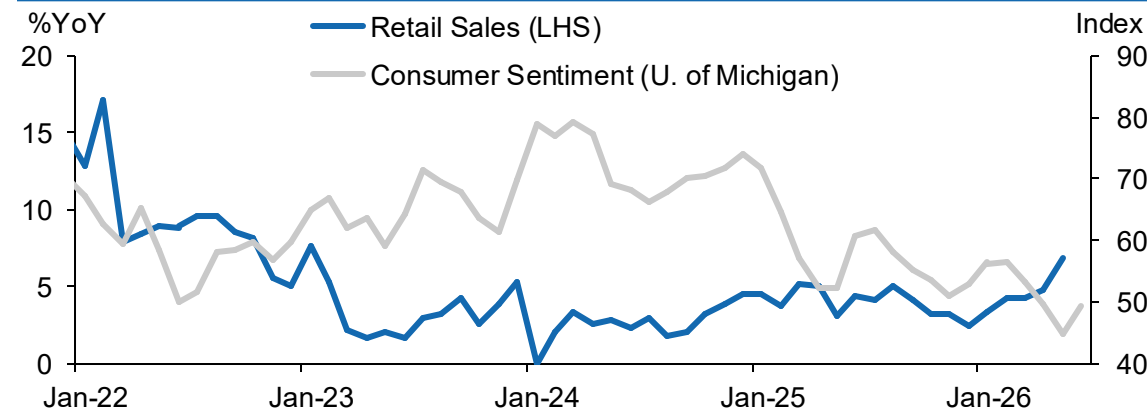
ยอดคำสั่งซื้อสินค้าทุนของสหรัฐฯ เร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนโมเมนตัมเชิงบวกของการลงทุนภาคเอกชน



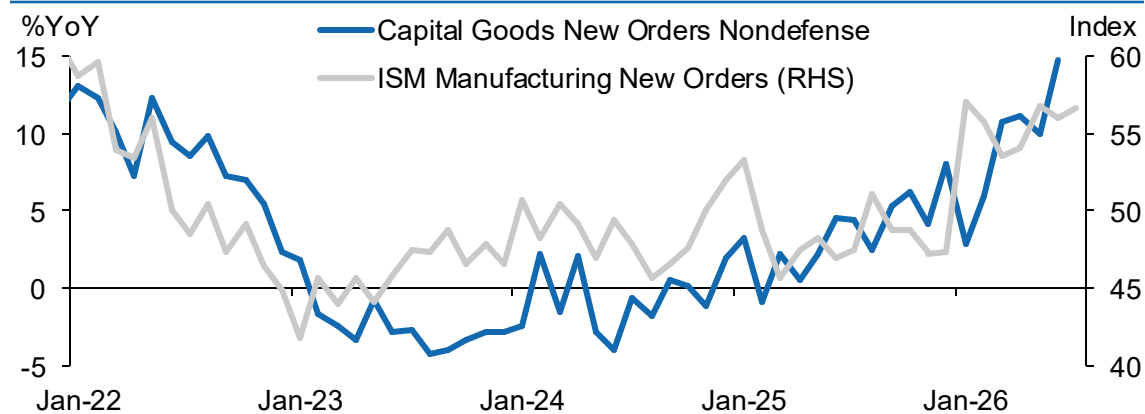
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



เครื่องชี้การค้าระหว่างประเทศ



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

Overview

US

EU

JP

CN

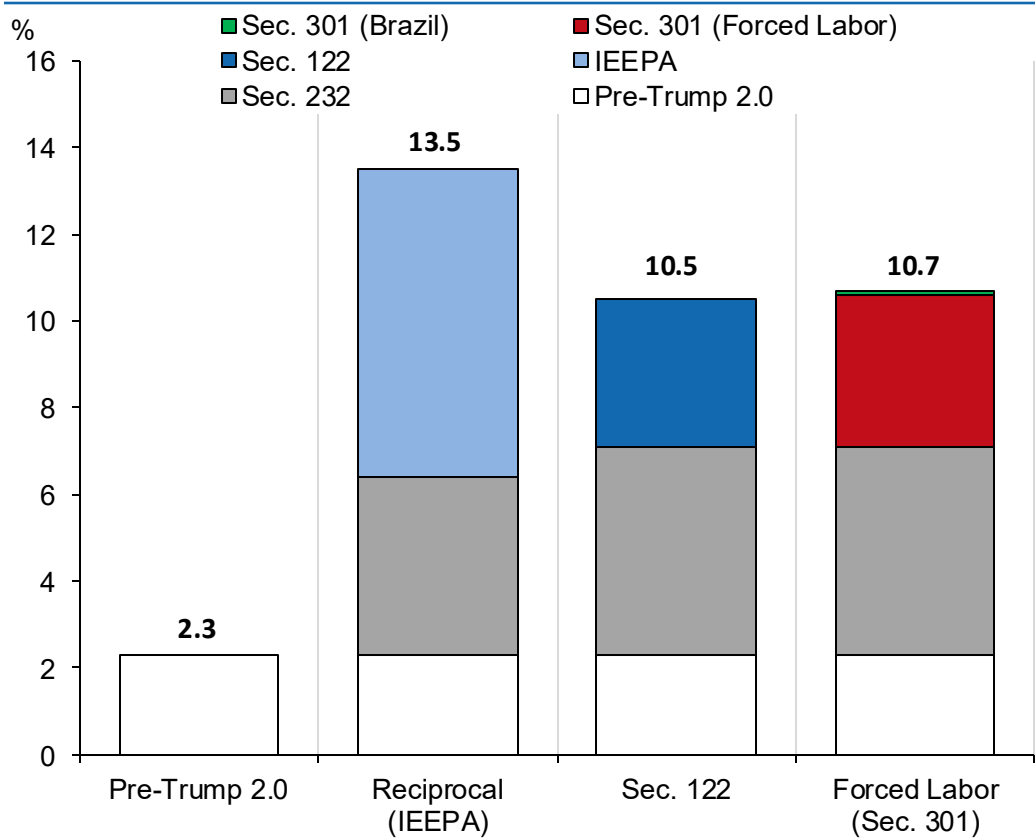
TH

Market Outlook

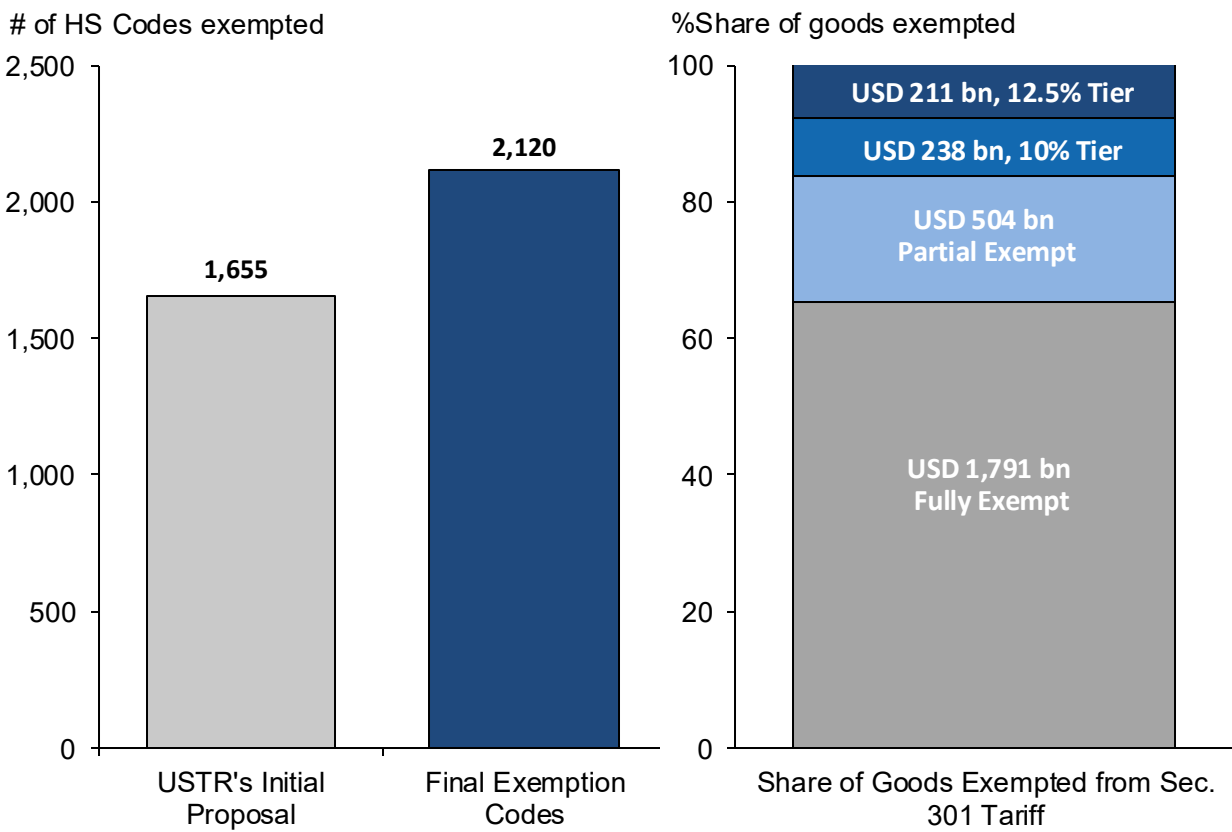
อัตราภาษีเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศทรงตัวใกล้เคียง แม้จะบังคับใช้ ภาษีมาตรา 301 หลังสินค้ามากกว่า 60% ได้รับการละเว้นจัดเก็บภาษี



อัตราภาษีศุลกากรเฉลี่ยที่สหรัฐฯ เรียกเก็บกับทุกประเทศ ภายใต้กฎหมาย
IEEPA และมาตรา 122 กับ 301



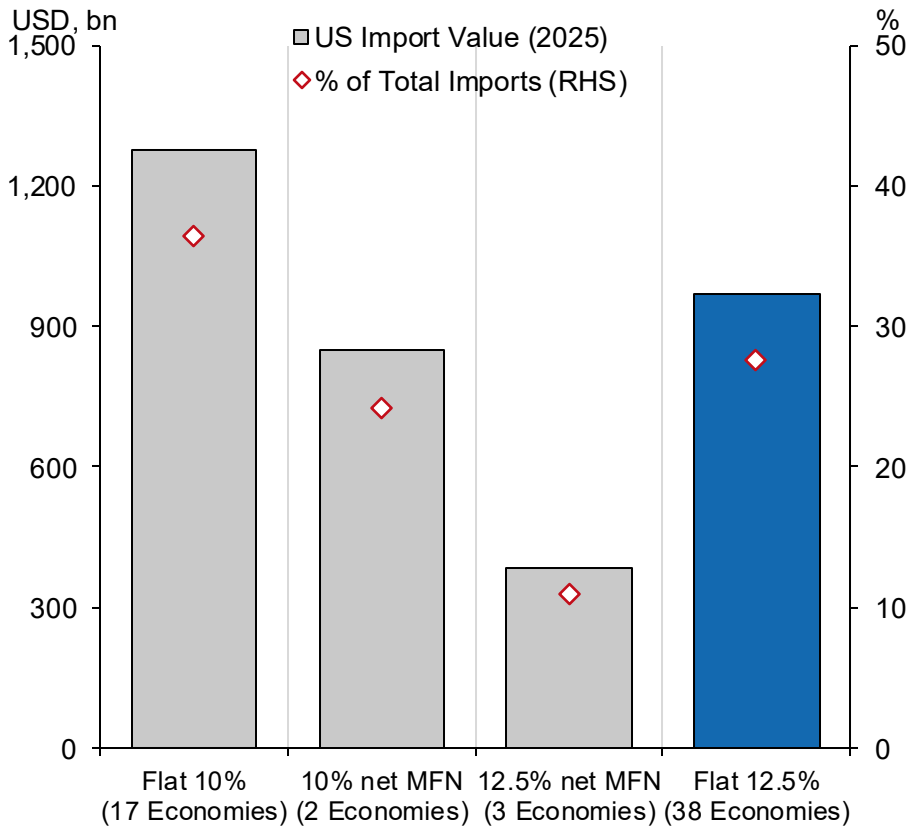
จำนวนและมูลค่าของสินค้าที่ได้รับการละเว้นจัดเก็บภาษีจากมาตรา 301



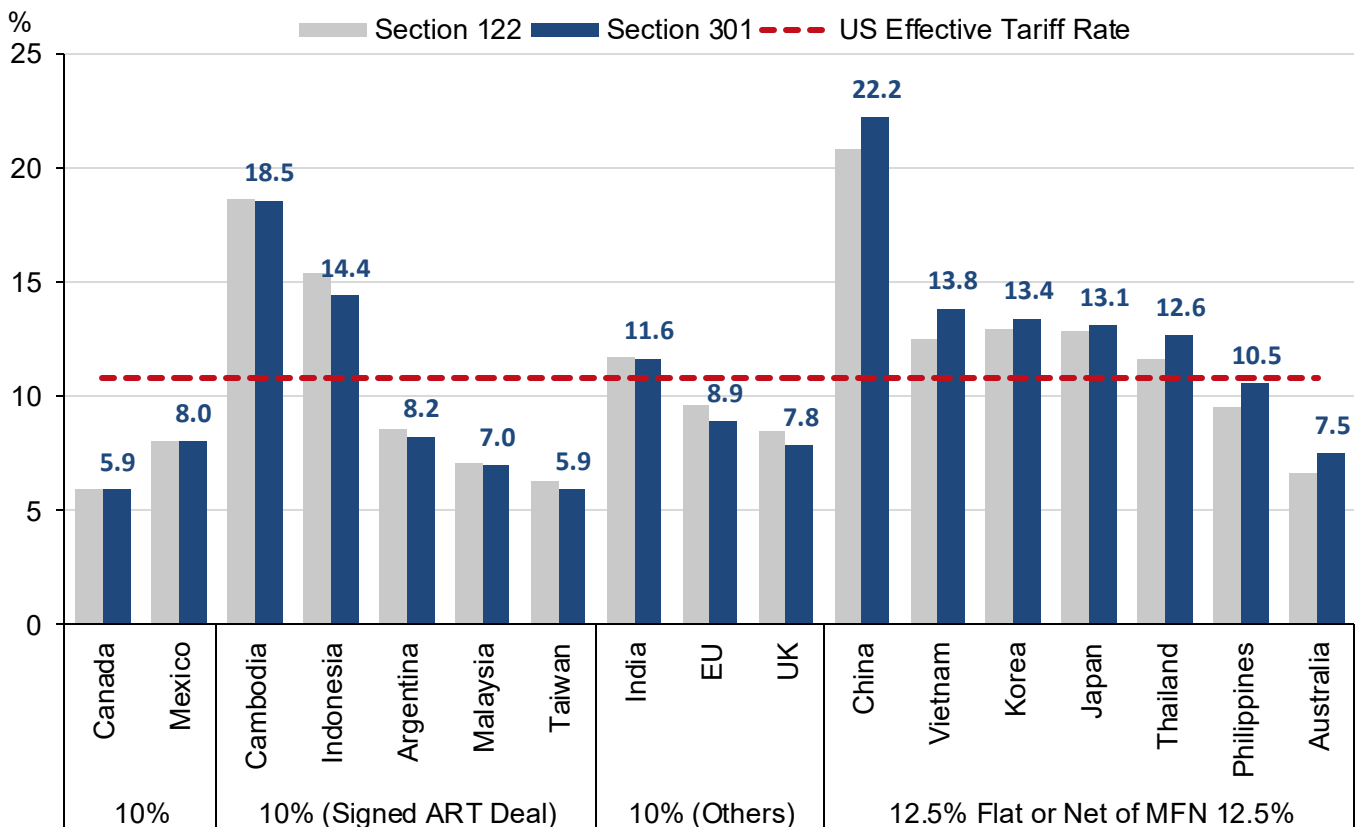
Source: Bloomberg, Global Trade Alert, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภายใต้มาตรา 301 อัตราภาษีนำเข้าที่แท้จริง (Effective Tariff Rate) ที่สหรัฐฯ จัดเก็บกับแต่ละประเทศจะไม่เปลี่ยนแปลงจากช่วงก่อนอย่างมีนัยสำคัญ

มูลค่าการนำเข้าสินค้าแบ่งตามอัตราภาษีในแต่ละกลุ่มเผชิญ



อัตราภาษีนำเข้าที่แท้จริงที่สหรัฐฯ จัดเก็บกับแต่ละประเทศ (มาตรา 122 vs. 301)



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

ความเสี่ยงของภาษียังใหม่ไปด้านสูง หลังผู้แทนการค้ามีการสืบสวน Sec. 301 ค้างท่อ
ในประเด็นกำลังการผลิตส่วนเกิน (Excess Capacity) กับอีก 16 ประเทศ รวมถึงไทย

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

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

ประเทศที่เผชิญภาษีในอัตรา 12.5% สามารถเข้าไปเจรจาข้อตกลงการค้ากับสหรัฐฯ ซึ่งจะช่วยจำกัดความเสี่ยงด้านสูงของภาษีที่อาจเผชิญในระยะข้างหน้า แต่ก็มีความเสี่ยงที่อาจถูกจีนตอบโต้ในอนาคต

รายละเอียดข้อตกลงการค้าระหว่างสหรัฐฯ และคู่ค้า (Agreement on Reciprocal Trade) ในประเด็นด้านต่าง ๆ

Core mechanisms in the Agreement on Reciprocal Trade (ARTs)		■ Prohibit/Terminate ■ Restrict/Combat ■ Maintain/Adopt/Establish/Address/Regulate ■ Review/Cooperate/Provide information								
Mechanism	Legal terms used	Argentina	Bangladesh	Cambodia	Ecuador	El Salvador	Guatemala	Indonesia	Malaysia	Taiwan
1. Forced-labor import exclusions	Presumptively prohibit importation									
2. Coordinated restrictions on third-country trade	Equivalent restrictive effect Third-country non-market practices									
3. Third-country-controlled firms	Unfair trade practices by firms owned or controlled by third countries									
4. Export control alignment	Restrict transactions with entities on US sanctions lists align with US Foreign Direct Product Rule (FDPR)									
5. Investment security	Reviewing inbound and outbound investment based on national security risks									
6. Rules of origin	Combat transshipment Prevent benefits from accruing substantially to third countries									
7. Penalty clauses	Terminate this agreement Reimpose reciprocal tariff rate									

Source: Peterson Institute for International Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

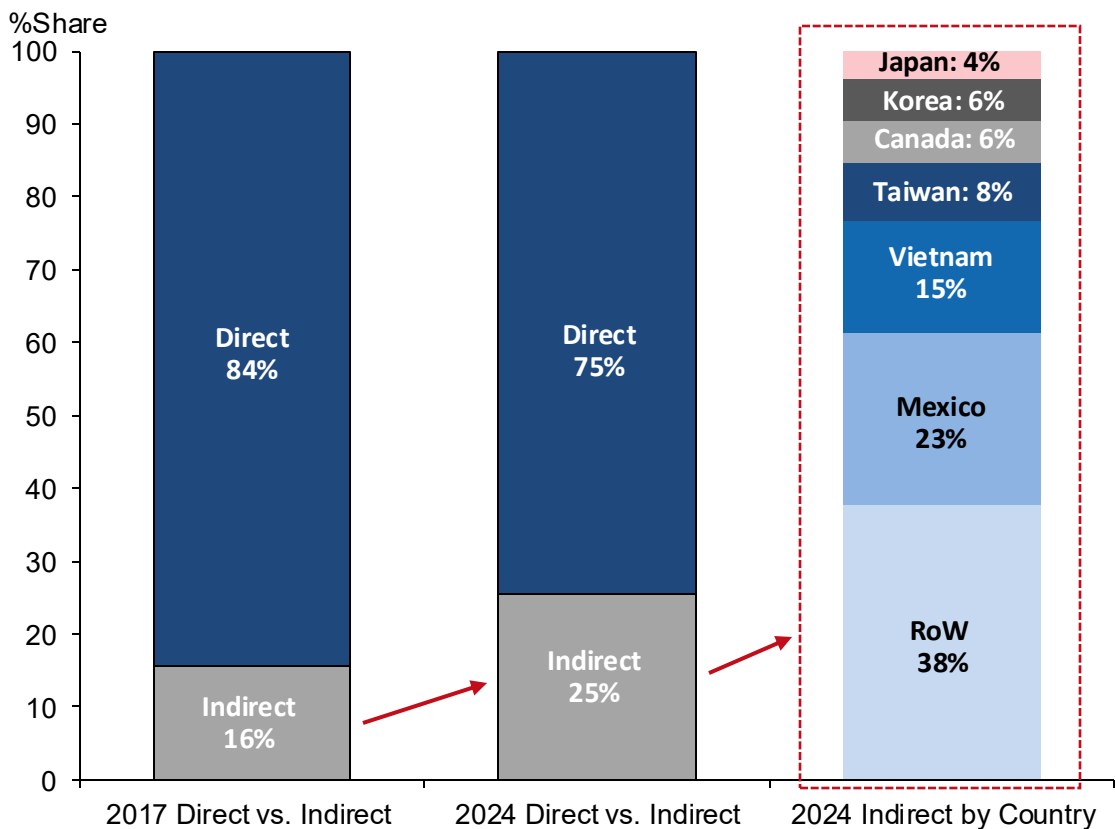
ถึงแม้สหรัฐฯ จะสามารถลดการนำเข้าสินค้าจากจีนลงได้ แต่สัดส่วนมูลค่าเพิ่ม (Value Added) จากจีนในห่วงโซ่อุปทานกลับยังทรงตัวในระดับสูง



สัดส่วนการนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ จากจีน เทียบกับมูลค่าเพิ่มจากจีนที่แฝงอยู่ในการนำเข้าของสหรัฐฯ



มูลค่าเพิ่มของการส่งออกสินค้าจากจีนไปยังสหรัฐฯ ผ่านการส่งออกทางตรงและทางอ้อม

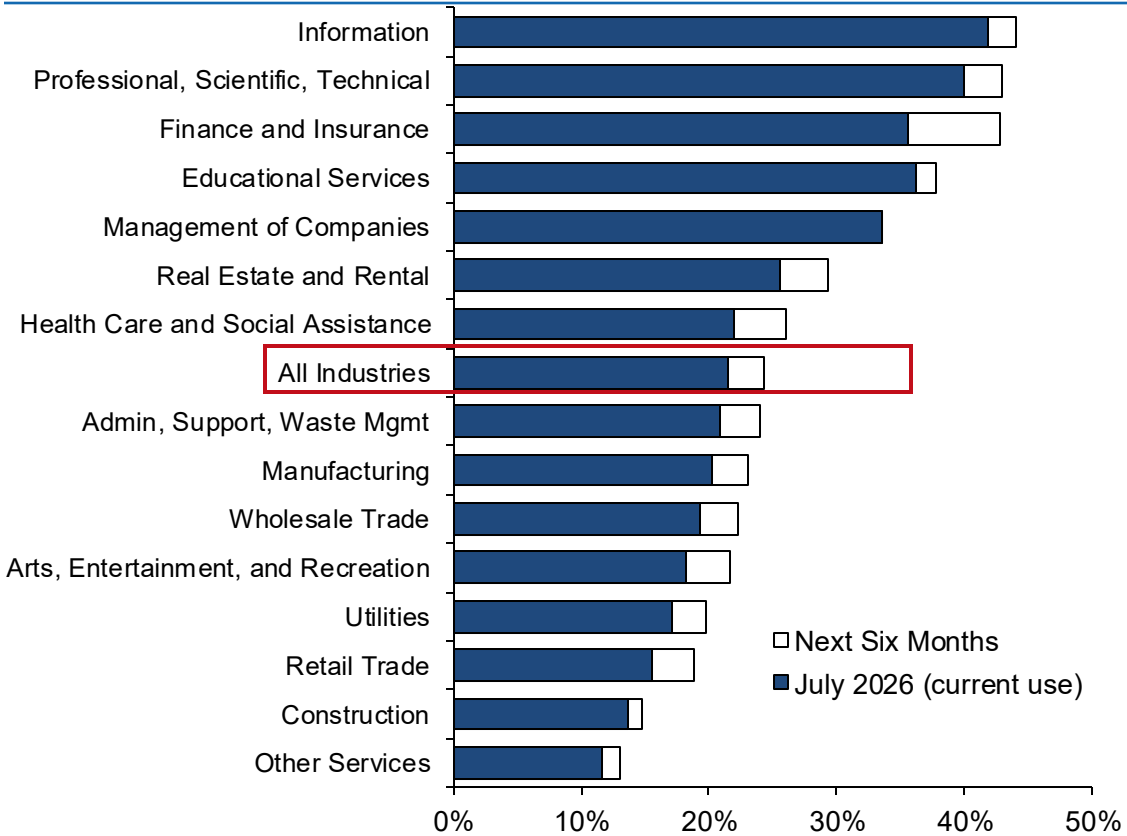


Source: ADB MRIO tables, Peterson Institute for International Economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

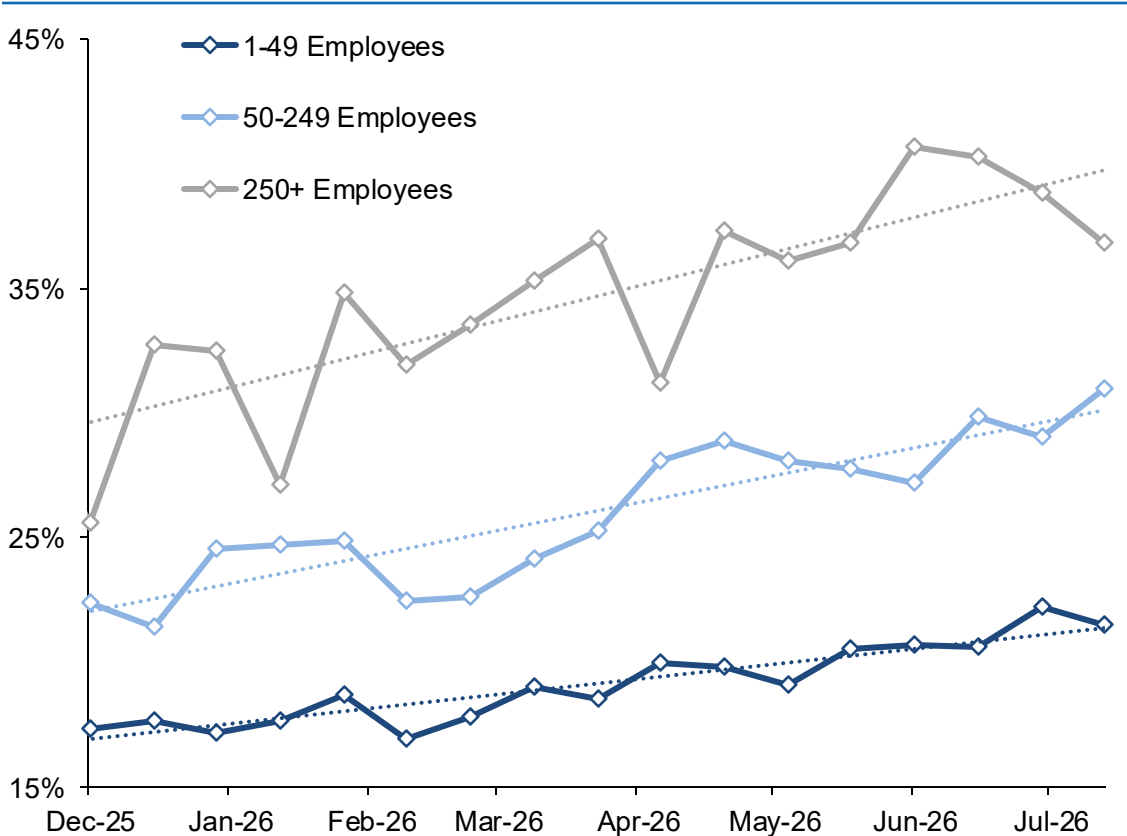
ธุรกิจในสหรัฐฯ กว่า 21% ได้นำ AI เข้ามาปรับใช้ในองค์กร นำโดยอุตสาหกรรม
อาทิ สารสนเทศ การเงิน ประกัน การศึกษา



สัดส่วนของบริษัทในสหรัฐฯ ที่นำ AI เข้ามาใช้ในองค์กร แบ่งตามอุตสาหกรรม



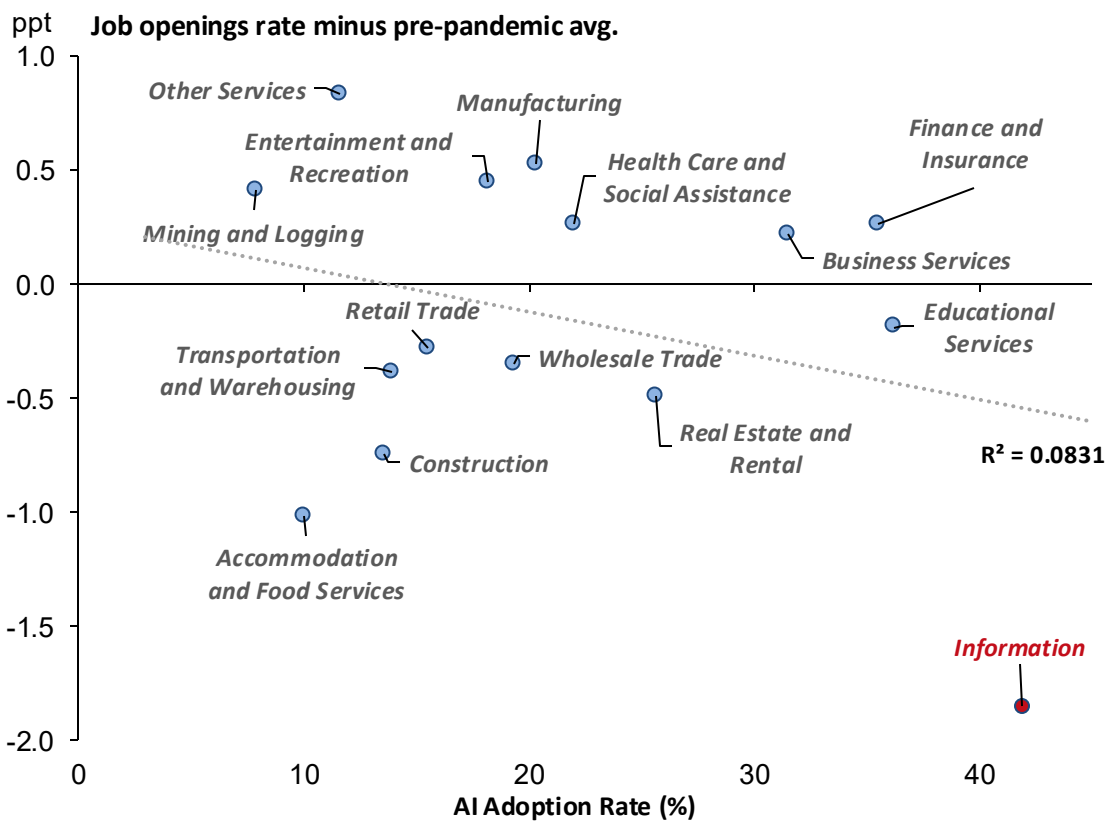
การใช้ AI แบ่งตามขนาดของบริษัท โดยใช้เกณฑ์เป็นจำนวนพนักงาน



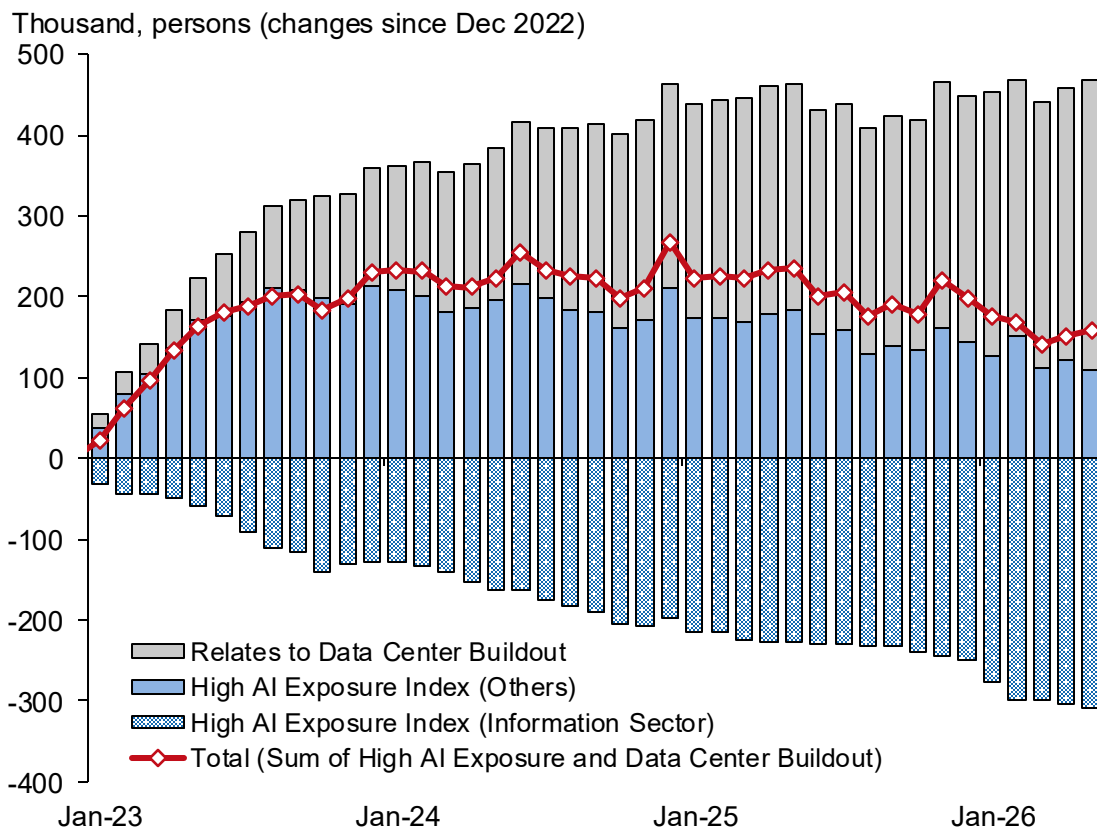
Source: Census Bureau, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความสัมพันธ์ระหว่างการนำ AI มาใช้ในองค์กร (Adoption Rate) และตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่ (ความต้องการแรงงาน) ยังคงค่อนข้างจำกัดในหลายอุตสาหกรรม

อัตราการใช้ AI ในแต่ละอุตสาหกรรม เทียบกับการเปลี่ยนแปลงของตำแหน่งงานว่างเปิดใหม่



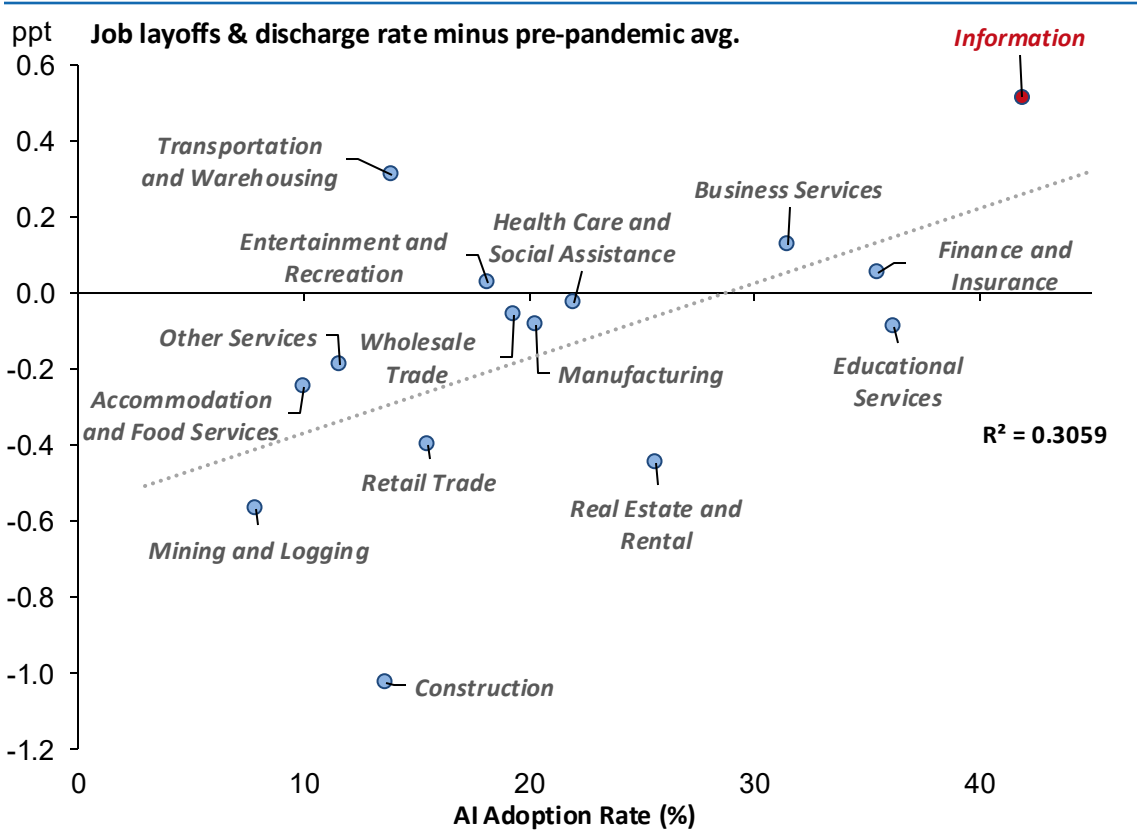
การจ้างงานนอกภาคเกษตรในอุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงสูงที่อาจถูก AI แย่งงาน และการก่อสร้าง Data Center



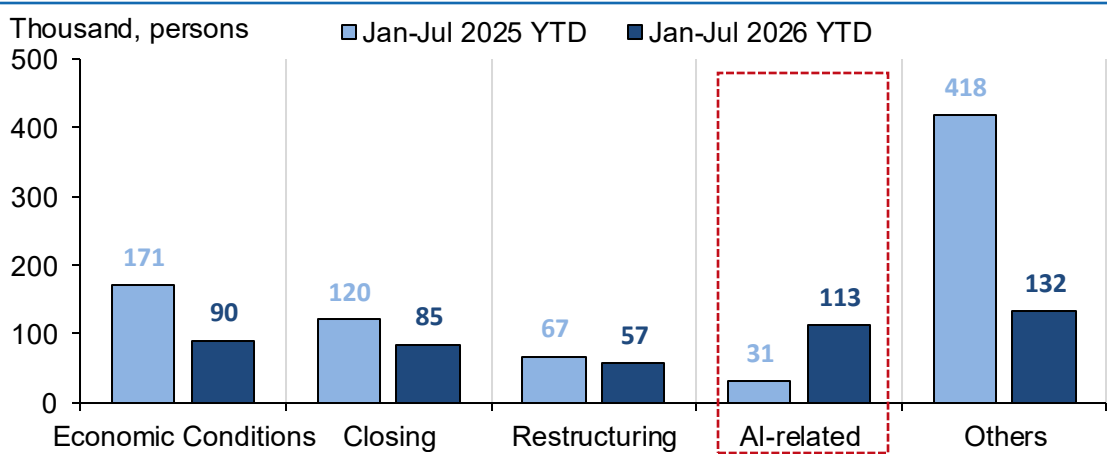
Source: Census Bureau, Bloomberg, Yale Budget Lab, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากอ้างอิงแบบสำรวจ (Challenger Job Cuts) ในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2026 จำนวนคนที่ตกงานเพราะ AI ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 260% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และเป็นสาเหตุการตกงานอันดับหนึ่งในปีนี้

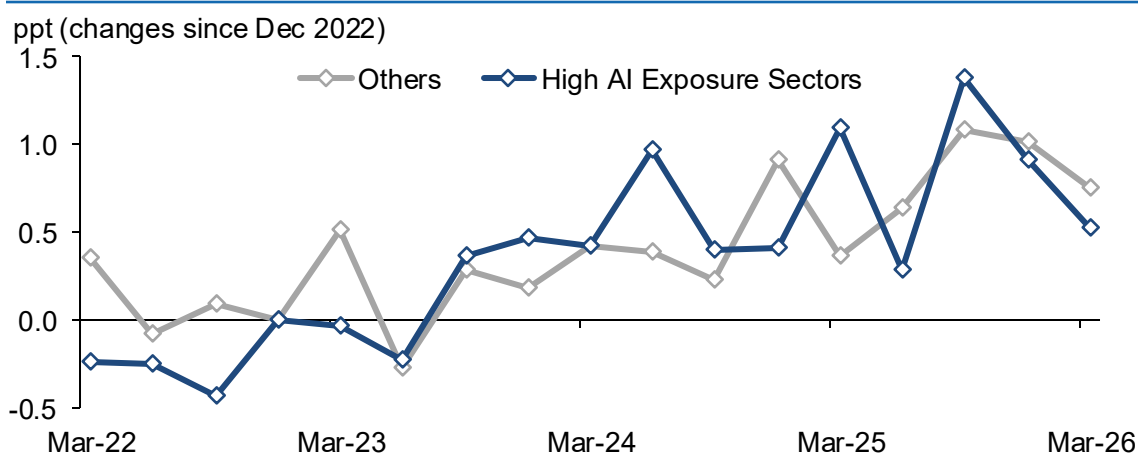
อัตราการใช้ AI ในแต่ละอุตสาหกรรม เทียบกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเลิกจ้างแรงงาน



แบบสำรวจ (Challenger Job Cuts): สาเหตุของการเลิกจ้างแรงงาน



การเปลี่ยนแปลงของอัตราการว่างงานในแต่ละอุตสาหกรรม

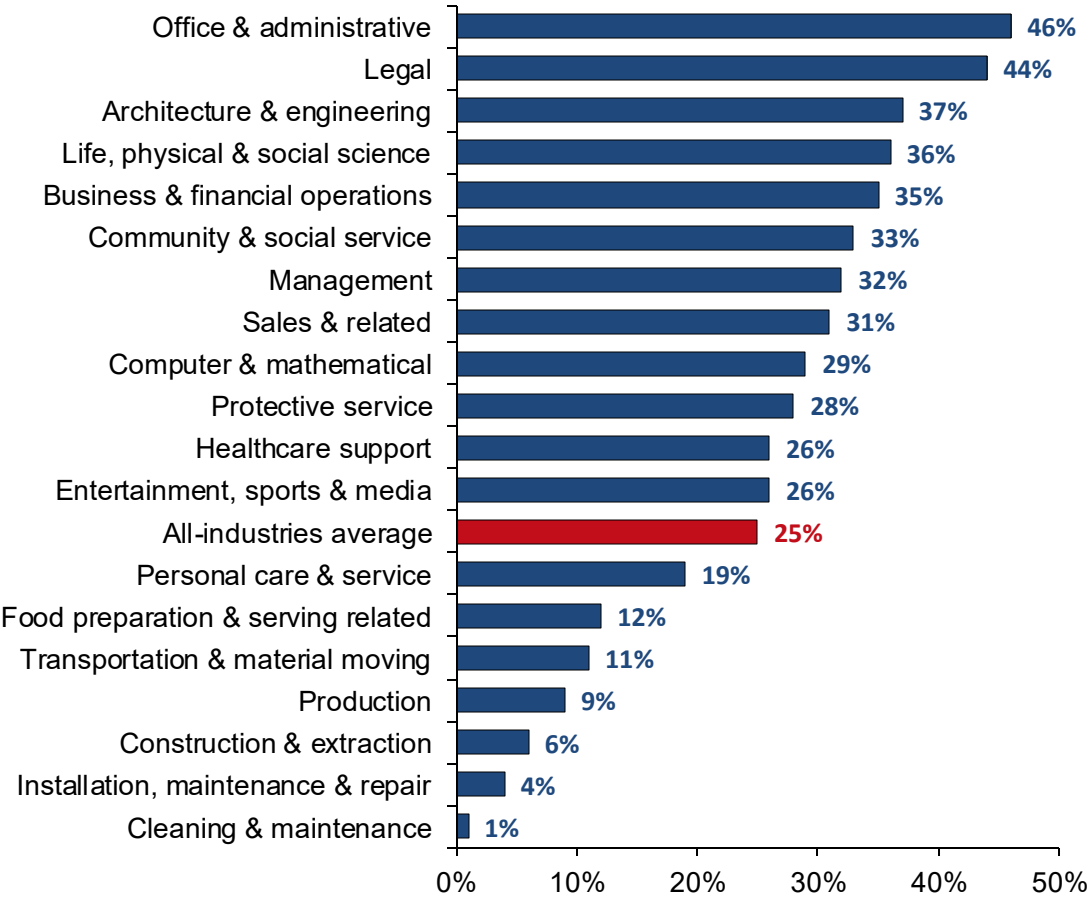


Source: Census Bureau, Bloomberg, Fred, (Challenger, Gray & Christmas), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

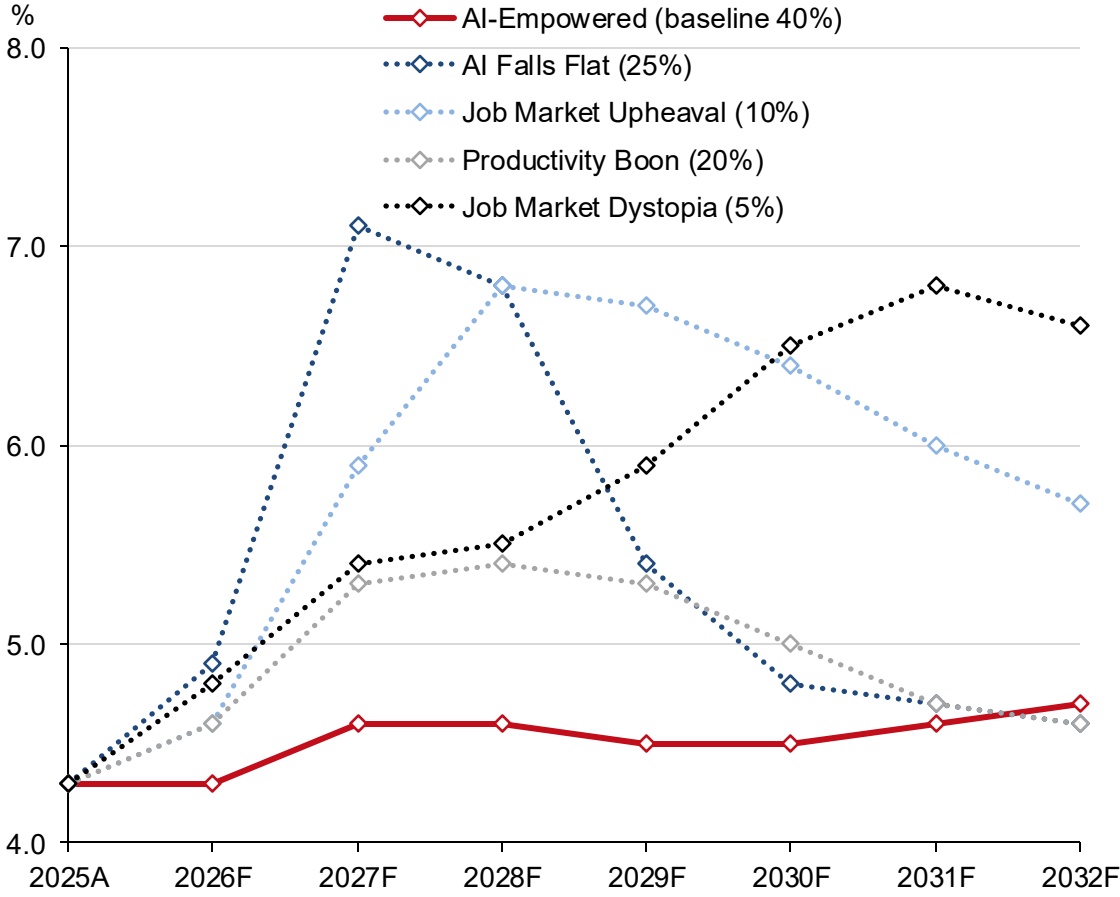
แรงงานกว่า 25% ในสหรัฐฯ เสี่ยงถูก AI ทดแทนในอนาคต โดยเฉพาะงาน ประเภทธุรการ กฎหมาย วิศวกร และการเงิน



ตำแหน่งงานที่เสี่ยงถูก AI ทดแทน แบ่งตามสาขาอาชีพ



คาดการณ์ผลของ AI ต่ออัตราการว่างงานในระยะยาวภายใต้ฉากทัศน์ต่าง ๆ
โดย Moody



Source: Moody, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เยอรมนีเดินหน้าปฏิรูปกฎหมาย ปรับแผนขาดดุลการคลัง เพิ่มงบ กลาโหมครั้งใหญ่



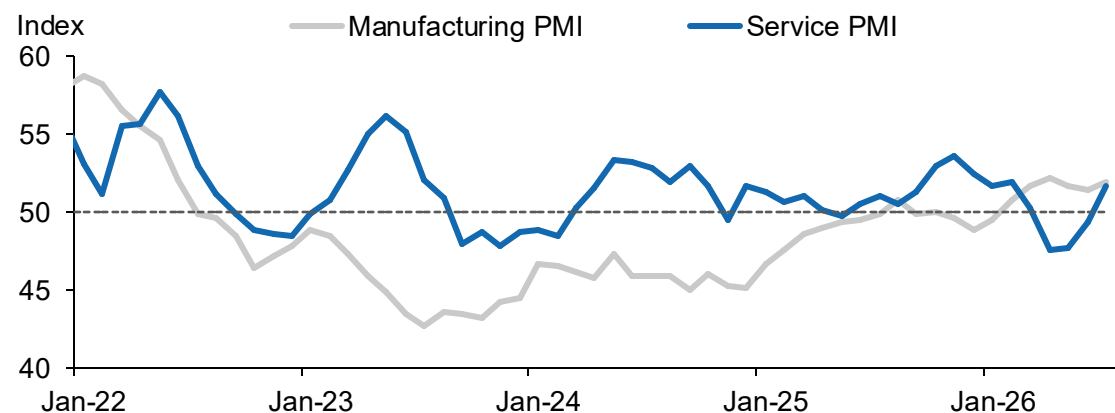
- นับตั้งแต่ นาย Friedrich Merz เข้ามาดำรงตำแหน่งเป็นนายกรัฐมนตรีของประเทศเยอรมนีในปี 2025 รัฐบาลเยอรมนีได้ดำเนินมาตรการเชิงรุกเรื่อยมา โดยเฉพาะในเรื่องการปฏิรูปกฎหมายเพื่อให้ภาครัฐสามารถใช้จ่ายได้คล่องตัวมากขึ้น โดยในอดีต รัฐบาลเยอรมนีเผชิญกับข้อจำกัดจากกฎหมายควบคุมวินัยการเงินการคลัง ที่ป้องกันไม่ให้รัฐบาลกลางขาดดุลงบประมาณเชิงโครงสร้างเกินกว่า 0.35% ของ GDP ทั้งนี้ รัฐสภาของเยอรมนีได้แก้ไขรัฐธรรมนูญ เพื่อผ่อนคลายกฎหมายควบคุมหนี้หรือที่มักเรียกว่า “Debt Brake Reform” ไปในปี 2025 โดยนาย Merz มองว่าภาครัฐควรใช้ช่องว่างทางการคลังที่สะสมมาหลายปี เพื่อ 1) กระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจผ่านการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และ 2) เสริมขีดความสามารถด้านการทหารผ่านงบกลาโหม
- โดยในเดือน ก.ค. 2026 คณะรัฐมนตรีของประเทศเยอรมนีมีมติเห็นชอบต่อแผนการคลังระยะปานกลางฉบับใหม่สำหรับปี 2027-2030 และได้มีการเสนอให้เพิ่มรายจ่ายขึ้น รวมถึงเพิ่มวงเงินการลดหย่อนภาษีสำหรับครัวเรือนรายได้ต่ำ-ปานกลาง ส่งผลให้รัฐบาลมีแนวโน้มขาดดุลการคลังราว 4.2-4.3% ของ GDP ในระยะข้างหน้า ซึ่งเพิ่มขึ้นจากที่ขาดดุลเพียง 1.2% และ 2.5% ของ GDP ในปี 2024-2025 ตามลำดับ โดยงบประมาณรายจ่ายที่เพิ่มขึ้นส่วนหนึ่งจะถูกจัดสรรไปยังการลงทุนและบูรณะซ่อมแซมระบบโครงสร้างพื้นฐาน รวมถึงการเปลี่ยนผ่านไปยังอุตสาหกรรมพลังงานสะอาด โดยงบประมาณรายจ่ายเพื่อการลงทุนของภาครัฐในปี 2026-2030F จะเฉลี่ยอยู่ที่ระดับราว 2.5% ของ GDP ต่อปี เพิ่มขึ้นจาก 1.9% ในปี 2025 อย่างไรก็ตาม แม้รัฐบาลจะมีแผนยกระดับการใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจ แต่ในปี 2026 การเบิกจ่ายงบลงทุนยังคงล่าช้าและต่ำกว่าเป้าหมายของรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ในเดือนที่ผ่านมา รัฐสภาเยอรมนีผ่านกฎหมาย “Infrastructure Future Act” โดยมีเป้าหมายเพื่อลดระยะเวลาการเตรียมและขอใบอนุญาตก่อสร้าง ซึ่งจะช่วยให้เม็ดเงินสามารถไหลไปสู่ระบบเศรษฐกิจได้เร็วขึ้น โดยปัญหาด้านระยะเวลาที่ใช้เตรียมประเมินโครงการและขอใบอนุญาตก่อสร้าง มีการประเมินว่ากินสัดส่วนกว่า 80% นับตั้งแต่เริ่มโครงการจนกระทั่งการก่อสร้างแล้วเสร็จ
- นอกจากนี้ รัฐบาลเยอรมนีมีแผนจะเพิ่มงบกลาโหมขึ้นสู่ระดับ 3.9% ของ GDP ในปี 2030 จาก 2.1% ในปี 2025 ซึ่งสะท้อนการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างที่เกิดขึ้นหลังสงครามรัสเซีย-ยูเครน อีกทั้งยังได้ปัจจัยแรงจูงใจจากฝั่งสหรัฐฯ ที่กดดันสมาชิก NATO ให้เพิ่มงบกลาโหมขึ้น อย่างไรก็ดี ไม่เพียงแต่เยอรมนีเท่านั้นที่มีแผนการปรับเพิ่มงบด้านกลาโหม แต่ประเทศสมาชิก NATO ในยุโรปส่วนใหญ่ก็เริ่มตระหนักถึงความสำคัญที่ต้องหันมาเสริมขีดความสามารถด้านการทหาร สะท้อนผ่านยอดการใช้จ่ายในงบกลาโหมของสมาชิก NATO ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นกว่า +7.9 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2026F และกว่า 70% ของการเพิ่มขึ้นนั้นจะมาจากประเทศในยุโรป ซึ่งต่างจากในอดีตที่การเพิ่มขึ้นของงบกลาโหมในแต่ละปี ประมาณครึ่งหนึ่งมักจะมาจากสหรัฐ

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

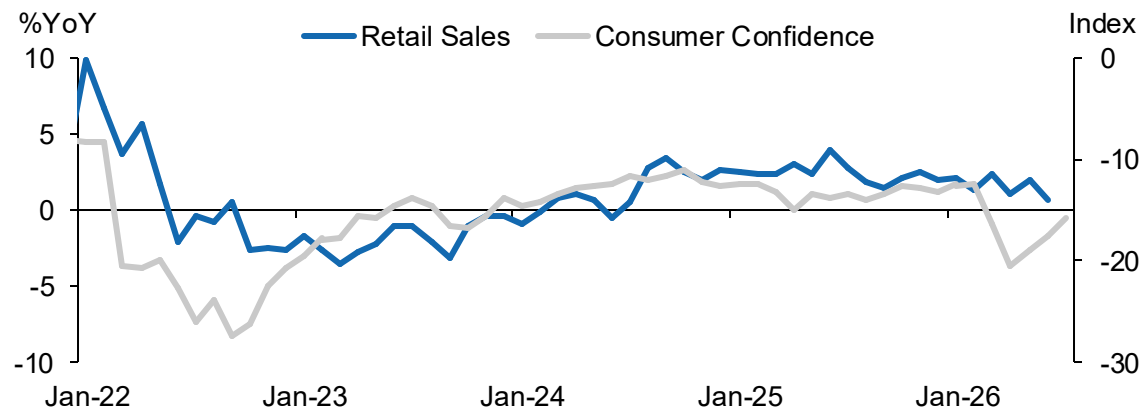
ในเดือน ก.ค. ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการของยูโรโซนพลิกเข้าสู่เกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) เป็นครั้งแรกในรอบ 4 เดือน



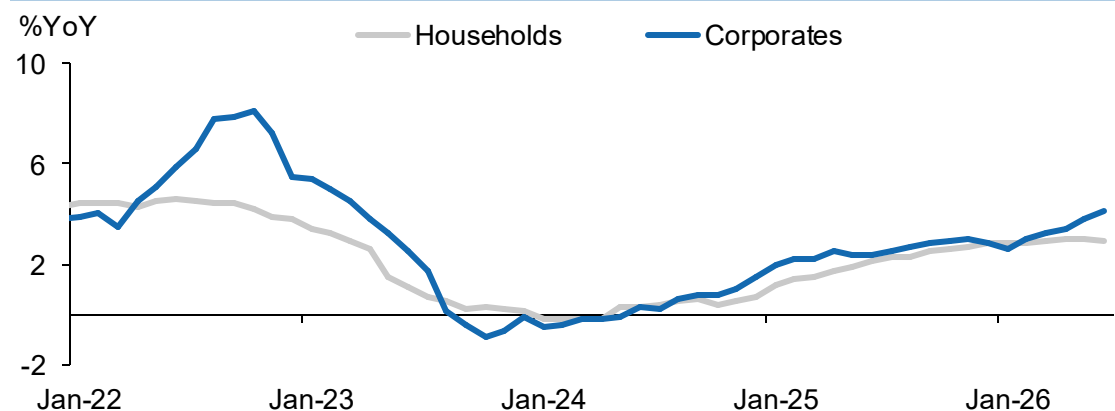
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



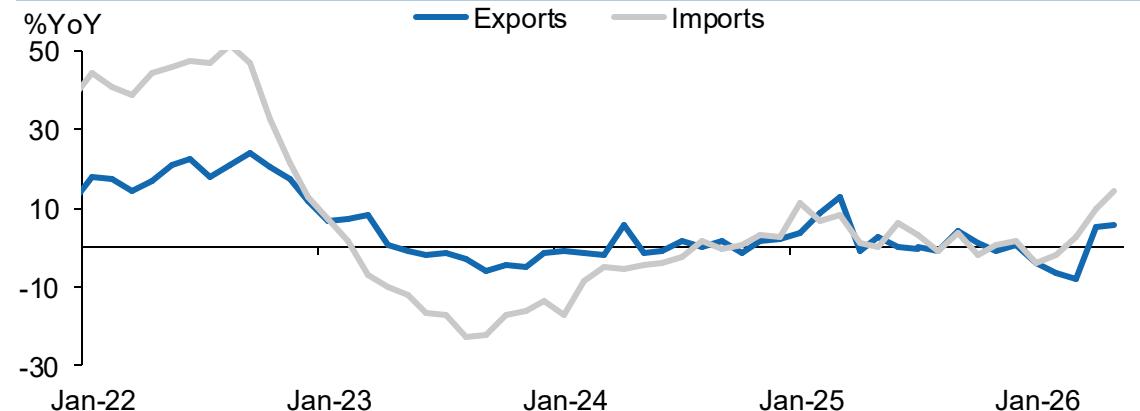
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



เครื่องชี้ด้านการค้า



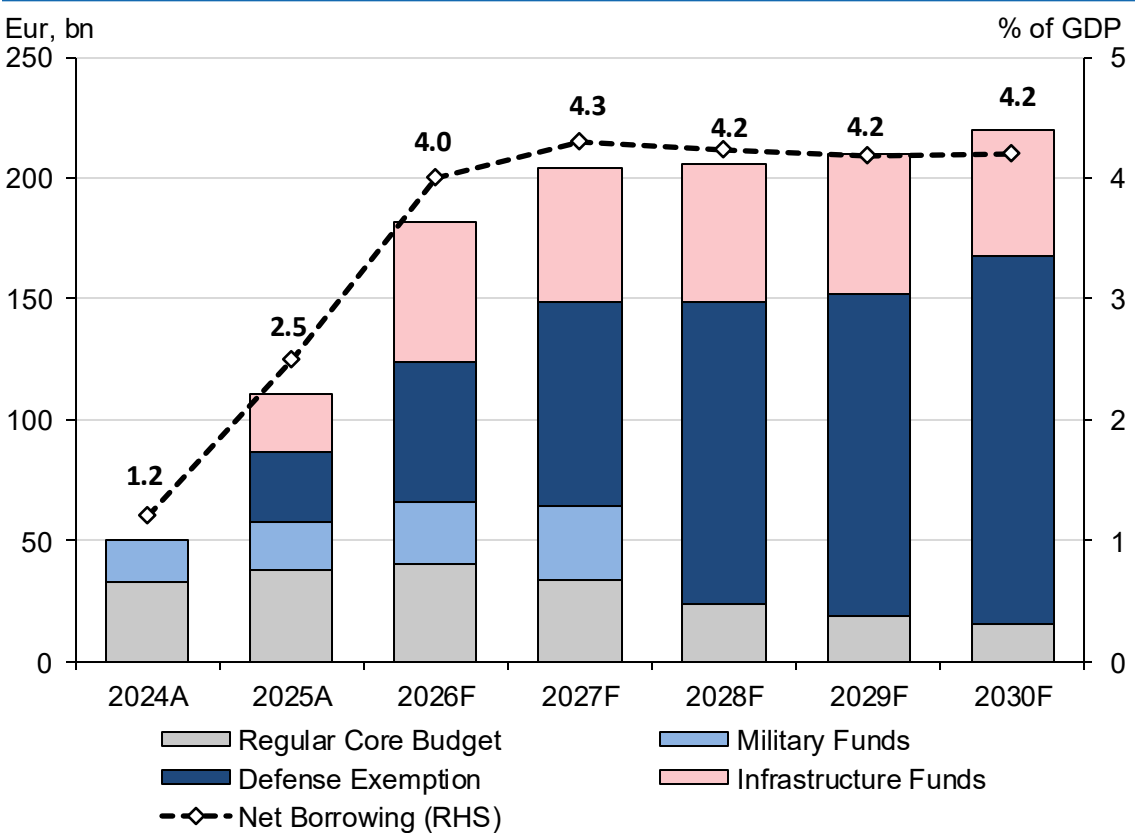
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กรม. เยอรมนีอนุมัติแผนการคลังระยะปานกลาง โดยรัฐบาลมีแนวโน้มขาดดุลงการคลังราว 4.2-4.3% ของ GDP ในระยะข้างหน้า ซึ่งเพิ่มขึ้นจากที่ขาดดุลเพียง 1.2% ในปี 2024

ร่างงบประมาณประจำปีสำหรับรายรับและรายจ่ายของรัฐบาลกลางเยอรมนี

Federal Government Budget Proposal	EUR, bn					
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Total Spending	537	608	640	645	656	688
Year-over-year Change (%)	-	13	5	1	2	5
% of GDP	12.0	13.2	13.4	13.1	13.0	13.2
Investment Spending	87	129	124	123	124	117
Year-over-year Change (%)	-	48	-4	-1	1	-6
% of GDP	1.9	2.8	2.6	2.5	2.4	2.2
Defense Spending	92	126	160	171	181	201
Year-over-year Change (%)	-	37	27	7	6	11
% of GDP	2.1	2.7	3.4	3.5	3.6	3.9
Total Revenue	428	426	430	435	446	468
Year-over-year Change (%)	-	0	1	1	3	5
% of GDP	9.6	9.3	9.0	8.9	8.8	9.0
Total Net Credit Borrowing	111	182	204	206	210	220
% of GDP	2.5	4.0	4.3	4.2	4.2	4.2

คาดการณ์การขาดดุลงการคลังของรัฐบาลกลางเยอรมนี

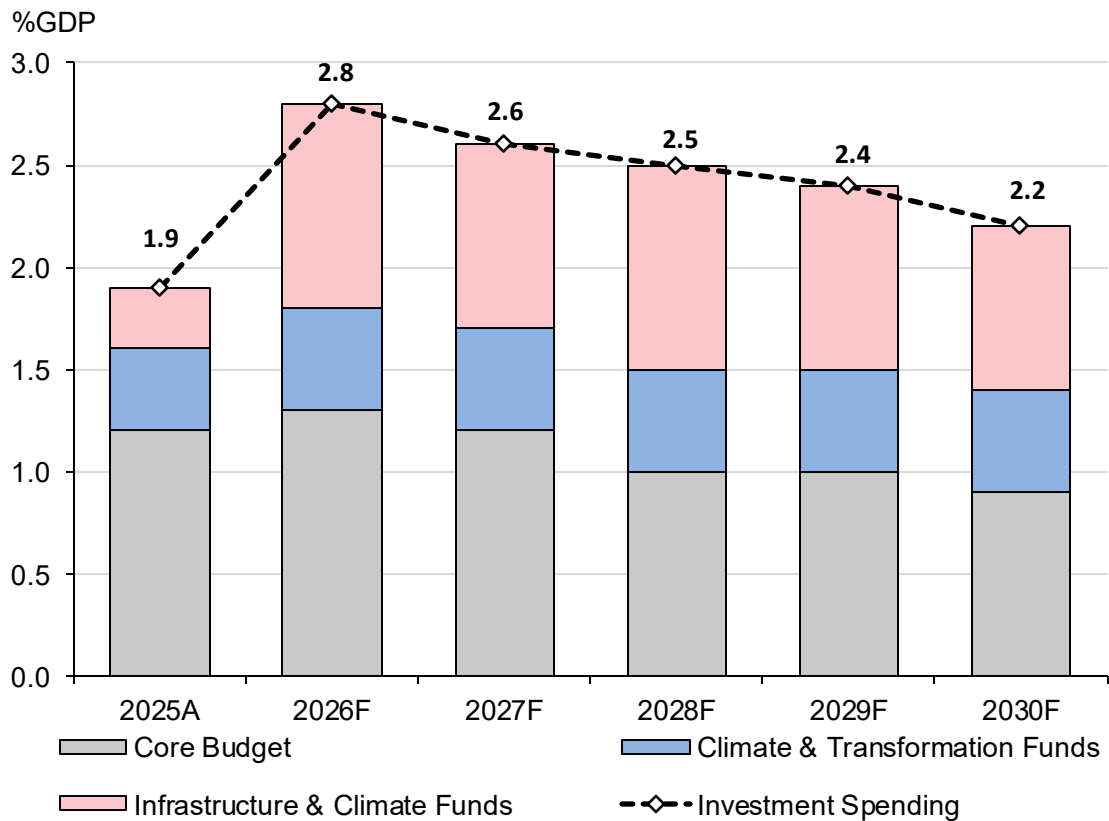


Source: Germany Federal Ministry of Finance, Federal Statistical Office, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

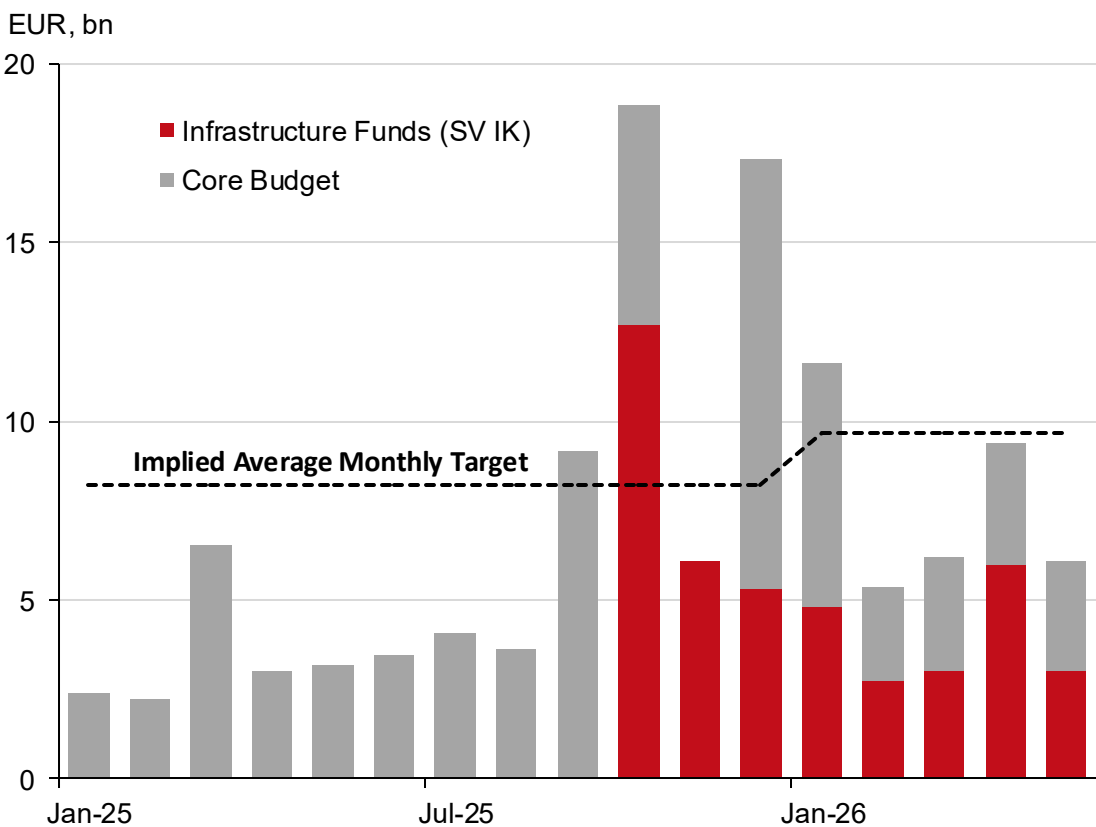
แม้รัฐบาลจะมีแผนยกระดับการใช้จ่ายเพื่อกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจผ่านการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน แต่ในปี 2026 การเบิกจ่ายงบลงทุนยังคงล่าช้าและต่ำกว่าเป้าหมายของรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง



งบประมาณรายจ่ายเพื่อการลงทุนของรัฐบาลเยอรมนีสำหรับปี 2025-2030



ยอดเบิกจ่ายงบลงทุน เทียบกับเป้าหมายของภาครัฐ

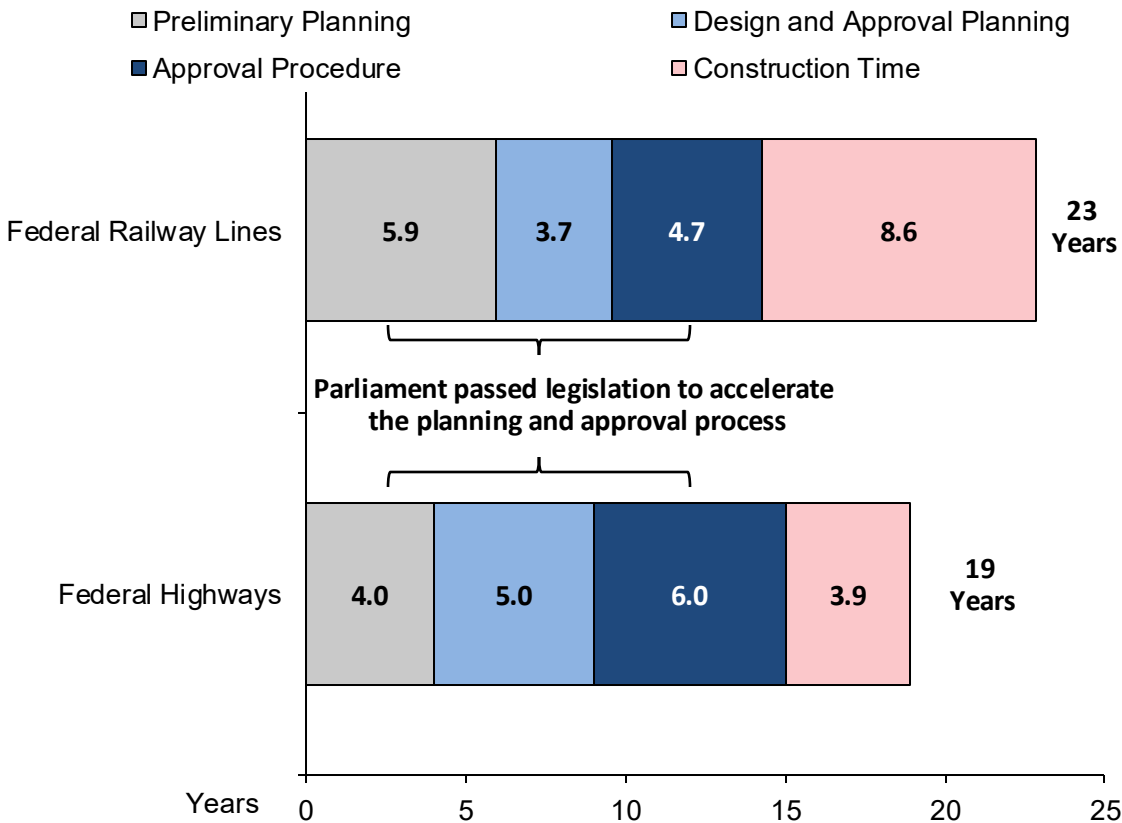


Source: Germany Federal Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

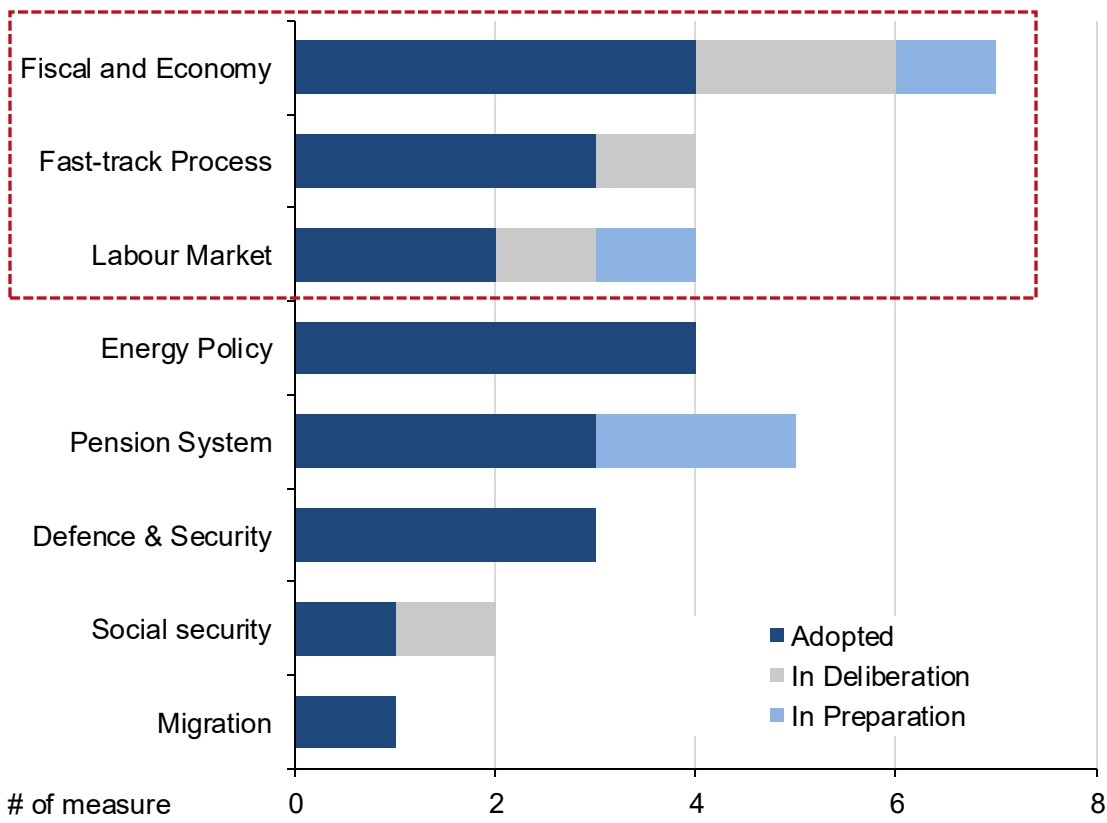
ในเดือนที่ผ่านมา รัฐสภาเยอรมนีผ่านกฎหมาย “Infrastructure Future Act” โดยมีเป้าหมายเพื่อลดระยะเวลาการเตรียมและขอใบอนุญาตก่อสร้าง ซึ่งจะช่วยให้งบการเงินสามารถไหลไปสู่ระบบเศรษฐกิจได้เร็วขึ้น



การศึกษาในประเด็นระยะเวลาการก่อสร้างถนนและรางรถไฟในเยอรมนี นับตั้งแต่เริ่มโครงการจนกระทั่งการก่อสร้างแล้วเสร็จ ว่าใช้เวลาเท่าไร



จำนวนกฎหมายหรือมาตรการที่รัฐบาลเยอรมนี ได้ผ่านหรืออยู่ระหว่างการเตรียม แบ่งตามมิติต่าง ๆ

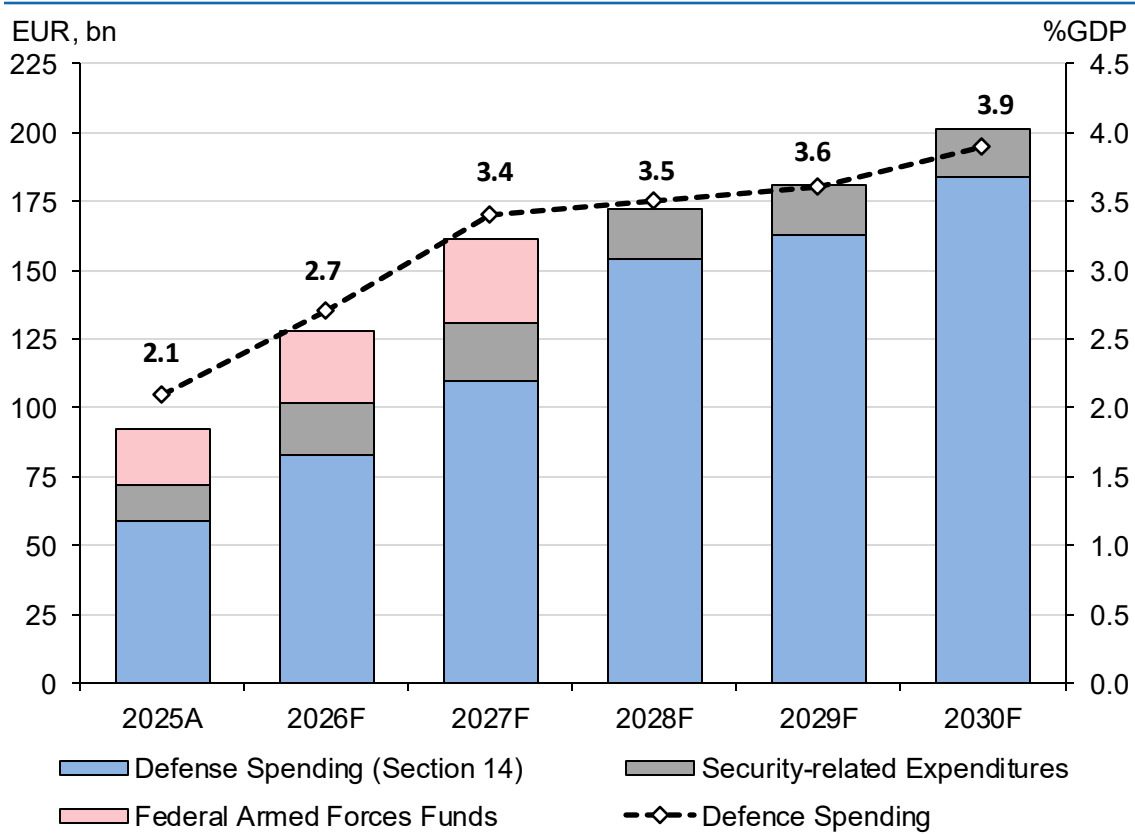


Source: Institut Der Deutschen Wirtschaft, Deutsche Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

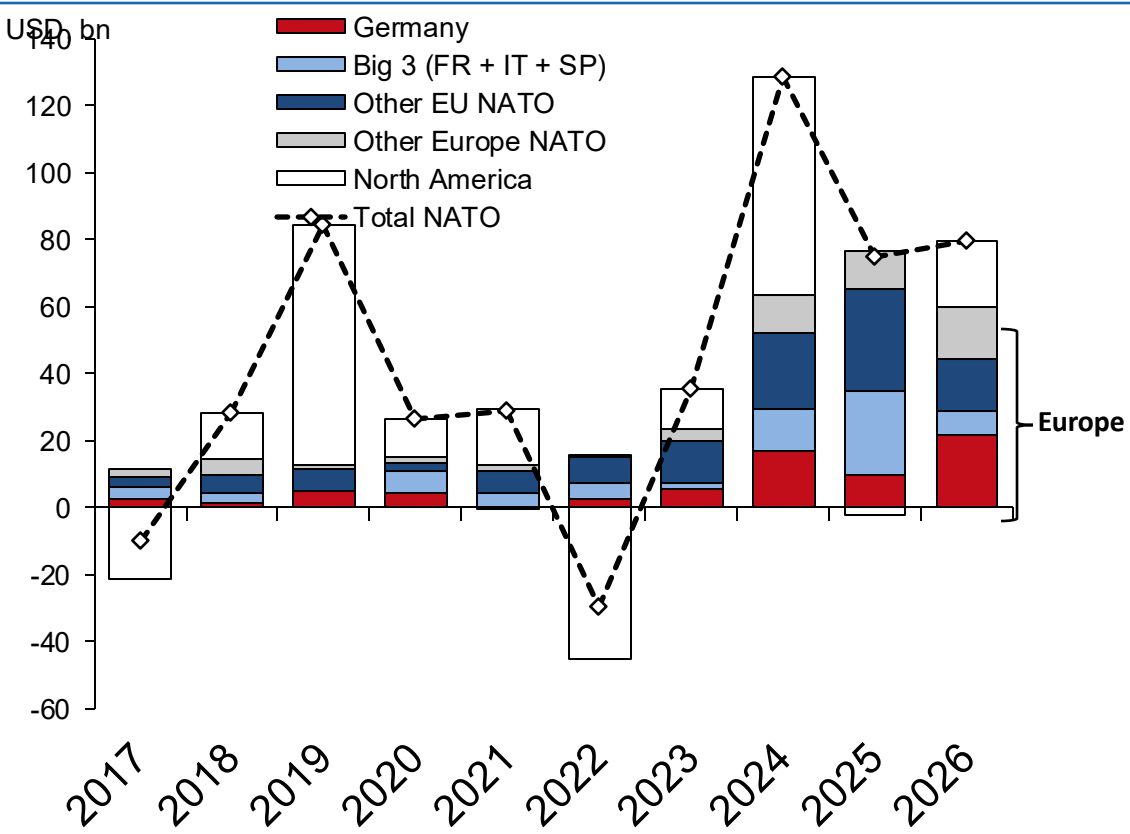
รัฐบาลเยอรมนีมีแผนจะเพิ่มงบกลาโหมขึ้นสู่ระดับ 3.9% ของ GDP ในปี 2030 จาก 2.1% ในปี 2025



งบประมาณรายจ่ายสำหรับกลาโหมของรัฐบาลเยอรมนีสำหรับปี 2025-2030



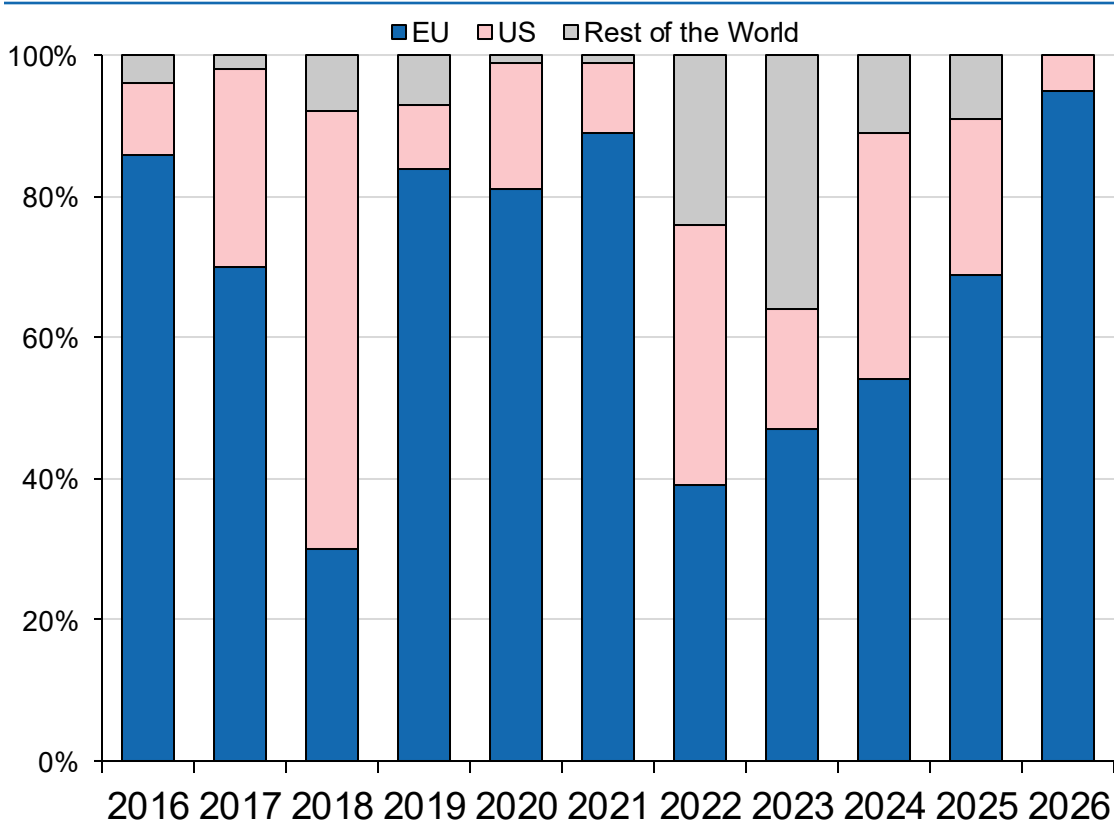
การเพิ่มขึ้น/ลดลงจากปีก่อนหน้า สำหรับงบกลาโหมของประเทศสมาชิก NATO (Real Term)



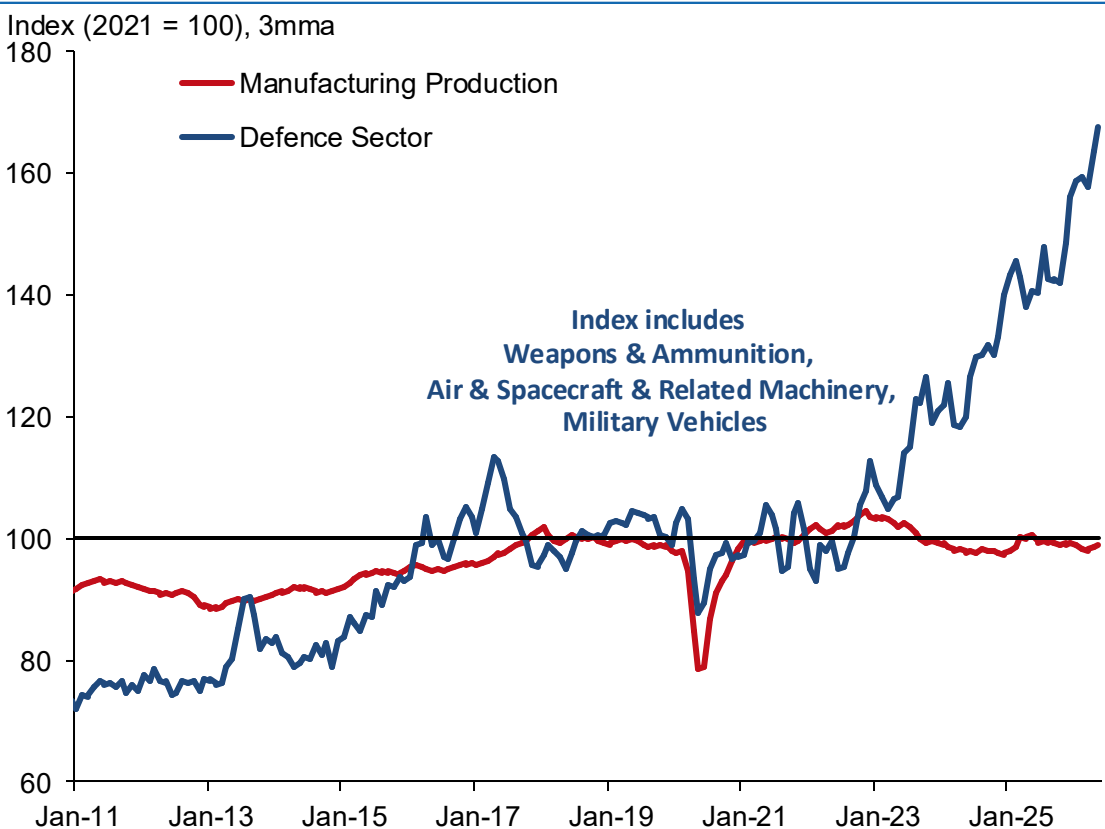
Source: Germany Federal Ministry of Finance, NATO, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ขณะที่ประเทศในสหภาพยุโรปเริ่มหันมาจัดซื้ออาวุธ ยุทโธปกรณ์ จากผู้ผลิตภายในประเทศมากขึ้น

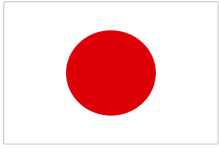
สัดส่วนของมูลค่าการจัดซื้ออาวุธยุทโธปกรณ์ แบ่งตามผู้ผลิตจากในและนอกประเทศ



ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม: ภาคการผลิตรวม เทียบกับอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มงบกลาโหม



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

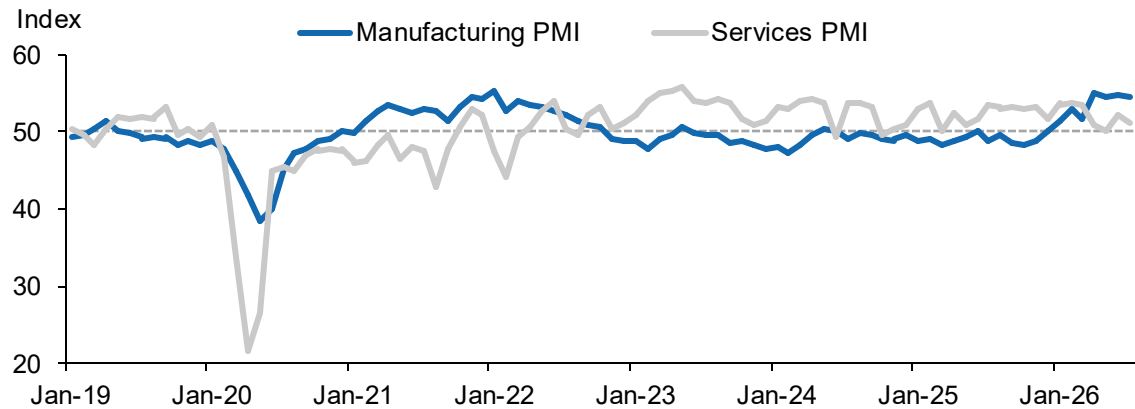


- นายกรัฐมนตรี ซานาเอะ ทาคาอิชิ ของญี่ปุ่น ได้ประกาศแผนการปรับลดภาษีการบริโภค (Consumption Tax) ชั่วคราว จาก 8% เหลือ 1% สำหรับอาหารและเครื่องดื่มไม่มีแอลกอฮอล์ เป็นระยะเวลา 2 ปี โดยจะเริ่มในเดือนเมษายน 2027 นอกจากนี้ มาตรการดังกล่าวยังรวมถึงการแจกเงินสดแก่ครัวเรือนที่มีรายได้น้อย เพื่อช่วยลดภาระทางภาษีของกลุ่มนี้ให้เหลือศูนย์อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งความเคลื่อนไหวนี้เกิดขึ้นหลังคณะรัฐมนตรีของนายกฯ เริ่มลดลงจากมุมมองของประชาชนที่เห็นว่ารัฐบาลแก้ไขปัญหาค่าครองชีพที่พุ่งสูงขึ้นได้ล่าช้า เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารปรับตัวสูงกว่าเงินเฟ้อทั่วไป และค่าใช้จ่ายด้านอาหารของครัวเรือนญี่ปุ่นพุ่งแตะระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์
- ในแง่ของผลกระทบทางเศรษฐกิจ แม้ว่ามาตรการนี้จะช่วยบรรเทาปัญหาเงินเฟ้อได้ แต่การกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงมีความไม่แน่นอน เนื่องจากแม้ว่าอำนาจซื้อของครัวเรือนญี่ปุ่นจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา แต่ครัวเรือนญี่ปุ่นกลับมีแนวโน้มที่จะเก็บออมเงินที่ได้รับเพิ่มนี้มากกว่านำไปใช้จ่าย ท่ามกลางความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและปัญหาภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังยืดเยื้อ ด้านการคลัง นายกฯ ทาคาอิชิ ให้คำมั่นว่าจะจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับมาตรการดังกล่าวโดยไม่ใช้วิธีออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อชดเชยการขาดดุล แต่จะมุ่งเน้นการตัดลดค่าใช้จ่ายที่ไม่มีประสิทธิภาพและหาแหล่งรายได้ทางอื่นทดแทน อย่างไรก็ตาม เรื่องนี้ถือเป็นความท้าทายอย่างมาก เนื่องจากการทบทวนมาตรการลดหย่อนภาษีพิเศษต่างๆ ได้ดำเนินการไปในปีที่ผ่านมาเป็นจำนวนมากแล้ว ทำให้เหลือพื้นที่ในการปรับลดเพิ่มเติมค่อนข้างจำกัด ยิ่งไปกว่านั้น การยกเลิกสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่มีอยู่อาจส่งผลกระทบต่อภาคธุรกิจและประชาชน ตลอดจนอาจสร้างกระแสตลบจากผู้มีสิทธิเลือกตั้ง ซึ่งเพิ่มความเป็นไปได้ที่ท้ายที่สุดแล้วรัฐบาลอาจจำเป็นต้องเพิ่มการออกพันธบัตรรัฐบาลในอนาคต
- ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มที่จะเร่งจังหวะการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยคาดว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับ 1.25% ในการประชุมเดือนกันยายนหรือตุลาคมนี้อย่างแน่นอน แม้ว่าตลาดจะเริ่มคาดการณ์ถึงการคุมเข้มนโยบายการเงินที่เร็วขึ้นในปีนี้อย่างชัดเจน แต่เงินเยนยังคงเผชิญแรงกดดันด้านการอ่อนค่า อันเนื่องมาจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่ยังกว้าง ความกังวลด้านการดำเนินนโยบายการคลังแบบขยายตัว และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่หนุนให้ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้น

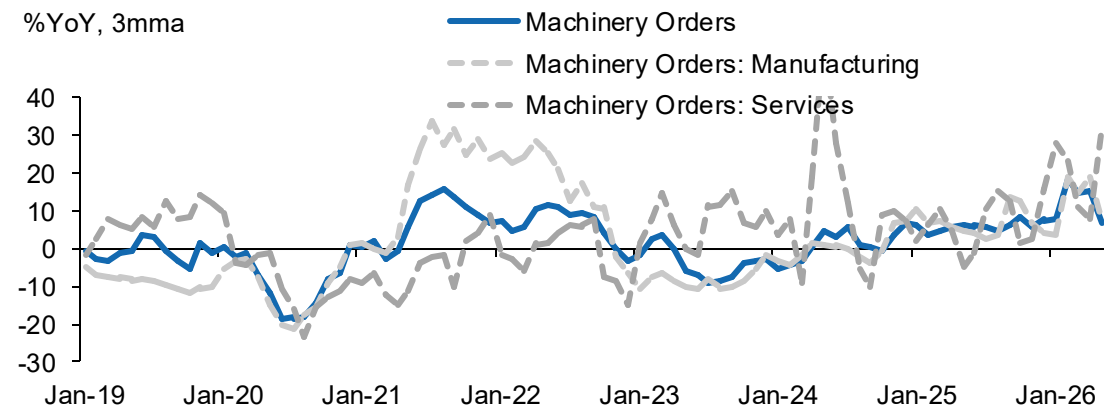
กิจกรรมในภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวลงเล็กน้อย แต่ยังอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว ขณะที่การส่งออกยังคงแข็งแกร่ง



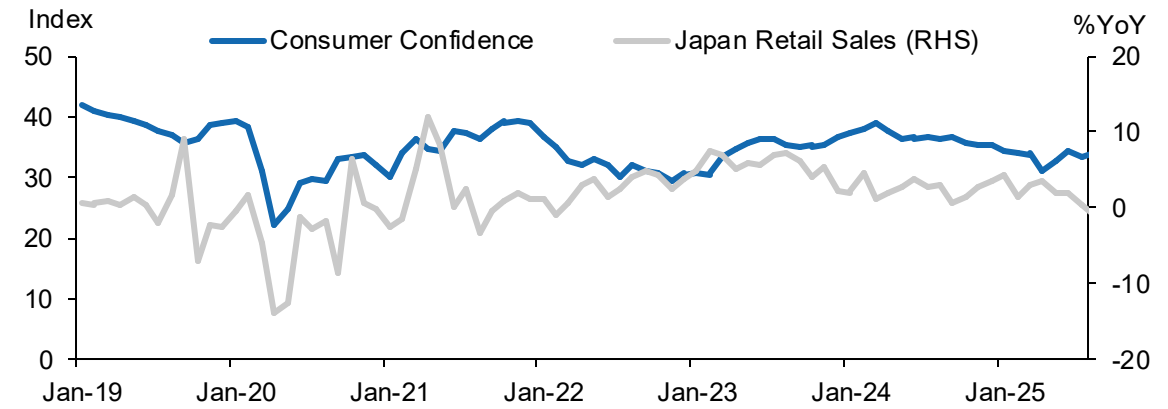
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



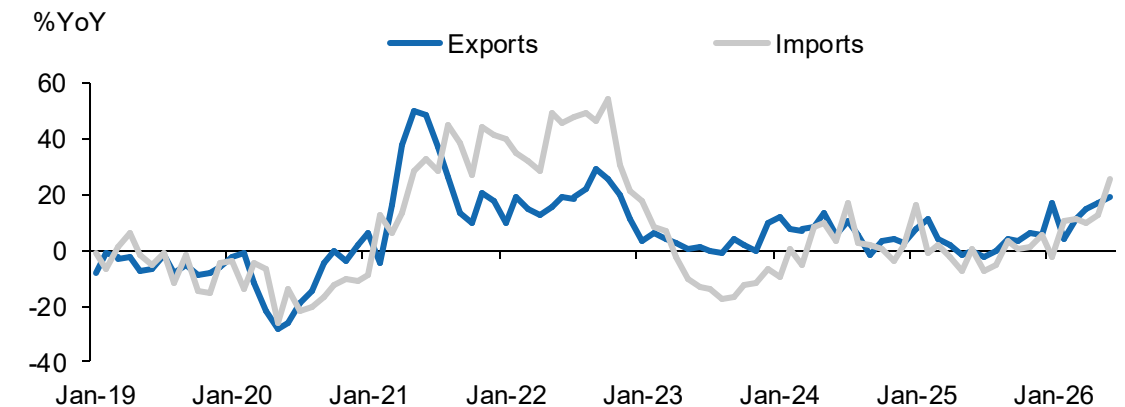
เครื่องชี้ด้านการลงทุน



ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



การส่งออกและนำเข้า

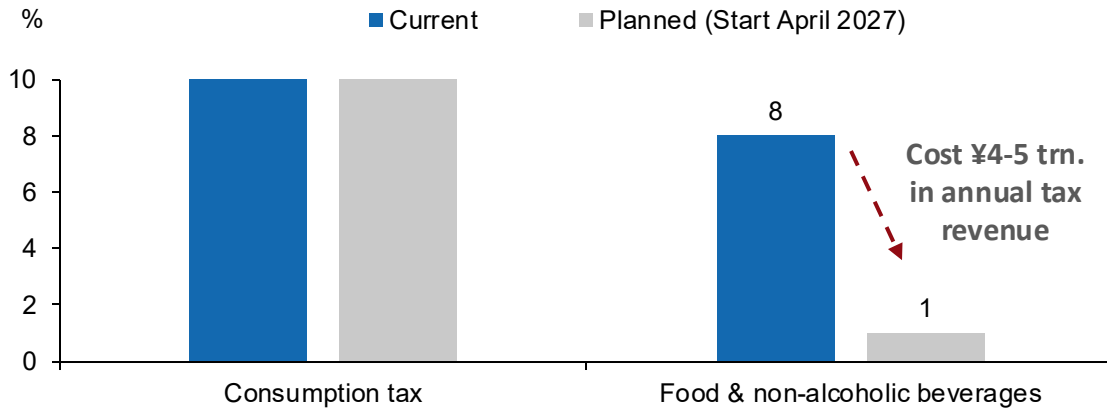


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ญี่ปุ่นประกาศลดภาษีในหมวดอาหารเหลือ 1% ซึ่งอาจช่วยพยุงคะแนนนิยมของนายกฯ หลังถูกวิพากษ์วิจารณ์ว่ารับมือกับปัญหาค่าครองชีพได้ล่าช้า



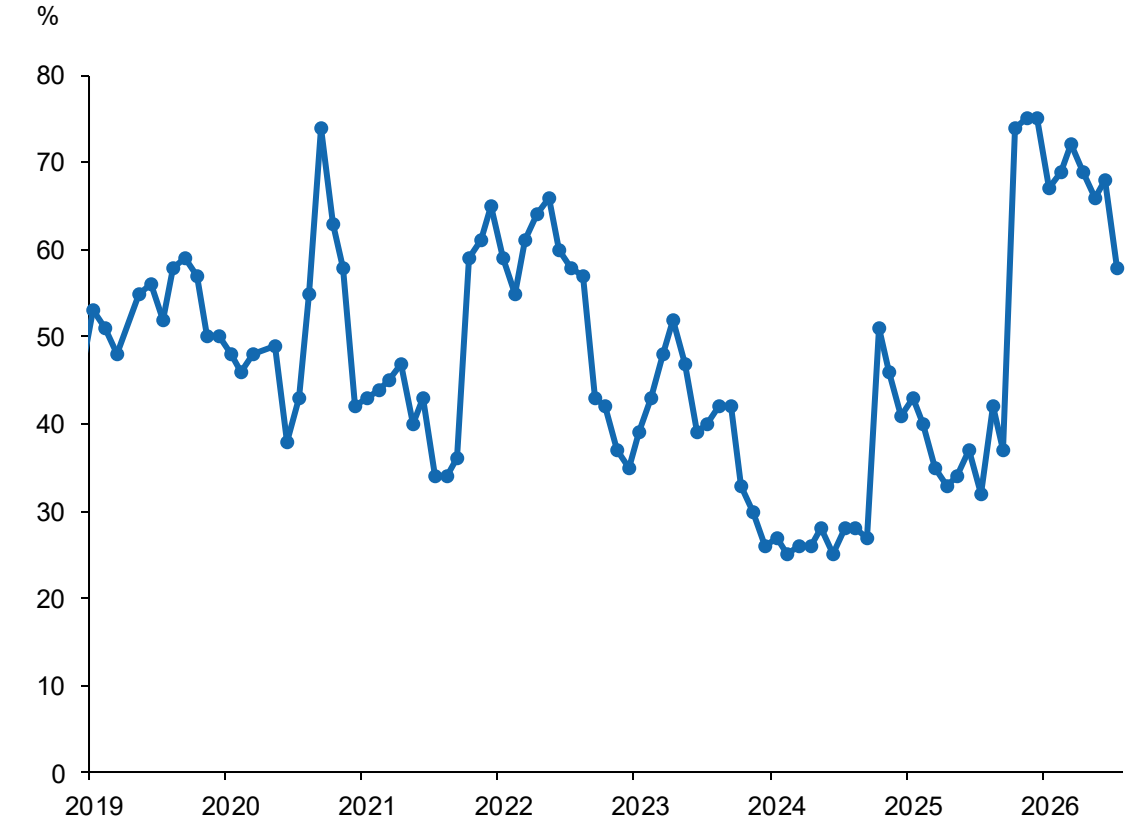
ข้อเสนอการปรับลดอัตราภาษีการบริโภคของญี่ปุ่น



การปรับเปลี่ยนอัตราภาษีการบริโภคของญี่ปุ่นในอดีต

Year	Consumption tax
April 1989	3%
April 1997	5%
April 2014	8%
October 2019	10% (8% for food and beverage)

คะแนนความนิยมของคณะรัฐมนตรี: สัดส่วนผู้สนับสนุน



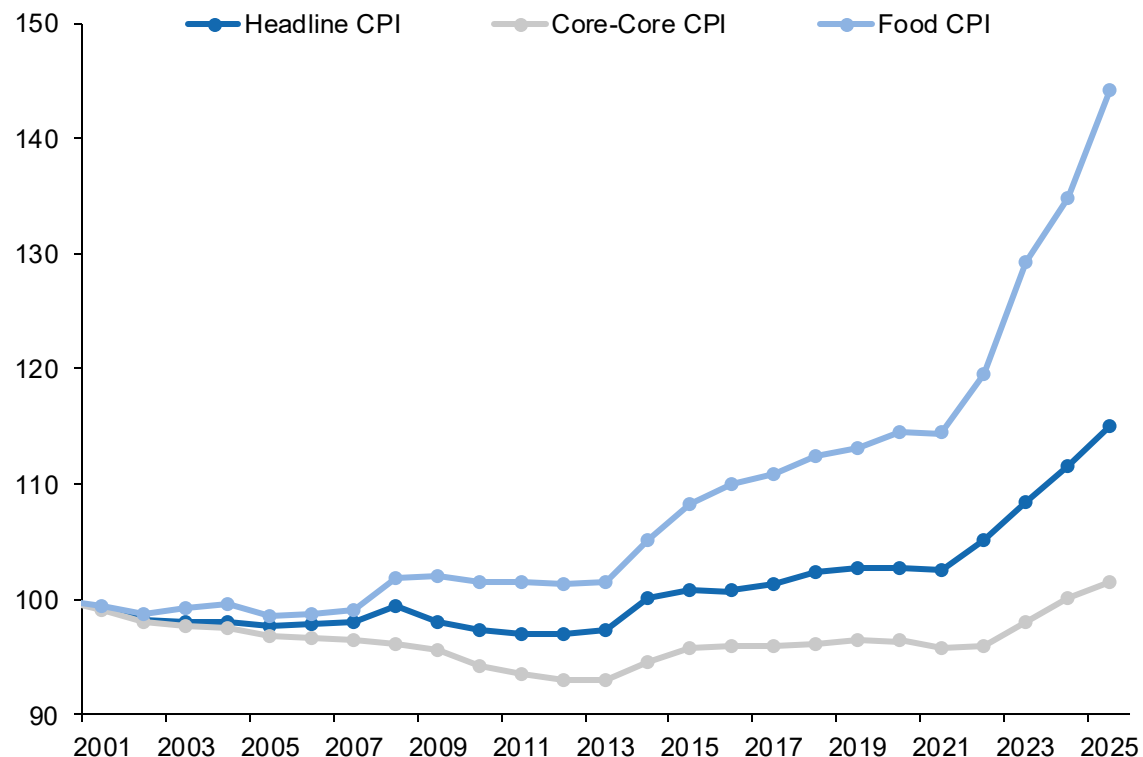
Source: Bloomberg, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

มาตรการนี้เกิดขึ้นเนื่องจากอัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารพุ่งสูงกว่าเงินเฟ้อทั่วไปมาก โดยสัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านอาหารของครัวเรือนพุ่งแตะระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์



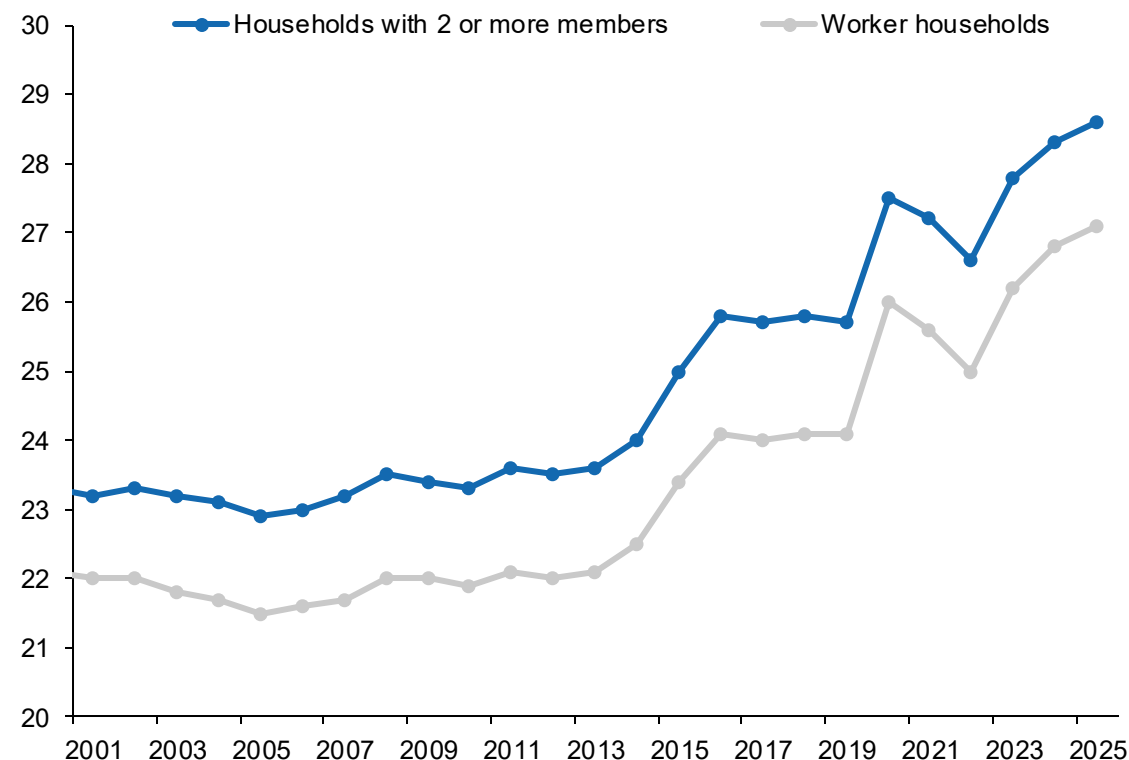
อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่น: เงินเฟ้อทั่วไป เทียบกับ เงินเฟ้อหมวดอาหาร

Index, 2000 = 100



สัดส่วนค่าใช้จ่ายด้านอาหารต่อค่าใช้จ่ายทั้งหมดของครัวเรือน

%



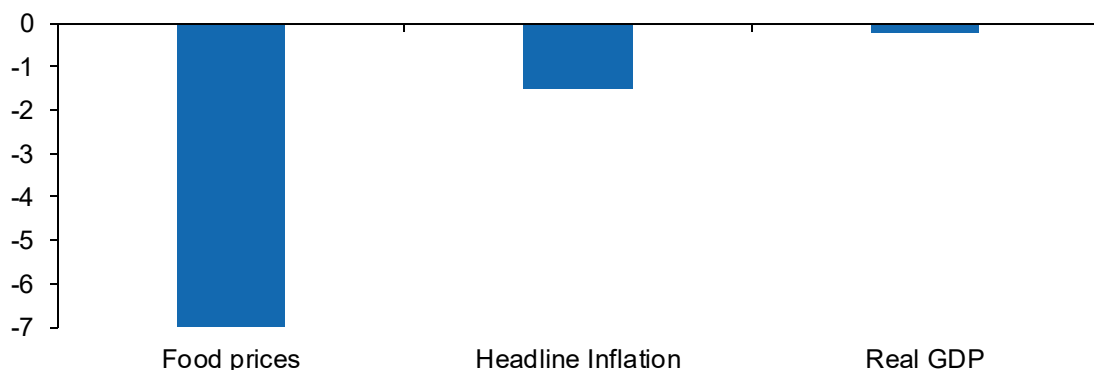
Source: Bloomberg, Cabinet Office, Ministry of Internal Affairs and Communications, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้มาตรการนี้จะช่วยลดอัตราเงินเฟ้อลงได้ แต่ผลบวกต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอาจไม่มาก เนื่องจากครัวเรือนมีแนวโน้มจะเก็บออมเงินส่วนเพิ่มนี้ไว้มากกว่านำไปใช้จ่าย



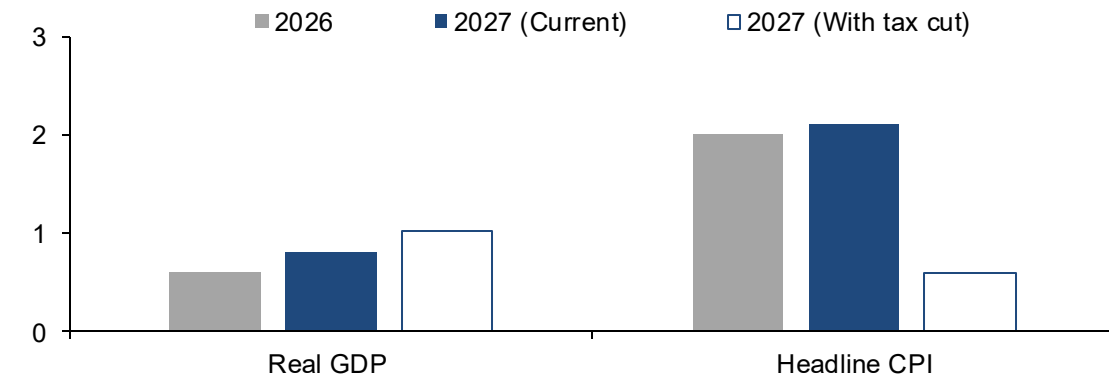
การประเมินผลกระทบจากการปรับลดภาษีอาหารเหลือ 1% ^{1\}

Percentage point



ประมาณการ Real GDP และเงินเฟ้อ: กรณีที่มี vs. ไม่มีการปรับลดภาษี

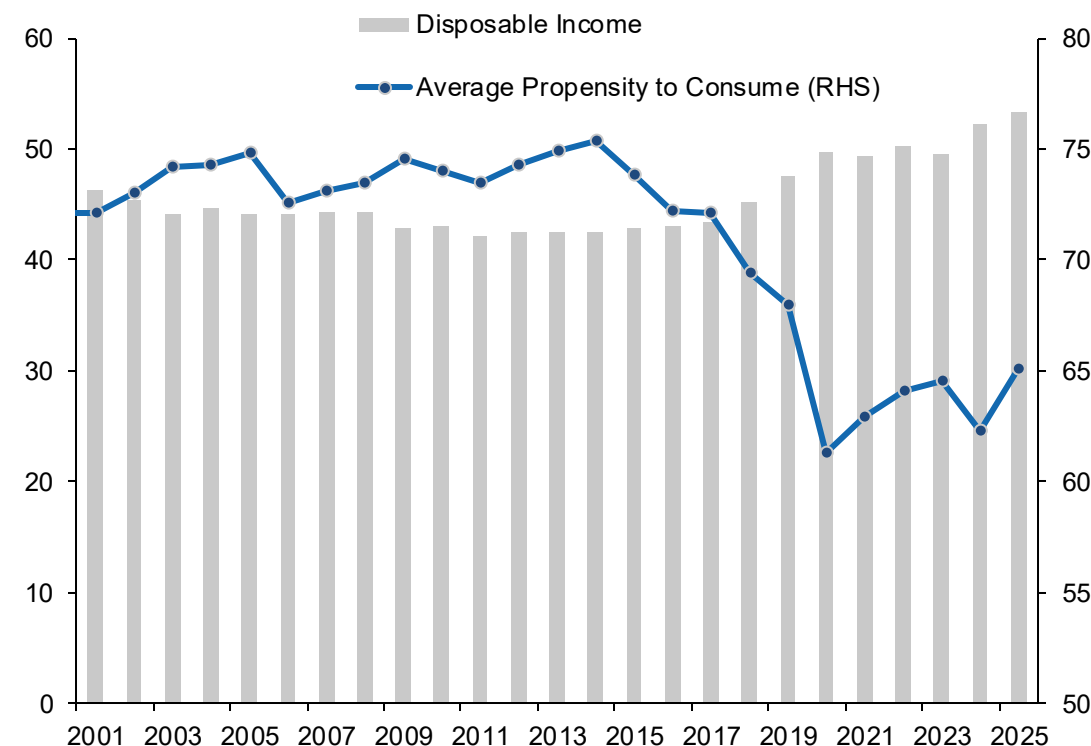
%YoY



รายได้สุทธิที่นำไปใช้จ่ายได้จริงและความโน้มเอียงเฉลี่ยในการบริโภค^{2\}

10,000 JPY / month

%



Note: 1\ Estimates assume 100% tax pass-through to consumers and reflect only the direct impact of the tax reduction. 2\ the ratio of consumption expenditure relative to disposable income

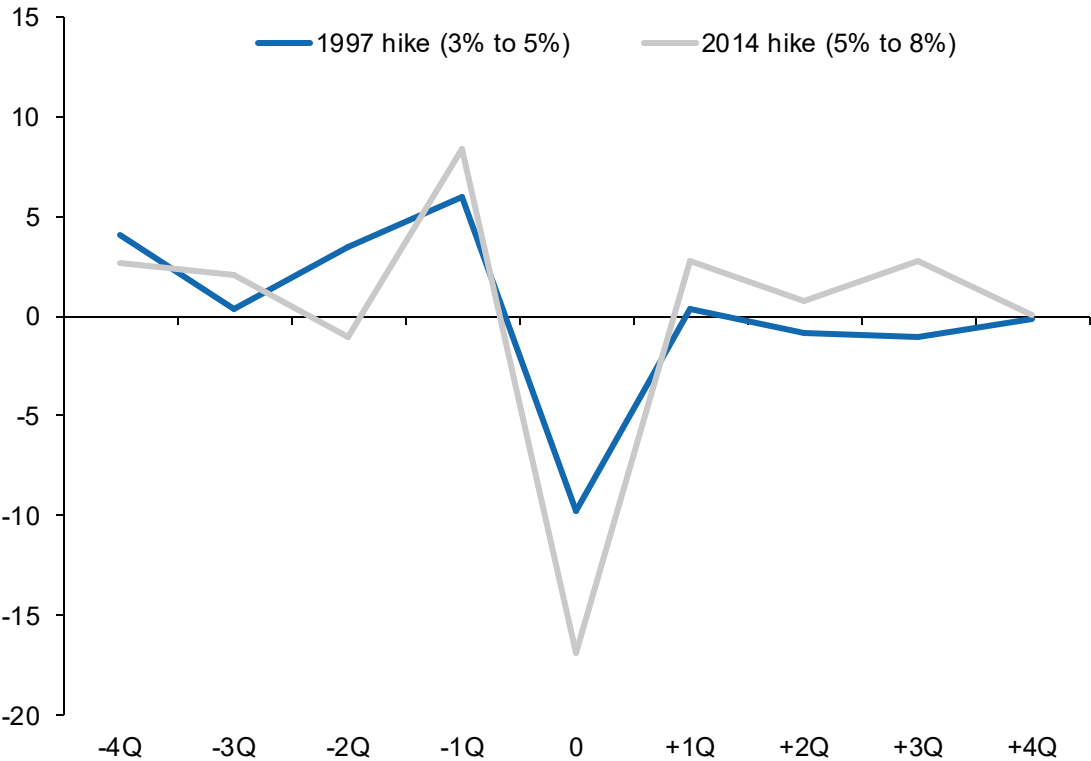
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ว่าในอดีต การบริโภคจะมีความผันผวนทั้งก่อนและหลังการปรับเปลี่ยนภาษี แต่ผลกระทบในครั้งนี้น่าจะน้อยกว่า เนื่องจากการลดภาษีเฉพาะหมวดอาหารเท่านั้น



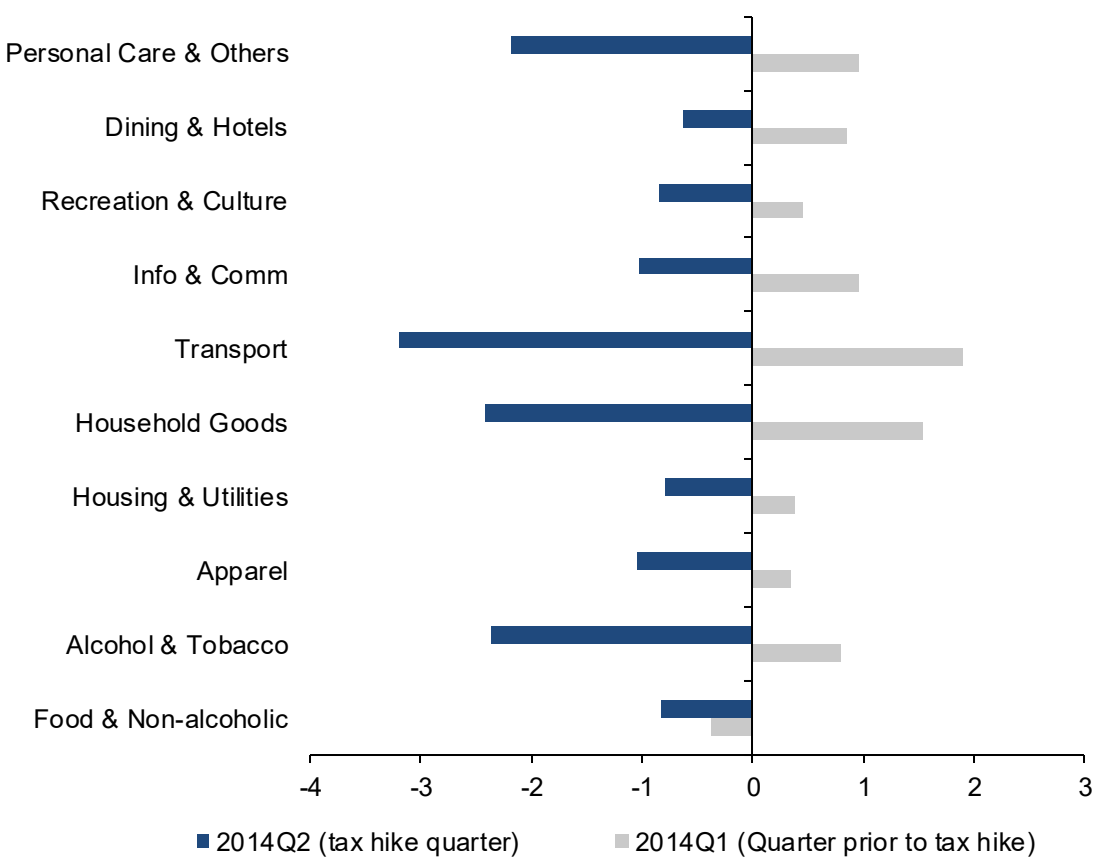
การบริโภคภาคเอกชนที่แท้จริงในช่วงที่มีการปรับขึ้นภาษีเพื่อการบริโภคในอดีต

%QoQ annualized



สัดส่วนการเติบโต (Contribution) ของแต่ละหมวดหมู่ต่อการเติบโตของการบริโภค

%ppt contribution (qoq annualized)

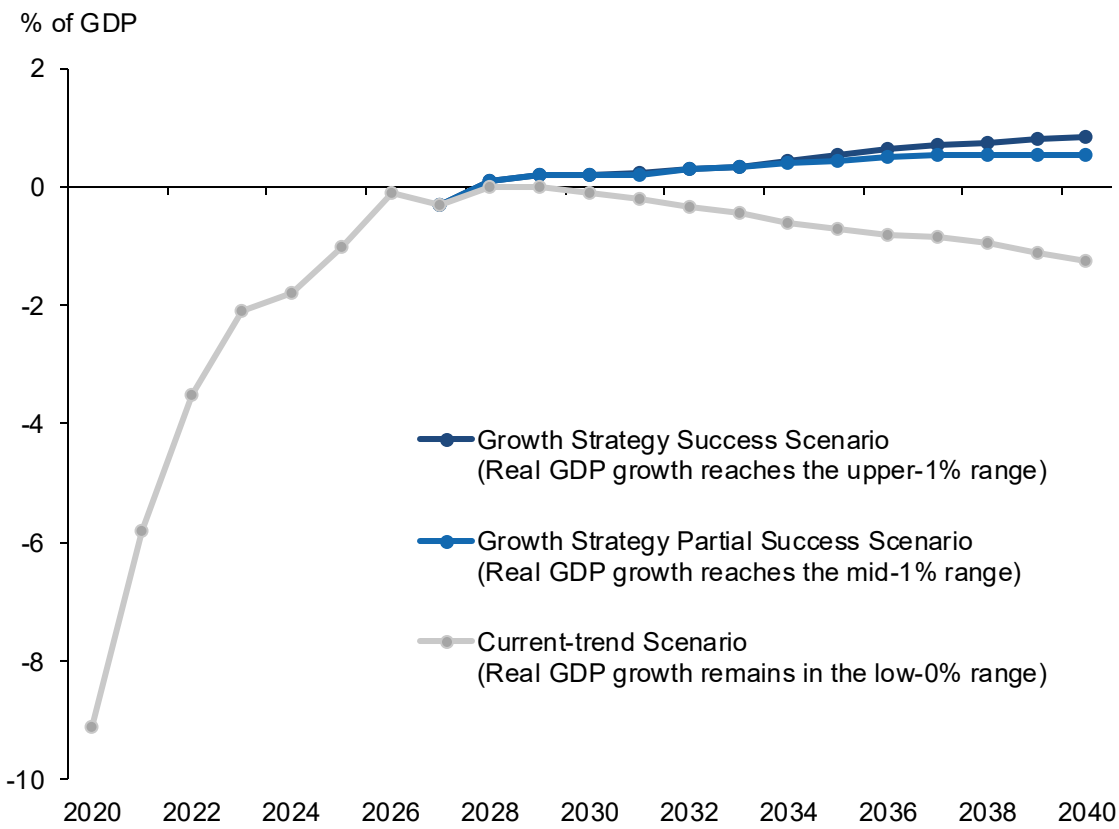


Source: Cabinet Office, CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

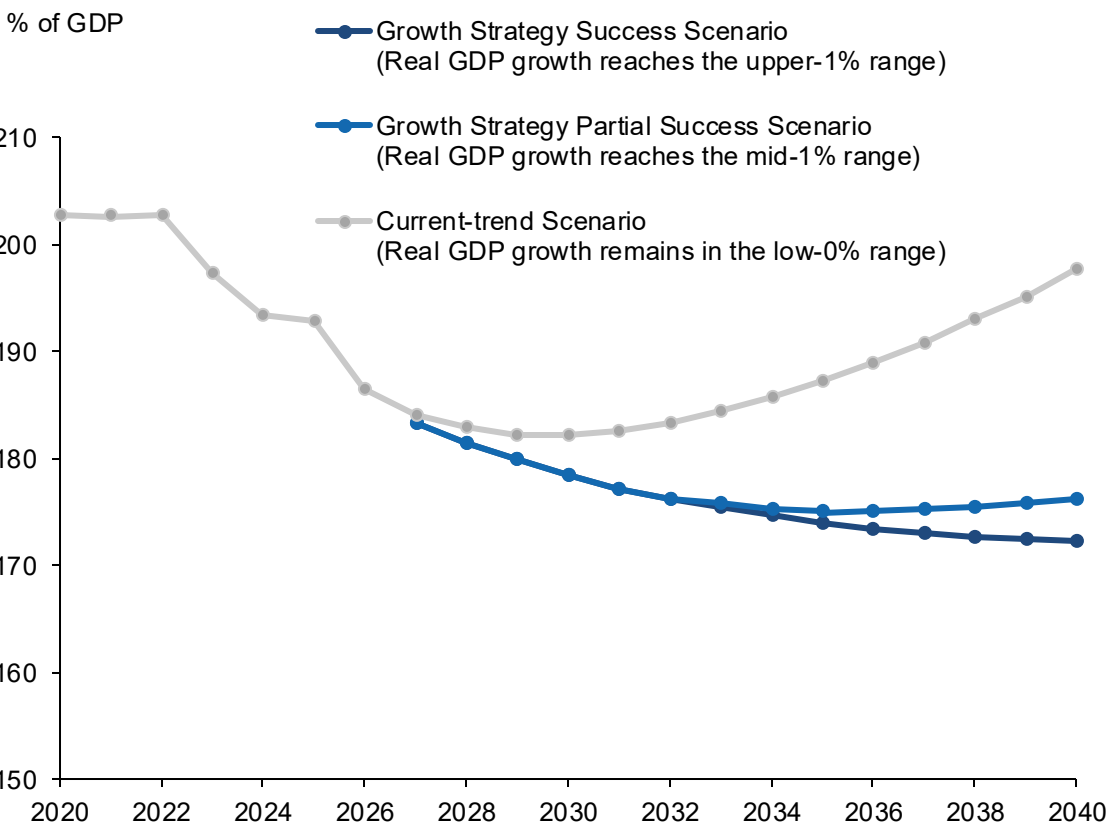
แม้ว่าจะไม่มีการกู้เงินใหม่เพื่อใช้ในการลดภาษีนี้ แต่สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP จะลดลงได้ก็ต่อเมื่อการเติบโตทางเศรษฐกิจเร่งตัวขึ้นตามที่รัฐบาลคาดไว้เท่านั้น



สัดส่วนคงงบประมาณเบื้องต้นต่อ GDP: การคาดการณ์โดยสำนักคณะรัฐมนตรี



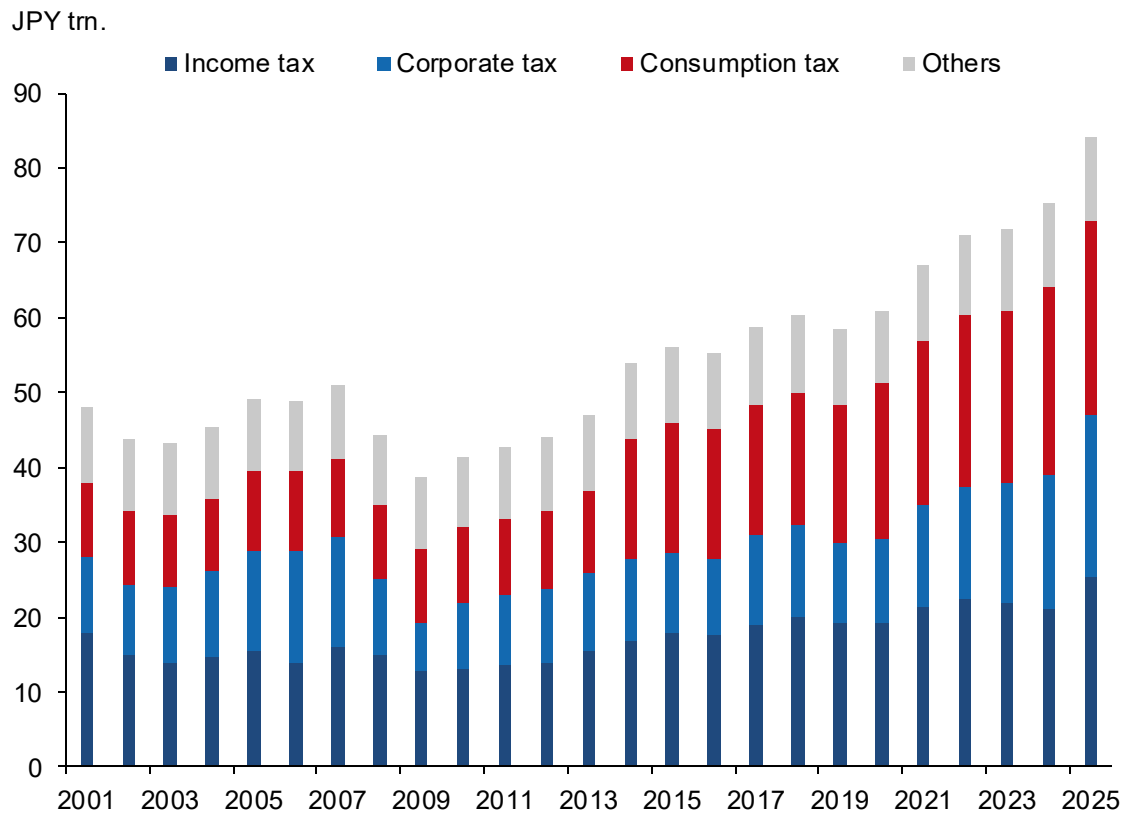
สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ของญี่ปุ่น: การคาดการณ์โดยสำนักคณะรัฐมนตรี



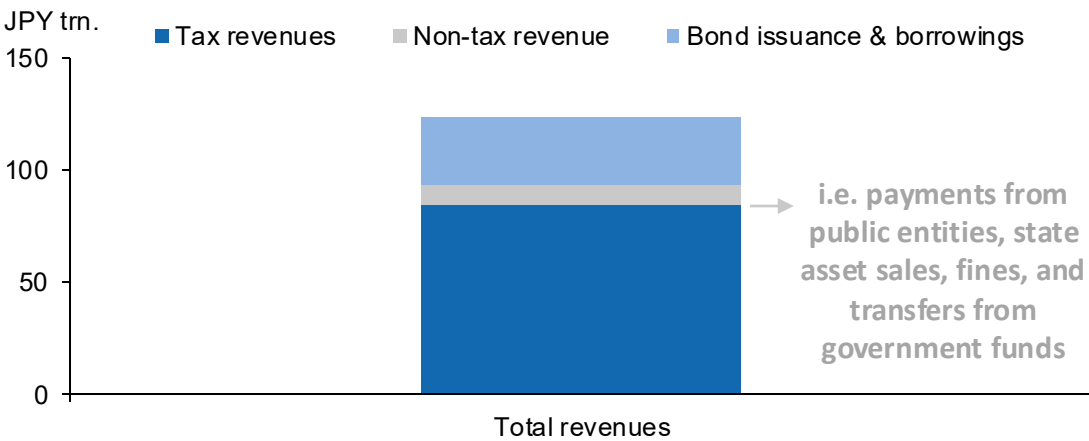
Source: Cabinet Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ ประเด็นเรื่องแหล่งเงินทุนยังคงมีความไม่แน่นอน เนื่องจากความพยายามจัดหาเงินทุนผ่านรายได้ที่มีใช้ภาษีและการปรับลดมาตรการลดหย่อนภาษีพิเศษยังเป็นเรื่องท้าทาย

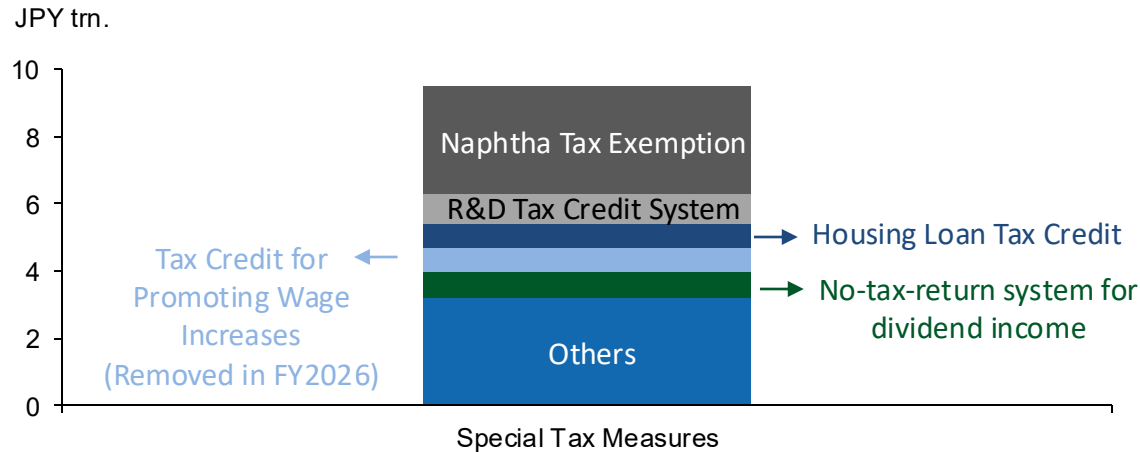
รายได้จากภาษีของญี่ปุ่น



รายได้ในบัญชีทั่วไปของญี่ปุ่น (General Account Revenue)



มาตรการลดหย่อนภาษีพิเศษ (อยู่ระหว่างการพิจารณาเพื่อปรับลด)

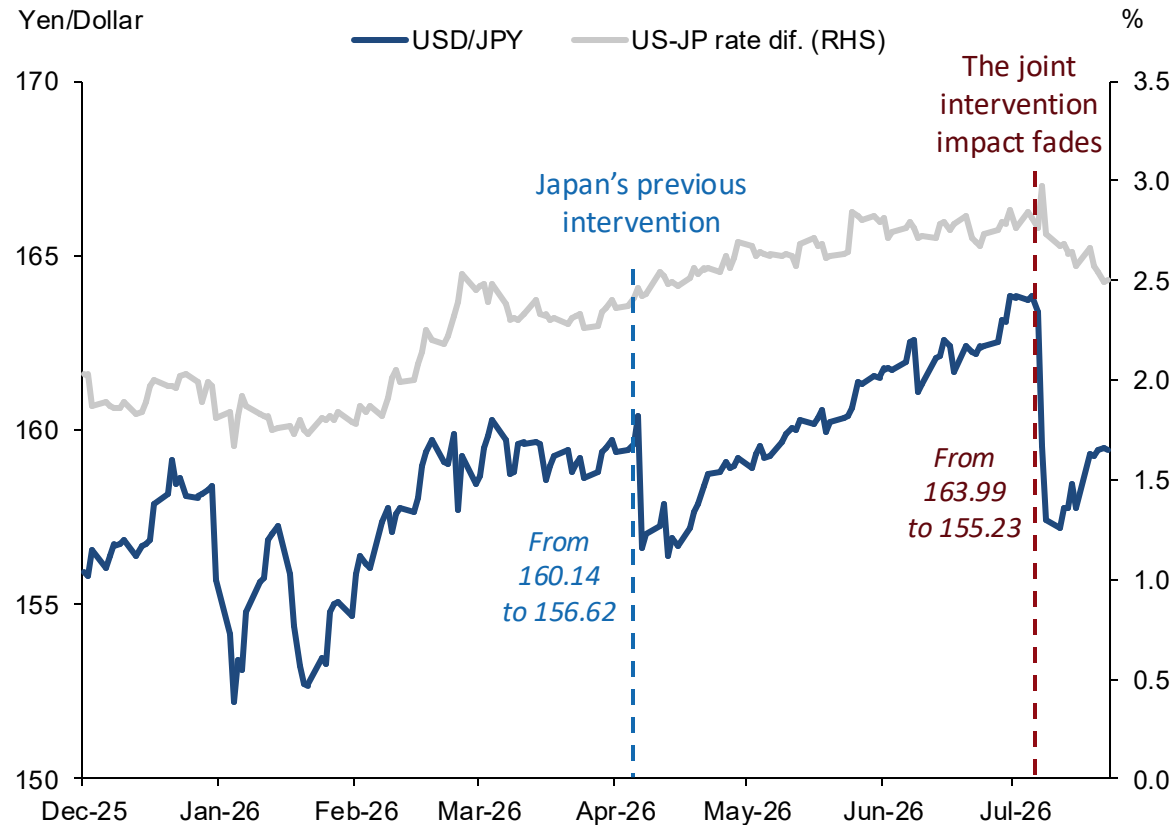


Source: Bloomberg, Cabinet Office, Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

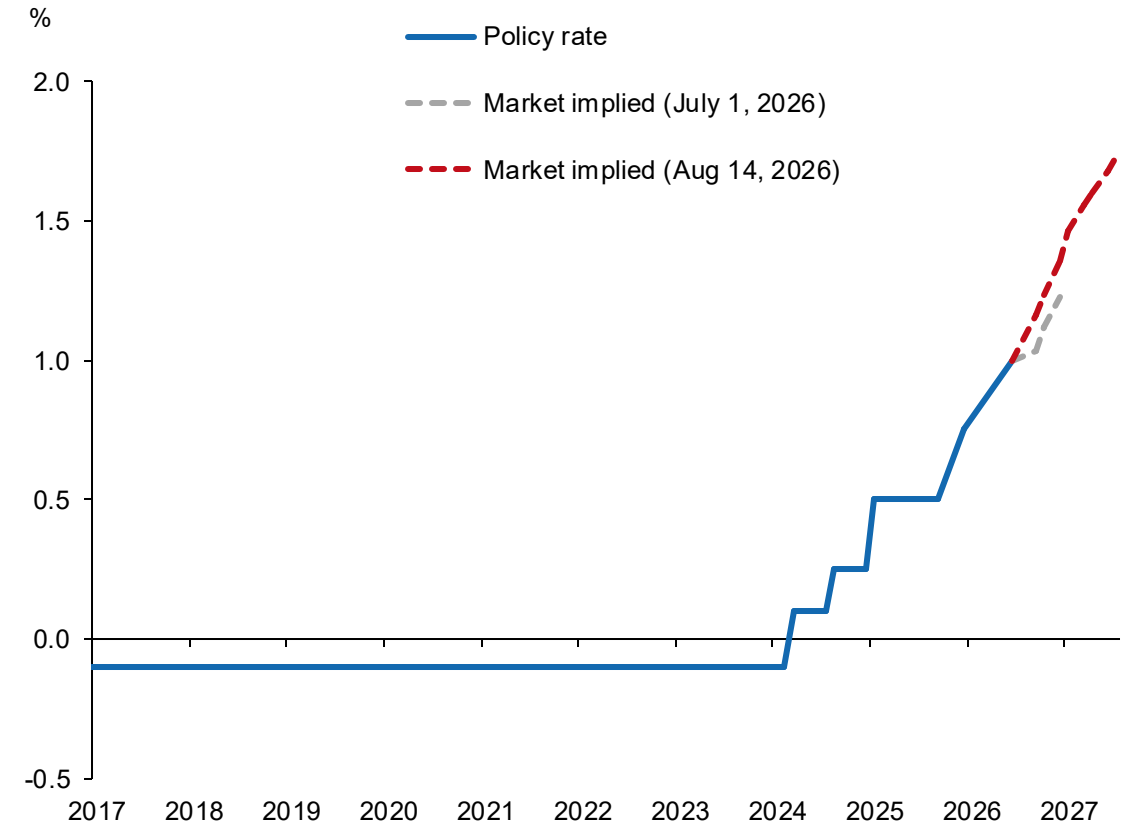
การกลับมาอ่อนค่าของเงินเยนสะท้อนถึงข้อจำกัดของการแทรกแซงค่าเงิน เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานที่เป็นตัวขับเคลื่อนให้เงินเยนอ่อนค่ายังคงอยู่



ค่าเงินเยนและส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่างสหรัฐฯ กับญี่ปุ่น (สิ้นปี 26)



อัตราดอกเบี้ยนโยบายและการคาดการณ์ของผู้ร่วมตลาด



Even with markets pricing in faster BoJ hikes this year, the yen has weakened owing to wide rate differentials, fiscal worries, and geopolitical risks boosting oil prices.

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

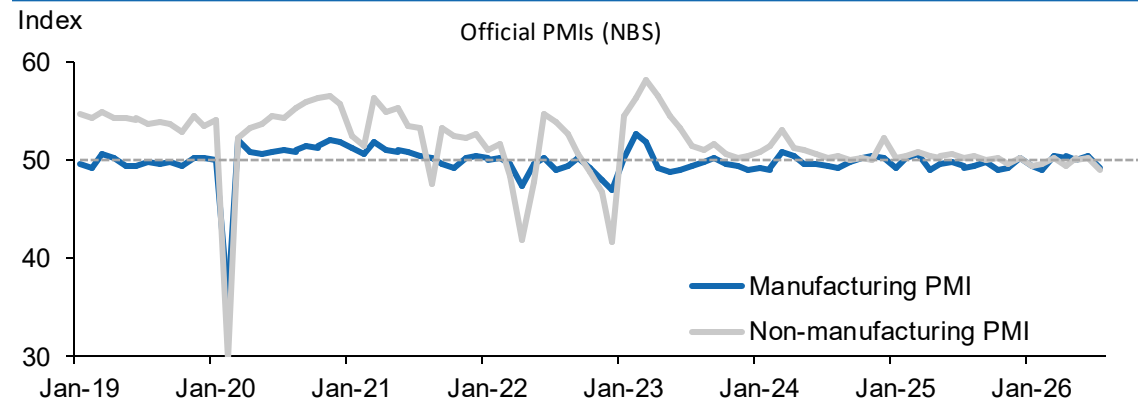


- การประชุมคณะกรรมการการเมือง (Politburo) ของจีนในเดือนกรกฎาคม มีผลสรุปออกมาตามที่ตลาดคาดการณ์ไว้เป็นส่วนใหญ่ โดยผู้กำหนดนโยบายยังคงเน้นย้ำทิศทางการผ่อนคลายนโยบาย พร้อมให้คำมั่นที่จะยกระดับการปรับนโยบายแบบสวนทางวัฏจักรเศรษฐกิจ (Counter-cyclical adjustments) และพยายามสนับสนุนอุปสงค์ภายในประเทศให้มากขึ้น ตลอดจนเพิ่มประสิทธิภาพด้านการผลิตและในฝั่งอุปทาน ทั้งนี้ ภารกิจเร่งด่วนในระยะสั้นคือการเร่งดำเนินการตามมาตรการผ่อนคลายที่มีแผนอยู่แล้ว แทนที่จะเป็นการเปิดตัวมาตรการกระตุ้นชุดใหญ่ใหม่ๆ ส่งผลให้ทั้งรัฐบาลกลางและรัฐบาลท้องถิ่นมีแนวโน้มเร่งการออกพันธบัตรและเบิกจ่ายงบประมาณในไตรมาสนี้ ตลอดจนผลักดันการใช้เครื่องมือทางการเงินเชิงนโยบาย โดยเราคาดว่าทางการเงินยังคงเปิดโอกาสสำหรับการผ่อนคลายเพิ่มเติมในช่วงไตรมาส 4 หากเศรษฐกิจอ่อนแอลงต่อเนื่องจนมีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถเติบโตได้ตามเป้าหมายของทางการที่ 4.5-5%
- แม้ว่ารัฐบาลจะพยายามกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศตลอด 2 ปีที่ผ่านมา แต่การเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงขับเคลื่อนด้วยฝั่งอุปทาน (การผลิต) และการส่งออกเป็นหลัก โดยเฉพาะภาคการผลิตไฮเทคและอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องที่ยังคงเป็นแรงส่งสำคัญ ขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจในวงกว้างยังคงซบเซา สะท้อนถึงภาวะการฟื้นตัวแบบ K-shaped อย่างชัดเจน
- ด้านภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ยังไม่เห็นสัญญาณการฟื้นตัวอย่างชัดเจน โดยในอดีต ราคาบ้านในฮ่องกงและจีนแผ่นดินใหญ่มักจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันหรือมีการฟื้นตัวพร้อม ๆ กัน แต่ในรอบวัฏจักรปัจจุบัน ตลาดฮ่องกงได้กลับมาฟื้นตัวอย่างชัดเจน จากการที่ผลตอบแทนจากการปล่อยเช่าปรับตัวขึ้นและการระบายสต็อกบ้านคงค้างทำได้ดี ขณะที่จีนแผ่นดินใหญ่มองยังฟื้นตัวช้ากว่า ซึ่งความแตกต่างนี้สะท้อนถึงแนวทางการผ่อนคลายนโยบายที่ต่างกัน: ฮ่องกงใช้วิธีปลดล็อกฝั่งอุปสงค์ (ความต้องการซื้อ) เต็มรูปแบบ ขณะที่จีนแผ่นดินใหญ่นำการช่วยเหลือแบบค่อยเป็นค่อยไปและเน้นฝั่งอุปทาน (ผู้พัฒนาอสังหาฯ) ส่งผลให้การฟื้นตัวของตลาดอสังหาริมทรัพย์ในจีนมีแนวโน้มใช้ระยะเวลามากกว่า แม้ว่ามาตรการช่วยเหลือแบบค่อยเป็นค่อยไปอาจช่วยพยุงราคาบ้านในเมืองระดับ Tier-1 และ Tier-2 ให้มีเสถียรภาพได้ในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า แต่ตลาดในเมืองระดับรองลงมามีแนวโน้มฟื้นตัวได้ช้า เนื่องจากเผชิญปัญหาปริมาณสต็อกบ้านค้างสต็อกจำนวนมาก ปัญหาการย้ายถิ่นฐานออกของประชากร สภาพเศรษฐกิจและสถานะการคลังของท้องถิ่นที่อ่อนแอกว่า

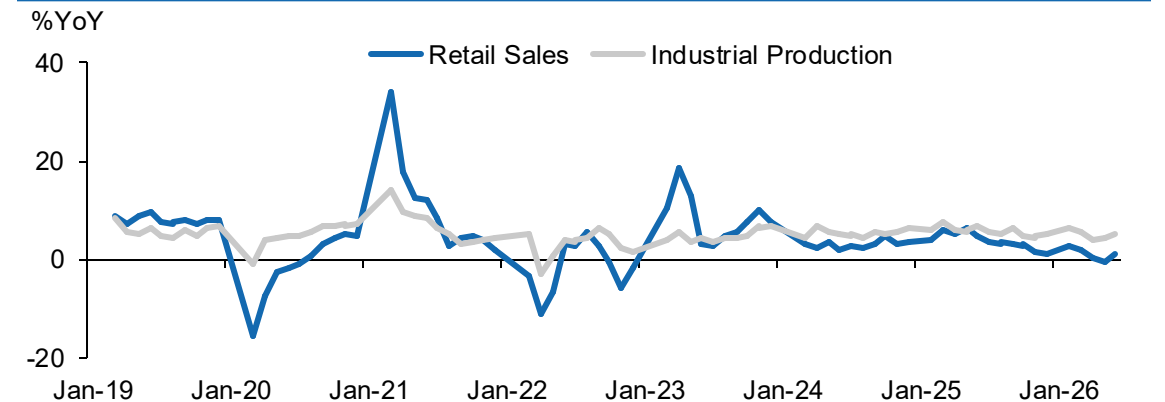
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวลดลงเกินคาด โดยดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจภายในประเทศยังคงซบเซา แม้การส่งออกจะยังโตได้ดี



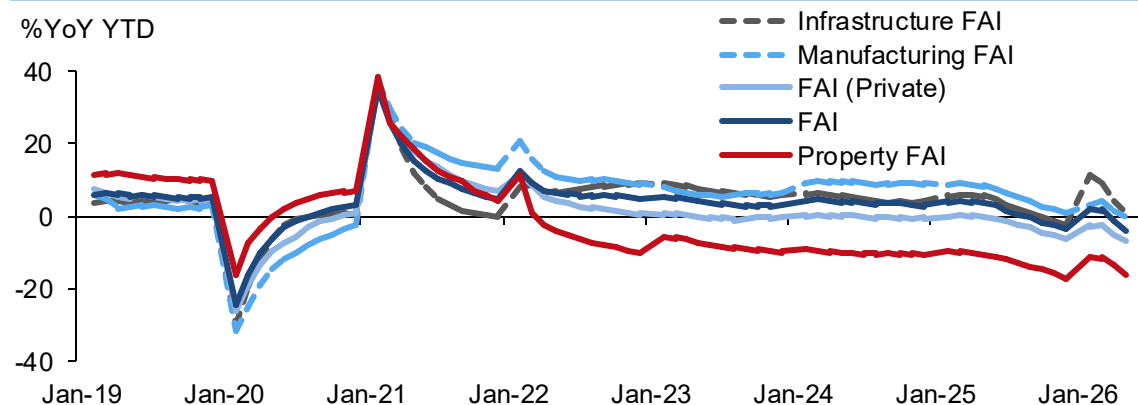
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



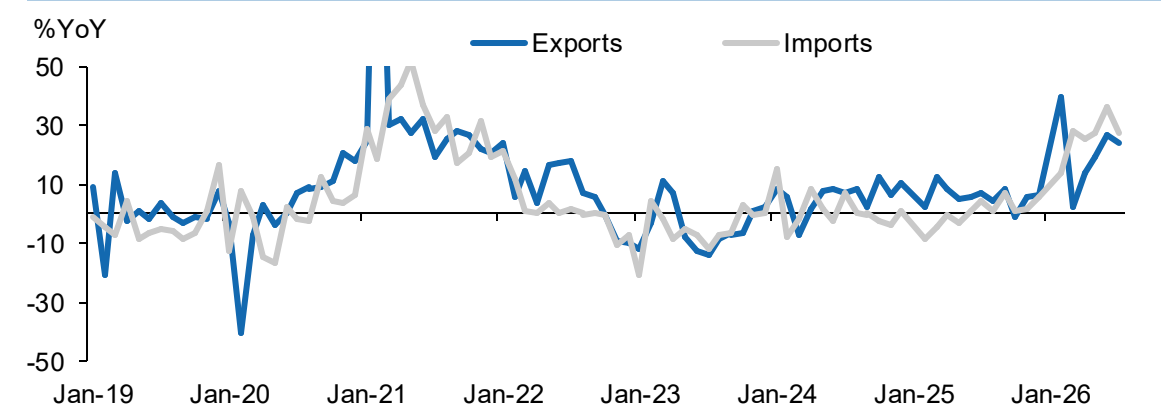
ยอดขายปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



การส่งออกและนำเข้า



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

ผู้กำหนดนโยบายให้คำมั่นที่จะเร่งใช้เครื่องมือทางนโยบายที่มีอยู่ในการประชุม Politburo ประจำเดือนกรกฎาคมตามคาด



ประเด็นสำคัญจากการประชุม Politburo เดือนกรกฎาคม

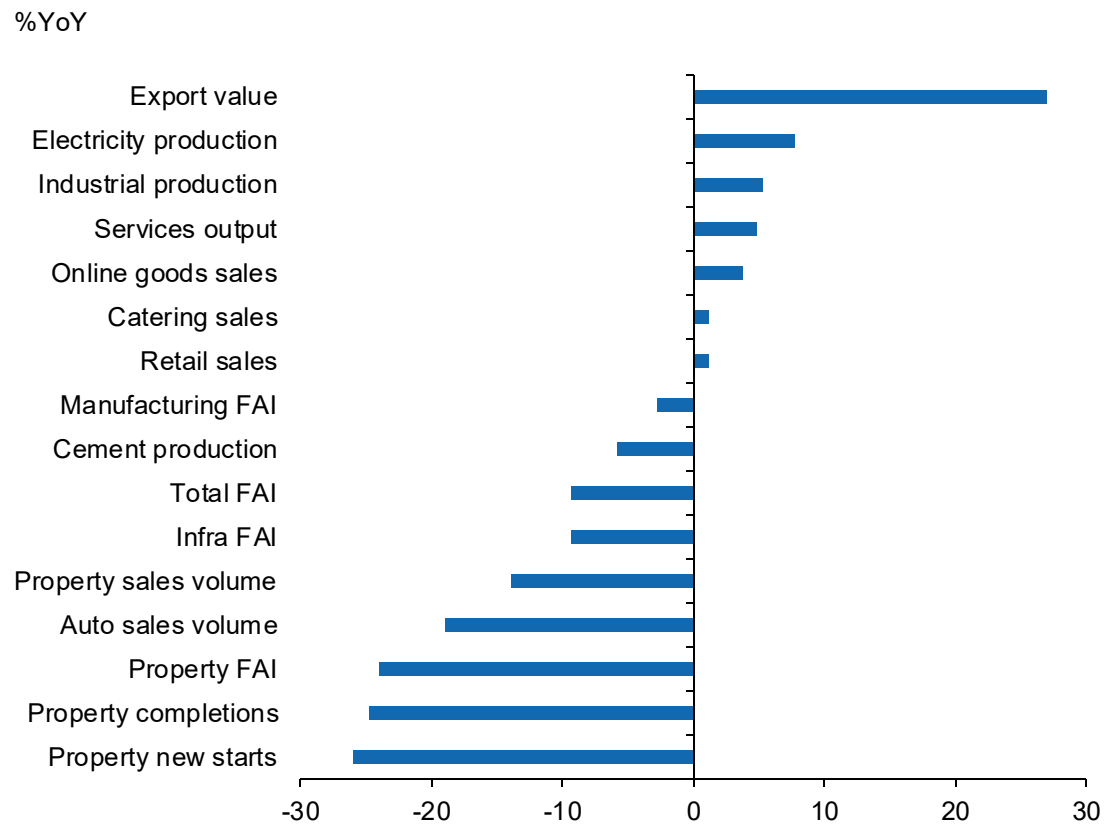
Main Topic	Key Messages
Economic Assessment & Policy Stance	• Growth Outlook: More cautious on near-term growth post-weaker Q2 GDP • Structural Shift: Comfortable with innovation-driven transition • Policy Strategy: Focus on executing existing easing over broad new stimulus • Core Priorities: Expand domestic demand and optimize supply
Fiscal Policy	• Policy Stance: More proactive stance; focus on "exerting force and improving efficiency" • Execution: Accelerate spending and bond proceeds disbursement • Key Investments: Push "Two Majors" strategic projects (high-tech & supply chains) • Consumption: Support trade-in programs and equipment upgrades
Monetary Policy	• Policy Stance: Moderately loose monetary stance • Instruments: Flexibly adjust monetary policy tools • Notable Omission: Dropped April's references to interbank liquidity and FX stability
Policy Focus	• Consumption: Expand high-quality supply and tap service consumption • Infrastructure: Advance "Six Networks" projects (power, computing, logistics, etc.) • Tech Focus: Maintain strategic emphasis on high-tech and AI supply chains
Key Challenges	• Market Order: Address "anti-involution" and support platform economy • Risk Management: Resolve local debt, stabilize property, and support jobs • Trade: Promote service trade and balance trade development

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

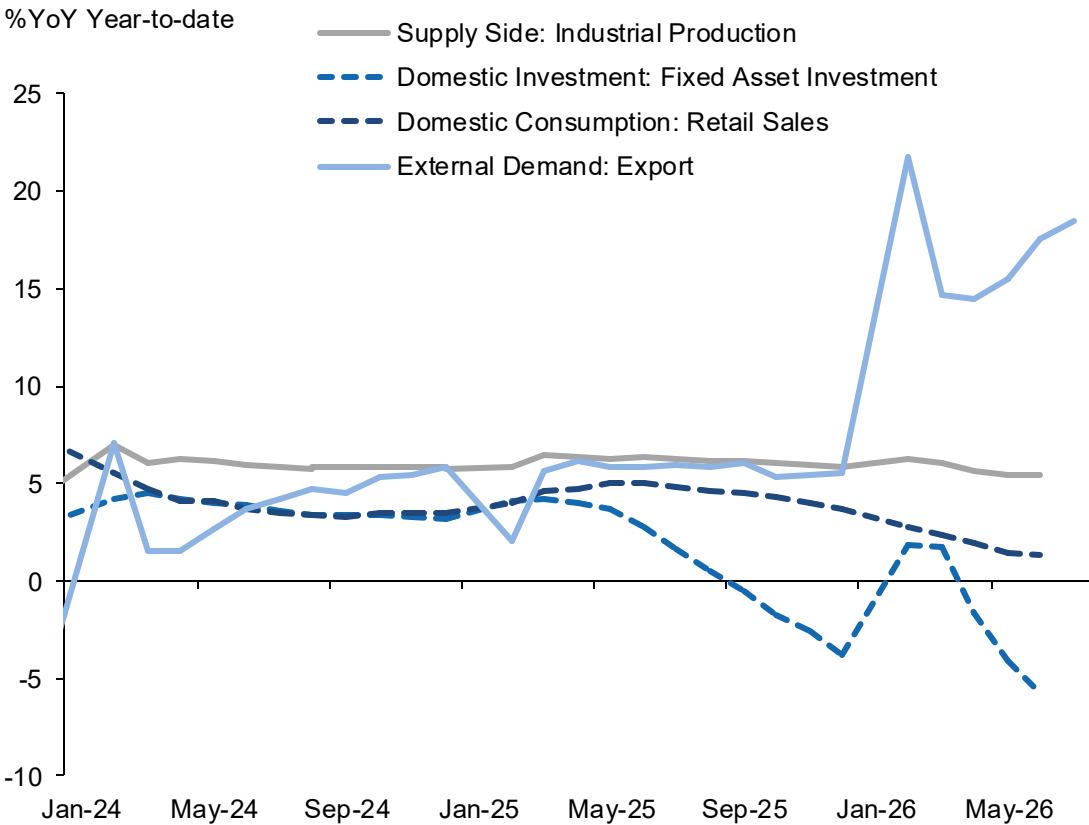
แม้ว่ารัฐบาลจะพยายามกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศตลอด 2 ปีที่ผ่านมา แต่การเติบโต ยังคงถูกขับเคลื่อนด้วยภาคการผลิตและการส่งออกเป็นหลัก



ดัชนีกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลัก: มิถุนายน 2026



ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจ: ฝั่งอุปทาน vs. ฝั่งอุปสงค์

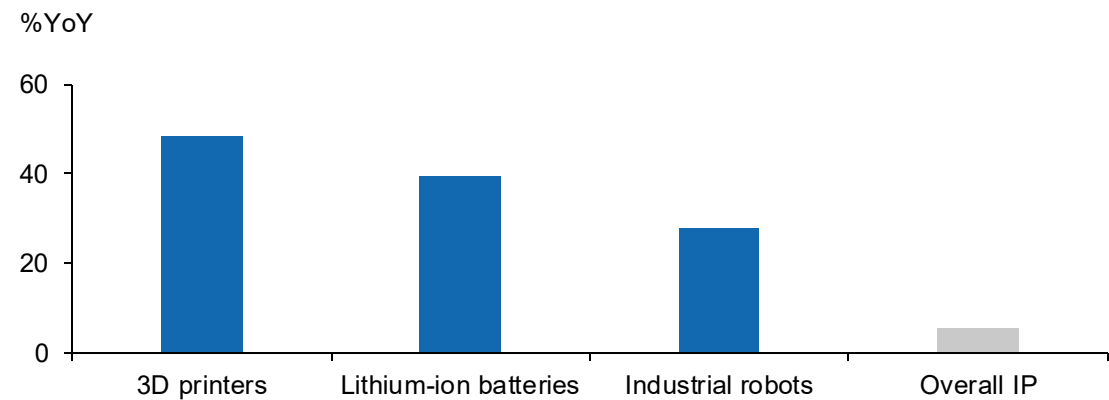


Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

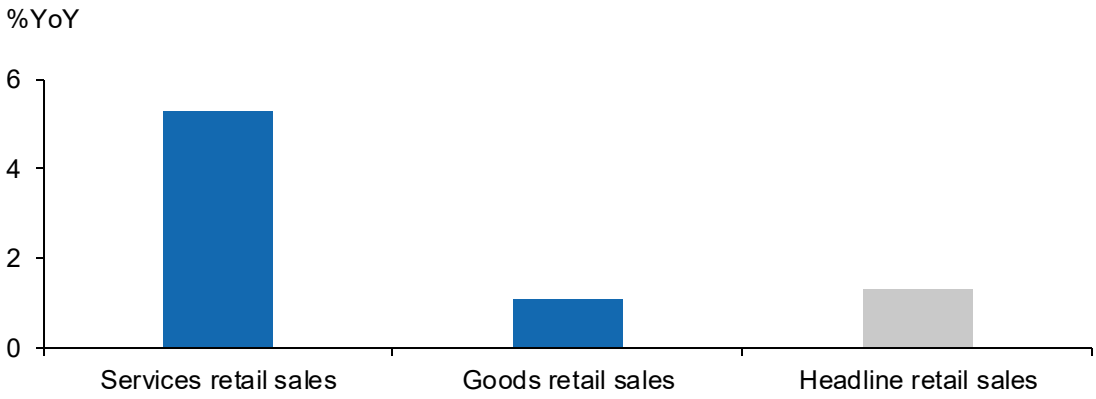
ภาคเทคโนโลยีขั้นสูงยังคงขับเคลื่อนการเติบโต ขณะที่เศรษฐกิจในวงกว้างยังคง ซบเซา สะท้อนถึงการฟื้นตัวแบบ K-Shaped อย่างชัดเจน



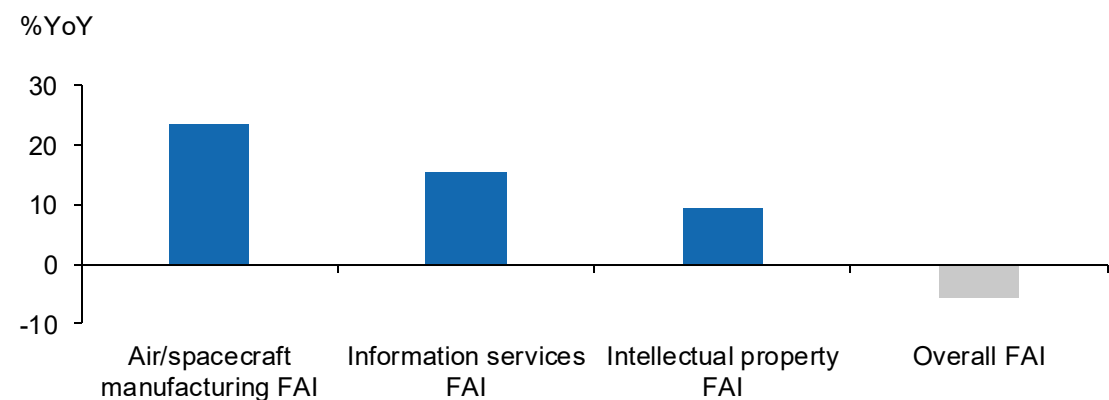
การเติบโตของมูลค่าเพิ่มในผลผลิตภาคอุตสาหกรรมในครึ่งปีแรก



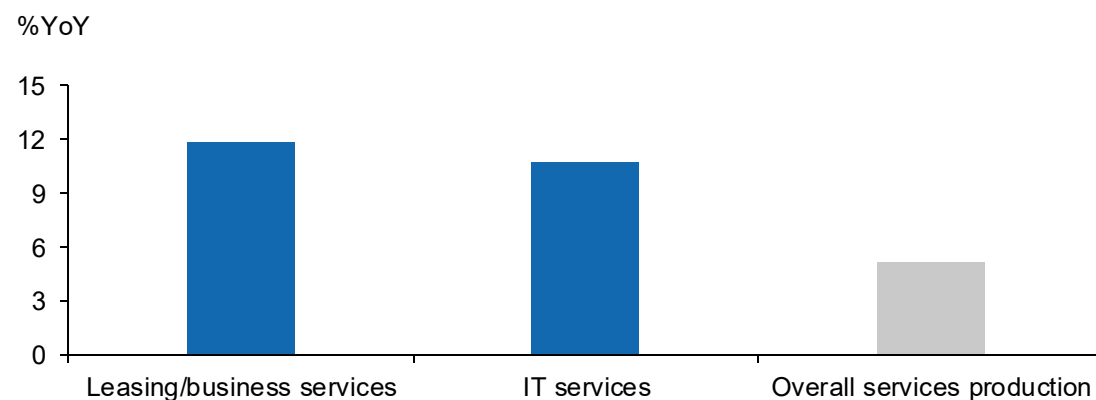
การเติบโตของยอดขายปลีกในครึ่งปีแรก



การเติบโตของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (FAI) ในครึ่งปีแรก



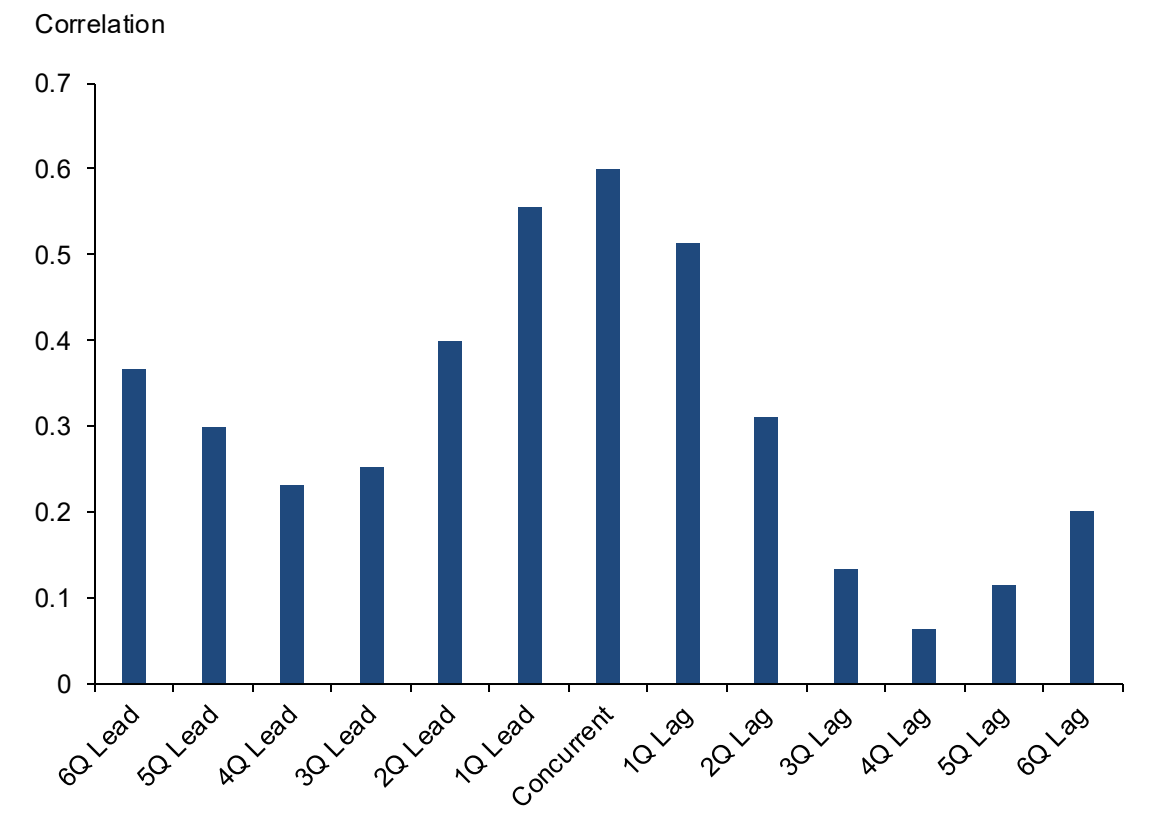
การเติบโตของมูลค่าเพิ่มในภาคบริการในครึ่งปีแรก



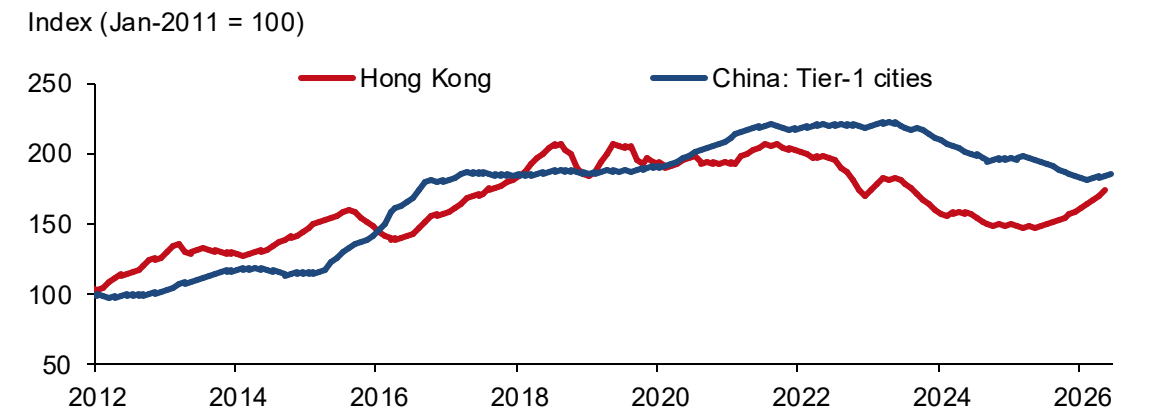
Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในอดีต ราคาอสังหาริมทรัพย์ในฮ่องกงและจีนเมืองใหญ่มักเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันเป็นส่วนใหญ่ โดยฮ่องกงอาจนำอยู่ประมาณหนึ่งไตรมาส

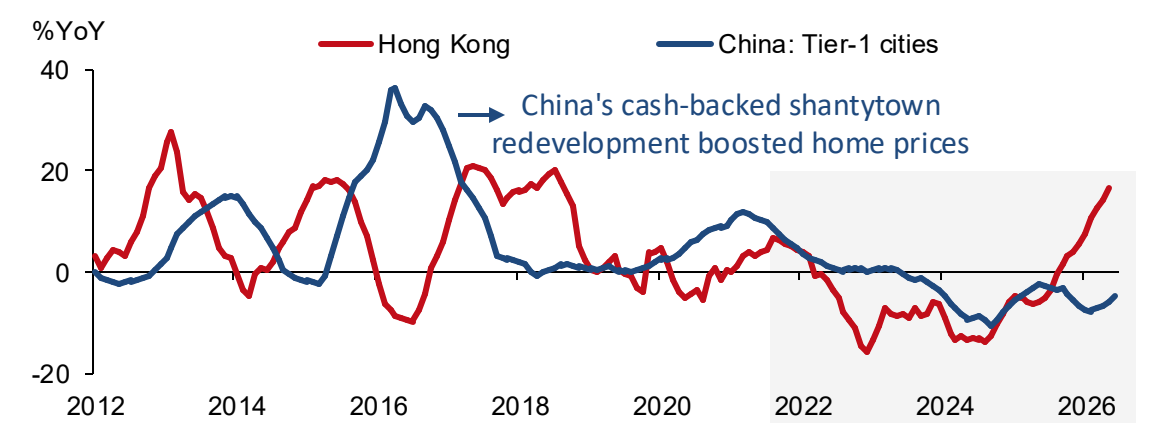
ความสัมพันธ์ระหว่างราคาอสังหาริมทรัพย์ในฮ่องกงและจีน^{1\}



ดัชนีราคาบ้าน: ฮ่องกง เทียบกับ จีน^{2\}



การเติบโตของราคาบ้าน: ฮ่องกง เทียบกับ จีน^{2\}



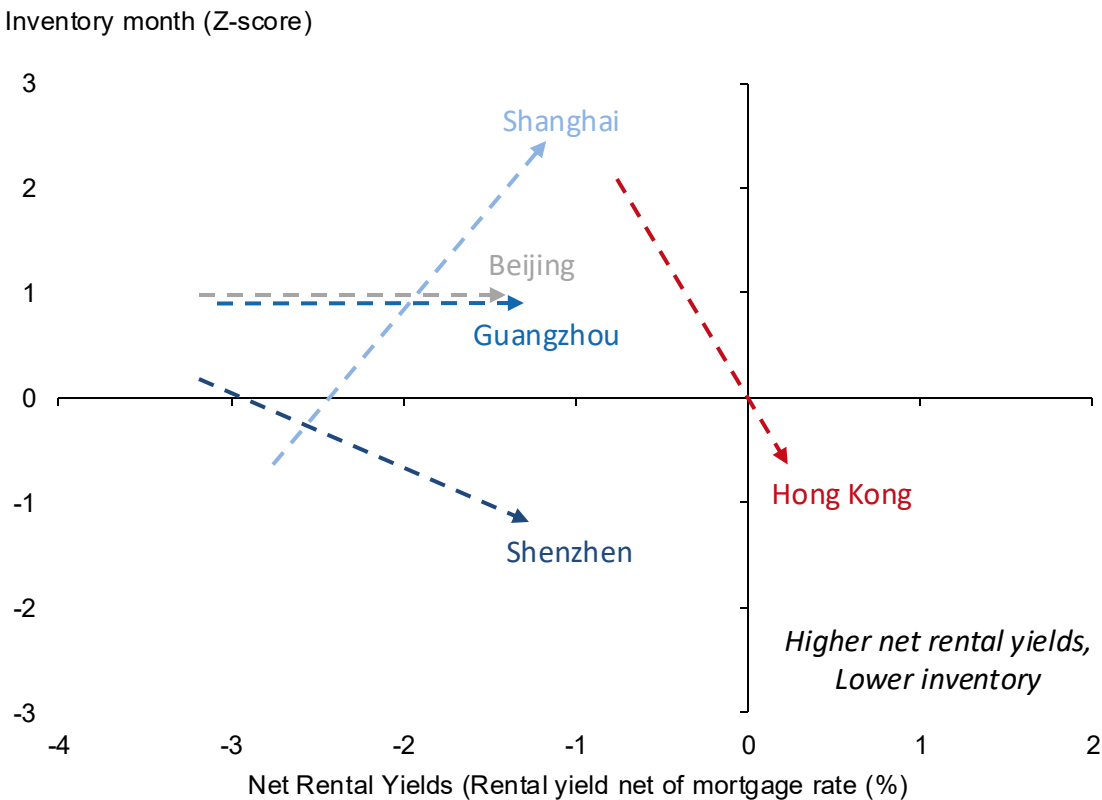
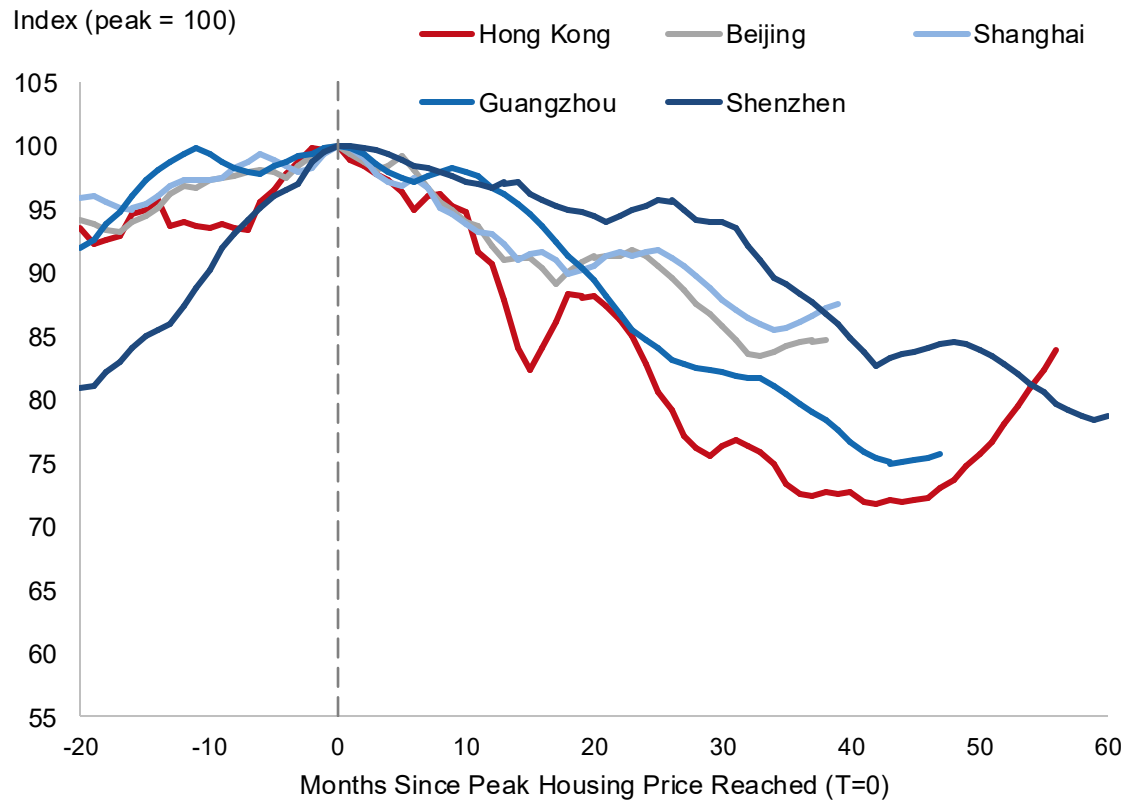
Note:1\ Data for China represents Mainland Tier-1 cities. 2\ China is shown on a secondary-market basis as new-home prices are subject to government price control
Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ทั้งนี้ ในรอบปัจจุบัน ราคาอสังหาริมทรัพย์ในฮ่องกงได้ปรับตัวขึ้นอย่างชัดเจน ตามอัตราผลตอบแทน
ค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นเร็วและการระบายสต็อกบ้านคงค้าง ขณะที่ในฝั่งของจีนยังปรับตัวอย่างช้า ๆ



การเปลี่ยนแปลงสะสมของสต็อกบ้านคงค้างและอัตราผลตอบแทนค่าเช่า
(4Q22-4Q25) ^{1\}

ดัชนีราคาบ้านมือสอง



Note:1\ Inventory measures for Mainland China and Hong Kong differ due to data availability and definitions. Mainland China (CREIS) includes completed unsold and preselling units, averaging 24 months in Tier-1 cities as of end-2025. HK (Housing Bureau) covers unsold completed and under-construction units, averaging 49 months. Z-scores are used to compare inventory levels relative to local historical averages.
Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับตัวที่แตกต่างกันนี้สะท้อนถึงการปลดล็อกข้อจำกัดในฝั่งอุปสงค์อย่างเต็มรูปแบบของฮ่องกง ขณะที่ในฝั่งของจีนแผ่นดินใหญ่ เป็นการผ่อนคลายแบบค่อยเป็นค่อยไป จึงส่งผลให้ปรับตัวช้ากว่า



ฮ่องกงใช้มาตรการผ่อนคลายฝั่งอุปสงค์เชิงรุก ขณะที่การผ่อนคลายของจีนเป็นไปอย่างระมัดระวังมากกว่า

	Hong Kong (Full Structural U-Turn on Demand)	Mainland China Tier-1 Cities (Targeted & Supply-Focused Relief)
2022	Talent Tax Incentives: Refunded foreign-buyer and 2nd home taxes for talents, cutting tax burden from 30% to 0% Talent Attraction: Offered 2-year visas for high earners/graduates to boost housing demand.	Developer Liquidity Support: Launched "Three Arrows" policy and "16 Measures" to ease financing for developers and ensure delivery of pre-sold homes via loans, bonds, and equity.
2023	LTV Relaxation: Raised max LTV to 70-90% for 1st time buyers and normal homes (cutting min. down payments to 10-30%). Tax Reductions: Halved taxes for both foreign buyers and second homes (from 15% to 7.5%).	First-Home Eligibility: Allowed buyers with past mortgages to qualify as first-time buyers if they currently own no home Urban Renewal: Re-introduced PSL funds to back "three major projects" and urban village renovations.
2024	Full Extra Duty Abolition: Completely abolished extra duties on foreign buyers, second homes, and short-term resales. Further Credit Easing: Standardized 70% LTV across the board, lowering down payments for all homes and 2nd time buyers to 30% (from 40-50%).	Mortgage & VAT Relief: Removed mortgage rate floors and lowered minimum down payments to 15% (1st home) and 25% (2nd home) and implemented VAT exemption. Destocking Support: Set up a RMB 300bn re-lending facility to clear housing inventory.
2025-26	Macroprudential Relaxation: Suspended the compulsory 2pp interest rate hike stress test and lowered HIBOR through HKMA intervention.	Purchase Restriction Relaxation: Removed home purchase limits and relaxed residency rules in major cities. State Buybacks: Funded local state purchases of unsold homes.

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

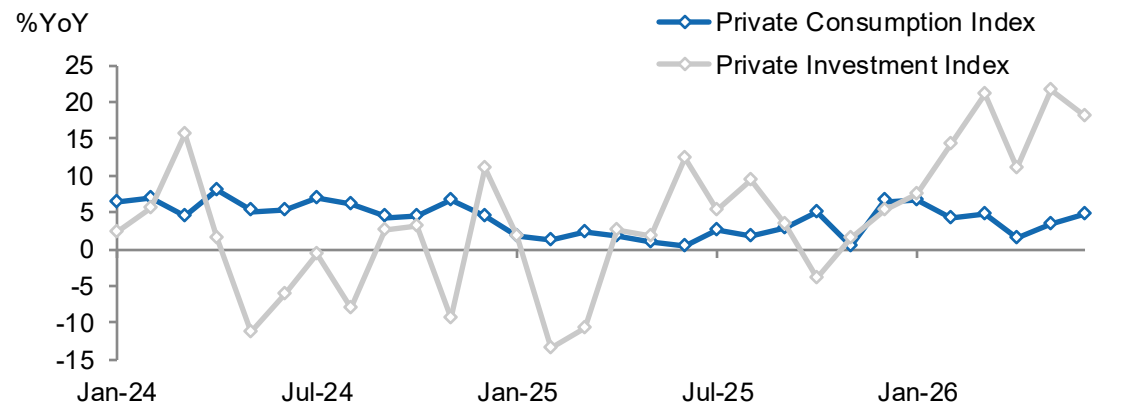


- เราคงประมาณการเศรษฐกิจไทยไว้ที่ 1.8% ในปี 2569 และ 2.1% ในปี 2570 ขณะที่ความเสี่ยงยังเอนเอียงไปในด้านบวก จากการต่อยอดมาตรการคนละครึ่งในช่วงไตรมาส 4/2569 คาดว่าจะช่วยหนุน GDP ขึ้นราว 0.1-0.2ppt ประกอบกับเม็ดเงินลงทุนที่มีแนวโน้มสูงกว่าคาดจากโครงการที่ได้รับการส่งเสริมการลงทุนจาก BOI ซึ่งได้รับอนุมัติในช่วงครึ่งแรกของปี 2569 และอยู่ระหว่างการทยอยลงทุนจริง อย่างไรก็ตาม การขยายตัวของการส่งออกที่แข็งแกร่งอาจทำให้ภาพรวมเศรษฐกิจไทยดูดีเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานที่เกิดขึ้นในประเทศ โดยเฉพาะในมิติของการสร้างมูลค่าเพิ่ม สะท้อนจากดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ถ่วงน้ำหนักด้วยมูลค่าเพิ่มที่ลดลงราว 12% ตั้งแต่ปี 2561 ขณะที่มูลค่าการส่งออกและนำเข้ากลับเพิ่มขึ้นกว่า 40% ในช่วงเดียวกัน ทั้งนี้ ช่องว่างดังกล่าวถูกเติมเต็มด้วยการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นกว่า 45% ตั้งแต่ปี 2561 และเร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังของปี 2567 สะท้อนว่าไทยกำลังขยับบทบาทจากฐานการผลิตไปสู่ฐานการประกอบและแปรรูปขั้นปลายมากขึ้น ส่งผลให้มูลค่าการค้าเติบโตต่อเนื่อง แต่การสร้างมูลค่าเพิ่มภายในประเทศลดลง แม้ว่าการจ้างงานยังขยายตัวได้ก็ตาม
- เราปรับลดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2569 ลงมาอยู่ที่ 2.4% หลังตัวเลขเงินเฟ้อออกมาต่ำกว่าที่คาดอย่างต่อเนื่อง จากราคาน้ำมันที่ปรับลดลงเร็วกว่าสมมติฐานเดิม อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงต่อแนวโน้มเงินเฟ้อในระยะข้างหน้ายังอยู่ในด้านสูง โดยเงินเฟ้ออาจเร่งตัวเข้าใกล้ระดับ 5% ในช่วงไตรมาส 4/2569 ถึงไตรมาส 1/2570 หากราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลและแก๊สโซฮอล์ 95 ในประเทศทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 42 บาทต่อลิตร ทั้งนี้ เราได้ปรับเพิ่มประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2570 โดยมีปัจจัยสำคัญจากความเสี่ยงด้านอุปทานที่เกิดจากสภาพอากาศร้อนจัด ซึ่งอาจสร้างความเสียหายต่อผลผลิตภาคเกษตรและต้นทุนราคาอาหารให้สูงขึ้น รวมถึงราคาพลังงานที่คาดว่าจะยังทรงตัวในระดับสูง
- นอกจากนี้ เราได้ปรับลดประมาณการดุลบัญชีเดินสะพัดสำหรับปี 2569 และ 2570 ลงมาอยู่ที่ -1.3% และ 0.1% ของ GDP ตามลำดับ จากแนวโน้มดุลการค้าสินค้าที่อ่อนแอลง แม้ว่าดุลการค้าน้ำมันจะมีทิศทางปรับตัวดีขึ้นก็ตาม ข้อสังเกตสำคัญคือการเร่งตัวของการนำเข้าที่เกิดขึ้นในเกือบทุกหมวดสินค้าหลัก ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงอุปกรณ์และเครื่องจักรที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนในศูนย์ข้อมูล (Data Center) เท่านั้น โดยมีเพียงหมวดยานยนต์ที่การนำเข้าไม่ได้เร่งตัวเช่นเดียวกับหมวดอื่นๆ ขณะที่สินค้าส่วนใหญ่มีอัตราการเติบโตของการนำเข้าเกือบสองเท่าของระดับในปี 2568 ในระยะข้างหน้า เราประเมินว่าดุลการชำระเงินพื้นฐาน (Basic Balance of payment) ประกอบด้วยดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ จะยังคงขาดดุลเฉลี่ยราว 3.1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน สะท้อนแรงกดดันจากการนำเข้าสินค้าเพื่อการลงทุนที่ยังอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะการขาดดุลการค้าในหมวดเครื่องจักรและวัสดุที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างศูนย์ข้อมูล ซึ่งมีแนวโน้มยืดเยื้อและอาจรุนแรงขึ้นเมื่อโครงการเข้าสู่ระยะติดตั้งระบบภายใน (Fit-out phase) ส่งผลให้เกิดเงินทุนไหลออกเพิ่มเติมอีกราว 4.5-5.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ
- แม้ความไม่แน่นอนทางการค้าจะเพิ่มสูงขึ้นหลังการสิ้นสุดมาตรา 122 และการปรับขึ้นภาษีเป็น 12.5% ตามมาตรา 301 ด้านการใช้แรงงานบังคับ แต่ผลกระทบโดยตรงต่อการส่งออกสินค้าไทยยังมีจำกัด เนื่องจากอัตราภาษีเฉลี่ยที่แท้จริงเพิ่มขึ้นไม่ถึง 0.01% และสินค้าส่งออกไปสหรัฐฯ ราว 64% ยังคงได้รับการยกเว้นภาษี อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงสำคัญในระยะข้างหน้าอยู่ที่การทบทวนภายใต้มาตรา 301 ด้านกำลังการผลิตส่วนเกินเชิงโครงสร้าง ซึ่งครอบคลุมหลายอุตสาหกรรม อาทิ ชิ้นส่วนยานยนต์ เครื่องจักร และผลิตภัณฑ์ยาง ทั้งนี้ การเร่งสรุปข้อตกลงทางการค้าต่างตอบแทน (ART) โดยกระทรวงพาณิชย์ที่คาดว่าจะแล้วเสร็จภายในเดือนนี้ มีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการบรรเทาแรงกดดันต่อภาคการส่งออก

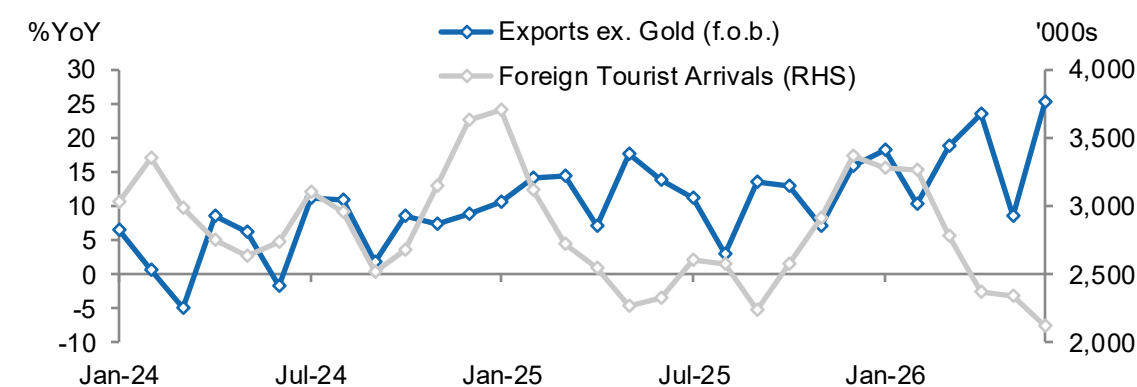
เศรษฐกิจไทยในเดือนมิถุนายนทรงตัวจากเดือนก่อน แม้จะได้รับแรงสนับสนุนจากมาตรการ “ไทยช่วยไทยพลัส” ที่ช่วยกระตุ้นการบริโภคในประเทศ และการส่งออกเร่งตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม ภาคการผลิตยังคงอยู่ในภาวะเปราะบางและฟื้นตัวได้อย่างจำกัด



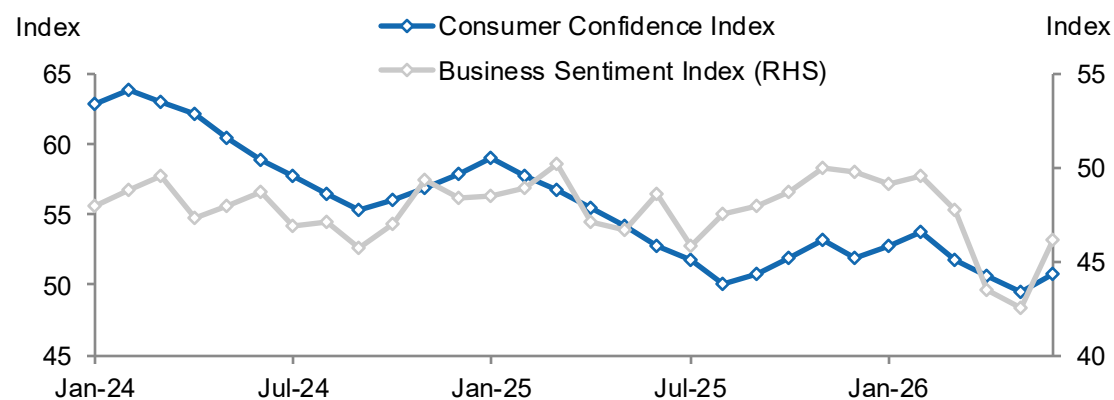
ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



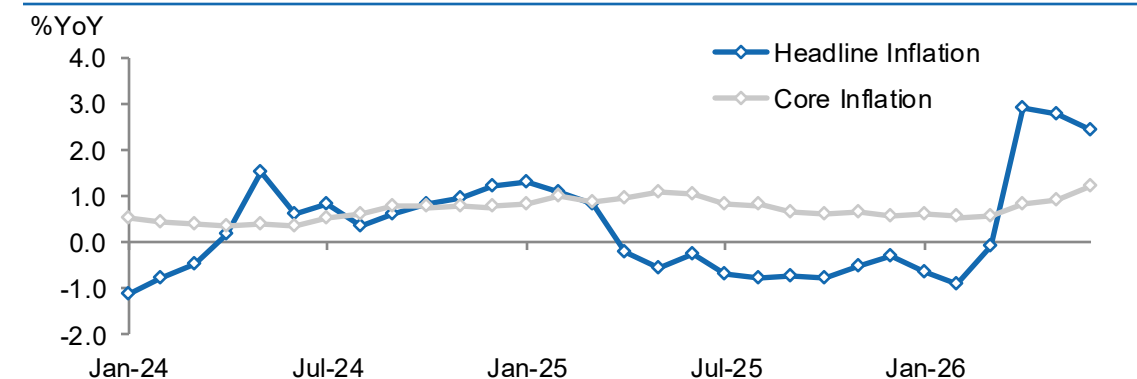
ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



ดัชนีความเชื่อมั่น



ดัชนีราคา

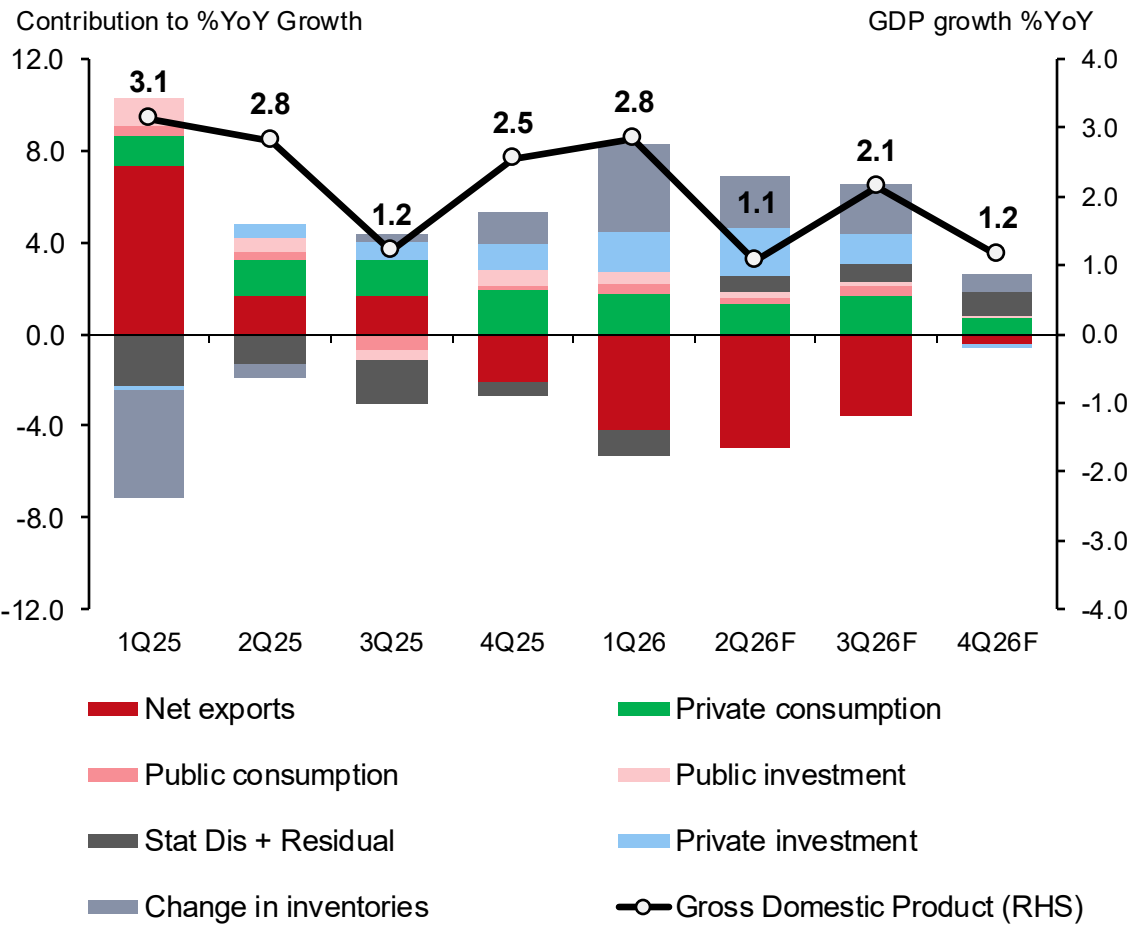


Source: BoT, UTCC, MoC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปัจจุบันเราคงประมาณ GDP ไทยไว้ตามเดิม โดยยังมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้นจาก
มาตรการแจกเงินสลดเฟส 2 และการเร่งตัวของการลงทุนภาคเอกชน



การประมาณการเศรษฐกิจไทย - กรณีสถาน



ตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคและสมมติฐานการคาดการณ์

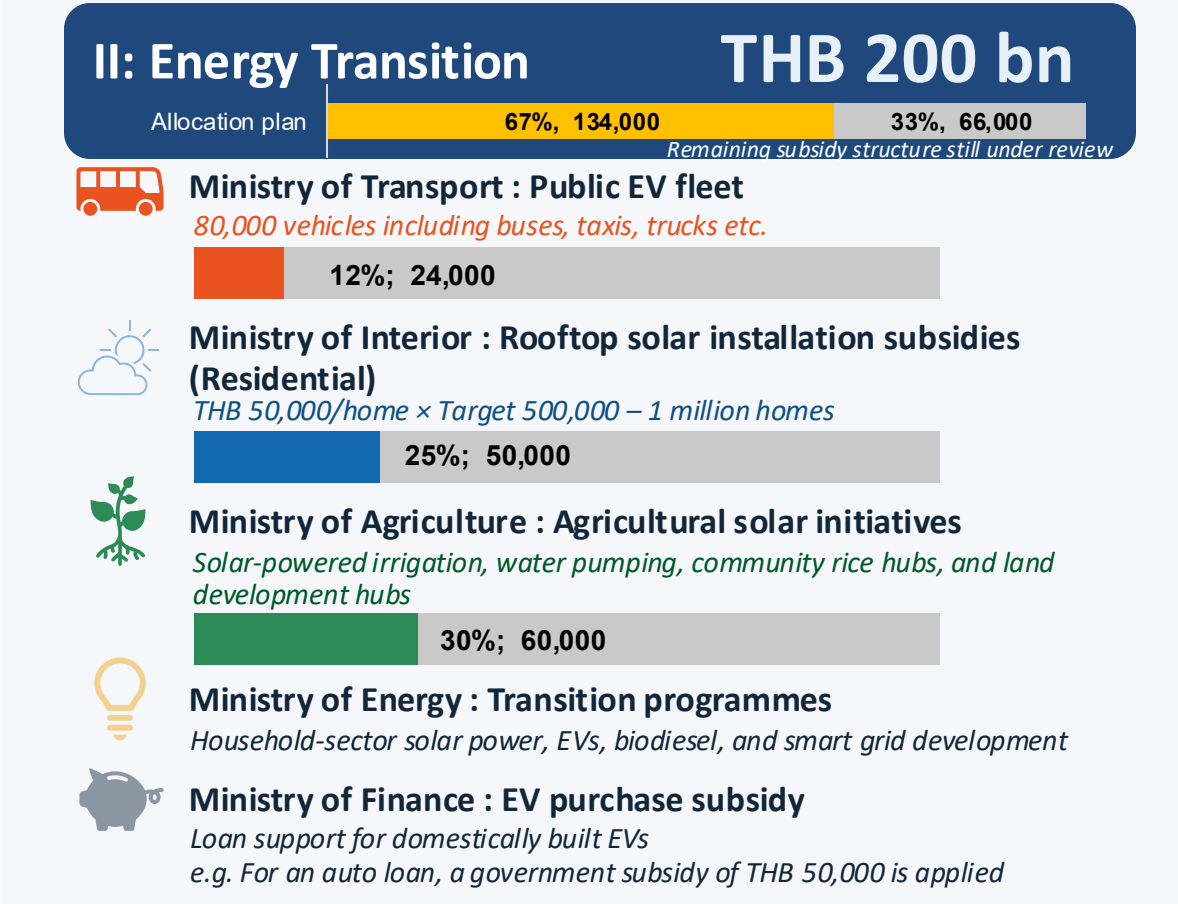
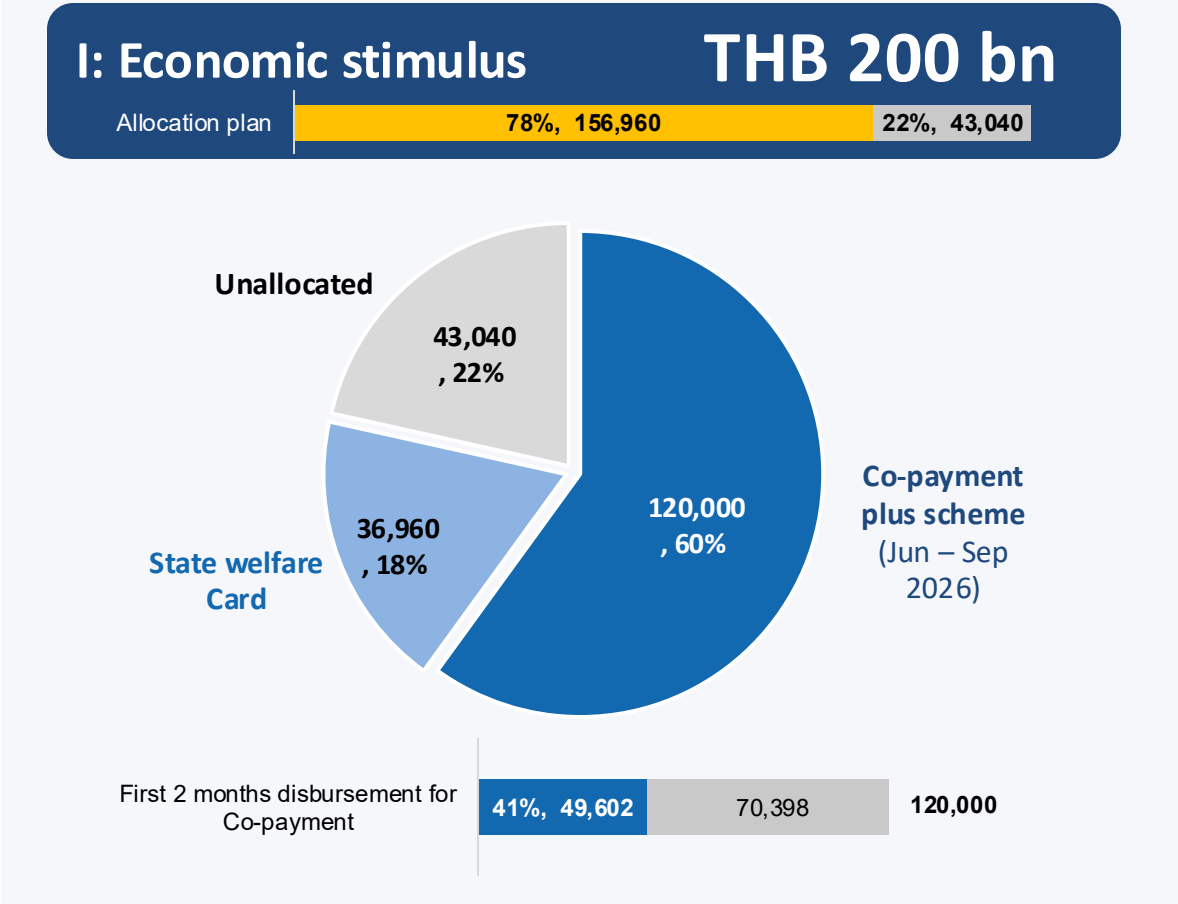
Indicators	Unit	2025	2026		2027	
			Latest	Previous	Latest	Previous
GDP	%	2.4	1.8	1.8	2.1	2.1
Private Consumption	%	2.7	2.3	2.3	1.7	1.7
Public Consumption	%	0.6	1.8	1.8	1.5	1.5
Private Investment	%	3.5	7.1	7.1	4.6	4.6
Public Investment	%	8.9	4.1	4.1	6.0	6.0
Exports (f.o.b)	%	12.0	13.9	13.3	6.3	6.8
Imports (f.o.b)	%	9.7	22.5	18.0	4.5	8.5
Tourist Arrivals	Million	32.9	32.0	32.0	33.5	33.5
CA Balance	%GDP	2.8	-1.3	0.7	0.1	0.2
Headline Inflation	%	-0.1	2.4	3.0	2.6	2.0
Core Inflation	%	0.8	1.1	1.5	1.4	1.4
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	69.0	90.0	90.0	90.0	90.0
Policy Rate (EoP)	%	1.25	1.00	1.00	1.50	1.50
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	32.9	33.2	33.0	33.6	33.5

Source: TISCO ESU (as of 14 August 2026)

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

แผนมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจนั้นมีความชัดเจนทั้งในด้านแผนงานและผลบวกต่อการบริโภค
ในปีนี้ ขณะที่มาตรการด้านพลังงานยังมีความไม่แน่นอน เนื่องจากยังอยู่ในขั้นตอนการพิจารณา

กรอบการจัดสรรงบประมาณสำหรับแผนฟื้นฟูเศรษฐกิจและสังคม ภายใต้ พ.ร.ก. เงินกู้ 4 แสนล้านบาท



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

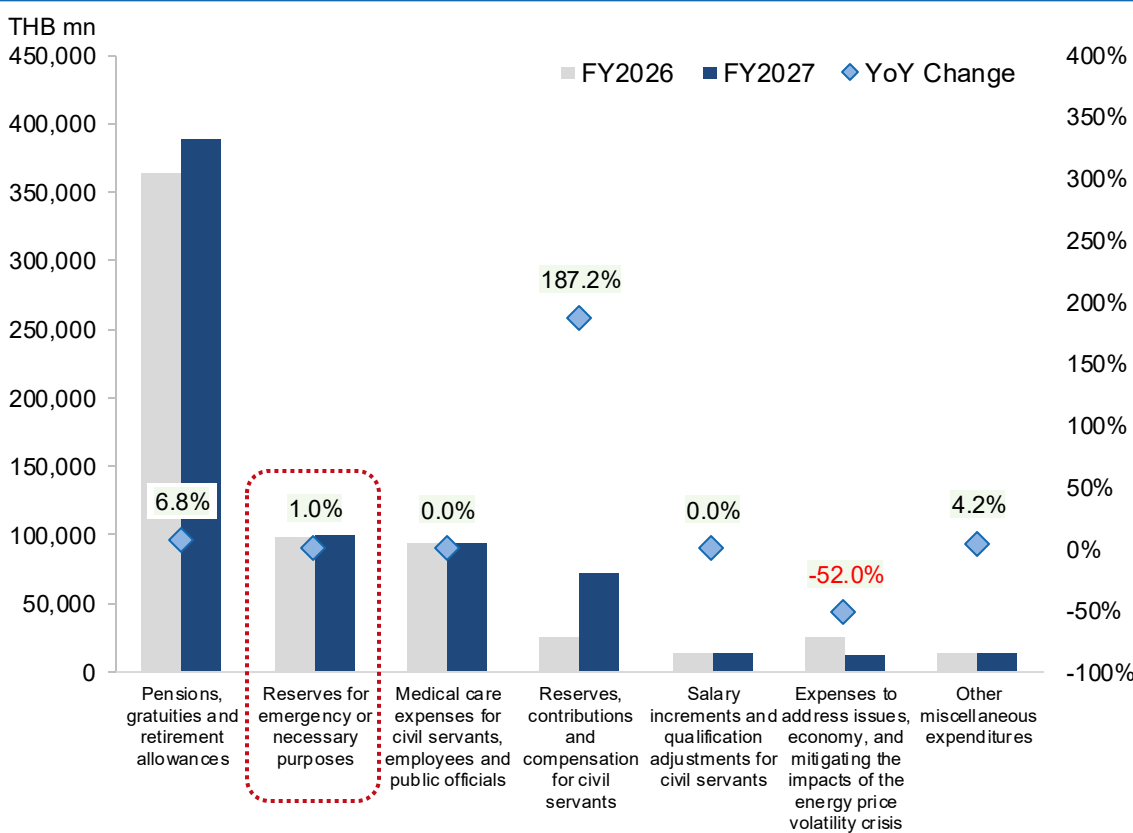
การต่ออายุมาตรการคนละครึ่งและไทยเที่ยวไทยพลัส ในช่วงไตรมาส 4 จะช่วยเพิ่มแรงหนุนต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และอาจเป็นปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่การปรับเพิ่มประมาณ GDP ปีนี้ ขึ้นเป็น 2%



ผลบวกที่อาจเกิดขึ้นต่อ GDP จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล

Package	2026 Scheme Period	Target (Mn people)	Budget (THB mn)	Budget-to-GDP ratio (%)	Contribution to GDP (%)
State welfare card	Jun-Sep	13.2	36,960	0.8	+0.3
60:40 Co-payment plus	I: Jun-Jul	Target: 30 Actual: 26 (87%)	49,601		
	I: Aug-Sep	30	70,398		
	II: Expected in Q4	n.a.	41,290 Est. (+12,300)	0.2 (0.3)	+0.1 - 0.2
Thai Tiew Thai Plus	Expected in Q4	0.5	1,750 Est.		
Total (Subject to potential additions from the 2027 central budget)			200,000 (+12,300*)	1.0 (1.1)	+0.5

โครงสร้างการจัดสรรงบประมาณกลาง จำแนกตามหมวดรายจ่ายหลัก



Note that: *A 3-month extension in 4Q26 for 30 mn people will require an estimated THB 75 bn (assuming the reimbursement rate tracks the first two months). This will be funded by THB 41.3 bn in unallocated funds (net of the Thai Tiew Thai Plus budget), THB 21 bn left over from Phase 1, and an additional THB 12 bn drawn from the central budget.

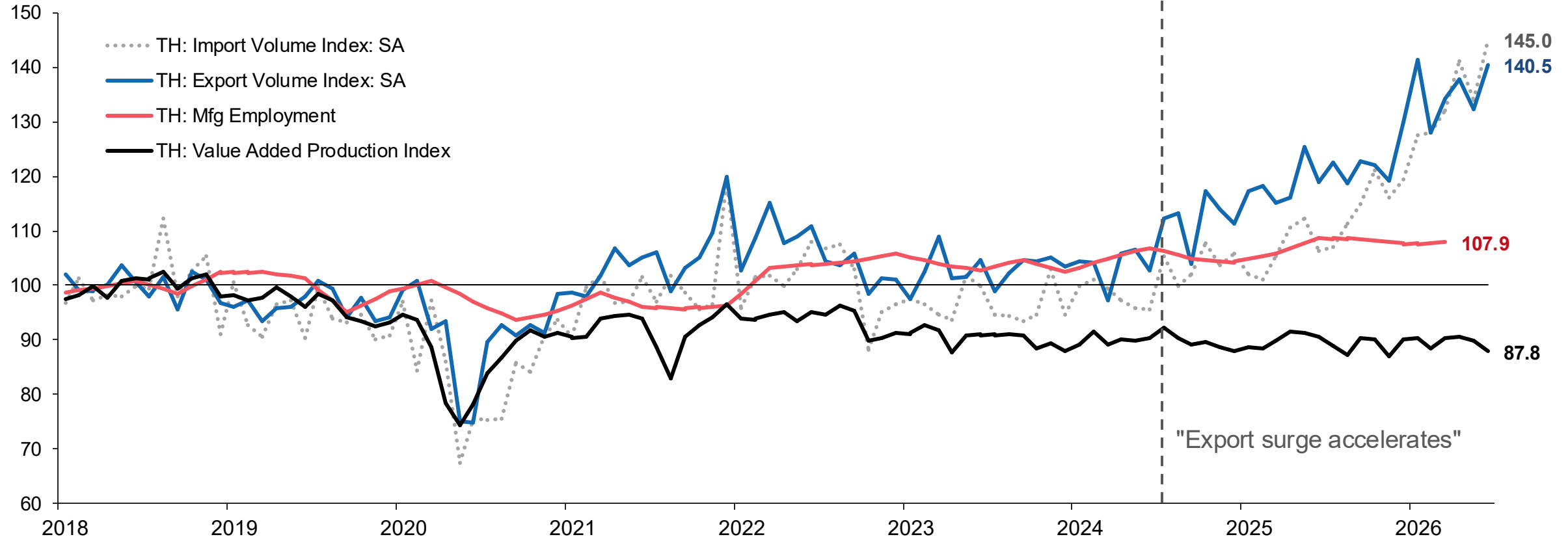
Source: Budget Bureau, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การค้าขยายตัว แต่ภาคการผลิตชะงัก: ภาคการผลิตของไทยกำลังหันมาพึ่งพาการประกอบและแปรรูปขั้นสุดท้ายมากขึ้น ขณะที่มูลค่าเพิ่มจากการผลิตลดลง



ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ปริมาณการส่งออก-การนำเข้า และการจ้างงาน

2018 Average = 100



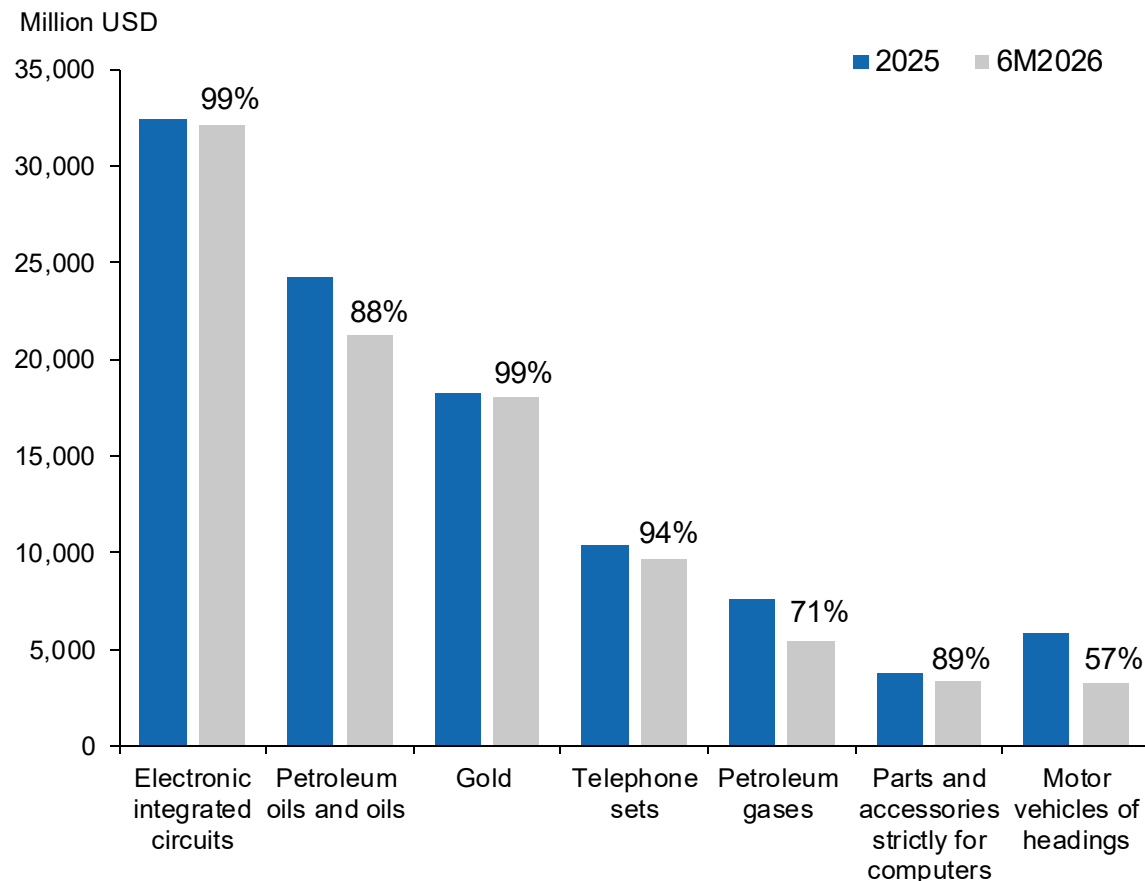
Note: Manufacturing Production Index (SA); 2016- and 2021-base vintages ratio-spliced on 2021 (overlap Jan-21 to Dec-23). NSO's Labour Force Survey is quarterly, disaggregated to monthly by linear interpolation intra-quarter months are interpolated, not observed; employment data as of Mar-26. "trade volume indices rebased from 2012=100"

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

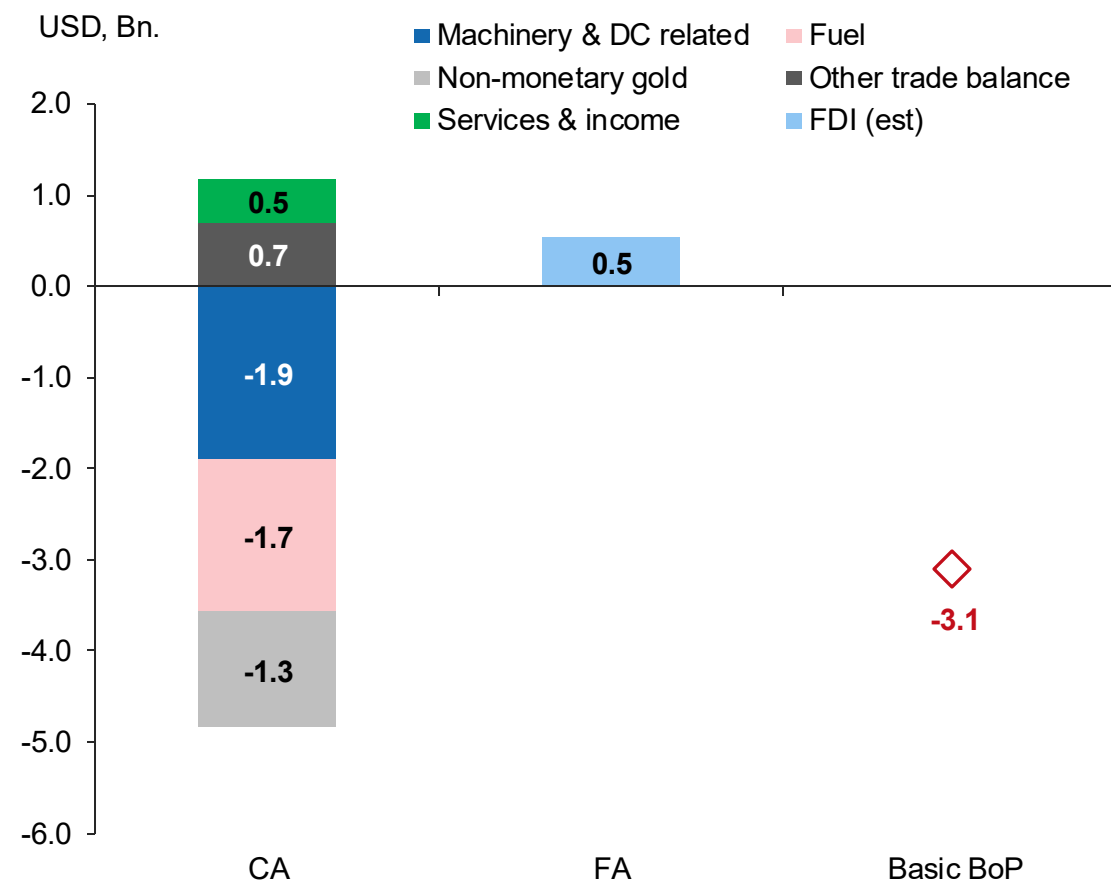
เสถียรภาพด้านต่างประเทศของไทยเผชิญแรงกดดันมากขึ้น จากการที่การนำเข้าเติบโตเร็วกว่าการส่งออกอย่างมีนัยสำคัญ (+33% vs. +16% YoY) ขณะที่เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ช่วยชดเชยการลดลงของดุลบัญชีเดินสะพัดได้เพียง 15% เท่านั้น



สินค้านำเข้าหลัก: 6M2569 เทียบกับปี 2568



การเปลี่ยนแปลงเฉลี่ยรายเดือนของดุลการชำระเงินขั้นต้น: 6M69 vs. 2568



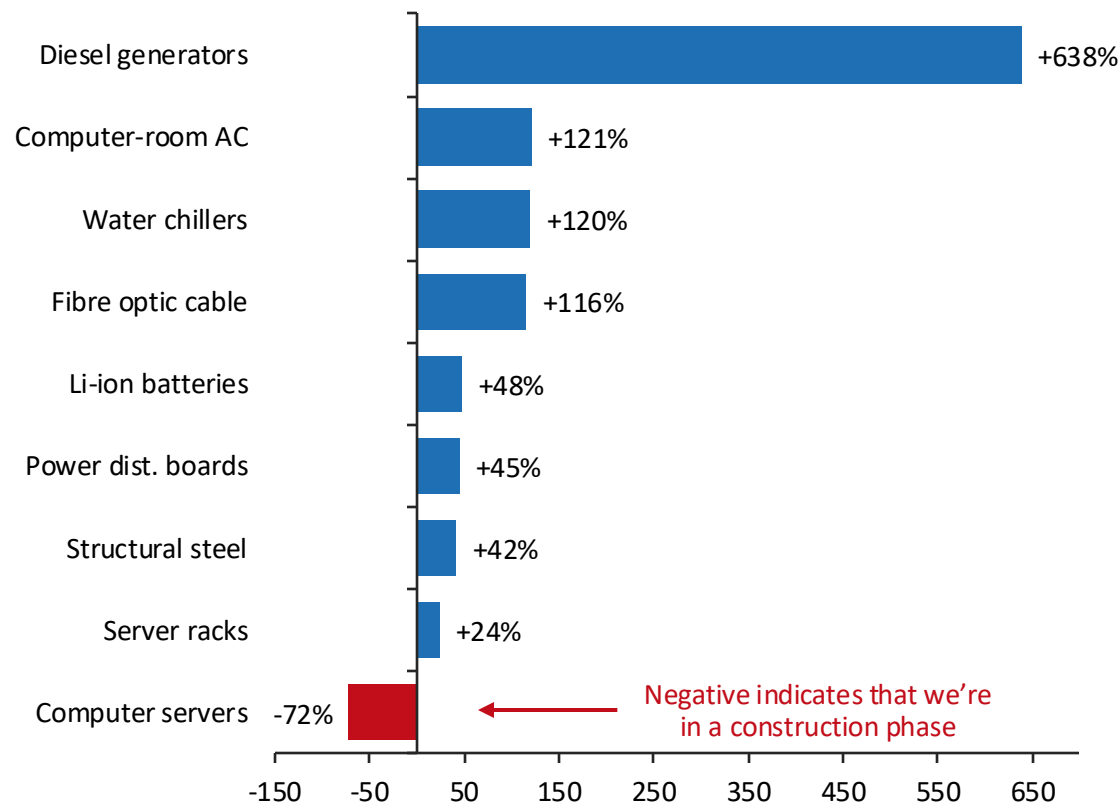
Note: FDI are estimated to grow by 35%YoY in 2026F, given surging BOI applications; actual BOP FDI in 1Q26 is weaker, Basic BoP = Current account + Net FDI, Using BOT's actual recorded net FDI of -0.59bn instead of the +0.55bn estimate, the Basic BoP would have dropped to about -4.25bn/month

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

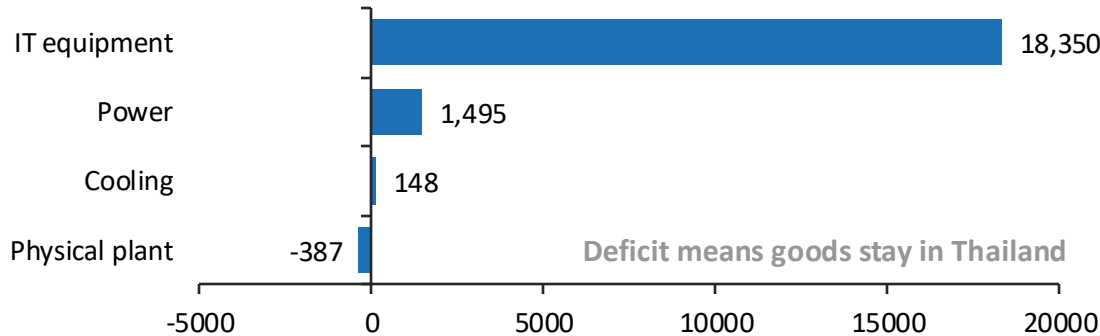
เราอยู่ในช่วงไหนของวัฏจักร? คำตอบคือน่าจะยังอยู่ในช่วงที่โครงการส่วนใหญ่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง
การนำเข้าสินค้าและวัสดุที่ใช้ในการก่อสร้างกำลังขยายตัวอย่างรวดเร็ว แต่ไม่ใช่สำหรับเซิร์ฟเวอร์



Import growth, Jan–May 2026 vs Jan–May 2025



ดุลการค้าจำแนกตามกลุ่มสินค้า (USD mn, ม.ค.–พ.ค. 2569)



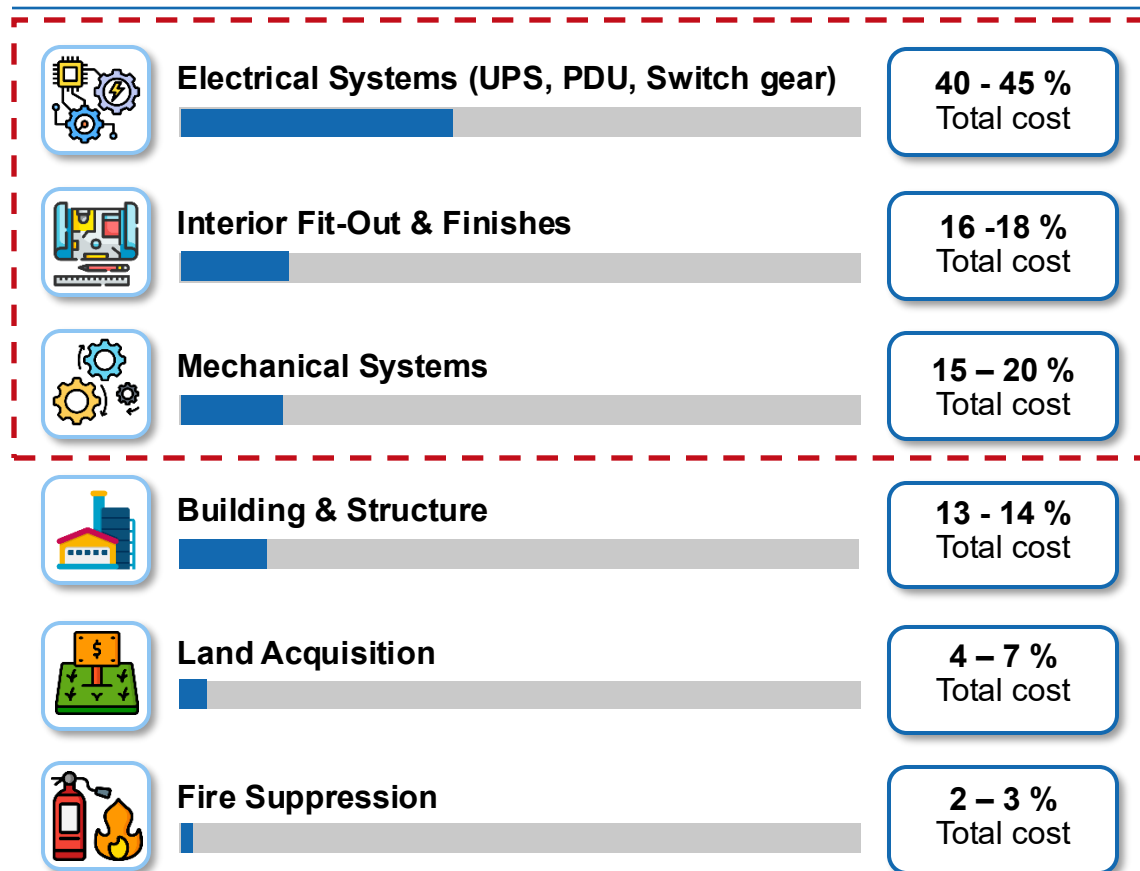
ปลายทางที่แท้จริงของสินค้าเหล่านี้คือที่ไหน? (USD mn, ม.ค.–พ.ค. 2569)

Infrastructure line	Imports	Exports	Balance
Li-ion accumulators	624	138	-487
Structural steel	564	164	-400
Diesel generating sets	281	14	-267
Water chillers	158	35	-122
Fibre optic cable	106	55	-52
Server racks	144	208	+64
Total	1,878	614	-1,263

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

ต้นทุนด้านระบบไฟฟ้าและงานติดตั้งภายในมีสัดส่วนราว 65% ของมูลค่า Data Center สะท้อนว่ามูลค่าการลงทุนส่วนใหญ่นั้นไหลออกไปยังต่างประเทศ

ประมาณการสัดส่วนรายจ่ายลงทุนเพื่อการก่อสร้าง Data Center (CAPEX)



ประมาณการการกระจายค่าใช้จ่ายที่ต้องเผชิญในอนาคต: จำลองสถานการณ์ภายใต้สมมติฐานที่กำหนด

BOI digital pipeline	\$33.0bn	applications, H1 2026
× 70% approved	\$23.1bn	historic approval rate
× 60% realised	\$13.9bn	pledges that become capex
× 65% equipment	\$9.0bn	equipment share of build
× 85% imported	\$7.7bn	total equipment imports

\$4.5–5.5bn 70% goes to IT equipment and 30% physical plant on typical build ratios

Actual servers import during 5M26 = **\$0.8bn**

Note: ¹permits and approvals process can overlap with several project phases
Source: flaticon, masst, UNComTrade, BOI, Author’s calculation, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ท่ามกลางโอกาสและความท้าทายด้านกฎระเบียบของประเทศเพื่อนบ้าน ไทยกำลังก้าวขึ้นเป็นทำเลชั้นนำ จากการขาดนโยบายด้านสาธารณสุขปโภคสำหรับ Data Center ที่เข้มงวด



ภาพรวมกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน Data Center: เปรียบเทียบระหว่างประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก

Issue	Australia	China	Hong Kong	India	Indonesia	Japan	Malaysia	Philippines	Singapore	South Korea	Taiwan	Thailand	Vietnam
Power Access	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Water Access	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Land: Ease of Acquiring	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Telecommunications Regulations	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
FDI: Accessibility for Foreigners	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Incentives	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Data Protection & Cyber Security	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Critical Infrastructure Regulations	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Data Localisation	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
ESG Reporting & Compliance	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

Status / Regulation ● Little to no regulation, or investment-friendly ● Standard regulation across markets ● Some hurdles, but manageable with compliance ● Significant restrictions or hurdles

Source: Mallesons, APAC Data Centre Regulatory Guide (July 2025), TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แต่การลงทุนใน Data center ที่หลังไหลเข้ามามาก ทำให้ BOI ต้องเร่งปรับเปลี่ยนเกณฑ์การคัดกรองด้านทรัพยากรและสิ่งแวดล้อมให้เข้มงวดขึ้นเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืน

4 เภทใหม่ภายใต้การพิจารณาของ BOI สำหรับการคัดกรองการลงทุน Data Center



I: Tangible Benefits for Thailand

- Human Capital:** Mandating high-skilled employment, tech transfer, and academic partnerships to train Thai engineers
- Domestic Supply Chain Integration:** Promoting local equipment procurement and SME integration
- AI Ecosystem:** Requiring the allocation of computing power and affordable cloud services



II: Energy Readiness and Security

- Implement higher electricity rates:** Data Centers are reclassified by the NEPC as a distinct user group to apply higher rates reflecting actual grid costs
- Mandating a "Bank Guarantee for electricity usage" to effectively screen for genuine investors,** while simultaneously promoting the adoption of clean energy (Green DCs)



III: Water Resource Management

Evaluating,

- Cooling system technologies**
- Water recycling initiatives**
- The implementation of higher water tariff rates**

This is to ensure zero adverse impacts on the agricultural sector and local communities, particularly during the dry season



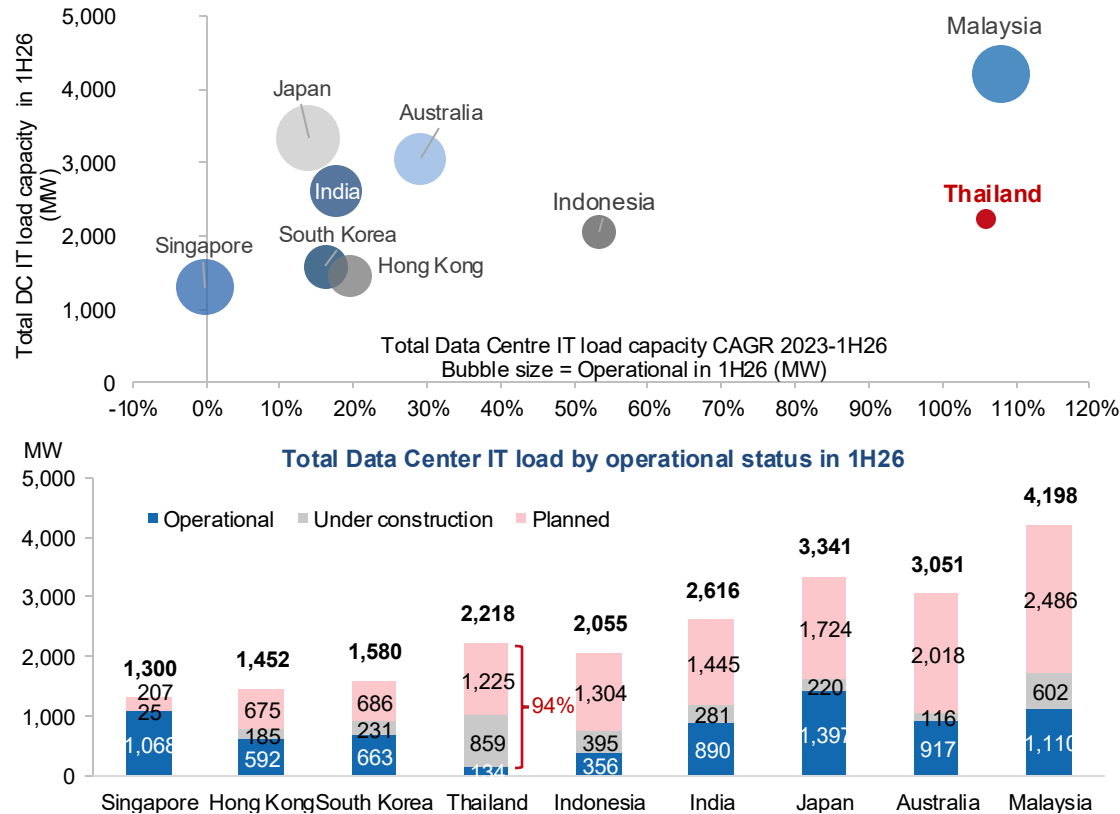
IV: Environmental Impacts

- Impact Controls:** Enforcing lifecycle controls on urban planning, fire safety, noise pollution, heat emissions, and wastewater
- Strategic Zoning:** Accelerating the development of a power grid potential map and an irrigation system map (Power & Water maps) to establish appropriate and strategic zoning

☒ Value creation for Thailand

☐ Addressing energy, water, and environmental limitations

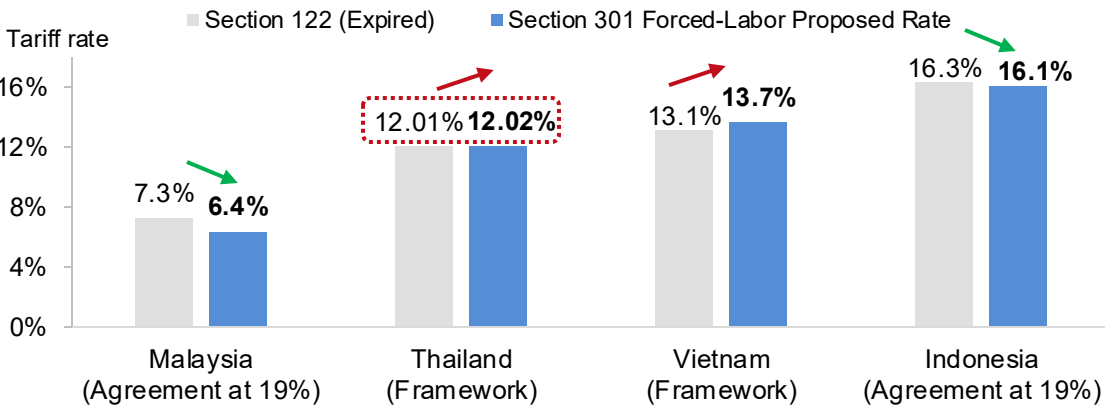
การเติบโตและขนาดของ Data Center ในกลุ่มประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก



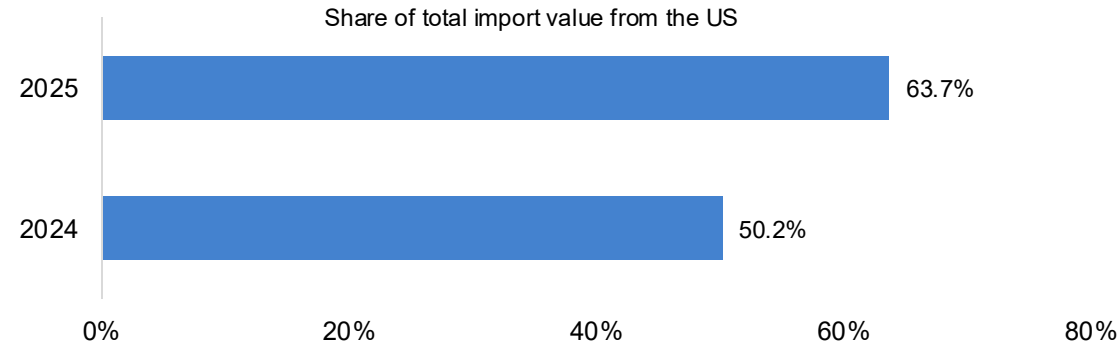
Source: Press, Cushman&Wakefield, Asia Pacific Data Center H12026, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประเด็นการสืบสวนด้านการก่้างการผลิตส่วนเกินเชิงโครงสร้างตามมาตรา 301 อายกระดับความเสี่ยงทางการค้าไทยขึ้นไปอีก

อัตราภาษีเฉลี่ยที่แท้จริงภายใต้มาตรา 122 เทียบกับมาตรา 301 ด้านการใช้แรงงานบังคับ ในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจอาเซียน/1



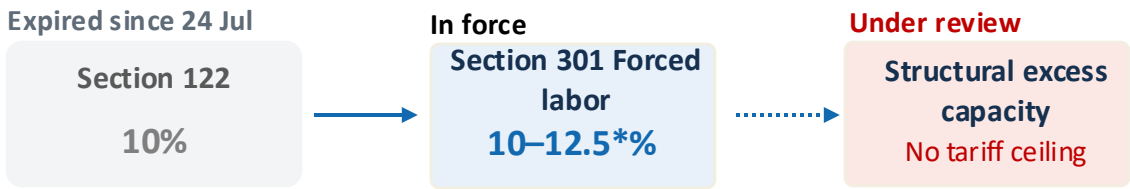
สัดส่วนมูลค่าการนำเข้าของสหรัฐฯ จากไทยที่รับการยกเว้นภาษีตามมาตรา 301 ด้านการใช้แรงงานบังคับ และมาตรา 232



Note that: 1/These calculated tariff rates differ from Global Trade Alert (GTA) due to varying assumptions regarding HS 8471 (data processing machines). GTA categorizes them as Section 232 auto parts subject to a 25% tariff. However, the TDRI assumes these ASEAN exports to the US are primarily electronic components (like HDDs) and classifies them as exempt from Sections 232, 301, and 122.

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

ความสำคัญเชิงกลยุทธ์ของการบรรลุข้อตกลงการค้าต่างตอบแทน (ART) ที่ 19%



Key Topics in Trump's Trade Agreements

- 1

Nontariff barriers (NTBs)

- US motor vehicle safety and emissions standards, pharmaceuticals & medical-device certificates, Ethanol import permits, Agri-food access
- 2

Digital trade

- Commits to address digital barriers; digital service tax eliminate
- 3

Economic security

- Third-party unfair trade practices, supply-chain resilience, export controls, investment screening, duty-evasion enforcement
- 4

Purchase commitment

- Aircraft and energy products, plus the critical-minerals MOU
- 5

Labor standards

- Thailand to finalize international labor commitments
- 6

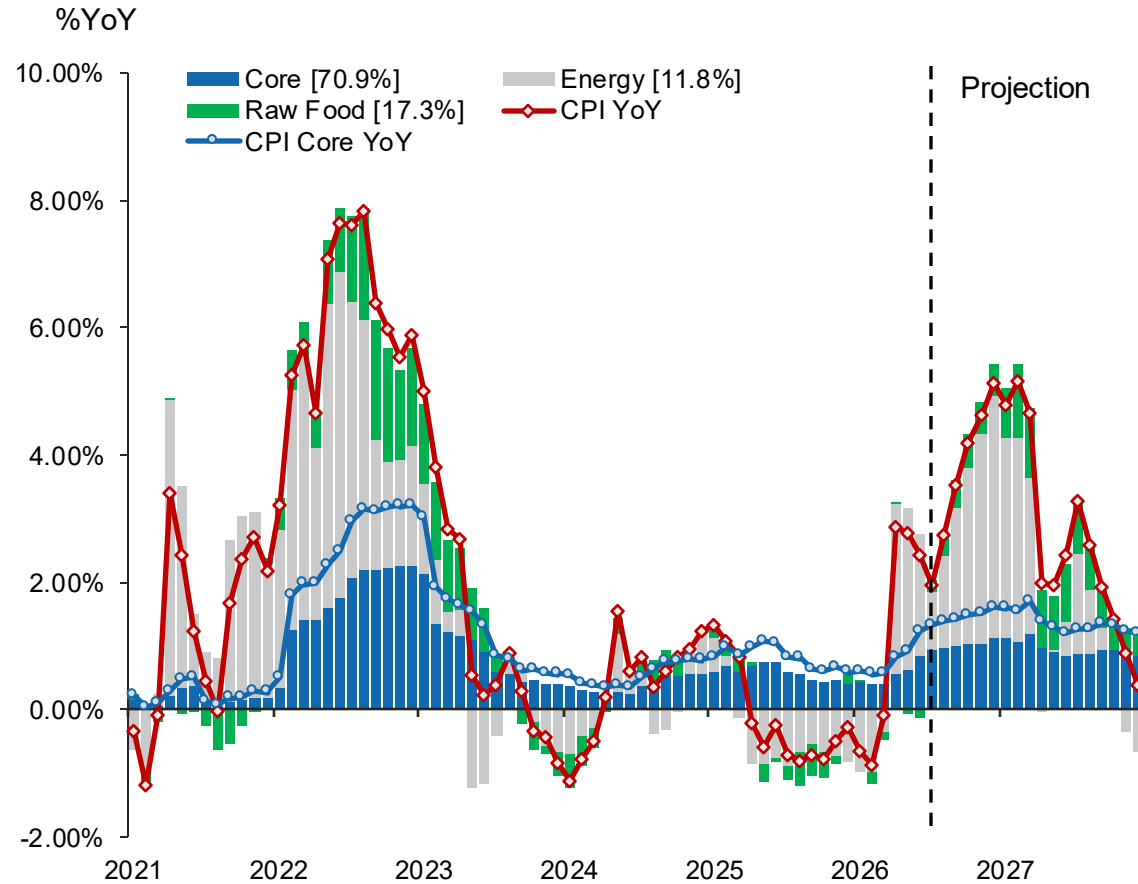
Environmental standards

- Maintain high standards, inc. implementation of the WTO Agreement on Fisheries Subsidies

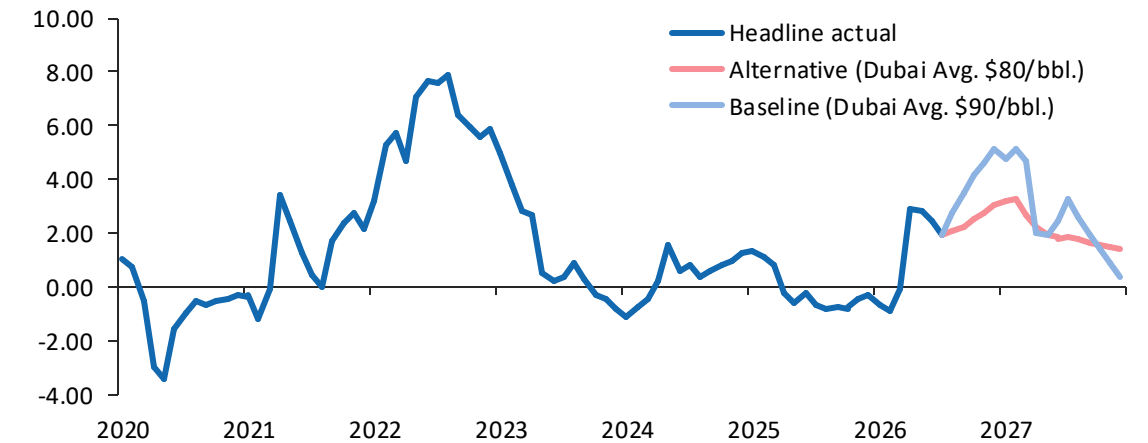
เราปรับลดประมาณการเงินเพื่อทั่วไปและเงินเพื่อพื้นฐานในปี 2569 ลงเหลือ 2.4% และ 1.1% ตามลำดับ จากอุปสงค์ที่อ่อนแอและการแทรกแซงราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศ



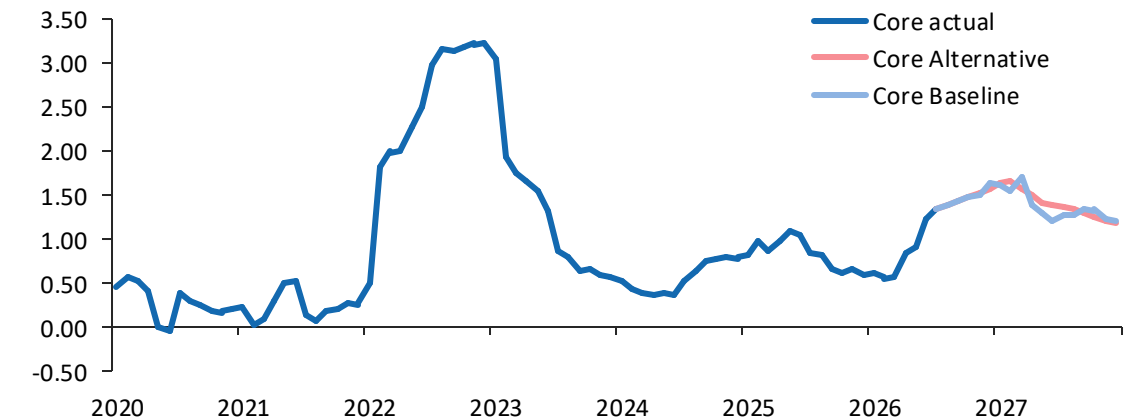
องค์ประกอบที่มีผลต่ออัตราเงินเฟ้อของไทย: ข้อมูลจริงและคาดการณ์



คาดการณ์เงินเพื่อทั่วไป



คาดการณ์เงินเพื่อพื้นฐาน



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

Fed เสี่ยงบั่นทอนเสถียรภาพของตลาดซ้ารอยปี 2022 หากไม่ยอมขึ้นดอกเบี้ย นานเกินไป (Overly Dovish) จนตลาดกังวลว่าเงินเฟ้อจะลุกลามบานปลาย



สถิติการปรับดอกเบี้ยกว่า 55 ปีชี้ว่า ประธาน Fed 6 จาก 7 ท่านล่าสุดมีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยหากต้องเผชิญสถานการณ์เดียวกับวันนี้

- เราประเมินว่ามีโอกาสค่อนข้างสูงที่ Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในการประชุมเดือน ก.ย.-ต.ค. นี้ หลังความน่าเชื่อถือของธนาคารกลางถูกกดดันจากการที่ประธาน Fed ส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบาย (Dovish) มากกว่าที่ตลาดคาด ส่งผลให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield Curve) กลับมาชันขึ้นอย่างรวดเร็ว
- ข้อมูลล่าสุดสะท้อนว่าตลาดแรงงานยังแข็งแกร่ง (ISM Employment) ขณะที่แรงกดดันด้านเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูง (ISM Prices Paid) ซึ่งเป็นภาวะที่ใกล้เคียงกับช่วงที่ Fed เลือกดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดในอดีต โดยดัชนี Composite ซึ่งรวมตัวชี้วัดทั้งสองด้านเข้าด้วยกันบ่งชี้ว่าหาก Fed ตัดสินใจปรับดอกเบี้ย จะมีโอกาสประมาณ 3 ใน 4 ที่การตัดสินใจจะเป็นการ “ขึ้น” ดอกเบี้ย
- แม้ Fed ที่มีท่าทีผ่อนคลายเป็นอาจช่วยหนุนสินทรัพย์เสี่ยงในระยะสั้น แต่หาก Fed ปรับนโยบายล่าช้ากว่าภาวะเศรษฐกิจ (Behind the Curve) มากเกินไป จะเสี่ยงต่อเสถียรภาพของตลาดในวงกว้าง ดังเช่นในปี 2022 ที่ดัชนี S&P 500 ปรับตัวลงต่อเนื่อง หลังส่วนต่างระหว่าง Bond yield อายุ 2 ปีกับอัตรา SOFR ถ่างเกินระดับ 70bps

หาก Fed ยังคงจุดยืนที่ผ่อนคลายนานเกินไป อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (US10Y) อาจปรับขึ้นสู่ระดับ 5-6%

- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 10 ปี ยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ โดยตลาดยังคงสะท้อนสมมติฐานว่าเศรษฐกิจสหรัฐ จะกลับเข้าสู่ภาวะ "Two-Two" หรือการเติบโตที่แท้จริงราว 2% พร้อมเงินเฟ้อราว 2% อย่างไรก็ดี วัฏจักรการลงทุนด้าน AI (AI Capex) และข้อจำกัดด้านอุปทาน ทำให้ตลาดเริ่มตั้งคำถามต่อสมมติฐานดังกล่าว ทั้งนี้ หาก Fed ถูกมองว่ายอมปล่อยให้เงินเฟ้อค้างอยู่ในระดับสูง เราประเมินว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวมีโอกาสปรับขึ้นได้อีกมาก

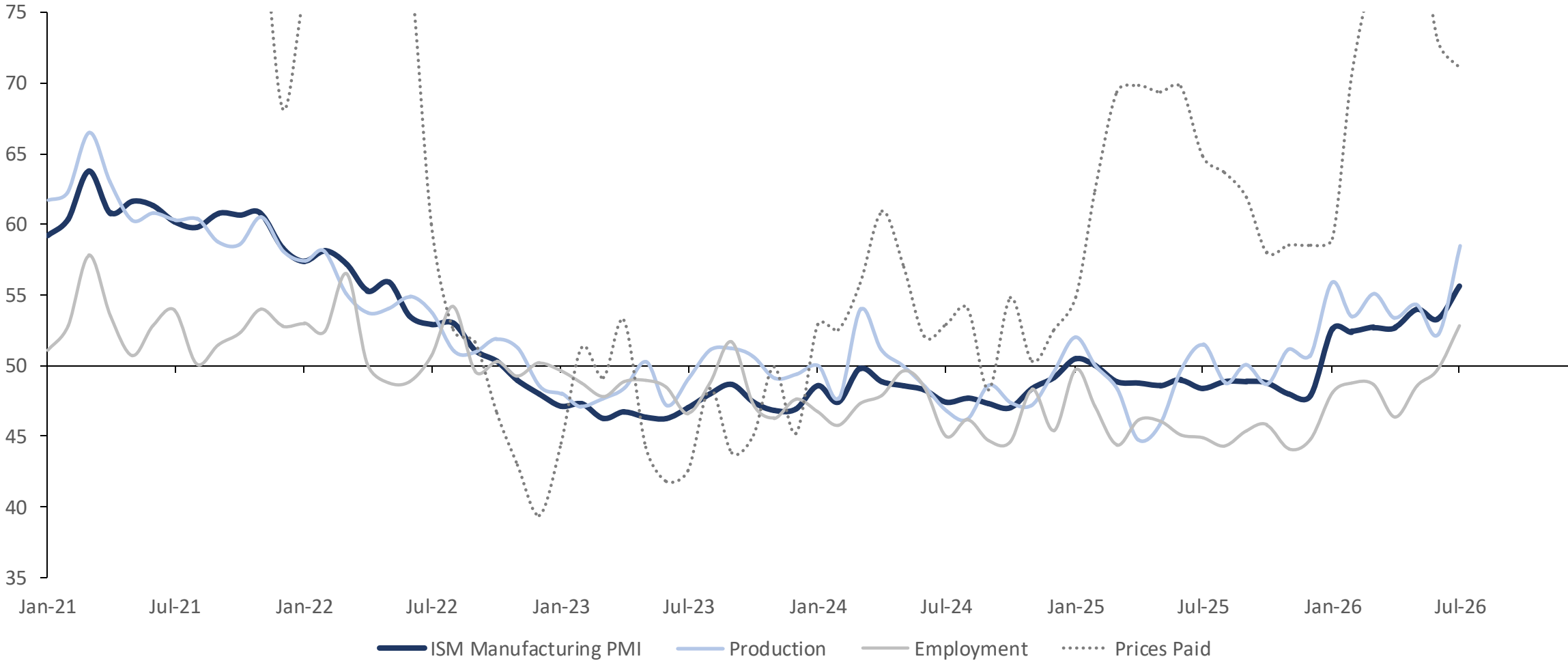
ท่ามกลางเศรษฐกิจที่ยังขยายตัวควบคู่กับความผันผวนที่อยู่ในระดับสูง เรายังคงให้น้ำหนักกับการเลือกลงทุนในสินทรัพย์ที่ช่วยกระจายความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพ

- กำไรของบริษัทในดัชนี S&P 500 ในไตรมาส 2/2026 ยังเติบโตอย่างแข็งแกร่ง แม้จะตัดรายการกำไรพิเศษ (Other Income) ออกแล้วก็ตาม ส่งผลให้ส่วนต่าง Forward P/E ระหว่างตลาดหุ้นสหรัฐ กับดัชนี MSCI World ex-US ลดลงสู่ระดับต่ำที่สุดในรอบ 6 ปี
- เรายังให้น้ำหนักการลงทุน (Overweight) ในกลุ่มพลังงาน (Energy) ซึ่งมีการเติบโตของกำไรโดดเด่นที่สุดใน S&P 500 โดยไตรมาส 2 ปี 2026 เติบโตถึง 147% YoY จากแรงหนุนของการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานพลังงาน ควบคู่กับกลุ่มซอฟต์แวร์ (Software) ซึ่งทำหน้าที่ป้องกันความเสี่ยง (Hedge) ได้ดีในช่วงที่หุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์เผชิญแรงขาย

ภาคการผลิตสหรัฐฯ ส่งสัญญาณฟื้นตัวชัดเจน สะท้อนผ่านดัชนี ISM ที่แตะระดับสูงสุดตั้งแต่ปี 2022



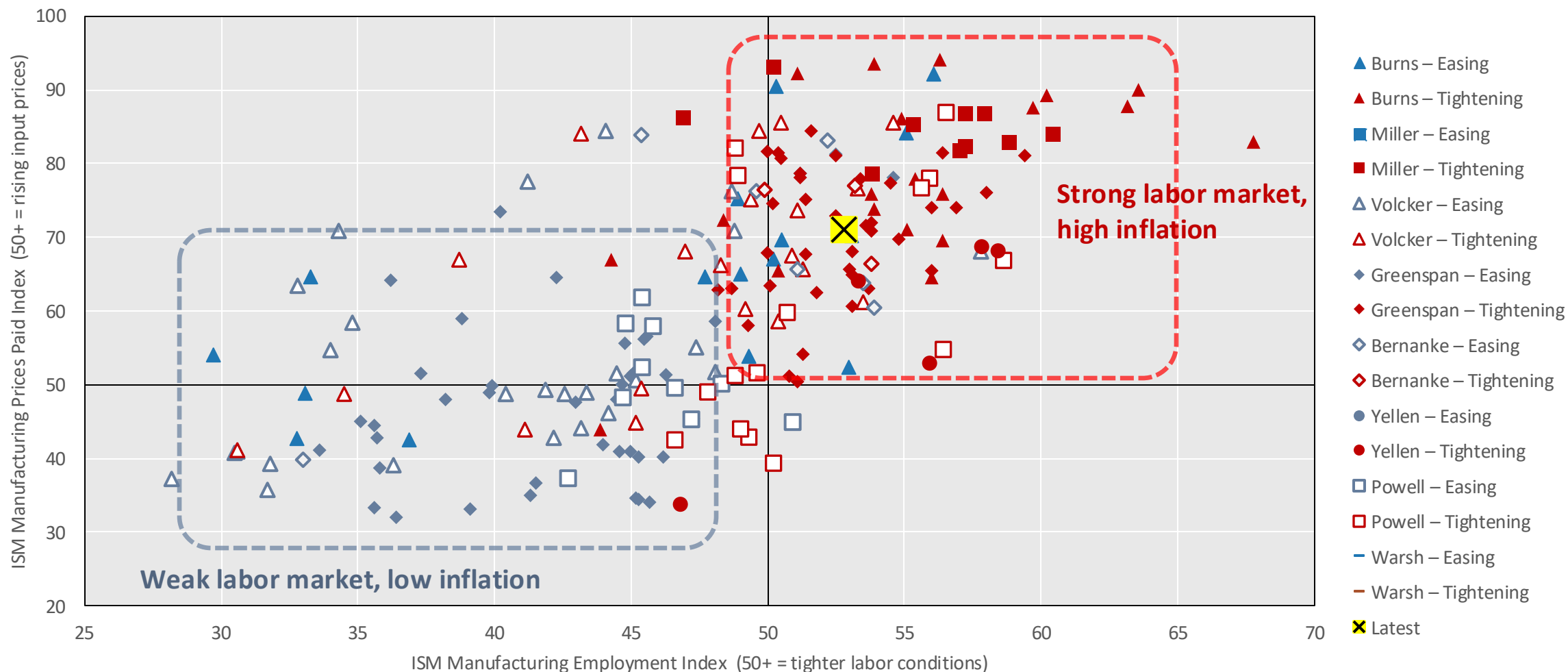
ISM Manufacturing PMI



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

ข้อมูล ISM ภาคอุตสาหกรรมชี้ถึงตลาดแรงงานที่ฟื้นตัว ขณะที่แรงกดดันด้านเงินเฟ้อยังคงอยู่ในระดับสูง ซึ่งมีลักษณะสอดคล้องกับช่วงที่ Fed ดำเนินนโยบายการเงินแบบเข้มงวดในอดีต

Fed Policy Across Manufacturing Labor and Price Conditions, 1971 - Present



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

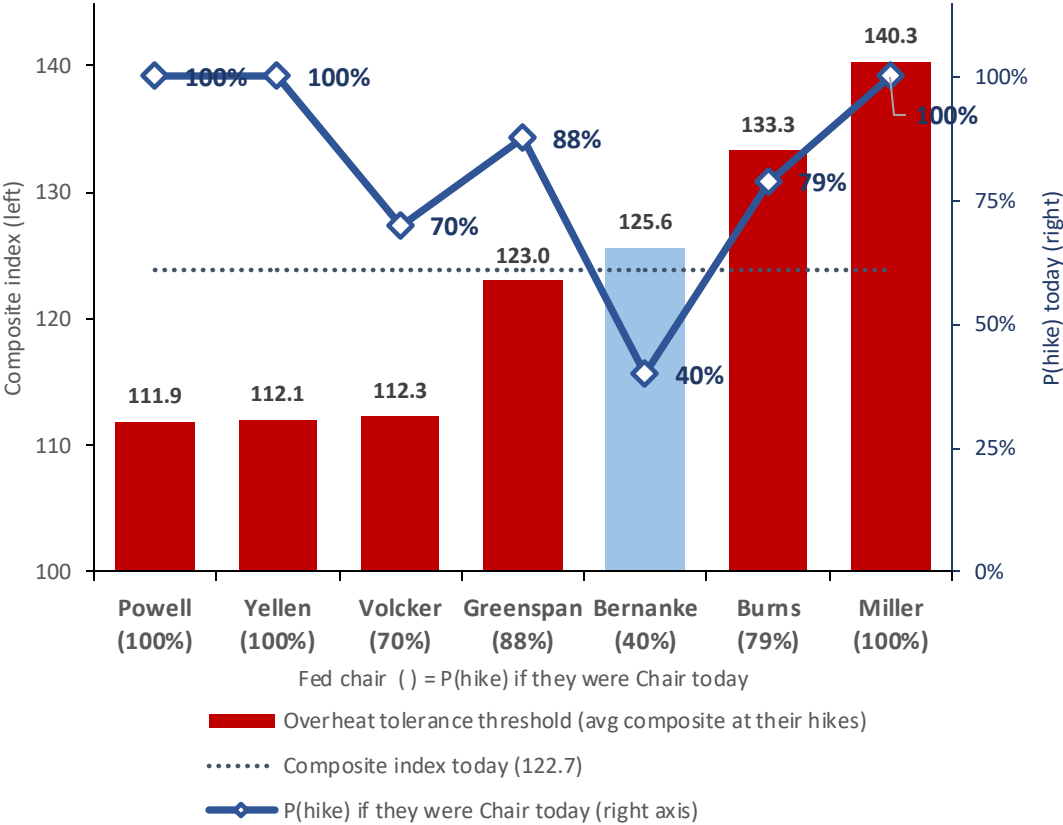
สถิติการดำเนินนโยบายการเงินย้อนหลังกว่า 55 ปี บ่งชี้ว่าประธาน Fed 6 จาก 7 ทำหน้าที่ได้ดี มีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยหากเผชิญสถานการณ์เดียวกับปัจจุบัน



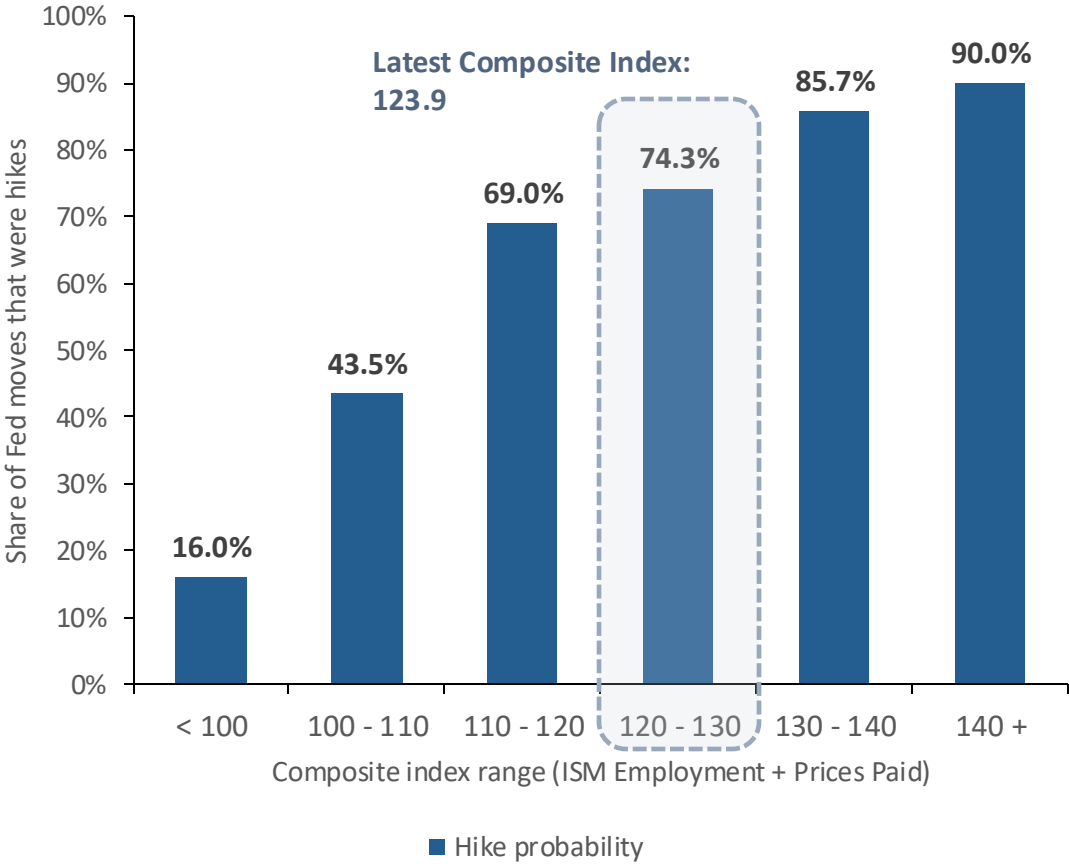
ประธาน Fed เกือบทุกท่านมีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย หากต้องเผชิญกับภาวะเศรษฐกิจเช่นเดียวกับในปัจจุบัน ยกเว้น Ben Bernanke ซึ่งดำรงตำแหน่งในช่วงวิกฤตการเงินโลกปี 2008

ดัชนี Composite ซึ่งสะท้อนทั้งภาวะเงินเฟ้อและตลาดแรงงาน บ่งชี้ว่าหาก Fed ตัดสินใจปรับดอกเบี้ย จะมีโอกาสประมาณ 3 ใน 4 ที่การตัดสินใจจะเป็นการ “ขึ้น” ดอกเบี้ย

Overheat tolerance threshold by Fed chair — average composite index (ISM Employment + Prices Paid) at their hike months vs today's 123.9

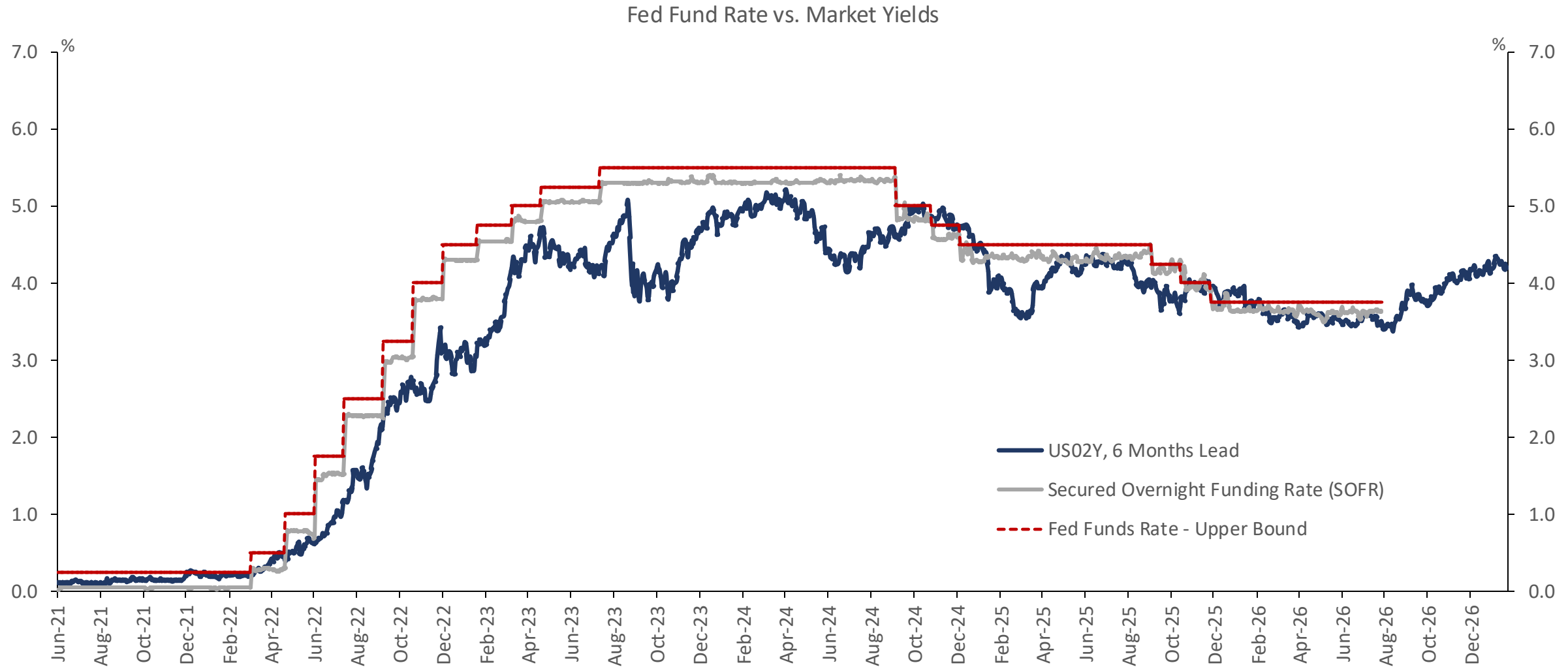


Hike probability by composite index range (all chairs, 1970-present)



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

ทิศทางของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 2 ปี สะท้อนความเป็นไปได้ที่ Fed จะปรับ
ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมเดือน ก.ย. – ต.ค. 2026



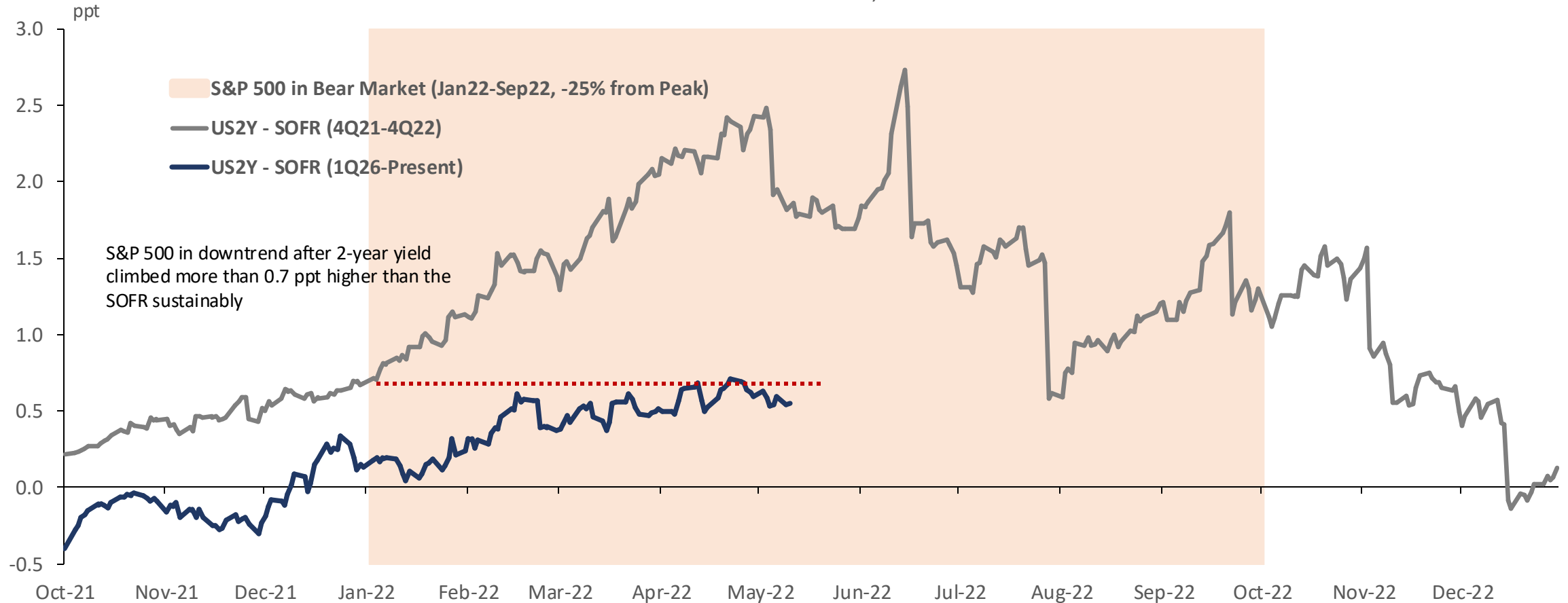
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เมื่อส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 2 ปี กับ SOFR ขยายตัวเกินระดับปกติอย่างต่อเนื่อง ตลาดหุ้นมีแนวโน้มเผชิญแรงกดดันเพิ่มขึ้น ดังเช่นในปี 2022 ที่ S&P 500 ปรับฐานลงไปกว่า 25%



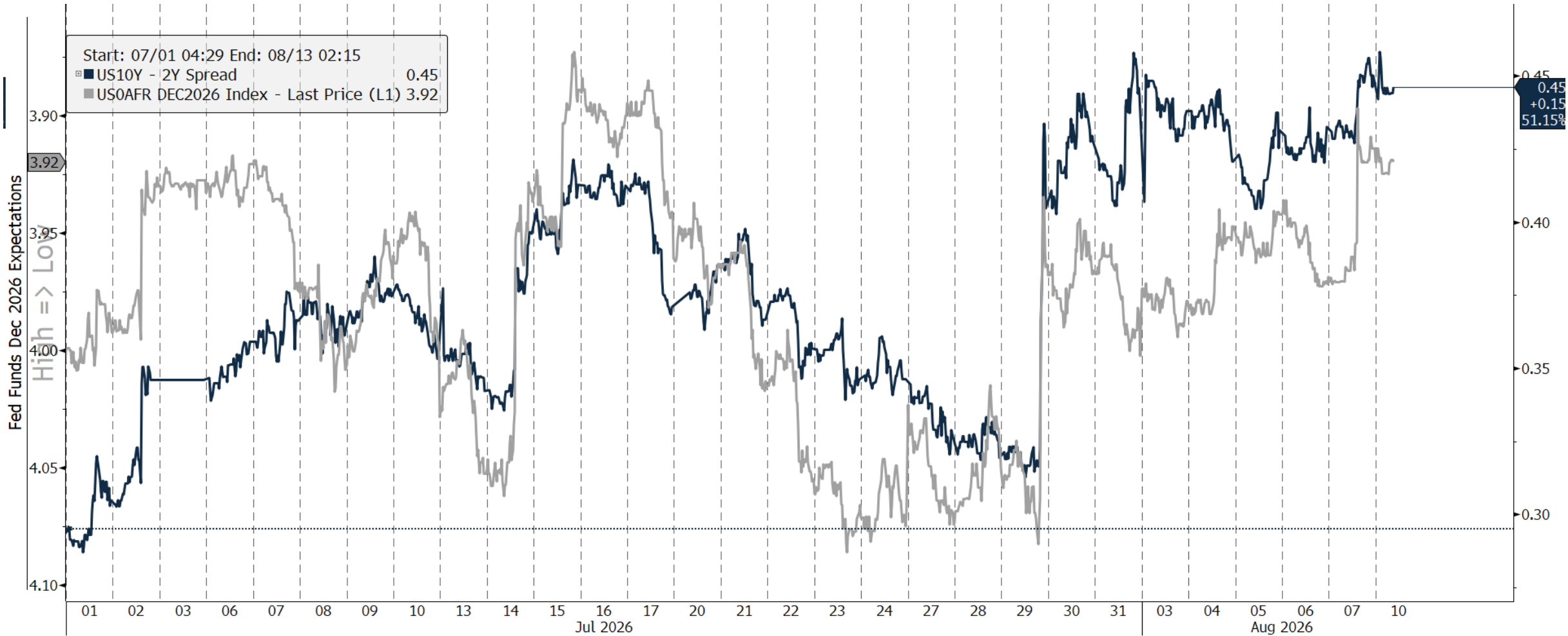
หาก Fed ดำเนินนโยบายการเงินล่าช้ากว่าภาวะเศรษฐกิจ (Behind the Curve) จนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปี ปรับสูงขึ้นเมื่อเทียบกับ SOFR เป็นระยะเวลานาน อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพของตลาดการเงินและเพิ่มความผันผวนของสินทรัพย์เสี่ยง

US2Y Deviation from SOFR, 2022 vs. 2026



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

ถ้อยแถลงของ Kevin Warsh ที่ผ่อนคลายกว่าคาด ทำให้ตลาดเปลี่ยนมุมมองต่อทิศทางดอกเบี้ยของ Fed อย่างรวดเร็ว นักลงทุนจึงเร่งปิดสถานะเก็งกำไรในพันธบัตร (Yield-Flattening Trade) ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวพุ่งขึ้นสวนทางกับอัตราผลตอบแทนระยะสั้นที่ปรับลดลง



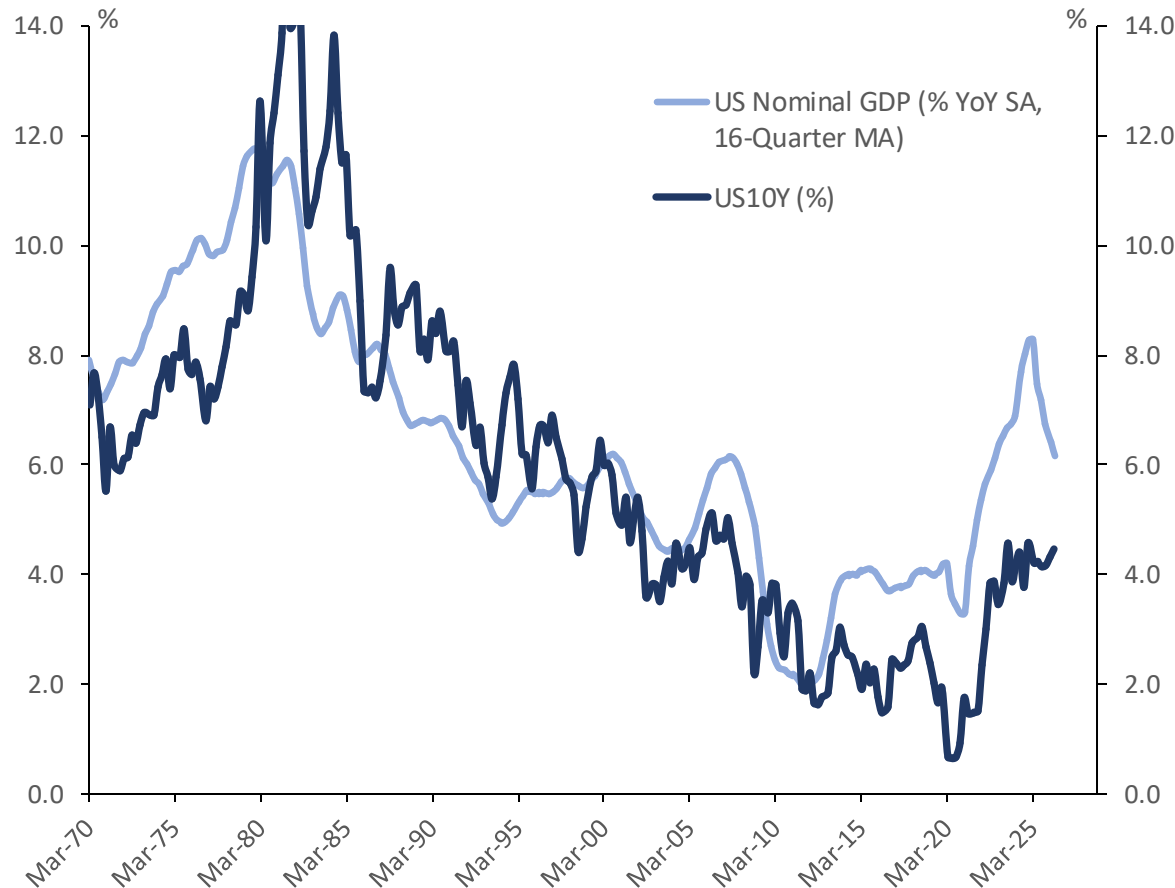
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 10 ปี (US10Y) ยังอยู่ในระดับต่ำ เมื่อเทียบกับแนวโน้ม GDP แม้เทียบกับช่วงที่ Fed ดำเนินมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE)

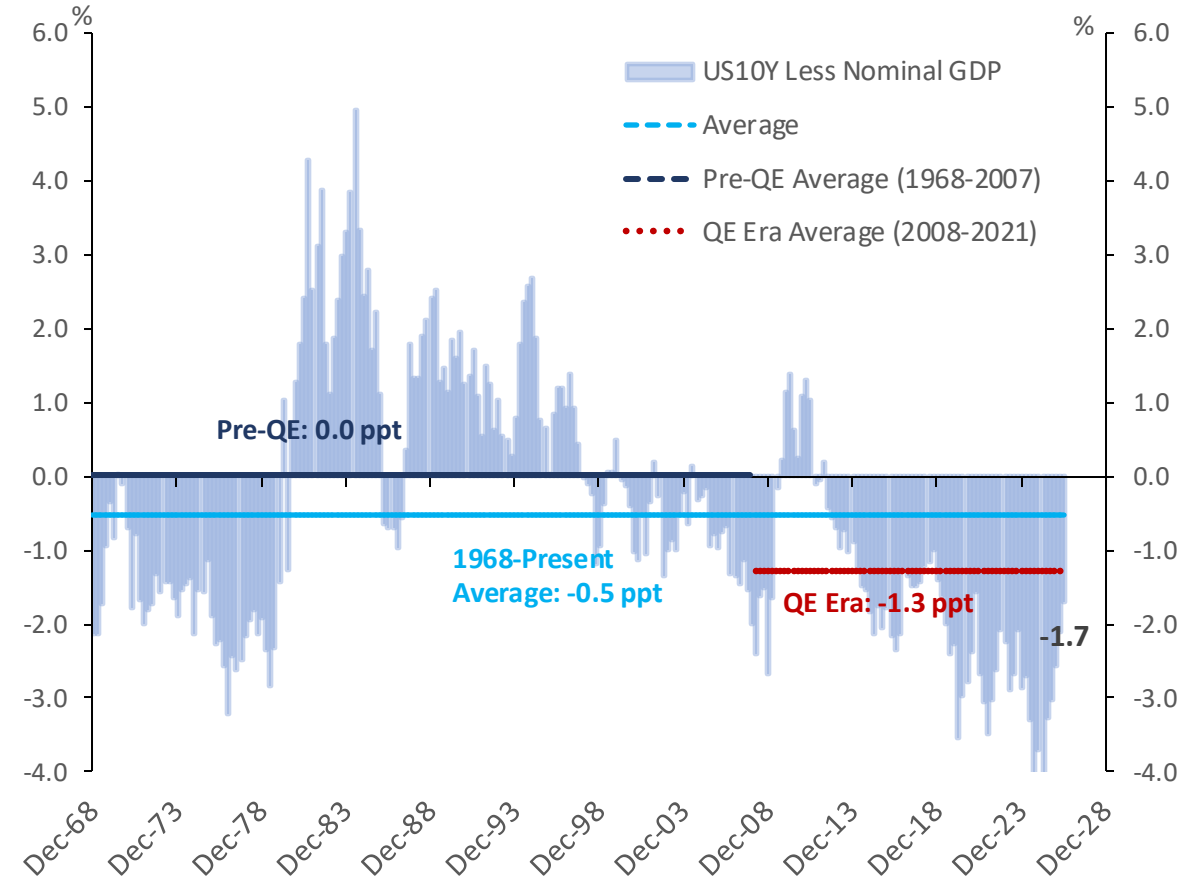


อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 10 ปี ยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจ แม้เทียบกับช่วง QE โดยการเร่งลงทุนของภาคธุรกิจและแรงกดดันด้านอุปทาน อาจเป็นปัจจัยผลักดันให้อัตราผลตอบแทนระยะยาวปรับสูงขึ้นในระยะข้างหน้า

US Nominal GDP Growth vs. US10Y



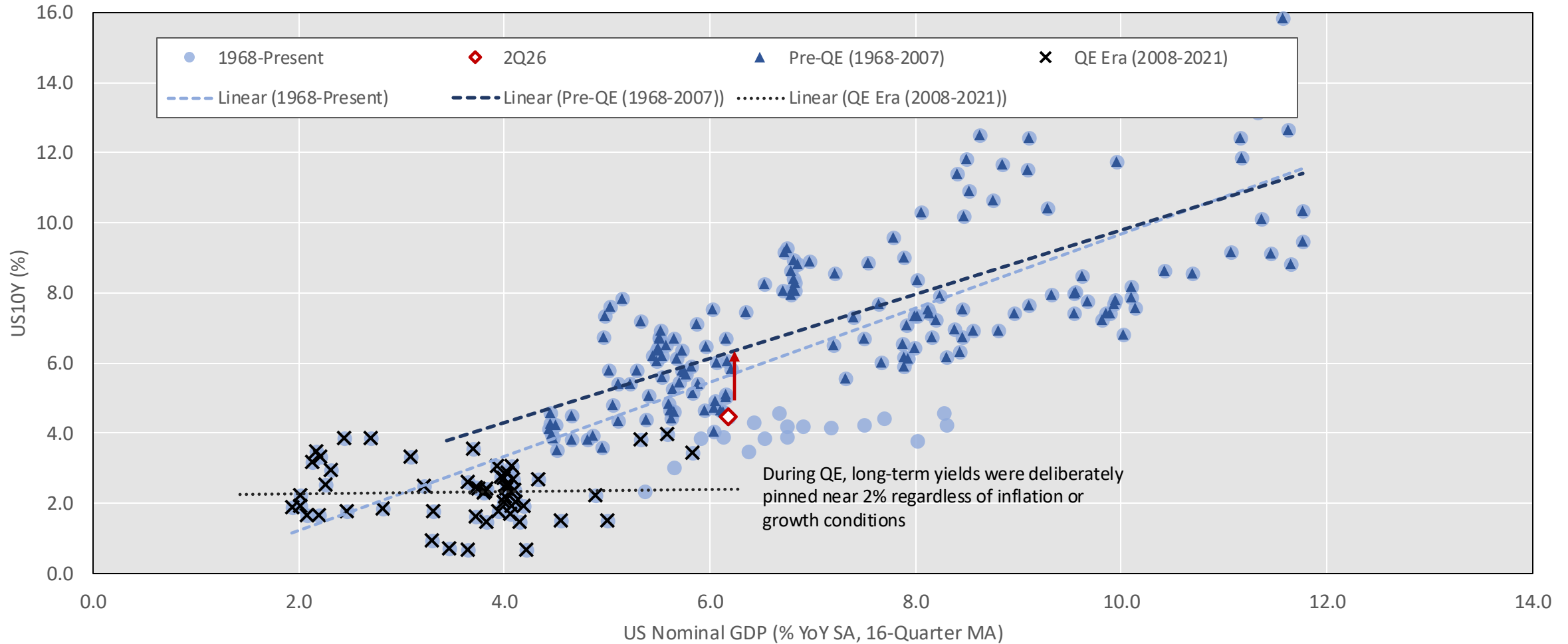
US Nominal GDP Growth vs. US10Y



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

หากพิจารณาจากความสัมพันธ์ระหว่าง **Nominal GDP** และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรในอดีต อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 10 ปี ควรอยู่ใกล้ระดับ 6% ในภาวะที่ไม่มี QE สะท้อนว่าระดับผลตอบแทนปัจจุบันยังต่ำกว่ามูลค่าที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของเศรษฐกิจ

US Nominal GDP Growth vs. US10Y



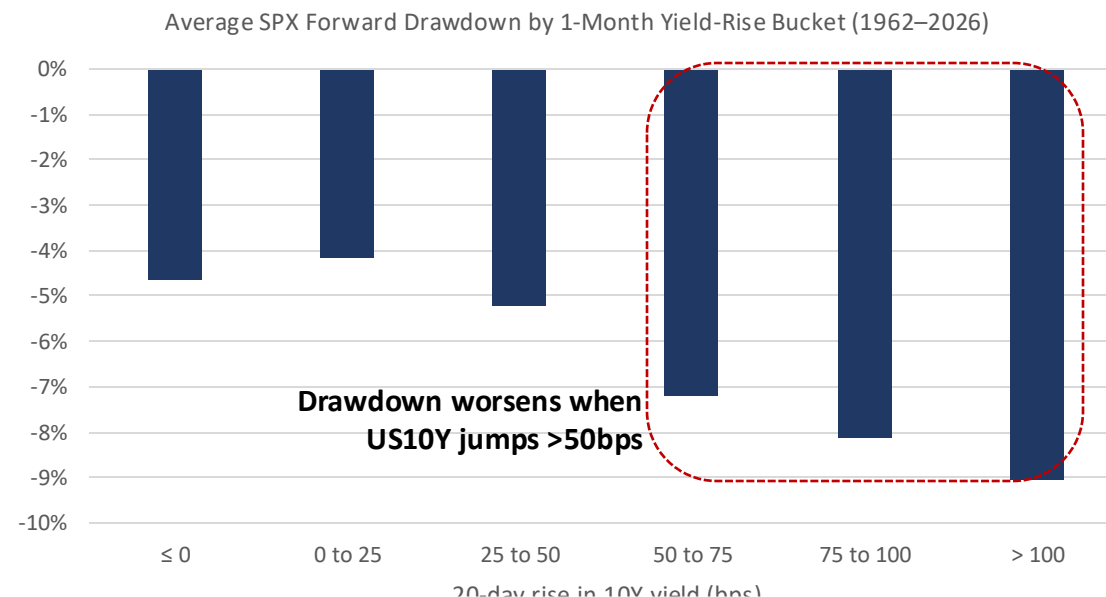
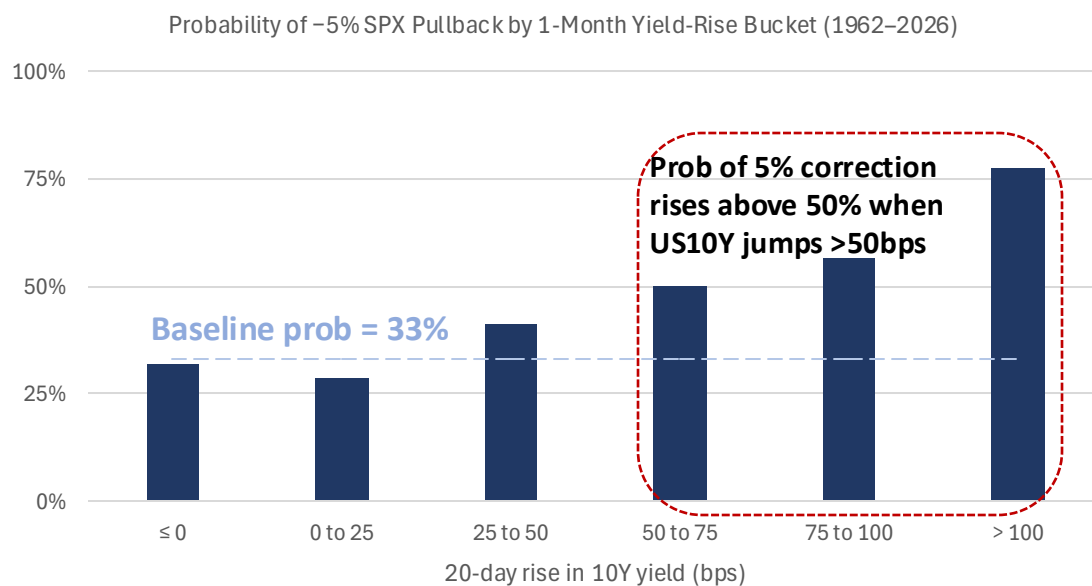
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สถิติในอดีตชี้ให้เห็นว่า การปรับขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี มากกว่า 50 bps ภายในหนึ่งเดือน ถือเป็นระดับที่เริ่มสร้างแรงกดดันต่อตลาดหุ้นอย่างมีนัย



DOSE-RESPONSE BY 1-MONTH (20-DAY) YIELD-RISE BUCKET

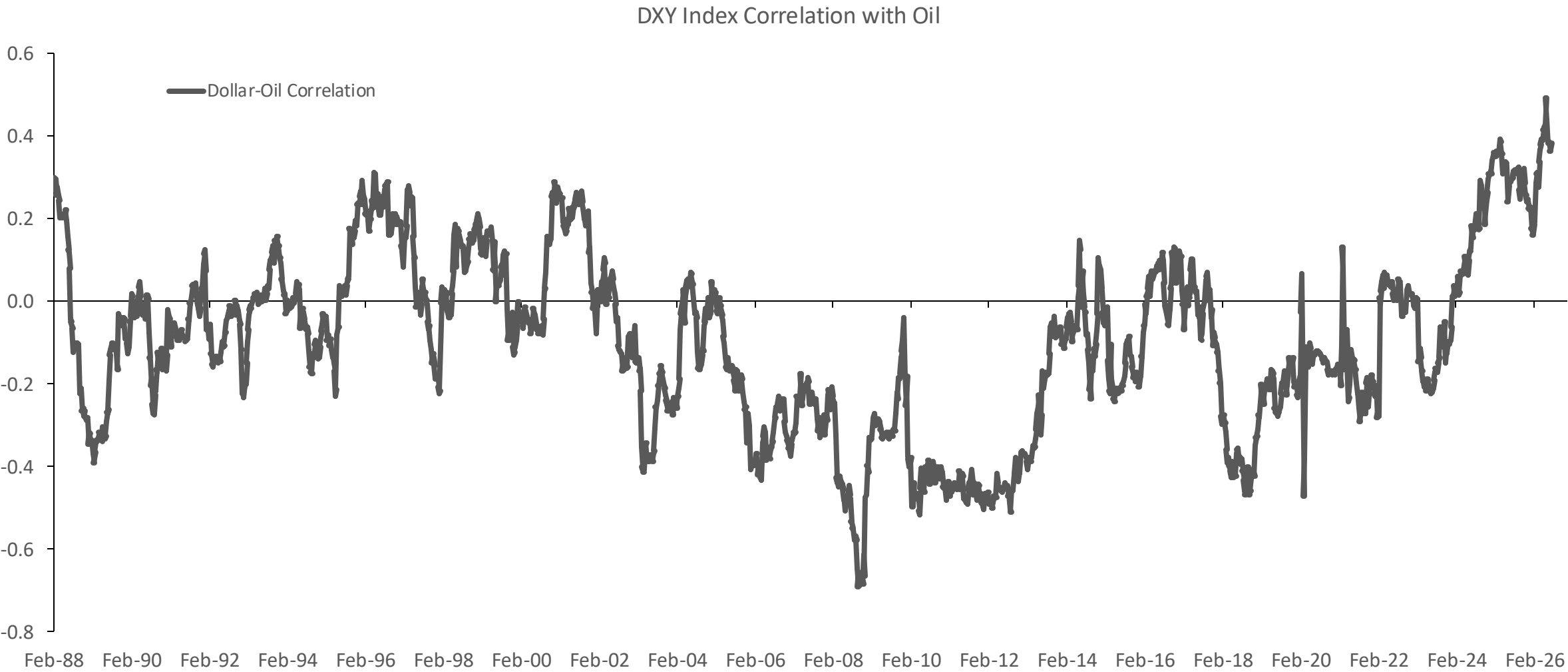
Yield-rise bucket (20d, bps)	Obs (n)	# ≤-5%	# ≤-10%	P(-5%)	P(-10%)	Avg fwd DD
≤ 0	7,918	2,543	1,054	32.1%	13.3%	-4.6%
0 to 25	5,287	1,529	523	28.9%	9.9%	-4.2%
25 to 50	1,829	755	205	41.3%	11.2%	-5.2%
50 to 75	524	263	113	50.2%	21.6%	-7.2%
75 to 100	118	67	31	56.8%	26.3%	-8.1%
> 100	89	69	40	77.5%	44.9%	-9.1%
All observations	15,765	5,226	1,966	33.1%	12.5%	-4.7%



20-trading-day (1-month) change in 10Y yield vs. the SPX forward drawdown over a 63-trading-day window anchored at the START of the exposure window. Daily data 1/2/1962–6/8/2026

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

ท่ามกลางความตึงเครียดด้านเศรษฐกิจและภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงขึ้น ความสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ กับราคาน้ำมันได้ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ประมาณ 0.4-0.5



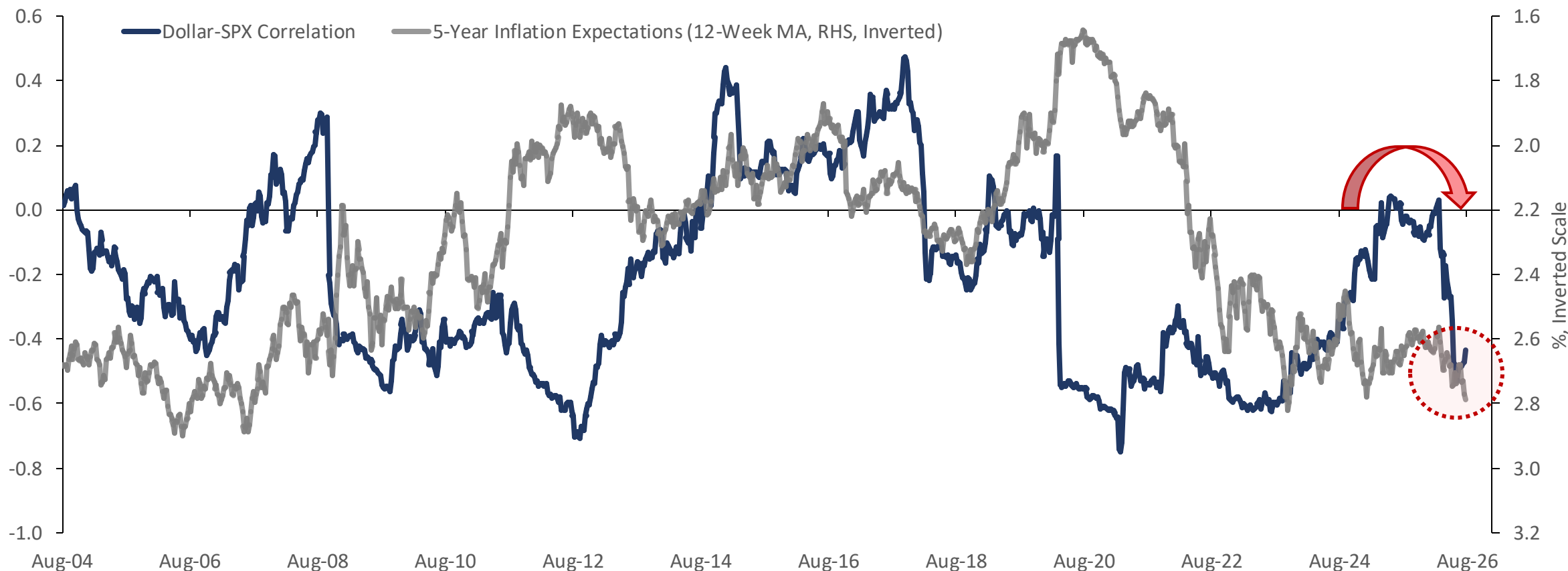
Note: The correlation is computed from weekly changes on a 52-week rolling basis
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ กลับมาทำหน้าที่เป็นสินทรัพย์กระจายความเสี่ยง (Hedge) ที่ดี สำหรับหุ้นอีกครั้ง ท่ามกลางความกังวลด้านเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้น



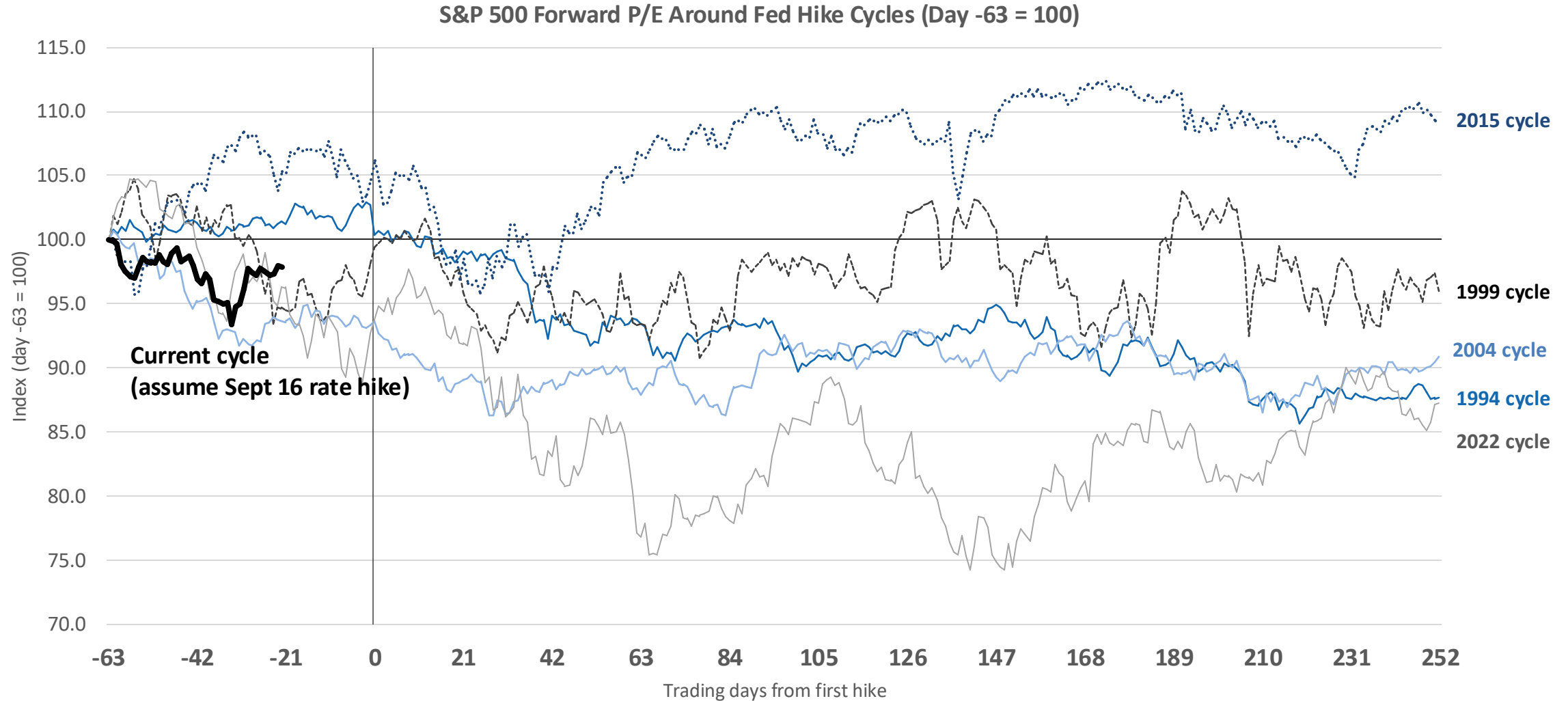
ภาวะเงินเฟ้อที่คลี่คลายและความกังวลเงินเฟ้อที่กลับมา ทำให้ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐกับตลาดหุ้นกลับมาเคลื่อนไหวสวนทางกัน ดอลลาร์จึงทำหน้าที่ป้องกันความเสี่ยง (Hedge) ให้พอร์ตได้อีกครั้งในช่วงที่ตลาดหุ้นถูกกดดัน

DXY Index Correlation Equities & Inflation Expectations



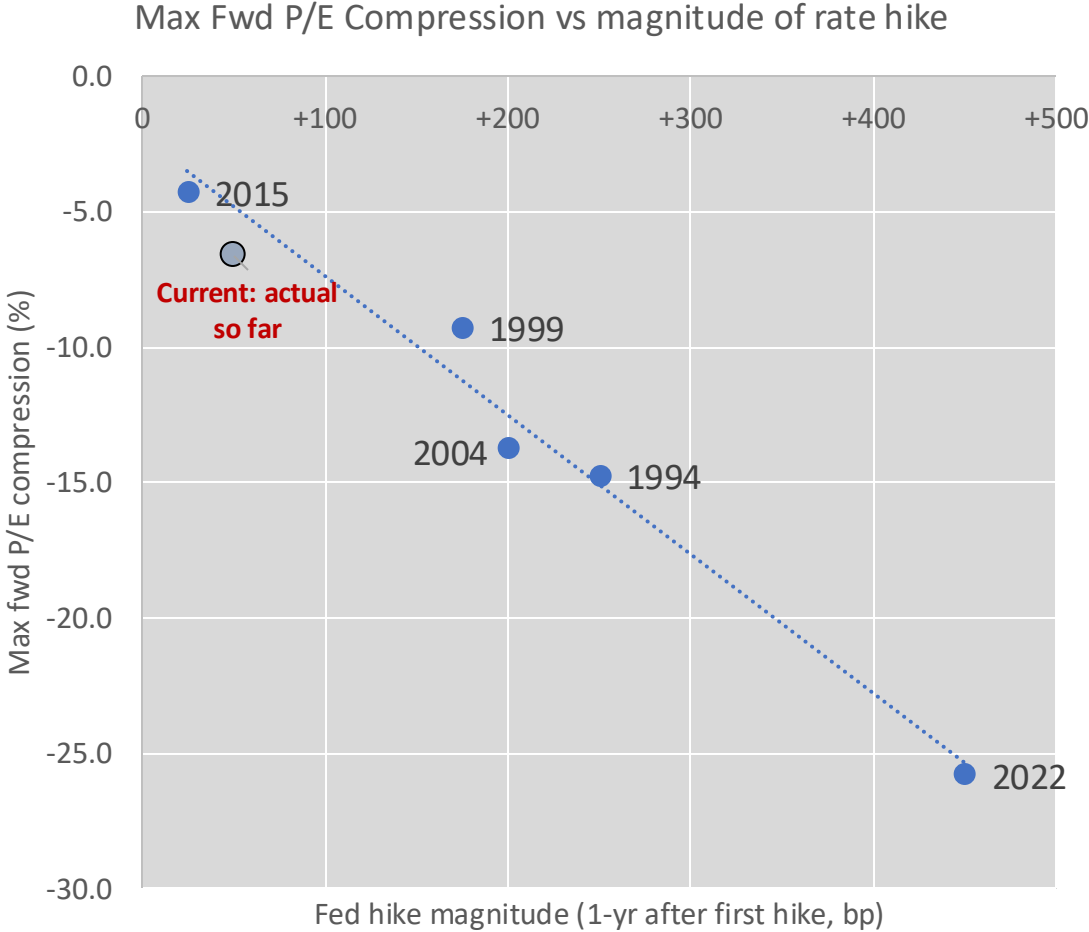
Note: For the 5-year inflation expectations, we use the Fed's DKW model, which adjusts standard market breakeven rates by stripping out the liquidity/illiquidity bias inherent in Treasury Inflation-Protected Securities
Source: Fed, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้เผชิญแรงกดดันจากการคุมเข้มนโยบายการเงิน แต่ P/E ปรับลดลงเพียง 6.6% น้อยกว่า
การปรับลดเฉลี่ยในอดีตที่ 13.5% สะท้อนความเสี่ยงที่ Valuation อาจถูกปรับลดเพิ่มเติม



Day 0 = first hike; current cycle assumes 16 Sep 2026. Data to 14 Aug 2026. Source: Bloomberg, TISCO ESU

ข้อมูลในอดีตบ่งชี้ว่ายิ่ง Fed เข้มงวด ตลาดหุ้นยิ่งเผชิญแรงกดดันด้าน Valuation อย่างไรก็ดี รอบนี้ P/E ปรับลดลงมากกว่าที่สถิติบ่งชี้แล้ว สะท้อนว่าตลาดรับรู้ความเสี่ยงไปบางส่วน

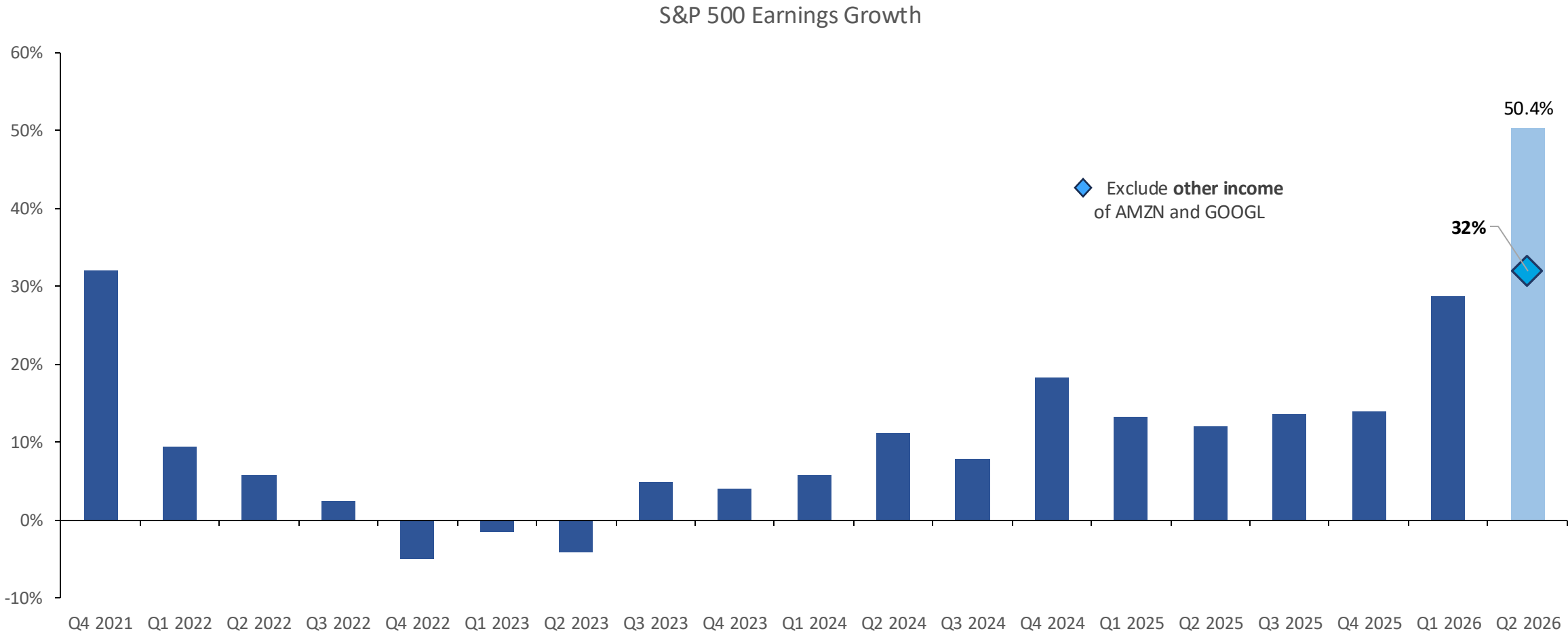


Forward P/E Compression Summary by Hike Cycle

Cycle	Hike magnitude (bp)	Starting fwd P/E*	Min fwd P/E	P/E compression	Days vs first hike
1994	+250	14.83x	12.65x	-14.7%	+219 after
1999	+175	24.40x	22.14x	-9.3%	+77 after
2004	+200	17.03x	14.69x	-13.7%	+83 after
2015	+25	15.65x	14.99x	-4.3%	-57 before
2022	+450	20.59x	15.28x	-25.8%	+149 after
Current	+50	20.54x	19.18x	-6.6%	-33 before

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU), Starting fwd P/E* is measured 3 months before rate hike

ผลประกอบการของบริษัทในดัชนี S&P 500 ไตรมาส 2 ปี 2026 ยังคงเติบโตอย่างโดดเด่น แม้หักผลกระทบจากรายได้พิเศษ (Other income) ออกแล้ว



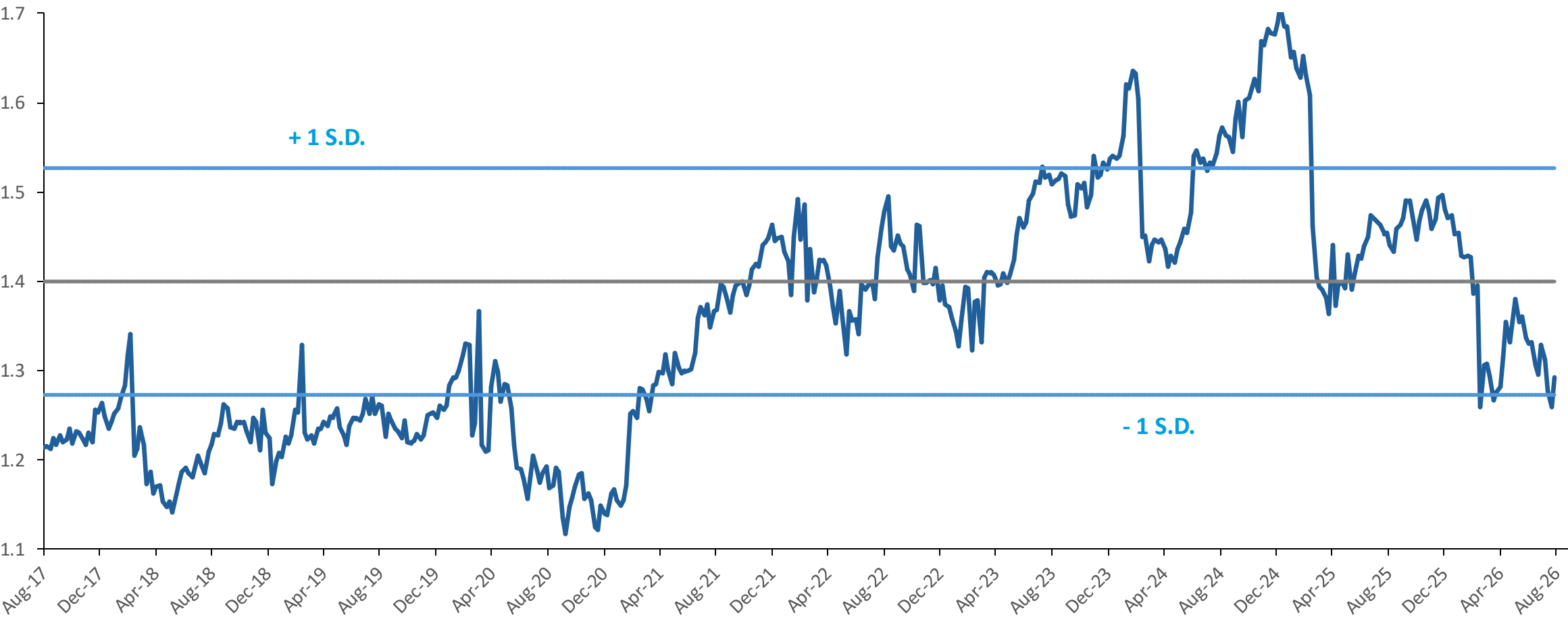
Note: S&P 500 Q2 2026 earnings report as of 8 Aug 2026 (88% of the companies in the S&P 500 have reported actual results)

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

อัตราส่วนค่า Forward P/E ของดัชนี S&P 500 เมื่อเทียบกับ MSCI World ex-US ได้
ปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 6 ปี



S&P 500 vs MSCI World ex-US Fwd P/E

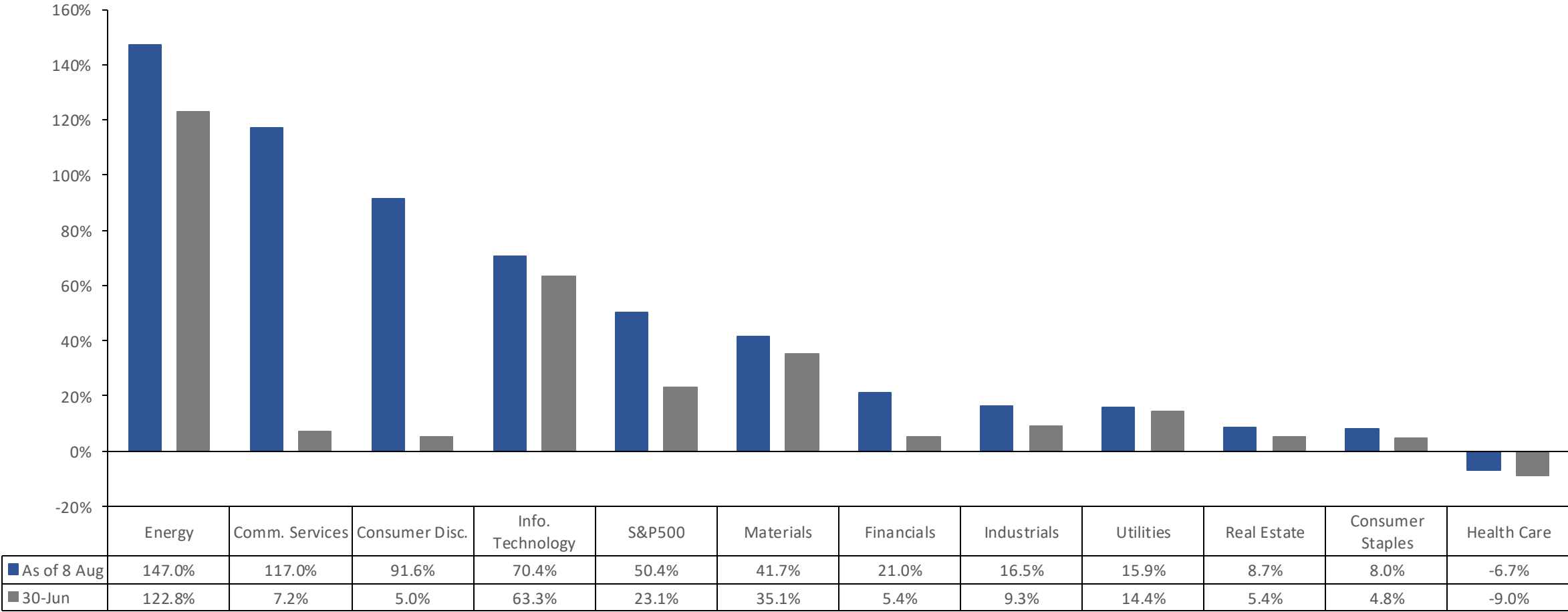


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

กลุ่มพลังงานมีผลประกอบการโดดเด่นที่สุดในดัชนี S&P 500 โดยการเติบโตของกำไร (Earnings Growth) ไตรมาส 2/2026 สูงถึง 147% YoY



S&P500 Earnings Growth Rate (YoY) Q2 2026



Note: S&P 500 Q2 2026 earnings report as of 8 Aug 2026 (88% of the companies in the S&P 500 have reported actual results)

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

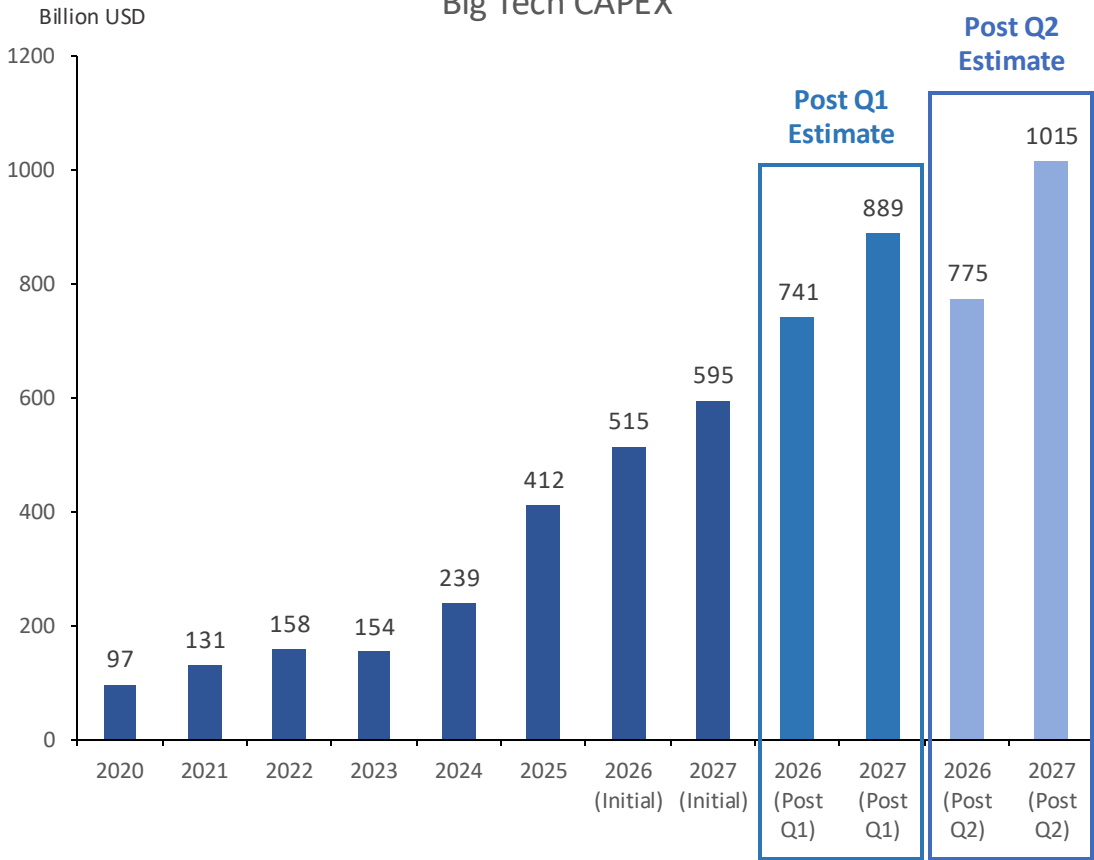
บริษัท Big Tech ยังคงเร่งลงทุนด้าน AI อย่างต่อเนื่อง ขณะที่ Credit Default Swap (CDS) ของกลุ่ม Hyperscaler แม้จะเริ่มปรับลดลง แต่ยังอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับอดีต



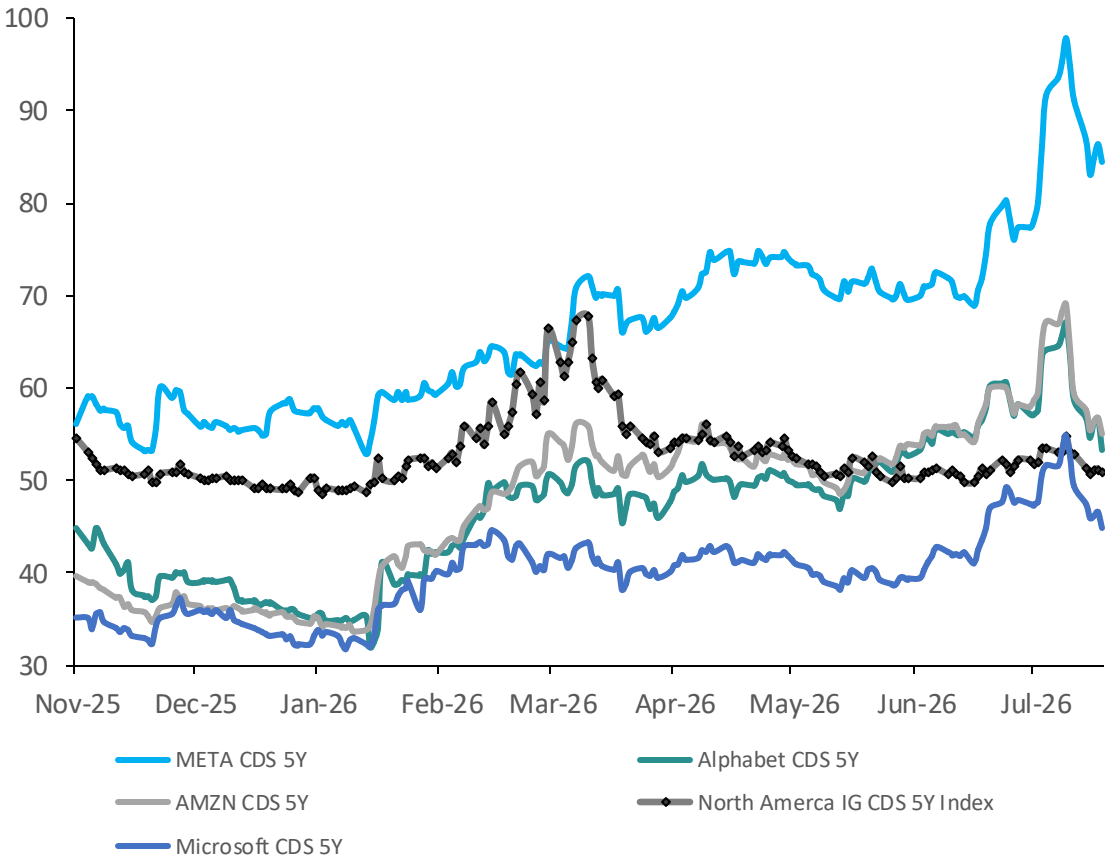
บริษัท Big Tech ยังคงเร่งการลงทุนอย่างต่อเนื่อง โดยประมาณการ CAPEX สำหรับปี 2027 ถูกปรับเพิ่มจาก 5.95 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ เป็น 1.02 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ หลังการประกาศผลประกอบการไตรมาส 2

แม้ Credit Default Swap (CDS) อายุ 5 ปีของกลุ่ม Hyperscaler จะปรับลดลงจากระดับสูงสุดล่าสุด แต่ยังคงสูงกว่าระดับต่ำในอดีตอย่างมีนัยสำคัญ

Big Tech CAPEX



Hyperscaler CDS 5Y



Note: Big-Tech CAPEX refers to MSFT, GOOGL, AMZN, META, ORCL
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หุ้นกลุ่มซอฟต์แวร์มีความสัมพันธ์กับหุ้นเซมิคอนดักเตอร์ลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้สามารถทำหน้าที่เป็นเครื่องมือกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2-Month Moving Correlation



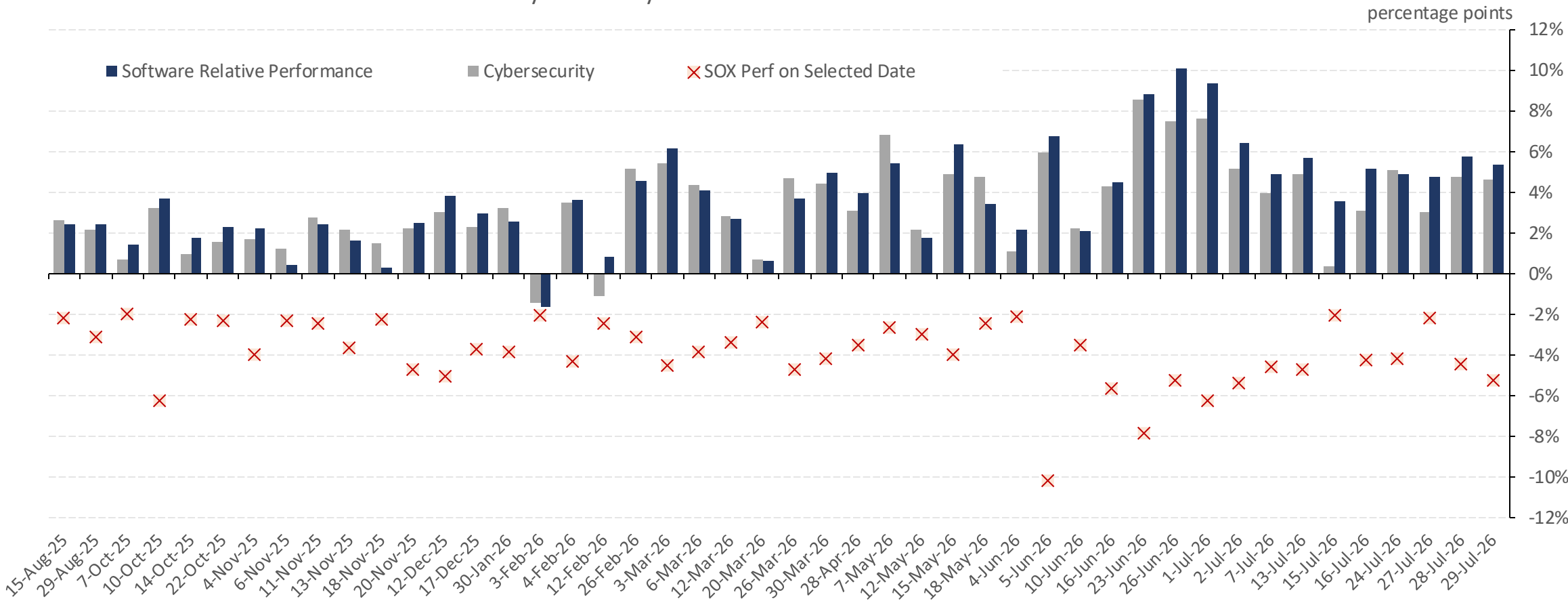
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หุ้นกลุ่มซอฟต์แวร์สามารถสร้างผลตอบแทนเหนือกว่าหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ได้ อย่างต่อเนื่องในช่วงที่หุ้นเซมิคอนดักเตอร์เผชิญแรงขายหนัก



ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา หุ้นกลุ่มซอฟต์แวร์ให้ผลตอบแทนเหนือกว่าหุ้นเซมิคอนดักเตอร์ถึง 45 จาก 46 ครั้งที่ดัชนี SOX ปรับตัวลงเกิน 2% ตอกย้ำบทบาทของหุ้นซอฟต์แวร์ในการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุน

Software & Cybersecurity Relative Performance to Semiconductor Stocks



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

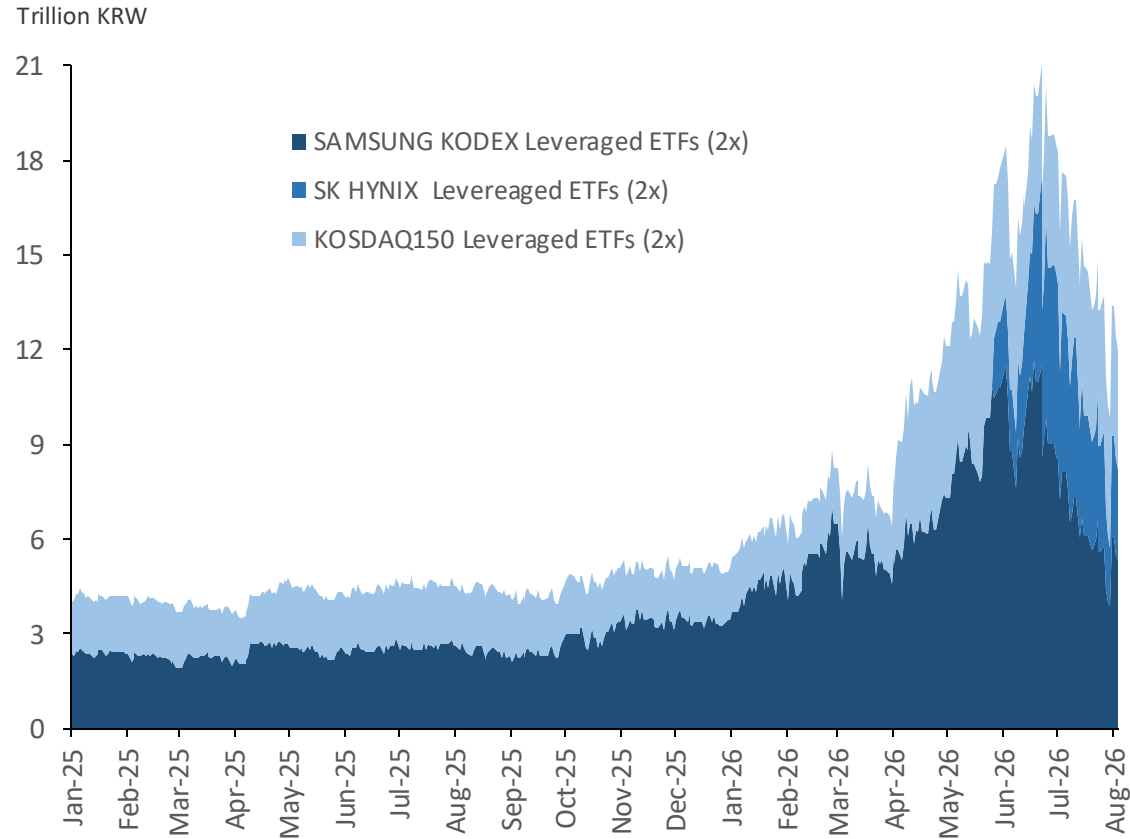
แม้เม็ดเงินใน Leveraged ETF จะเริ่มปรับลดลง แต่แรงขายบังคับ (Forced Selling) ที่ยังปรากฏ สะท้อนว่าความไม่แน่นอนของตลาดยังไม่คลี่คลาย



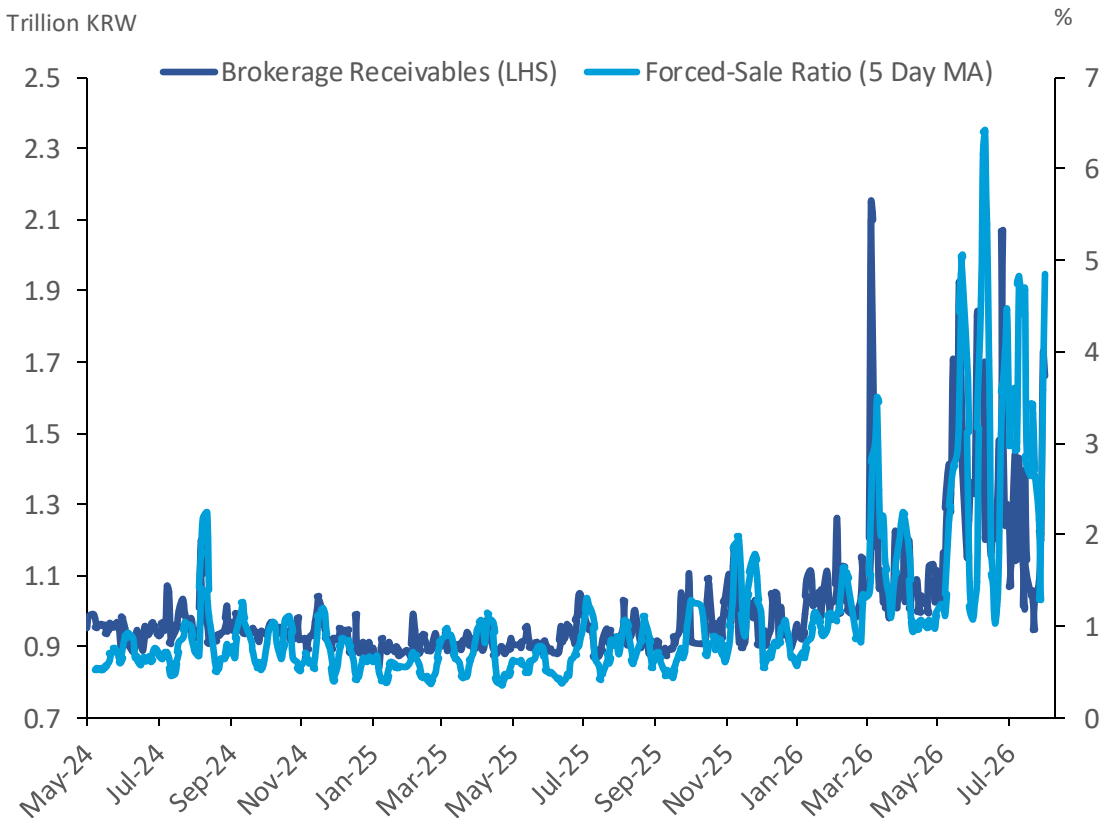
มูลค่าสินทรัพย์ของ Leveraged ETF ขนาดใหญ่ในเกาหลีใต้ปรับลดลงอย่างมากจากระดับสูงสุดล่าสุด สะท้อนว่ากระบวนการลดการใช้ Leverage (Deleveraging) ได้ดำเนินไปเป็นส่วนใหญ่แล้ว

อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวของยอดลูกหนี้มาร์จิ้น (Brokerage Receivables) ในช่วงล่าสุด บ่งชี้ว่าความเสี่ยงของการเกิดแรงขายบังคับรอบใหม่ยังคงมีอยู่

South Korea Leveraged ETFs Market Cap

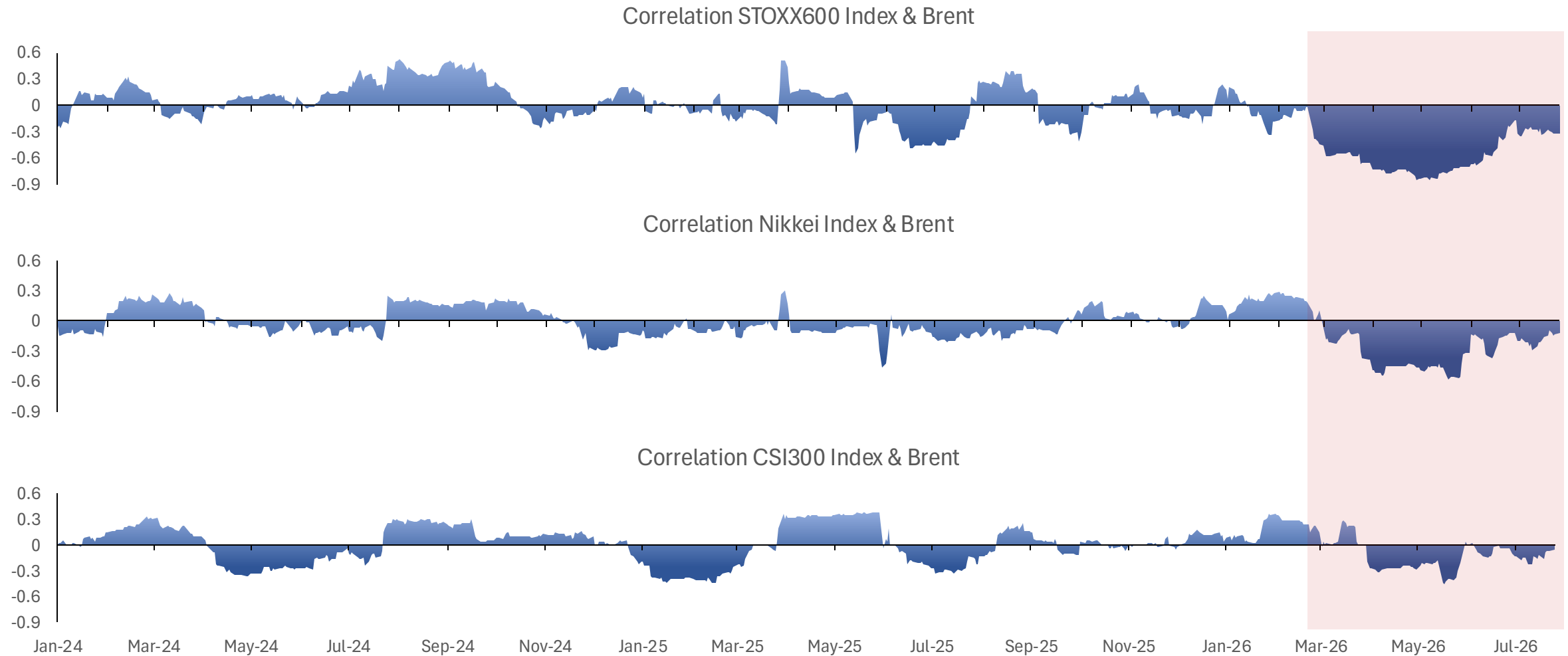


South Korea Forced Selling and Brokerage Receivables



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

ตลาดหุ้นยุโรปมีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาน้ำมันดิบ Brent มากที่สุดในกลุ่มตลาดหลัก
สะท้อนว่าการเคลื่อนไหวของราคาพลังงานยังคงเป็นแรงกดดันสำคัญต่อทิศทางตลาดหุ้นยุโรป

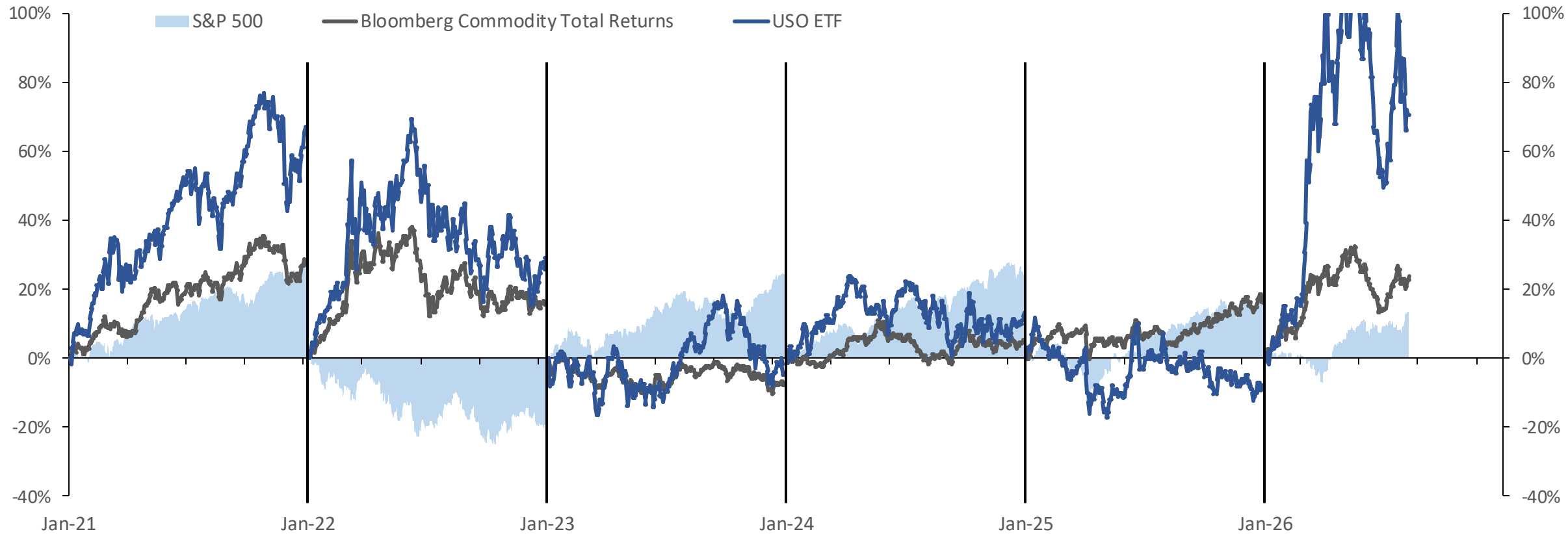


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

น้ำมันดิบและสินค้าโภคภัณฑ์สร้างผลตอบแทนโดดเด่นต่อเนื่องในช่วงปี 2021-2026 ใกล้เคียงหรือสูงกว่าตลาดหุ้น ตอกย้ำบทบาทด้านผลตอบแทนและการกระจายความเสี่ยงของพอร์ต



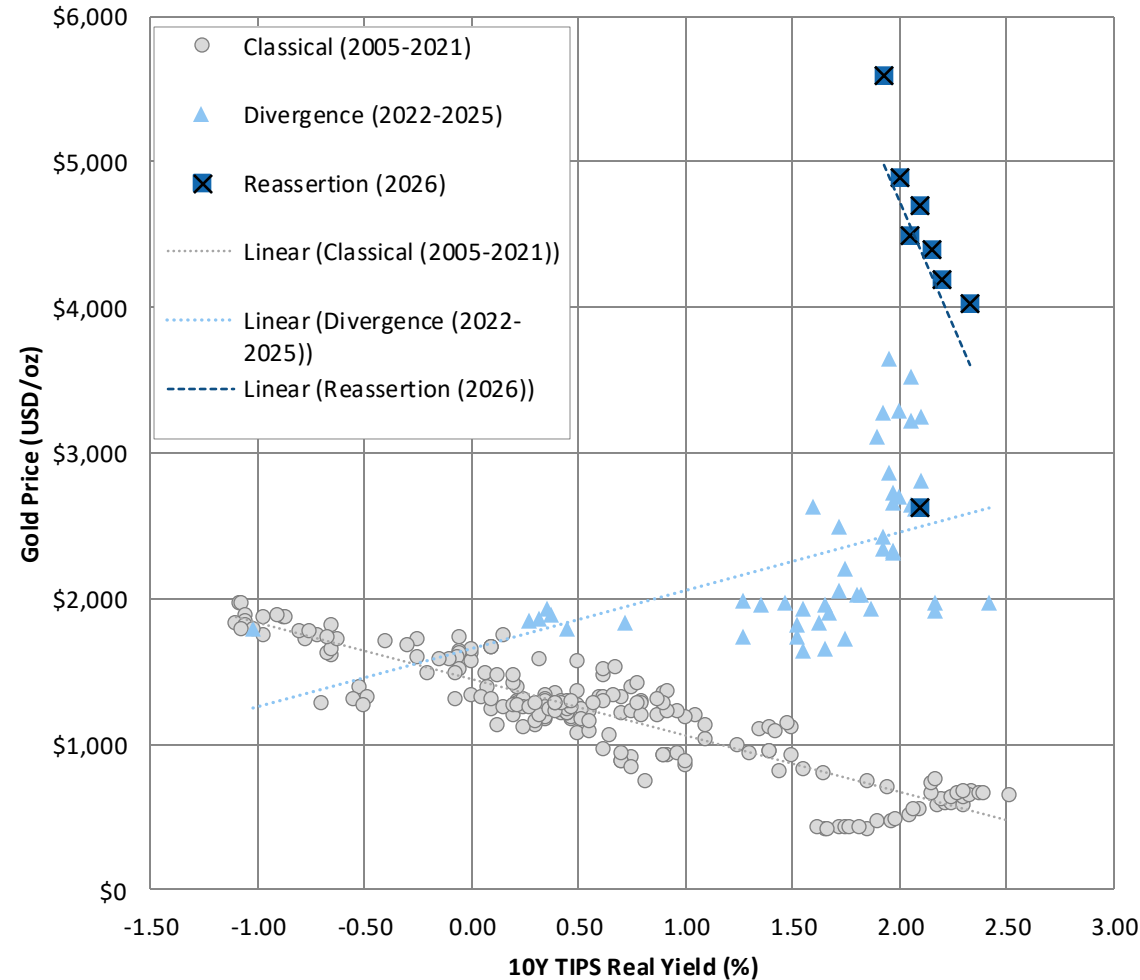
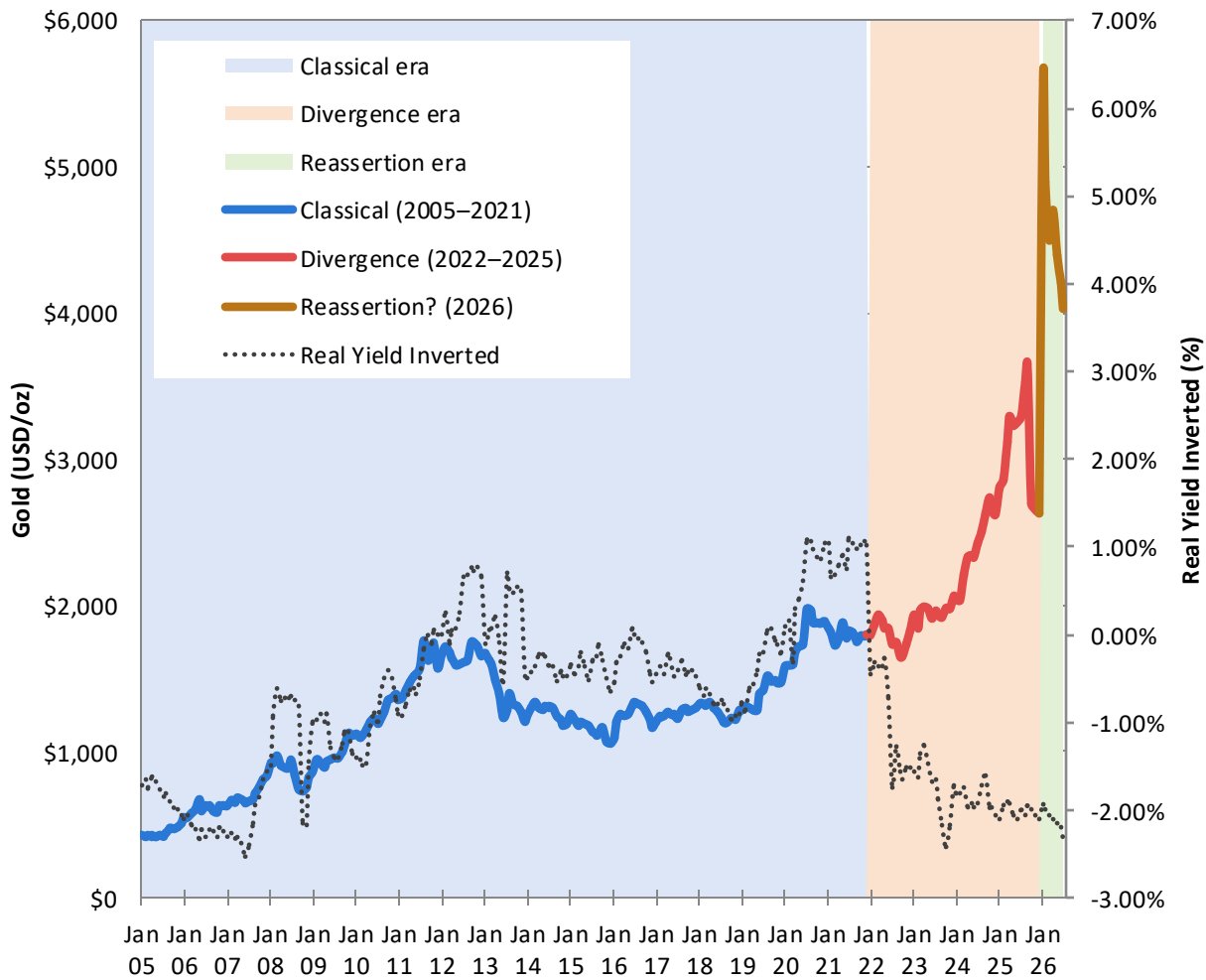
SPX vs. BBG Commodity TR vs. USO: Full-Year YTD Performance (2021-2026 YTD)



Asset	2021	2022	2023	2024	2025	2026 YTD	2021–2026 YTD	CAGR
S&P 500	26.9%	-19.4%	24.2%	23.3%	16.4%	13.3%	106.5%	13.8%
BBG Commodity TR	27.1%	16.1%	-7.9%	5.4%	15.8%	23.6%	104.9%	13.7%
USO ETF	64.7%	29.0%	-4.9%	13.4%	-8.5%	70.6%	257.4%	25.5%

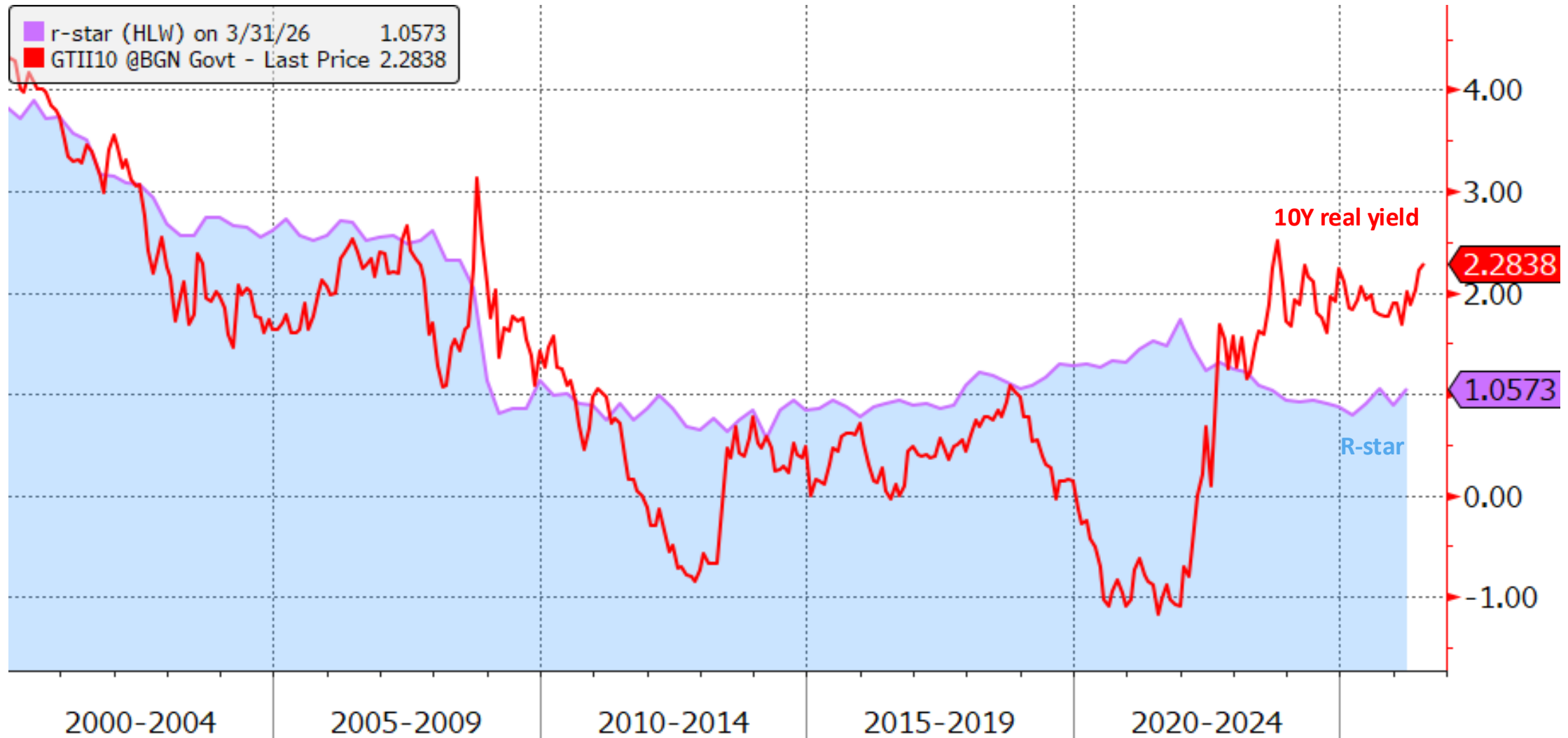
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาทองคำและ Real Yields ซึ่งเคยเบี่ยงเบนจากอดีต เริ่มกลับเข้าสู่ภาวะปกติ โดย Real Yields กลับมาเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางราคาทองคำอีกครั้ง



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

แม้ Real Yields อยู่ในระดับสูง แต่ส่วนต่างที่กว้างเหนือ R-star ทำให้โอกาสปรับขึ้นต่อมี
จำกัด ความเสี่ยงขาลงของราคาทองคำจึงอยู่ในระดับจำกัด



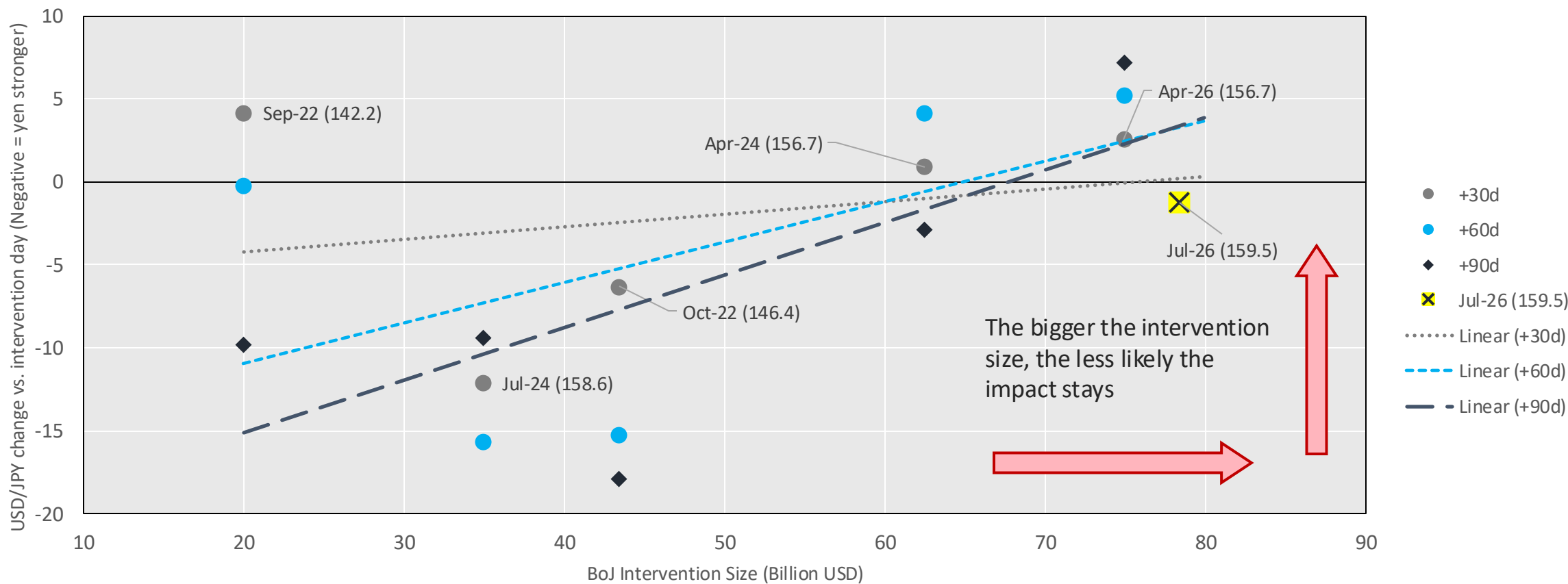
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สถิติในอดีตชี้ว่า ยิ่งรัฐบาลญี่ปุ่นทุ่มเม็ดเงินแทรกแซงมากเท่าใด ผลพวงค่าเงินเยนยิ่งอยู่ได้สั้นลงเท่านั้น



เราประเมินว่า หากอัตราแลกเปลี่ยน USD/JPY ปรับขึ้นเข้าใกล้กรอบบนบริเวณ 160-165 เยนต่อดอลลาร์ สหรัฐฯ และญี่ปุ่นอาจกลับมาแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยนอีกครั้งเพื่อพยุงค่าเงินเยน ซึ่งอาจส่งผลให้ความผันผวนในตลาดพันธบัตรและตลาดหุ้นญี่ปุ่นเพิ่มสูงขึ้น

USD/JPY Change 30, 60, and 90 Days After Each BoJ Intervention, by Intervention Size

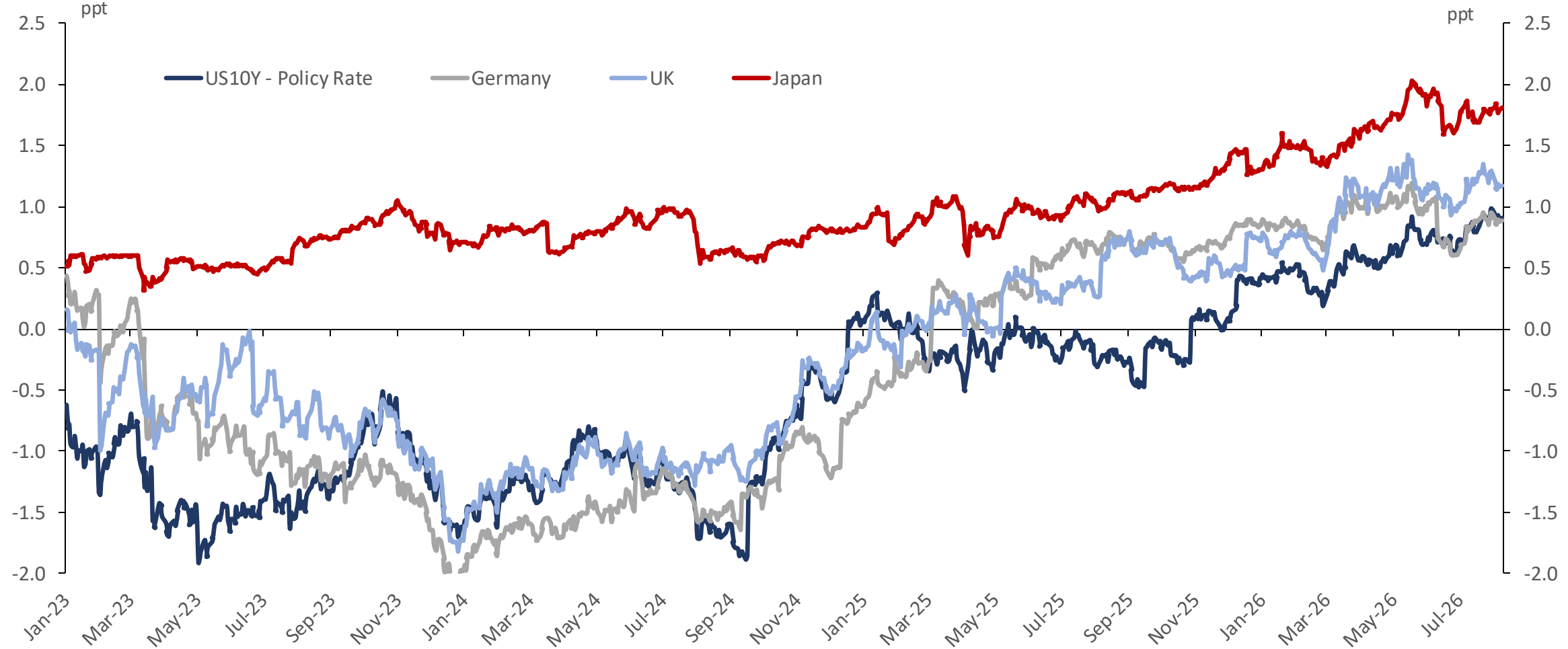


Note: For the 30-31 July 2026 intervention round, we use preliminary estimates of ¥12-13 trillion from various sources. The JPY level used for comparison in the July 2026 round is 158.3 JPY/USD as of 10 August 2026
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ธนาคารกลางญี่ปุ่นจะทยอยปรับดอกเบี้ยให้สูงขึ้น แต่ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังสูงกว่าประเทศอื่นอย่างชัดเจน สะท้อนว่านโยบายการเงินของญี่ปุ่นยังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่าน และยังห่างไกลจากภาวะปกติ (Normalization)



Developed Markets: Long-Term Yields vs. Policy Rates



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

ตลาดยังคงประเมินความเสี่ยงจากวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน อย่างมีนัยสำคัญ



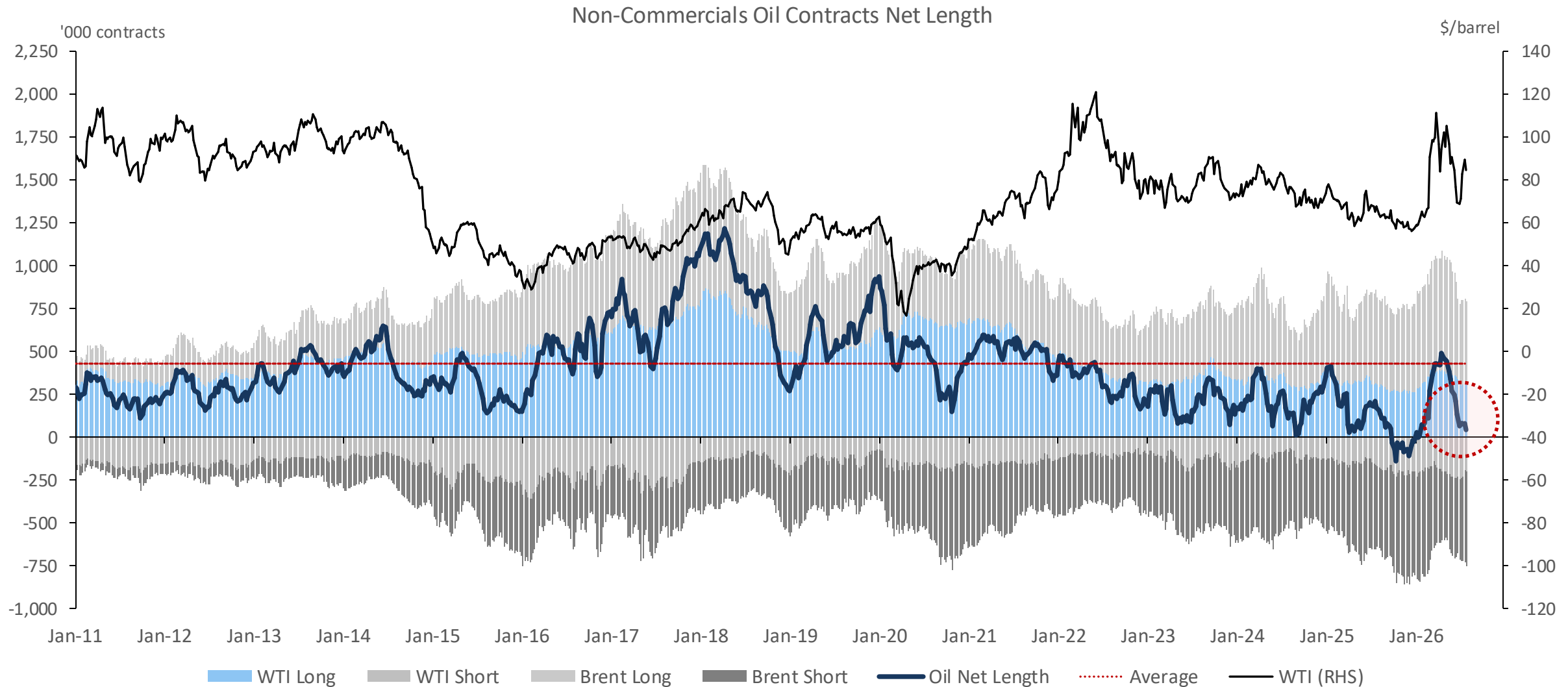
กลยุทธ์การใช้พาดหัวข่าว และคำพูดที่สร้างความสับสนแก่ตลาดทุนอย่างต่อเนื่องจากรัฐบาลสหรัฐฯ ได้ผลักดันให้นักลงทุนลดสถานะการถือครองในตลาดน้ำมันลงอย่างมีนัย แม้ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์จะยังอยู่ในระดับสูง และภาวะตลาดยังตึงตัว

- การเปลี่ยนแปลงของกระแสข่าวและถ้อยแถลงจากผู้นำกำหนดนโยบายที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ไม่ว่าจะเป็น "ไกล์บรูล์วข้อตกลง" "การโจมตีครั้งใหญ่" หรือ "ยุติการโจมตีเพื่อเปิดการเจรจา" ได้**เพิ่มความผันผวน**ให้ตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และกดดันให้นักลงทุนลดสถานะการถือครองสุทธิฝั่งซื้อ (Net Long Position) ในตลาดน้ำมันลงสู่ระดับต่ำที่สุดจุดหนึ่งเป็นประวัติการณ์
- ทว่าแม้จะมีการกล่าวซ้ำหลายครั้งว่าการเจรจาไกล์บรูล์วข้อตกลง การขนส่งน้ำมันผ่านช่องแคบฮอร์มุซยังคงแทบเป็นศูนย์ ขณะที่เงื่อนไขล่าสุดในการเปิดเส้นทางเดินเรือ ซึ่งกำหนดโดยเลขาธิการสภาความมั่นคงแห่งชาติสูงสุดของอิหร่าน สะท้อนว่าการเจรจาตลอดหลายเดือนที่ผ่านมาแทบไม่มีความคืบหน้า

เราประเมินความเสี่ยงของราคาน้ำมันยังคงโน้มไปในทิศทางสูงอย่างมีนัย จากวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซที่มีผลกระทบรุนแรงกว่าสงครามรัสเซีย-ยูเครนอย่างมาก และไม่สามารถชดเชยอุปทานที่หายไปด้วยการเปลี่ยนเส้นทางส่งออกได้ทั้งหมด

- ในช่วงที่ผ่านมา หนึ่งในมุมมองที่แพร่หลายในตลาดปัจจุบันคือความเชื่อว่าเศรษฐกิจโลกจะสามารถปรับตัวต่อความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่านได้ เช่นเดียวกับที่เคยปรับตัวต่อสงครามรัสเซีย-ยูเครนมาแล้ว
- เราไม่เห็นด้วยกับมุมมองดังกล่าว เนื่องจากในปัจจุบันยังไม่มีเส้นทางขนส่งหรือทางเลือกที่เพียงพอในการทดแทนการขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซ โดยเราประเมินว่าวิกฤตครั้งนี้ อาจส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันรุนแรงกว่าวิกฤตปี 2022 ถึงราว 10 เท่า กล่าวคือในปี 2022 อุปทานที่หายไปอยู่ที่ราว 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน และเกิดขึ้นเพียงช่วงเวลาสั้น ๆ ขณะที่ในปัจจุบัน แม้จะมีการใช้ท่อขนส่ง West-East ของซาอุดีอาระเบีย การลักลอบเดินเรือผ่านเส้นทางเลียบชายฝั่งโอมาน และถ่ายโอนน้ำมันระหว่างเรือ (Ship-to-Ship Transfer) บริเวณเมืองฟูไจราห์แล้ว การผลิตน้ำมันของกลุ่มประเทศอ่าวก็ยังได้รับผลกระทบสูงกว่า 6-7 ล้านบาร์เรลต่อวัน
- ด้วยเหตุนี้ เราจึงมองว่าตลาดยังประเมินความเสี่ยงของตลาดน้ำมันต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานไปมาก และยังคงมุมมองว่า **ความเสี่ยงของราคาน้ำมันโน้มไปทางด้านสูง (Upside Risk) อย่างมีนัยสำคัญ**

สถานะการถือครองสุทธิฝั่งซื้อ (Net Long Position) ในตลาดน้ำมันปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดครั้งหนึ่งเป็นประวัติการณ์



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

Overview

US

EU

JP

CN

TH

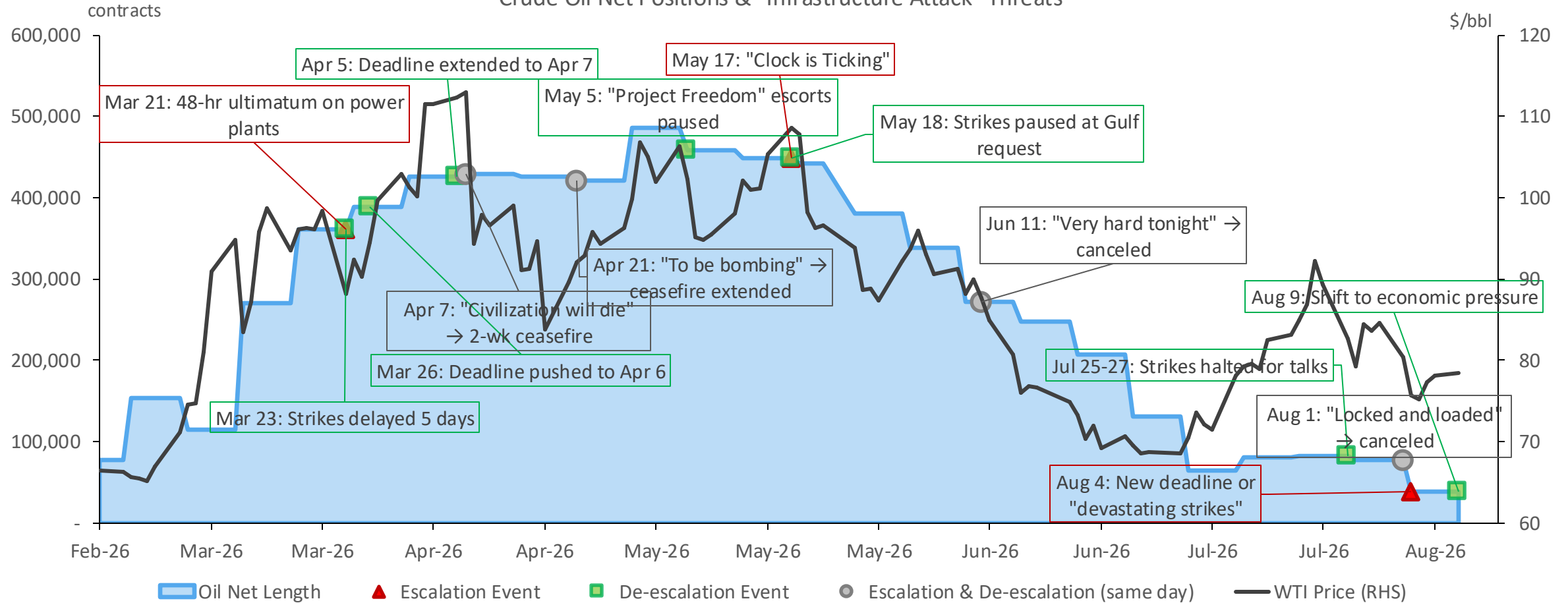
Market Outlook

กลยุทธ์การใช้พาดหัวข่าวที่สร้างความสับสนแก่ตลาดทุน หนุนความผันผวนของราคาน้ำมันให้พุ่งสูงขึ้น กดดันให้นักลงทุนลดการถือครองสัญญา Futures น้ำมันลงอย่างมีนัย



ข่าวสารที่ขัดแย้งและเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ได้เพิ่มความผันผวนของตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และทำให้นักลงทุนลดการลงทุนโดยตรงในตลาดน้ำมันลง

Crude Oil Net Positions & "Infrastructure Attack" Threats



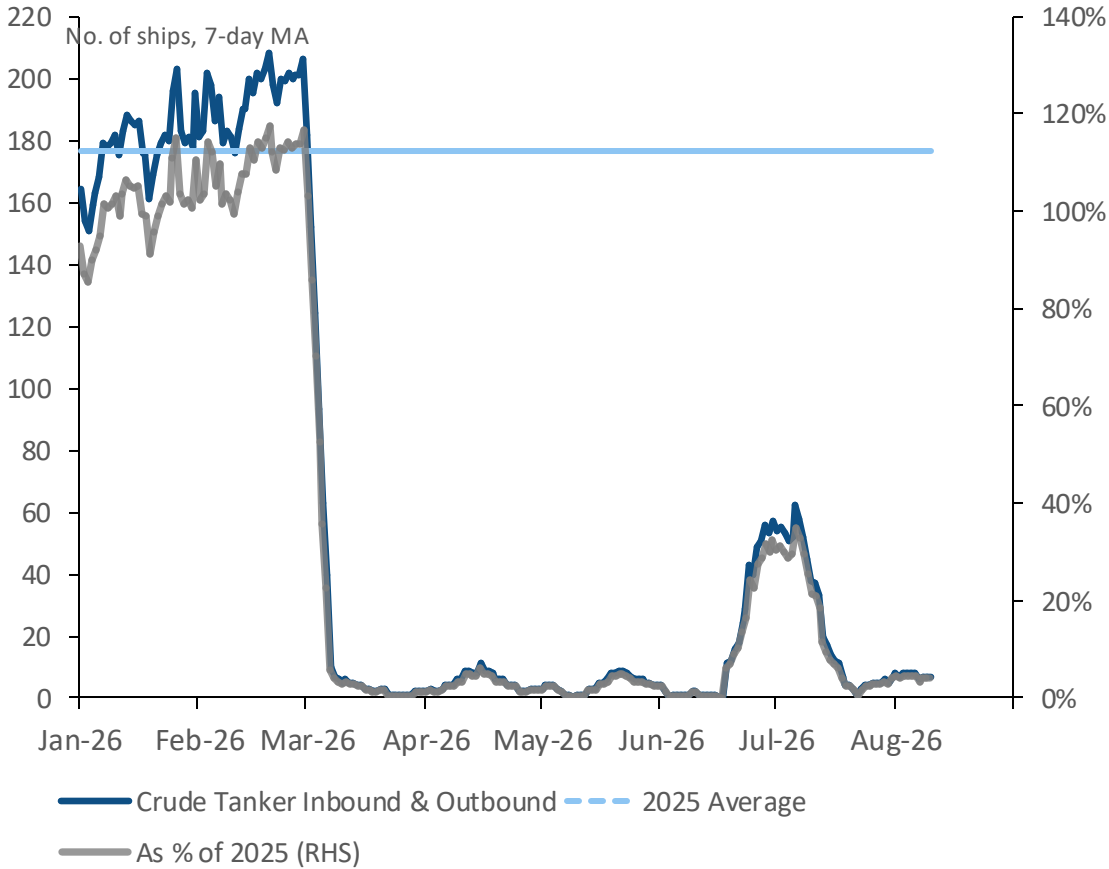
Source: Press, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้มีการส่งสัญญาณซ้ำหลายครั้งว่าข้อตกลง “ไกล์บรรลุผล” แต่การขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซยังคงหยุดชะงัก

การเดินทางเรือบรรทุกน้ำมันผ่านช่องแคบฮอร์มุซได้หยุดลงเกือบทั้งหมด ภายหลังจากล่มของบันทึกความเข้าใจ (MoU) ที่กรุงอิสลามาบัด

ข้อเรียกร้องล่าสุดของอิหร่านสะท้อนว่าการเจรจาสันติภาพแทบไม่มีความคืบหน้า แม้เวลาจะผ่านไปหลายเดือนแล้ว

Crude Oil Tankers Passing Strait of Hormuz



1. ห้ามข่มขู่หรือดูหมิ่นอิหร่านและการคว่ำบาตรประเทศนี้ ไม่ว่าจะด้วยถ้อยคำหรือรูปแบบใด
 2. ยุติสงครามและการรุกรานอิหร่าน รวมถึงยุติการโจมตีกลุ่มพันธมิตรของอิหร่านในเลบานอน ปาเลสไตน์ เยเมน และอิรักอย่างถาวร
 3. ยกเลิกการปิดล้อมทางทะเล และถอนกำลังทหารทั้งทางเรือและทางอากาศออกจากพื้นที่รอบอิหร่าน
 4. **ชดเชยค่าเสียหายทั้งหมด**จากสงครามและมาตรการที่สร้างความเสียหายต่ออิหร่านโดยไม่มีการหักลด
 5. **ยกเลิกมาตรการคว่ำบาตร**ที่อิหร่านมองว่าไม่เป็นธรรมและผิดกฎหมายทั้งหมด
 6. ปลดปล่อยและคืนทรัพย์สินของประชาชนอิหร่านที่ถูกอายัดทั้งหมดโดยไม่มีเงื่อนไข

Mohammad Bagher Zolghadr
Secretary of the Supreme National Security Council

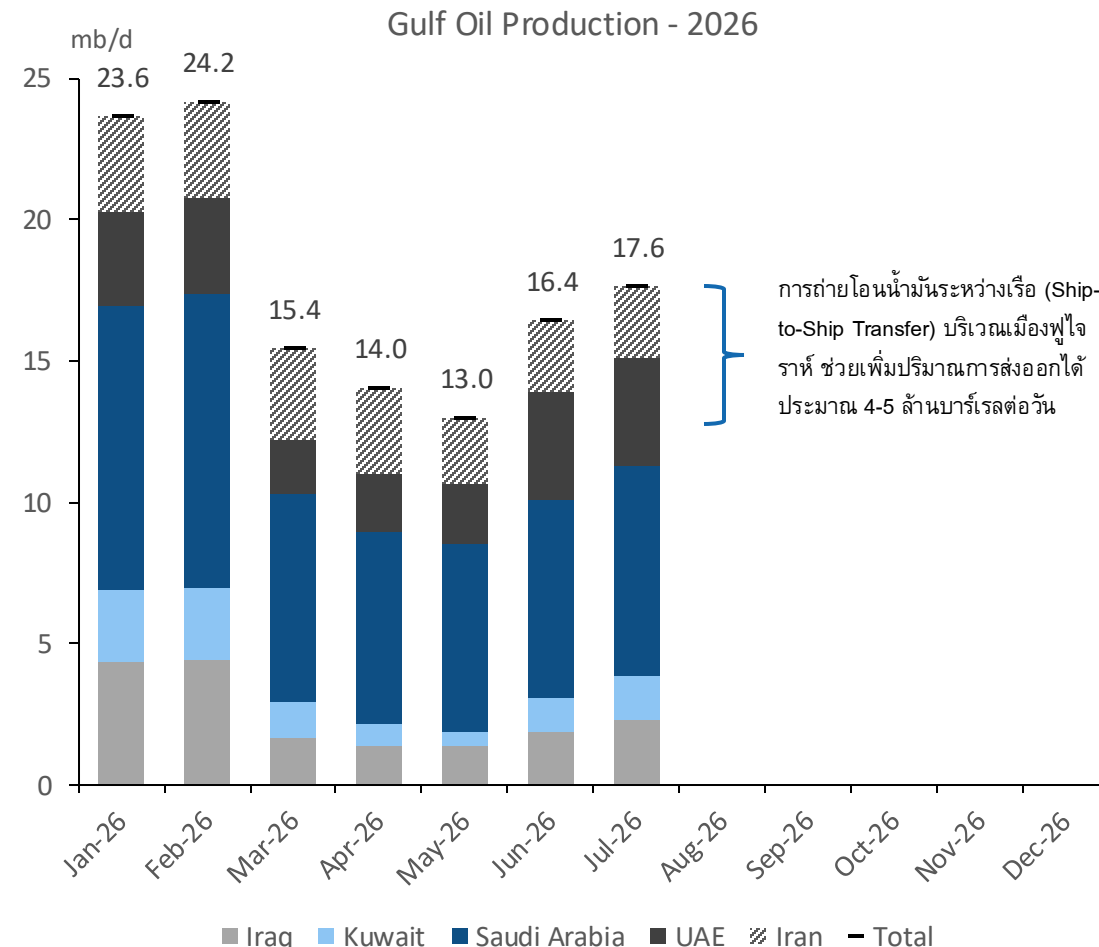
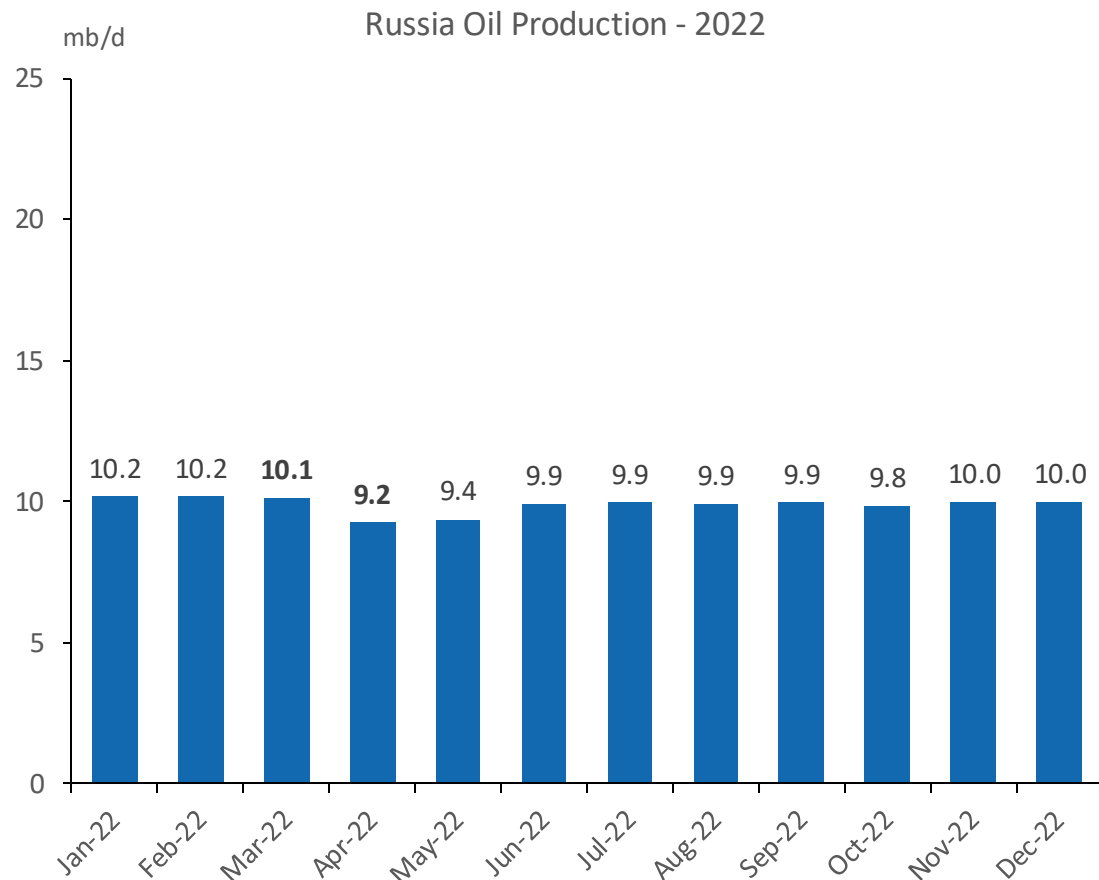
Source: Tasnim, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

วิกฤตช่องแคบฮอร์มุซมีผลกระทบรุนแรงกว่าสงครามรัสเซีย-ยูเครน เนื่องจากไม่สามารถชดเชยอุปทานที่หายไปด้วยการเปลี่ยนเส้นทางการส่งออกได้ทั้งหมด



การสูญเสียกำลังการผลิตน้ำมันประมาณ 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2022 สามารถฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว เนื่องจากรัสเซียสามารถเปลี่ยนเป้าการส่งออกไปยังอินเดียและจีน

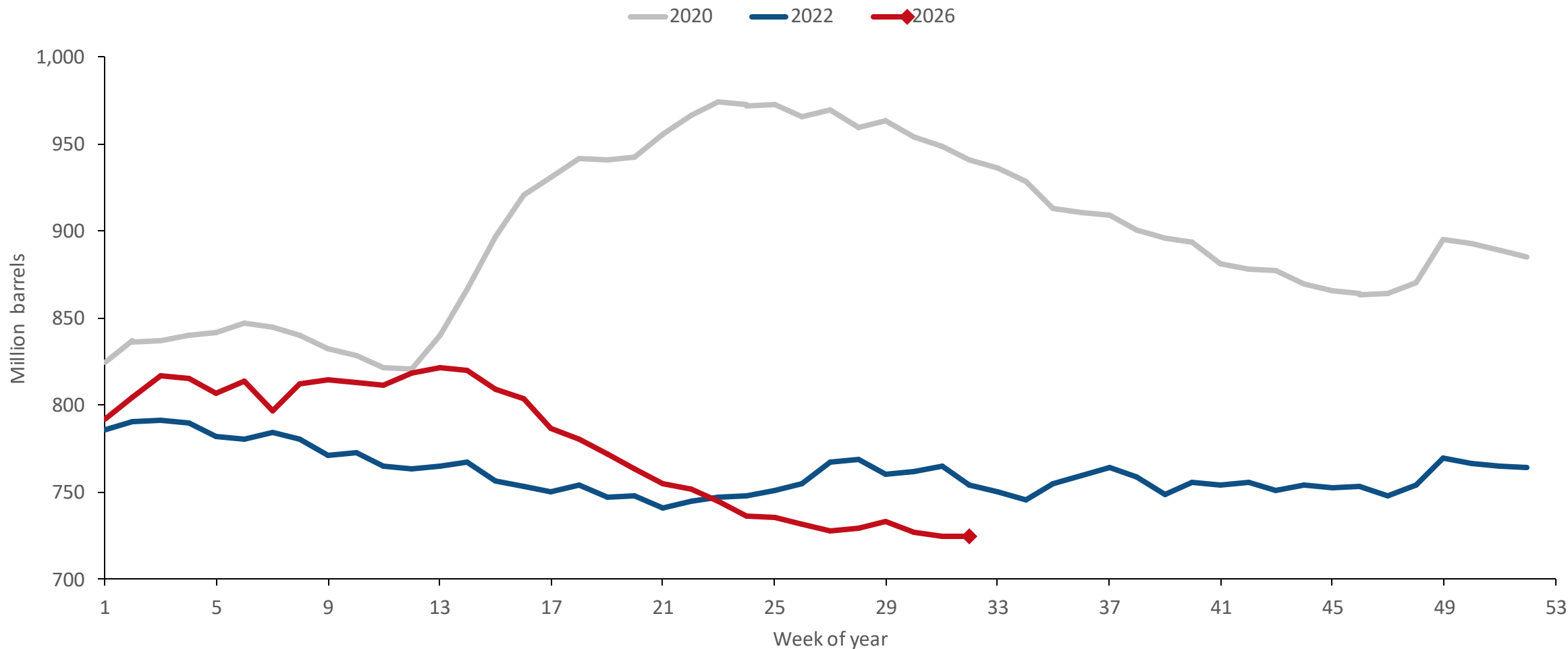
แม้จะใช้ทุกเส้นทางขนส่งทางเลือกที่มีอยู่ แต่วิกฤตช่องแคบฮอร์มุซยังคงทำให้กำลังการผลิตน้ำมันราว 6-7 ล้านบาร์เรลต่อวันลดลงเมื่อเทียบกับก่อนสงคราม



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

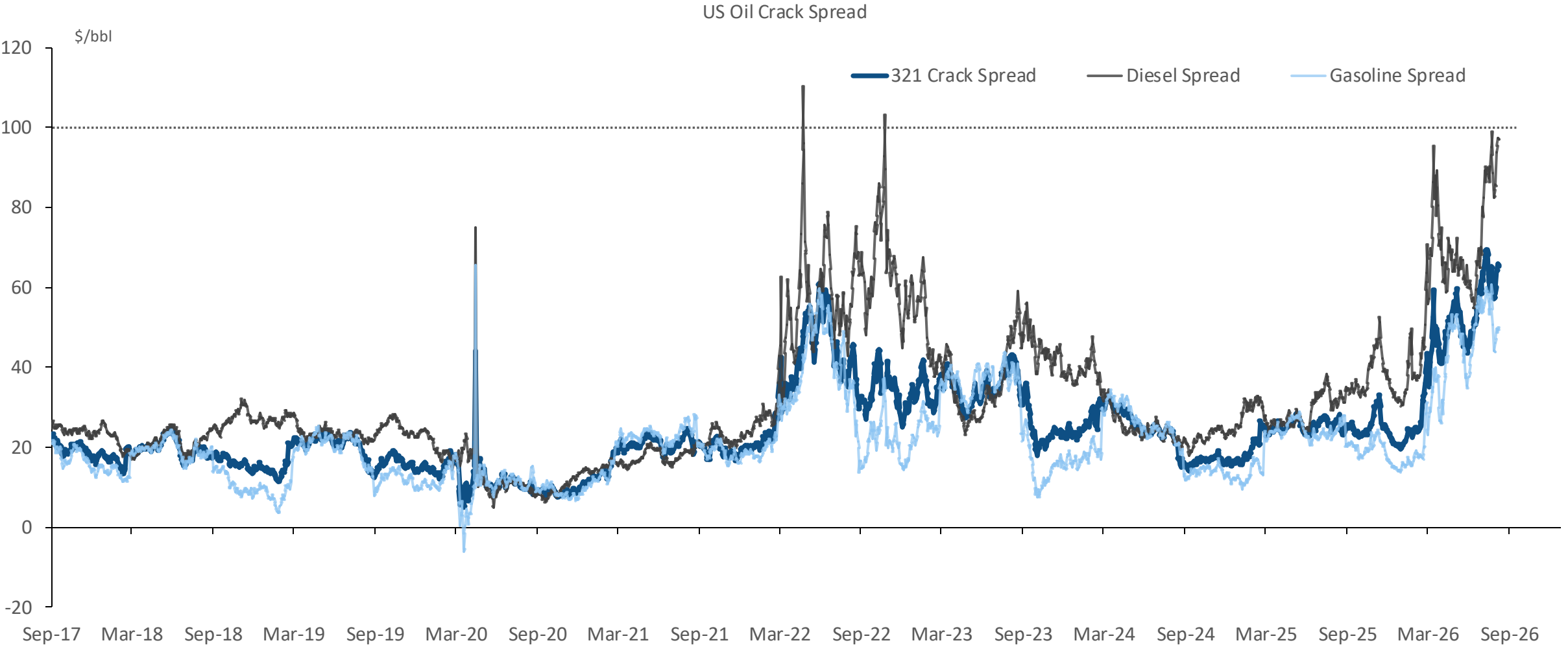
การระบายน้ำมันจากคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ช่วยบรรเทาภาวะตึงตัวของอุปทานได้เพียงบางส่วน ขณะที่ปริมาณน้ำมันคงคลังเชิงพาณิชย์ยังคงลดลงอย่างรวดเร็ว สะท้อนว่าความต้องการใช้น้ำมันยังแข็งแกร่งและภาวะอุปทานในตลาดยังคงตึงตัว

US 'Big Four' Storage, Seasonal by Year (excl SPR)



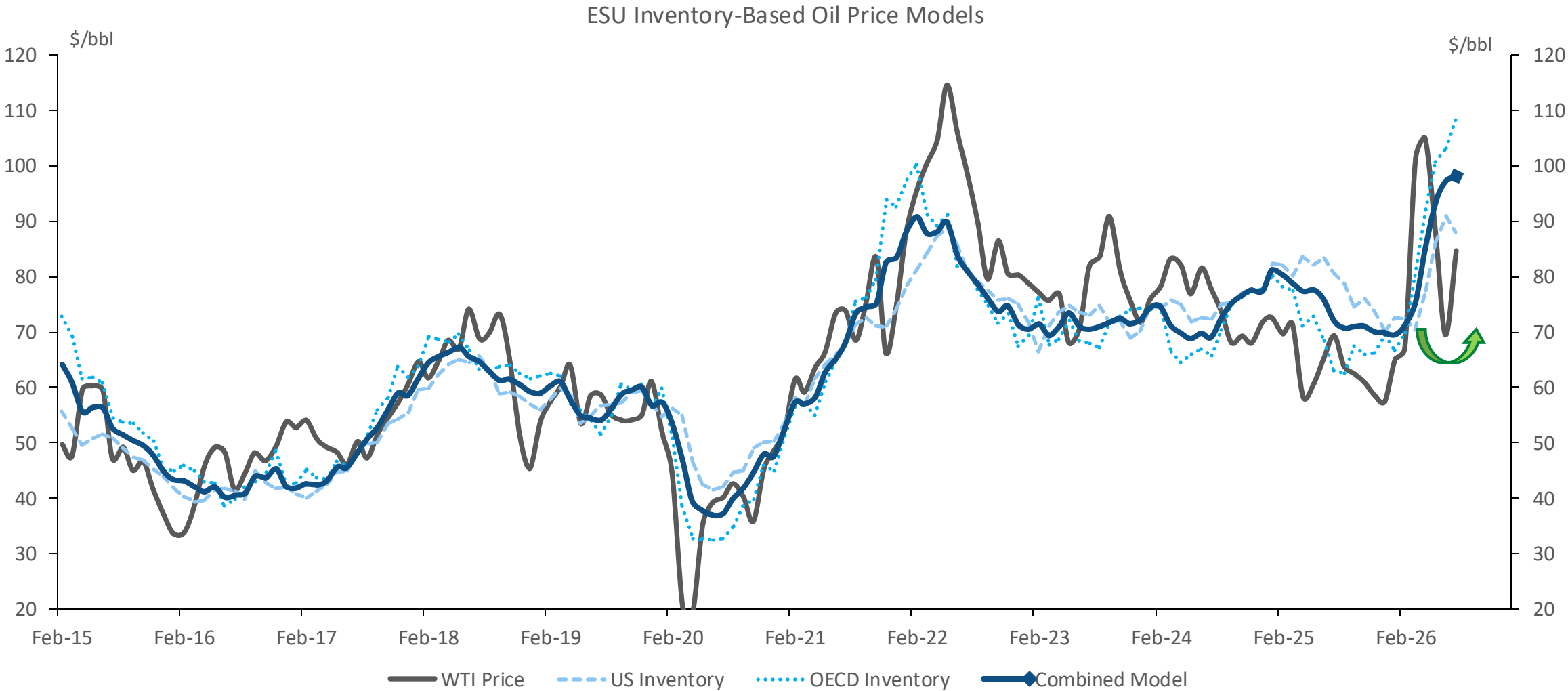
Note: 'Big Four' storage refers to crude oil, gasoline, diesel, and jet fuel inventories
 Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

น้ำมันดีเซลเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด จากการขาดแคลนน้ำมันดิบชนิดปานกลางและหนัก จากตะวันออกกลาง ส่งผลให้ค่าการกลั่นตามสัญญาซื้อขาย (Paper Refining Margin) พุ่งขึ้นใกล้ระดับ 100 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล



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

แม้ว่าราคาน้ำมันจะฟื้นตัวสู่ระดับ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในเดือน ส.ค. แต่ยังคงต่ำกว่ามูลค่าที่เหมาะสม (Fair Value) ที่เราประเมินไว้อย่างมีนัยสำคัญ

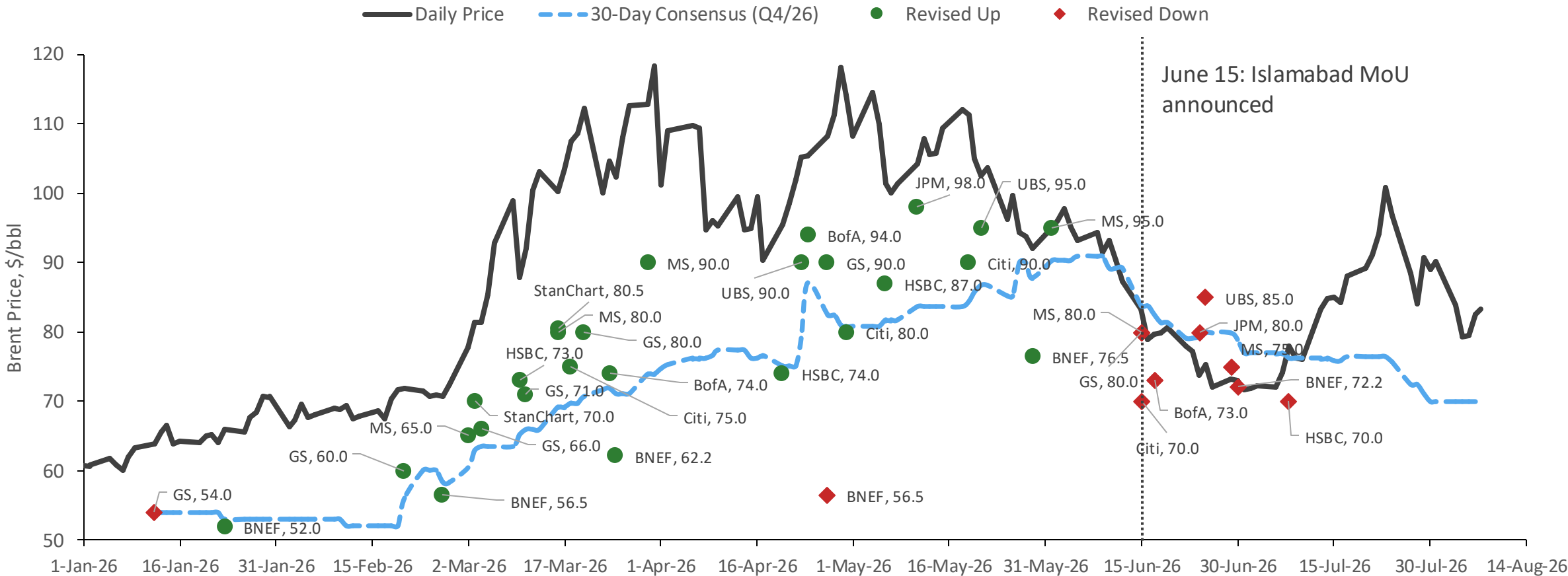


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แรงกดดันทางการเมืองที่มุ่งควบคุมราคาน้ำมันอย่างต่อเนื่อง อาจบิดเบือนกลไกราคาส่งผลให้ตลาดประเมินมูลค่าที่แท้จริงของน้ำมันต่ำกว่าความเป็นจริง

ในปี 2026 การคาดการณ์ราคาน้ำมันของสถาบันการเงินในวอลล์สตรีทมีความสอดคล้องกันอย่างผิดปกติ โดยมีแนวโน้มเป็นการติดตามการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันในตลาดปัจจุบัน (Spot Price) และสะท้อนทิศทางหรือวาทกรรมทางการเมือง มากกว่าการประเมินจากปัจจัยพื้นฐานของตลาด

Wall Street Oil Price Forecast: Brent Q4/26



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.