

TIPS | August 2026

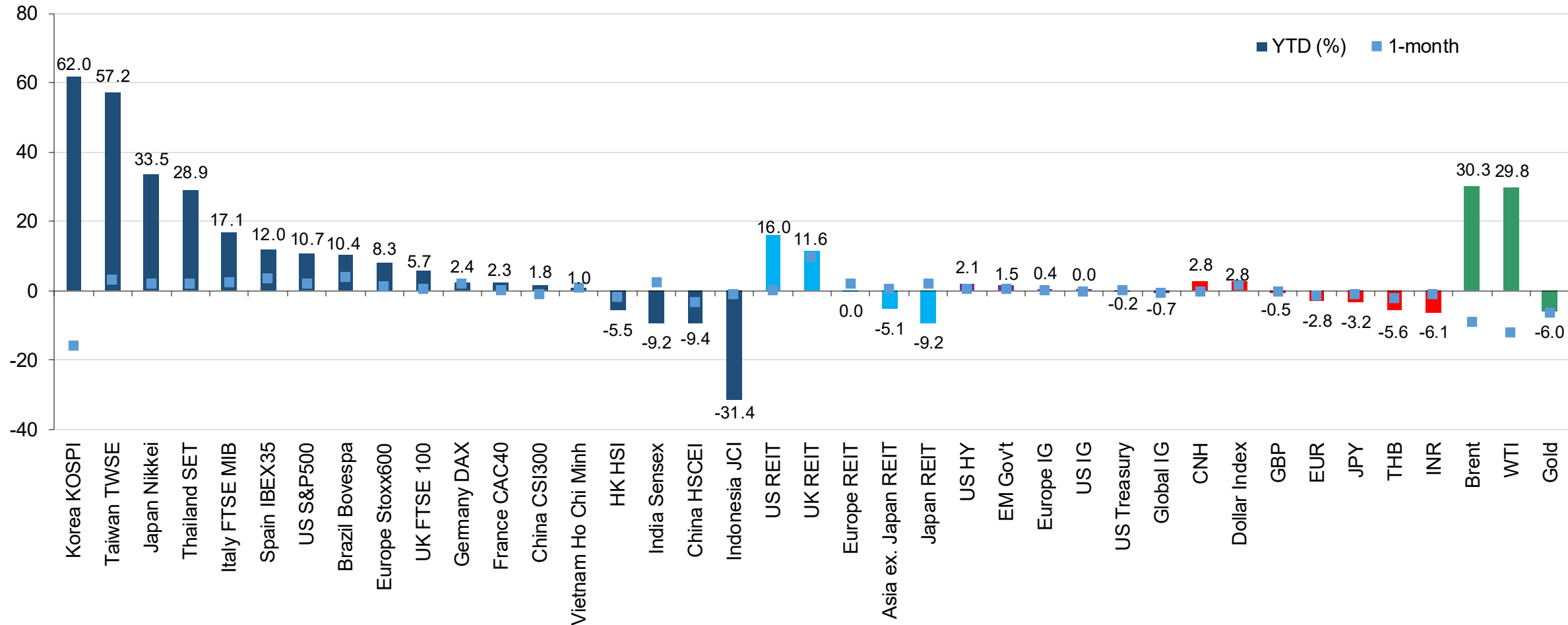
TISCO Investment Portfolio Strategy



ตลาดหุ้นเกาหลีใต้ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง ท่ามกลางความผันผวนที่พุ่งสูงขึ้นในกลุ่มเทคโนโลยีและเซมิคอนดักเตอร์



Market Performance as of 13 July 2026



เราประเมินวัฏจักรขาขึ้นของสินทรัพย์ประเภท Hard Assets อย่างกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ ยังคงแข็งแกร่ง



Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
Fixed Income				
US Treasuries				

เส้นทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบายเริ่มไม่แน่นอนขึ้น



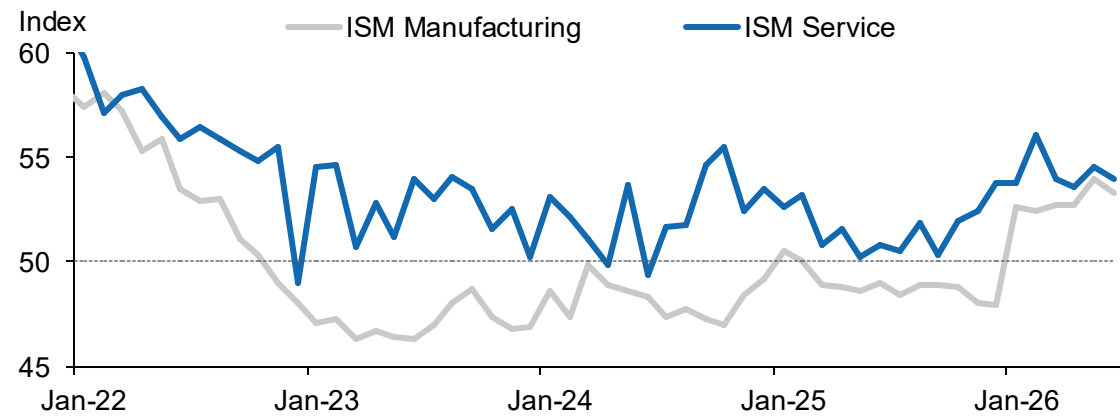
- ในการประชุม Fed รอบเดือน มิ.ย. 2026 กรรมการนโยบายการเงินได้ส่งสัญญาณที่ค่อนข้างเข้มงวด (Hawkish) ผ่าน Dot Plot ที่มองถึงโอกาสในการขึ้นดอกเบี้ยราวหนึ่งครั้งในปี 2026 ซึ่งต่างจากการประชุมรอบเดือน มี.ค. 2026 อย่างมีนัยสำคัญ ที่ ณ ขณะนั้น กรรมการยังคงส่งสัญญาณถึงโอกาสในการลดอัตราดอกเบี้ย โดยเราประเมินว่า การที่กรรมการนโยบายการเงินส่งสัญญาณที่เข้มงวดขึ้นนั้น ไม่ได้เป็นผลจากสถานการณ์ในตะวันออกกลางที่ผลักดันราคาพลังงานโลกเพียงอย่างเดียว แต่การเพิ่มขึ้นของเงินเฟ้อในช่วงที่ผ่านมา เริ่มกระจายตัวมากขึ้น สะท้อนผ่านอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้นเป็น 3.4% YoY ในเดือน พ.ค. 2026 ซึ่งเพิ่มขึ้นจากระดับราว 2.5-3.0% ในปี 2025 ขณะเดียวกัน ตลาดแรงงานของสหรัฐฯ เริ่มมีเสถียรภาพมากขึ้น สะท้อนผ่านการจ้างงานนอกภาคเกษตรที่ทยอยฟื้นตัว ขณะที่อัตราการว่างงานเริ่มทรงตัวมากขึ้น ส่งผลให้สมดุลความเสี่ยงเริ่มเปลี่ยนไป โดยกรรมการ Fed ประเมินว่าความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อมีมากขึ้น ขณะที่ความเสี่ยงด้านต่ำของตลาดแรงงานปรับลดลง
- โดยหากพิจารณาพลวัตเงินเฟ้อ จะพบว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้นเป็นผลจากปัจจัยทั้งในฝั่งอุปสงค์และอุปทาน ซึ่งกระจายตัวอยู่ทั้งในหมวดสินค้าและบริการ โดยอัตราเงินเฟ้อในหมวดสินค้าหลักไม่รวมพลังงาน (Core Goods PCE) ทยอยเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ไตรมาสที่สองของปี 2025 ส่วนหนึ่งเป็นผลจากปัจจัยฝั่งอุปทานหลังปชช. ทรัมป์ เดินหน้าขึ้นภาษีศุลกากรเป็นวงกว้างกับทุกประเทศ ซึ่งเป็นการเพิ่มภาระต้นทุนการนำเข้าสินค้าของภาคธุรกิจ โดยเราประเมินว่าภาษีศุลกากรเป็นปัจจัยผลักดันอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานในรูป YoY ราว +0.6ppt
- ทั้งนี้ แม้ว่าผลของการส่งผ่านต้นทุนควรจะทยอยลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2026 แต่อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากการเร่งลงทุนในเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์อาจสร้างแรงกดดันด้านสูงต่อราคาสินค้าบางประเภทเพิ่มเติม โดยราคาสินค้าในหมวดซอฟต์แวร์และอุปกรณ์เสริมเร่งตัวขึ้นในระดับเลขสองหลักและเป็นปัจจัยผลักดันเงินเฟ้อพื้นฐานราว +0.2ppt ในช่วงที่ผ่านมา ขณะเดียวกัน ราคาหน่วยความจำ (เป็นชิ้นส่วนที่ใช้เพื่อเก็บข้อมูลในอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์หลายประเภท) ปรับตัวขึ้นในระดับเลขสามหลัก และหากภาคธุรกิจส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นไปยังผู้บริโภค ทาง Bloomberg ประเมินว่าอาจสร้างแรงกดดันด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้ออีกราว +0.2-0.3ppt ในระยะข้างหน้า นอกจากนี้ แม้ว่าเงินเฟ้อในหมวดบริการด้านที่อยู่อาศัยที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง แต่อัตราเงินเฟ้อในภาคบริการรวมกลับยังขยายตัวในระดับสูง ส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาในหมวดบริการทางการเงิน ค่ารักษาพยาบาลและค่าประกันสุขภาพที่เร่งตัวขึ้น รวมถึงบริการด้านการเดินทาง อาทิ ค่าตัวเครื่องบิน ตามราคา Jet Fuel ที่ปรับตัวสูงขึ้น

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

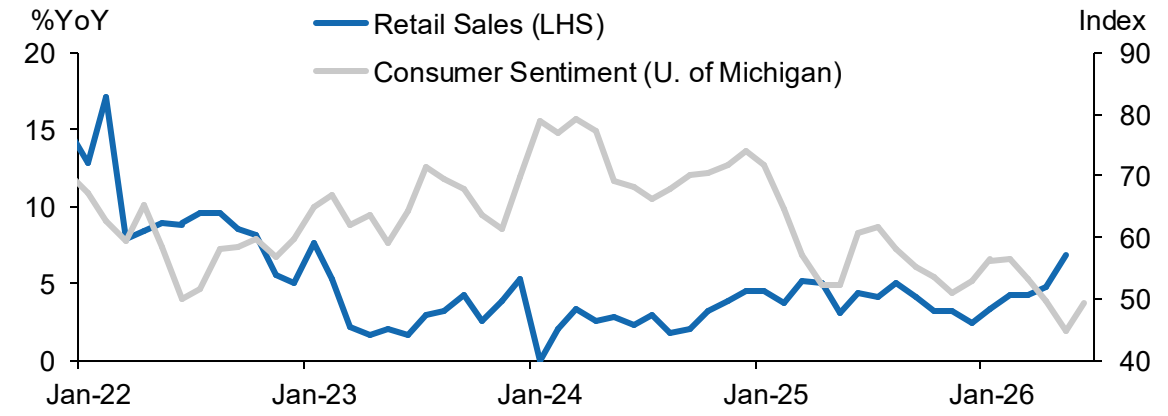
กิจกรรมทางเศรษฐกิจในภาคบริการและการผลิตของสหรัฐฯ เดือน มิ.ย. ขยายตัว ในอัตราชะลอลง ขณะที่ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคยังคงทรงตัวในระดับอ่อนแอ



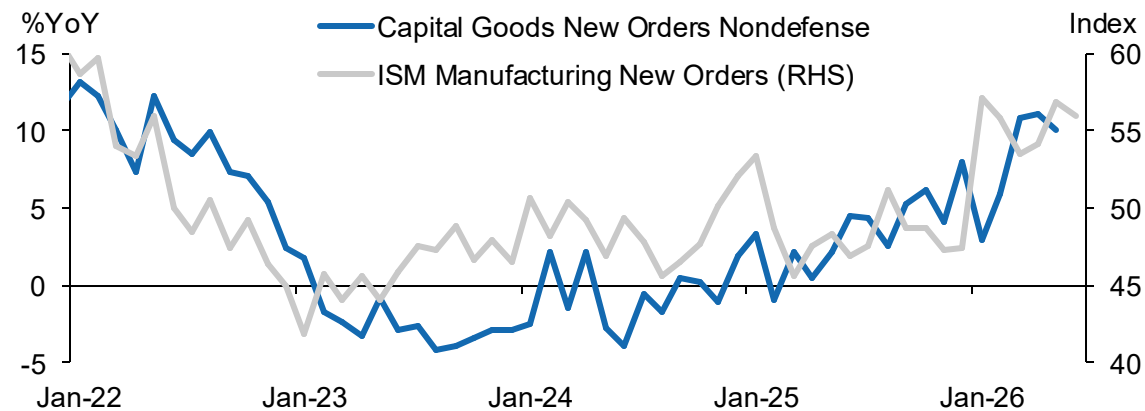
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



เครื่องชี้การค้าระหว่างประเทศ

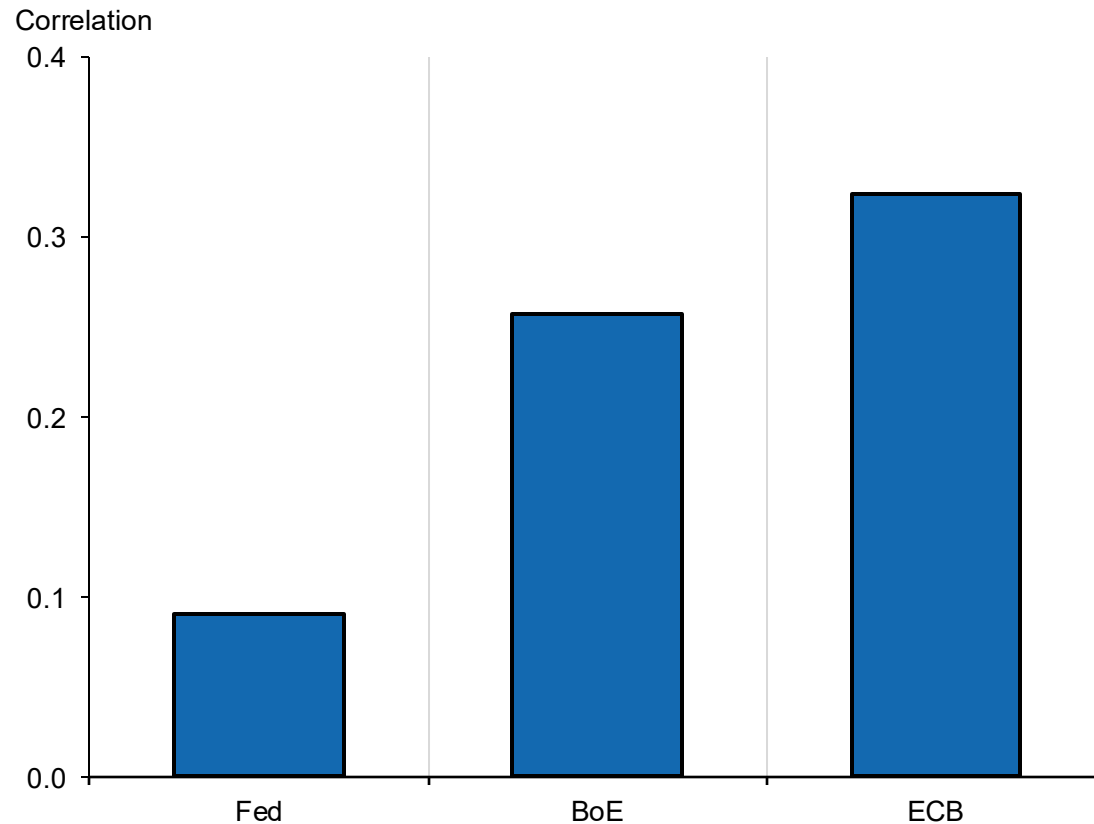


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

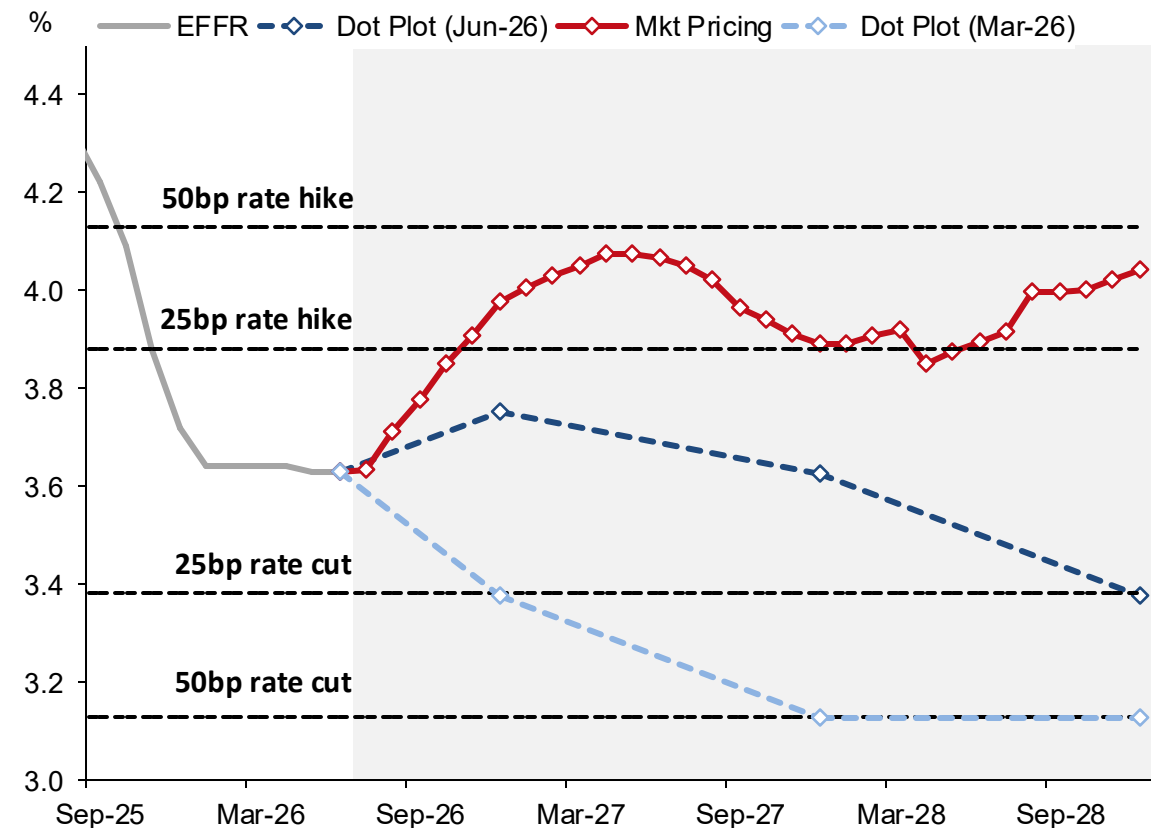
ในการประชุม Fed รอบล่าสุด คณะกรรมการส่งสัญญาณที่ค่อนข้าง Hawkish ผ่าน Dot Plot โดยมีกรรมการ 9 ท่านมองว่า Fed ควรขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างน้อย 1 ครั้งในปี 2026



ความสัมพันธ์ระหว่างราคาพลังงานโลกและการสื่อสารของธนาคารกลางที่ต่าง ๆ ว่ามีความเข้มงวดขึ้นสอดคล้องกับราคาพลังงานมากเพียงใด



คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยผ่านมุมมองของตลาดการเงิน เทียบกับ Dot Plot

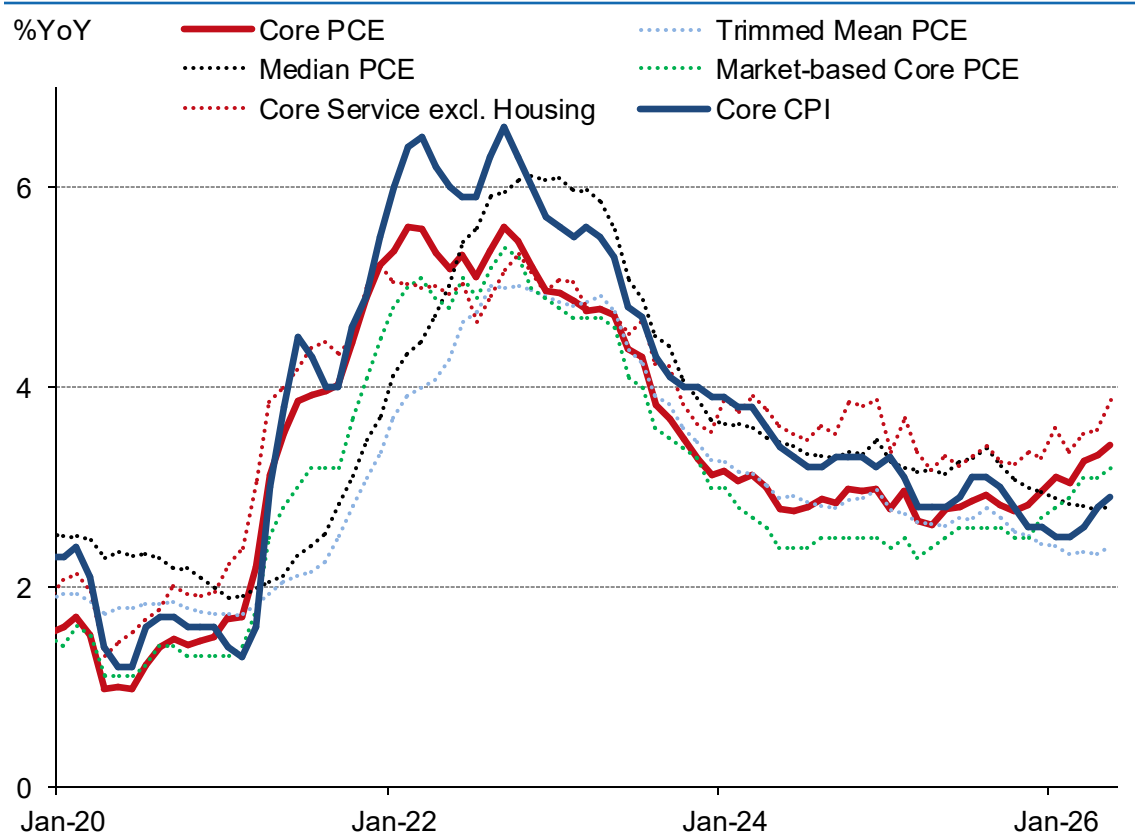


Source: Bloomberg, Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

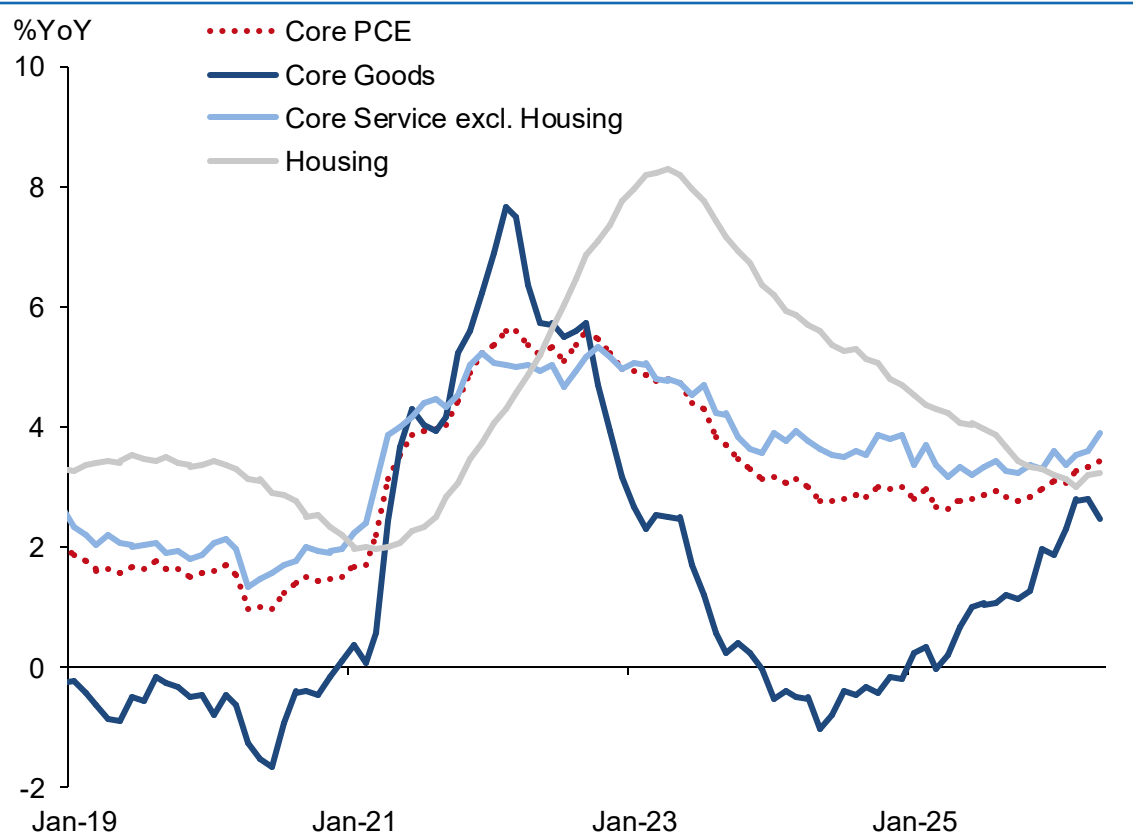
อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้นเป็นผลจากปัจจัยทั้งในฝั่งอุปสงค์และอุปทาน ซึ่งกระจายตัวอยู่ในหมวดสินค้าและบริการ



เครื่องชี้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน



อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (Core PCE) จำแนกตามหมวดหมู่

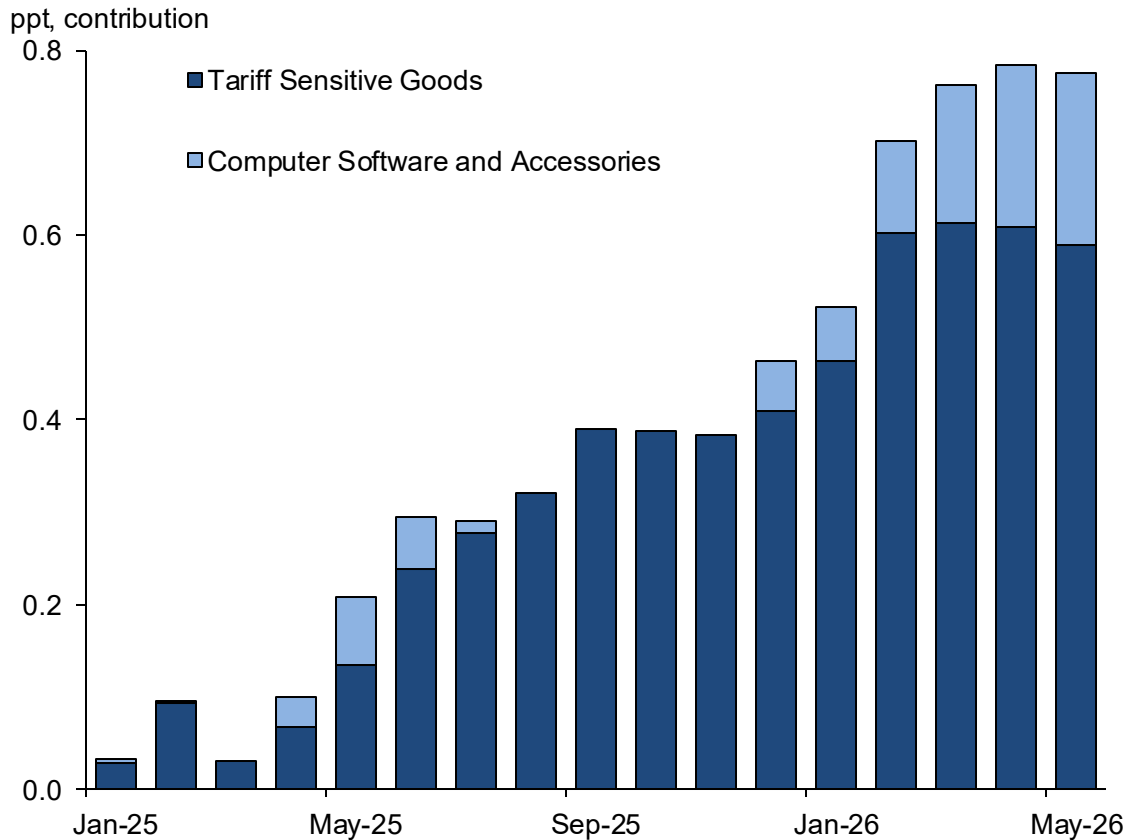


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

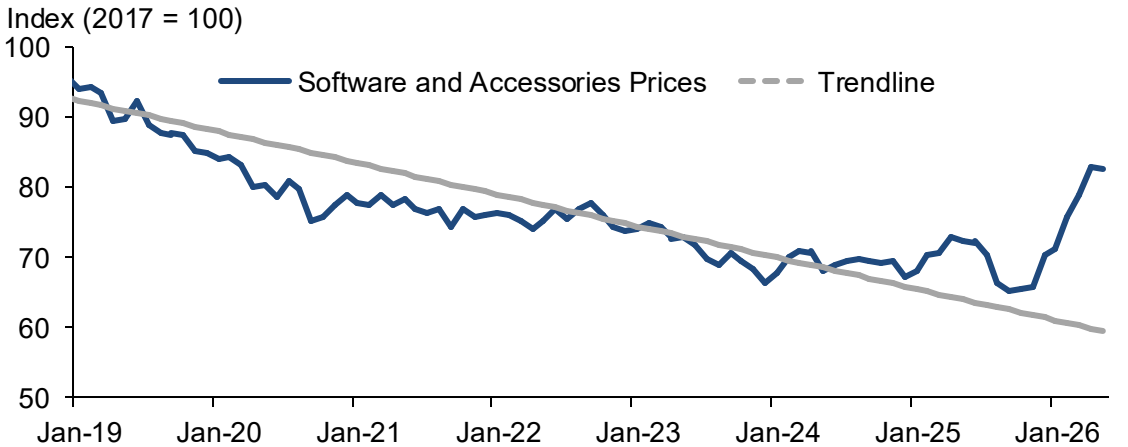
เงินเพื่อในหมวดสินค้าหลักที่ทยอยเร่งตัวขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งเป็นผลจากการ
ส่งผ่านต้นทุนภาษีศุลกากรของภาคธุรกิจและการเร่งลงทุนในเทคโนโลยีปัญญาประดิษฐ์



ที่มาของการขยายตัวของอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจำแนกตามผลกระทบของภาษี
ศุลกากรและหมวดที่เกี่ยวข้องกับ AI



ดัชนีราคาสินค้าในหมวดซอฟต์แวร์และอุปกรณ์ และตัวอย่างซอฟต์แวร์ที่ขึ้น
ราคาในช่วงที่ผ่านมา

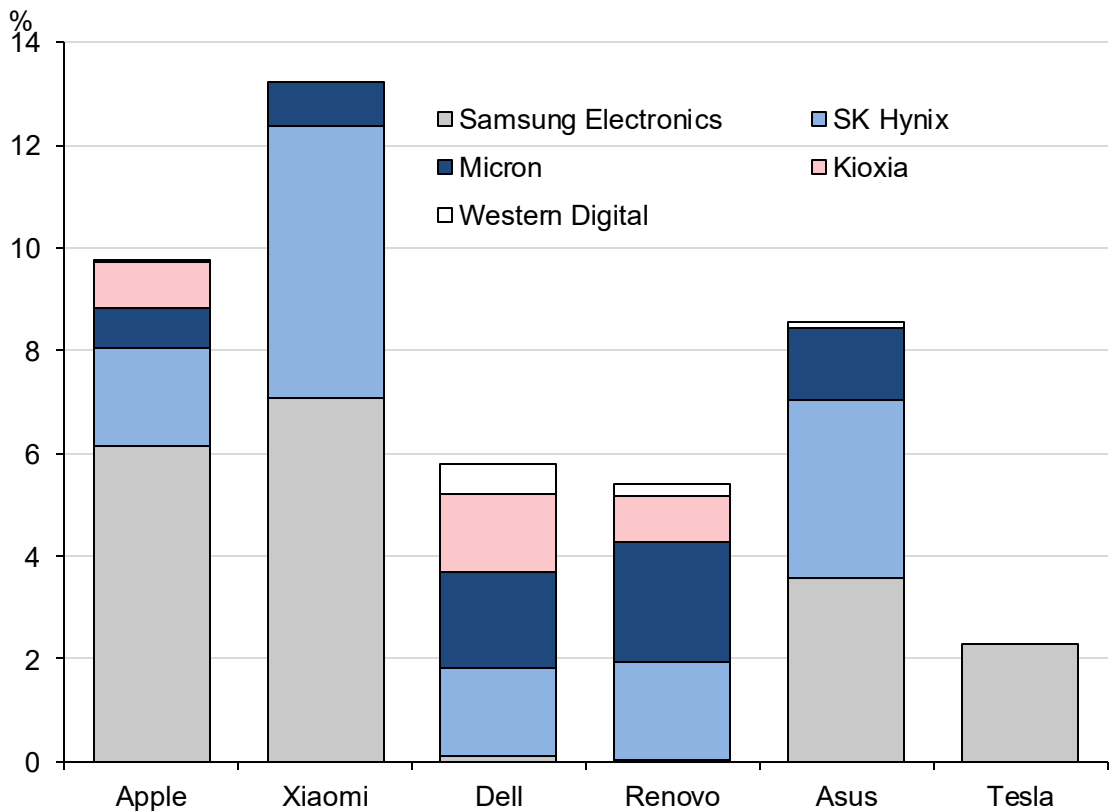


Product	Date	Price Increase
Microsoft 365 personal monthly	2025	30%
Adobe Creative Cloud Photo	2025	50%
Adobe Lightroom	2025	30%
Microsoft 365 personal annual	2025	30%
Duolingo	2025	14%
Apple Creator Studio	2026	2.6X Previous
Canva Pro	2026	20%
Microsoft M365 apps	2026	15%

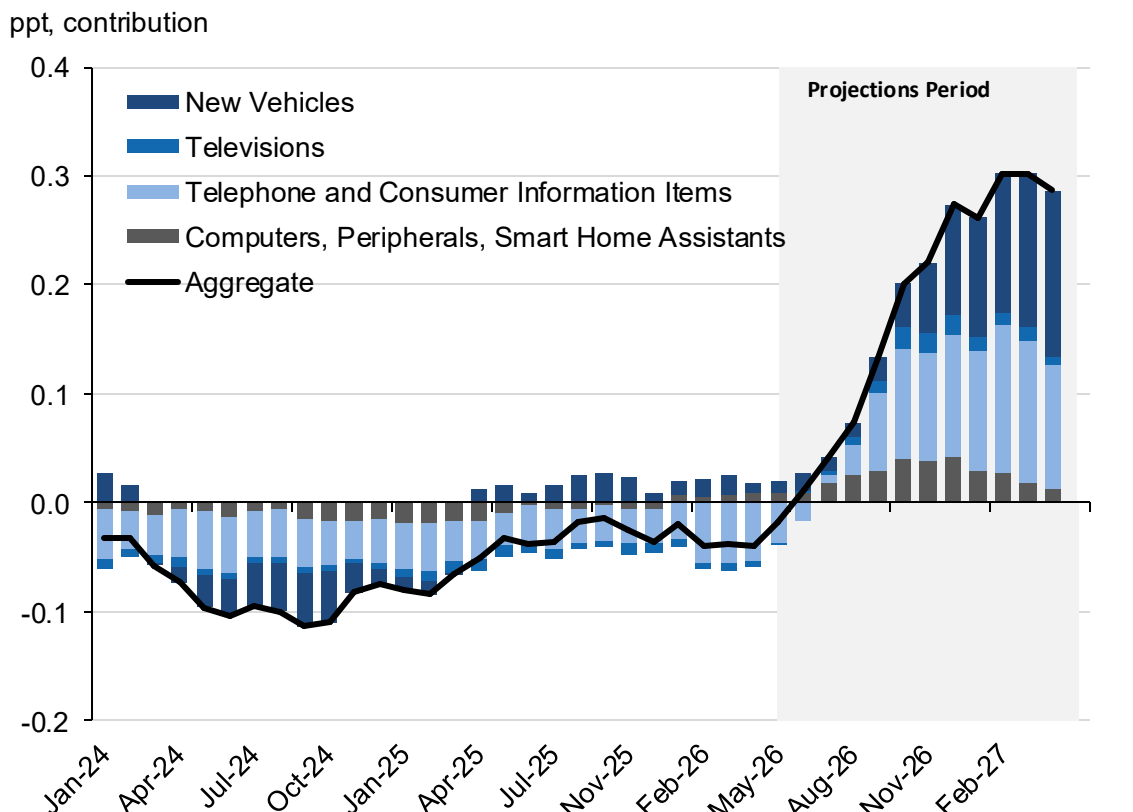
Source: Bloomberg, Media, Goldman Sachs, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาหน่วยความจำ ซึ่งเป็นชิ้นส่วนที่ใช้เพื่อเก็บข้อมูลในอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์หลายประเภทปรับตัวขึ้นในระดับเลขสามหลัก ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้ออีกราว 0.2-0.3ppt ในระยะข้างหน้า

สัดส่วนต้นทุนแบ่งตามซัพพลายเออร์ ในบริษัทที่ขายสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ เช่น โทรศัพท์ และคอมพิวเตอร์ รวมถึงรถยนต์



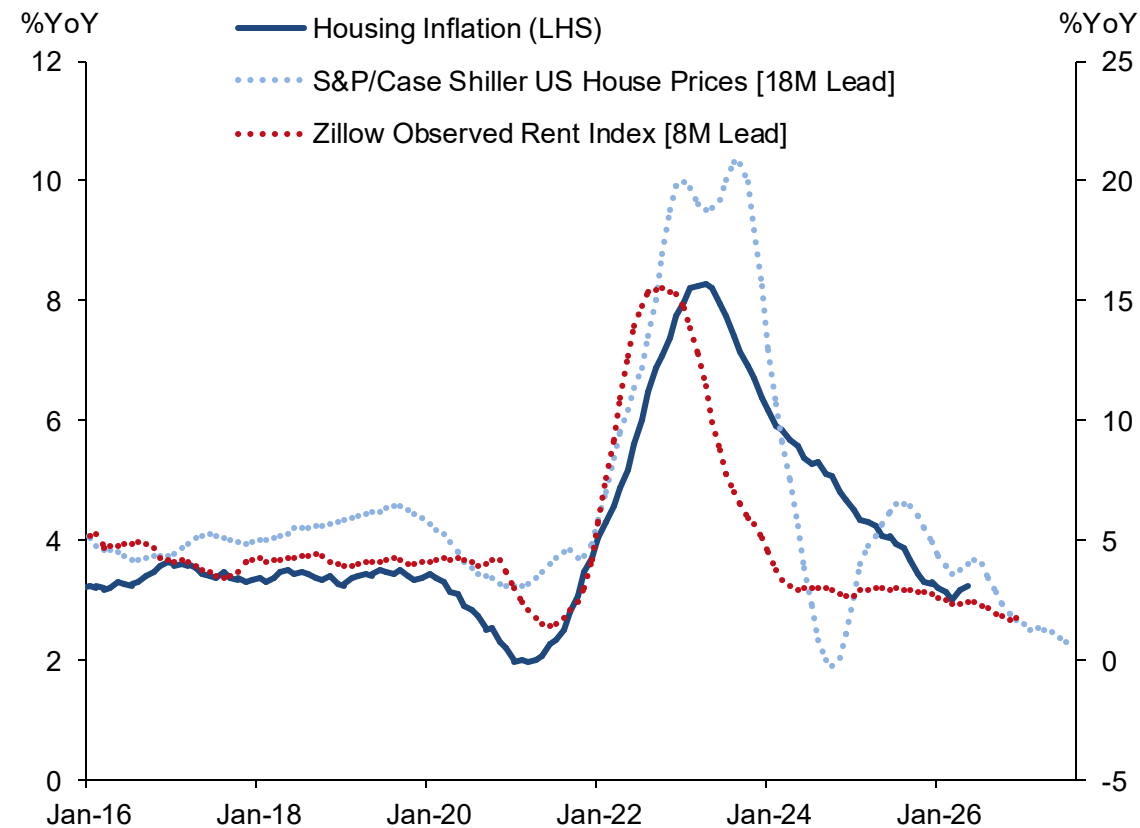
ที่มาของการขยายตัวของเงินเฟ้อจากกลุ่มสินค้าที่อ่อนไหวต่อการเร่งลงทุนใน AI และตัวเลขคาดการณ์



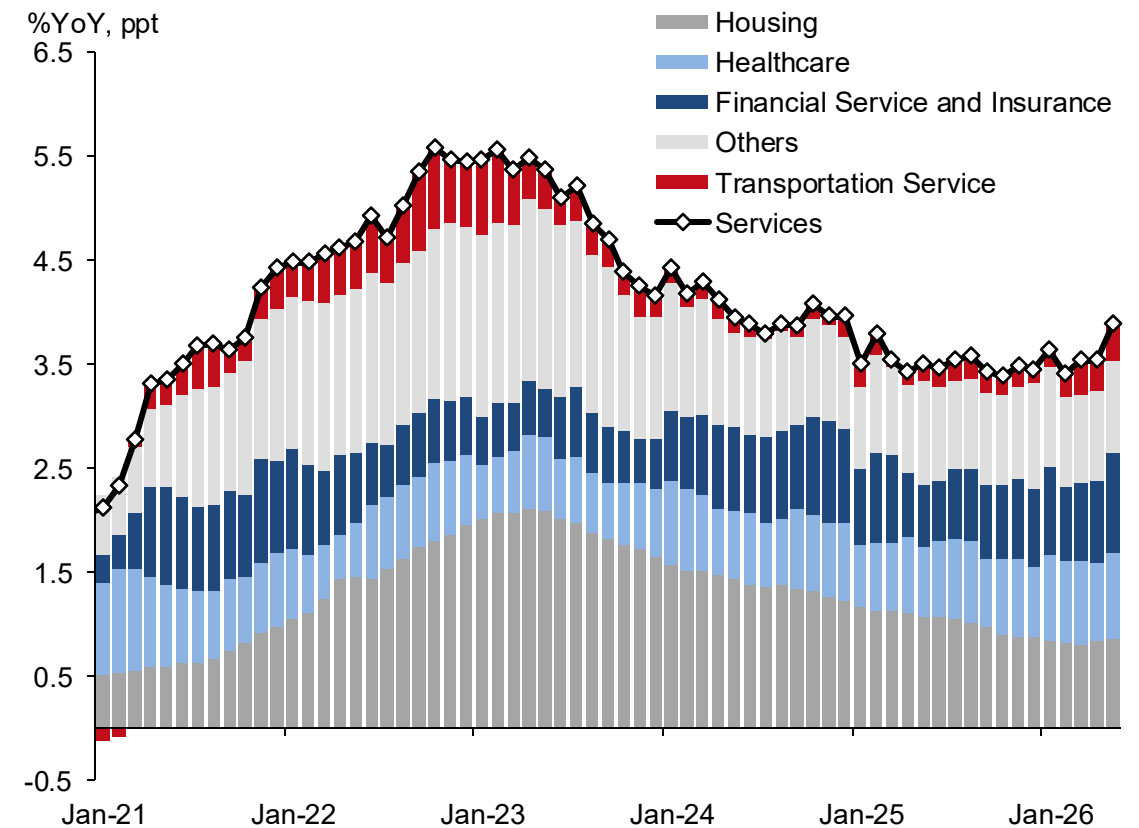
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การชะลอของเงินเฟ้อในภาคบริการค่อนข้างล่าช้า แม้ราคาในหมวดที่อยู่อาศัยจะชะลอลงเรื่อยมา ส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาในหมวดบริการด้านการเงิน ค่ารักษาพยาบาลและประกันที่เร่งตัวขึ้น

มาตรวัดเงินเฟ้อในหมวดบริการที่อยู่อาศัย (ค่าเช่าบ้าน)



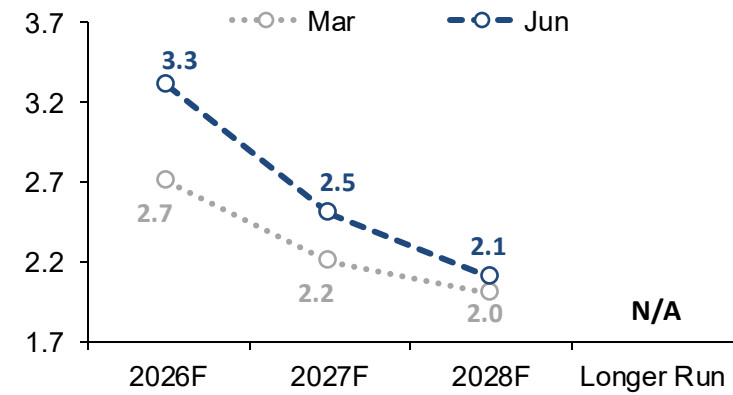
อัตราเงินเฟ้อในภาคบริการและที่มาของการขยายตัว



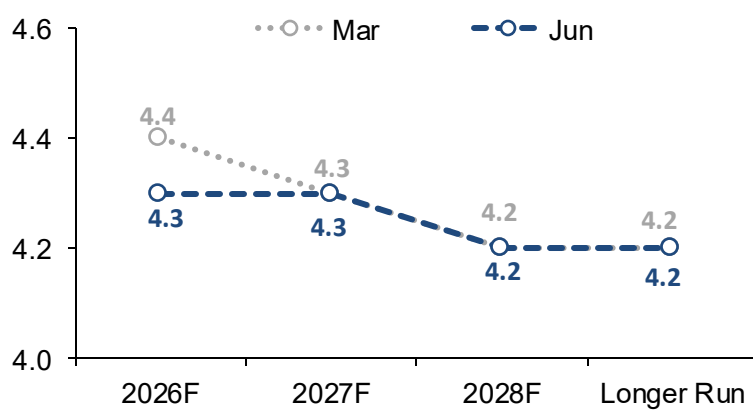
Source: Bloomberg, Fed, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราเงินเพื่อพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้น ขณะที่อัตราการว่างงานเริ่มทรงตัว ส่งผลให้จุดยืนด้านนโยบายของ Fed ผ่อนคลายกว่าที่ควรจะเป็นไปมาก ซึ่งเป็นสาเหตุว่าทำไม กรรมการหลายท่านถึงส่งสัญญาณถึงโอกาสการขึ้นดอกเบี้ย

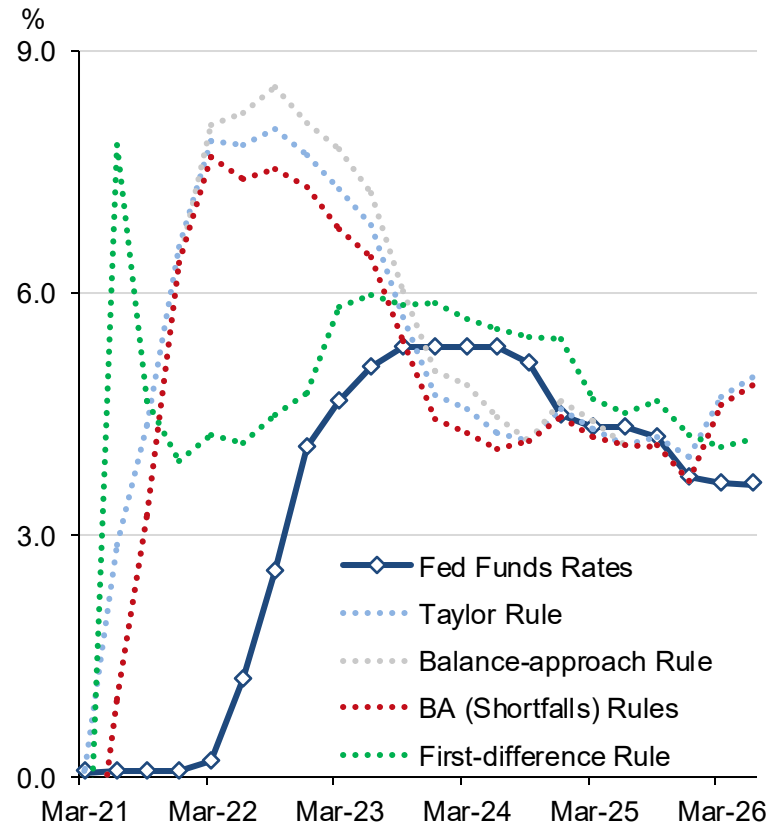
คาดการณ์อัตราเงินเพื่อพื้นฐาน (%)



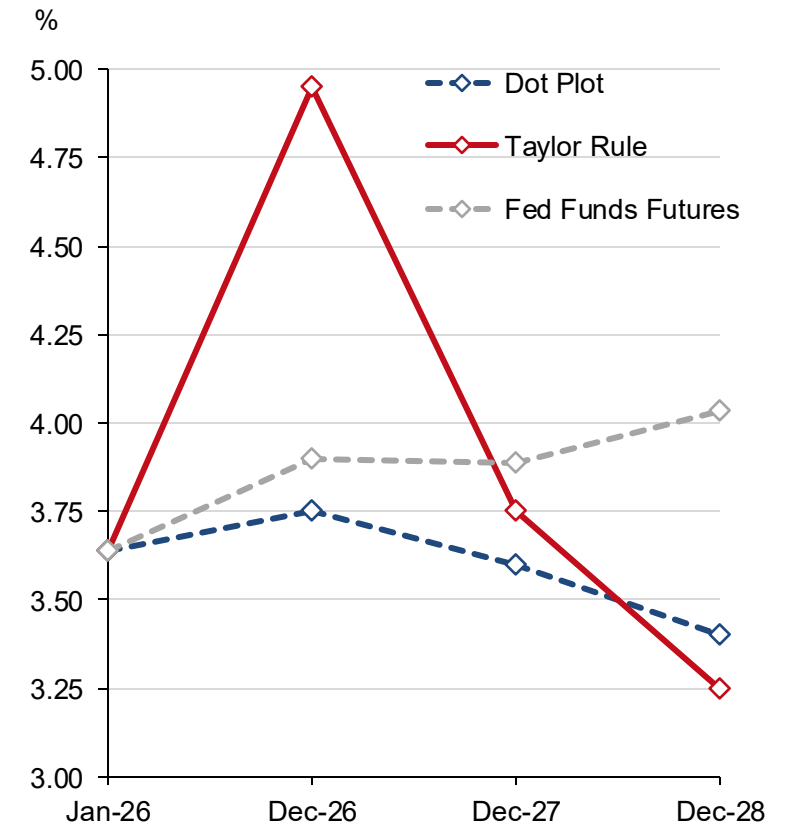
คาดการณ์อัตราการว่างงาน (%)



โมเดลประเมินระดับดอกเบี้ยที่ควรจะเป็น



Taylor rule vs. dot plot vs. คาดการณ์ของตลาด



กรรมการ Fed ประเมินว่าความเสี่ยงด้านสูงของเงินเฟ้อมีมากขึ้น ขณะที่ความเสี่ยงด้านต่ำของตลาดแรงงานปรับลดลง

การเปิดเผยรายละเอียดการประชุม FOMC ผ่าน Minutes

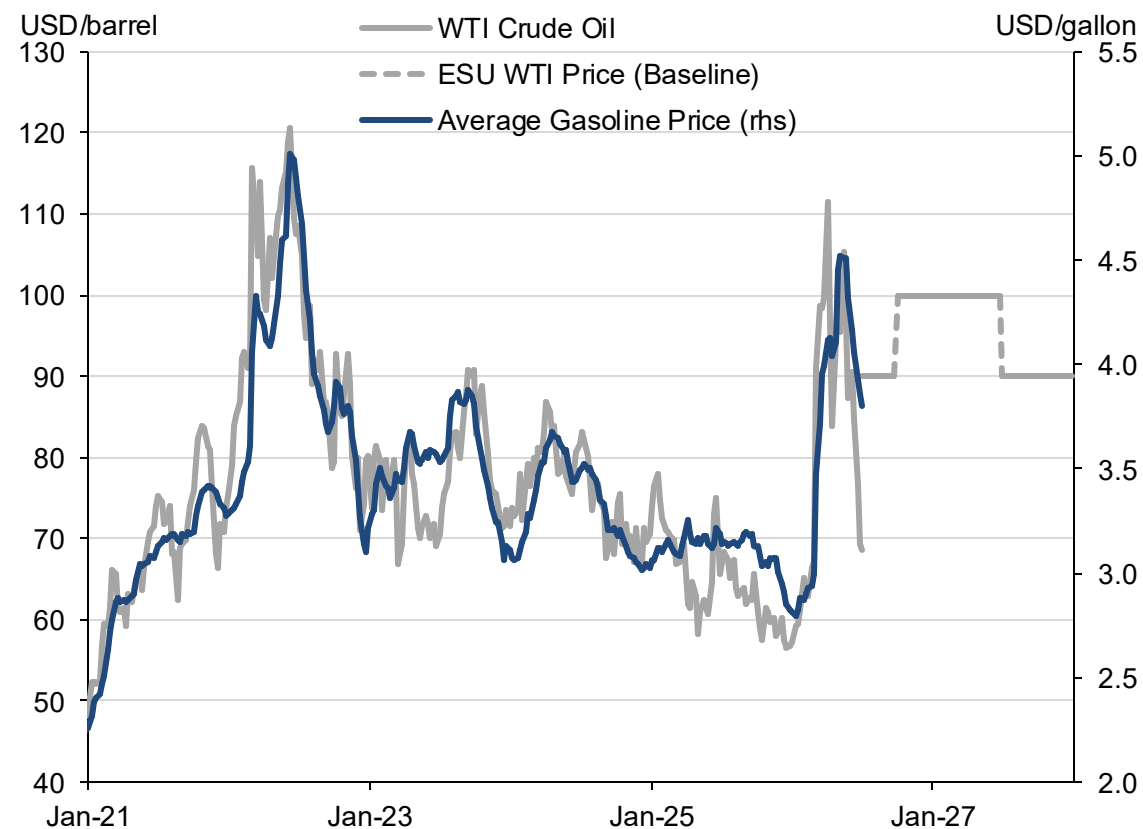
	18 Mar	29 Apr	17 Jun
Price	- Overall inflation remained above 2% goal <u>Inflation would gradually move down</u>...after the effect of tariffs and higher oil prices had faded - Vast majority of participants noted that <u>progress toward target could be slower than expected</u> <u>Risk of inflation running persistently above target had increased</u>	- Inflation had moved up, and remained above goal <u>Energy prices would put upward pressure</u> on inflation <u>on the near term</u> <u>Effects of tariffs would diminish overtime</u> - Vast majority of participants noted <u>an increased risk that inflation would take longer to return to target</u> than previously expected	- Inflation had moved higher due to the <u>tariffs, supply chain disruptions, strong demand from AI-related investment</u> - Several participants commented that <u>price pressures had become more broad-based</u> - Participants judged that <u>the risks to the inflation outlook were still tilted to the upside</u>
Labor Market	- Most participants judged that <u>labor market was broadly in balance</u> - Vast majority of participants,...<u>risks to the employment were skewed to the downside</u>	- Most participants judged that recent data suggested <u>stabilization in the labor market</u> - Most participants,... <u>risks to the employment were tilted to the downside</u>	- Unemployment rate had remained relatively stable at <u>near participants' estimates of its longer-run level</u> - Some participants remarked that <u>concerns about labor market deterioration had eased</u>
Policy	<u>Well positioned</u> to determine the extent and timing of additional adjustments - Some participants...strong case for a two-sided description, <u>reflecting the possibility of upward adjustment in policy rate</u>	<u>Well positioned</u> to base the extent and timing of adjustments to the policy rate - Some participants see <u>greater tradeoff between dual mandate</u> goal in a scenario where energy prices remain elevated combined with effects of tariffs	- Several participants remarked that they <u>did not see the current policy stance as restrictive</u> <u>Some policy firming would likely be warranted</u> in the context of stable labor market, strong AI-related demand, conflict in the Middle East and effects of tariff

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

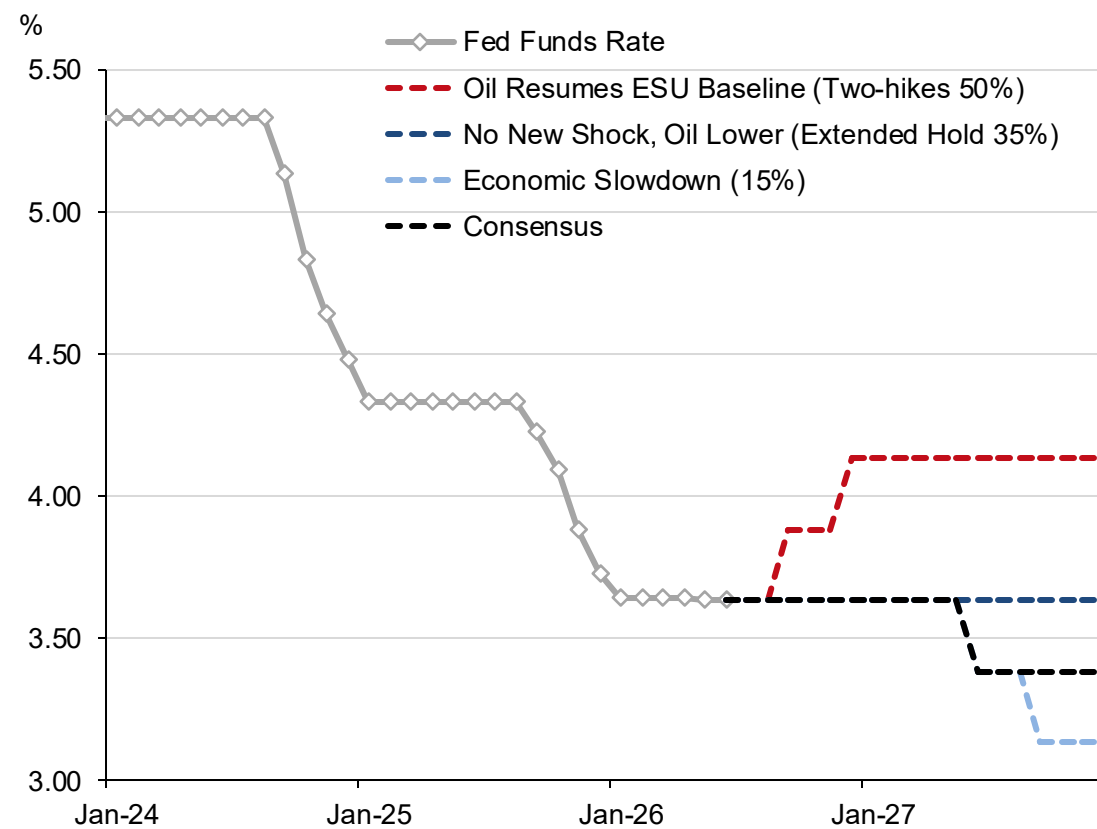
หากราคาน้ำมันดิบกลับมาทรงตัวในกรอบราว 90-100 ดอลลาร์ และการชะลอตัวของเงิน เพื่อพื้นฐานล่างซ้ำเพิ่มเติม เรามองว่าความเสี่ยงของดอกระเบี่ยนั้นโน้มไปทางด้านสูง



ราคาน้ำมันดิบโลกและตัวเลขคาดการณ์ เทียบกับราคาน้ำมันค้าปลีก



คาดการณ์เส้นทางอัตราดอกเบี้ยของ Fed ภายใต้จากทัศน์ต่าง ๆ



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

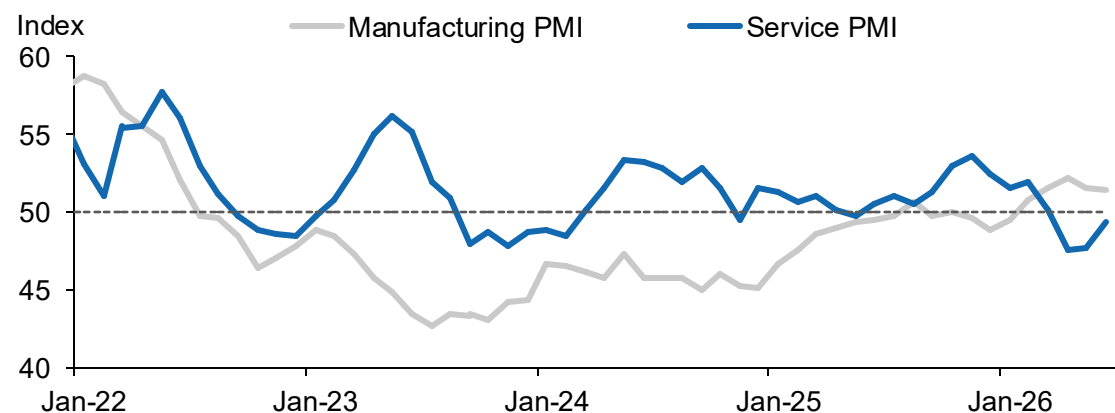


- ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา เศรษฐกิจโลกเผชิญกับปัจจัยกดดันนับพลันหลายครั้ง อาทิ วิกฤติโควิด สงครามรัสเซีย-ยูเครน วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น การถอนนโยบายการคลังแบบผ่อนคลาย มาตรการกีดกันการค้าของสหรัฐฯ และสงครามในตะวันออกกลางที่ทวีความรุนแรงขึ้น อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจโลกยังคงทยอยฟื้นตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง เช่นเดียวกับภาคการส่งออกสินค้าที่ทยอยปรับตัวดีขึ้นเรื่อยมา โดยหากพิจารณารายละเอียด จะพบว่า ปริมาณการส่งออกสินค้าโลกเพิ่มขึ้นประมาณ 15% จากปี 2021 นำโดยประเทศที่กำลังพัฒนา (Emerging Economies) ที่เพิ่มขึ้นราว 24% และประเทศที่พัฒนาแล้ว (Advanced Economies) ที่เพิ่มขึ้นราว 10% อย่างไรก็ตาม ปริมาณการส่งออกสินค้าของยูโรโซนกลับหดตัวลงกว่า 5% เมื่อเทียบกับปี 2021 และหากพิจารณาเป็นรายประเทศ จะพบว่า การส่งออกชะลอลงในหลายภูมิภาค อาทิ สหรัฐฯ จีน เอเชีย ไม่รวมจีน เป็นต้น ซึ่งสะท้อนว่ายูโรโซนอาจกำลังเผชิญกับปัญหาเชิงโครงสร้างหรือปัจจัยเฉพาะตัวที่กระทบกับความสามารถทางการผลิตและส่งออก
- ในปี 2022 ปริมาณการส่งออกสินค้าของยูโรโซนเริ่มชะลอลงอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความสามารถทางการแข่งขันด้านราคาที่ปรับแย่ลง โดยหากพิจารณาดัชนีราคาผู้ผลิต ซึ่งประเมินราคาสินค้าที่ออกจากโรงงาน จะพบว่า ดัชนีราคาผู้ผลิตในยูโรโซนเร่งตัวขึ้นราว +40% ในปี 2022 ซึ่งเป็นช่วงที่เกิดสงครามรัสเซีย-ยูเครน และราคาพลังงานโลกพุ่งสูงขึ้น ขณะเดียวกัน ดัชนีราคาผู้ผลิตในประเทศสหรัฐฯ อังกฤษ ญี่ปุ่น เกาหลีใต้ กลับเพิ่มขึ้นเพียง +10-20% เท่านั้นในช่วงเวลาเดียวกัน นอกจากนี้ อุปทานก๊าซธรรมชาติที่ลดลงแบบฉับพลัน ส่งผลให้ผู้ผลิตในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานสูงในยูโรโซน ต้องปรับลดกำลังการผลิตลง และกระทบกับการส่งออกสินค้าในกลุ่ม เคมีภัณฑ์ เหล็กและโลหะขึ้นรูป พลาสติกและยาง
- นอกจากนี้ การที่จีนพัฒนาห่วงโซ่อุปทานไปยังสินค้าที่มีความซับซ้อนในการผลิตสูงขึ้น เริ่มกระทบกับผู้เล่นเดิมในตลาดการส่งออก โดยหากพิจารณาข้อมูลการนำเข้าสินค้าของประเทศต่างๆ ในปี 2025 เทียบกับ 2019 จะพบว่า สัดส่วนการนำเข้าสินค้าจากสหภาพยุโรปลดลงในหลายภูมิภาค ขณะที่ประเทศต่างๆ กลับเพิ่มสัดส่วนการนำเข้าสินค้าจากจีน โดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าที่มีความซับซ้อนในการผลิตสูง ซึ่งยุโรปก็เป็นผู้เล่นหลักในกลุ่มสินค้าดังกล่าวอยู่ก่อนหน้า และสะท้อนการแข่งขันในตลาดการส่งออกที่เข้มข้นขึ้น นอกจากนี้ การที่ปธน. ทรัมป์ ใช้มาตรการกีดกันการค้า ส่งผลให้การส่งออกไปยังสหรัฐฯ ชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกัน อุปสงค์ในการเร่งลงทุนใน AI ที่แข็งแกร่ง ส่งผลให้การเติบโตของการค้าโลกกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ที่ยุโรปไม่ได้มีส่วนมากนัก เมื่อเทียบกับ ไต้หวัน ญี่ปุ่น จีน เกาหลีใต้ ไทย และเวียดนาม เป็นต้น

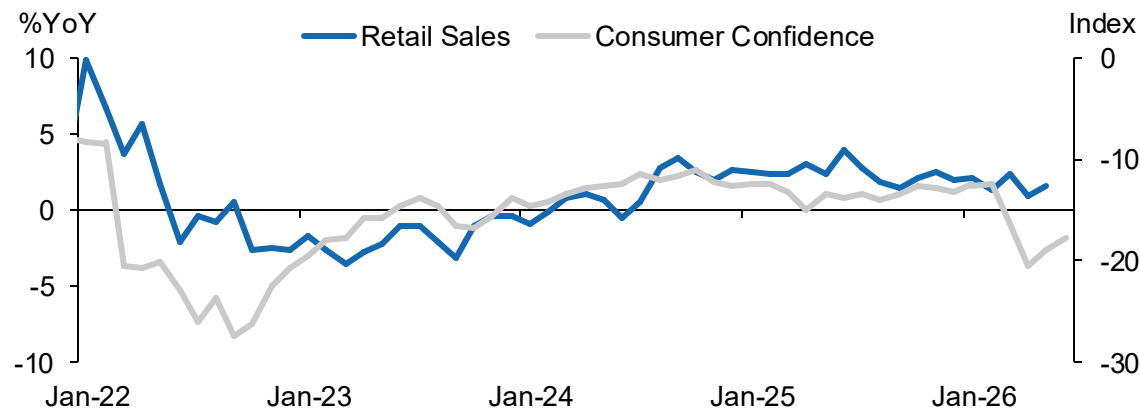
แม้ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตจะอยู่ในเกณฑ์ขยายตัว (สูงกว่า 50 จุด) ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 แต่อัตราการขยายตัวเริ่มชะลอลง



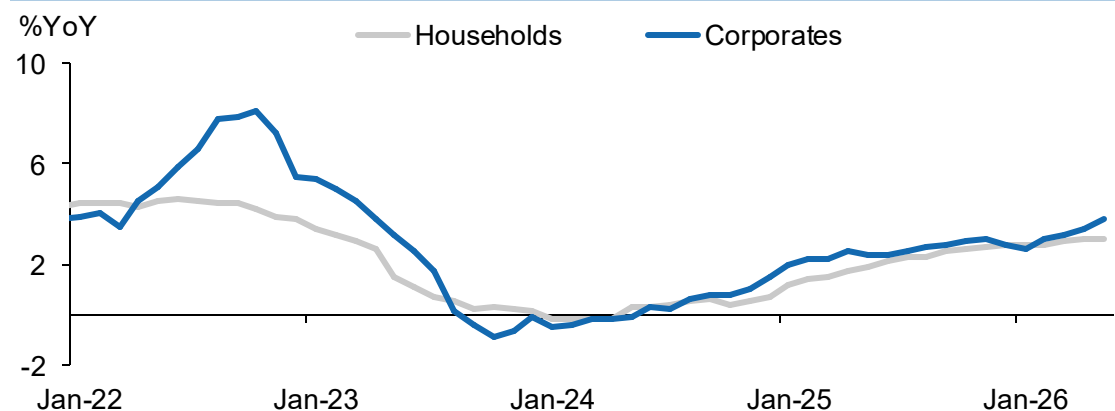
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



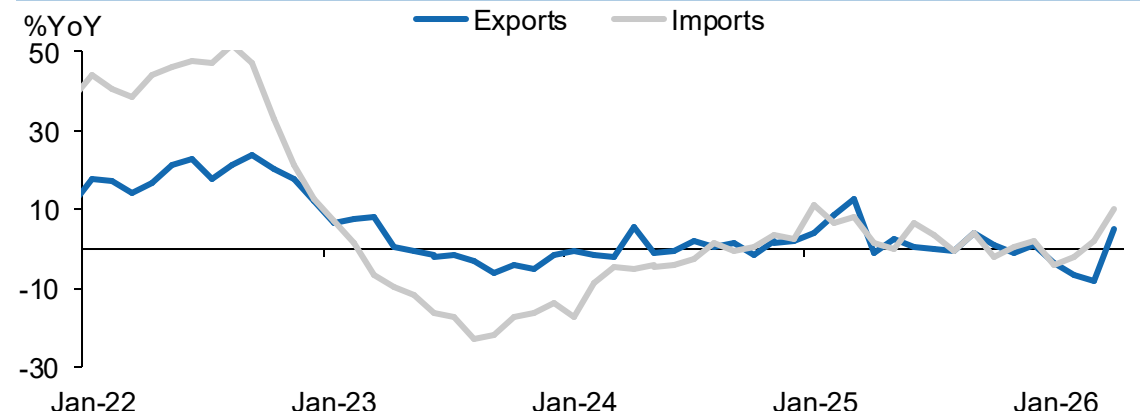
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



เครื่องชี้ด้านการค้า

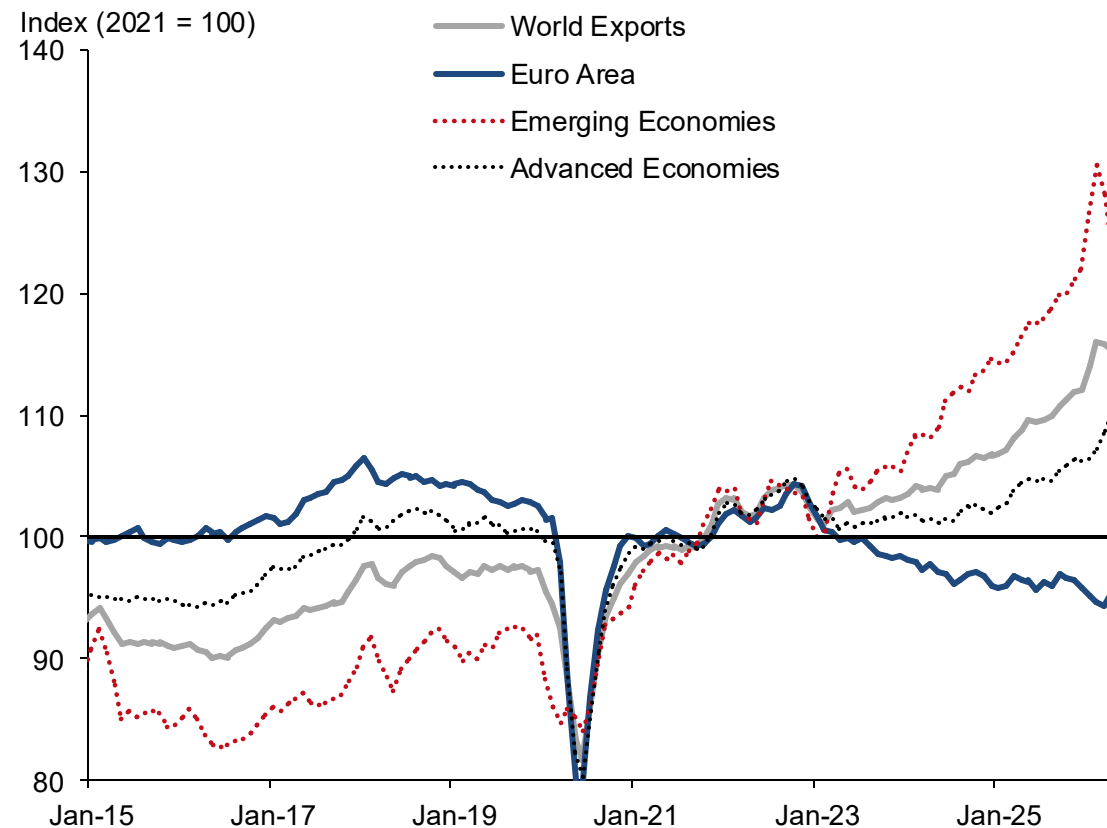


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปริมาณการส่งออกสินค้าของยูโรโซนหดตัวลงกว่า 5% เมื่อเทียบกับปี 2021 ขณะที่การส่งออกของโลกฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งบ่งชี้ว่ายูโรโซนอาจกำลังเผชิญกับปัจจัยเชิงโครงสร้างเฉพาะตัว



ดัชนีปริมาณการส่งออกสินค้าของยูโรโซน เทียบกับโลก



อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและการส่งออก



Source: IMF, CPB, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Overview

US

EU

JP

CN

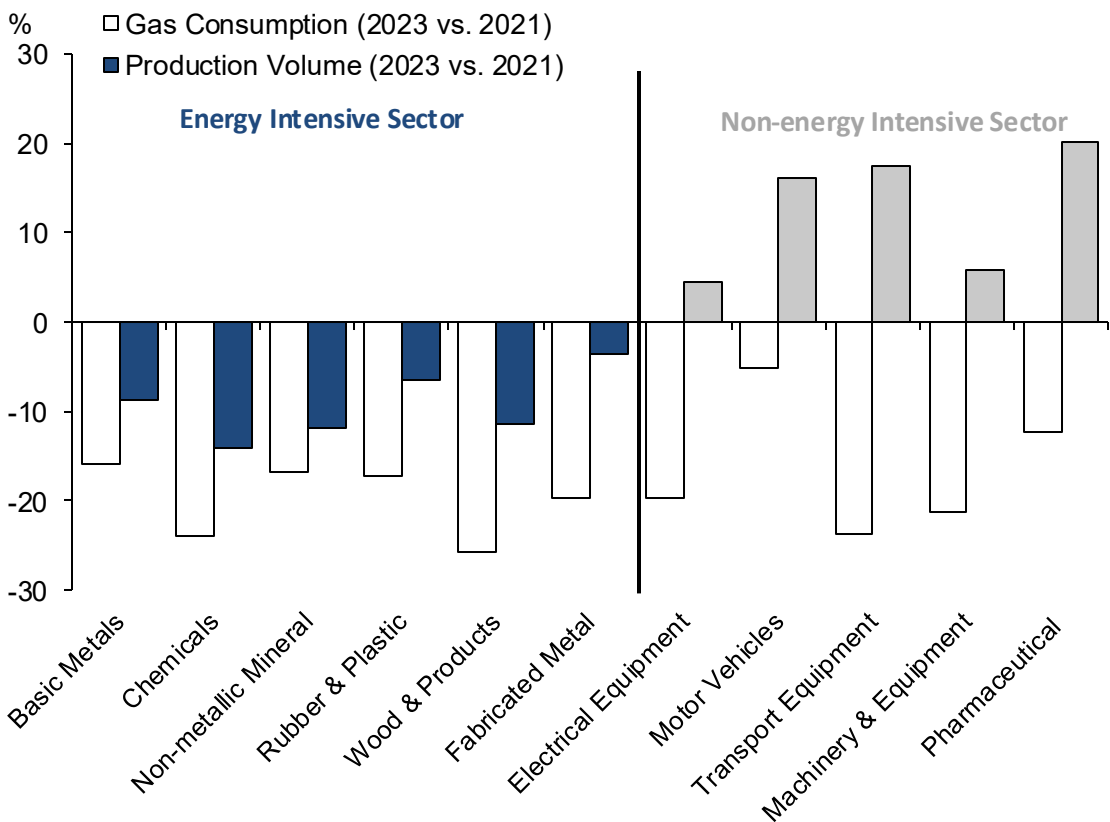
TH

Market Outlook

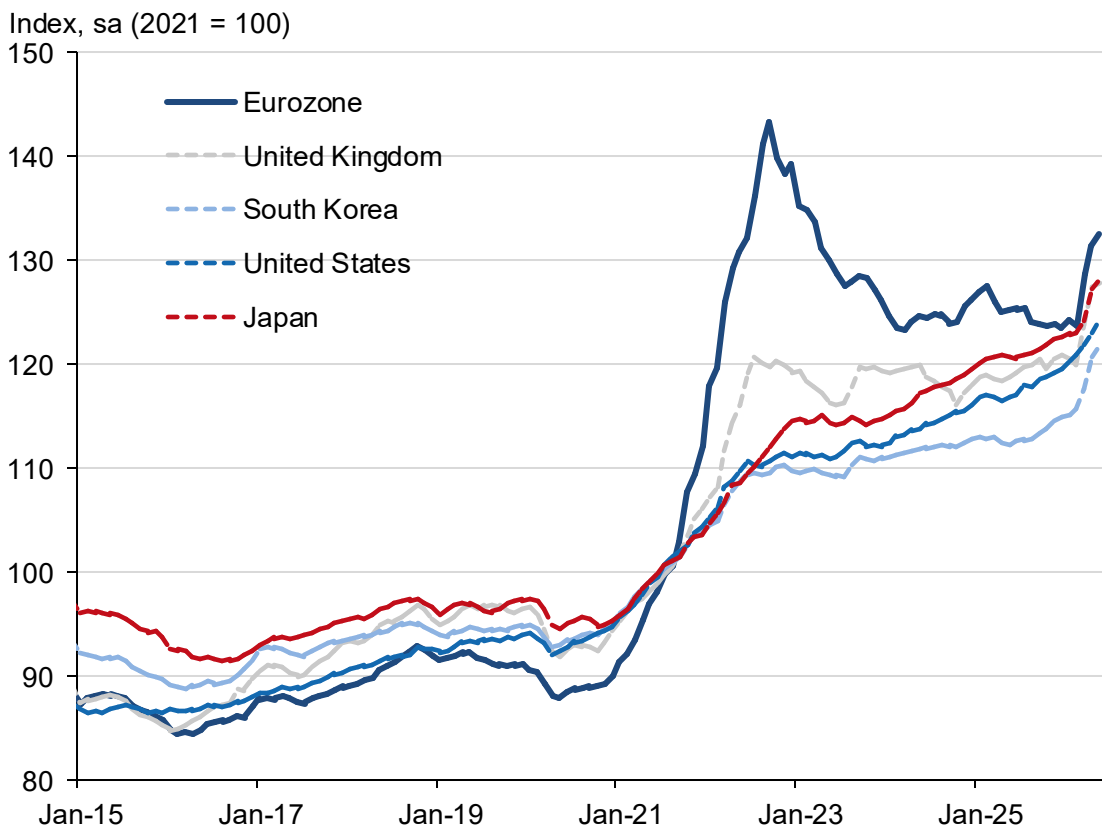
ความสามารถทางการแข่งขันด้านราคาของผู้ผลิตในยุโรปปรับแย่ลงอย่างมีนัย ตั้งแต่เกิดวิกฤติพลังงานในปี 2022



การเปลี่ยนแปลงของปริมาณการใช้ก๊าซและผลผลิตในแต่ละอุตสาหกรรม



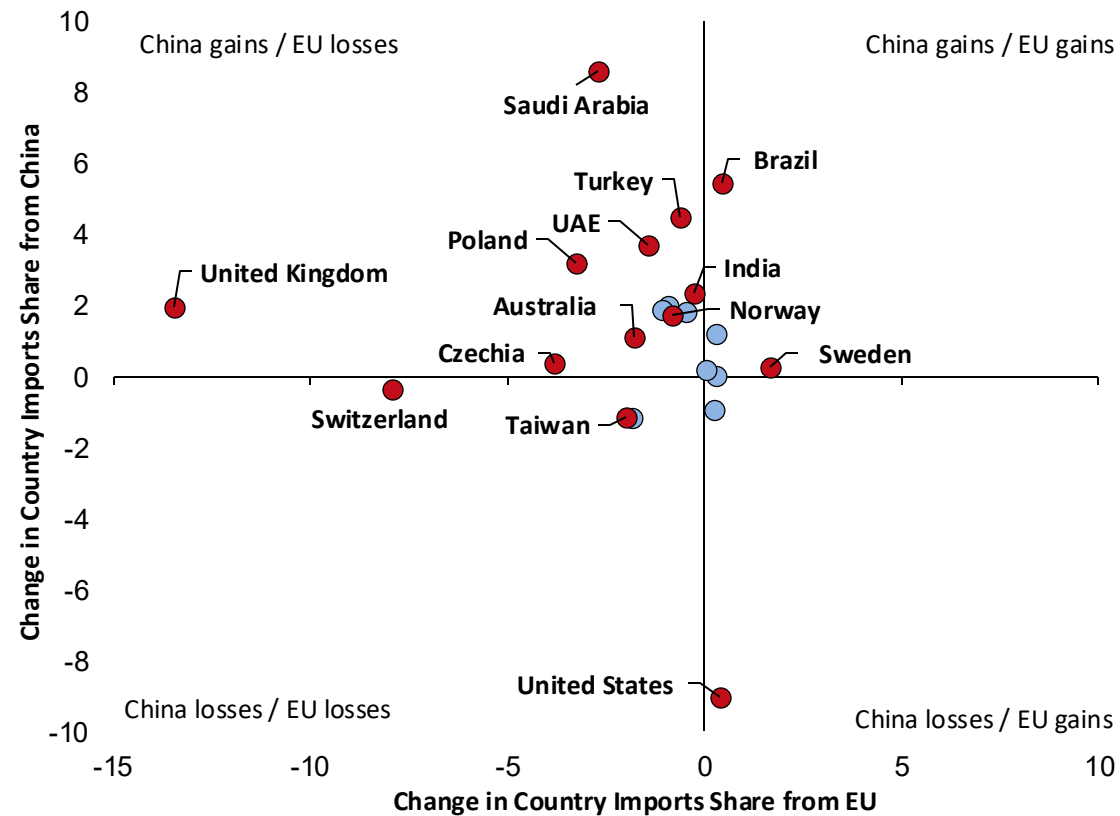
ดัชนีราคาผู้ผลิตในแต่ละประเทศ



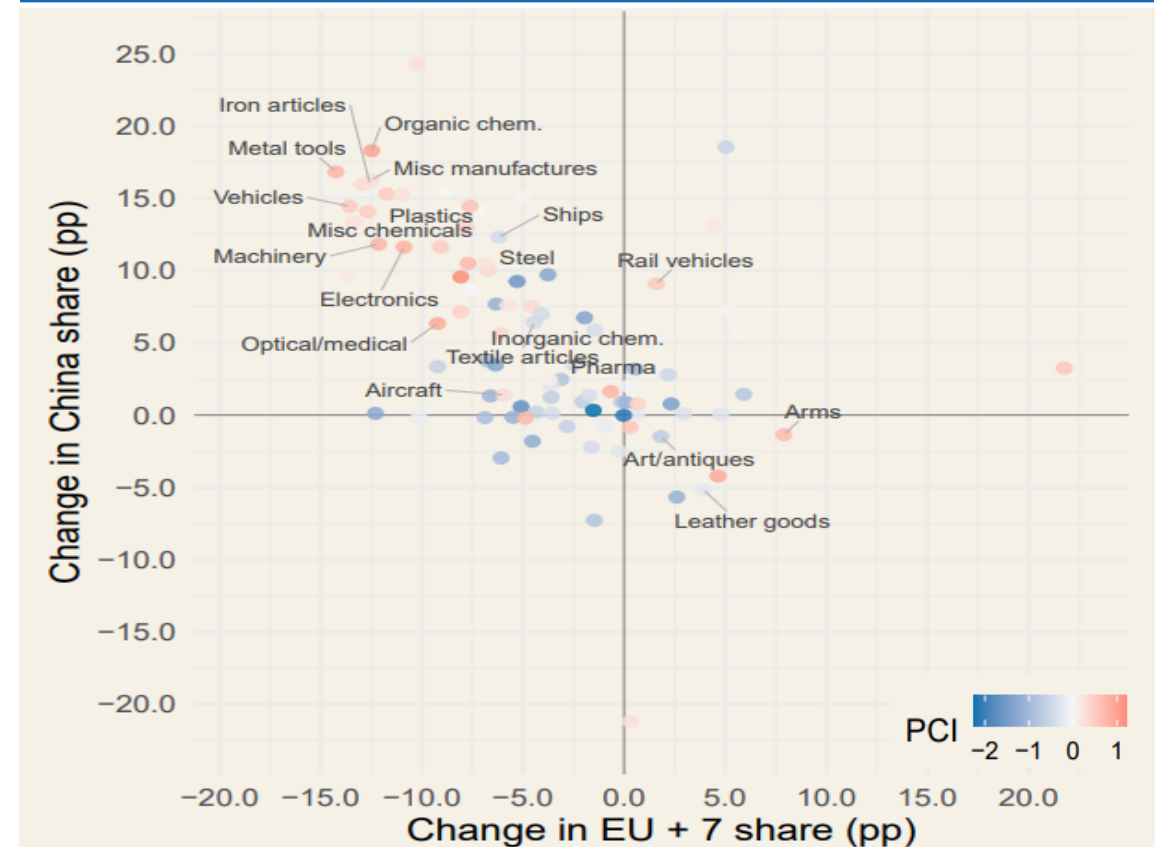
Source: ECB, Eurostat, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

สัดส่วนการนำเข้าสินค้าจากสหภาพยุโรปลดลงในหลายภูมิภาค ขณะที่ประเทศต่าง ๆ กลับเพิ่มสัดส่วนการนำเข้าสินค้าจากจีน โดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าที่มีความซับซ้อนในการผลิตสูง ซึ่งยุโรปก็เป็นผู้เล่นหลักในกลุ่มสินค้านี้

การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการนำเข้าสินค้าจาก EU และ จีน ^{1\}



การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการส่งออกแบ่งตามหมวดสินค้าและความซับซ้อนในการผลิต



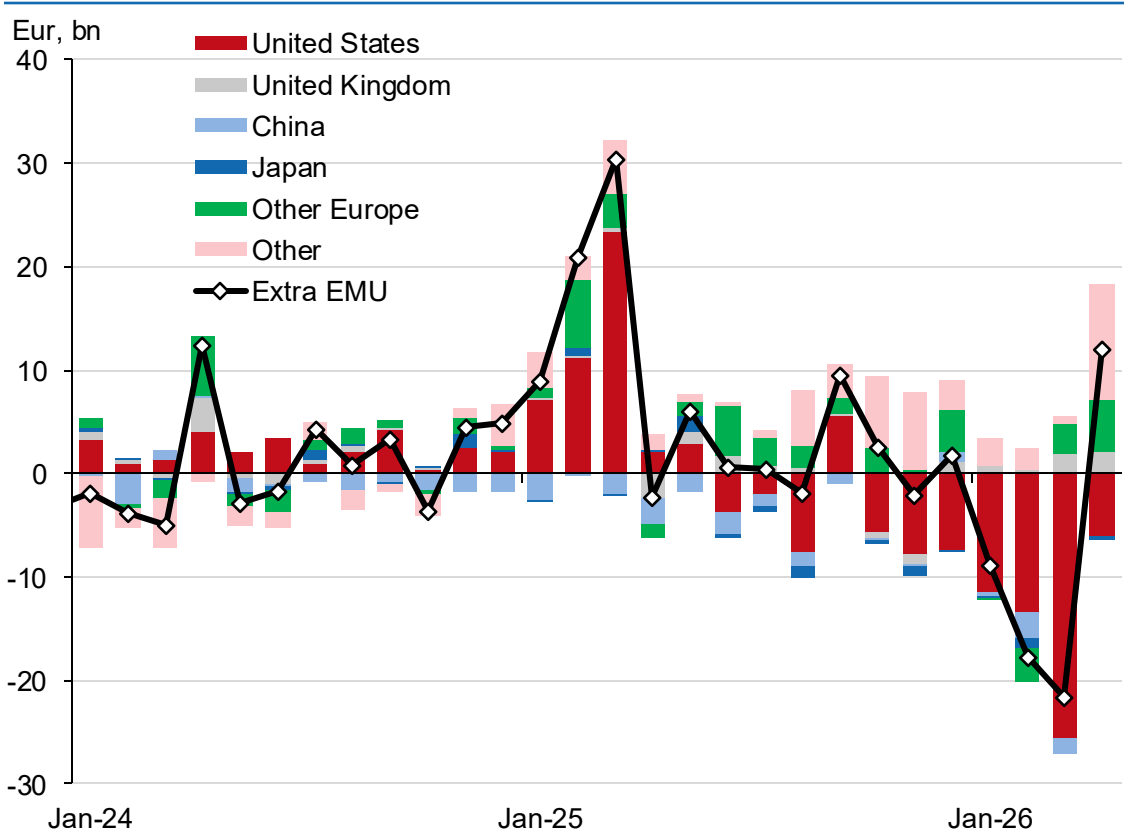
Note: 1\ The data compare changes in market shares between 2019 and 2025.

Source: Kiel Institut, Trade Map, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

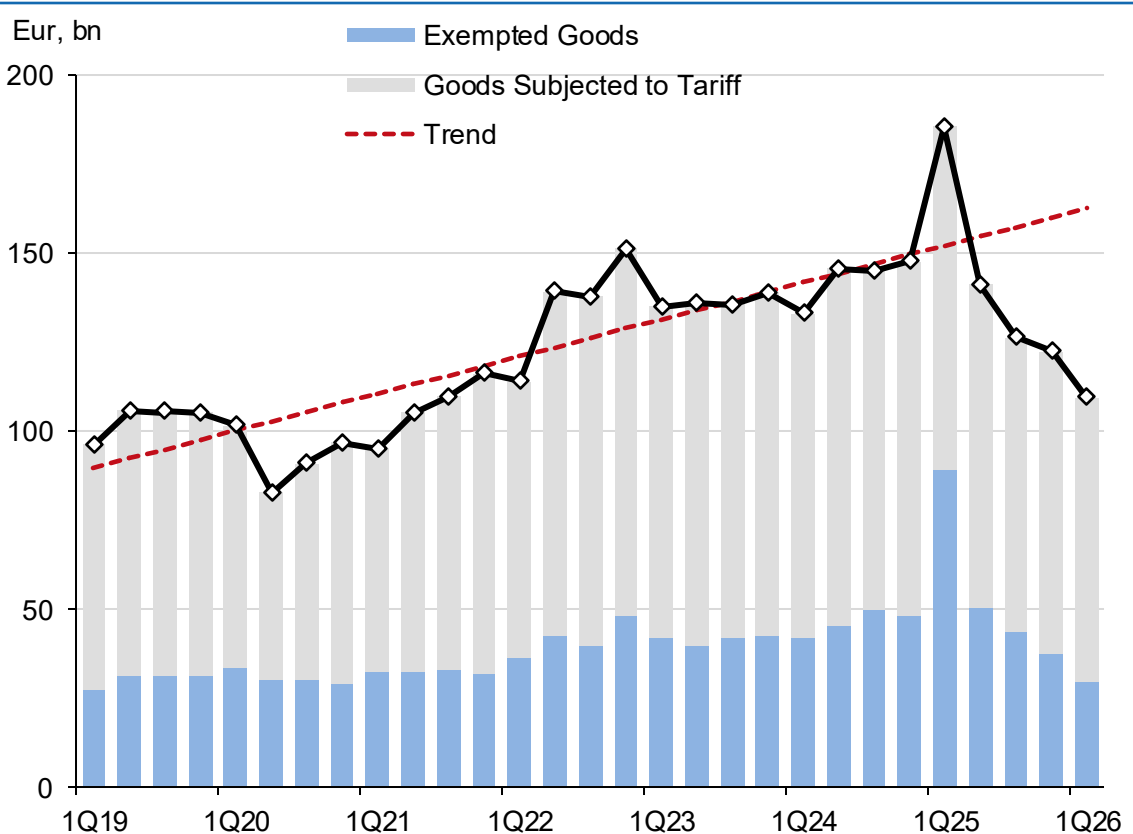
การส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ พลิกหัตถ์อย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปธน. ทรัมป์ บังคับใช้ภาษีศุลกากรเป็นวงกว้าง



การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าการส่งออกจากช่วงเดียวกันของปีก่อน แบ่งตาม
ตลาด



การนำเข้าสินค้าของสหรัฐฯ จากสหภาพยุโรป แบ่งตามกลุ่มสินค้าที่ถูกจัดเก็บ
ภาษีและได้รับการละเว้น

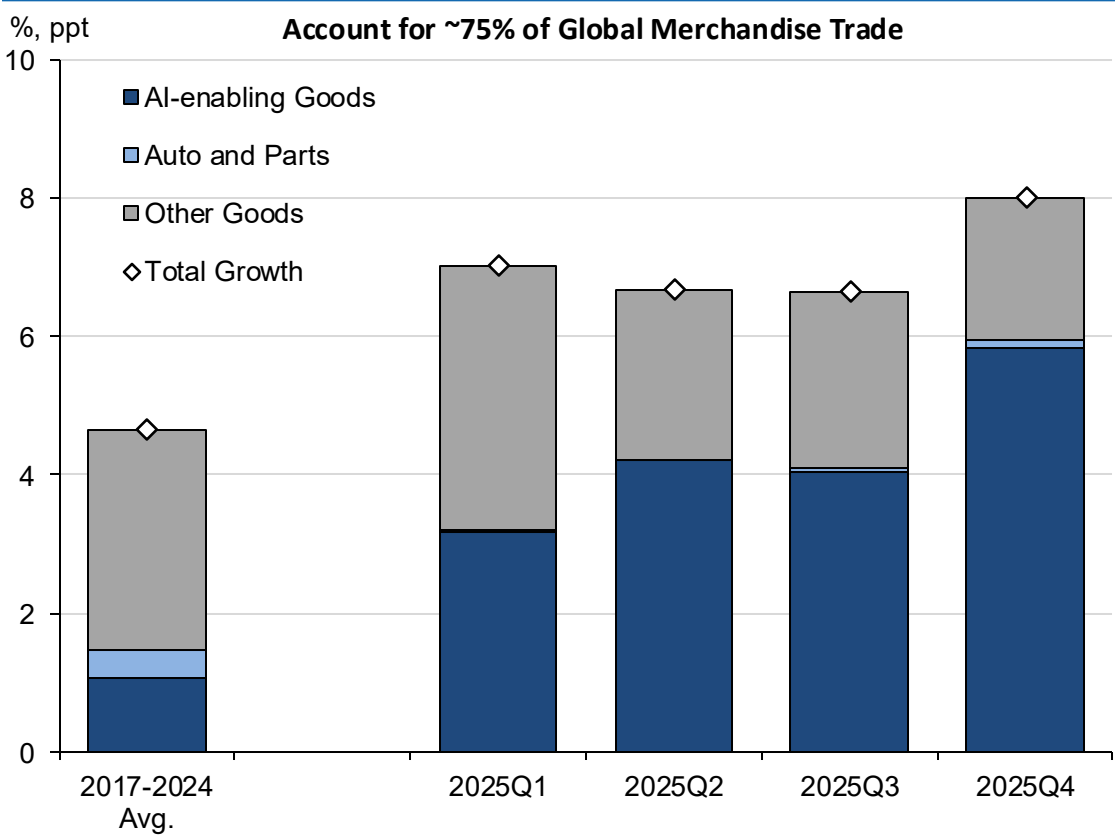


Source: ECB, Eurostat, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

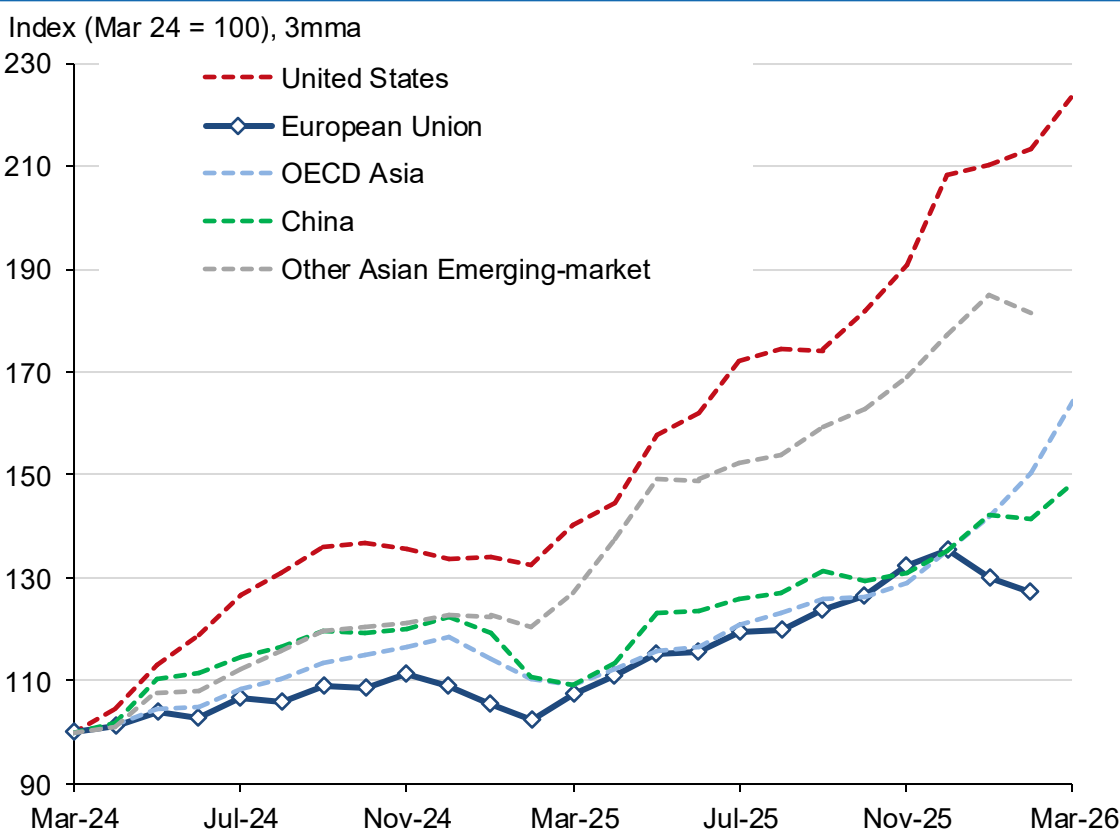
อุปสงค์ในการเร่งลงทุนใน AI ที่แข็งแกร่ง ส่งผลให้การเติบโตของการค้าโลกกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ที่ยุโรปไม่ได้มีส่วนมากนัก เมื่อเทียบกับ ไต้หวัน ญี่ปุ่น จีน เกาหลีใต้ ไทย และเวียดนาม เป็นต้น



อัตราการเติบโตของการค้าโลกจำแนกตามประเภทสินค้า 1\



ดัชนีการค้าในกลุ่มสินค้าที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนใน AI ตามนิยามของ WTO



Note: 1\ Trade for selected countries include G20 and dynamic Asian economies. These comprise Argentina, Australia, Brazil, Canada, China, European Union, Hong Kong (China), India, Indonesia, Japan, Korea, Malaysia, Mexico, the Philippines, Singapore, South Africa, Chinese Taipei, Thailand, Türkiye, United Kingdom, the United States and Viet Nam.
Source: OECD, Eurostat, Trade Map, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

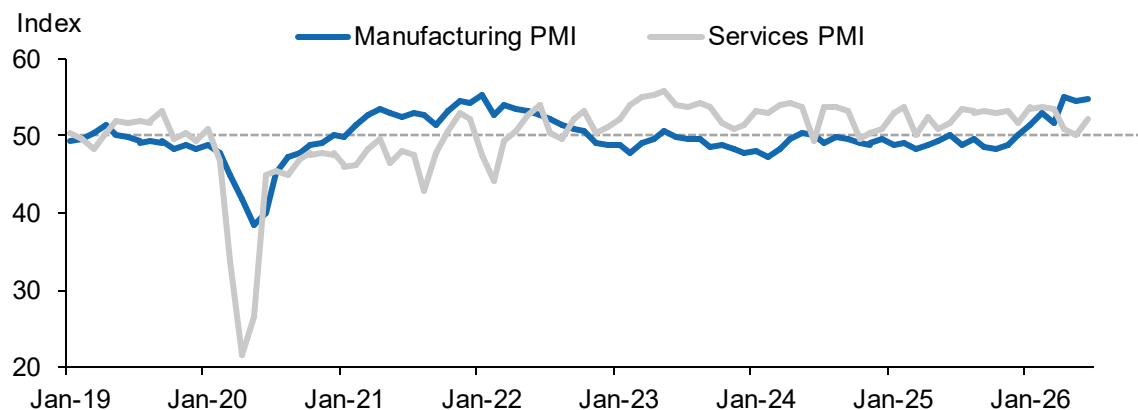


- ภาคธุรกิจของญี่ปุ่นแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งมากกว่าที่หลายฝ่ายคาดการณ์ไว้ โดยความเชื่อมั่นในกลุ่มผู้ผลิตรายใหญ่ประจำไตรมาสที่ 2/2026 ปรับตัวสูงขึ้นแตะระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2018 ซึ่งบ่งชี้ว่าความตึงเครียดในตะวันออกกลางไม่ได้ส่งผลกระทบในทางลบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่น ด้านการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของภาคธุรกิจยังปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง สะท้อนถึงสัญญาณการส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้บริโภคในระยะต่อไป
- จนถึงขณะนี้ ยังไม่มีสัญญาณที่ชัดเจนว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมาได้ส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางธุรกิจ โดยจากผลการสำรวจ Tankan ลำดับของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) พบว่า ภาวะทางการเงินยังผ่อนคลายต่อเนื่อง และปรับตัวดีขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบปี ในขณะที่การปล่อยสินเชื่อของธนาคารขยายตัวในอัตราที่รวดเร็วที่สุดนับตั้งแต่เกิดการระบาดของโควิด-19 บ่งชี้ว่าความต้องการสินเชื่อและการเข้าถึงสินเชื่อยังคงอยู่ในระดับสูง
- อุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่งนี้ ประกอบกับการคาดการณ์เงินเฟ้อที่สูงขึ้น ทำให้ BoJ มีแนวโน้มที่จะดำเนินการถอนมาตรการกระตุ้นทางการเงินต่อไป โดยเราคาดว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งต่อไปในช่วงไตรมาส 4 ของปีนี้ไปอยู่ที่ระดับ 1.25% อย่างไรก็ตาม แม้จะมีการขึ้นดอกเบี้ย แต่ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ ก็ยังไม่ได้แคบลงมากนัก การที่เงินเยนอ่อนค่าทะลุระดับ 162 เยนต่อดอลลาร์อาจไม่ใช่จุดสิ้นสุดของการอ่อนค่า เนื่องจากแรงเทขายเงินเยนอย่างต่อเนื่องนั้น สะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างด้านนโยบายที่กว้างขึ้น หลังธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) มีแนวโน้มจะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด (Hawkish) มากกว่าที่คาดการณ์ไว้เดิม นอกจากนี้ แบบจำลองประเมินค่าเงินเยน (Yen quantile-regression model) ซึ่งใช้ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนล่วงหน้า 2 ปีระหว่างสหรัฐฯ และญี่ปุ่น ยังชี้ให้เห็นถึงแรงกดดันด้านอ่อนของสกุลเงินเยนเพิ่มเติมในปีนี้ ส่งผลให้ความเสี่ยงจากการทำ Yen-carry trade เป็นสิ่งที่ต้องจับตา เนื่องจากสถานะเก็งกำไรชอร์ตเงินเยน (Short-yen) ได้ไต่ระดับกลับไปจุดสูงสุดของเดือนกรกฎาคม 2024 แล้ว อย่างไรก็ตาม โอกาสในการเกิดการเทขายเพื่อปิดสถานะ (Unwinding) อย่างรุนแรงเหมือนในปี 2024 ยังมีจำกัด หากไม่มีปัจจัยสนับสนุนที่ทำให้เงินเยนแข็งค่าอย่างรุนแรง

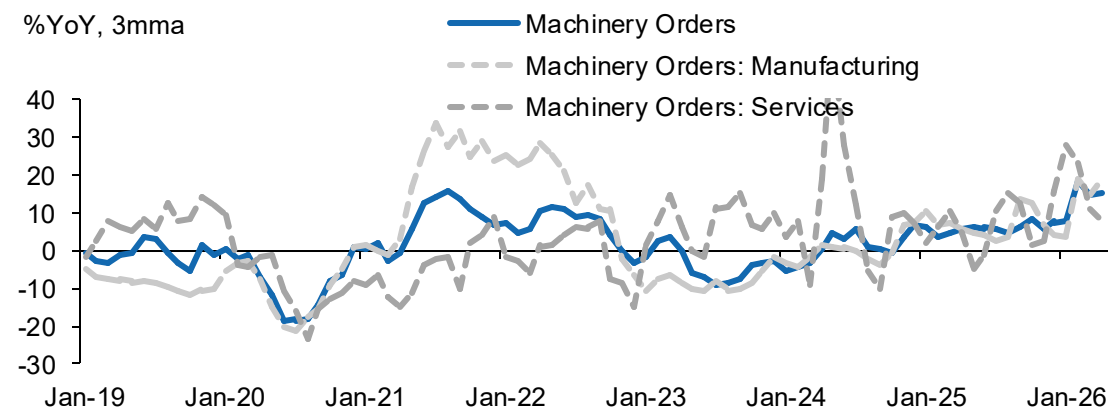
กิจกรรมในภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวดีขึ้น ควบคู่ไปกับการเติบโตของการส่งออกที่แข็งแกร่ง



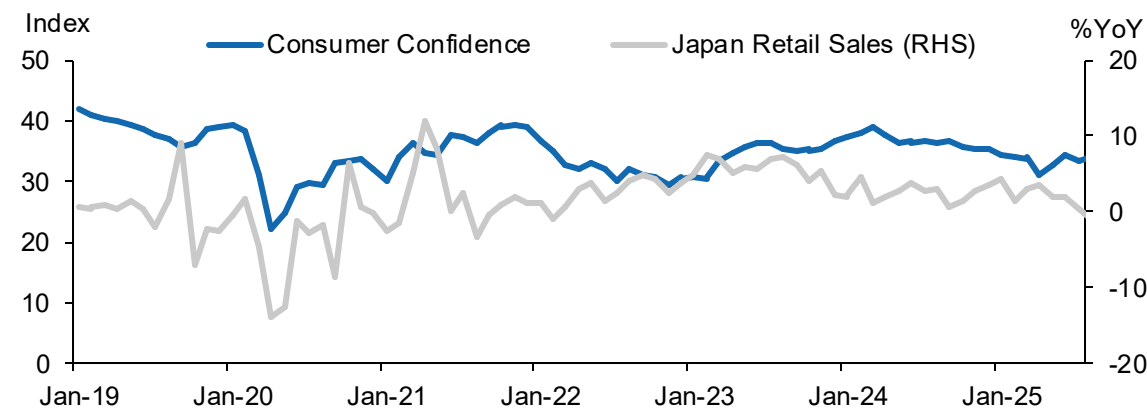
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



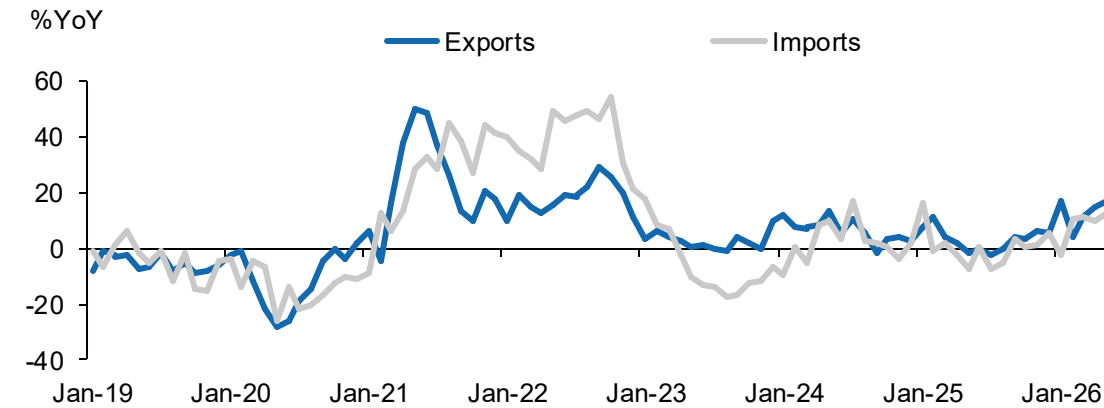
เครื่องชี้ด้านการลงทุน



ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



การส่งออกและนำเข้า



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

Overview

US

EU

JP

CN

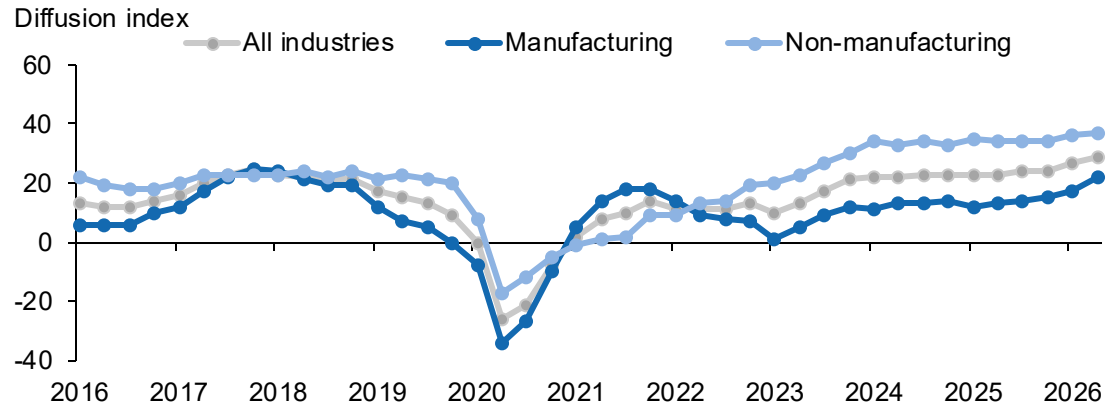
TH

Market Outlook

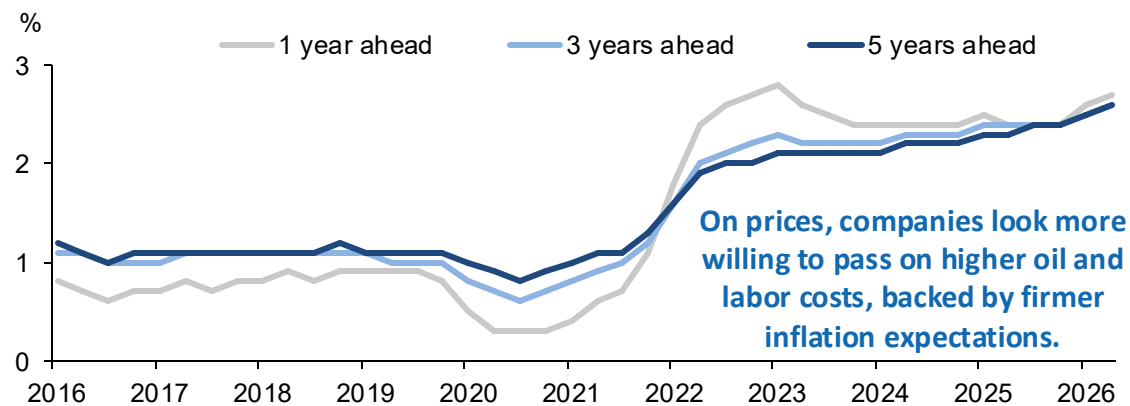
ภาคธุรกิจของญี่ปุ่นแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งมากกว่าที่หลายฝ่ายคาดการณ์ไว้ ซึ่งบ่งชี้ว่าความตึงเครียดในตะวันออกกลางไม่ได้ส่งผลกระทบในทางลบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจของญี่ปุ่นมากนัก



ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจจากผลสำรวจ Tankan ของ BoJ: องค์การขนาดใหญ่



ค่าเฉลี่ยการคาดการณ์เงินเฟ้อของภาคธุรกิจ



ดัชนีชี้นำทางเศรษฐกิจ และดัชนี Economic surprise ของญี่ปุ่น



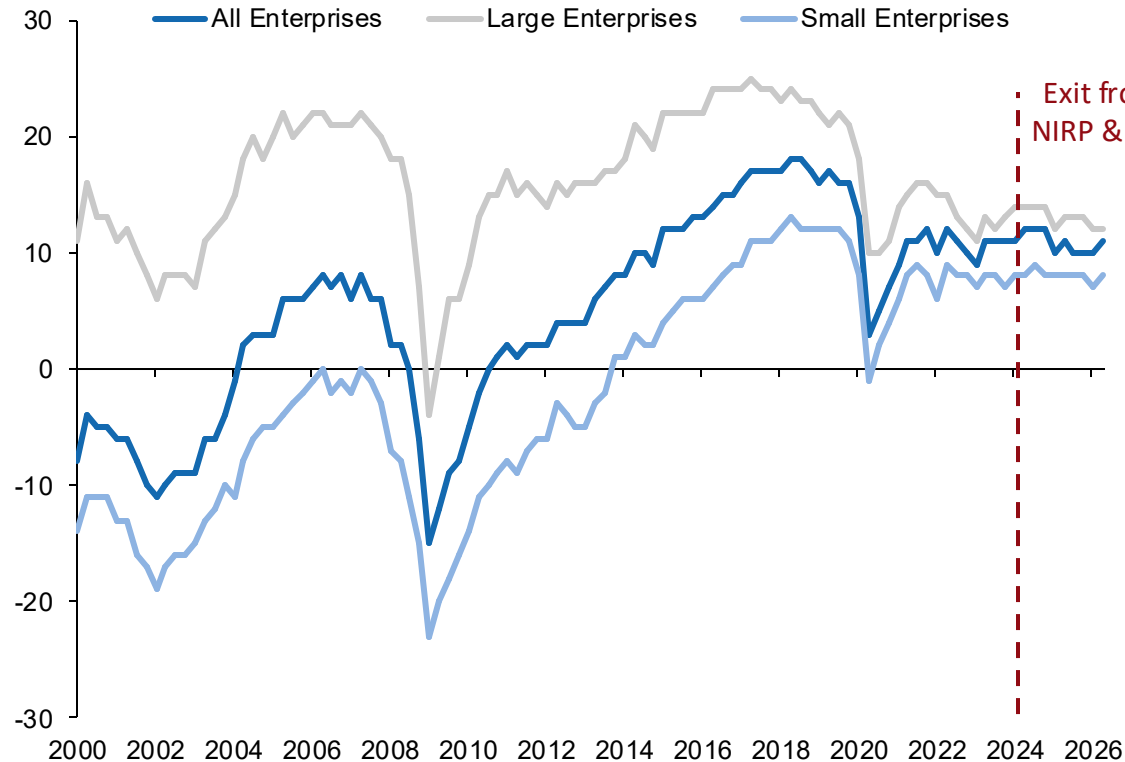
Source: BoJ, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมาไม่ได้ส่งผลกระทบในทางลบต่อกิจกรรมทางธุรกิจ โดยภาวะทางการเงินยังผ่อนคลาย ขณะที่การปล่อยสินเชื่อของธนาคารเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง



ภาวะทางการเงินของภาคธุรกิจจากผลสำรวจ Tankan ของ BoJ

Diffusion index (Easy – Tight)



Financial conditions at businesses improved for the first time in a year.

ยอดคงค้างเฉลี่ยของสินเชื่อ

%YoY



Bank lending expanded at the fastest pace since COVID, suggesting credit is still accessible

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

Overview

US

EU

JP

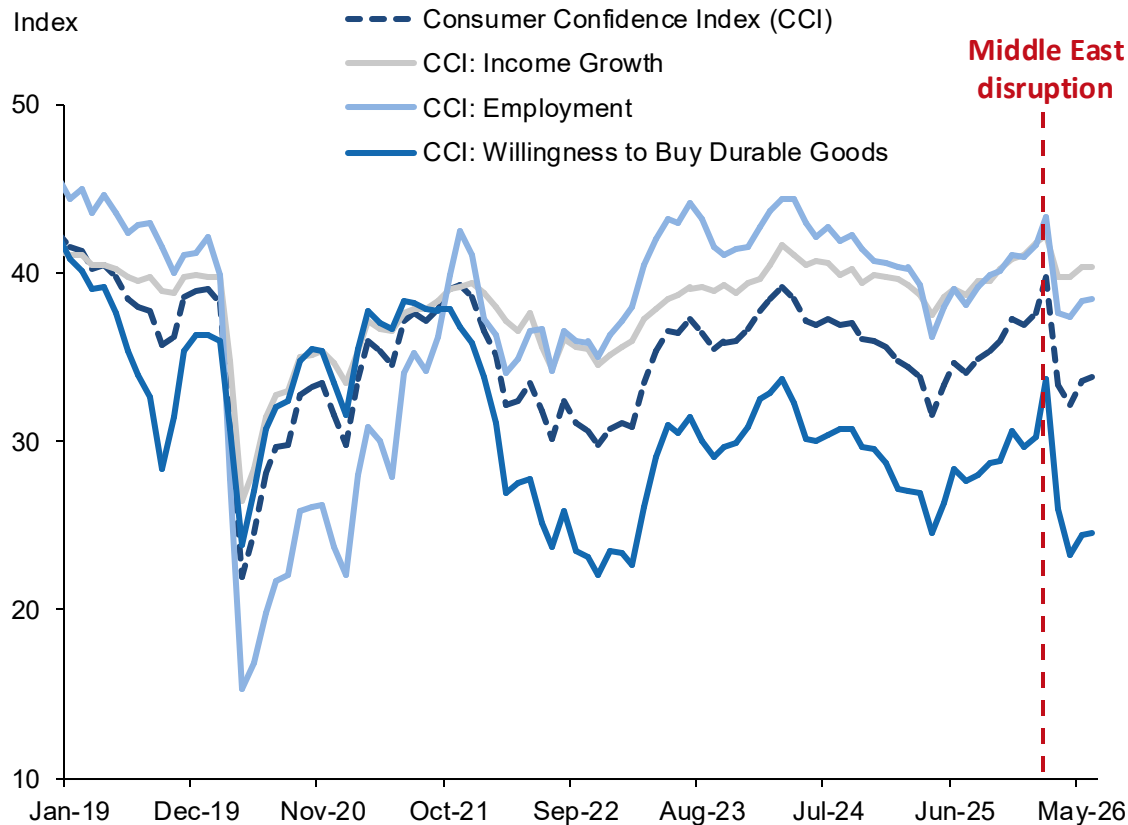
CN

TH

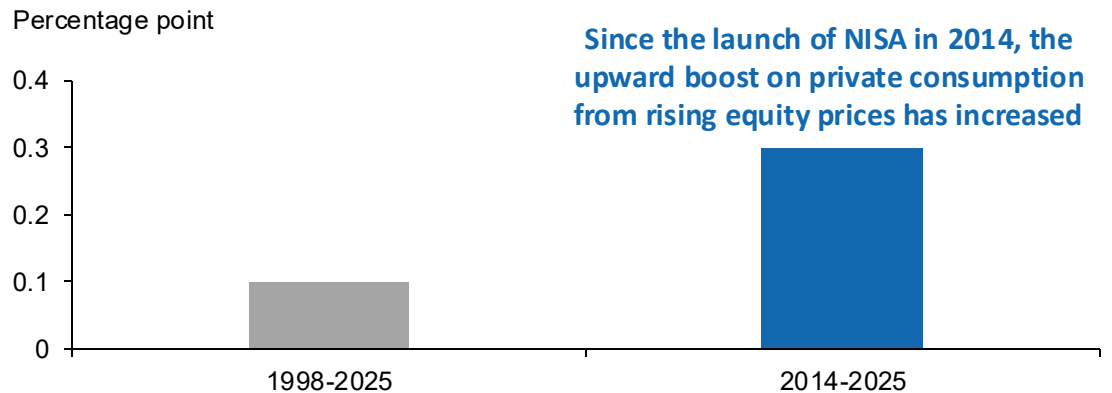
Market Outlook

แม้ความเชื่อมั่นผู้บริโภคจะปรับลดลงอย่างมากจากความขัดแย้งในตะวันออกกลาง แต่แรงหนุนจากราคาหุ้นที่สูงขึ้นสามารถช่วยสนับสนุนการบริโภคภาคเอกชนได้

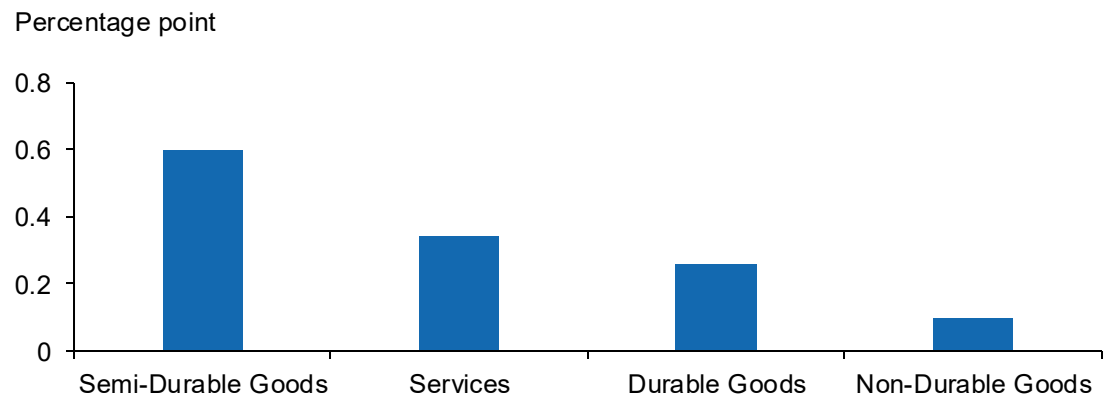
ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค



ผลกระทบจากราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น 10% ต่อการเติบโตของการบริโภคภาคเอกชน



ผลกระทบจากราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้น 10% ต่อการเติบโตของการบริโภคภาคเอกชน จำแนกตามหมวดหมู่ (ตั้งแต่ปี 2014 เป็นต้นมา)

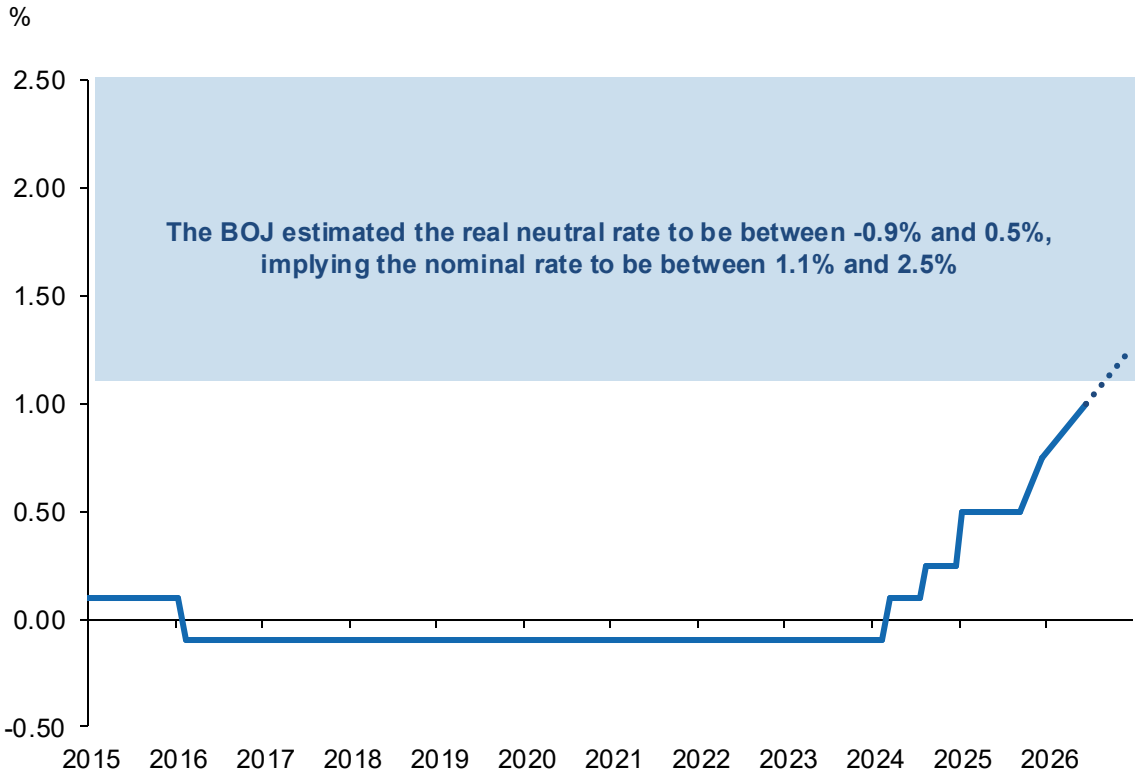


Source: CEIC, BoJ, Cabinet Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

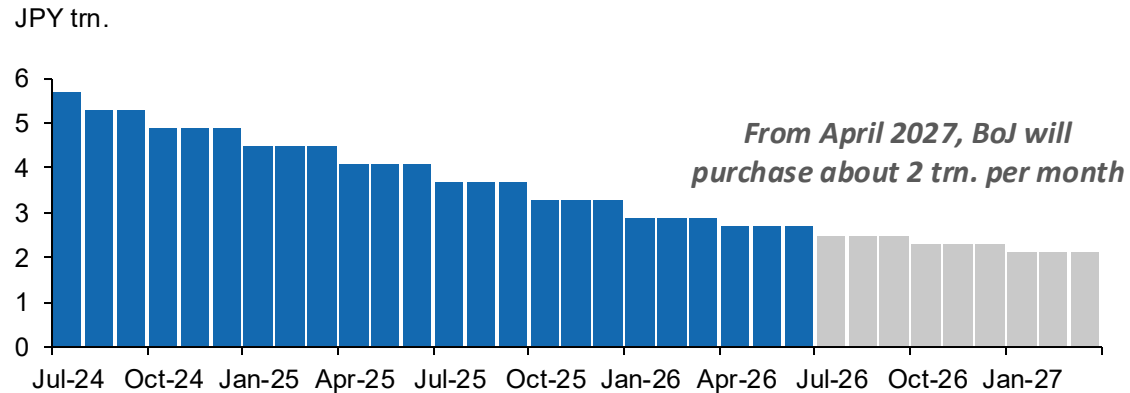
ความเชื่อมั่นทางธุรกิจที่แข็งแกร่งและการคาดการณ์เงินเฟ้อที่สูงขึ้น ส่งผลให้ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) มีแนวโน้มเดินหน้าลดมาตรการกระตุ้นทางการเงินต่อไป



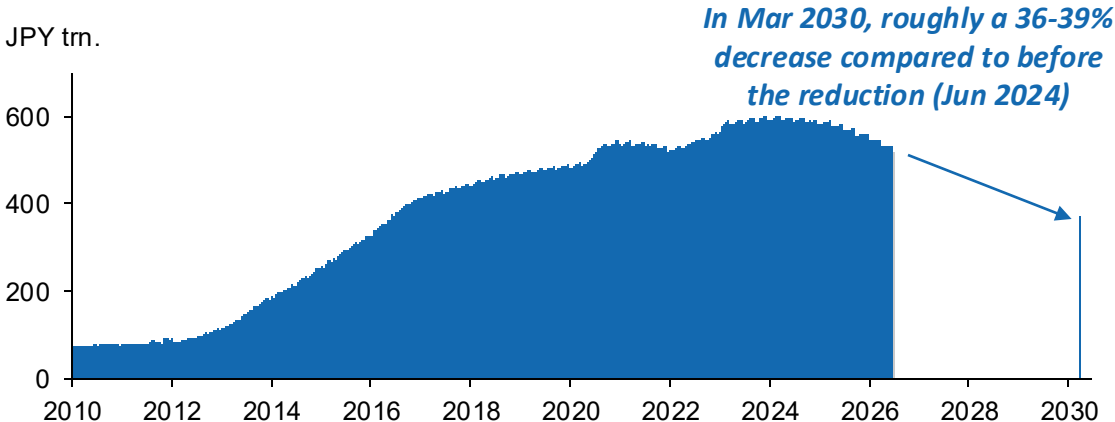
อัตราดอกเบี้ยนโยบายของญี่ปุ่น



มูลค่าการซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (JGB) รายเดือนของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ)



การถือครองพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น (JGB) ของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ)

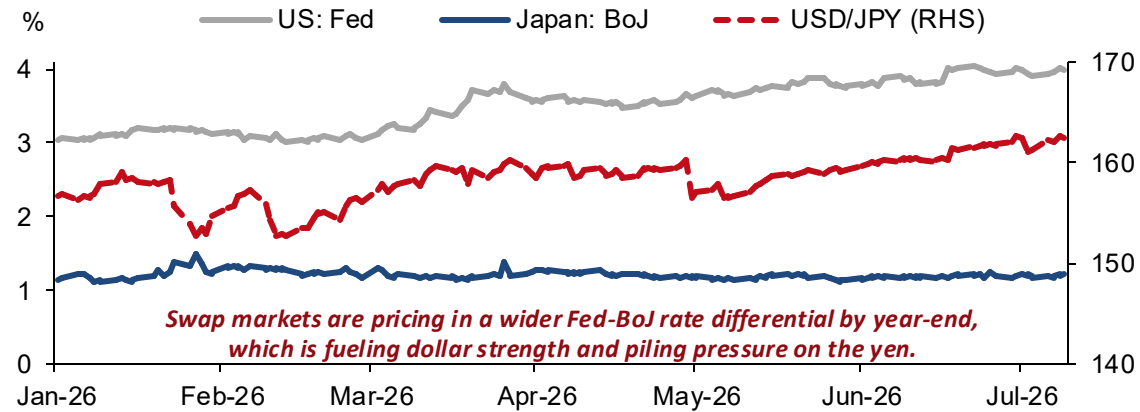


Source: Ministry of Finance, Cabinet Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

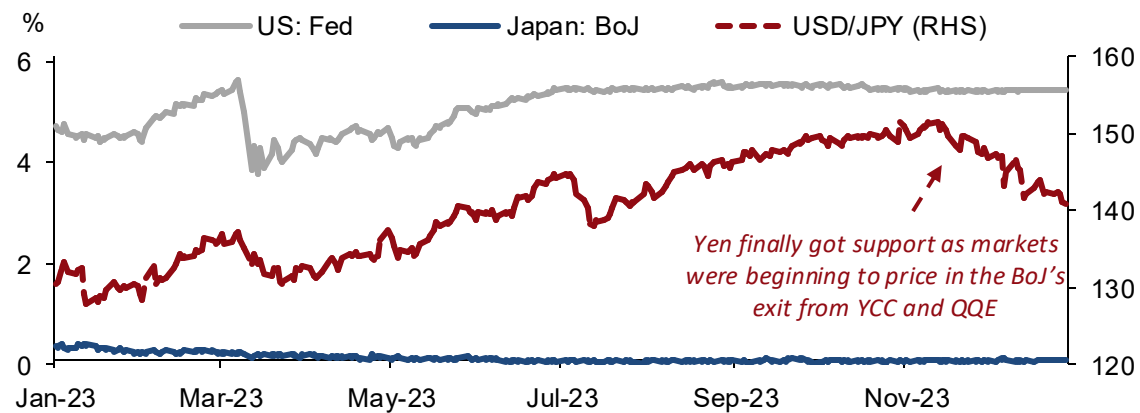
ค่าเงินเยนยังมีแนวโน้มอ่อนค่า เนื่องจากตลาดกำลังคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐฯ จะใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ขณะที่ BoJ ยังคงไม่รีบร้อนที่จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย



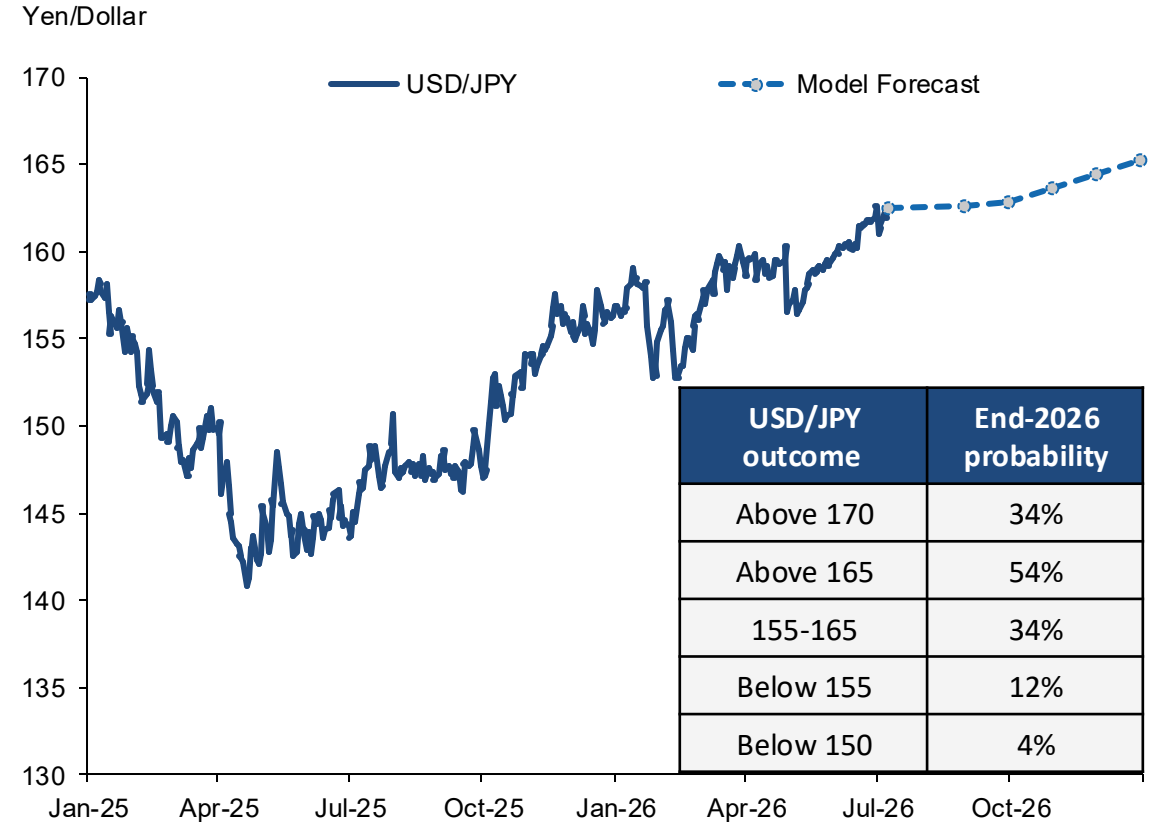
คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2026: สหรัฐฯ vs. ญี่ปุ่น



คาดการณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ณ สิ้นปี 2023: สหรัฐฯ vs. ญี่ปุ่น



แนวโน้มอัตราแลกเปลี่ยน USD/JPY 1\



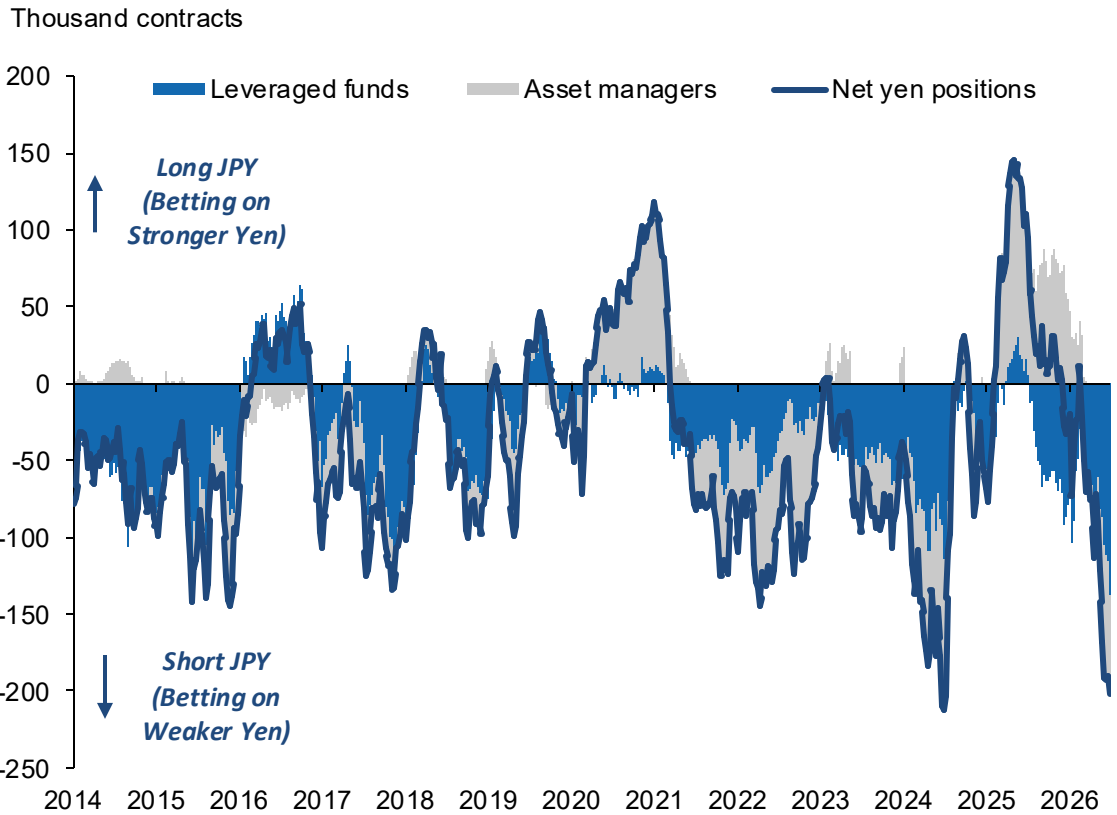
Note:1\ Bloomberg Economics' yen quantile-regression model, which uses the US-Japan two-year forward yield spread as explanatory variables

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

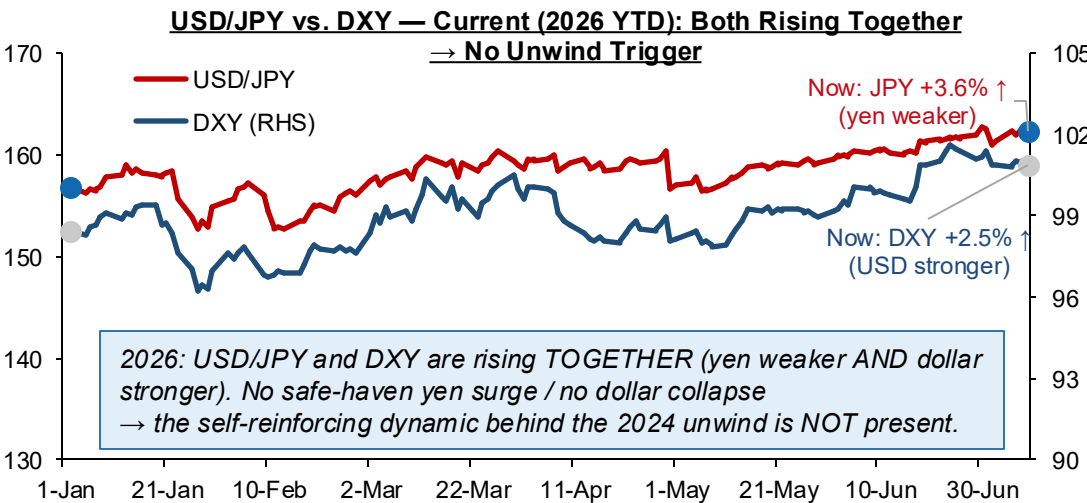
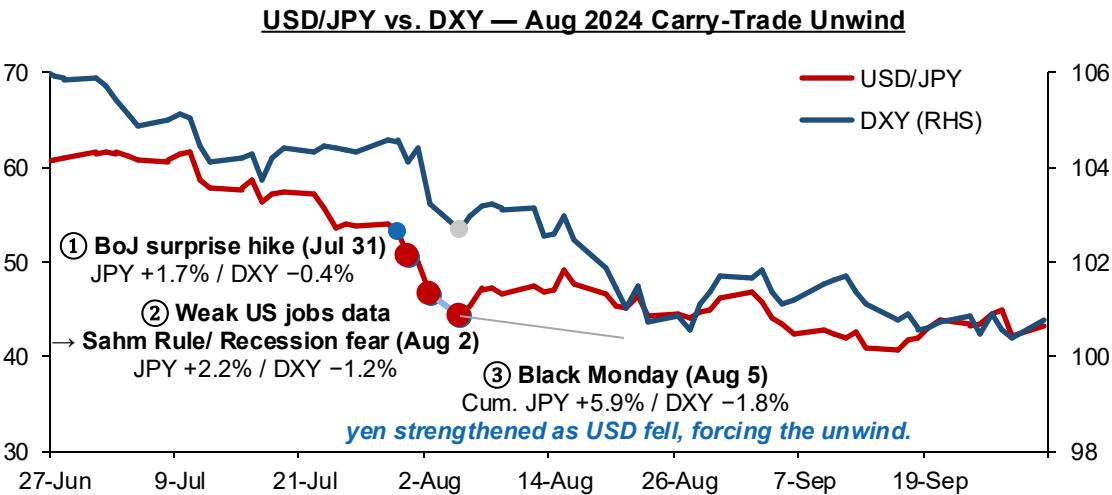
ความเสี่ยงจากการเก็งกำไร Yen-carry trade เป็นสิ่งที่ต้องจับตา เนื่องจากสถานะการชอร์ตเงินเยนพุ่งแตะระดับเดียวกับในปี 2024 อย่างไรก็ตาม การเทขายเพื่อปิดสถานะอย่างกะทันหันไม่น่าจะเกิดขึ้นหากไม่มีปัจจัยที่ทำให้เงินเยนแข็งค่าอย่างรุนแรง



สถานะสุทธิของเงินเยน: สถานะชอร์ตเงินเยนใกล้ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์



การปิดสถานะชอร์ตเงินเยนในปี 2024 เทียบกับสถานการณ์ปัจจุบัน (ปี 2026)



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

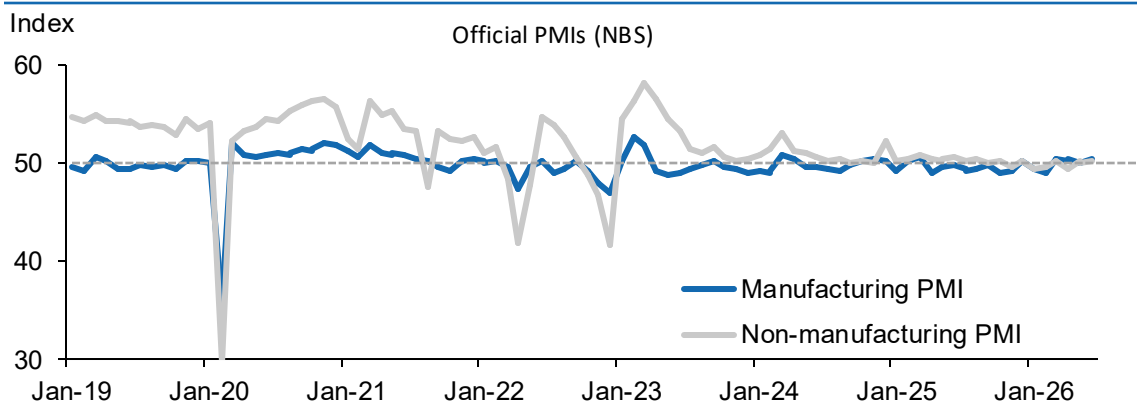


- นโยบายการคลังของจีนกลายเป็นปัจจัยจุดรั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจในปีนี้ โดยแรงหนุนทางการคลังลดลงอย่างมากในไตรมาสที่ 2 เมื่อเทียบกับไตรมาสที่ 1 ซึ่งความเข้มงวดทางการคลังนี้สะท้อนให้เห็นถึงการมุ่งเน้นไปที่การแก้ปัญหาหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่น ประกอบกับความยากในการหาโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่คุ้มค่าสำหรับการลงทุน หลังจากที่ได้ลงทุนอย่างหนักมาหลายทศวรรษ โดยรัฐบาลท้องถิ่นยังคงให้ความสำคัญการแก้ปัญหาหนี้เป็นอันดับแรก เนื่องจากความคืบหน้าในการออกพันธบัตรเพื่อแก้หนี้นั้นรวดเร็วกว่าการออกพันธบัตรเพื่อใช้จ่ายและการลงทุนมาก นอกจากนี้ การเติบโตของการใช้จ่ายรัฐบาลในภาคส่วนที่สามารถช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นและการบริโภคได้ เช่น การศึกษา ประกันสังคม การจ้างงาน วัฒนธรรม กีฬา และสื่อ ชะลอตัวลงมากเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว โดยบางหมวดหมู่เข้าสู่ภาวะหดตัว ซึ่งตอกย้ำให้เห็นถึงจุดยืนทางการคลังที่ระมัดระวังมากขึ้น
- เมื่อประกอบกับอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอและการใช้จ่ายของรัฐบาลที่ล่าช้า ทิศทางการดำเนินนโยบายการคลังในปัจจุบันนี้จึงมีความเสี่ยงที่จะทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงต่อเนื่อง และทำให้เกิดความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานที่รุนแรงขึ้น ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่าทั้งรัฐบาลกลางและรัฐบาลท้องถิ่นจะเร่งการออกพันธบัตรและการใช้จ่าย เพื่อกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและการบริโภค โดยการประชุมโปลิตบูโร (Politburo) ในช่วงปลายเดือนกรกฎาคมจะเป็นเหตุการณ์สำคัญที่ต้องจับตามอง เนื่องจากจะเป็นตัวบ่งชี้ว่าผู้กำหนดนโยบายประเมินภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันและในระยะต่อไปอย่างไร ตลอดจนจะมีการส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายเพิ่มเติมเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของอุปสงค์ในประเทศมากน้อยเพียงใด
- ในด้านนโยบายการเงิน เรายังคงเห็นความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 10 basis point และการปรับลดอัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำ (RRR) 25 basis point ในช่วงที่เหลือของปีนี้ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงยังคงเอนเอียงไปในทิศทางที่จะไม่มีการผ่อนคลายนโยบายการเงินในวงกว้าง เนื่องจากผู้กำหนดนโยบายอาจเลือกใช้มาตรการแบบเจาะจง (Targeted measures) เช่น สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (Relending facilities) แทนที่จะเป็นการผ่อนคลายนวงกว้างแบบชัดเจน

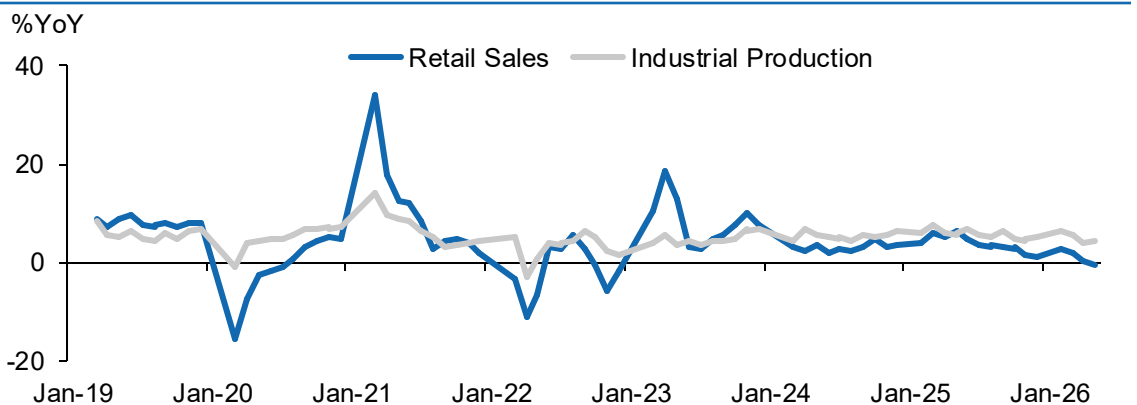
กิจกรรมในภาคการผลิตและนอกภาคการผลิตปรับตัวดีขึ้นจากเดือนก่อนหน้า แต่ข้อมูลเศรษฐกิจในประเทศโดยรวมยังคงอ่อนแอ



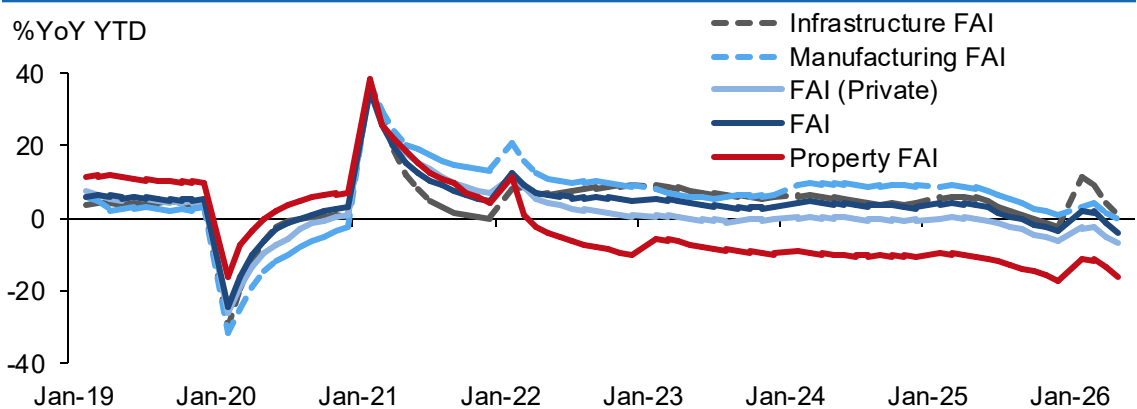
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและนอกภาคการผลิต



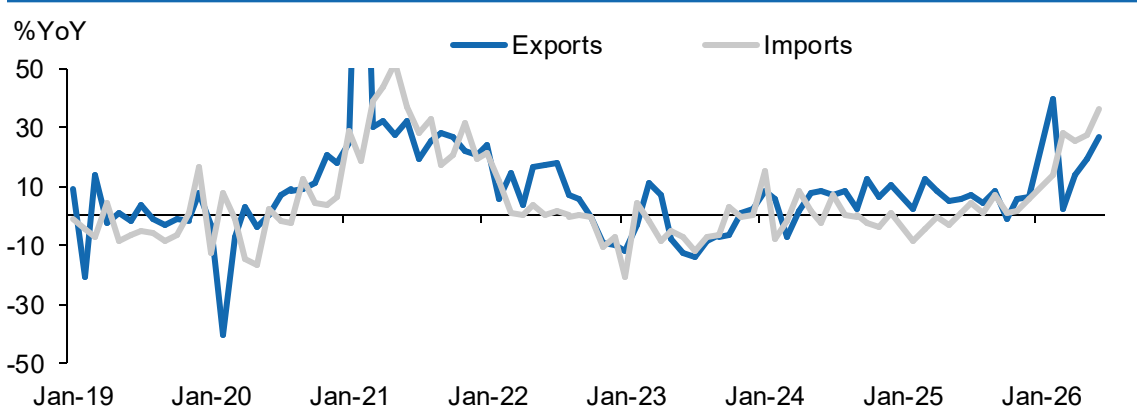
ยอดขายปลีกและผลผลิตภาคอุตสาหกรรม



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



การส่งออกและนำเข้า

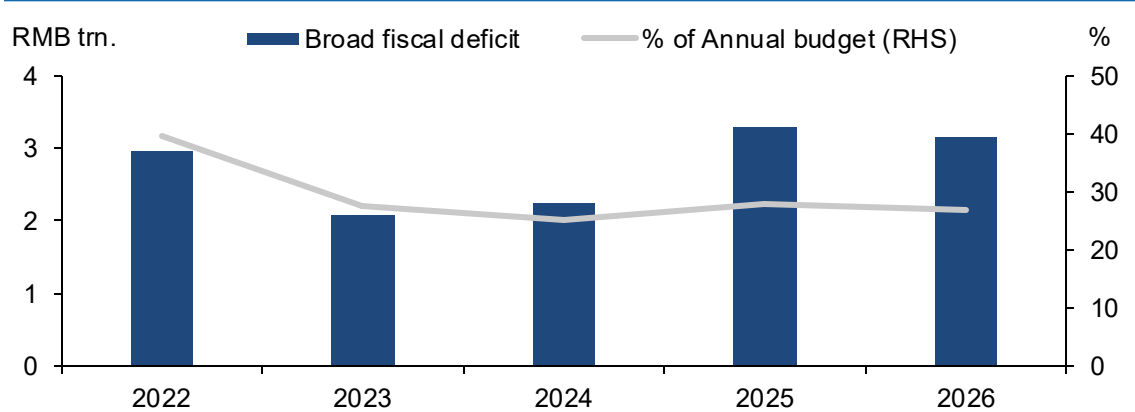


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

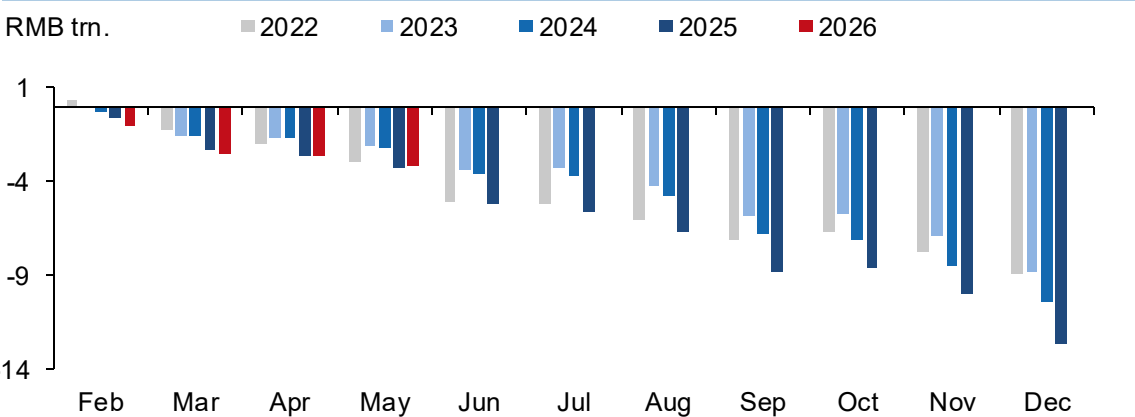
นโยบายการคลังของจีนเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจในปีนี้ โดยแรงหนุนจากการคลังลดลงมากในไตรมาสที่ 2 เมื่อเทียบกับไตรมาสที่ 1



การขาดดุลการคลังในวงกว้าง^{1\}

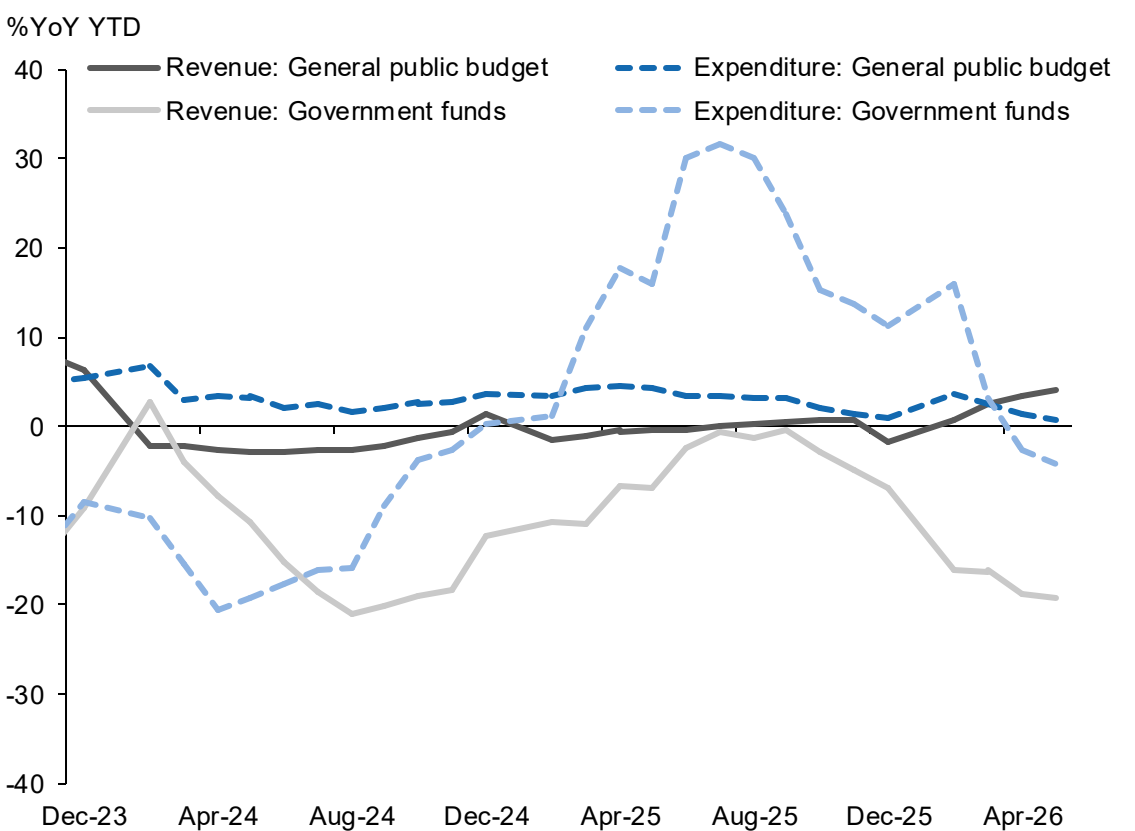


การขาดดุลงบประมาณของจีน^{1\ 2\}



Note: 1\ Data for January-May 2\ Data showing cumulative budget position
Source: CEIC, Bloomberg, Ministry of Finance, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

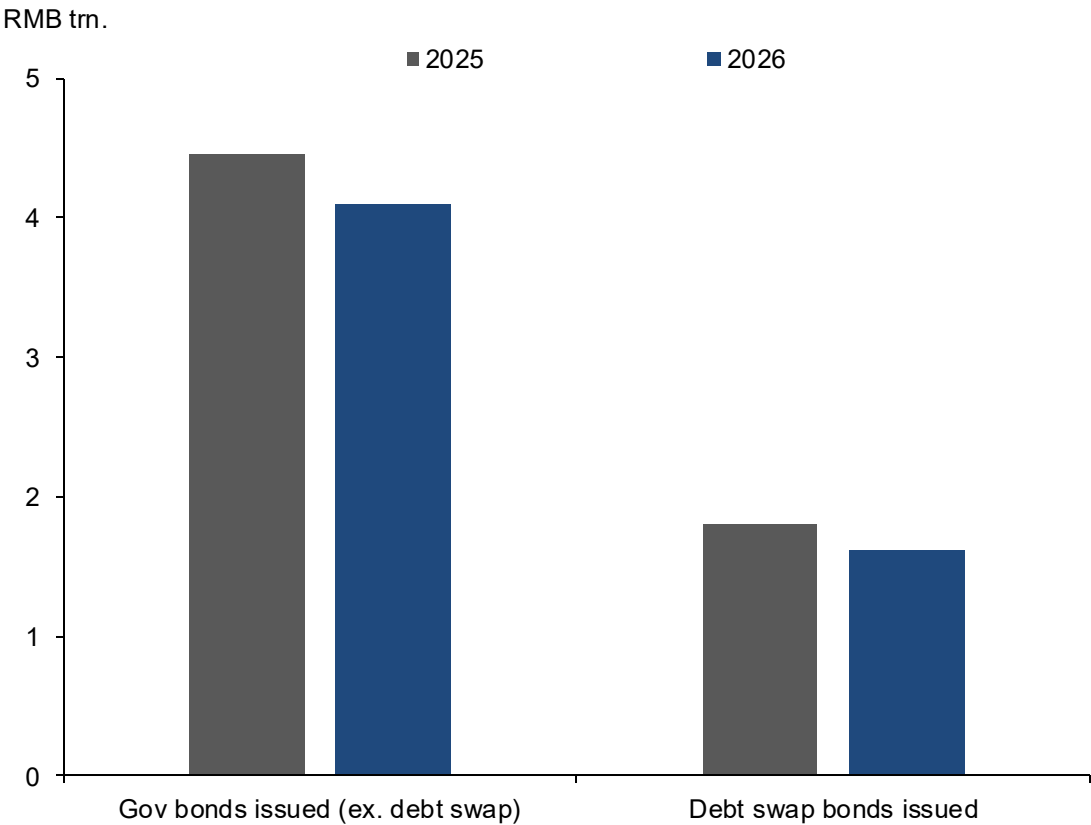
รายได้และรายจ่ายของรัฐบาล



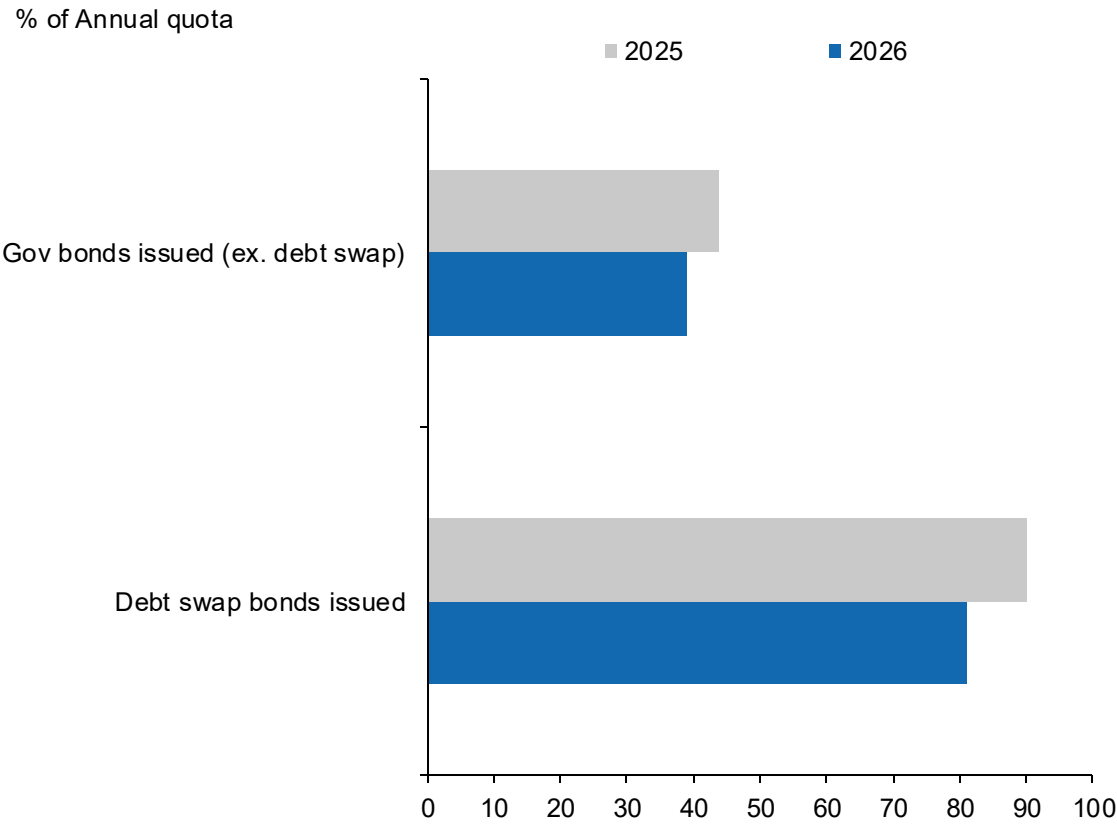
รัฐบาลท้องถิ่นยังคงให้ความสำคัญการแก้ปัญหาหนี้เป็นอันดับแรก เนื่องจากความคืบหน้าในการออกพันธบัตรเพื่อแก้หนี้ช้ากว่าการออกพันธบัตรเพื่อใช้จ่ายและการลงทุนมาก



ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาล (ม.ค. - พ.ค.)



ความคืบหน้าในการออกพันธบัตร

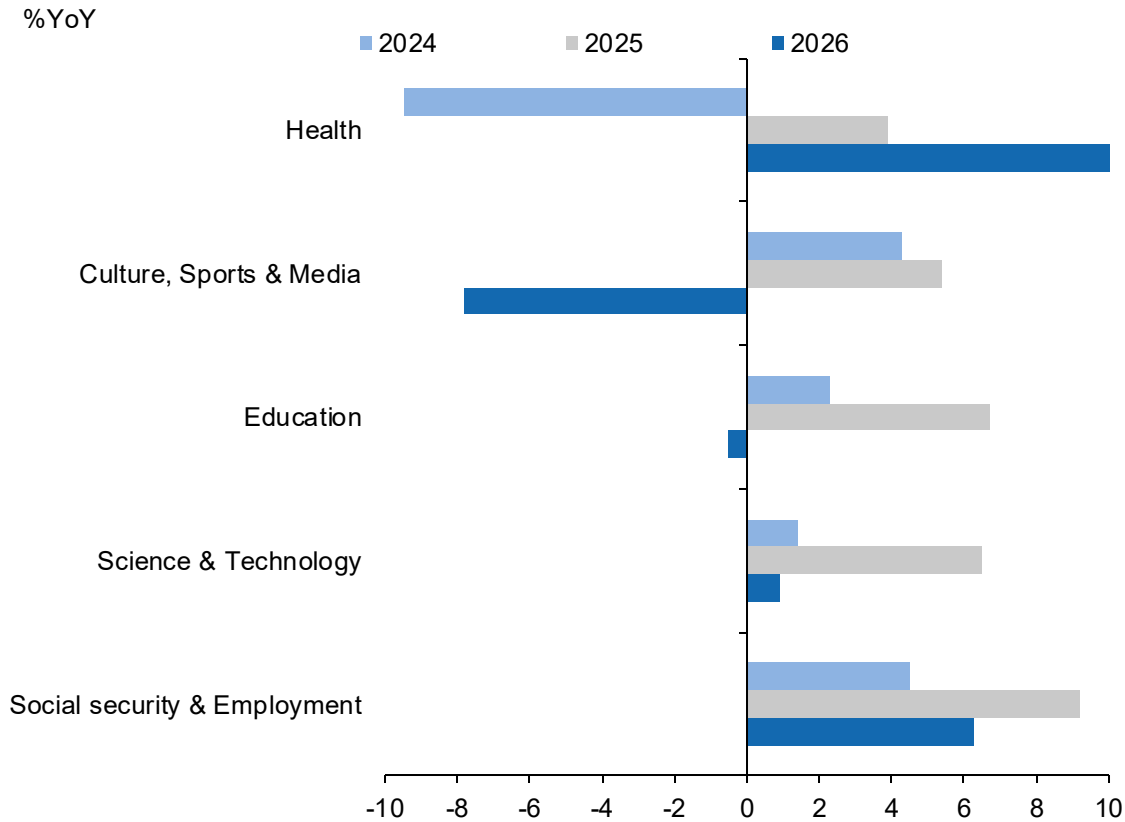


Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

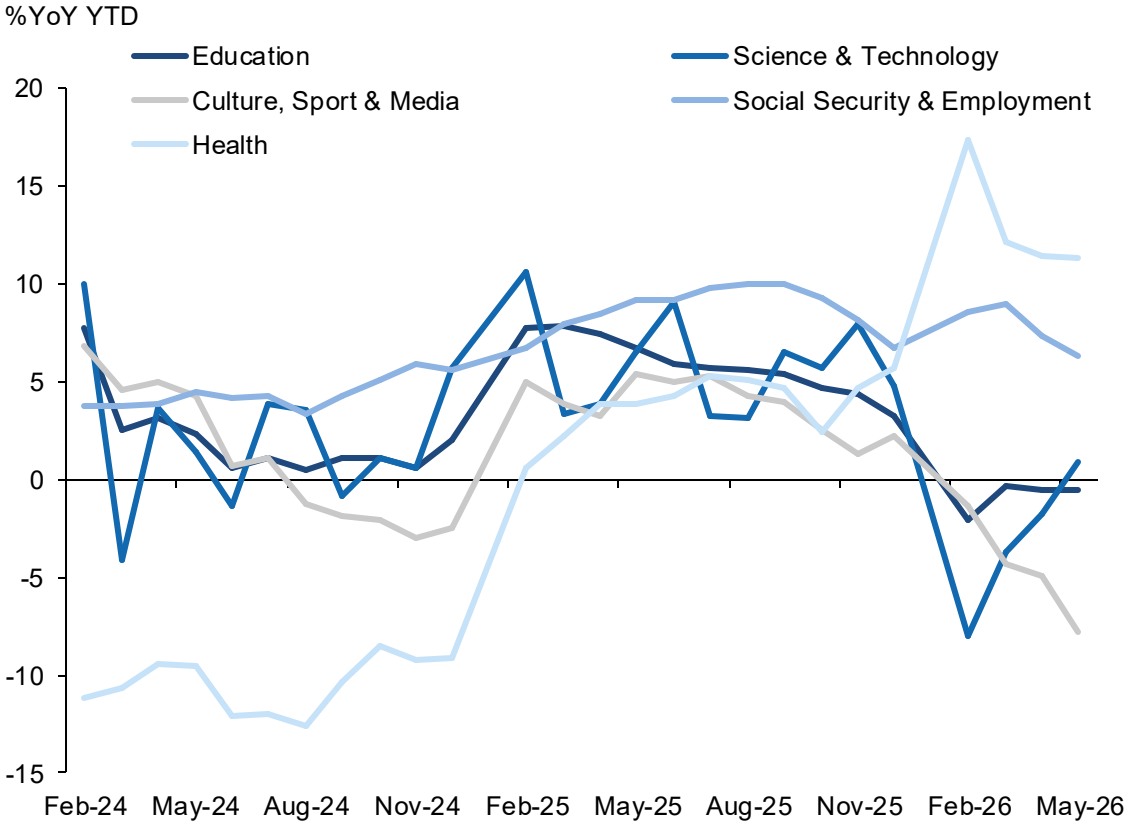
การเติบโตของการใช้จ่ายรัฐบาลในภาคส่วนที่สามารถช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นและการบริโภคได้ชะลอตัวลงมากเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว โดยบางหมวดหมู่เข้าสู่ภาวะหดตัว



การเติบโตของการใช้จ่ายด้านสวัสดิการสังคม (ม.ค. - พ.ค.)



รายจ่ายของรัฐบาลจำแนกตามหมวดหมู่

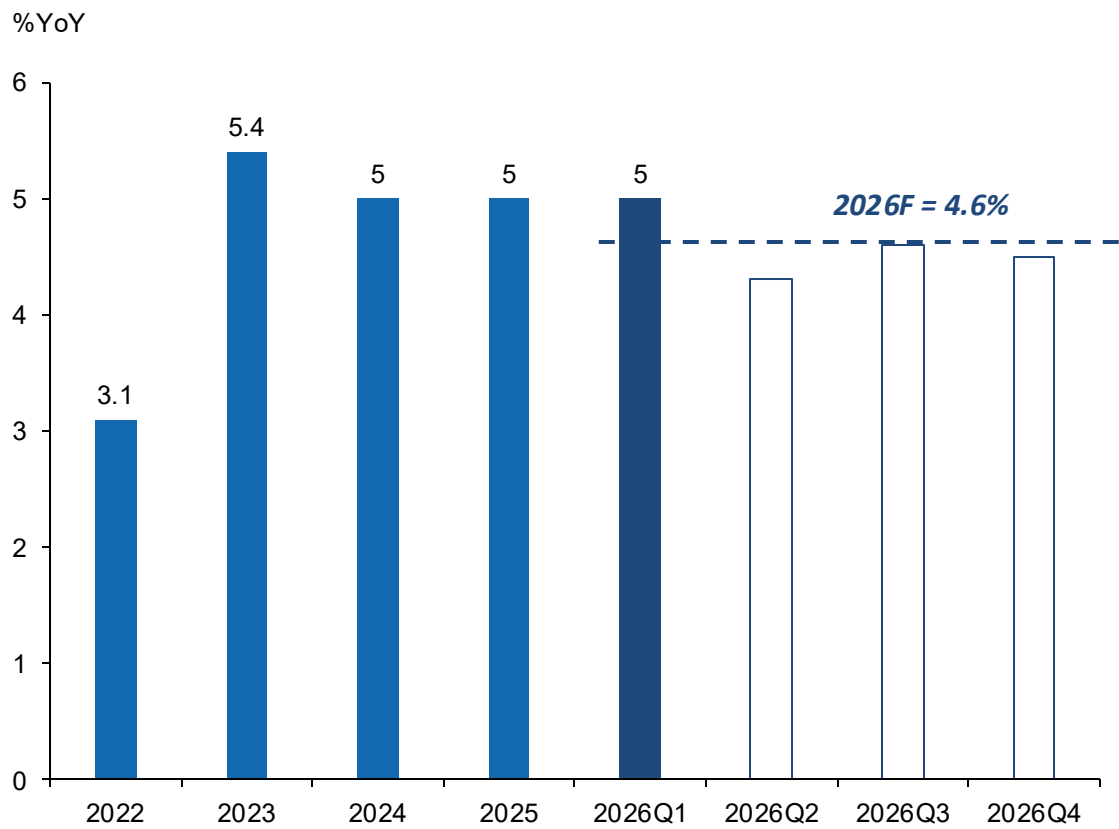


Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

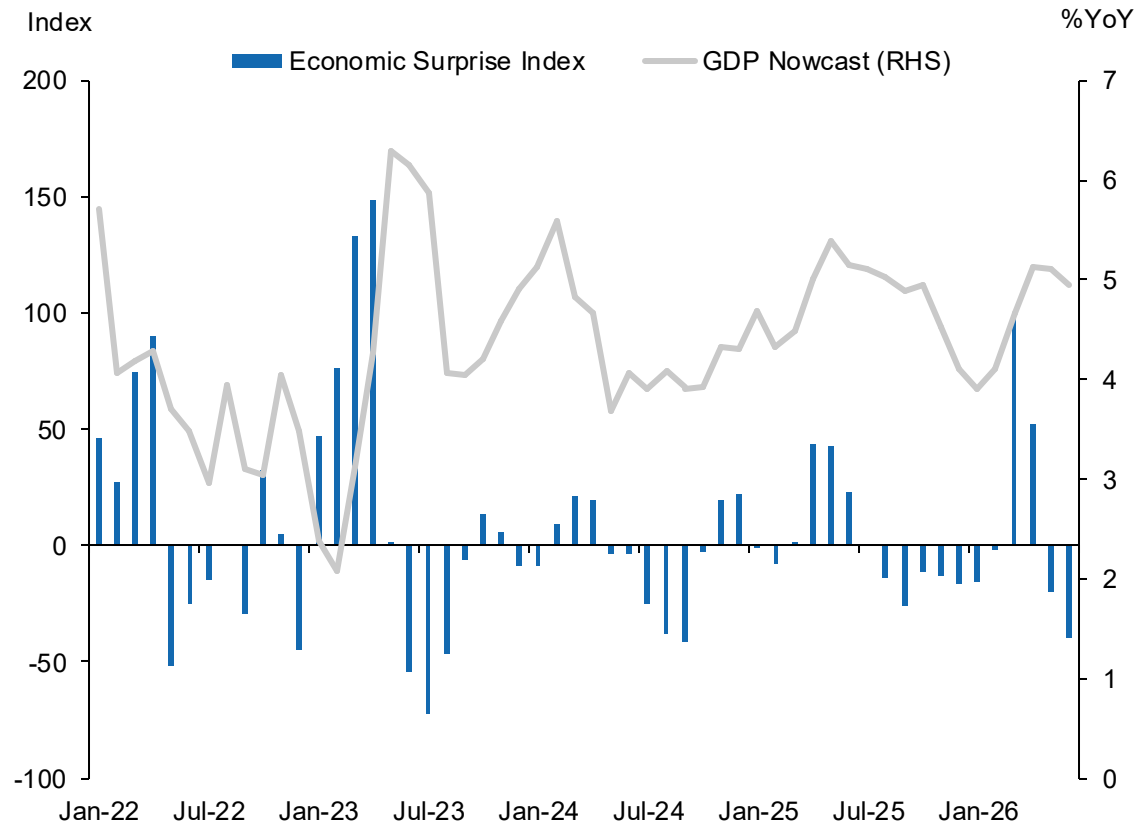
ทิศทางนโยบายการคลังในปัจจุบัน เสี่ยงที่จะทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงต่อเนื่อง และทำให้เกิดความไม่สมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานที่รุนแรงขึ้น



อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของจีน (Real GDP growth)



ดัชนี Economic surprise และการคาดการณ์ GDP (Now cast) ของจีน

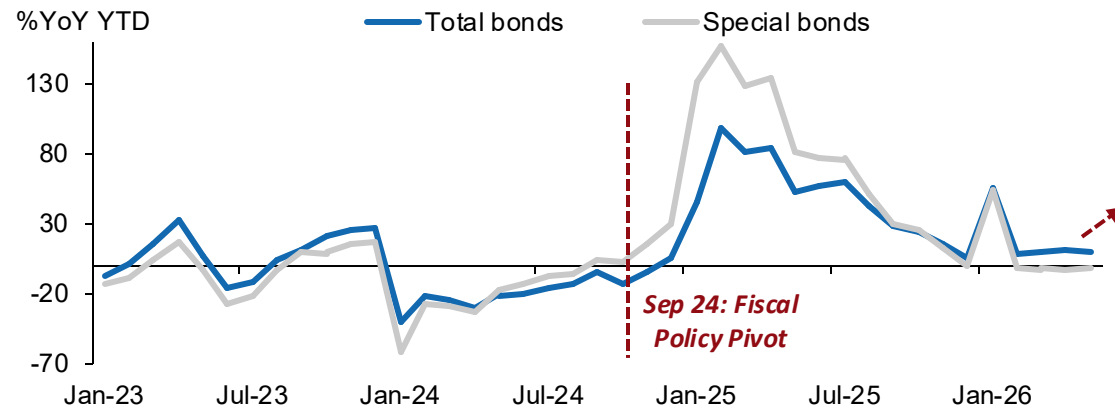


Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

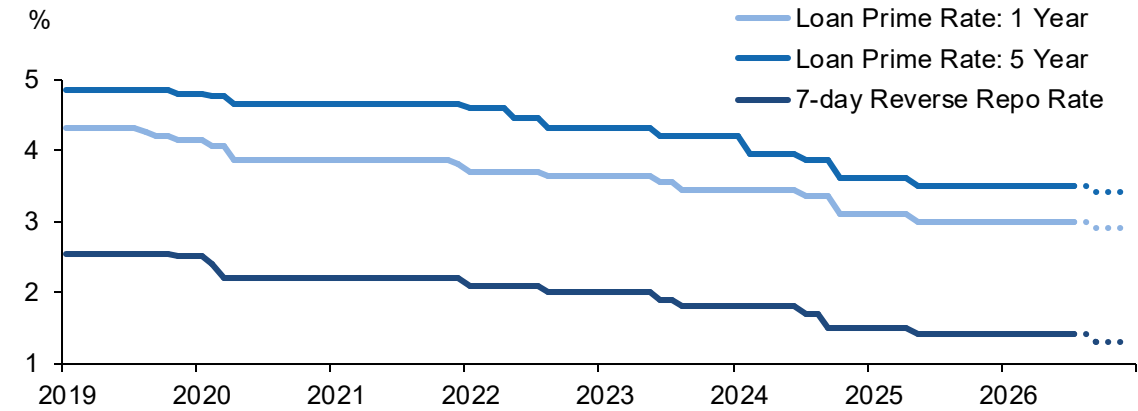
เราคาดว่า การออกพันธบัตรและการใช้จ่ายของรัฐบาลมีแนวโน้มที่จะเร่งตัวขึ้นในเร็ว ๆ นี้ ในขณะที่ด้านนโยบายการเงิน ธนาคารกลางจีนอาจผ่อนคลายนโยบายการเงินเล็กน้อย



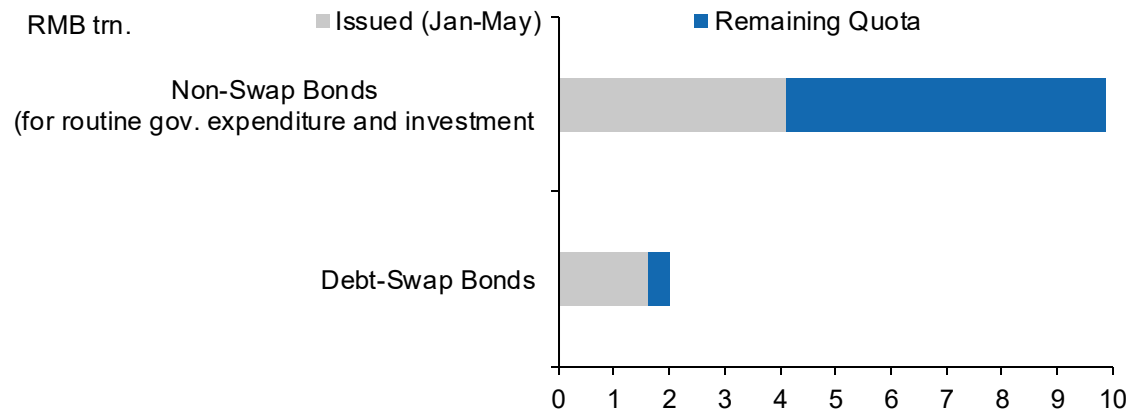
การออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่น



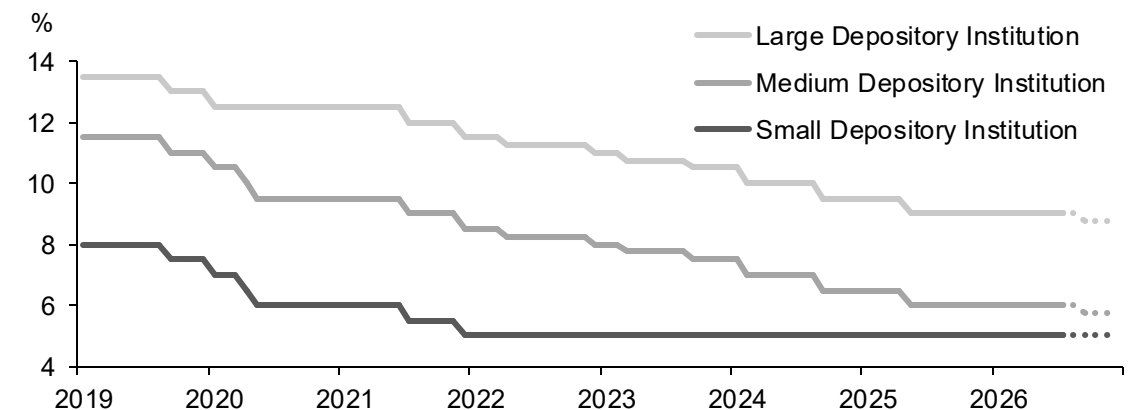
นโยบายการเงิน: อัตราดอกเบี้ย



ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาล: จำนวนที่ออกไปแล้ว vs. โควตาที่เหลืออยู่



นโยบายการเงิน: อัตราส่วนเงินสำรองขั้นต่ำ (RRR)



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

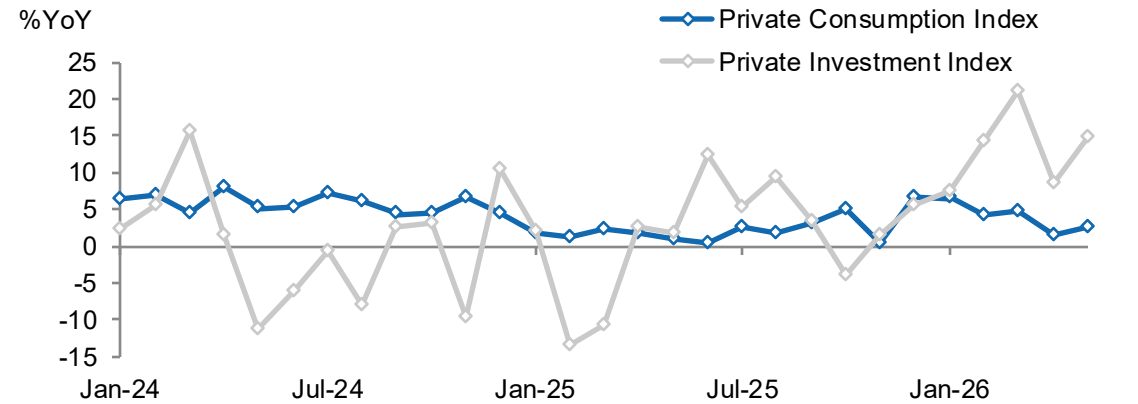


- เราปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจในปี 2027F เป็น 2.1% (จากเดิม 1.7%) ภายหลังจากที่ศาลรัฐธรรมนูญมีคำวินิจฉัยว่า พ.ร.ก. กู้เงินฉุกเฉิน 4 แสนล้านบาทนั้นชอบด้วยรัฐธรรมนูญ ดังนั้น เราจึงนำงบประมาณรายจ่ายในส่วนของการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานจำนวน 2 แสนล้านบาทเข้ามารวมในประมาณการของเรา ซึ่งช่วยเพิ่มการคาดการณ์การเติบโตในปี 2027F ขึ้นอีก 0.4 ppt ตามที่ได้เคยเกริ่นไว้ก่อนหน้านี้
- วิกฤตเศรษฐกิจ 12 ปีของไทยที่รัฐบาลเพิ่งประกาศใหม่ (ปี 2026–2038F) มีเป้าหมายที่จะยกระดับประเทศไทยให้มีสถานะเป็นประเทศรายได้สูงภายในปี 2038F ทั้งนี้ ถือเป็นเป้าหมายที่มีความท้าทายมาก เนื่องจากไทยจำเป็นต้องมีการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP) ต่อปีอย่างน้อย 5% YoY ซึ่งเมื่อพิจารณาจากศักยภาพทางเศรษฐกิจของไทยในปัจจุบันอยู่ที่ระดับเพียง 2.7% (ตามที่ ธปท. ประเมินไว้) การที่จะบรรลุการเติบโตเกินกว่าระดับนี้ได้นั้น จำเป็นต้องมีการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจด้านอุปทานและแก้ไขปัญหาเชิงโครงสร้างอย่างรอบด้าน มิฉะนั้น ประเทศไทยอาจต้องใช้เวลาเพิ่มขึ้นอีกถึง 7 ปี เพื่อเปลี่ยนผ่านไปสู่สถานะประเทศรายได้สูงภายในปี 2045F
- ทั้งนี้ ส่วนสำคัญภายใต้กรอบการดำเนินการที่ขับเคลื่อนด้วย 4 เครื่องยนต์สำคัญของรัฐบาล คือเครื่องยนต์หลักด้าน "การลงทุนใหม่" รัฐบาลได้ตั้งเป้าที่จะขยายการลงทุนรวมให้เพิ่มแต่ละระดับ 30% ของ GDP ในอีก 4 ปีข้างหน้า (จาก 24% ในปี 2025) แม้จะมีแผนเป้าหมายที่ชัดเจน แต่ร่างงบประมาณปีงบประมาณ 2027 กลับสวนทางกัน เนื่องจากการปรับลดการจัดสรรงบรายจ่ายลงทุนลงถึง -8.4% YoY ซึ่งจากงานศึกษาในอดีตชี้ให้เห็นว่าการลงทุนของภาครัฐจะสร้างผลบวก (Crowding-in effect) และช่วยกระตุ้นการลงทุนของภาคเอกชนได้นานถึง 8 ไตรมาสติดต่อกัน ดังนั้น การที่รัฐบาลพยายามเร่งรัดการลงทุนรวมผ่านมาตรการ FastPass แต่ในขณะเดียวกันกลับลดการใช้จ่ายเพื่อการลงทุน จึงถือเป็นความขัดแย้งทางนโยบายที่เห็นได้ชัด
- สถานะทางการคลังของไทยเริ่มมีความน่ากังวลมากขึ้นเรื่อยๆ ซึ่งเป็นผลจากการจัดเก็บรายได้ที่อ่อนแอ ประกอบกับรายจ่ายผูกพันที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้การขาดดุลงบประมาณเพิ่มสูงขึ้น ยิ่งไปกว่านั้น แม้จะมีการประกาศแผนการปฏิรูปที่ตั้งเป้าบรรลุสถานะประเทศรายได้สูงภายในกรอบระยะเวลา 12 ปี แต่รัฐบาลกลับลดรายจ่ายลงทุนลง -8.4% แต่เพิ่มรายจ่ายประจำขึ้น 5% เมื่อเทียบกับปีงบประมาณก่อนหน้า สิ่งนี้ชี้ให้เห็นถึงทั้งการจัดสรรงบประมาณที่ไม่มีประสิทธิภาพและข้อจำกัดของสถานะทางการคลัง เนื่องจากรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับบุคลากรเป็นสิ่งที่ปรับลดได้ยาก ขณะเดียวกันสัดส่วนรายจ่ายลงทุนของภาครัฐกว่า 50% ถูกจัดสรรให้กับการก่อสร้างและบำรุงรักษาถนน รวมถึงโครงสร้างพื้นฐานด้านการจัดการน้ำ ซึ่งเป็นภาคส่วนที่เรามองว่าไม่ได้ช่วยเพิ่มศักยภาพการเติบโตของไทยอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยเหตุนี้ ความเสี่ยงที่แนวโน้มอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit-rating outlook) จะถูกปรับลดลงในช่วงปลายปีนี้ จึงกลับมาเป็นประเด็นพิจารณาอีกครั้ง แม้ว่าก่อนหน้านี้แนวโน้มจะดีขึ้นจากเสถียรภาพทางการเมืองที่มีมากขึ้นก็ตาม
- สำหรับทิศทางนโยบายการเงิน ตั้งแต่ปี 2000 เป็นต้นมา กนง. ได้มีการปรับขึ้นนโยบายระหว่างรอบวัฏจักร (Mid-cycle adjustment) จำนวนทั้งสิ้น 3 ครั้ง ซึ่งเรามองเห็นถึงความเป็นไปได้ที่เหตุการณ์ในรอบนี้อาจกลายเป็นครั้งที่ 4 ในประวัติศาสตร์ เนื่องจากเราประเมินว่าเศรษฐกิจไทยจะยังคงเติบโตต่ำกว่าศักยภาพในปัจจุบัน รวมถึงในอนาคตอันใกล้ ขณะที่ปัจจัยจากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่มาจากฝั่งอุปทาน ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่อเทียบกับสหรัฐ และเศรษฐกิจหลักอื่นๆ ที่กว้างขึ้น รวมถึงความจำเป็นในการสร้างขีดความสามารถในการดำเนินนโยบาย (Policy space) กลับมาใหม่ ยังคงเป็นประเด็นที่ กนง. ต้องนำมาพิจารณา นอกจากนี้ การคงอัตราดอกเบี้ยต่ำเป็นเวลานานจะก่อให้เกิดการเก็งกำไรและพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทน (Search-for-yield) ที่มากเกินไป ดังนั้น ในช่วงครึ่งหลังของปี 2027 เราเชื่อว่าจะเป็นเวลาที่เหมาะสมที่ กนง. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้ง ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นไปอยู่ที่ระดับ 1.50% ภายในสิ้นปี 2027

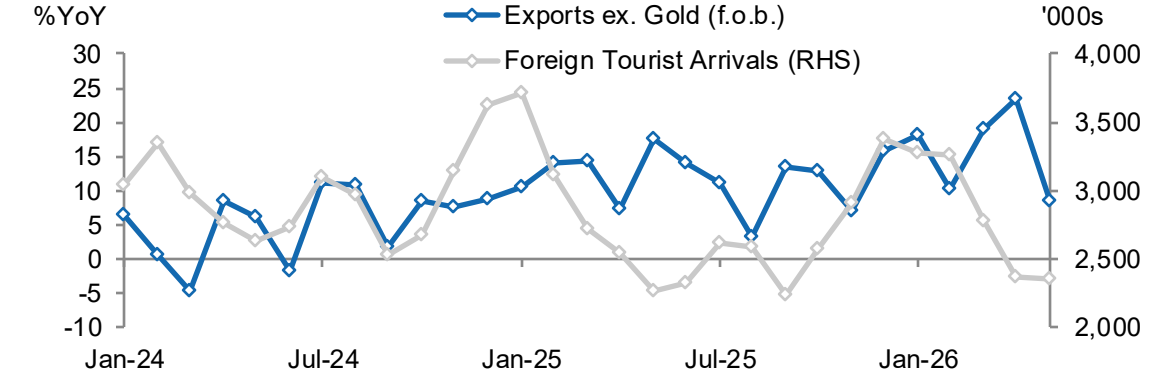
เศรษฐกิจไทยในเดือนพฤษภาคมทรงตัวจากเดือนก่อน สะท้อนภาพเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ต่อเนื่องเป็นเดือนที่สอง จากด้านอุปทานที่ปรับลดลงตามภาคการผลิตและส่งออก



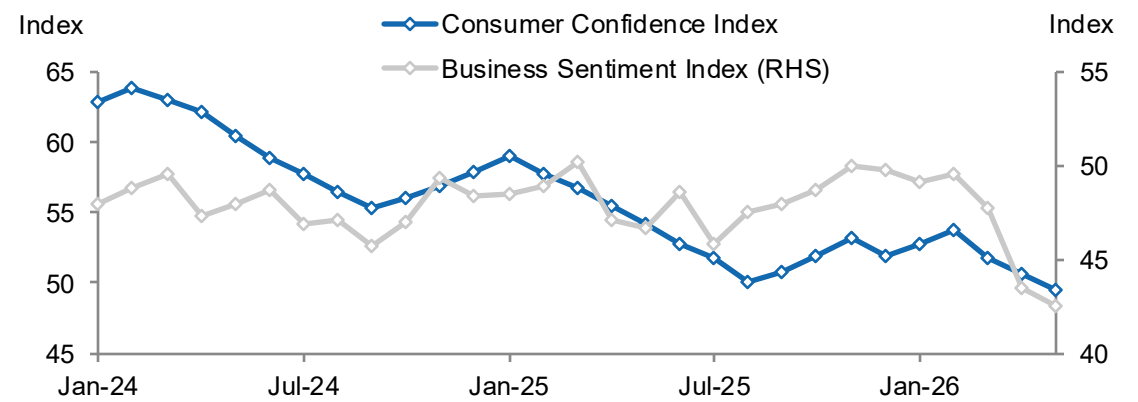
ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



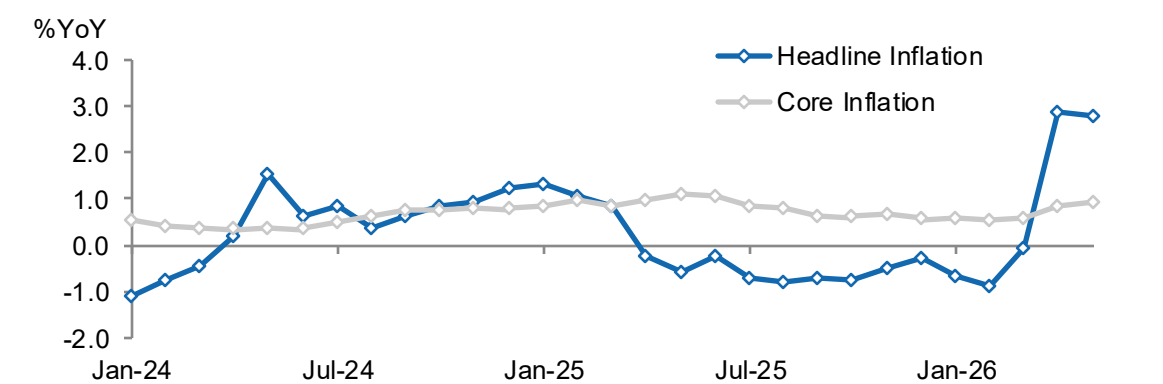
ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



ดัชนีความเชื่อมั่น



ดัชนีราคา



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

เราปรับเพิ่มคาดการณ์เศรษฐกิจปี 2027F เป็น 2.1% จาก พ.ร.ก. กู้เงิน 4
แสนล้านบาทผ่านการวินิจฉัยว่าชอบด้วยรัฐธรรมนูญ

การประมาณการเศรษฐกิจไทย - กรณีฐาน

Indicators	Unit	2025	2026F	2027F
			Current	Current
GDP	%	2.4	1.8	2.1
Private Consumption	%	2.7	2.3	1.7
Public Consumption	%	0.6	1.8	1.5
Private Investment	%	3.5	7.1	4.6
Public Investment	%	8.9	4.1	6.0
Exports (f.o.b)	%	12.0	13.3	6.8
Imports (f.o.b)	%	9.7	18.0	8.5
Tourist Arrivals	Million	32.9	32.0	33.5
CA Balance	%GDP	2.8	0.7	0.2
Headline Inflation	%	-0.1	3.0	2.0
Core Inflation	%	0.8	1.5	1.9
Dubai Oil Price (AoP)	US\$/bbl.	69.0	90.0	90.0
Policy Rate (EoP)	%	1.25	1.00	1.50
USD/THB (AoP)	Bt/US\$	32.9	33.0	33.5

Source: TISCO ESU (as of 14 July 2026)

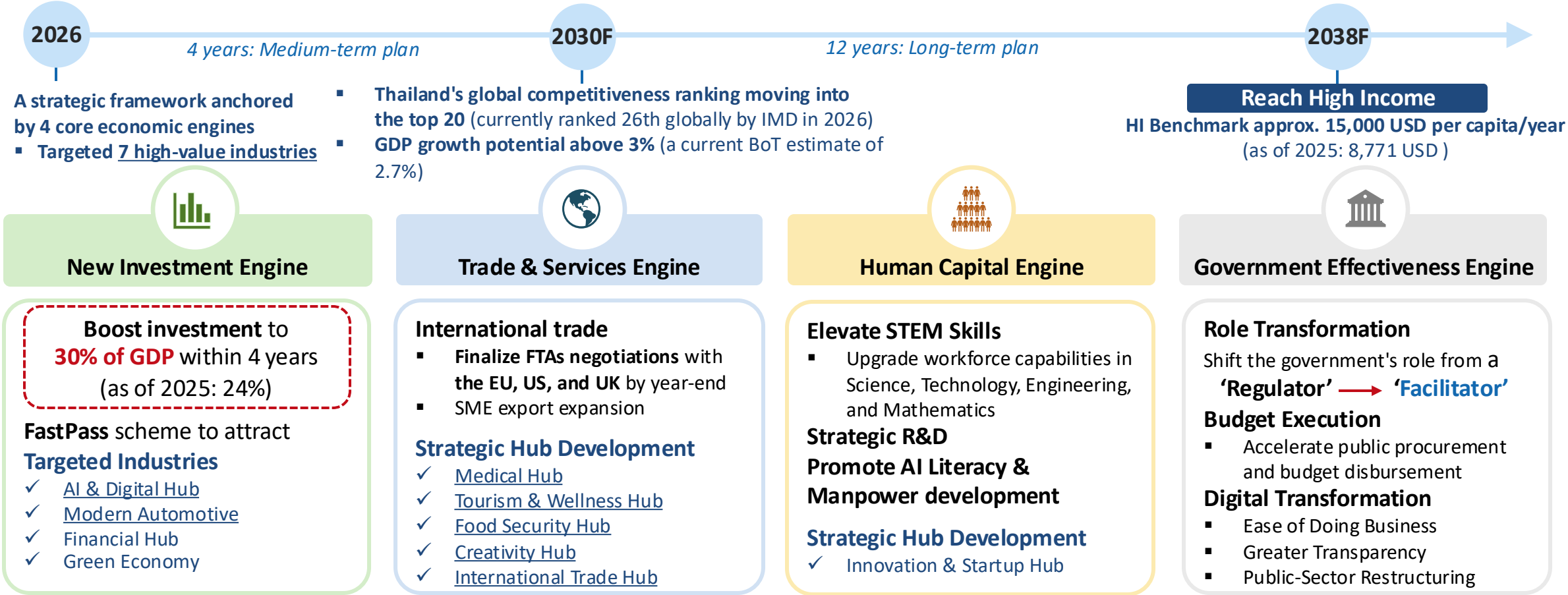
จากทัศนความขัดแย้งในตะวันออกกลางและตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคของไทย

Scenario	Best	Base Case	Worst
	A complete peace deal drives Hormuz traffic back to 80-100% of pre-war levels by 3Q26	Limited fighting, Hormuz traffic recovers to 60% of pre-war levels by end-August and 60-80% by year-end 2026	Hormuz effectively closed indefinitely
2026 Average Dubai Oil Price (USD per Barrel)	80	90	130
GDP Growth (%)	2.4	1.8	<1.0
Headline Inflation (%)	2.2	3.0	5.0 - 6.0
Tourist Arrivals (Mil persons)	34.0	32.0	29.0
Current Account (% of GDP)	1.2	0.7	-2.3
Policy Interest Rate (%)	1.00	1.00	1.25

Source: TISCO ESU, as of 14 July 2026

การขับเคลื่อนแผนยุทธศาสตร์ระยะยาวยังคงมีความท้าทายสูง โดยเฉพาะประเด็น การเพิ่มสัดส่วนการลงทุน และการเปลี่ยนผ่านไปสู่ประเทศรายได้สูง

โรดแมปยุทธศาสตร์ 12 ปีของไทย: การดำเนินการที่ขับเคลื่อนด้วย 4 เครื่องยนต์สำคัญทางเศรษฐกิจ

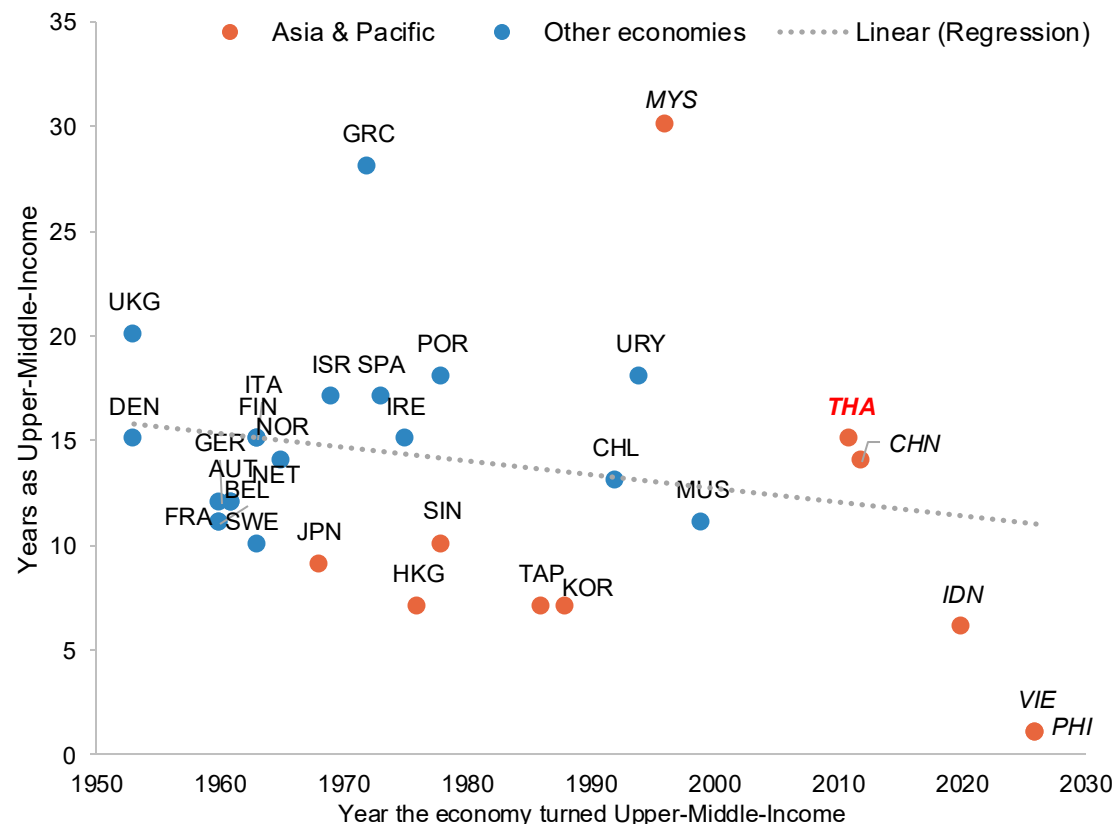


Source: Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

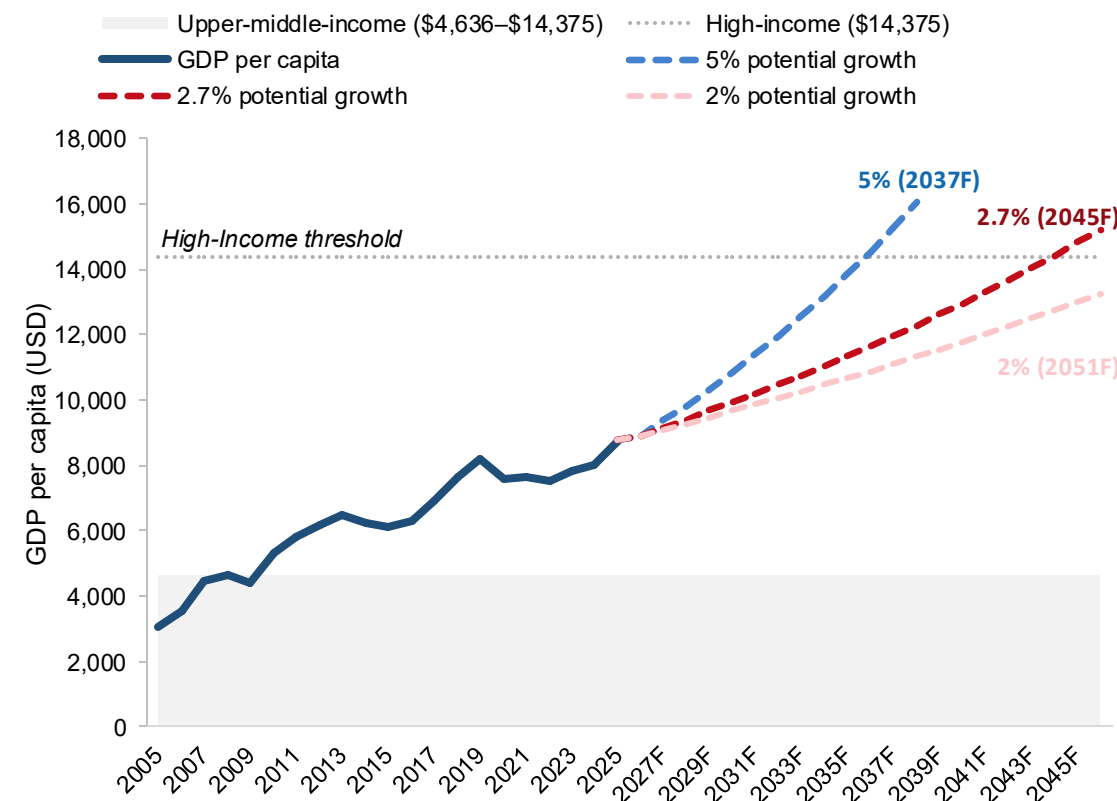
จากศักยภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยในปัจจุบันที่ 2.7% การเปลี่ยนผ่านไปสู่ประเทศรายได้สูงจะล่าช้าไปถึงสองทศวรรษ



ปีที่ระบบเศรษฐกิจก้าวเข้าสู่กลุ่มประเทศรายได้ปานกลางระดับบนและระยะเวลา (จำนวนปี) ที่อยู่ในสถานะนั้น ก่อนเปลี่ยนเป็นรายได้สูง



แนวโน้มการขยายตัวของจีดีพีต่อหัว (GDP per capita) ของไทย สู่สถานะประเทศรายได้สูง



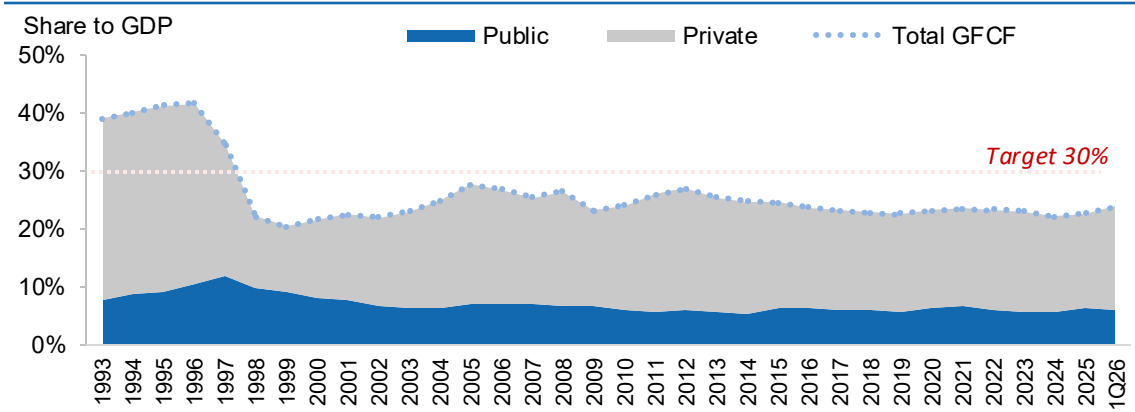
Note: Malaysia, Thailand, China, Indonesia, the Philippines, and Vietnam remain upper-middle-income economies

Source: ADB, Middle-Income Transitions: Trap or Myth? (2014), World Bank, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

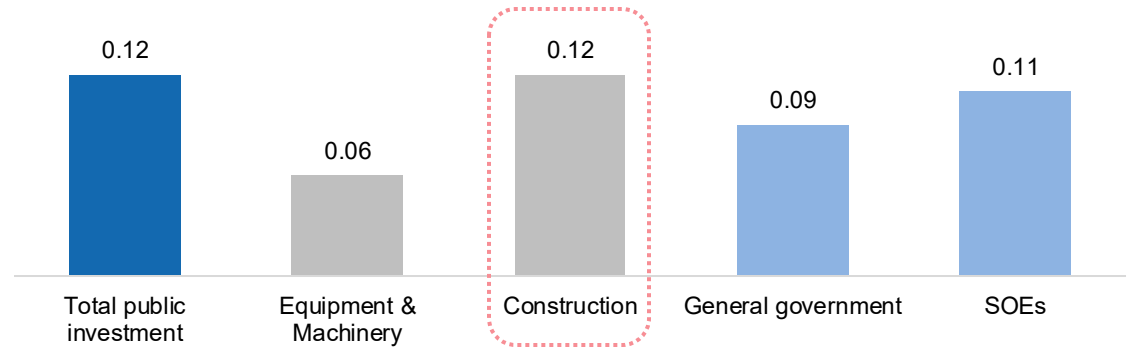
แผนรายจ่ายลงทุนลดลง สวนทางกับผลบวกของการลงทุนภาครัฐที่จะช่วยกระตุ้นการลงทุนภาคเอกชนต่อเนื่องไป 8 ไตรมาส



องค์ประกอบของการสะสมทุนถาวรเบื้องต้น (GFCF)



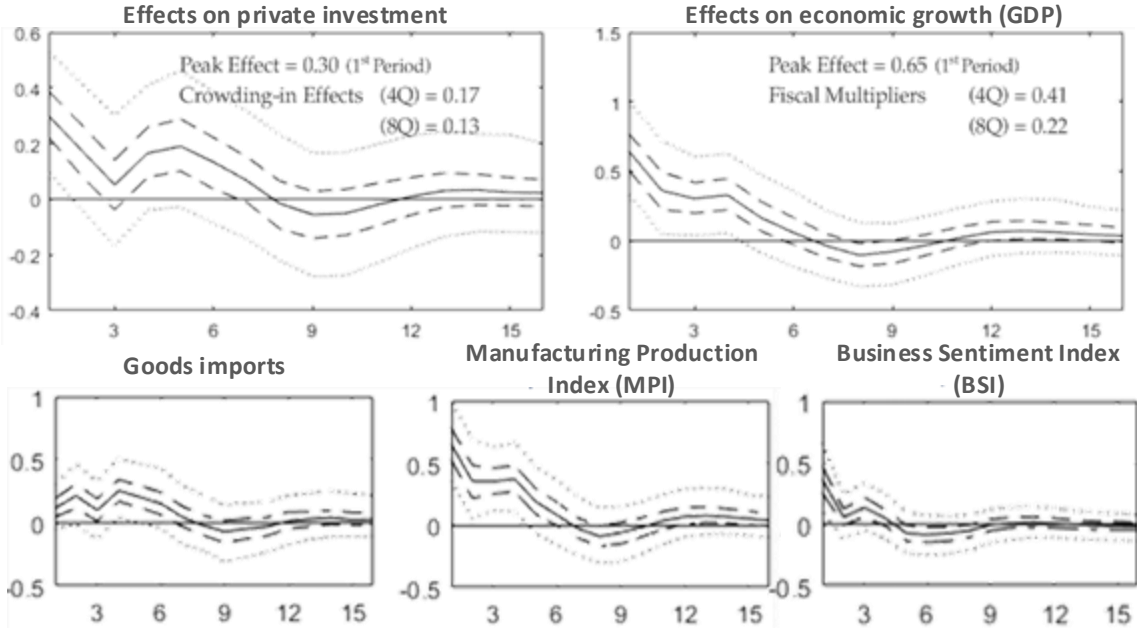
การลงทุนภาครัฐมีผลบวกต่อการลงทุนภาคเอกชนแตกต่างกัน ตามประเภทการลงทุน



Note: Elasticity calculated from change in private investment to change in public investment, where public investment is set to increase by 1% over 1 year

ผลบวกของการลงทุนภาครัฐ ต่อการลงทุนภาคเอกชนและตัวแปรต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจ จากแบบจำลอง FAVAR

A 1% increase in public investment contributed private investment by a 0.12% - 0.13%, maintaining a sustained positive impact for 8 consecutive quarters.

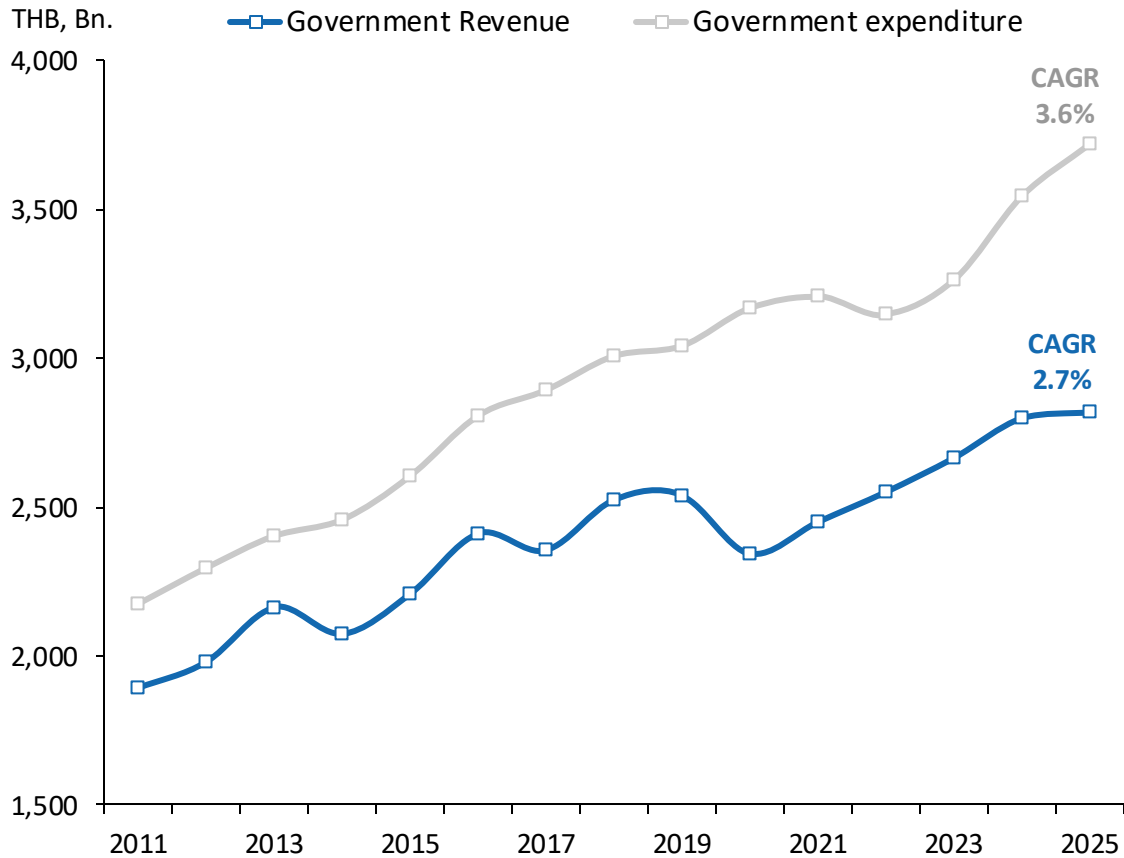


Note: Factor-augmented Vector Autoregression (FAVAR) model results based on public investment data from 1998–2017, the model demonstrates the impact of a 1-unit change in public investment on various economic variables. The dashed lines represent the 68% and 90% confidence intervals, respectively.

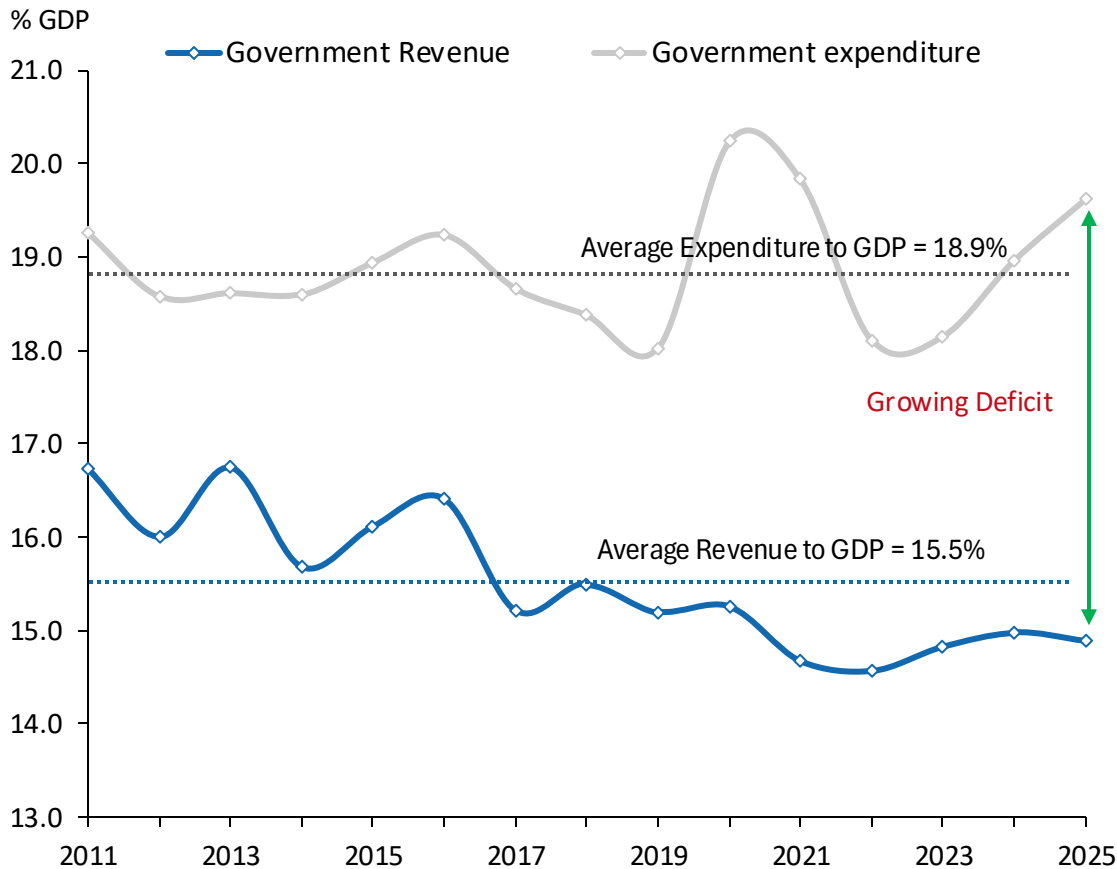
การจัดเก็บรายได้ที่ต่ำ สวนทางกับรายจ่ายผูกพันที่เพิ่มสูงขึ้น ผลักดันให้ ไทยตกอยู่ในสภาวะกับดักทางการคลัง



การจัดเก็บรายได้ของภาครัฐเติบโตไม่ทันรายจ่าย และส่วนต่างขยายตัวกว้างขึ้น



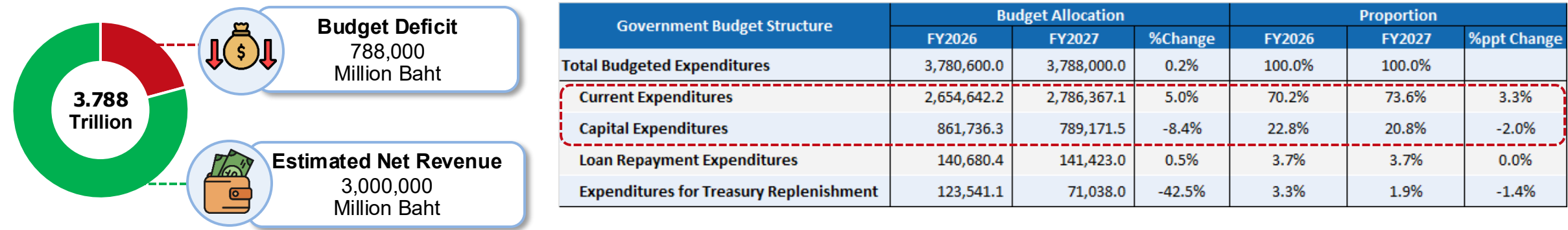
สัดส่วนรายได้และรายจ่ายของภาครัฐ (% of GDP)



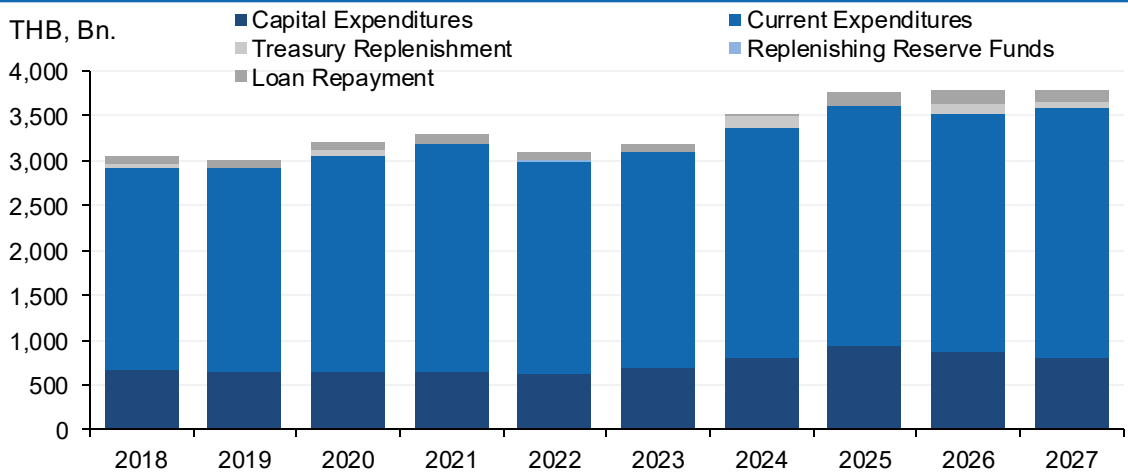
Source: FPO, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภาพรวมร่างงบประมาณปี 2570 ค่อนข้างทรงตัว แต่เมื่อพิจารณาอย่างละเอียดพบว่า
รายจ่ายประจำเพิ่มขึ้น 5%YoY ขณะที่รายจ่ายลงทุนถูกลดลง -8.4%YoY

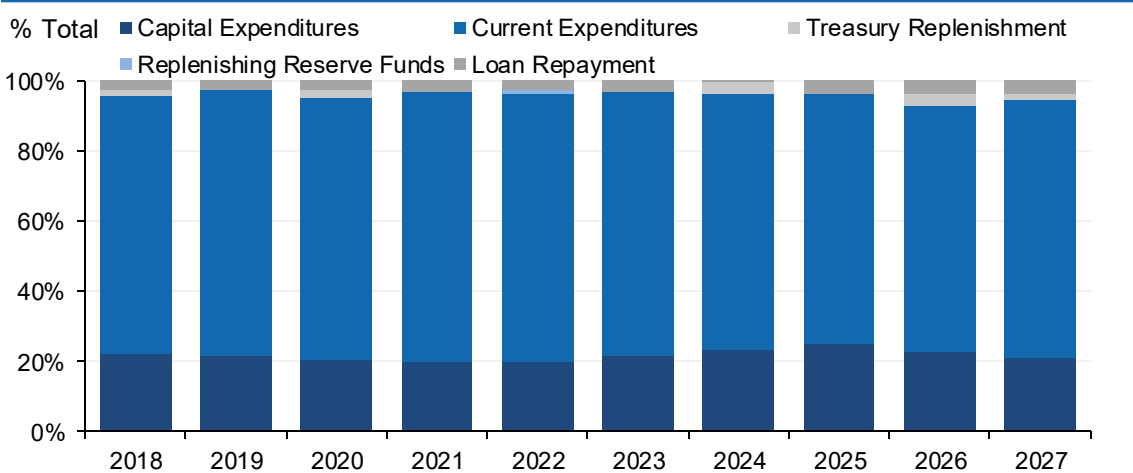
เปรียบเทียบโครงสร้างงบประมาณของรัฐบาล ปีงบประมาณ 2569 เทียบกับ 2570



โครงสร้างงบประมาณของรัฐบาล



สัดส่วนโครงสร้างงบประมาณของรัฐบาล

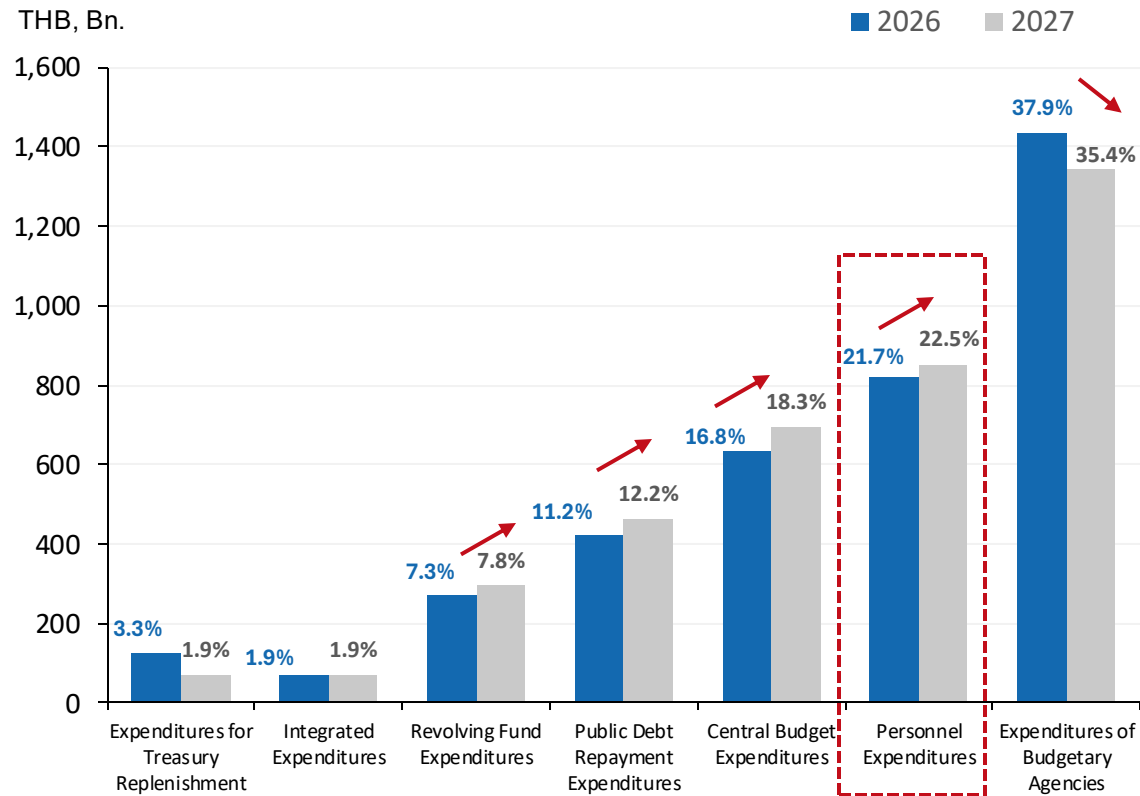


Source: Budget Bureau, PBO, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

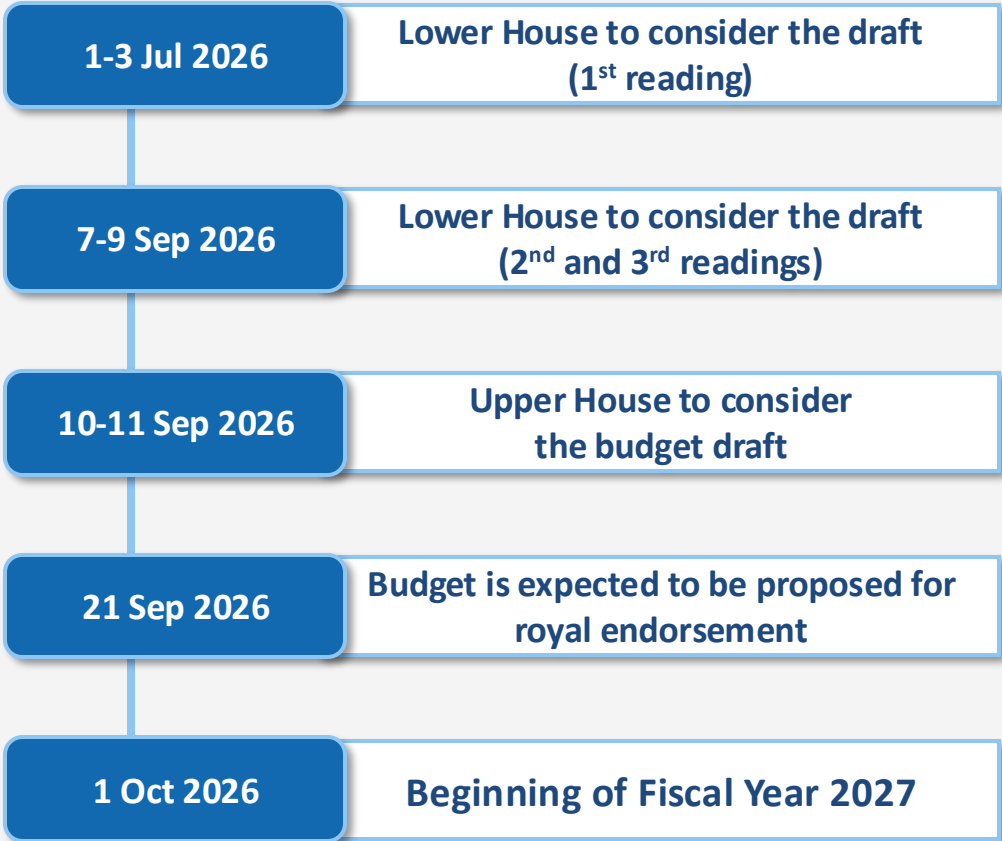
โครงสร้างงบประมาณรายจ่ายลดลงในหน่วยรับงบประมาณ แต่รายจ่ายด้านบุคลากรของรัฐกลับเพิ่มสูงขึ้น



งบประมาณจำแนกตามกลุ่มรายจ่าย



ไทม์ไลน์ของกระบวนการจัดทำงบประมาณ ปี 2570

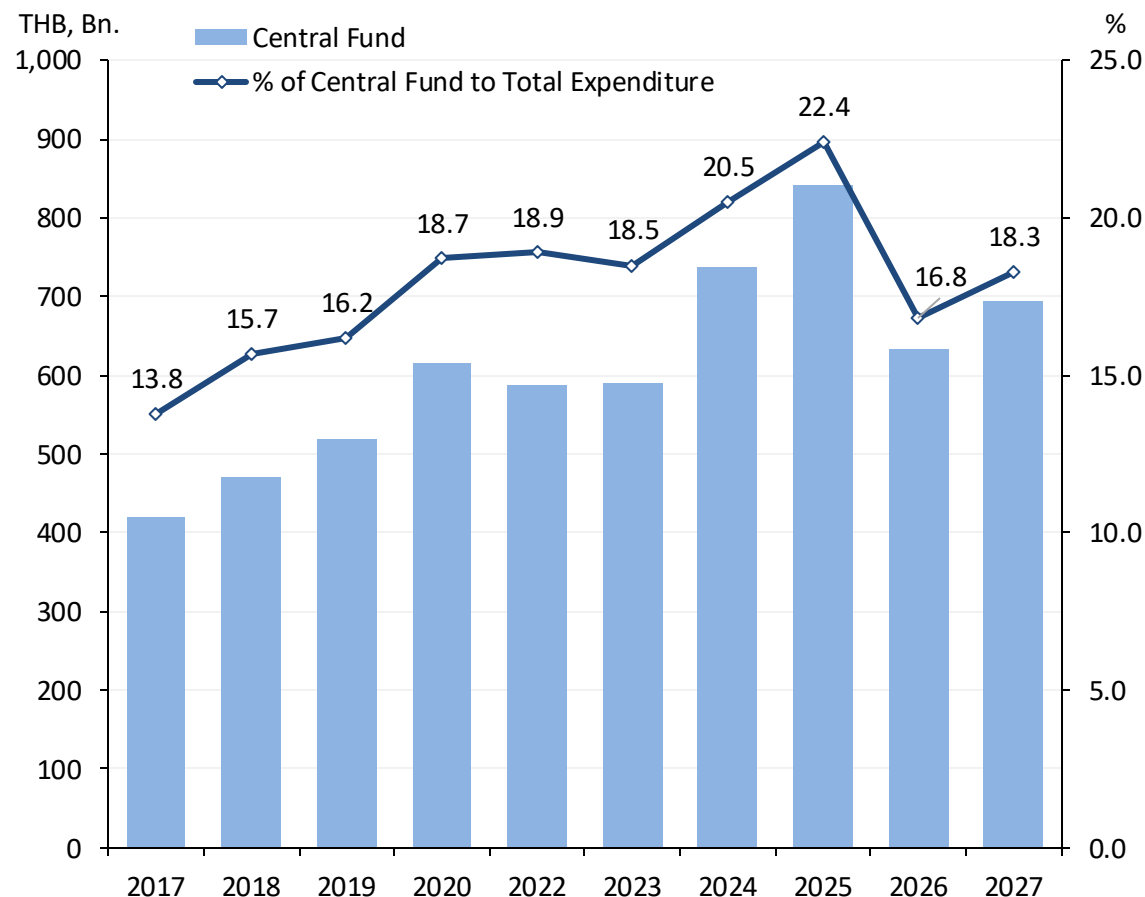


Source: Budget Bureau, PBO, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

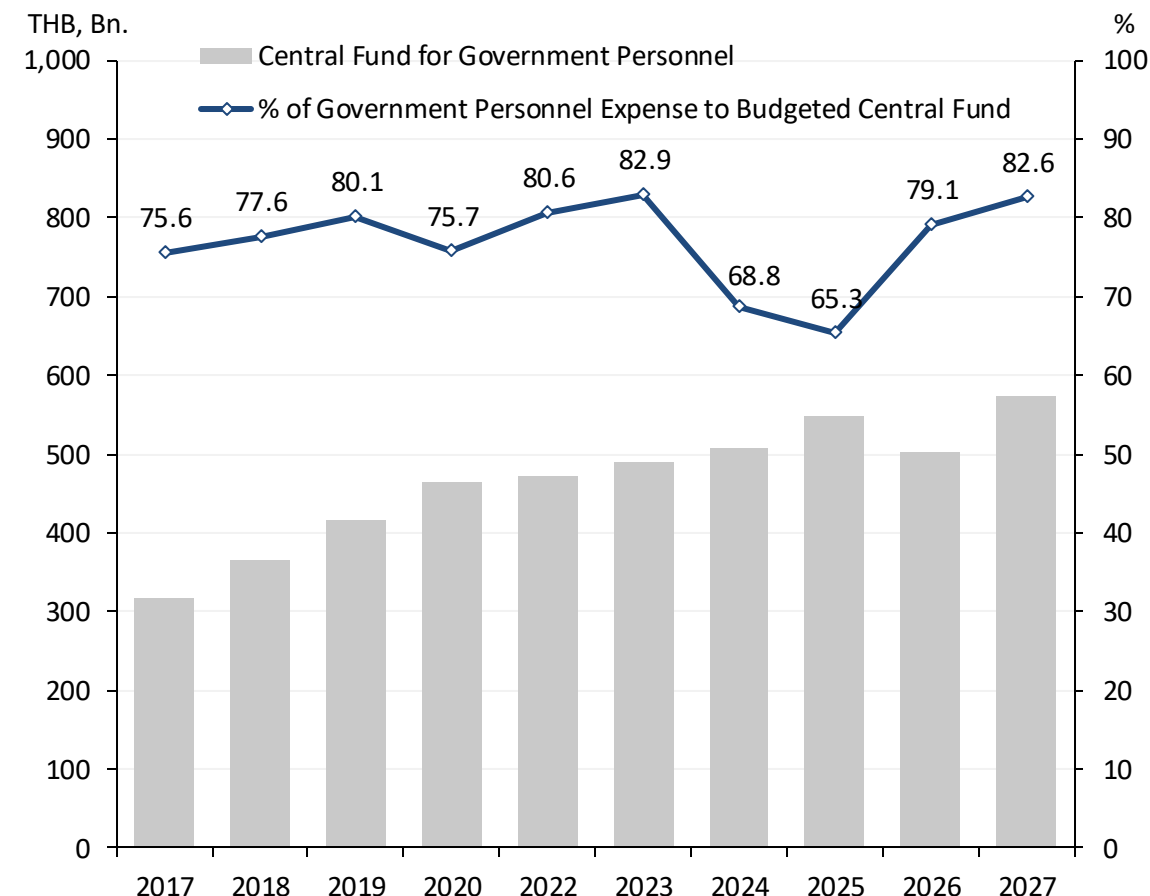
นอกจากนี้ งบกลางกว่า 80% ยังถูกจัดสรรให้เป็นค่าใช้จ่ายด้านบุคลากรของรัฐอีกด้วย



งบประมาณรายจ่ายกลาง



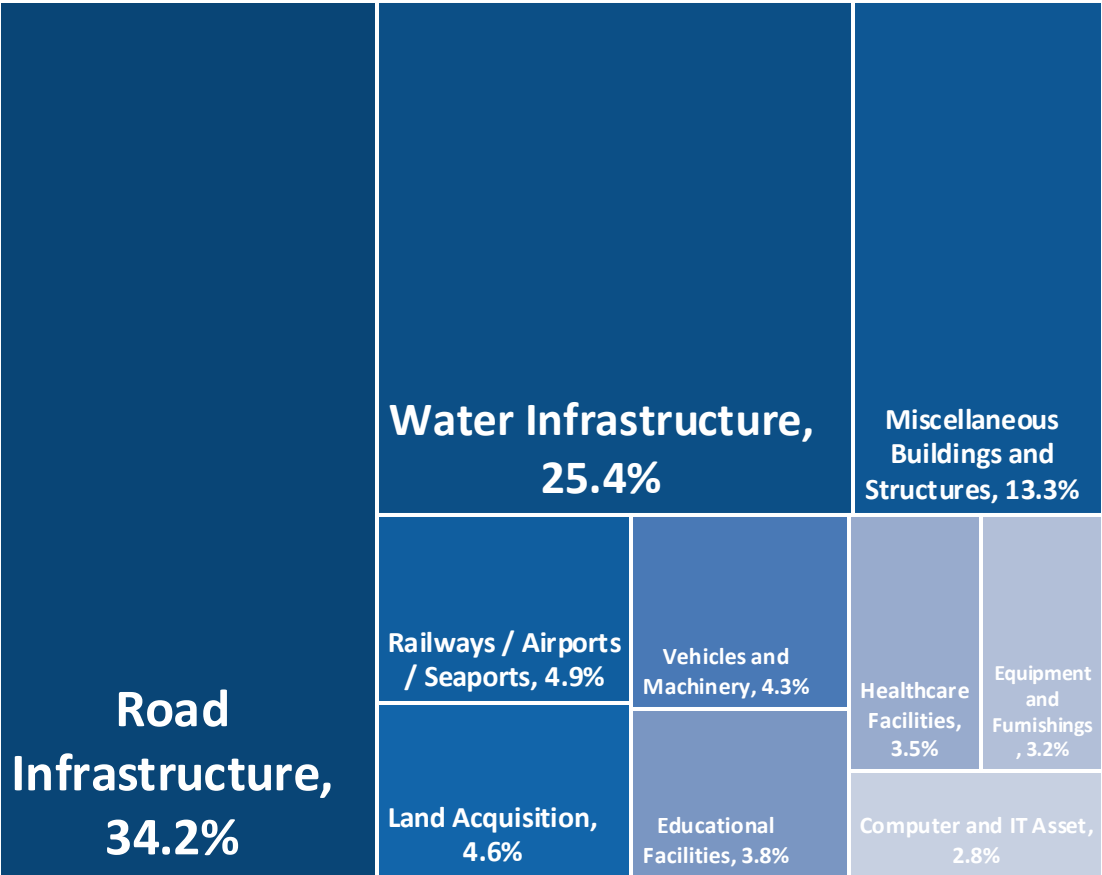
งบกลางที่จัดสรรสำหรับบุคลากรของรัฐ



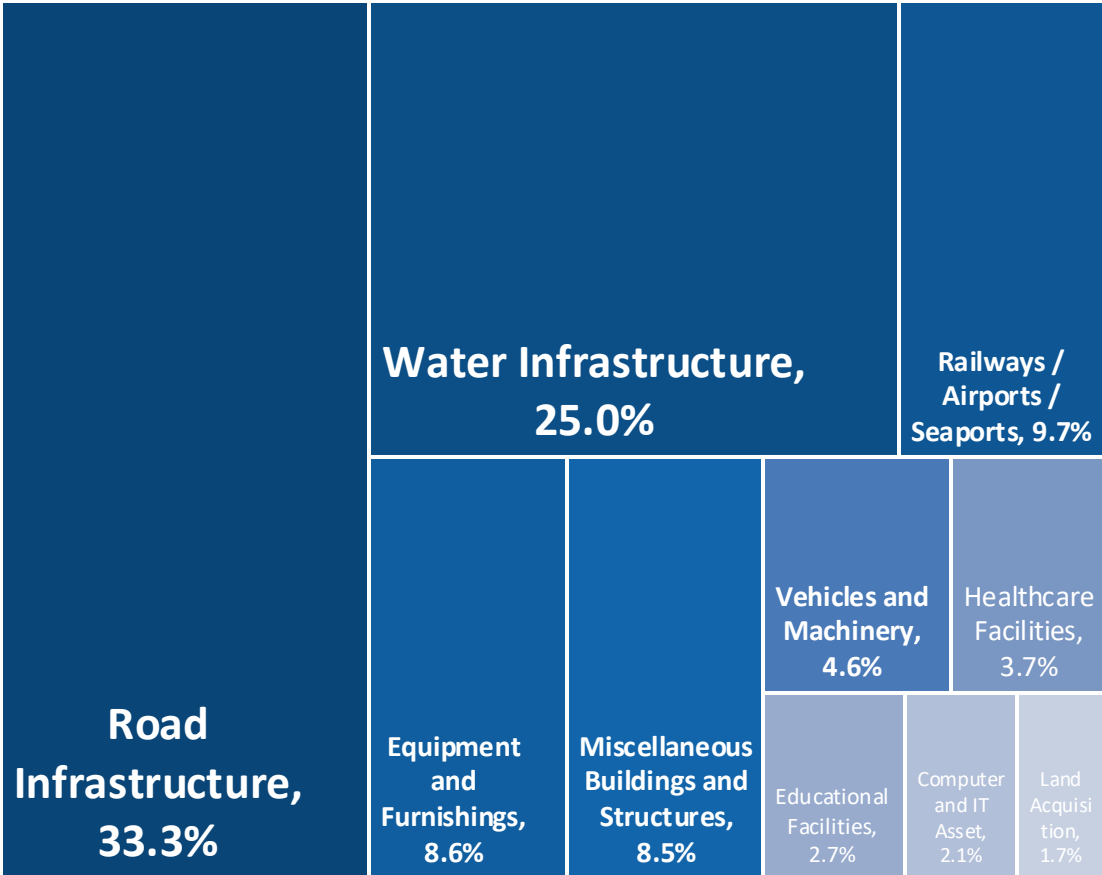
Source: FPO, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

รายจ่ายลงทุนส่วนใหญ่ถูกจัดสรรไปเพื่อโครงการก่อสร้างถนน ชลประทาน อาคาร รวมถึงครุภัณฑ์และอุปกรณ์ต่าง ๆ

รายจ่ายลงทุนปีงบประมาณ 2569 – สัดส่วนกว่า 50% ถูกจัดสรรให้กับการพัฒนา
 โครงสร้างพื้นฐาน



รายจ่ายลงทุนปีงบประมาณ 2570 – สัดส่วนกว่า 50% ถูกจัดสรรให้กับการพัฒนา
 โครงสร้างพื้นฐาน

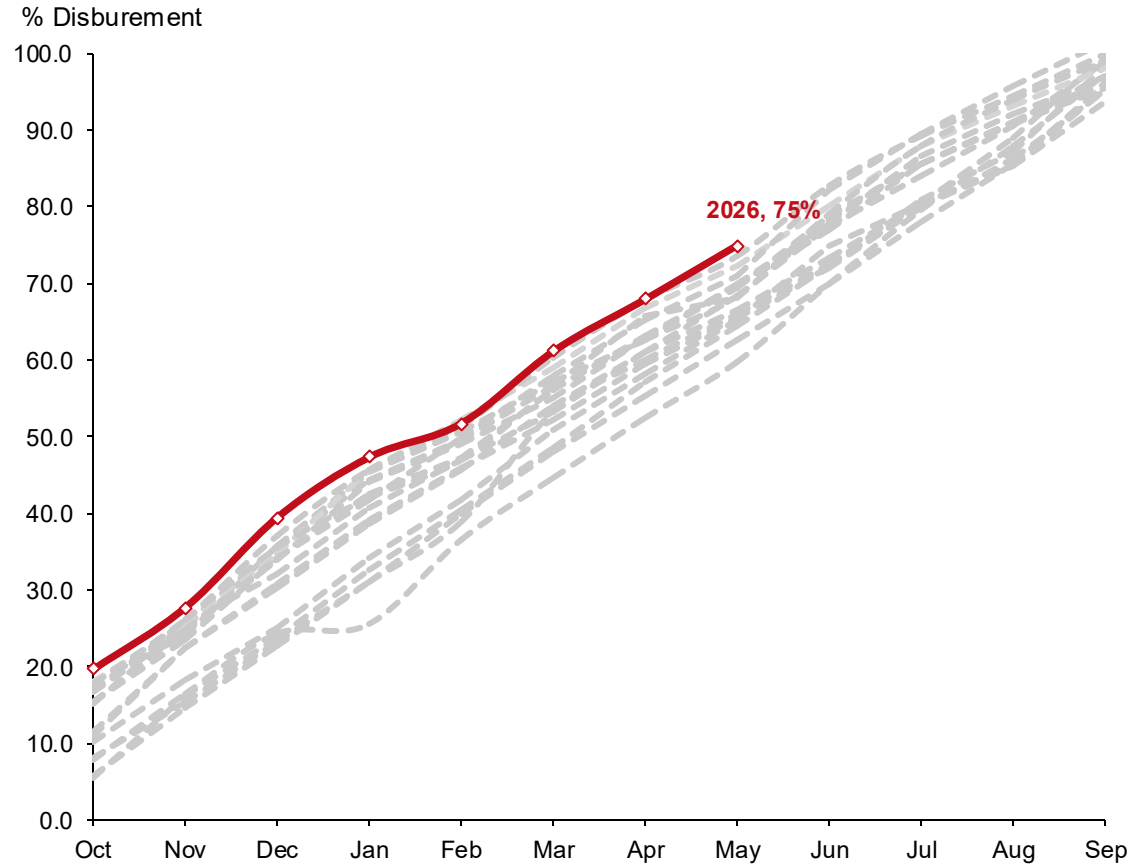


Source: Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

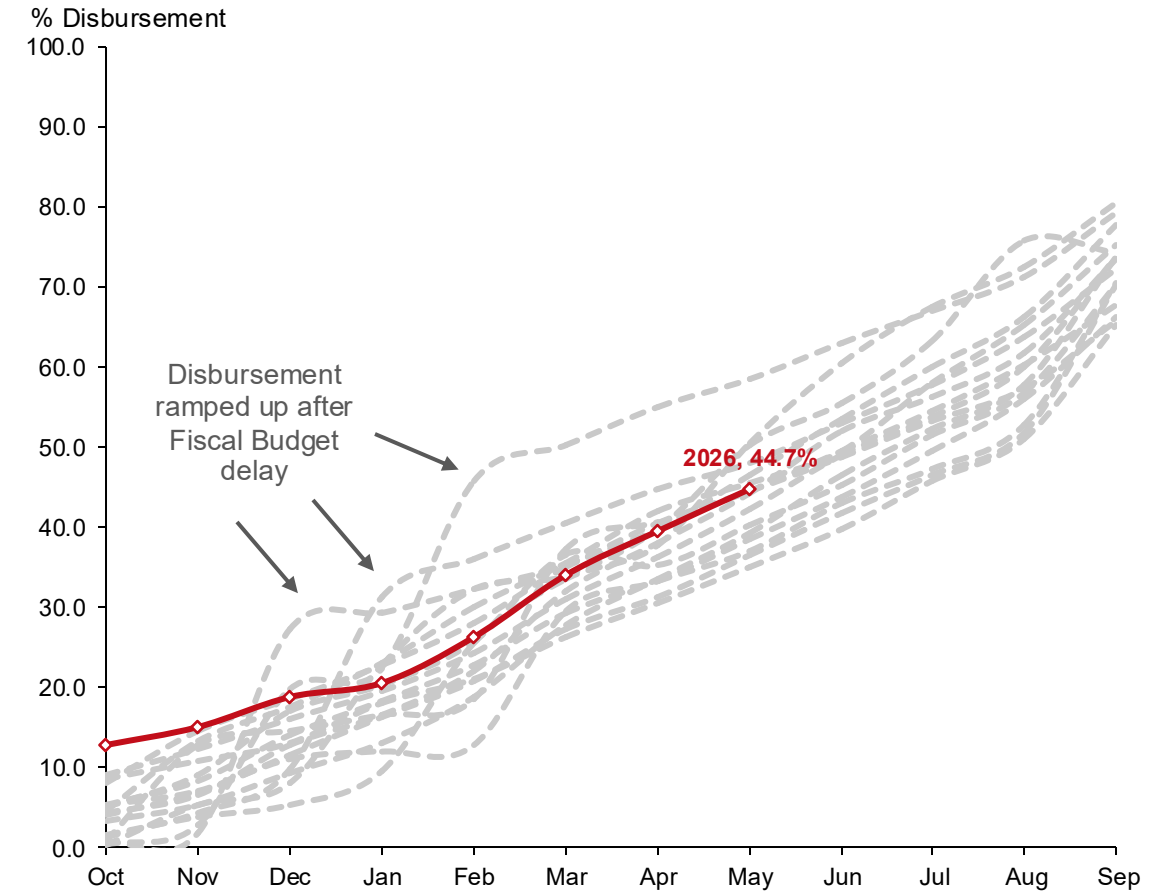
การเบิกจ่ายงบประมาณปี 2569 (FY2026) เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ



การเบิกจ่ายรายจ่ายประจำ

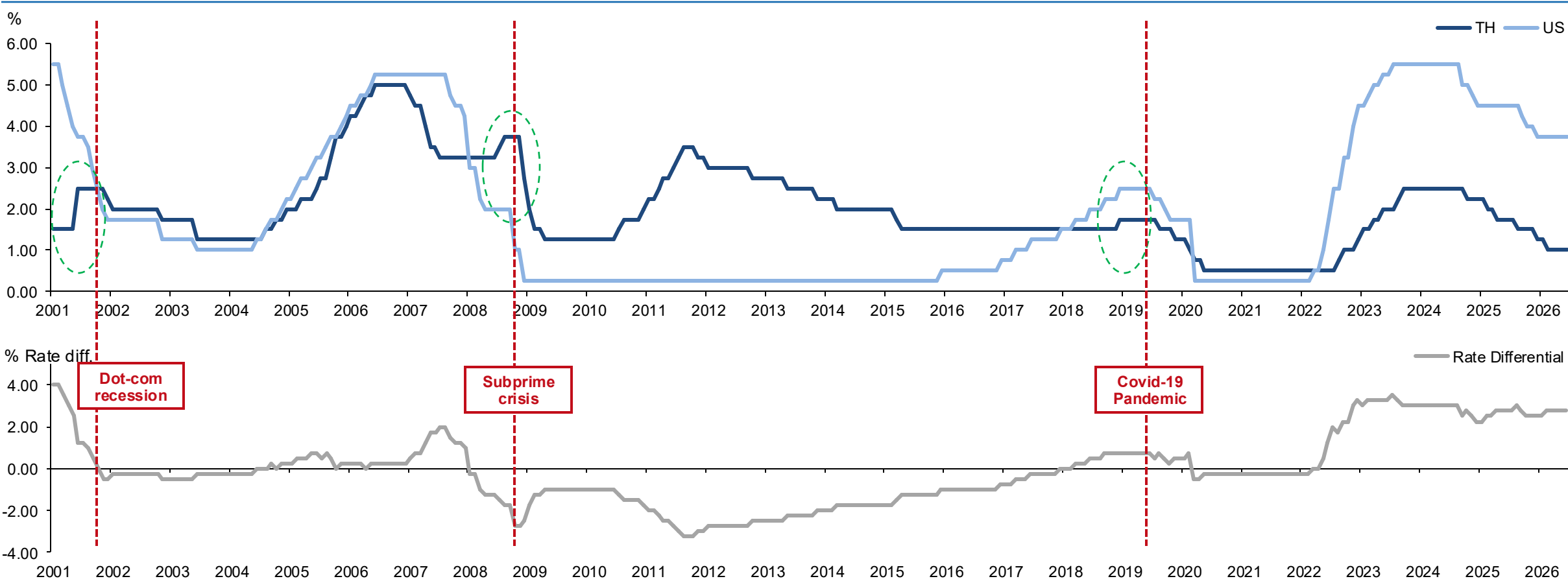


การเบิกจ่ายรายจ่ายลงทุน



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

ข้อมูลสถิติย้อนหลังของทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐ เปรียบเทียบกับไทย



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

เราคาดว่าจะมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต เพื่อเป็นการปรับสมดุล (Recalibration) และเพิ่มพื้นที่เชิงนโยบาย (Policy space) ท่ามกลางภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้นและความไม่แน่นอนที่เพิ่มขึ้นในอนาคต



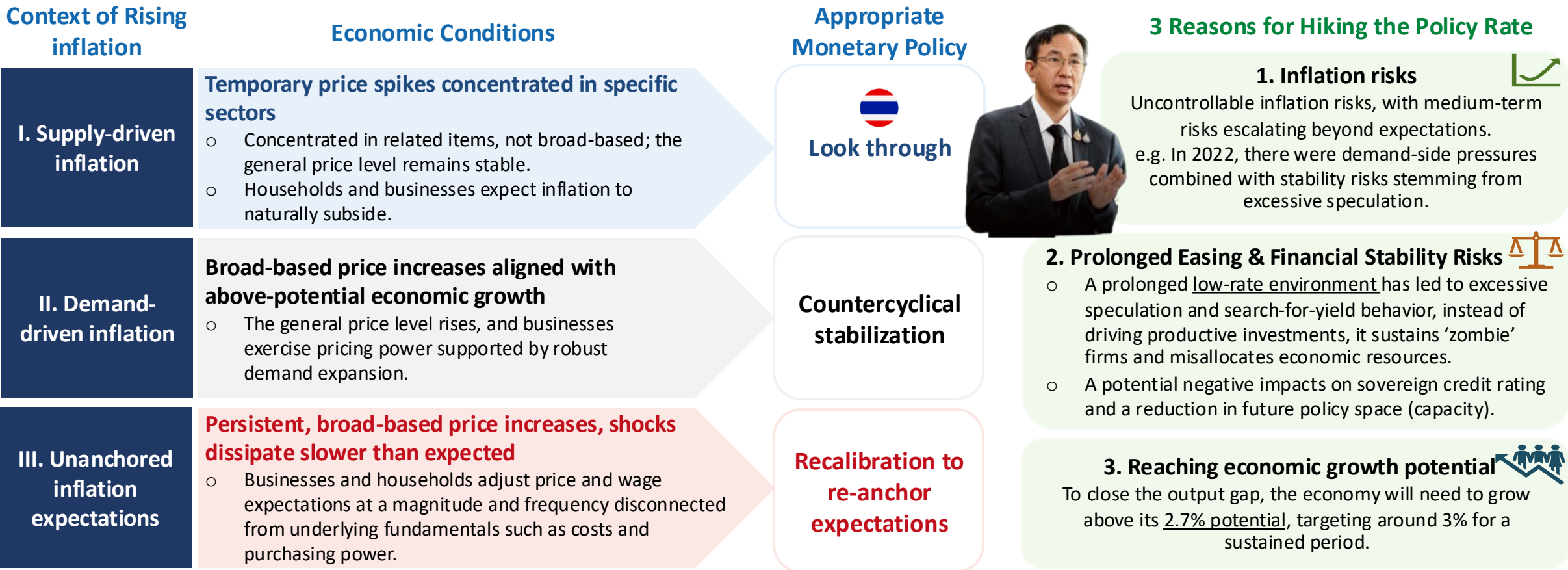
การปรับขึ้นนโยบายระหว่างรอบวัฏจักร (Mid-cycle adjustment) จำนวน 3 ครั้ง

	Jun-2001	Jul-2008	Dec-2018
Economic Indicator	GDP growth: 3.7% Potential GDP: 4.5-5.0% CPI 3M avg.: 2.24% FX 3M avg. % change: -0.1%	GDP growth: 9.0% Potential GDP: 3.5-4.0% CPI 3M avg.: 3.37% FX 3M avg. % change: 3.3%	GDP growth: 3.9% Potential GDP: 3.0-3.5% CPI 3M avg.: 1.17% FX 3M avg. % change: -1.4%
Policy rate	⬆ Number of hike: 1 1.50% to 2.50%	⬆ Number of hike: 2 3.25% to 3.75%	⬆ Number of hike: 1 1.5% to 1.75%
MPC Statement	In order to correct misalignments in short-term interest rates whereby the interbank rate was lower than deposit rate, the BOT announced an increase in the 14-day repurchase rate, its policy interest rate, from 1.5 percent per annum to 2.5 percent per annum.	Although the Thai economy recorded strong growth in the first half of the year, surging oil and food prices led to higher inflation and production costs, dampening business confidence, domestic demand, and export competitiveness. Together with heightened geopolitical tensions in the ME, these developments clouded the economic outlook. However, the onset of the global subprime crisis later that year prompted the BoT to reverse course and aggressively cut policy rates to support economic activity and mitigate the impact of the global recession.	Economic activity was expected to continue expanding, while inflation remained in line with projections. Although financial conditions were still accommodative and the financial system remained sound, prolonged low interest rates could encourage search-for-yield behavior and lead to an underpricing of risks. As a result, Committee judged that the need for an exceptionally accommodative monetary policy stance had diminished and supported a policy rate increase to safeguard financial stability and rebuild policy space.

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

ธปท. ยังคงทำทีมองผ่าน (Look through) พร้อมติดตามการส่งผ่านต้นทุนไปสู่เงิน เพื่อและบริบทของเศรษฐกิจในภาพรวม

ทิศทางนโยบายการเงิน: การดำเนินนโยบายการเงินที่เหมาะสมต้องพิจารณาบริบทของเงินเพื่อและเศรษฐกิจ



Source: BoT, Monetary Policy Forum 2/2026, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

คองน้ำหนัก Overweight ในกลุ่มพลังงานและวัสดุพื้นฐาน ช่วยกระจายความเสี่ยงท่ามกลางความผันผวนที่สูงขึ้นจากพฤติกรรมเก็งกำไรผ่าน Leverage ของนักลงทุน



การกู้ยืมเพื่อการลงทุน (Leverage) ในตลาดหุ้นหลักทั่วโลกเร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยยอดสินเชื่อเพื่อซื้อหลักทรัพย์ (Margin Loans) ปัจจุบันเข้าใกล้หรือสูงกว่าระดับสูงสุดในอดีตไปแล้ว

- การเพิ่มขึ้นของ Leverage รอบนี้มาโดยกลุ่มตลาดหุ้นที่เชื่อมโยงกับอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์เป็นหลัก ได้แก่ สหรัฐฯ ไต้หวัน เกาหลีใต้ และญี่ปุ่น โดย Margin Loans ในตลาดเหล่านี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นมา โดยเฉพาะไต้หวันที่ยอดสินเชื่อเพิ่มขึ้นเกือบ 300%
- นอกจากนี้ ความต้องการลงทุนผ่านกองทุน Leverage ETF ก็ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเช่นกันในปี 2026 โดยเฉพาะกองทุนที่อ้างอิงดัชนี Nasdaq และ Philadelphia Semiconductor Index ซึ่งสะท้อนพฤติกรรมเก็งกำไรและการใช้ Leverage ที่เพิ่มขึ้นในหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีและเซมิคอนดักเตอร์อย่างชัดเจน
- ภาวะดังกล่าวส่งผลให้ความผันผวนของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีและเซมิคอนดักเตอร์ปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็วกว่าตลาดโดยรวมอย่างมีนัย โดยเฉพาะตลาดหุ้นเกาหลีใต้ที่ระดับความผันผวนปัจจุบันสูงกว่าช่วงวิกฤต COVID-19 ไปแล้ว สะท้อนผ่านดัชนี KOSPI ที่ในปี 2026 ปีเดียวมีการใช้มาตรการ Circuit Breaker มากกว่า 7 ครั้ง พร้อมกับความผันผวนในระดับดัชนีปรับตัวลดลงระหว่างวันมากกว่า 5% มีความถี่ขึ้นอย่างมีนัย
- ในระยะต่อไป เราประเมินว่าตลาดที่เริ่มปรับเพิ่มความคาดหวังต่อท่าทีของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ให้เข้มงวดขึ้น (Hawkish) ภาวะการเงินที่มีแนวโน้มตึงตัวมากขึ้นตามมา อาจกดดันให้การใช้ Leverage ในตลาดชะลอตัวลง และเพิ่มแรงกดดันต่อตลาดหุ้นในช่วงไตรมาส 3 ปี 2026

เราประเมินว่าหากบริษัทเทคโนโลยีรายใหญ่เริ่มชะลอการลงทุนหรือปรับลดรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPEX) เพื่อรักษาสภาพคล่องและงบดุล อาจนำไปสู่การปรับฐานครั้งใหญ่ของหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์

- จากประมาณการปัจจุบัน เม็ดเงินลงทุนด้านศูนย์ข้อมูล (Data Center) ของกลุ่ม Hyperscalers มีแนวโน้มแตะระดับราว 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ภายในปี 2028 หรือคิดเป็นกว่า 10 เท่าของระดับในปี 2021 ตามการเร่งลงทุนด้าน AI อย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม การลงทุนในระดับดังกล่าวได้เริ่มสร้างแรงกดดันต่อกระแสเงินสดจนอยู่ในภาวะตึงตัว สะท้อนจากเม็ดเงินกว่า 300,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ไหลเข้าสู่ผู้ผลิตชิปภายในเวลาไม่ถึงหนึ่งปี ส่งผลให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ของกลุ่ม Hyperscalers ลดลงจนเข้าใกล้ระดับศูนย์
- ขณะเดียวกัน สัญญาณจากฝั่งอุปสงค์ก็เริ่มส่งสัญญาณชะลอตัว โดยการใช้รายด้าน AI Token ปรับลดลงจากจุดสูงสุดในเดือน มี.ย. สะท้อนว่าผู้บริโภคปลายทางเริ่มเผชิญข้อจำกัดด้านกำลังซื้อ
- เรายังคงให้น้ำหนักการลงทุน (Overweight) ในกลุ่มพลังงาน (Energy) และวัสดุพื้นฐาน (Materials) เนื่องจากวิกฤตของแคปซอร์มูซกำลังเปลี่ยนแปลงโครงสร้างตลาดพลังงานในระยะยาว ขณะที่ความเสี่ยงดังกล่าวยังไม่ได้ถูกสะท้อนในราคาสินทรัพย์อย่างเพียงพอ นอกจากนี้ หาก Fed แสดงท่าทีเข้มงวดมากขึ้น เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ช่วงอายุ 2 ปี และ 10 ปี (10Y-2Y Yield Curve) มีแนวโน้มแบนราบลงในลักษณะ Bear Flattening ซึ่งในอดีตมักเป็นปัจจัยสนับสนุนผลตอบแทนของหุ้นกลุ่มวัสดุพื้นฐาน

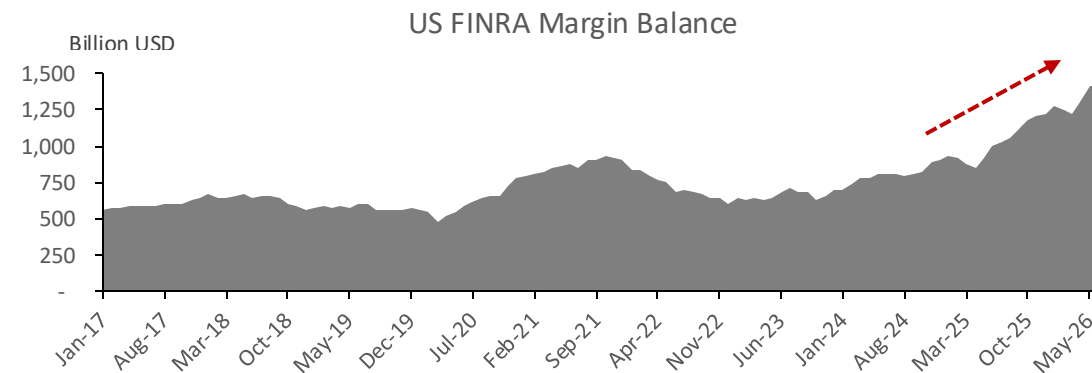
การกู้ยืมเพื่อการลงทุน (Leverage) เร่งตัวขึ้นในตลาดหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ทั้ง 4 ประเทศ หลัก โดยยอด Margin Loans กำลังเข้าใกล้หรือแตะระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์



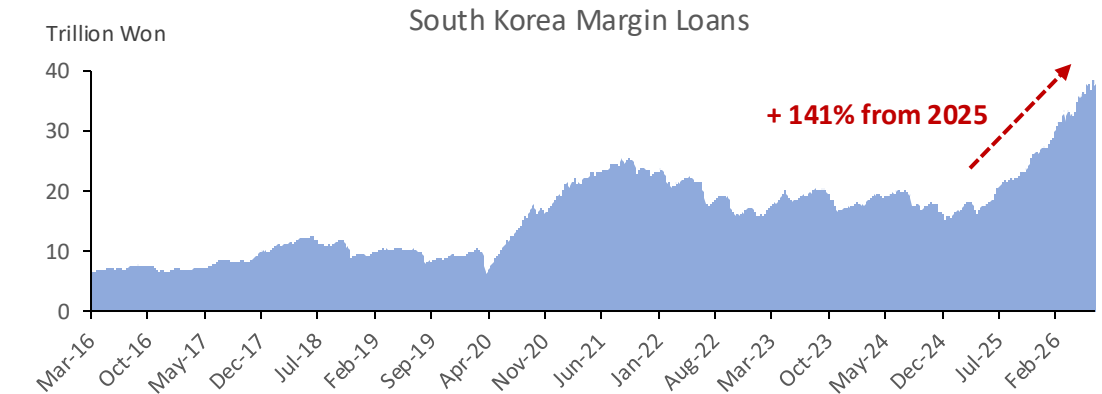
ยอดสินเชื่อเพื่อซื้อหลักทรัพย์ด้วยมาร์จินของไต้หวันฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง จนทะลุระดับสูงสุดที่เคยเกิดขึ้นในช่วงฟองสบู่ดอทคอม



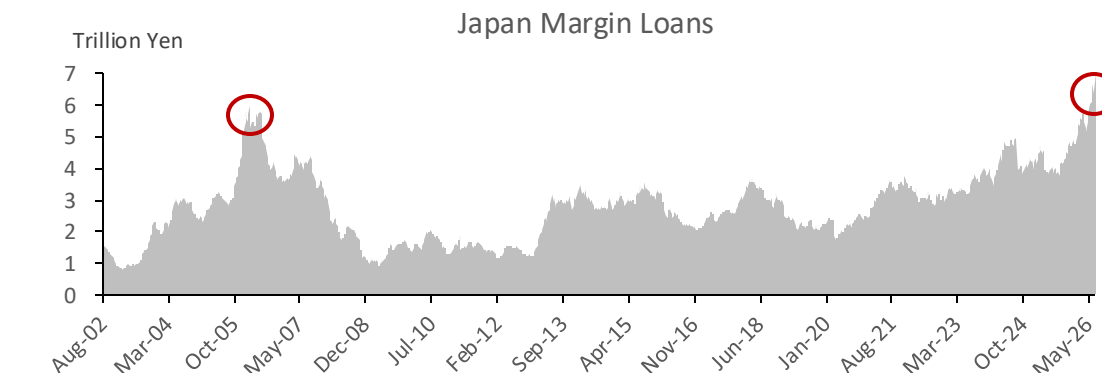
ยอดหนี้มาร์จินของ FINRA ยังคงปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนความเสี่ยงที่ความผันผวนของตลาดมีแนวโน้มรุนแรงขึ้นในช่วงที่เกิดการปรับฐาน



ยอดสินเชื่อมาร์จินของเกาหลีใต้เพิ่มขึ้นกว่า 141% นับตั้งแต่ต้นปี 2025 สะท้อนการเข้ามาเก็งกำไรของนักลงทุนรายย่อยมีเพิ่มขึ้นอย่างมีนัย

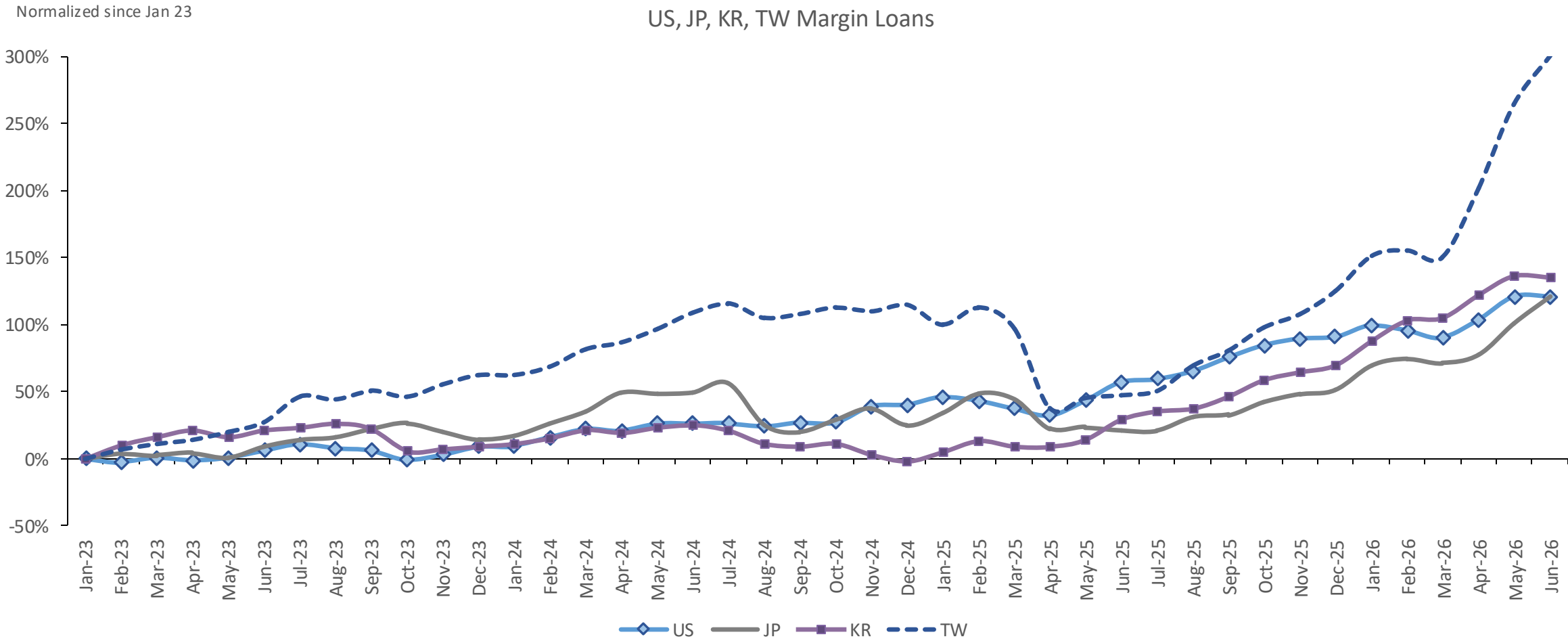


ยอดสินเชื่อมาร์จินของญี่ปุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องแตะระดับสูงสุดในรอบ 20 ปี



Source: Korea Financial Investment Association, FINRA, Bloomberg, Japan Exchange Group, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ยอดการกู้ยืมเพื่อซื้อหลักทรัพย์ด้วยมาร์จิน (Margin Borrowing) ปรับตัวเพิ่มขึ้นในทั้ง 4 ตลาดหลักที่เกี่ยวกับเซมิคอนดักเตอร์ นับตั้งแต่ปี 2023 โดยเฉพาะได้วันที่เพิ่มขึ้นเกือบ 300%

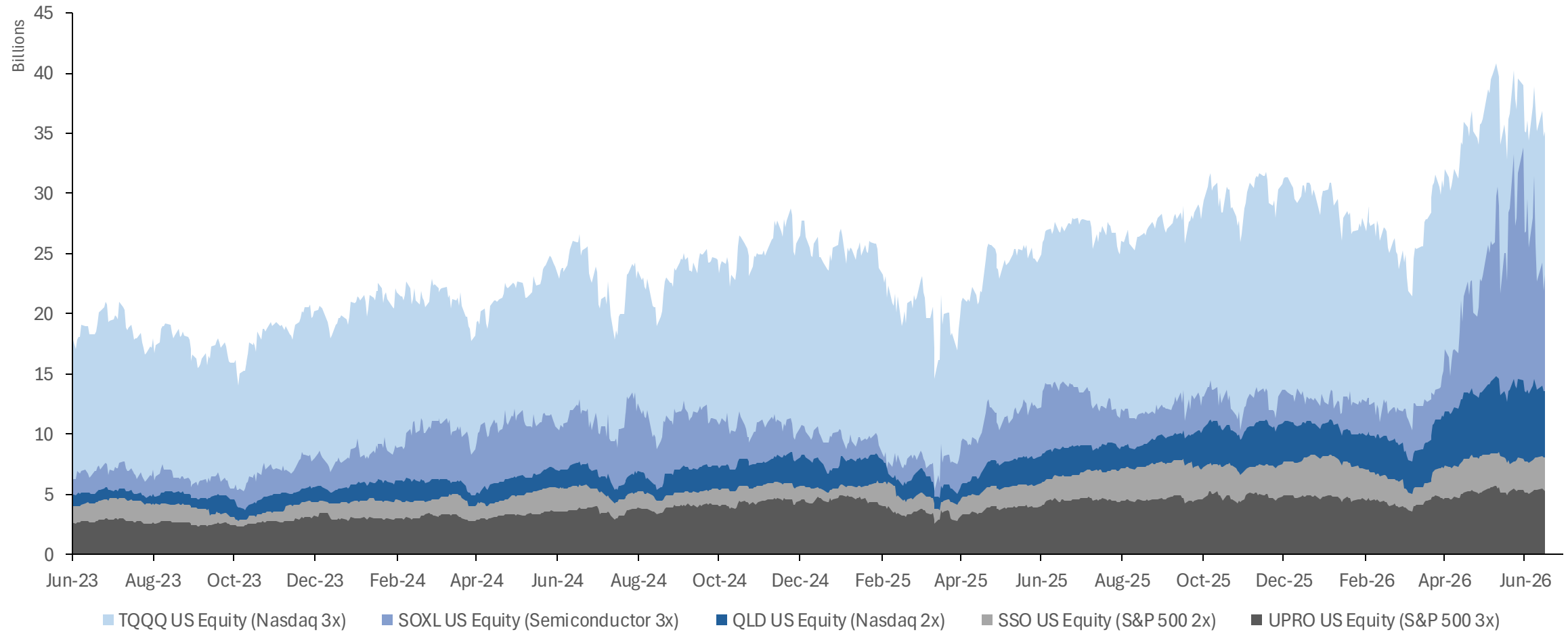


Source: Korea Financial Investment Association, FINRA, Bloomberg, Japan Exchange Group, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

นอกจากการเพิ่มขึ้นของ Margin Loans ในตลาดหุ้นหลักแล้ว ความต้องการลงทุนผ่านกองทุน ETF แบบใช้ Leverage ก็เร่งตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะกองทุนที่อ้างอิงดัชนี Nasdaq และ Philadelphia Semiconductor Index



US ETF Leveraged Market Cap



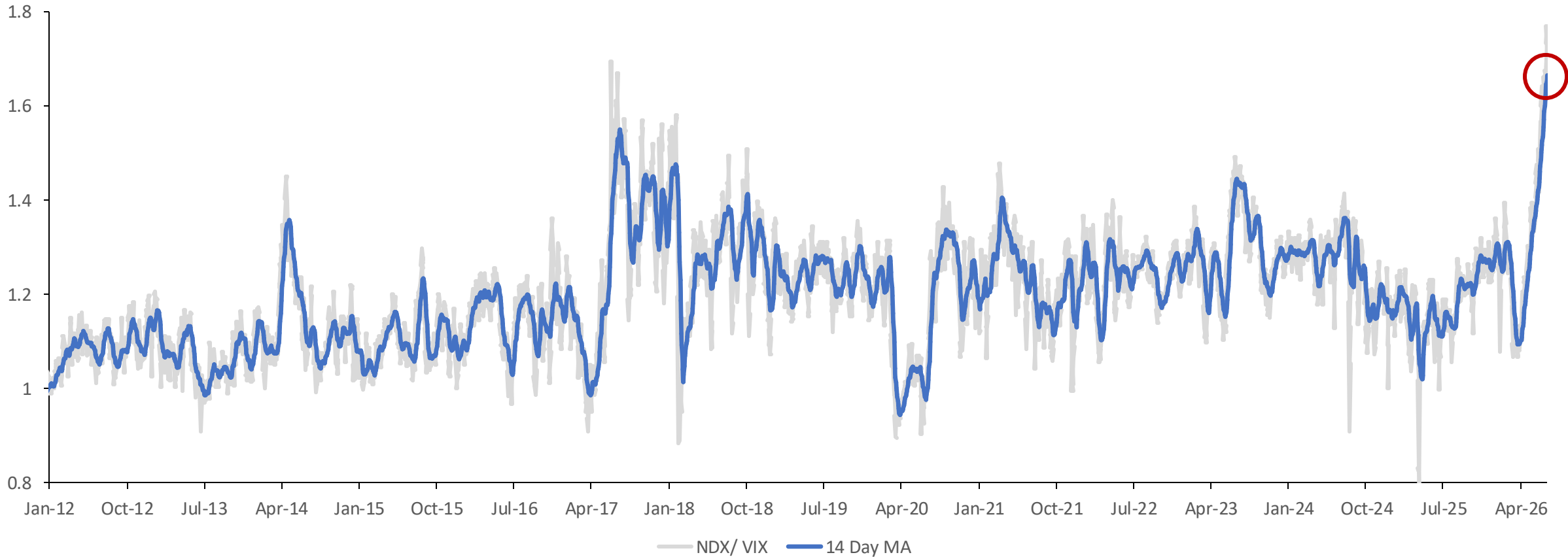
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความผันผวน (Implied Volatility) ของดัชนี Nasdaq ปรับตัวขึ้นเร็วกว่าความผันผวนของตลาดหุ้นโดยรวม สะท้อนว่านักลงทุนเริ่มประเมินความเสี่ยงของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีและเซมิคอนดักเตอร์ในระดับที่สูงขึ้น



การเพิ่มขึ้นของความผันผวนในช่วงที่ผ่านมาเป็นผลมาจากความกังวลที่เพิ่มขึ้นต่อระดับมูลค่าหุ้นที่ตึงตัว ประกอบกับการเติบโตอย่างรวดเร็วของการลงทุนผ่านกองทุน ETF แบบใช้ Leverage ซึ่งกระตุ้นให้นักลงทุนเพิ่มการใช้ Leverage เพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น

Cboe Nasdaq Volatility/ VIX Index

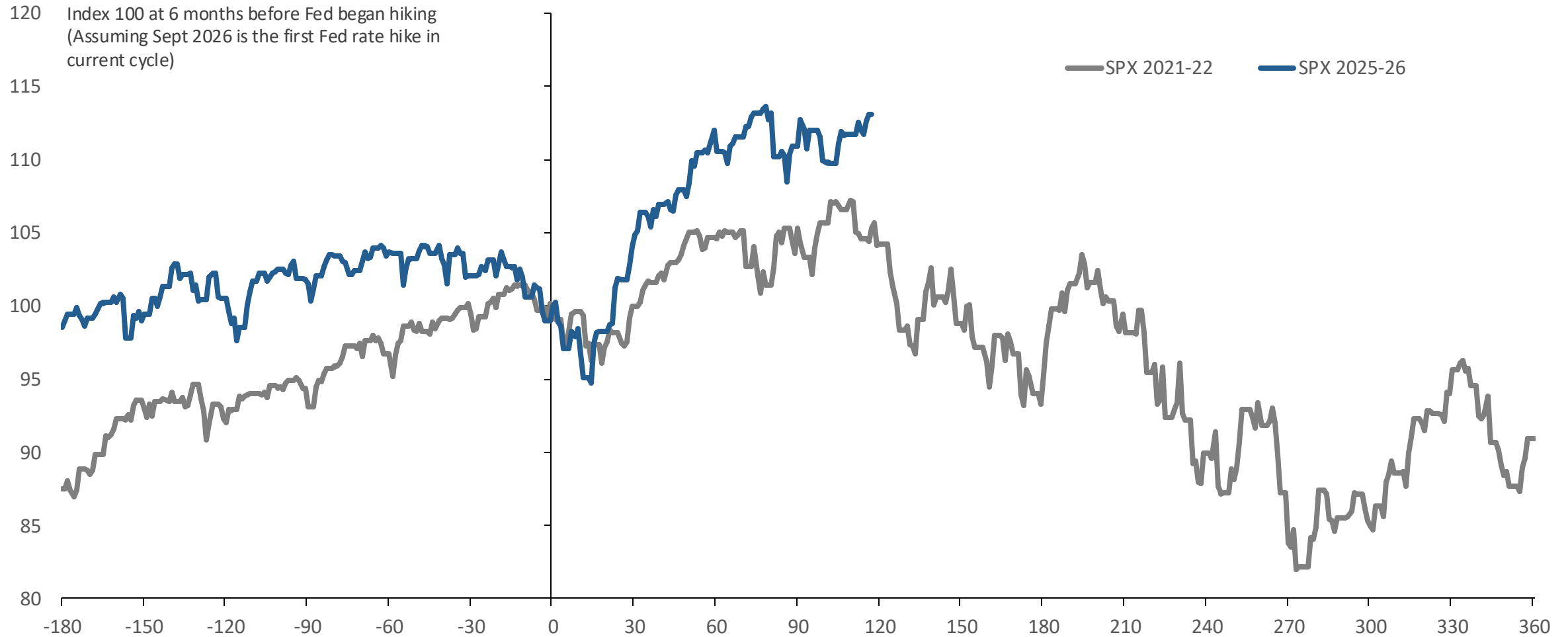


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดคาดนโยบายการเงินของสหรัฐฯ มีแนวโน้มเข้มงวดมากขึ้น เป็นอีกปัจจัยสำคัญ กดดันตลาดหุ้นในช่วงไตรมาส 3/2026



S&P 500 Before/After Fed's First Hike 2022 vs. 2026



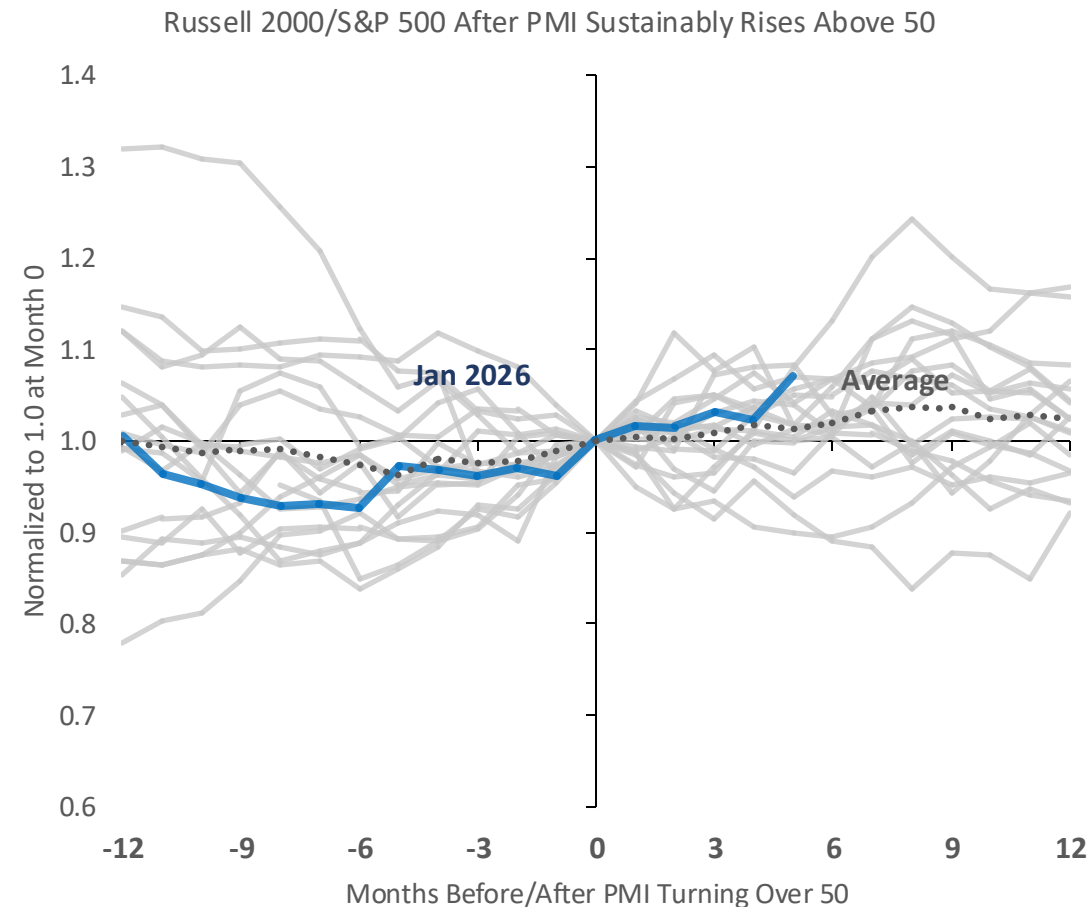
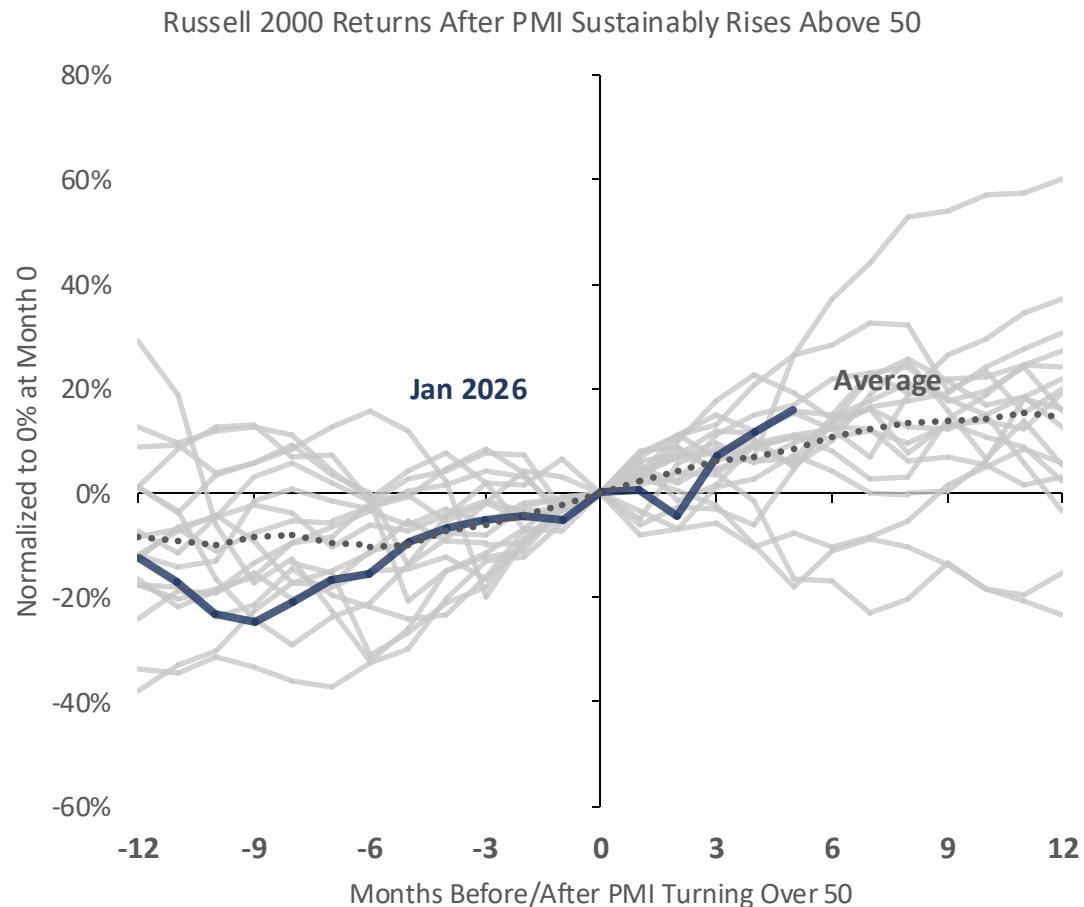
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การฟื้นตัวของภาคการผลิตสหรัฐฯ สะท้อนผ่านดัชนี PMI ซึ่งกลายมียืนเหนือระดับ 50 อย่างต่อเนื่อง ได้ส่งผลบวกต่อหุ้นขนาดเล็กของสหรัฐฯ (Russell 2000) มากกว่าที่เคยเกิดขึ้นในวัฏจักรเศรษฐกิจที่ผ่านมา



Russell 2000 ให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ยของการฟื้นตัวหลังดัชนี PMI กลายมียืนเหนือระดับ 50 อย่างต่อเนื่อง

นอกจากนี้ **Russell 2000** ยังให้ผลตอบแทนเหนือกว่าดัชนี **S&P 500** ซึ่งนับเป็นหนึ่งในดัชนีที่แข็งแกร่งที่สุดเมื่อเทียบกับสถิติในอดีต



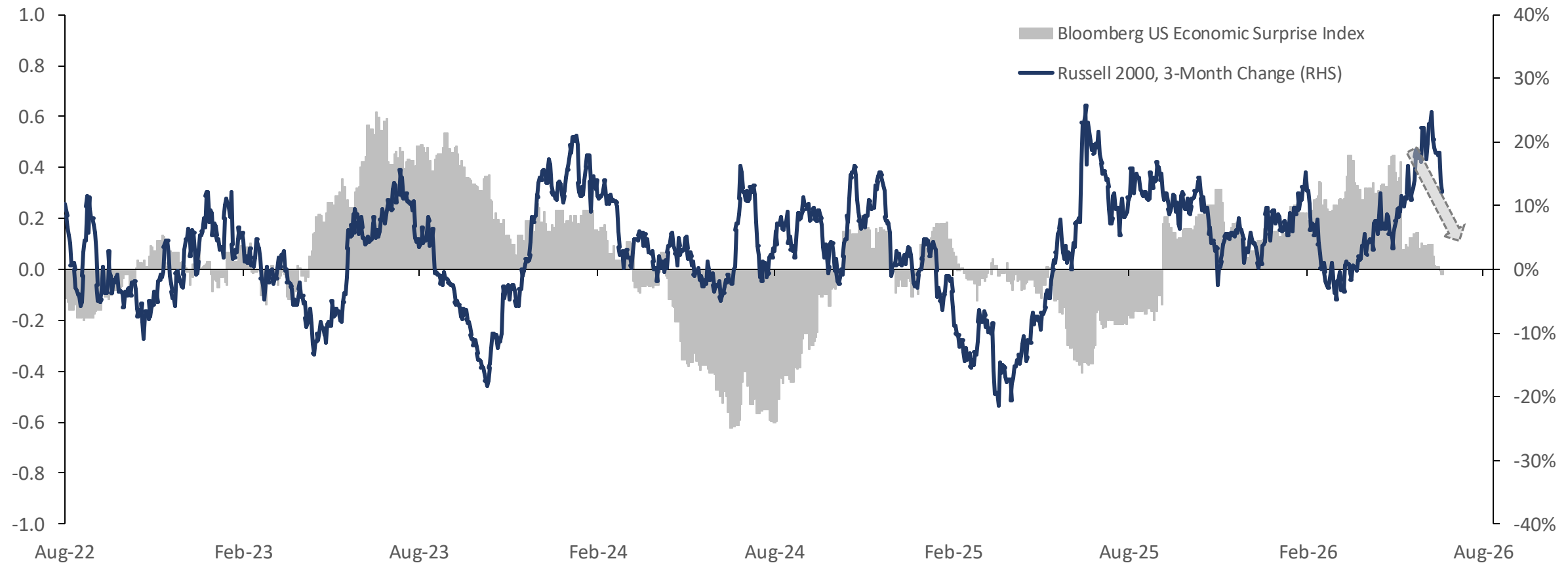
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ตาม ข้อมูลเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ที่เริ่มชะลอตัว เพิ่มความเสี่ยงต่อการปรับฐานของหุ้นขนาดกลางและขนาดเล็ก



แม้ว่าหุ้นขนาดเล็กของสหรัฐฯ จะได้รับแรงสนับสนุนจากการฟื้นตัวของภาคการผลิตและสามารถสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าวัฏจักรในอดีต แต่การฟื้นตัวดังกล่าวยังคงขึ้นอยู่กับความแข็งแกร่งของข้อมูลเศรษฐกิจ หากตัวเลขเศรษฐกิจเริ่มออกมาต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ต่อเนื่อง จนความเชื่อมั่นของนักลงทุนเริ่มถดถอย ก็จะส่งผลให้หุ้นขนาดกลางและขนาดเล็กเผชิญความเสี่ยงต่อการปรับฐาน

Russell 2000 vs. Economic Surprise Index

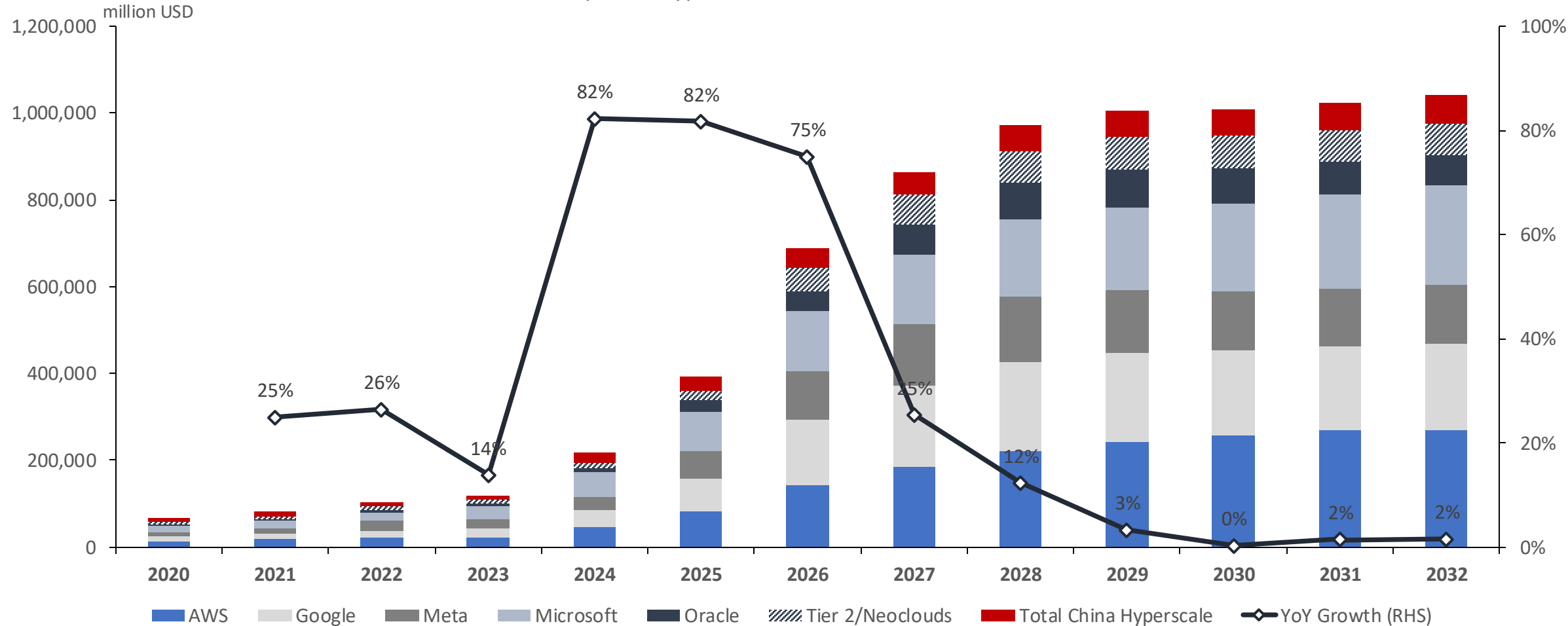


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จากประมาณการในปัจจุบัน การลงทุนด้านศูนย์ข้อมูล (Data Center) ของกลุ่ม Hyperscalers มีแนวโน้มแตะระดับประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐภายในปี 2028 หรือมากกว่าระดับในปี 2021 กว่า 10 เท่า หากแผนการลงทุนเป็นไปตามที่บริษัทคาดการณ์



Expected Hyperscalers' CAPEX on Data Center



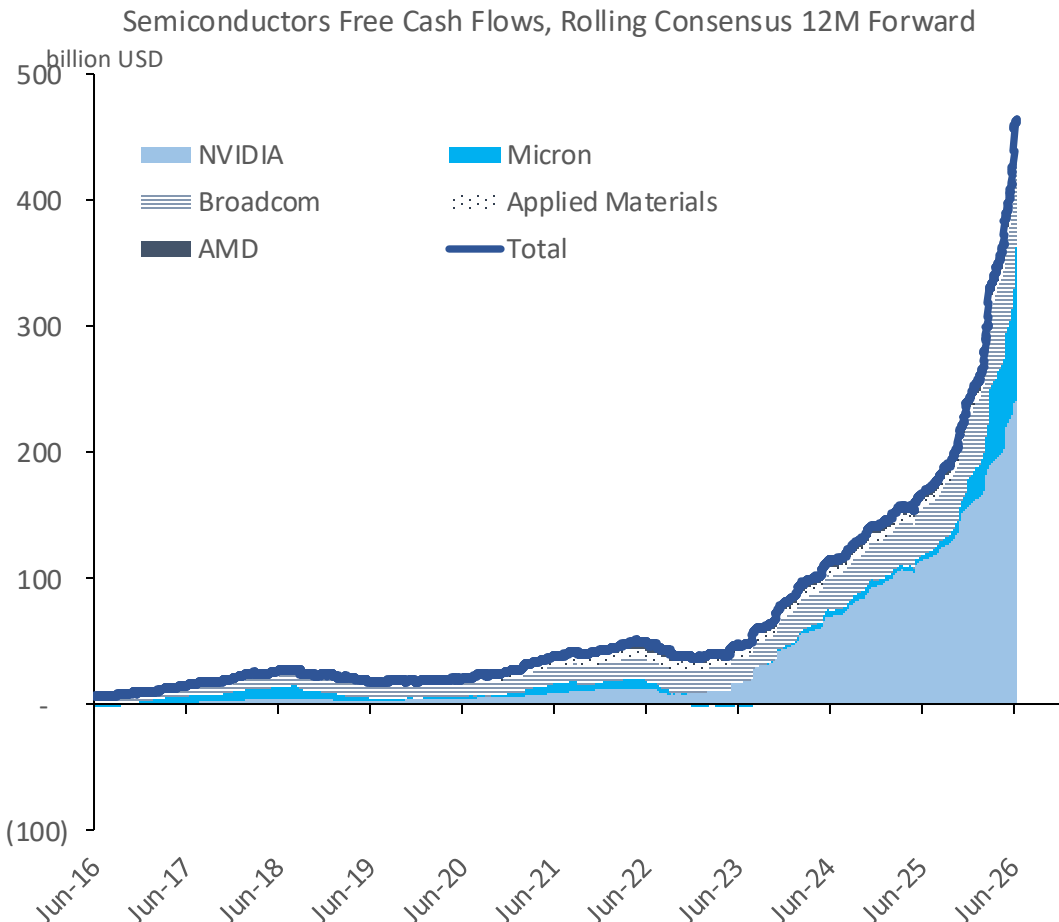
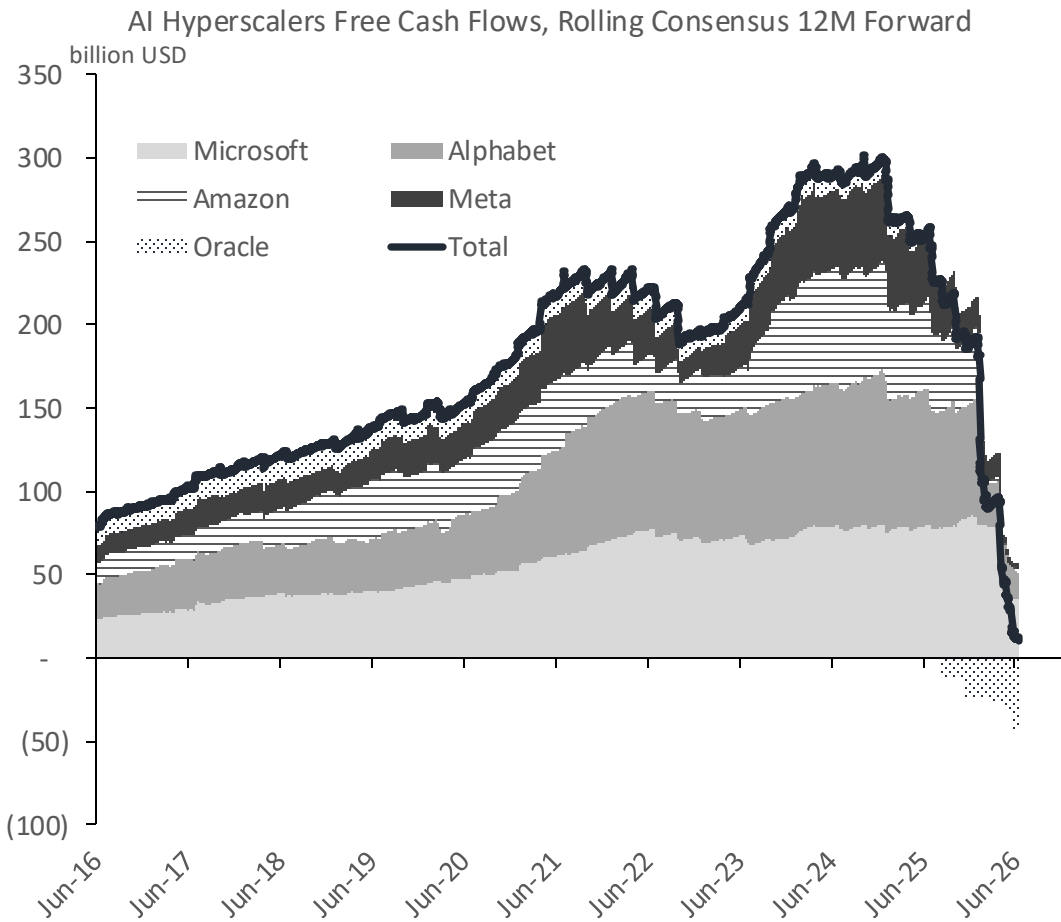
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การลงทุนด้าน AI ส่งผลให้กระแสเงินสดของกลุ่ม Hyperscalers ลดลงอย่างมีนัย ขณะที่ผู้ผลิตเซมิคอนดักเตอร์กลายเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากวัฏจักรการลงทุน



การเพิ่มขึ้นของรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPEX) ส่งผลให้กระแสเงินสดอิสระรวมของกลุ่ม Hyperscalers ลดลงจนใกล้ระดับศูนย์

เม็ดเงินลงทุนดังกล่าวได้ไหลเข้าสู่ห่วงโซ่อุปทานเซมิคอนดักเตอร์ ส่งผลให้ผู้ผลิตชิปมีแนวโน้มกระแสเงินสดที่เพิ่มขึ้นมหาศาล

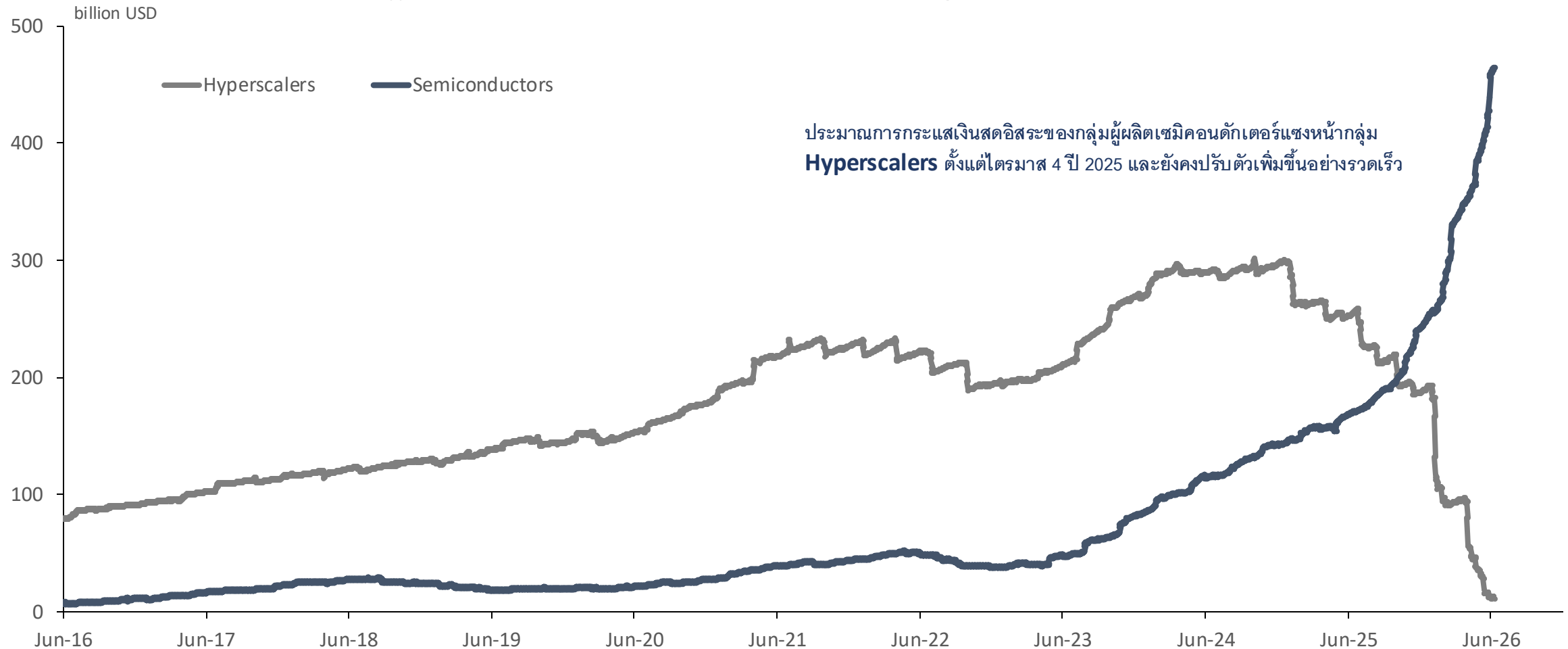


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผลประโยชน์จากการลงทุนด้าน AI ได้เริ่มส่งผ่านจากผู้ลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Hyperscalers) ไปยังผู้ผลิตชิปอย่างชัดเจน ขณะที่ Hyperscalers ยังคงเผชิญแรงกดดันจากการลงทุน (CAPEX) ที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งส่งผลให้กระแสเงินสดอิสระอยู่ในระดับที่ตึงตัว



Hyperscalers vs. Semiconductors Free Cash Flows, Rolling Consensus 12M Forward



Note: Hyperscalers include MSFT, GOOGL, AMZN, META, and ORCL. Semiconductors include NVDA, MU, AVGO, AMAT, and AMD

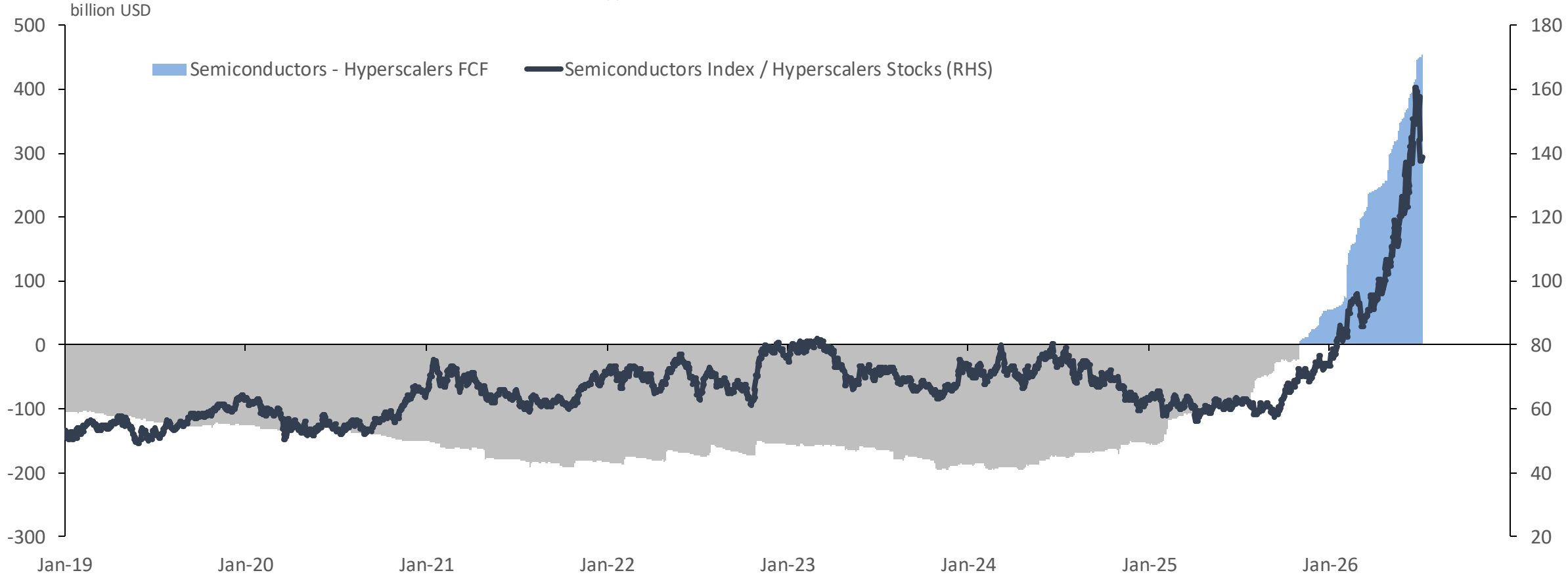
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow Rotation) ได้ผลักดันให้หุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ได้รับการประเมินมูลค่า (Re-rating) สูงขึ้นอย่างมีนัยเมื่อเทียบกับกลุ่ม Hyperscalers



อย่างไรก็ตาม การปรับตัวขึ้นของกลุ่ม Semiconductor ยังคงต้องพึ่งพาการลงทุนด้าน AI ของกลุ่ม Hyperscalers เราประเมินว่าหากบริษัทเทคโนโลยีรายใหญ่เริ่มชะลอการลงทุนหรือปรับลดรายจ่ายฝ่ายทุน (CAPEX) เพื่อรักษาสภาพคล่องและงบดุล ความต้องการชิปและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องอาจอ่อนตัวลง ซึ่งมีแนวโน้มนำไปสู่การปรับฐานของหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ได้

Hyperscalers vs. Semiconductors Stocks



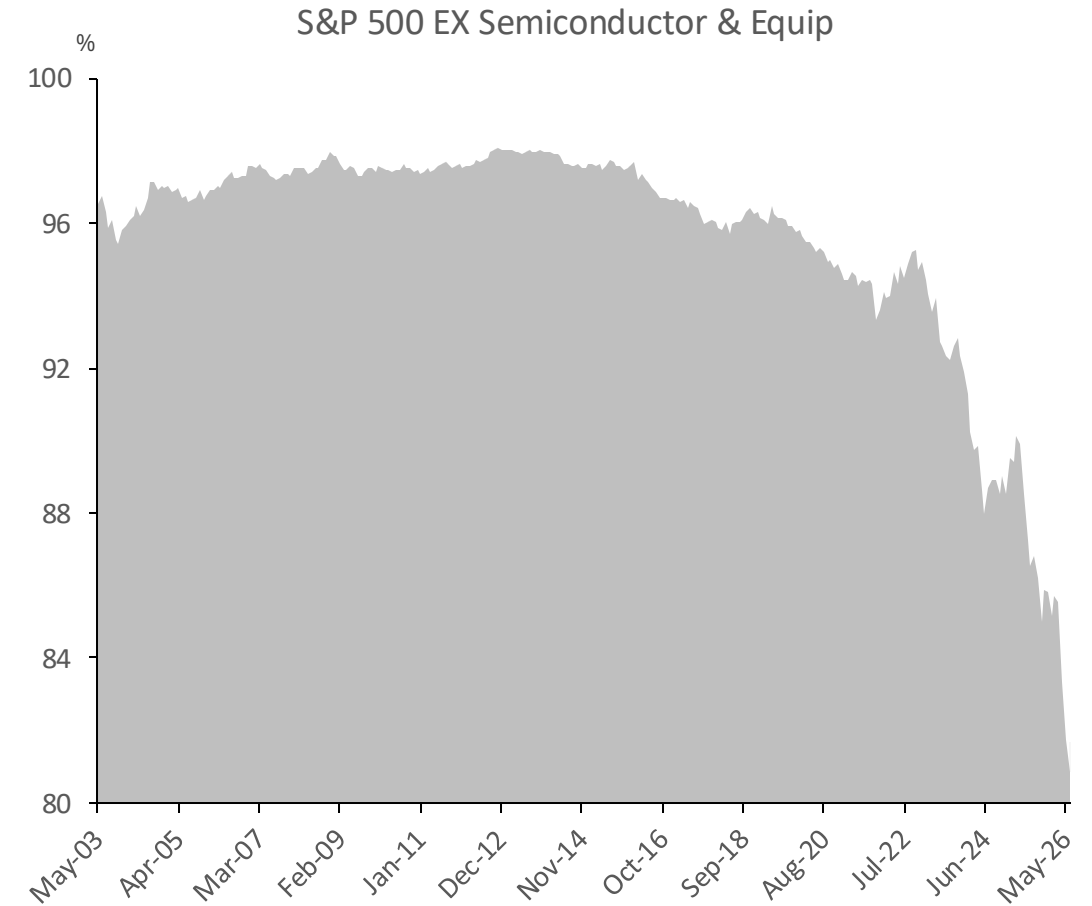
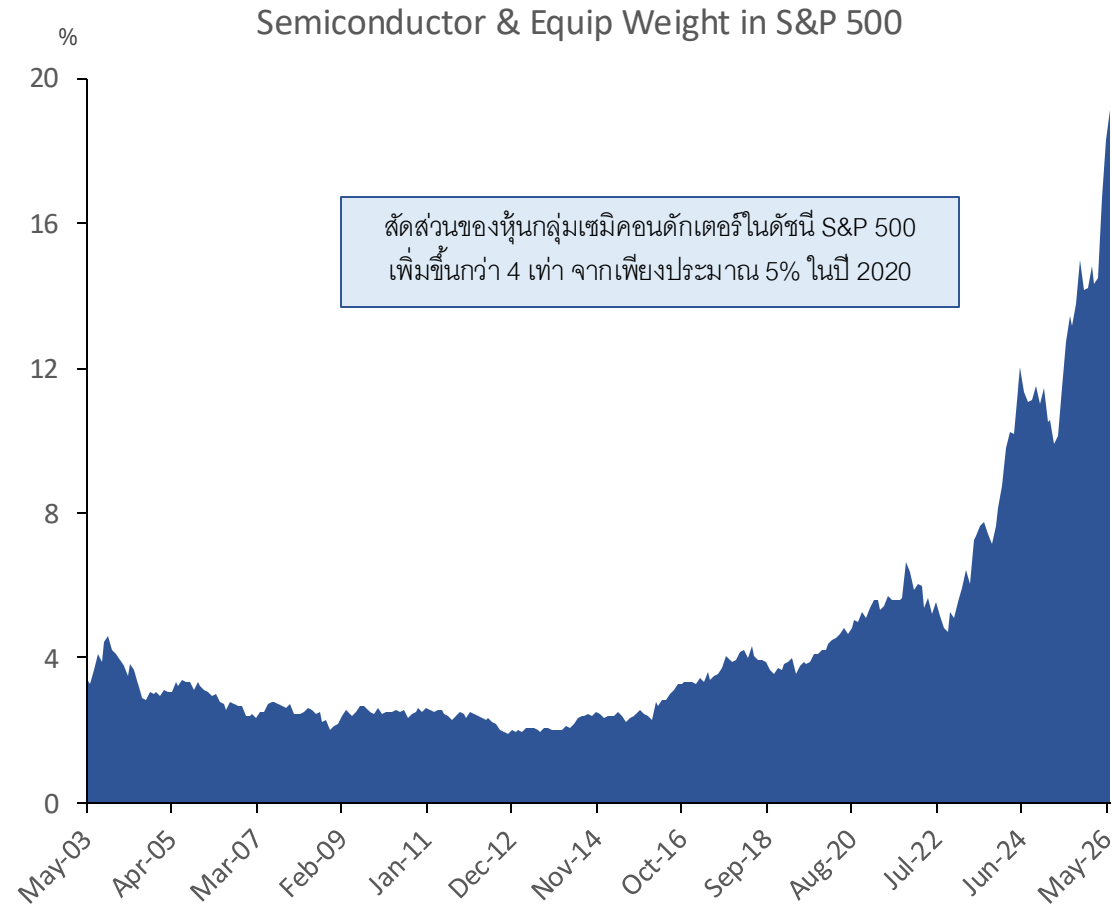
Note: Hyperscalers include MSFT, GOOGL, AMZN, META, and ORCL. Semiconductors include NVDA, MU, AVGO, AMAT, and AMD
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์มีส่วนในตลาดหุ้นสหรัฐ เพิ่มขึ้นแต่ละระดับกว่า 20% ของมูลค่าตลาด (Market cap) ทั้งหมดแล้ว



สัดส่วนของหุ้นกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ในดัชนี S&P 500 เพิ่มขึ้นสู่เกือบ 20% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่มีการจัดทำดัชนี

ส่งผลให้สัดส่วนของหุ้นนอกกลุ่มเซมิคอนดักเตอร์ในดัชนี S&P 500 ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง

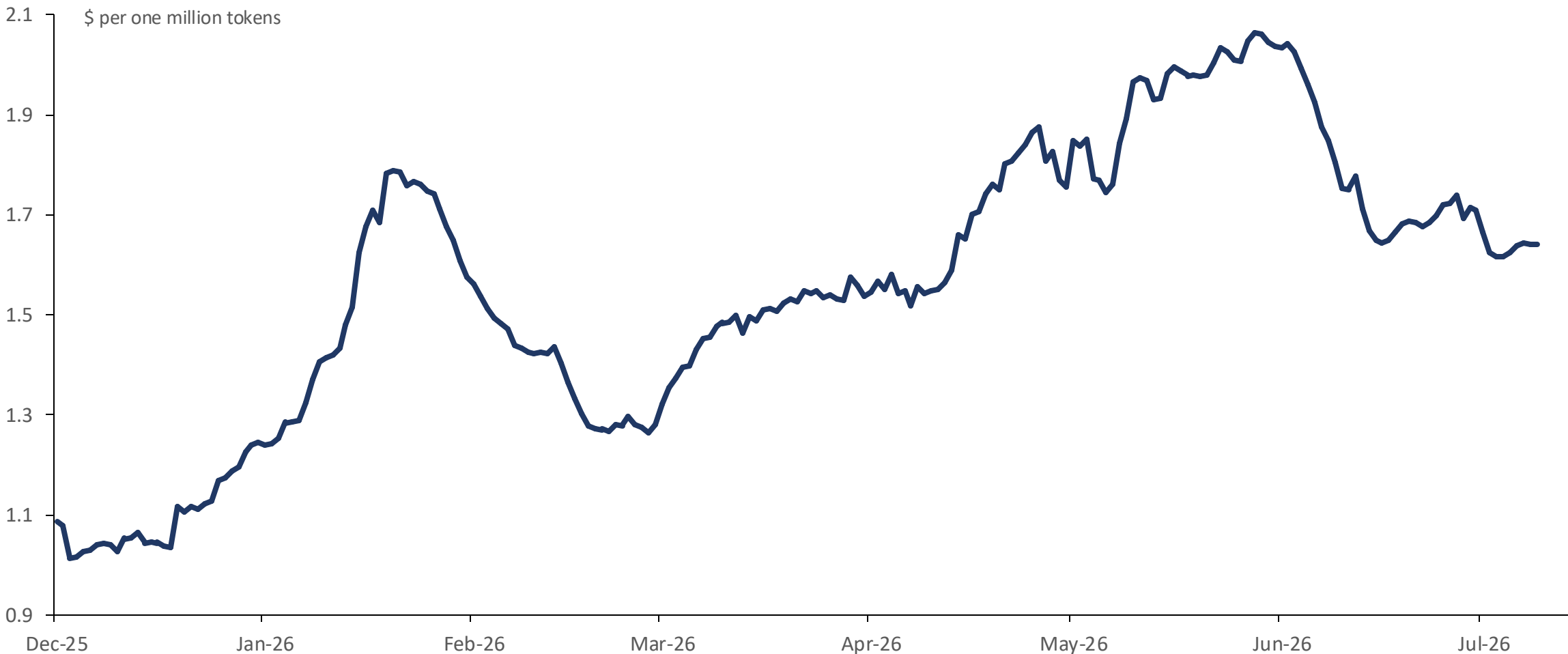


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดัชนีการใช้จ่ายด้าน AI Token ย่อตัวลงหลังจากแตะระดับสูงสุดในเดือน มิ.ย. สะท้อนความสามารถและความเต็มใจ (Willingness and capability) ของผู้บริโภคต่อการใช้เงินให้กับบริการ AI เริ่มตึงตัว



SD LLM Token Expenditure Index

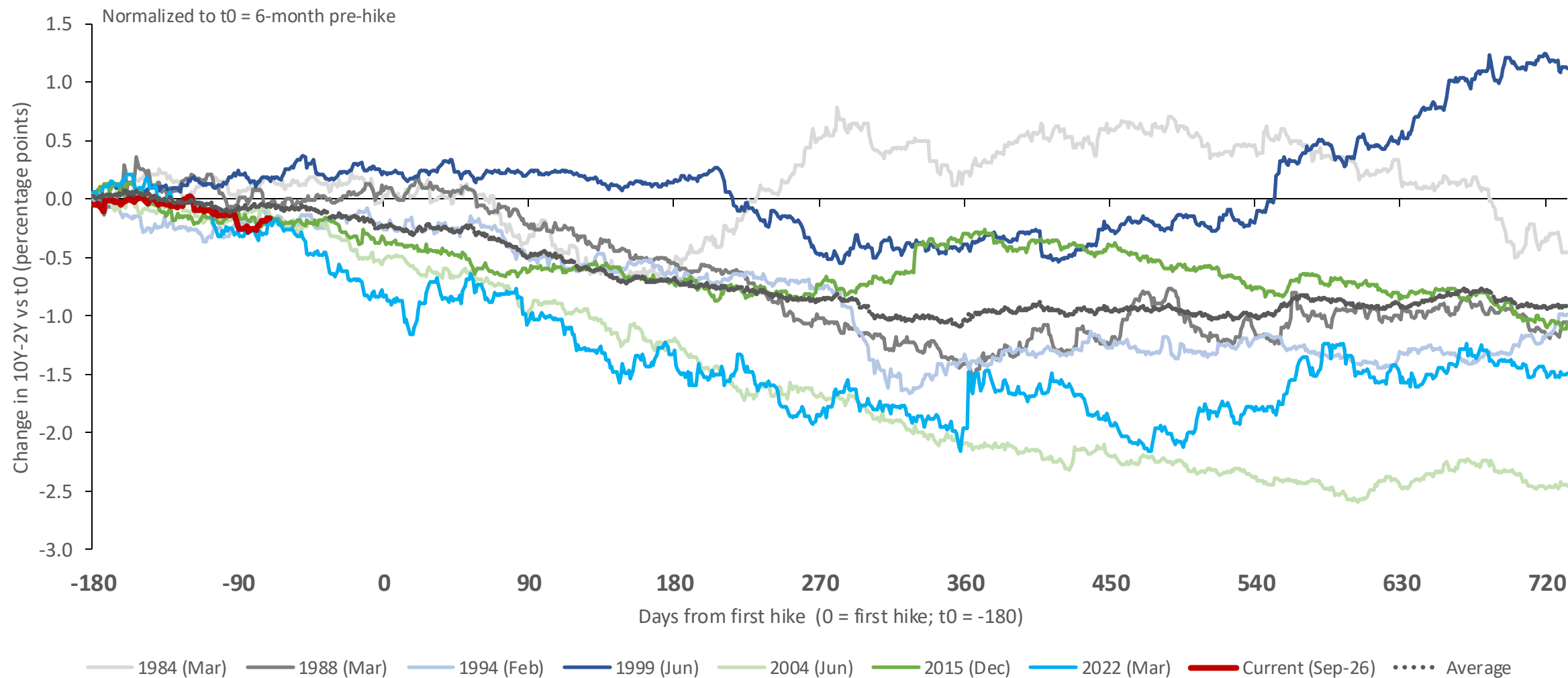


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หาก Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยในเดือน ก.ย. ตามที่ตลาดคาด เราประเมินว่าเส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) มีแนวโน้มแบนราบลงต่อเนื่อง โดยส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีและ 2 ปี (10Y-2Y Yield Spread) มักปรับแคบลงหลัง Fed เริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

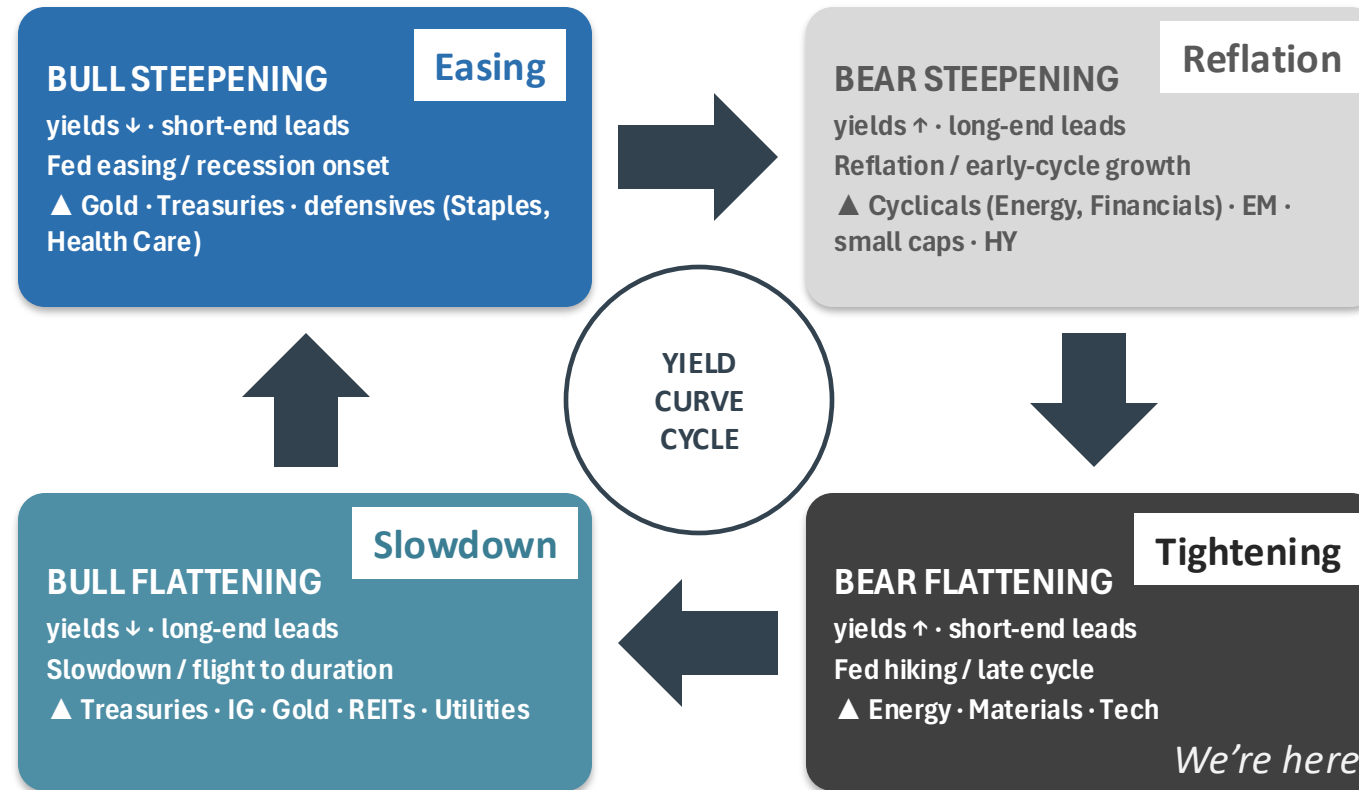


10Y-2Y Yield Curve Around Fed Hiking Cycles



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

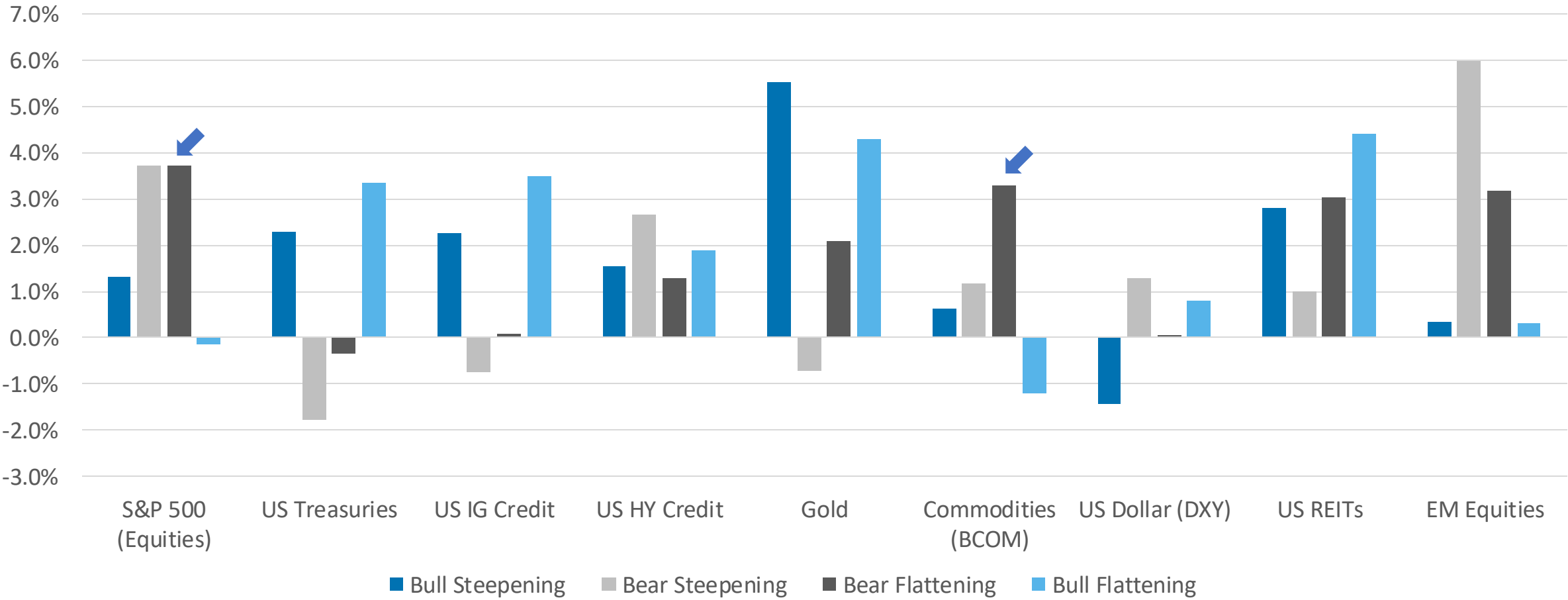
ภาวะ Bear Flattening มักเป็นสัญญาณของการดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดในช่วง ปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ



ข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นว่า ในช่วง Bear Flattening หุ้นสหรัฐฯ โดยเฉพาะ S&P 500 มักให้ผลตอบแทนเหนือกว่าหุ้นในตลาดเกิดใหม่ (EM) พร้อมกับสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities) ที่มีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนได้ดี



Asset Classes — Avg Quarterly Total Return by Regime

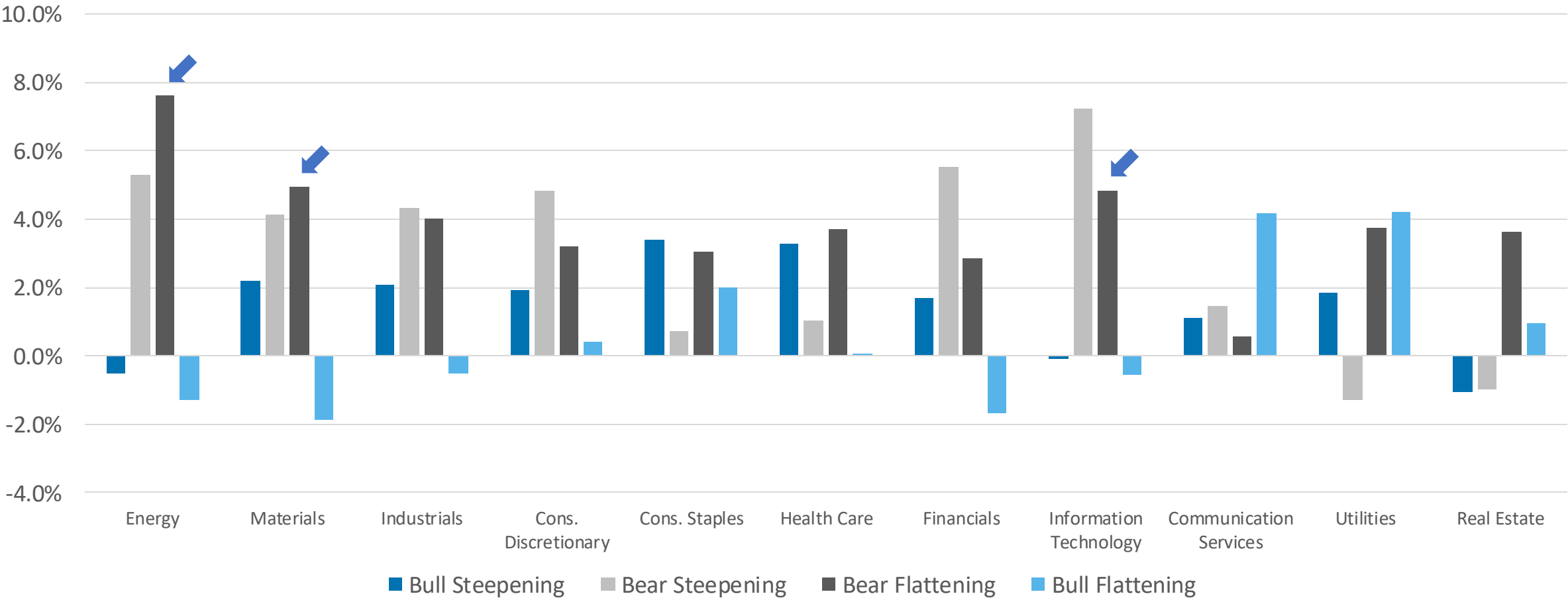


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หุ้นกลุ่มพลังงาน (Energy) วัสดุพื้นฐาน (Materials) และ เทคโนโลยีสารสนเทศ (Information Technology) มักสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นในช่วง Bear Flattening



Equity Sectors — Avg Quarterly Total Return by Regime

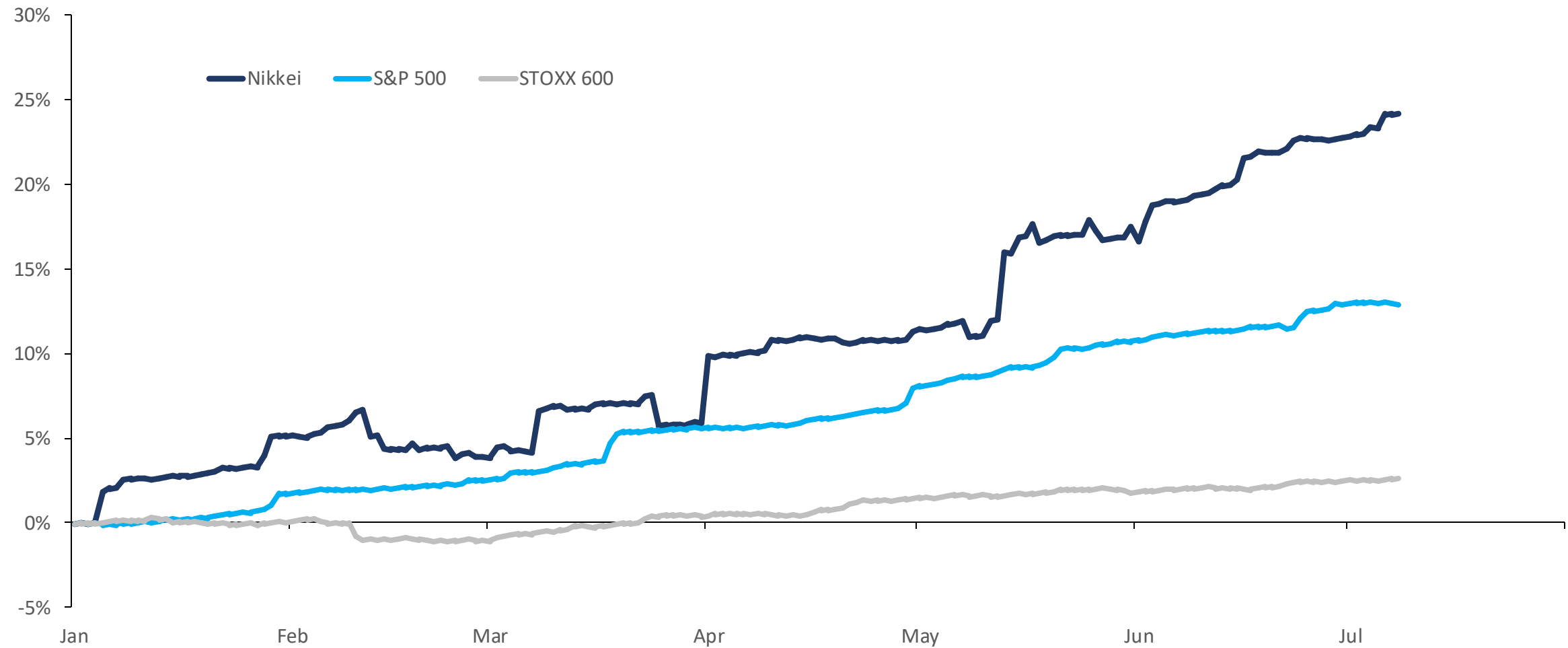


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ประมาณการกำไร (EPS) ของบริษัทญี่ปุ่นสำหรับปี 2026-2028 ได้รับการปรับเพิ่มมากที่สุดในบรรดาตลาดพัฒนาแล้ว สะท้อนถึงแนวโน้มผลประกอบการและปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง



Year-To-Date EPS Revisions: Blended 3 Years EPS (2026/27/28)

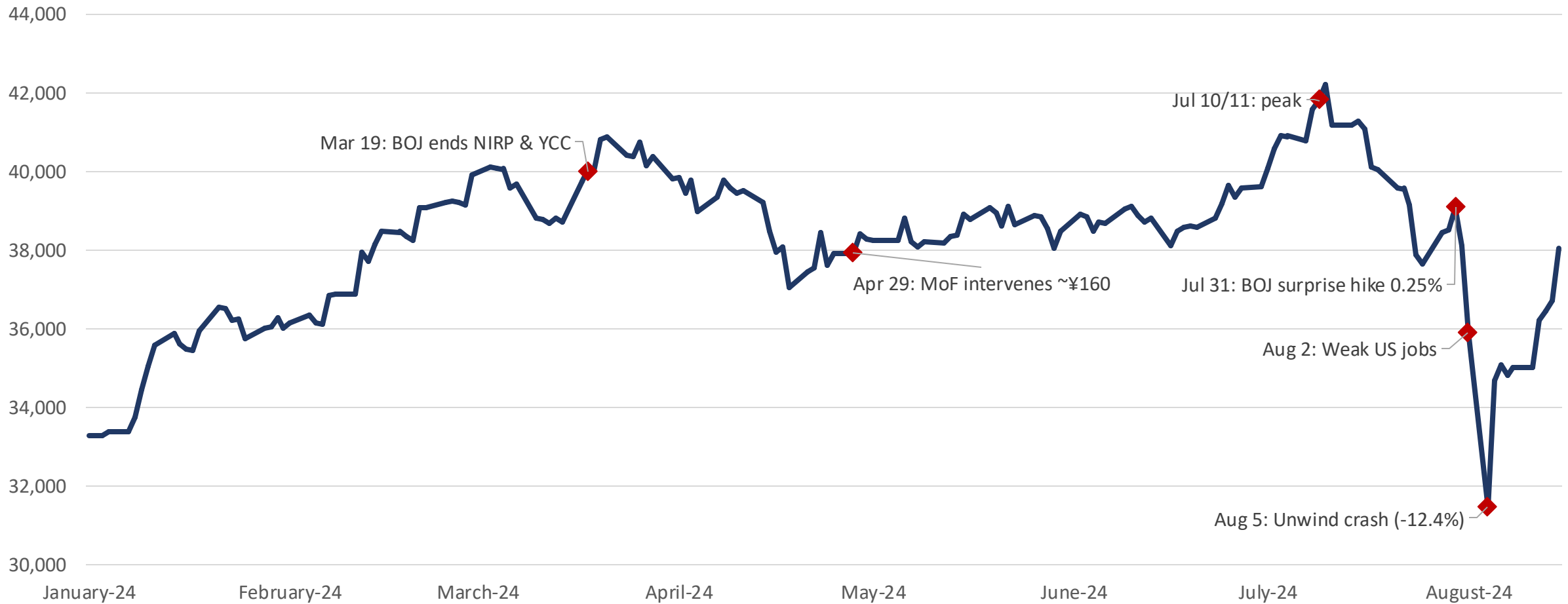


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เหตุการณ์ในเดือน ส.ค. 2024 แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายของ BOJ สามารถเร่งให้เกิดการปิดสถานะ Carry Trade อย่างรวดเร็ว ส่งผลให้ตลาดหุ้นญี่ปุ่นปรับฐานลงไปกว่า -12.4% ภายในวันเดียว



Nikkei 225: August 2024 unwind



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Overview

US

EU

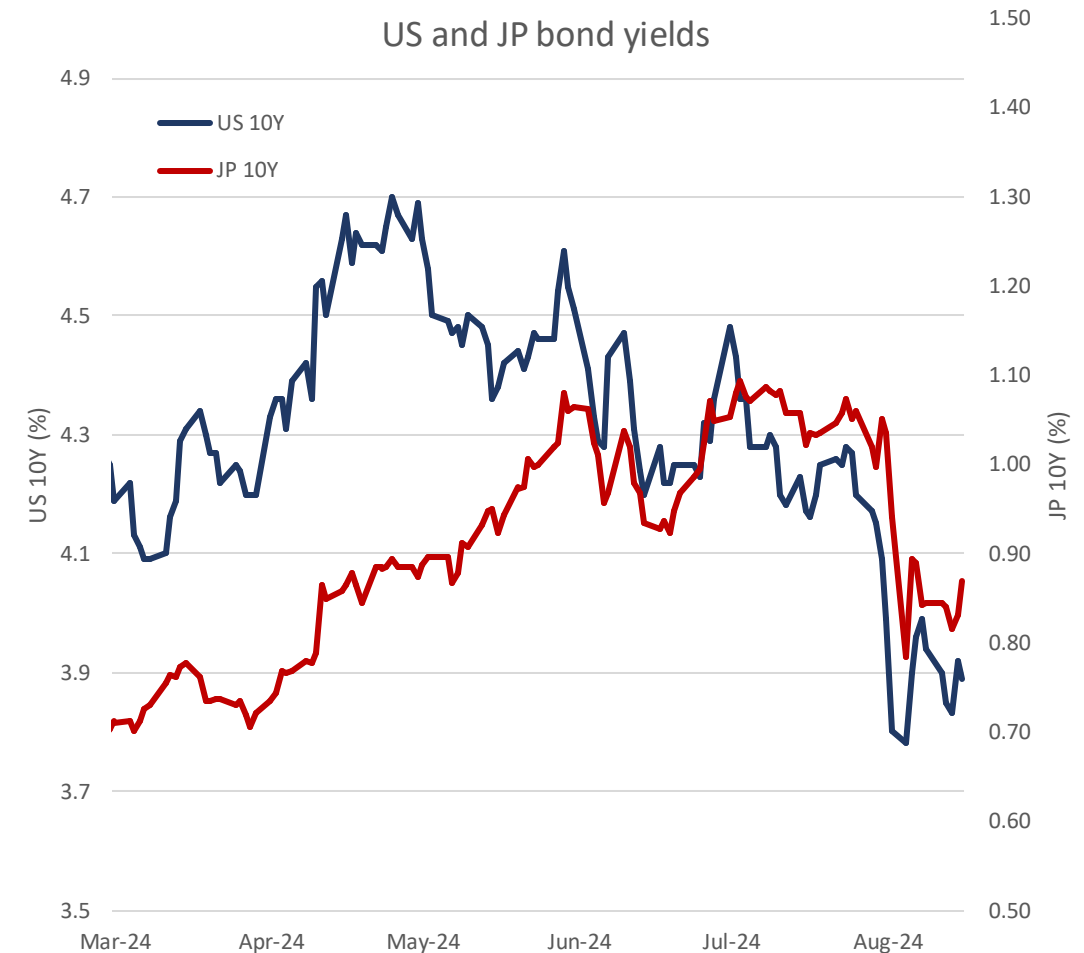
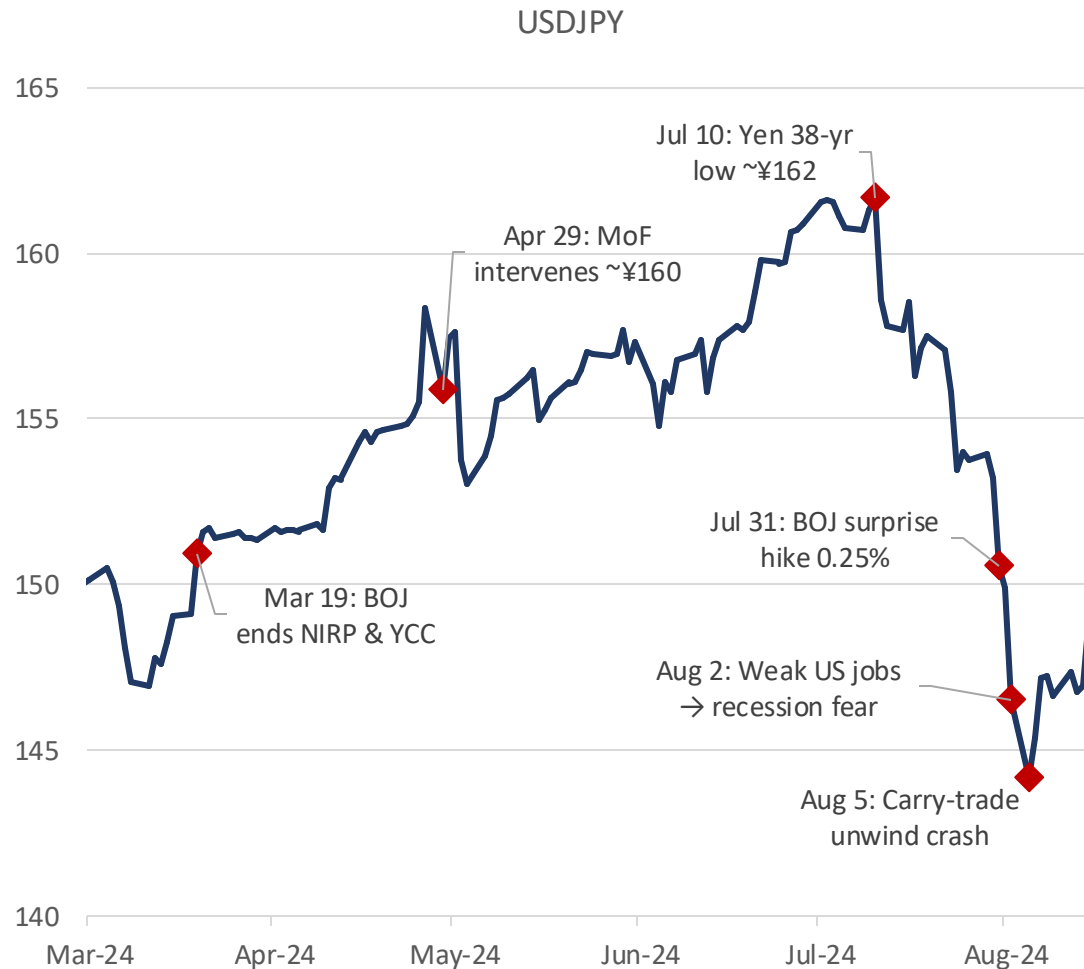
JP

CN

TH

Market Outlook

การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ BOJ ที่เหนือความคาดหมายในปี 2024 จุดชนวนให้เกิดการปิดสถานะ Carry Trade อย่างรุนแรง



Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

Overview

US

EU

JP

CN

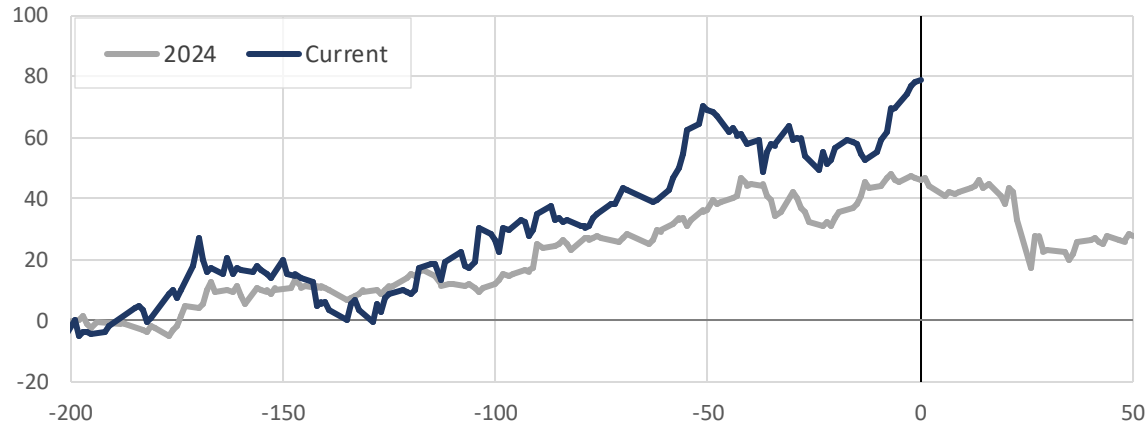
TH

Market Outlook

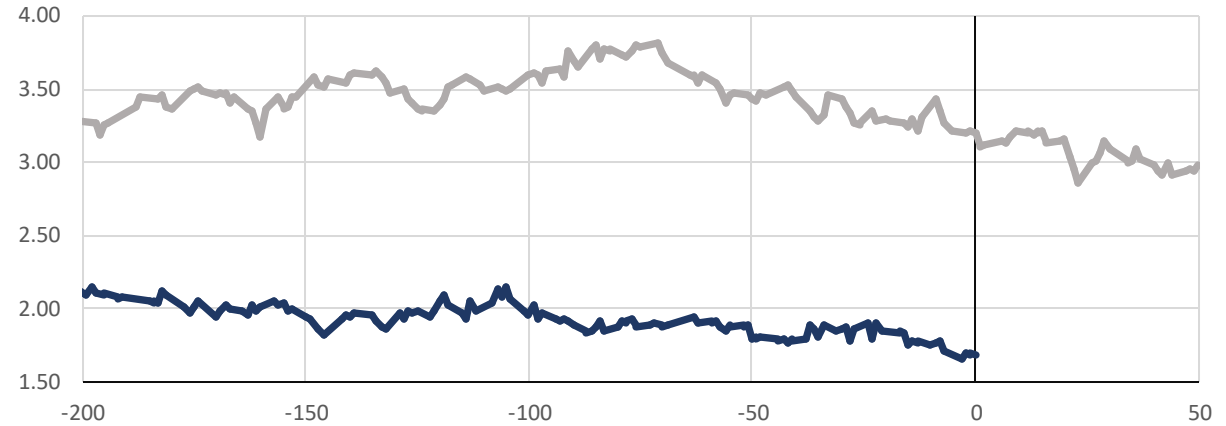
ในปัจจุบัน ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น เงินเยนที่ยังอ่อนค่า และสถานะ Short เงินเยนในระดับสูง ส่งผลให้ตลาดมีความเสี่ยงที่จะเกิดการปิดสถานะพร้อมกัน หากมีปัจจัยกระตุ้นใหม่เข้ามา



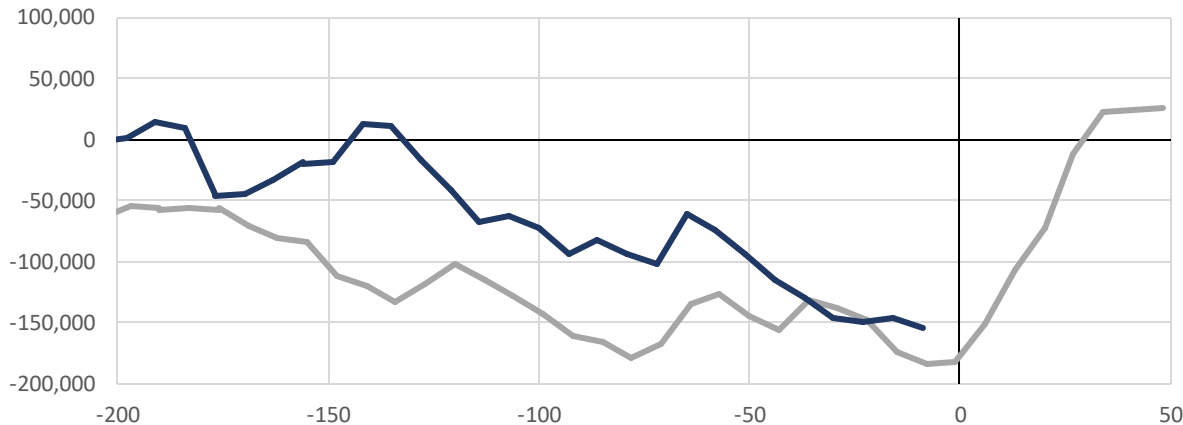
10Y JGB — Δ from t=-200 (bp)



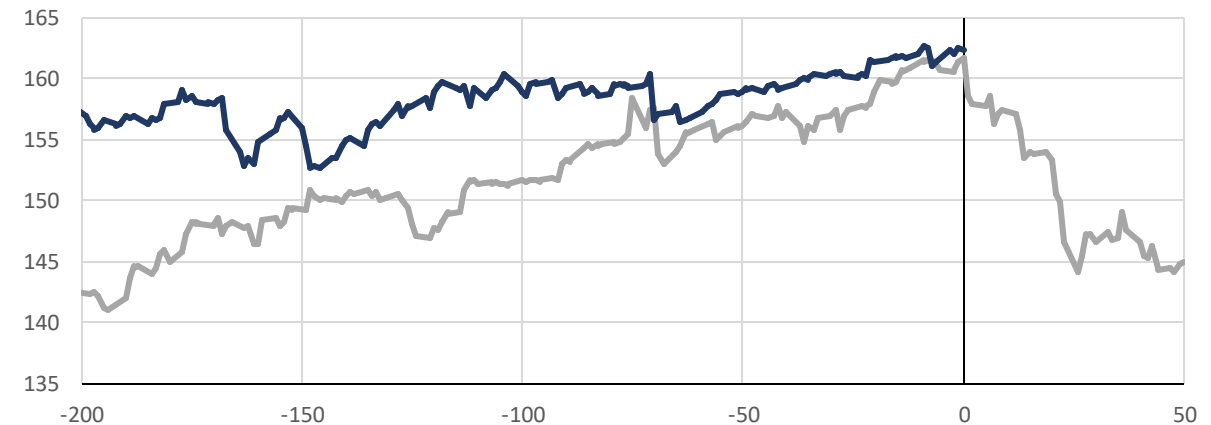
US-JP 10Y differential (%) — carry incentive



Net Spec JPY (contracts)



USD/JPY level (¥ per \$)

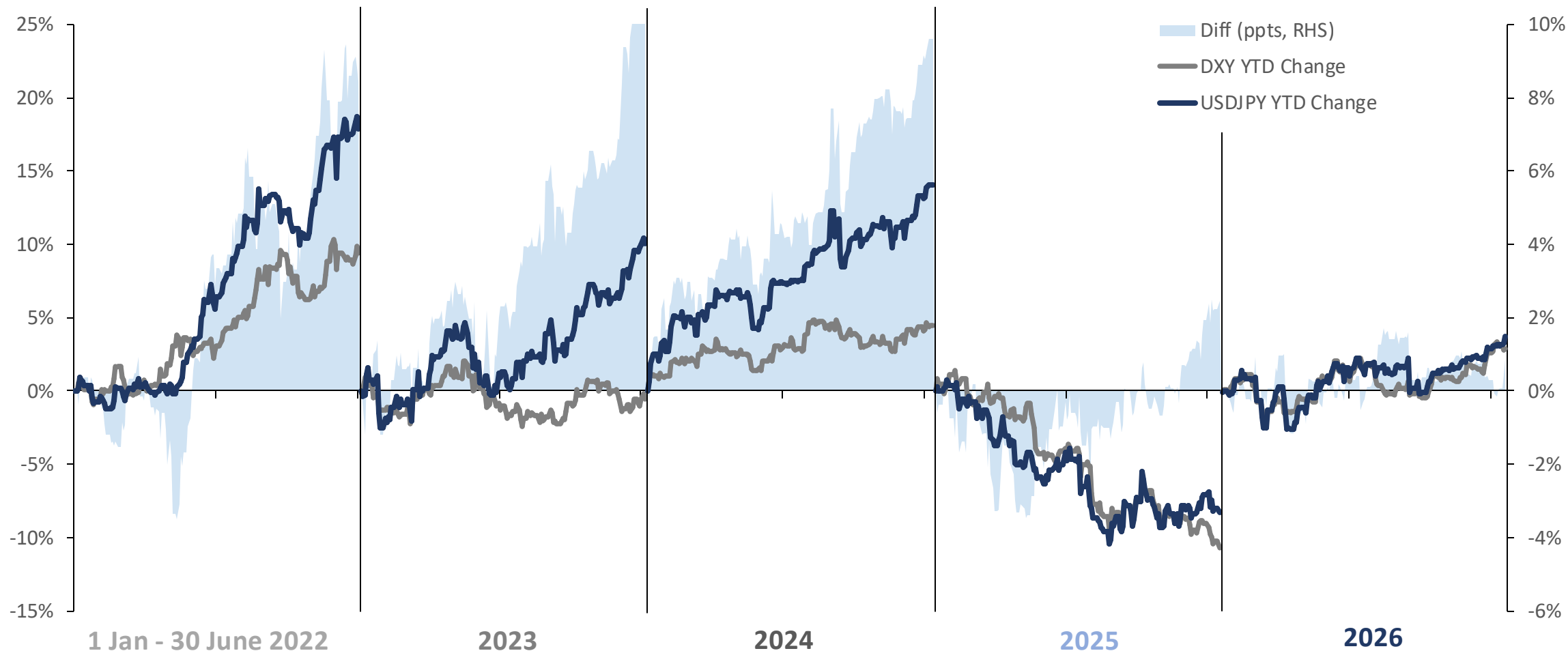


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU), t0 = July 10, 2014 when USDJPY peaks before carry trade unwinds

เราประเมินการเคลื่อนไหวของเงินเยนในช่วงครึ่งแรกของปี 2026 เป็นภาพสะท้อนการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ มากกว่าปัจจัยเฉพาะของเงินเยนเช่นในช่วงปี 2022-2024



USDJPY vs. DXY: 1H Performance by Year (1H22-1H26)



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

การแข็งค่าของเงินเยนอย่างรวดเร็ว การพุ่งขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรญี่ปุ่น หรือการปรับขึ้นดอกเบี้ยของ BOJ ที่เหนือความคาดหมาย เป็นสัญญาณที่ต้องจับตา ซึ่งอาจเป็นปัจจัยกระตุ้นให้เกิดการปิดสถานะ JPY Carry Trade

JPY Carry-Trade Unwind — Trigger Watchlist

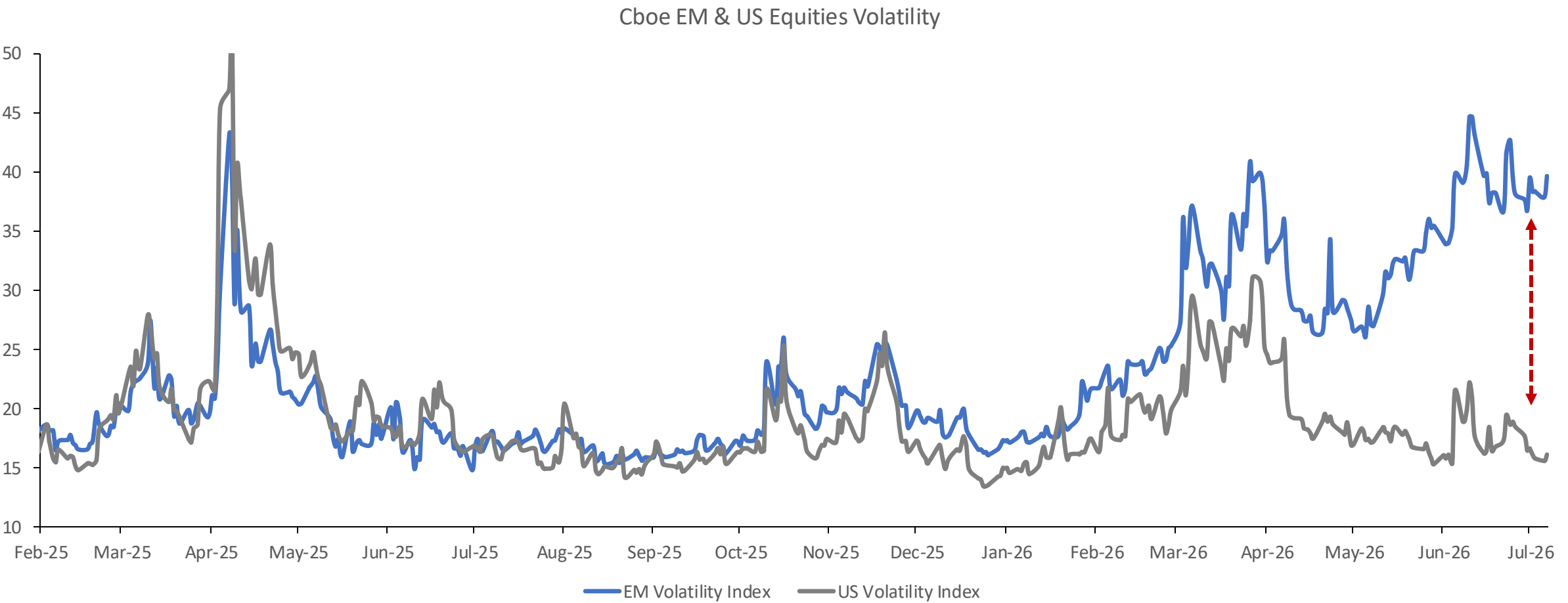
Trigger	What to watch	Current	Status
Yen momentum (7d)	Rapid yen appreciation → stop-loss cascade	+0.8%	OK
FX / equity volatility (VIX)	Vol spike forces VaR deleveraging	16.9	OK
Positioning (net spec JPY)	Crowded short = fuel for the unwind	-155,092	ALERT
USD/JPY level (support break)	Break below support triggers covering	162.3	OK
10Y JGB yield	Higher domestic yield pulls repatriation	2.87%	WATCH
Equity risk (Nikkei 7d)	Correlated risk-off unwinds paired trades	-1.1%	OK
BOJ policy rate	A hawkish hike/surprise is the classic spark	1.00%	MONITOR

Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU), t0 = July 10, 2014 when USDJPY peaks before carry trade unwind

ช่องว่างของความผันผวนระหว่างตลาดหุ้นเกิดใหม่ (EM) และตลาดหุ้นสหรัฐฯ ขยายตัวขึ้น อย่างมีนัยสำคัญ



ความผันผวนของตลาดหุ้นเกิดใหม่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ อย่างชัดเจน สะท้อนแรงกดดันที่กระจุกตัวในตลาดเทคโนโลยีของเอเชีย โดยเฉพาะไต้หวันและเกาหลีใต้ ซึ่งมีน้ำหนักสูงในดัชนี **MSCI Emerging Markets** และอาจเป็นปัจจัยเพิ่มความเสี่ยงต่อสินทรัพย์ในกลุ่มตลาดเกิดใหม่



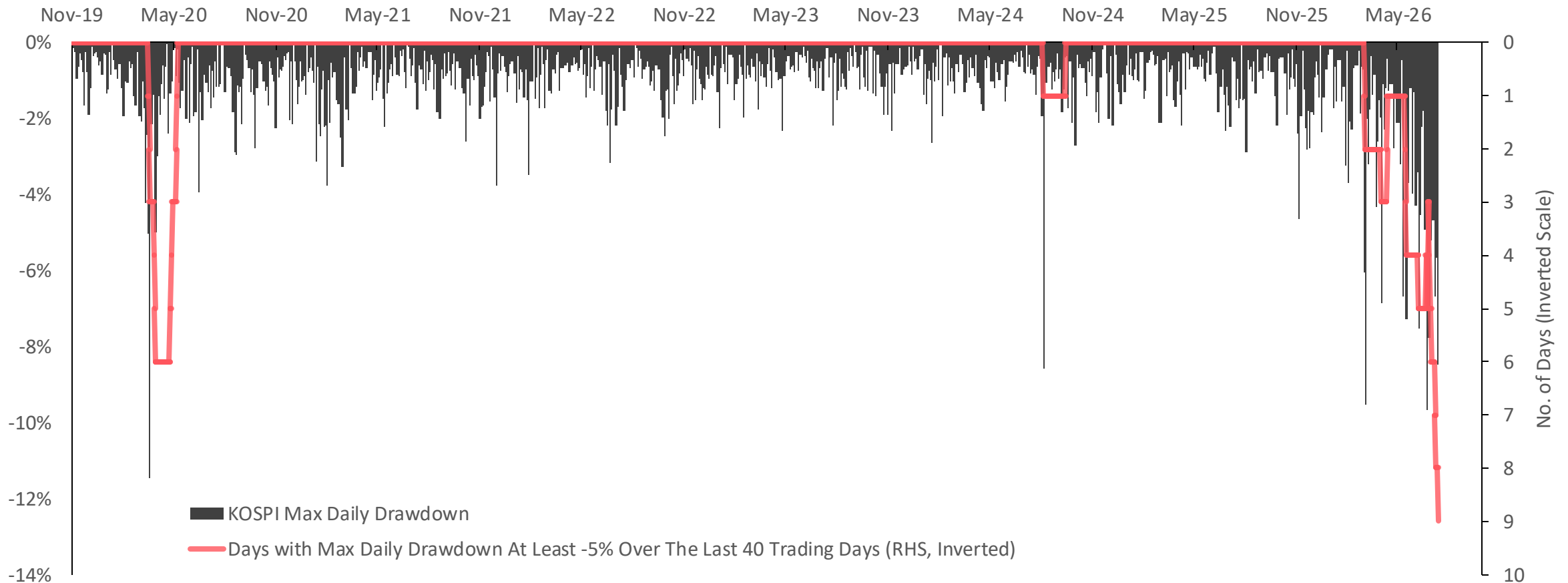
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดหุ้นเกาหลีใต้เผชิญความผันผวนรุนแรงที่สุดนับตั้งแต่วิกฤต COVID-19



ในปี 2026 ปีเดียวมีการใช้มาตรการ **Circuit Breaker** มากกว่า 7 ครั้ง พร้อมกับความผันผวนในระดับดัชนีที่ปรับตัวลดลงระหว่างวันมากกว่า 5% มีความถี่ขึ้นอย่างมีนัย

KOSPI Index Max Daily Drawdown

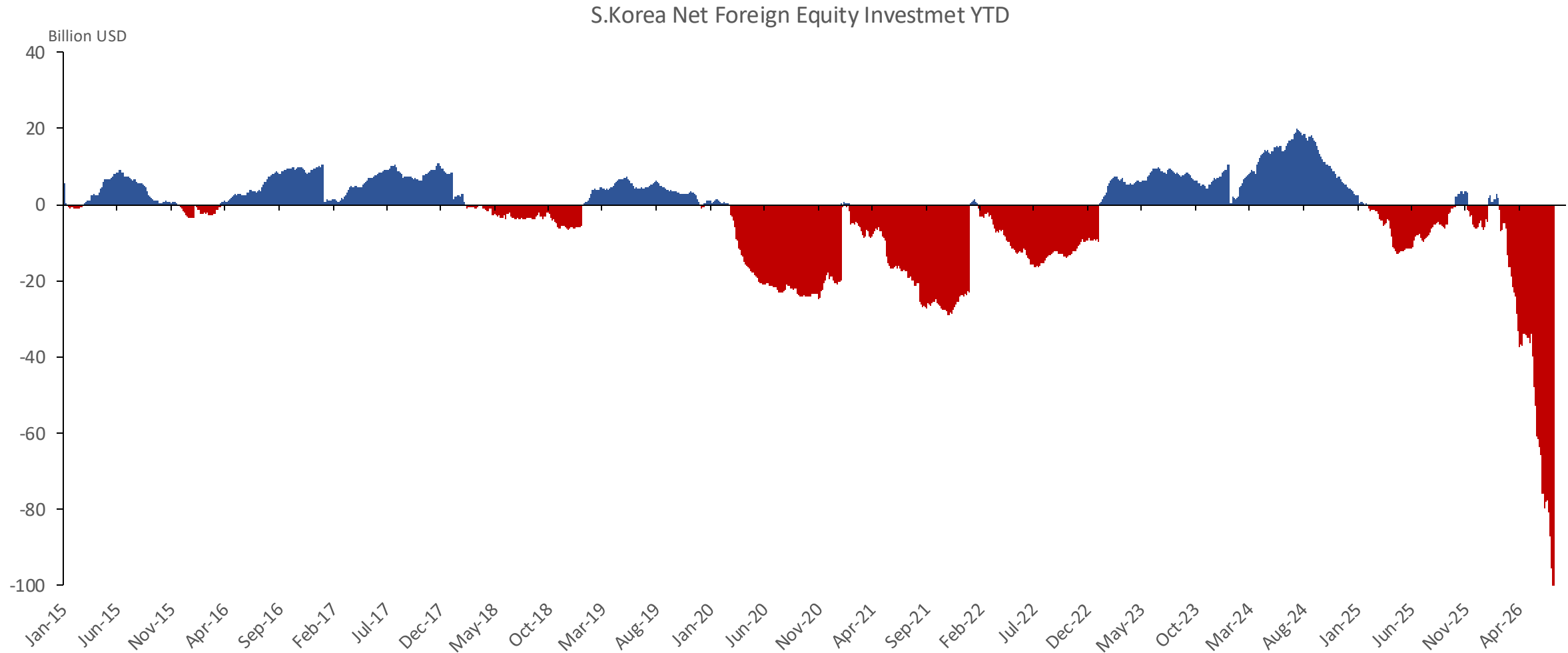


■ KOSPI Max Daily Drawdown

— Days with Max Daily Drawdown At Least -5% Over The Last 40 Trading Days (RHS, Inverted)

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

นักลงทุนต่างชาติเร่งขายหุ้นเกาหลีใต้อย่างต่อเนื่องในปี 2026 ส่งผลให้กระแสเงินทุนสุทธิไหลออกจากตลาดหุ้นเกาหลีใต้ตั้งแต่ต้นปีแตะระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์



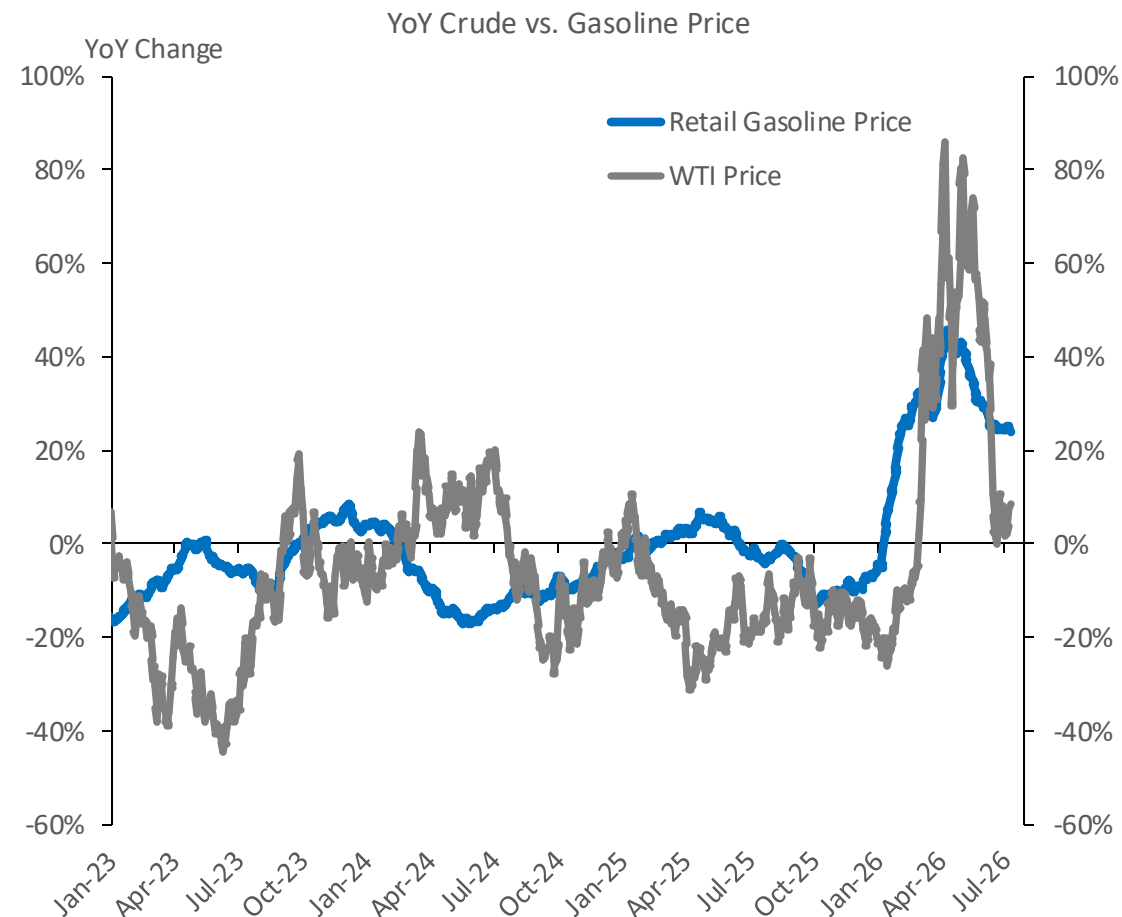
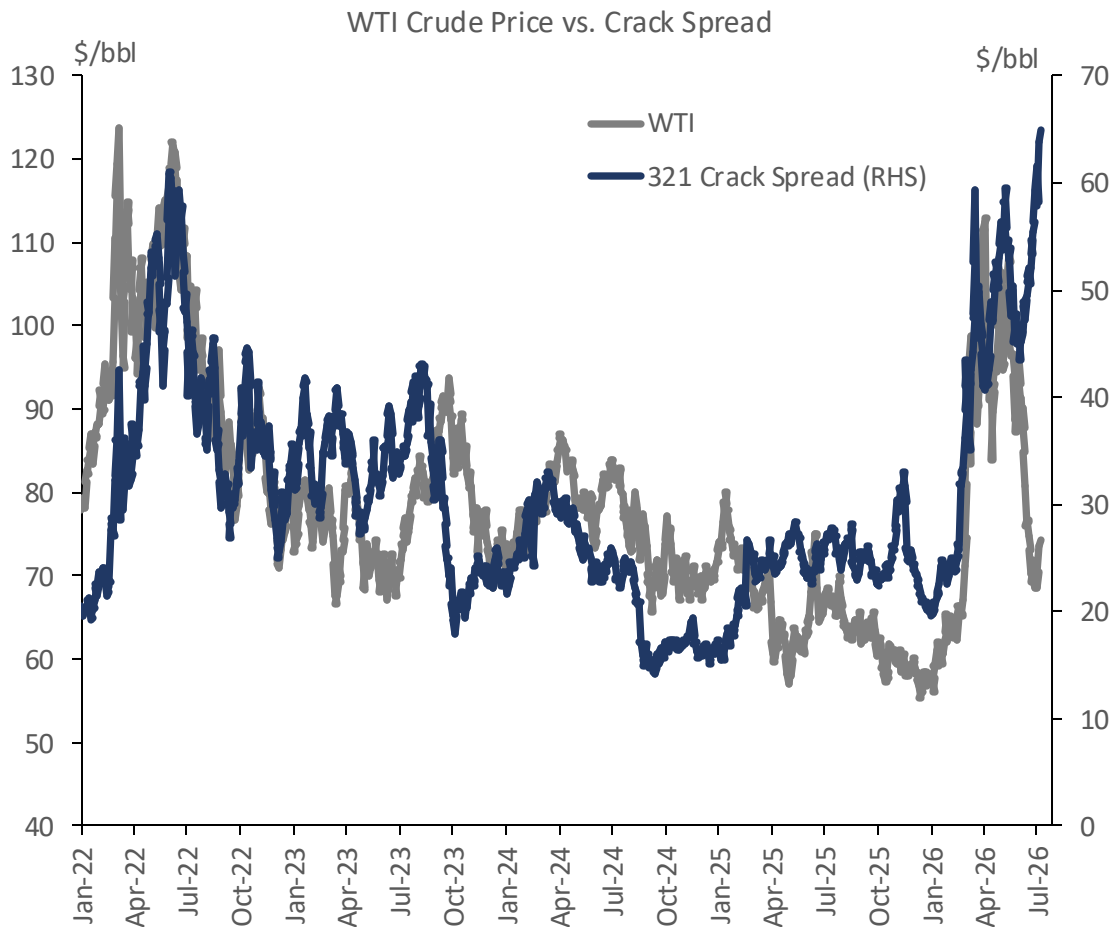
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความเชื่อมโยงระหว่างราคาน้ำมันกับเงินเฟ้อในวัฏจักรนี้มีความซับซ้อนมากขึ้น เนื่องจากความผิดปกติของส่วนต่างค่าการกลั่น (Refining Spread) ที่อยู่ในระดับสูงผิดปกติ



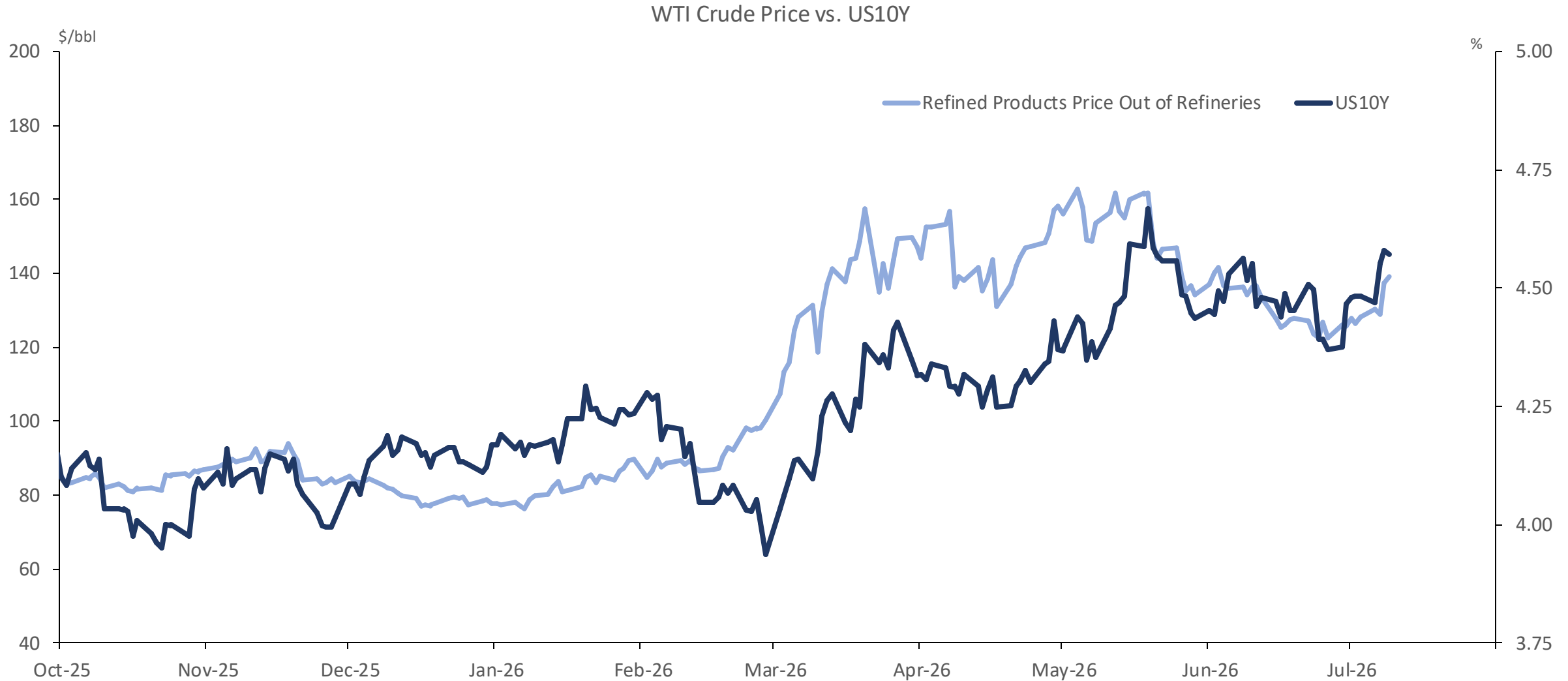
ส่วนต่างค่าการกลั่น (Crack Spread) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และเริ่มเคลื่อนไหวแยกออกจากทิศทางของราคาน้ำมันดิบที่ปรับลงมาต่ำ

ส่งผลให้ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงหน้าปั้มนยังคงสูงกว่าปีก่อนประมาณ 25% แม้ว่าราคาน้ำมันดิบจะปรับตัวอ่อนลงก็ตาม



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

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีในปัจจุบันสะท้อนแรงกดดันเงินเฟ้อจากราคาน้ำมันสำเร็จรูปมากกว่าราคาน้ำมันดิบ เนื่องจากค่าการกลั่นที่อยู่ในระดับสูงทำให้ต้นทุนพลังงานของผู้บริโภคยังไม่ลดลง และยังเป็นปัจจัยหนุนให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรทรวงตัวในระดับสูงต่อเนื่อง



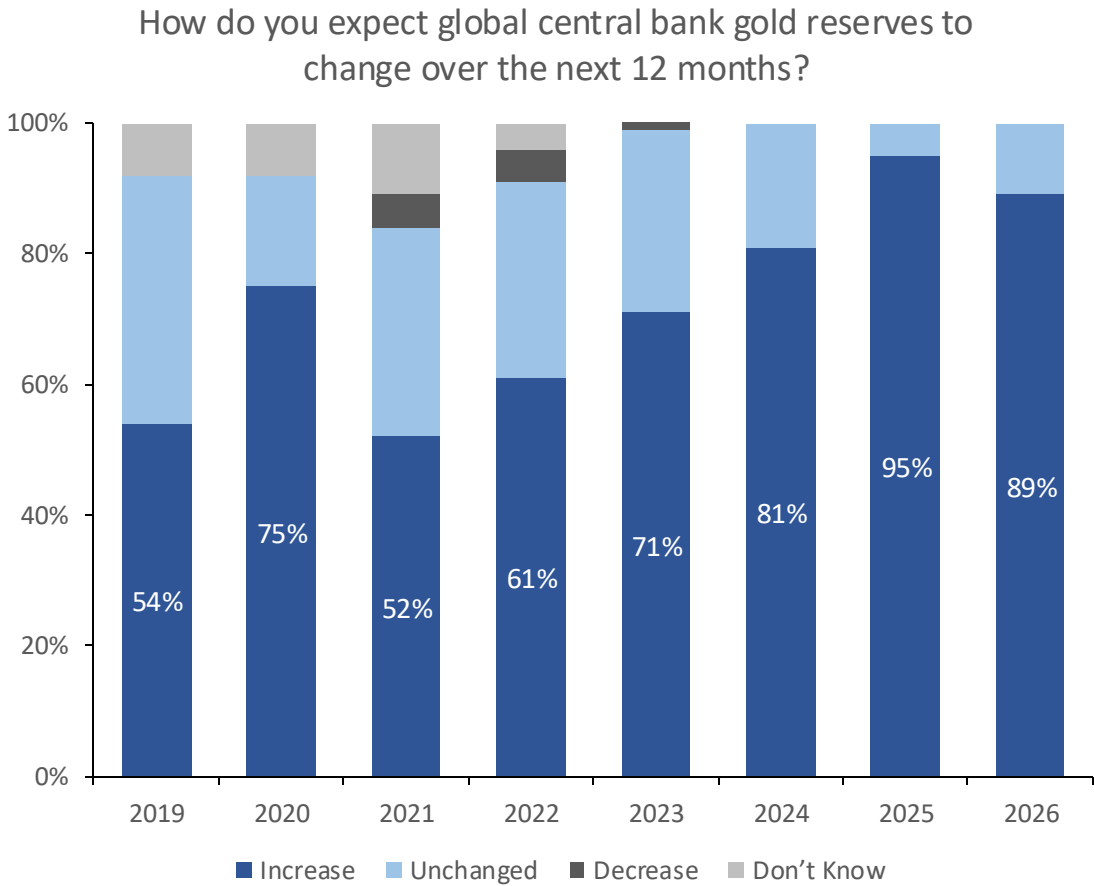
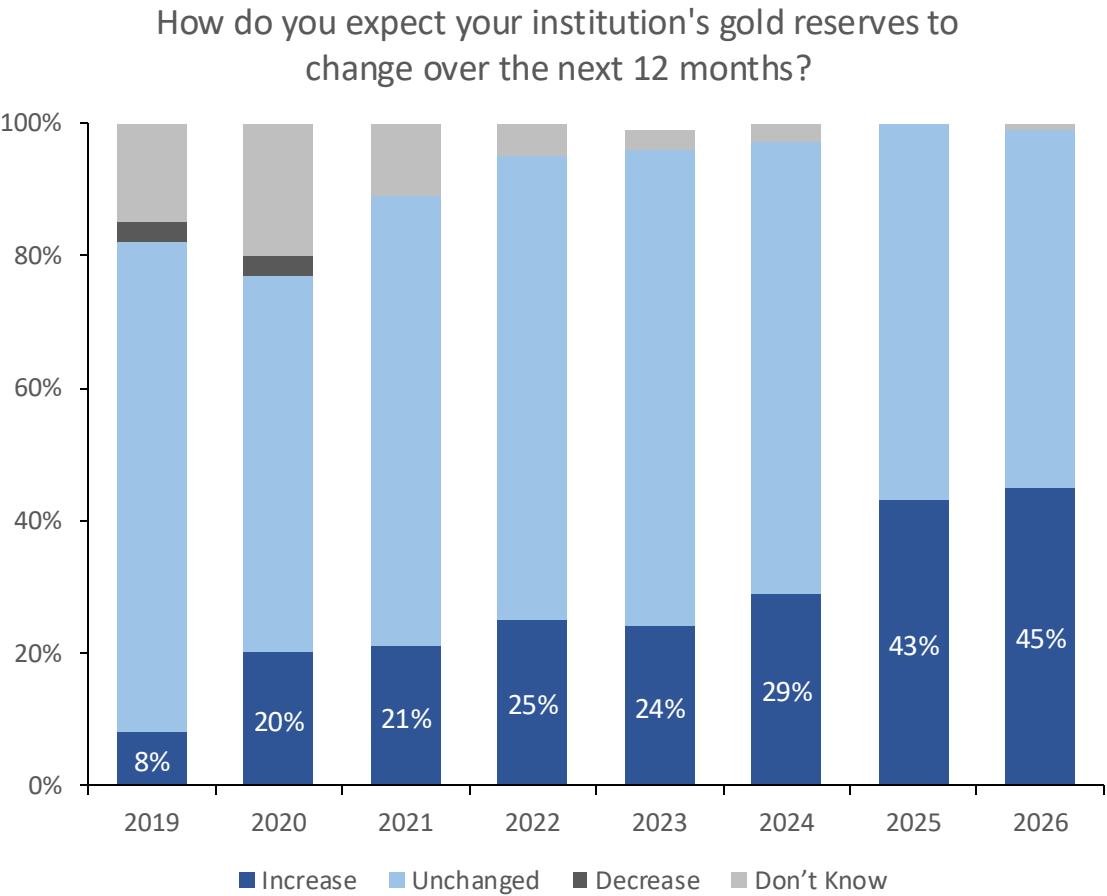
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผลสำรวจของ World Gold Council สะท้อนว่าธนาคารกลางทั่วโลกยังมีแนวโน้ม เพิ่มการถือครองทองคำอย่างต่อเนื่อง



สัดส่วนของผู้ตอบแบบสำรวจที่คาดว่าสถาบันของตนจะเพิ่มการถือครองทองคำสำรองใน
ระยะเวลา 12 เดือนข้างหน้า ปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์

นอกจากนี้ สัดส่วนของผู้ตอบแบบสำรวจที่คาดว่าปริมาณทองคำสำรองของธนาคารกลางทั่วโลกเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า ก็ยังคงอยู่ในระดับสูงเช่นกัน



Note: Central Bank Gold Reserves (CBGR) survey was conducted between 5 February and 19 May
Source: World Gold Council, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ราคาน้ำมัน ณ สิ้นเดือน มิ.ย. อยู่ในภาวะที่ต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานมากที่สุดครั้งหนึ่ง เป็นประวัติการณ์ เป็นรองจากเพียงช่วงวิกฤต COVID-19



วิกฤตช่องแคบฮอร์มุซตลอด 4 เดือนที่ผ่านมา ทำให้กำลังการผลิตน้ำมันในอ่าวอาหรับหายไปสะสมแล้วกว่า 1,200 ล้านบาร์เรล และสถานการณ์ยังมีแนวโน้มยืดเยื้อ

- แม้กำลังการผลิตของผู้ผลิตน้ำมันหลักทั้ง 5 ประเทศ ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) อิรัก คูเวต และอิหร่าน จะทยอยฟื้นตัวขึ้นจากระดับต่ำสุดในเดือน พ.ค. แต่ปริมาณการผลิตโดยรวม ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิดสงครามราว 9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ขณะที่ปริมาณการผลิตที่สูญเสียสะสมได้ทะลุระดับ 1,200 ล้านบาร์เรลไปแล้ว ซึ่งเราคาดว่าโลกจะต้องใช้เวลาอีกหลายปี กว่าที่ระดับน้ำมันคงคลังของโลกจะฟื้นกลับสู่ภาวะก่อนเกิดสงคราม
- นับตั้งแต่กลางเดือน ก.ค. ช่องแคบฮอร์มุซได้กลับเข้าสู่ภาวะปิดเส้นทางเดินเรืออีกครั้ง หลังการแย่งชิงอำนาจควบคุมพื้นที่ที่ทวีความรุนแรงขึ้น โดยอิหร่านประกาศปิดช่องแคบ ขณะที่สหรัฐกลับมายังบังคับใช้มาตรการปิดล้อมทางทะเล (Naval Blockade) เพื่อกดดันอิหร่าน ทำให้สถานการณ์โดยรวมย้อนกลับไปในใกล้เคียงกับช่วงก่อนการลงนาม MoU พร้อมกับระดับความรุนแรงของการโจมตีที่ระอุขึ้นอีกครั้ง
- พัฒนาการของสงครามเป็นไปตามที่เราเคยประเมินไว้ว่า ผลลัพธ์ของสถานการณ์มีแนวโน้มเป็นไปได้เพียงสองทาง (Binary Outcome) ได้แก่ สหรัฐฯ เป็นฝ่ายได้รับชัยชนะอย่างเด็ดขาด พร้อมกับการล่มสลายของระบอบการปกครองอิหร่านในปัจจุบัน (Regime Change) หรืออิหร่านยังคงควบคุมช่องแคบฮอร์มุซต่อไปอย่างไม่มีกำหนด ซึ่งในกรณีหลัง จะทำให้ปริมาณการขนส่งน้ำมันผ่านช่องแคบอยู่ต่ำกว่าระดับก่อนสงครามอย่างถาวร

เราประเมินว่าราคาน้ำมัน ณ สิ้นเดือน มิ.ย. อยู่ในภาวะที่ต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานมากที่สุดครั้งหนึ่งเป็นประวัติการณ์ เป็นรองจากเพียงช่วงวิกฤต COVID-19

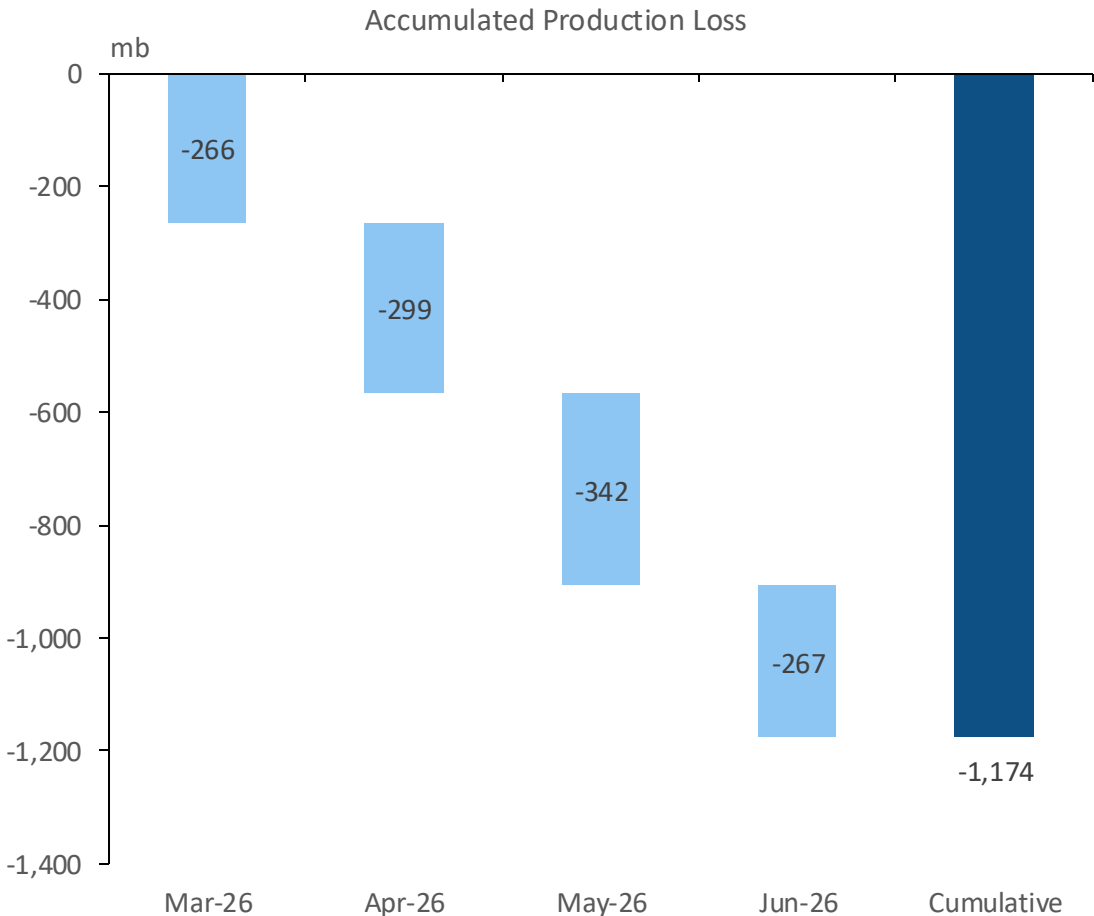
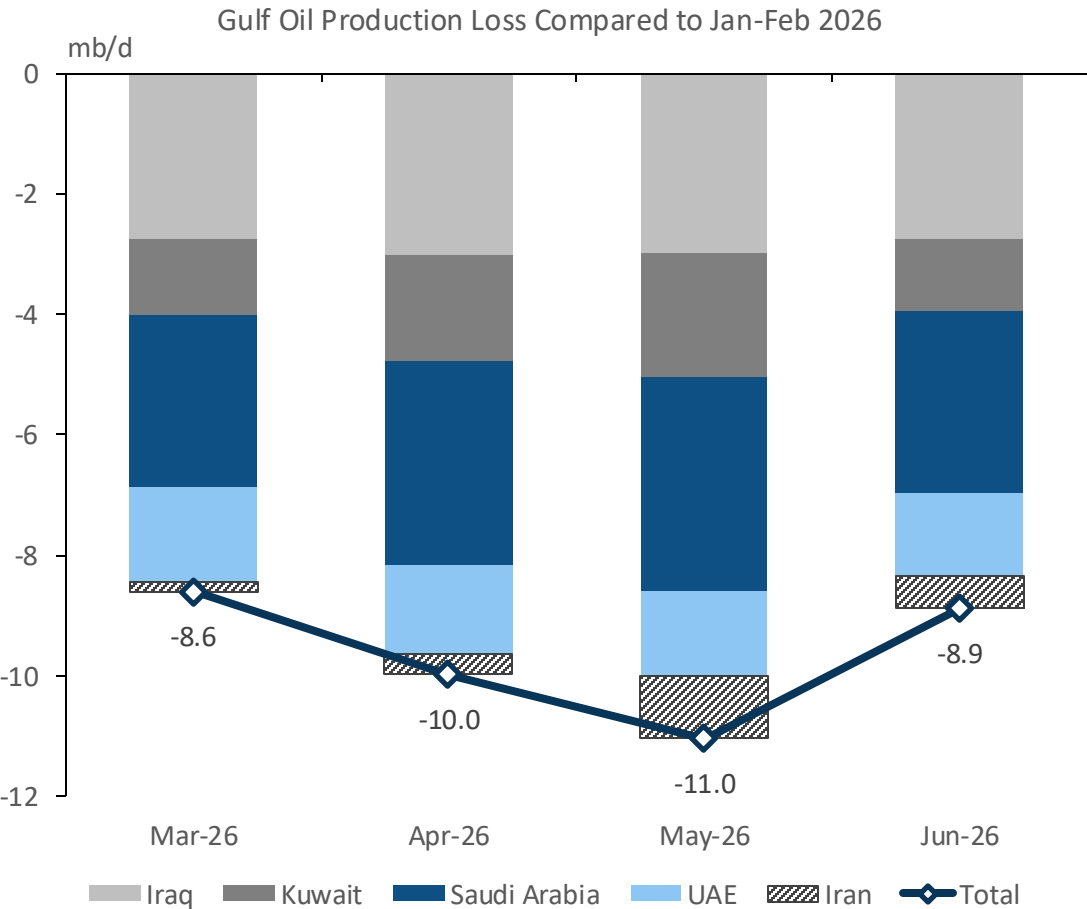
- ความขัดแย้งที่ยังดำเนินอยู่อย่างต่อเนื่องส่งผลให้ความมั่นคงด้านพลังงานของสหรัฐฯ อ่อนแอลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยในไตรมาส 2 ปี 2026 ปริมาณน้ำมันคงคลังของสหรัฐฯ ปรับลดลงเร็วที่สุดเป็นประวัติการณ์ ทั้งนี้ หากเปรียบเทียบกับช่วงวิกฤต COVID-19 ซึ่งเป็นวิกฤตที่อุปสงค์น้ำมันหดตัวจนทำให้ปริมาณน้ำมันคงคลังเพิ่มสูงขึ้น สงครามครั้งนี้กลับเป็นการทำลายฝั่งอุปทานโดยตรง ส่งผลให้ปริมาณน้ำมันคงคลังลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรงกว่าที่เคยเกิดขึ้นในช่วงการระบาด สะท้อนภาวะตึงตัวของตลาดน้ำมันในปัจจุบันที่รุนแรงยิ่งกว่าวิกฤตครั้งก่อน
- แม้ระดับน้ำมันคงคลังของสหรัฐฯ ที่อยู่ในระดับต่ำเช่นนี้ควรเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาน้ำมัน แต่ราคาตลาดกลับซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าที่แบบจำลองประเมินไว้มากที่สุดครั้งหนึ่งเป็นประวัติการณ์ โดย ณ สิ้นเดือน มิ.ย. ราคาน้ำมัน WTI ซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าที่แบบจำลองอ้างอิงระดับน้ำมันคงคลังประเมินไว้เกือบ 2 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviations) ซึ่งนับเป็นหนึ่งในระดับความเบี่ยงเบนที่รุนแรงที่สุดในรอบกว่า 10 ปี
- ในขณะเดียวกัน กระแสข่าวเกี่ยวกับความเป็นไปได้ของข้อตกลงสันติภาพได้ทำให้นักลงทุนสถาบันพลิกมุมมองจากเชิงบวกมาเป็นเชิงลบต่อราคาน้ำมันอย่างรวดเร็ว จนขณะนี้ ความเอนเอียงของการวาง Positions ไปในทาง Bearish อยู่ในระดับที่รุนแรงที่สุดครั้งหนึ่งเป็นประวัติการณ์ เทียบเคียงได้กับช่วงเริ่มต้นของวิกฤต COVID-19
- การที่นักลงทุนส่วนใหญ่ยังคงมีมุมมองเชิงลบต่อราคาน้ำมันอย่างมาก ในขณะที่อุปทานน้ำมันในตลาดโลกยังคงตึงตัวและความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ยังอยู่ในระดับสูง เราจึงประเมินว่าความเสี่ยงของราคาน้ำมันในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มเอียงไปในด้านขาขึ้น (Upside Risk) อย่างมีนัยสำคัญ

วิกฤตช่องแคบฮอร์มุซตลอด 4 เดือนที่ผ่านมา ทำให้กำลังการผลิตน้ำมันในอ่าวอาหรับหายไปสะสมแล้วกว่า 1,200 ล้านบาร์เรล และสถานการณ์ยังมีแนวโน้มย่ำแย่



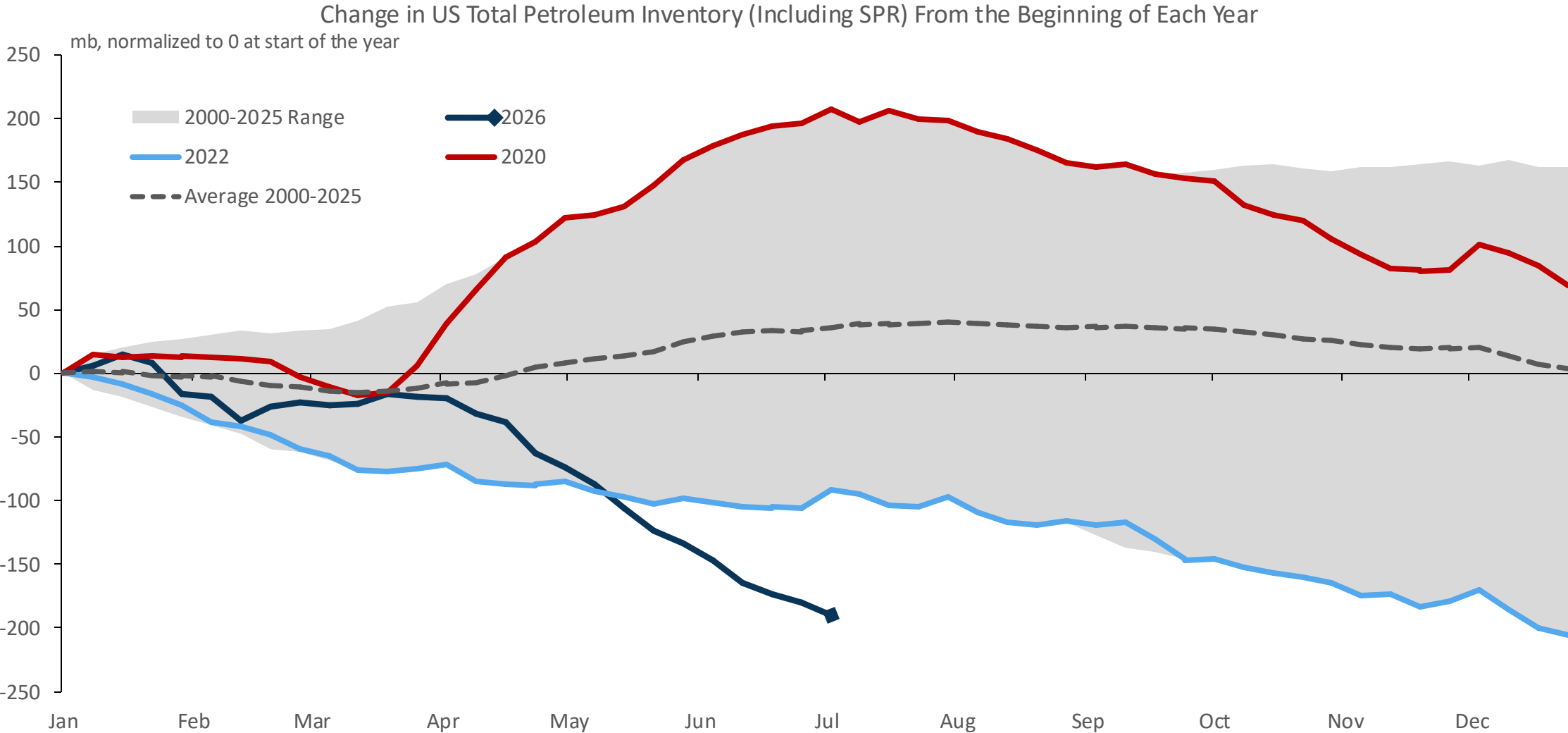
แม้กำลังการผลิตจะฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในเดือน พ.ค. แต่ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิดสงครามประมาณ 9 ล้านบาร์เรลต่อวัน

เราคาดว่าโลกจะต้องใช้เวลาอีกหลายปี กว่าที่ระดับน้ำมันคงคลังของโลกจะฟื้นกลับสู่ภาวะก่อนเกิดสงคราม



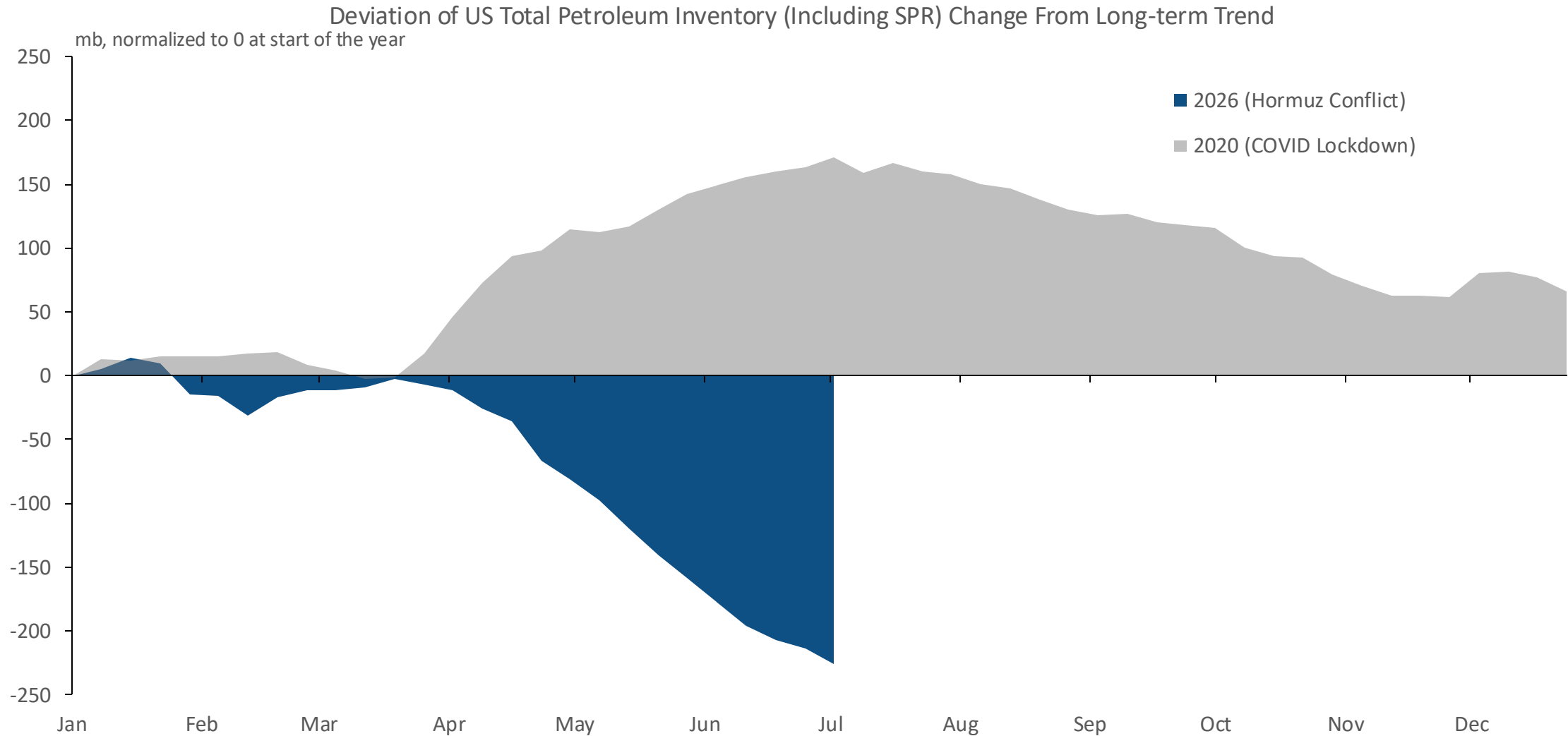
Source: Bloomberg, Rystad, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ปริมาณน้ำมันคงคลังของสหรัฐฯ ในไตรมาส 2 ปี 2026 ปรับลดลงเร็วและรุนแรงกว่าทุกปีที่ผ่านมา สะท้อนว่า การหยุดชะงักของอุปทานได้เร่งการระบายสต็อกน้ำมันสำรองเพื่อรองรับความต้องการของตลาด สะท้อน ภาวะตึงตัวของตลาดน้ำมันที่รุนแรงกว่าทุกครั้งในอดีต



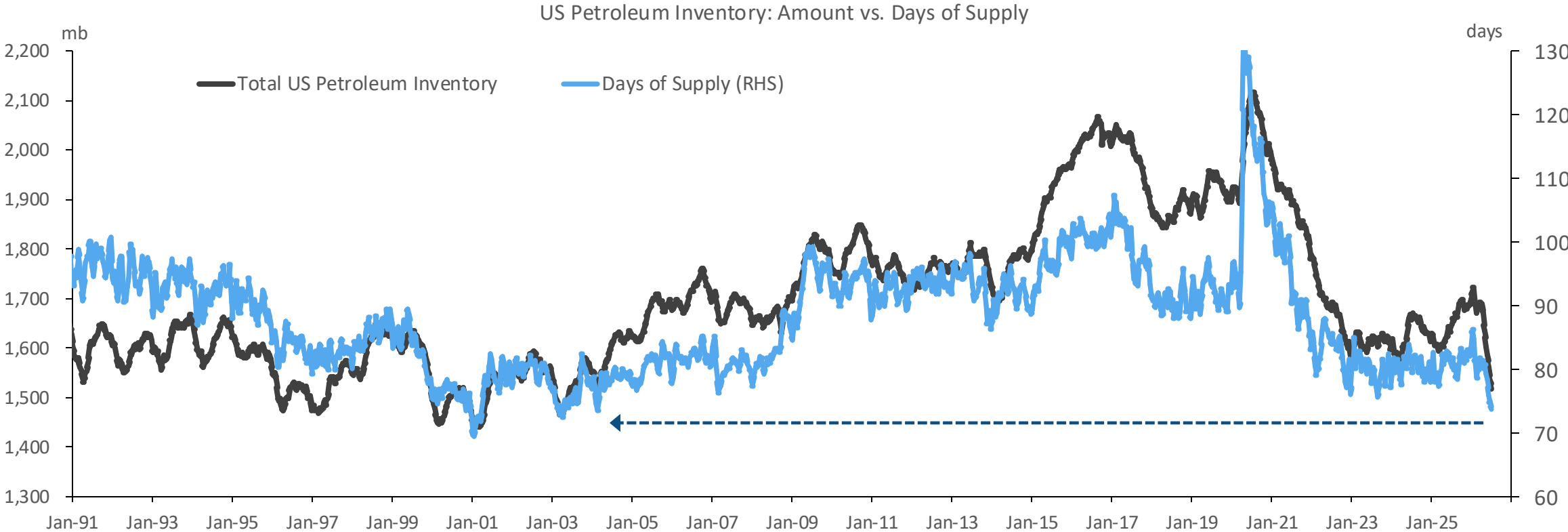
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ในช่วง COVID-19 อุปสงค์น้ำมันที่หดตัวทำให้เกิดการสะสมของน้ำมันคงคลัง ขณะที่วิกฤตในปี 2026 เกิดจากการหยุดชะงักของอุปทาน ส่งผลให้ปริมาณน้ำมันคงคลังลดลงอย่างรวดเร็วและรุนแรงกว่าที่เคยเกิดขึ้น
ในช่วงการระบาดของ COVID-19 สะท้อนถึงภาวะตึงตัวของตลาดน้ำมันในปัจจุบันที่รุนแรงอย่างมาก



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

การลดลงอย่างต่อเนื่องของปริมาณน้ำมันคงคลังและจำนวนวันรองรับการใช้น้ำมัน (Days of Supply) สะท้อนความสามารถของสหรัฐฯ ในการรับมือกับภาวะชะงักงันของอุปทานพลังงานเริ่มอ่อนแอลง



Inventory Impact Since War								
Units are in million barrels except days of supply	Crude (Commercial)	Crude (SPR)	Distillates	Jet Fuel	Gasoline	Other Liquids	Total US Petroleum Inventory	Days of Supply
27-Feb-26	439.3	415.4	120.8	42.1	253.1	413.6	1,684.3	80.1
3-Jul-26	411.4	319.5	103.6	47.6	212.1	423.0	1,517.1	73.6
Change	-27.9	-96.0	-17.2	5.5	-41.1	9.4	-167.3	-6.6

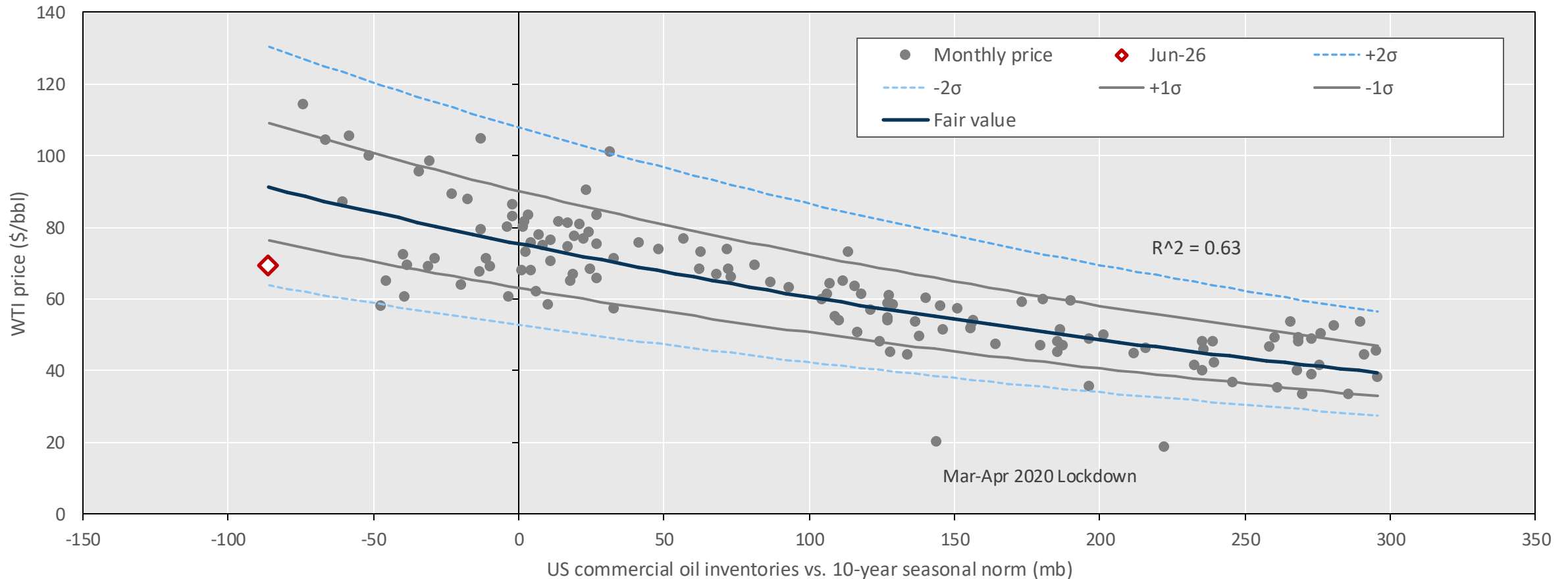
Source: EIA, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ระดับน้ำมันคงคลังของสหรัฐฯ จะอยู่ในระดับต่ำอย่างมาก แต่ราคาน้ำมันกลับลดต่ำกว่ามูลค่าที่แบบจำลองประเมินไว้มากที่สุดครั้งหนึ่งเป็นประวัติการณ์



ณ สิ้นเดือน มิ.ย. ราคาน้ำมัน WTI ซ้ำขายต่ำกว่ามูลค่าที่แบบจำลองที่อ้างอิงระดับน้ำมันคงคลังประเมินไว้เกือบ 2 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (2 Standard Deviations) ซึ่งนับเป็นหนึ่งในระดับความเบี่ยงเบนที่รุนแรงที่สุดในรอบกว่า 10 ปี

US Inventory-Based WTI Fair Value Model



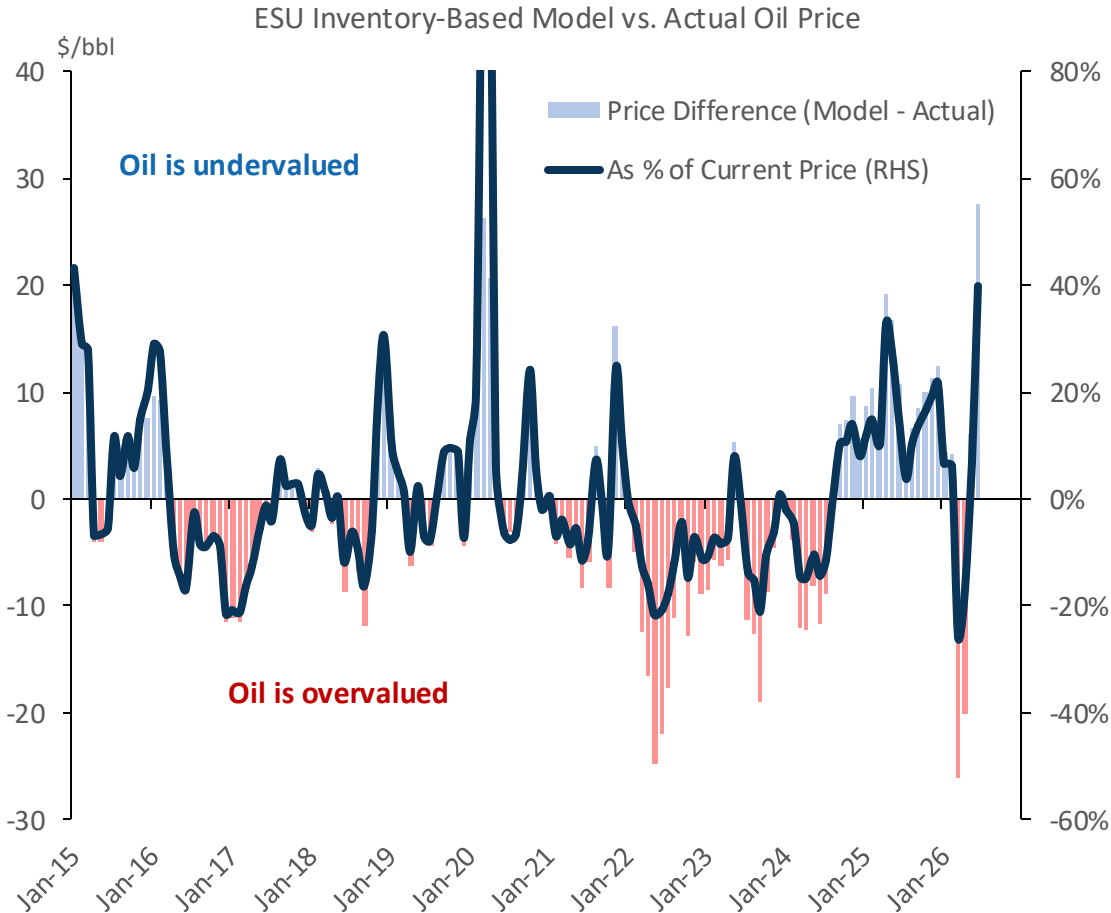
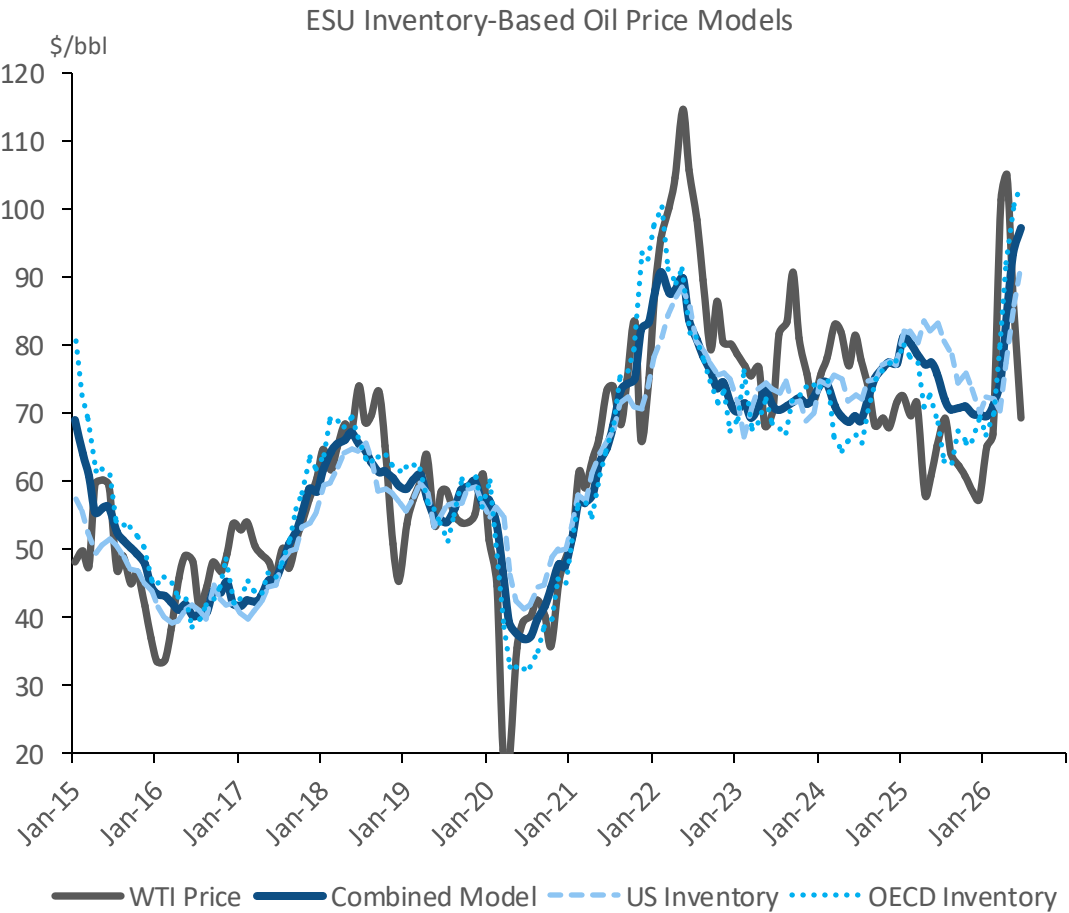
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากไม่นับรวมช่วงวิกฤต COVID-19 จะพบว่าราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานมากที่สุดเป็นประวัติการณ์



ความหวังต่อการบรรลุข้อตกลงสันติภาพที่กลับมาเพิ่มขึ้น เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วงเดือน พ.ค. - มิ.ย.

ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐานอย่างมาก ทำให้เราประเมินความเสี่ยงของราคาน้ำมันในระยะข้างหน้ามีแนวโน้มเอียงไปในด้านขาขึ้น (Upside Risk) อย่างมีนัยสำคัญ

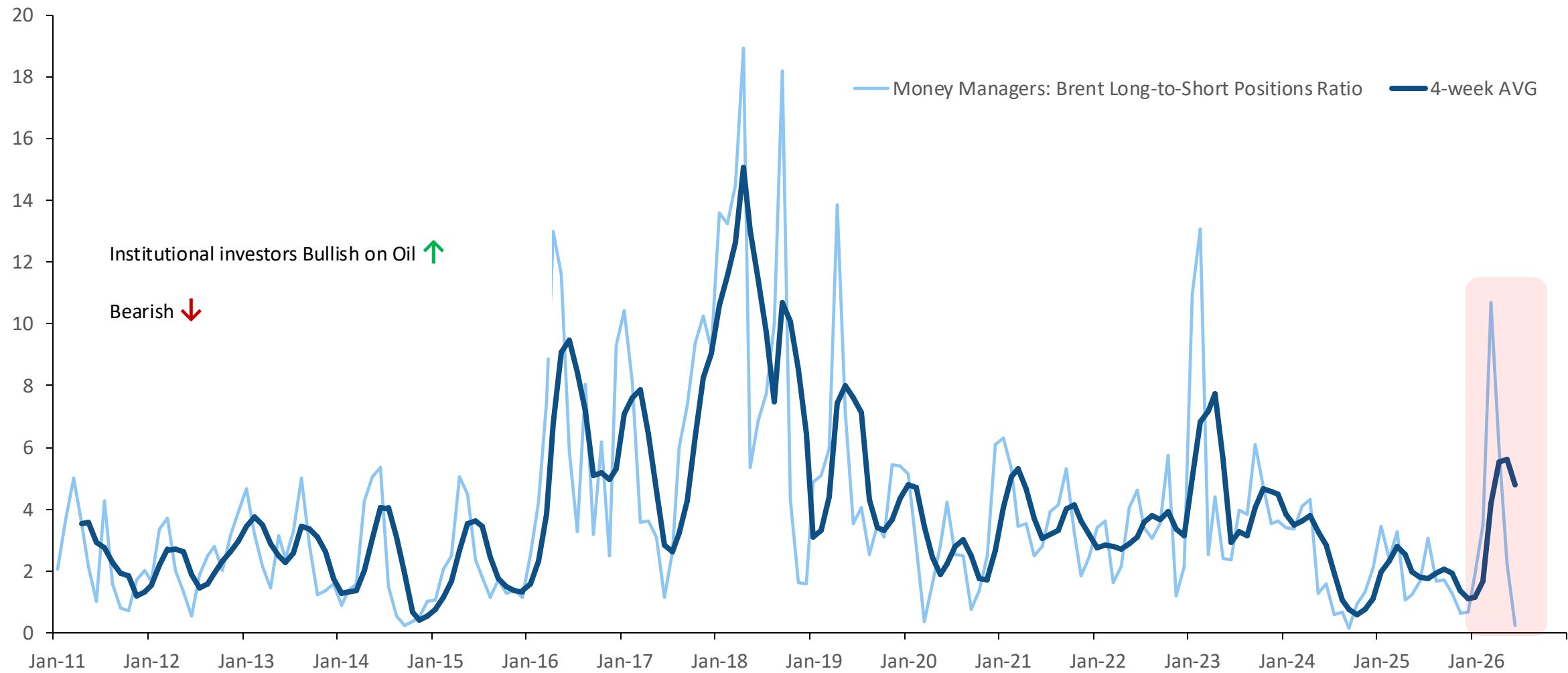


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ข้อมูลการถือครองสัญญา Brent ของนักลงทุนสถาบันสะท้อนว่าความเชื่อมั่นต่อตลาดน้ำมันได้เปลี่ยนจากเชิงบวกเป็นเชิงลบอย่างรวดเร็ว โดยอัตราส่วนสถานะ Long ต่อ Short ปรับลดลงสู่ระดับต่ำที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์ แม้ว่าการเดินเรือในช่องแคบจะยังไม่กลับไปใกล้เคียงกับในช่วงก่อนเกิดสงครามเลยก็ตาม



CFTC Brent Futures+Options Positions: Money Managers

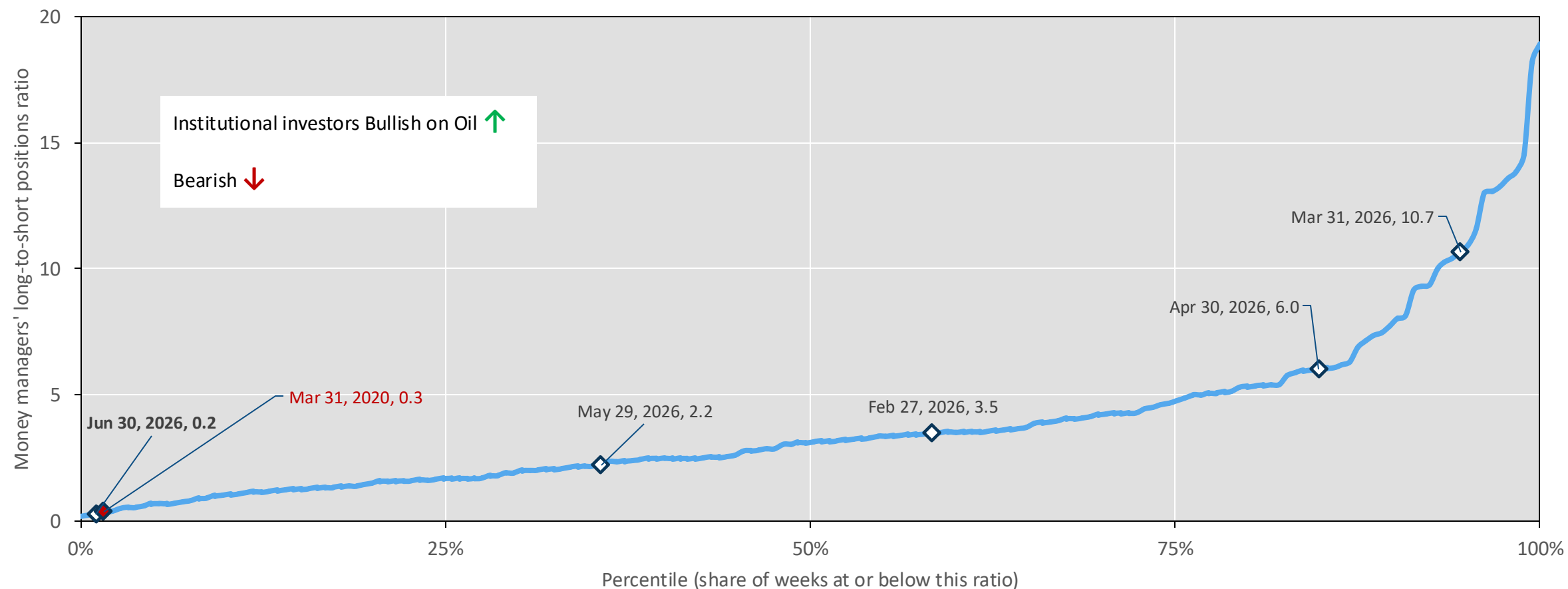


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Bearish Sentiment ของนักลงทุนต่อราคาน้ำมันอยู่ในระดับเชิงลบอย่างรุนแรง เทียบเท่าช่วงเริ่มต้นของวิกฤต COVID-19 แล้ว

อัตราส่วนสถานะ Long ต่อ Short ของนักลงทุนในตลาดน้ำมันลดลงสู่เปอร์เซ็นต์ที่ 0 ณ สิ้นเดือน มิ.ย. ซึ่งเป็นหนึ่งในระดับต่ำที่สุดเท่าที่เคยมีการบันทึก สะท้อนมุมมองเชิง **Bearish** อย่างมากของนักลงทุนสถาบันต่อแนวโน้มราคาน้ำมัน สวนทางกับความตึงตัวในตลาดน้ำมันและภาวะสงครามที่รุนแรงขึ้น

Money Managers' Long-to-Short Ratio in Brent, Ranked from Lowest to Highest (2011-2026)



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.