

TIPS | October 2026

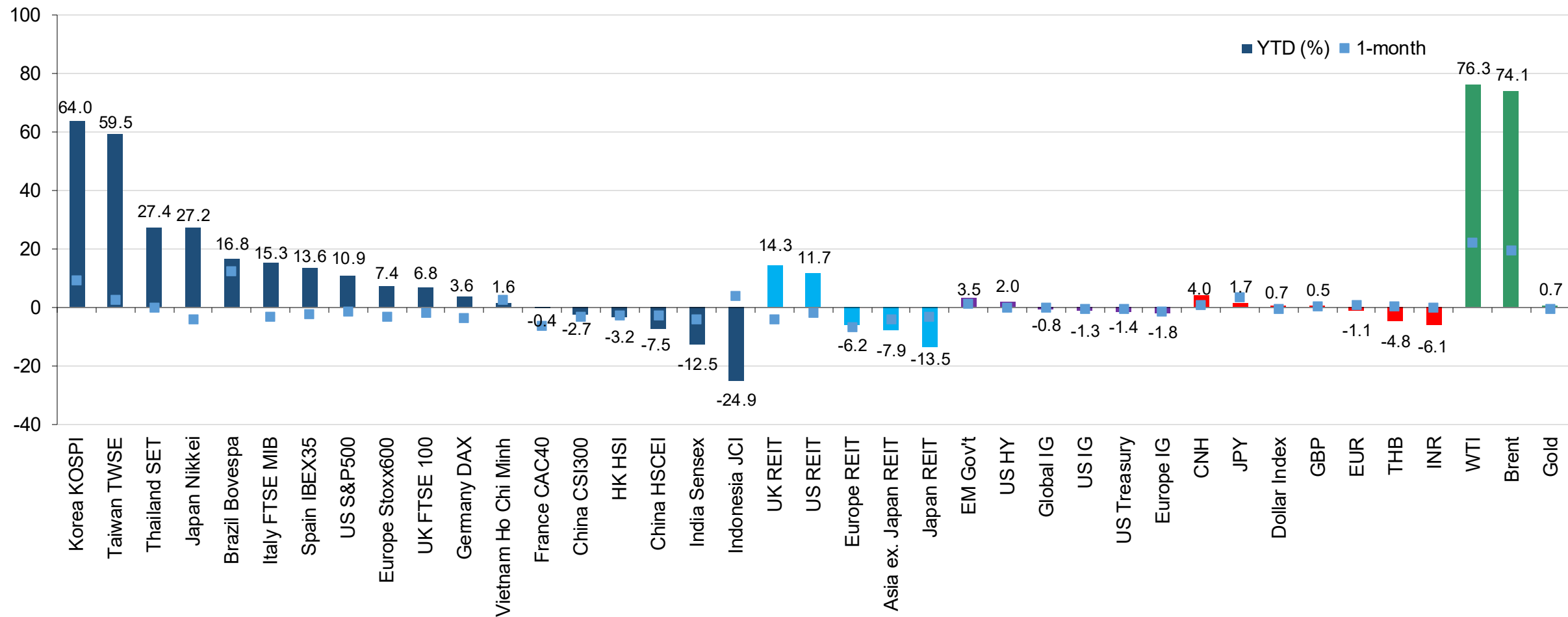
TISCO Investment Portfolio Strategy



ราคาน้ำมันพุ่งสูงขึ้นอีกรอบด้วยแรงหนุนของภาวะอุปทานตึงตัวจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์



Market Performance as of 11 September 2026



กระจายการลงทุนไปยังสินทรัพย์ที่ได้ประโยชน์จากวัฏจักรการผลิตของสหรัฐฯ ที่กำลังขยายตัว ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจที่ยังมีความผันผวน



Asset class	Weighting			Themes
	Underweight	Neutral	Overweight	
Fixed Income				
US Treasuries				ให้น้ำหนักในพันธบัตรอายุ 2-5 ปี เนื่องจากตลาดได้สะท้อนแนวโน้มนโยบายการเงินของ Fed ที่มีความเข้มงวดมากขึ้นไปพอสมควรแล้ว
Global Bonds				ความผันผวนของราคาพลังงาน ค่าเงิน และแนวโน้มฐานะการคลังของประเทศต่างๆ ส่งผลให้ความน่าสนใจของตราสารหนี้ทั่วโลกลดลง
Equity Markets: Regions				
US				เน้นการลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีศักยภาพในการกระจายความเสี่ยง พร้อมด้วยปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง
EM ex.China				มีความอ่อนไหวต่อผลกระทบจากราคาพลังงานสูง และการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ
China				การเติบโตของสินเชื่อที่ซบเซา สะท้อนถึงการฟื้นตัวของการบริโภคที่ยังคงอ่อนแอ
Japan				มีความผันผวนสูงขึ้นจากความไม่แน่นอนของธีม AI และโอกาสในการเกิดการแทรกแซงค่าเงิน
Europe				มีความอ่อนไหวต่อราคาพลังงานสูง ดังที่เห็นได้จากการปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วของตลาดในช่วงต้นปี
Equity Markets: Sectors and Styles				
Energy				ความเสี่ยงต่อราคาพลังงานยังคงโน้มไปทางด้านสูง เนื่องจากตลาดยังไม่ได้สะท้อนความเป็นไปได้ของความขัดแย้งที่อาจยืดเยื้อเป็นเวลานานอย่างเต็มที่
Industrials				การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของดัชนี Manufacturing PMI สะท้อนวัฏจักรภาคการผลิตที่แข็งแกร่งขึ้น
Alternative Investments				
Gold				เผชิญแรงกดดันในระยะสั้นจากแนวโน้มนโยบายการเงินของ Fed ที่อาจมีความเข้มงวดมากขึ้น แต่แนวโน้มในระยะยาวยังคงแข็งแกร่ง
Oil				ระดับคลังน้ำมันทั่วโลกได้แตะจุดต่ำสุดแล้ว แต่จนถึงปัจจุบันยังไม่ปรากฏแนวทางที่จะสามารถคลี่คลายวิกฤตของแคบฮอร์มุซได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว

สหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะขาดดุลการคลังในระดับ 6% ของ GDP ต่อเนื่องในระยะข้างหน้า



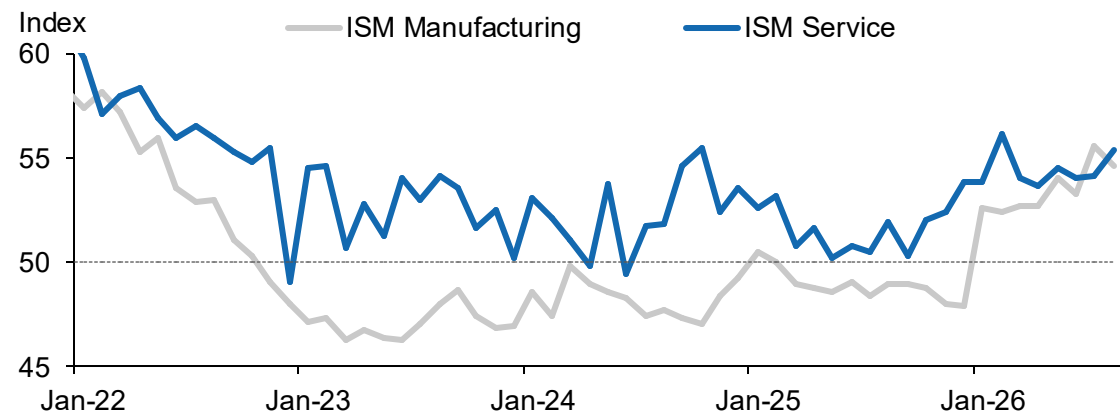
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของหลายประเทศทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปี 2026 โดยเฉพาะตั้งแต่เกิดสงครามระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน ซึ่งนำไปสู่การปิดช่องแคบฮอร์มุซ และกระทบกับอุปทานพลังงานโลก โดยราคาน้ำมันดิบที่เร่งตัวขึ้นได้สร้างแรงกดดันด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้อ ประกอบกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งกว่าที่ประเมินไว้ ส่งผลให้ตลาดกลับมาประเมินความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางหลักหลายแห่งของโลกจะอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน (higher for longer) ซึ่งเป็นปัจจัยผลักดันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทั่วโลก ทั้งนี้ เรามองว่าตลาดไม่เพียงแต่จะให้น้ำหนักกับประเด็นความเสี่ยงเงินเฟ้อและดอกเบี้ย แต่กลับรวมถึงความยั่งยืนทางการคลังของแต่ละประเทศด้วยเช่นกัน โดยเมื่อเทียบการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศต่าง ๆ นับตั้งแต่เดือน ม.ค.-ก.ย. 2026 จะพบว่ายิ่งประเทศใดมีสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อขนาดเศรษฐกิจที่สูง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของประเทศนั้น ๆ ก็มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าประเทศที่มีหนี้สาธารณะต่อเศรษฐกิจที่ต่ำ
- ด้านการคลัง รัฐบาลสหรัฐฯ ยังคงดำเนินนโยบายในลักษณะผ่อนคลายเป็นต่อเนื่อง โดยขาดดุลการคลังเฉลี่ยที่ระดับ 5.8% ของ GDP ต่อปีในช่วง 2022-2026F ส่งผลให้หลายฝ่ายเริ่มแสดงความกังวลต่อความยั่งยืนและช่องว่างทางการคลังที่ต่ำลง โดยหากพิจารณารายละเอียดจะพบว่า การขาดดุลการคลังของสหรัฐฯ ที่สูงขึ้นจากอดีตไม่ได้เป็นผลจากความสามารถในการจัดเก็บภาษีที่ต่ำลง แต่กลับเป็นผลจากภาระค่าใช้จ่ายของภาครัฐที่สูงขึ้น โดยรายรับของรัฐบาลสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 17.5% ของ GDP ในปี 2026 ซึ่งใกล้เคียงค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 17.3% ในอีกด้านหนึ่ง รายจ่ายรัฐบาลกลับเร่งตัวขึ้นสู่ระดับ 23.3% ของ GDP ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 21.2% อย่างมีนัยสำคัญ
- โดยหากพิจารณารายจ่ายของรัฐบาลแบ่งตามหมวดหมู่ จะพบว่ารายจ่ายดอกเบี้ยเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยอยู่ที่ 3.2% ของ GDP ในปี 2025 เพิ่มขึ้นจากเพียง 1.5% ในปี 2021 ตามต้นทุนการกู้ยืมในตลาดการเงินที่สูงขึ้น ขณะเดียวกัน โครงสร้างประชากรในสหรัฐฯ ที่เริ่มมีจำนวนผู้สูงอายุมากขึ้น ส่งผลให้รายจ่ายของรัฐบาลในด้านการช่วยเหลือค่ารักษาพยาบาล (โครงการประกันสุขภาพสำหรับผู้สูงอายุ: Medicare) และรายจ่ายประกันสังคม (Social Security) ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นตลอดหลายปีที่ผ่านมา และจากปัจจัยที่กล่าวไปข้างต้นนั้นเป็นปัญหาเชิงโครงสร้าง ซึ่งยากที่จะปรับลด เพราะฉะนั้น หากรัฐบาลไม่เพิ่มการจัดเก็บภาษีหรือไม่มีแผนปรับลดรายจ่ายที่เป็นรูปธรรม การขาดดุลการคลังของสหรัฐฯ ก็มีแนวโน้มจะค้างอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง ขณะที่สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อขนาดเศรษฐกิจเองก็มีแนวโน้มจะเร่งตัวขึ้นในระยะข้างหน้า

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

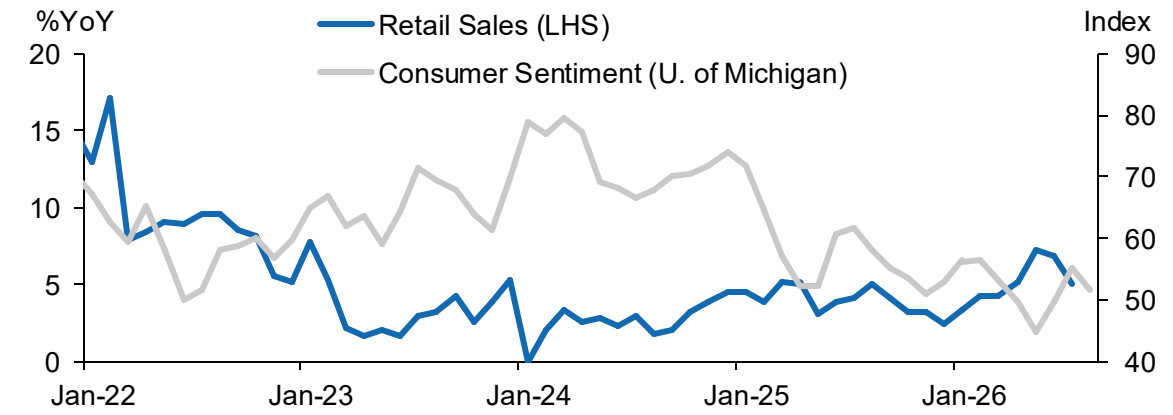
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคบริการ (ISM Services) เติบโตขึ้นทำระดับสูงสุดในรอบ 6 เดือน ขณะที่กิจกรรมในภาคการผลิตชะลอตัวลงเล็กน้อยในเดือน ส.ค.



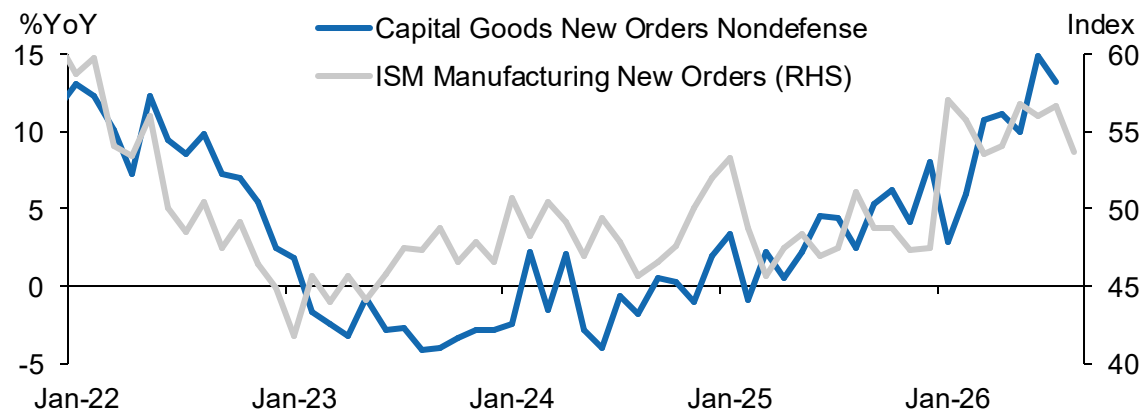
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้การลงทุน



เครื่องชี้การค้าระหว่างประเทศ

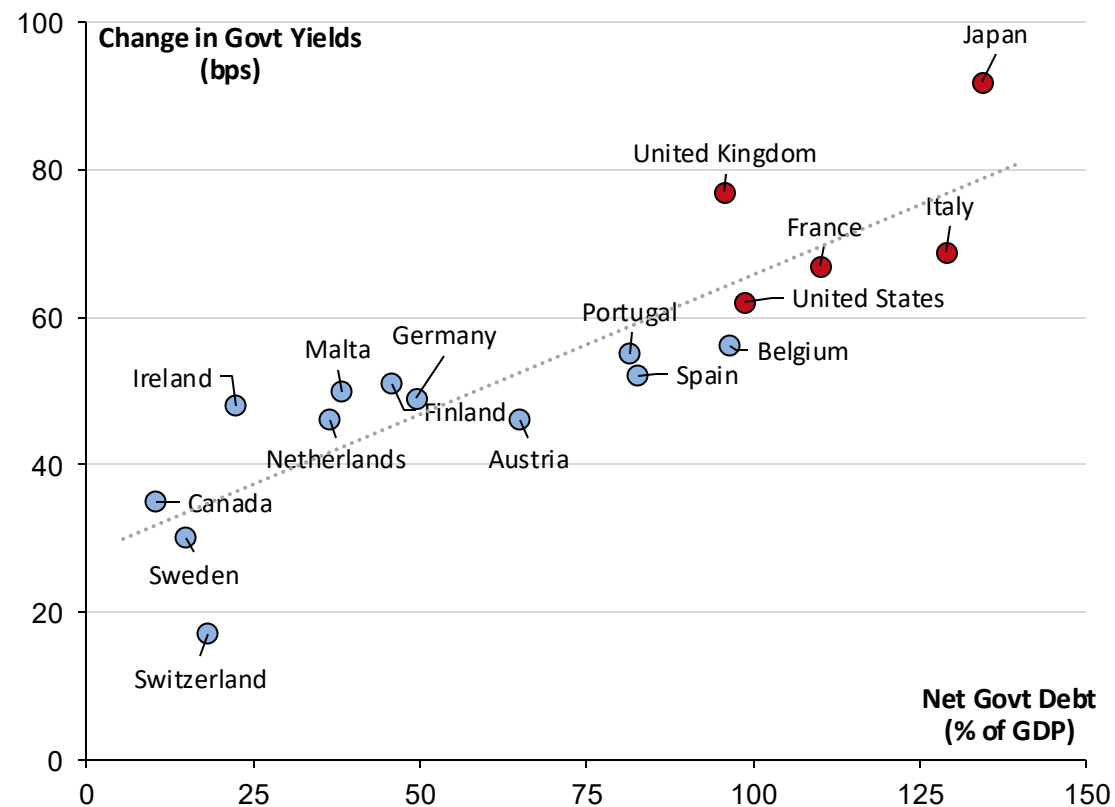


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

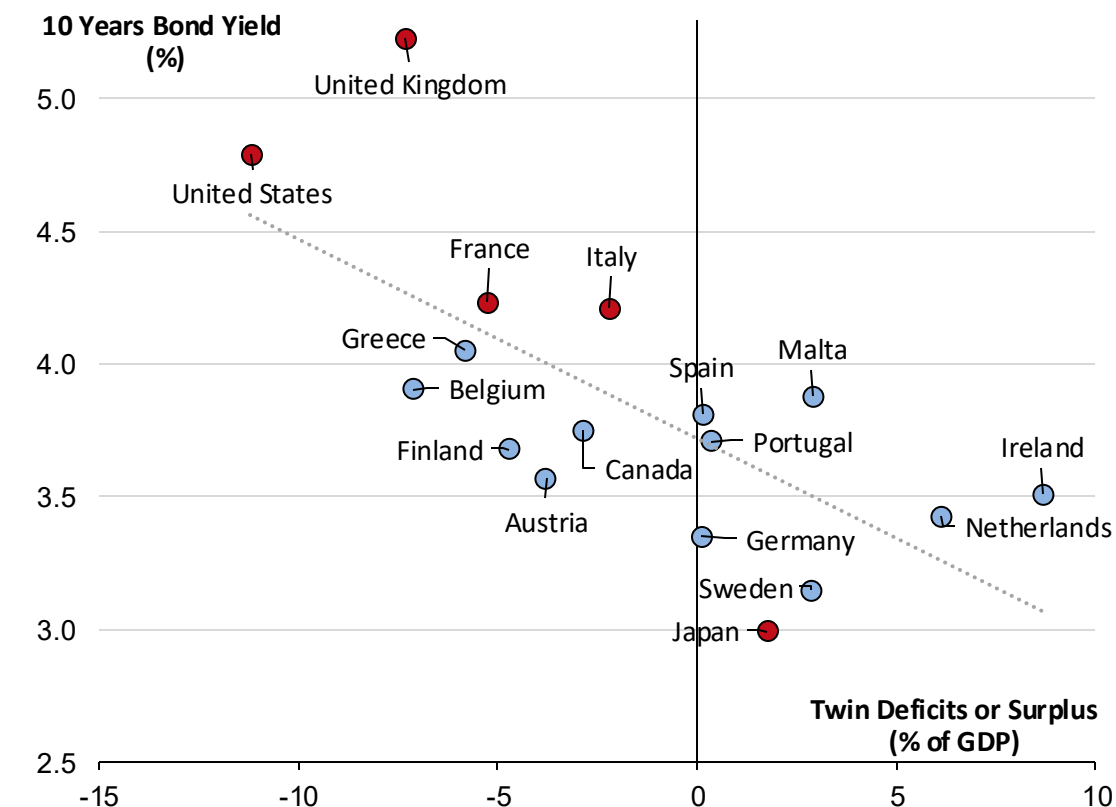
นับตั้งแต่ต้นปี 2026 Bond Yield ปรับตัวเพิ่มขึ้นในหลายประเทศทั่วโลก อย่างไรก็ตาม Bond Yield ของประเทศที่มีสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ที่สูง มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าของประเทศที่มีสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ที่ต่ำ



การเปลี่ยนแปลงของ Bond Yield 10 ปี (YTD) vs. สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP



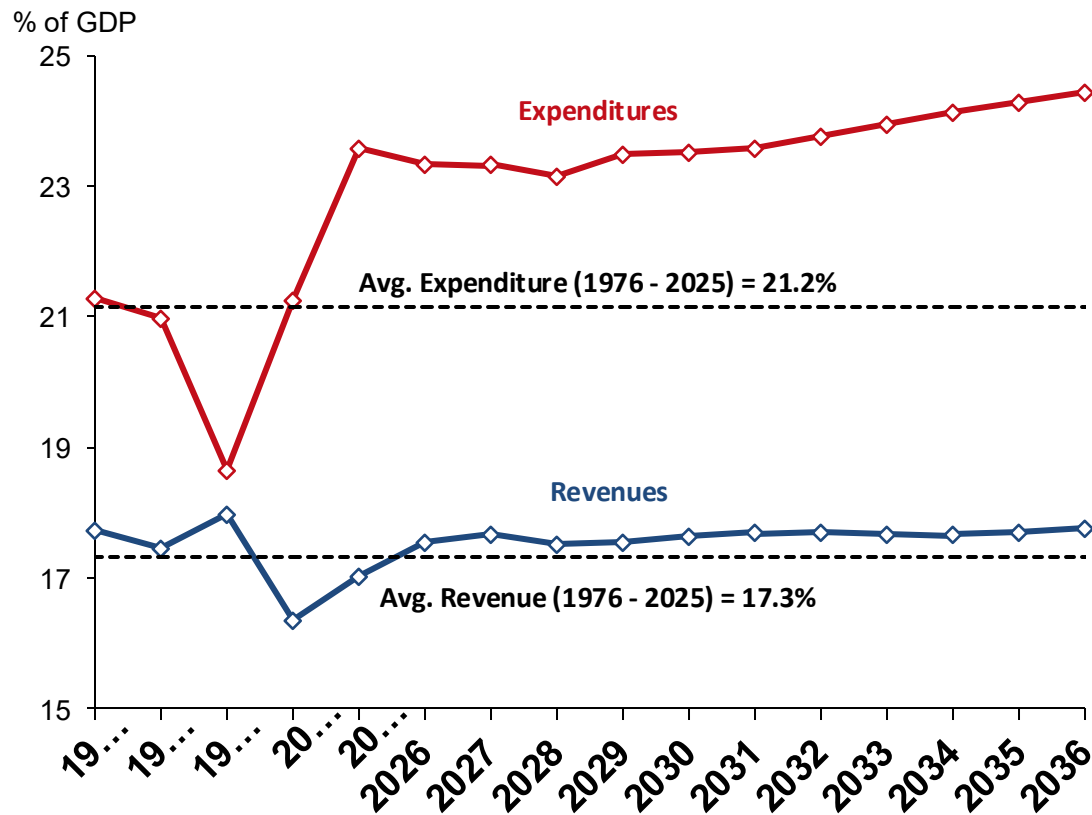
Bond Yield 10 ปี vs. ดุลการคลังบวกกับดุลบัญชีเดินสะพัด



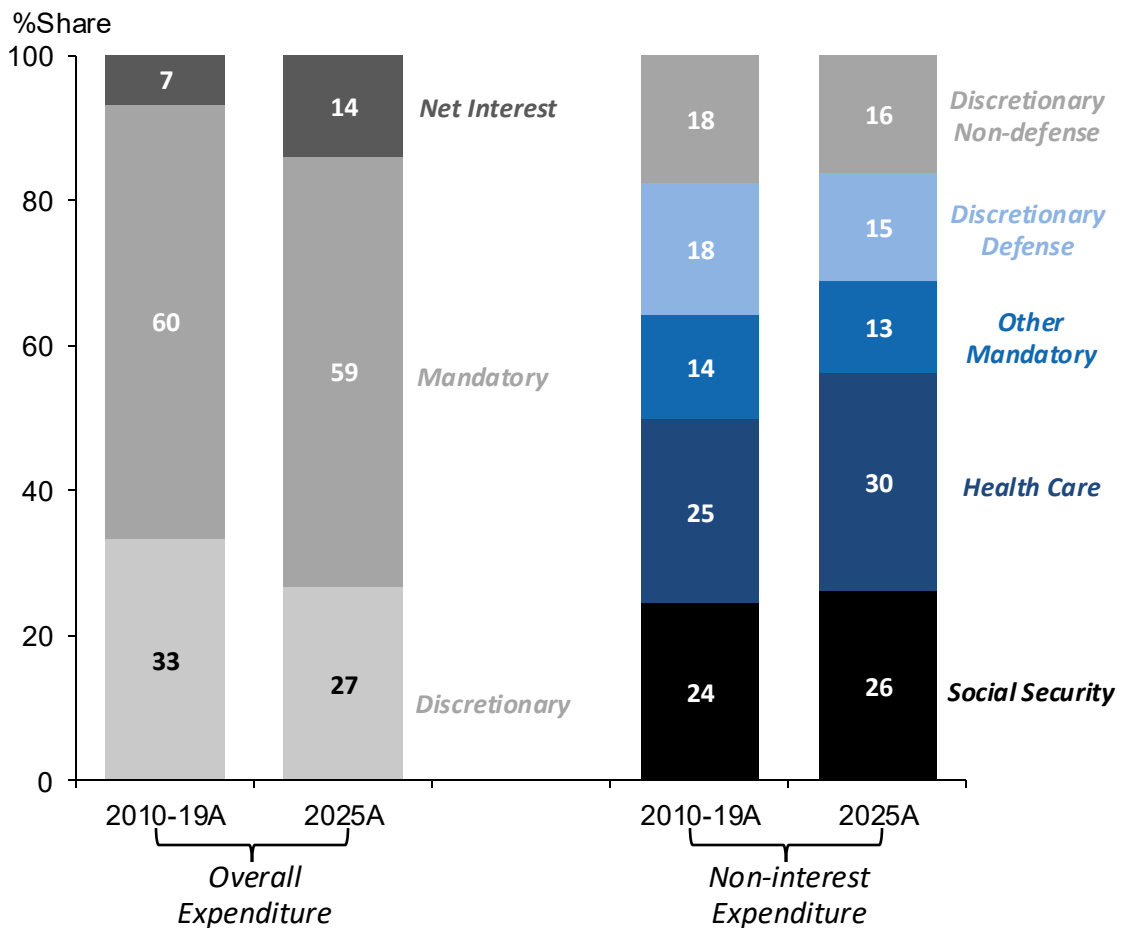
Source: IMF, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การขาดดุลการคลังของสหรัฐฯ ที่สูงขึ้นจากอดีตไม่ได้เป็นผลจากความสามารถในการจัดเก็บภาษีที่ต่ำลง แต่กลับเป็นผลจากภาระค่าใช้จ่ายของภาครัฐที่สูงขึ้น

รายได้และรายจ่ายของรัฐบาลสหรัฐฯ เทียบกับขนาดของ GDP



การใช้จ่ายของรัฐบาลสหรัฐฯ จำแนกตามหมวดหมู่

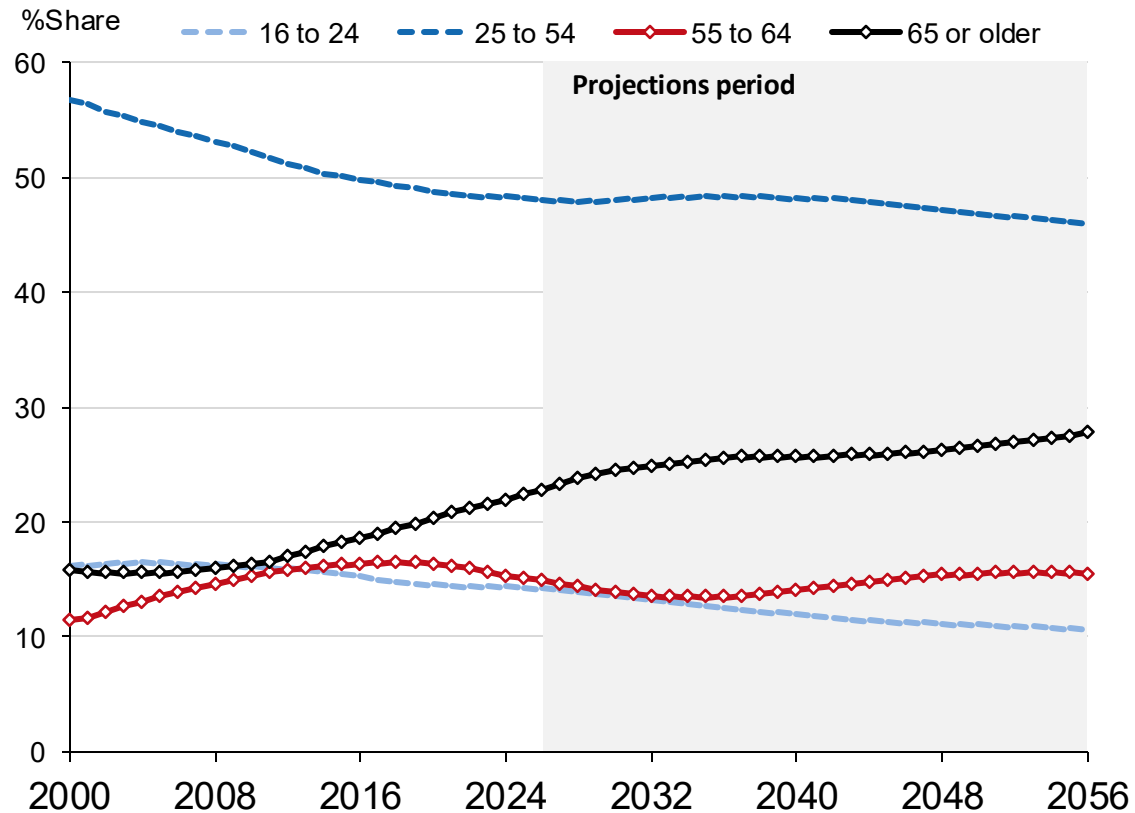


Source: US Congressional Budget Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

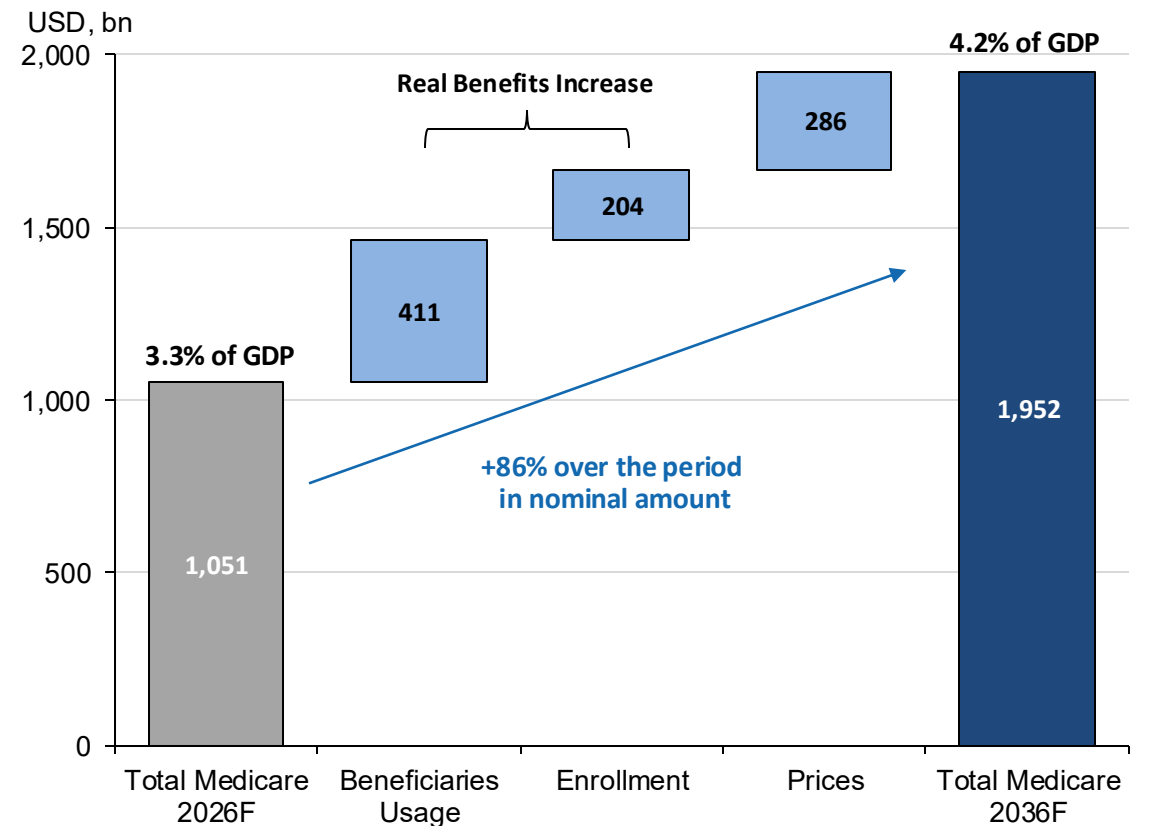
รายจ่ายของรัฐบาลสหรัฐฯ เติบโตแรงกดดันด้านสูงจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง ตามสัดส่วนประชากรวัยเกษียณที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้รายจ่ายที่ผูกพันกับอายุ เช่น การช่วยเหลือค่ารักษาพยาบาล (Medicare) มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นต่อเนื่องในระยะข้างหน้า



คาดการณ์จำนวนประชากรแบ่งตามช่วงอายุ



ที่มาของการขยายตัวของรายจ่ายภาครัฐในโครงการ Medicare: ปี 2026-2036F

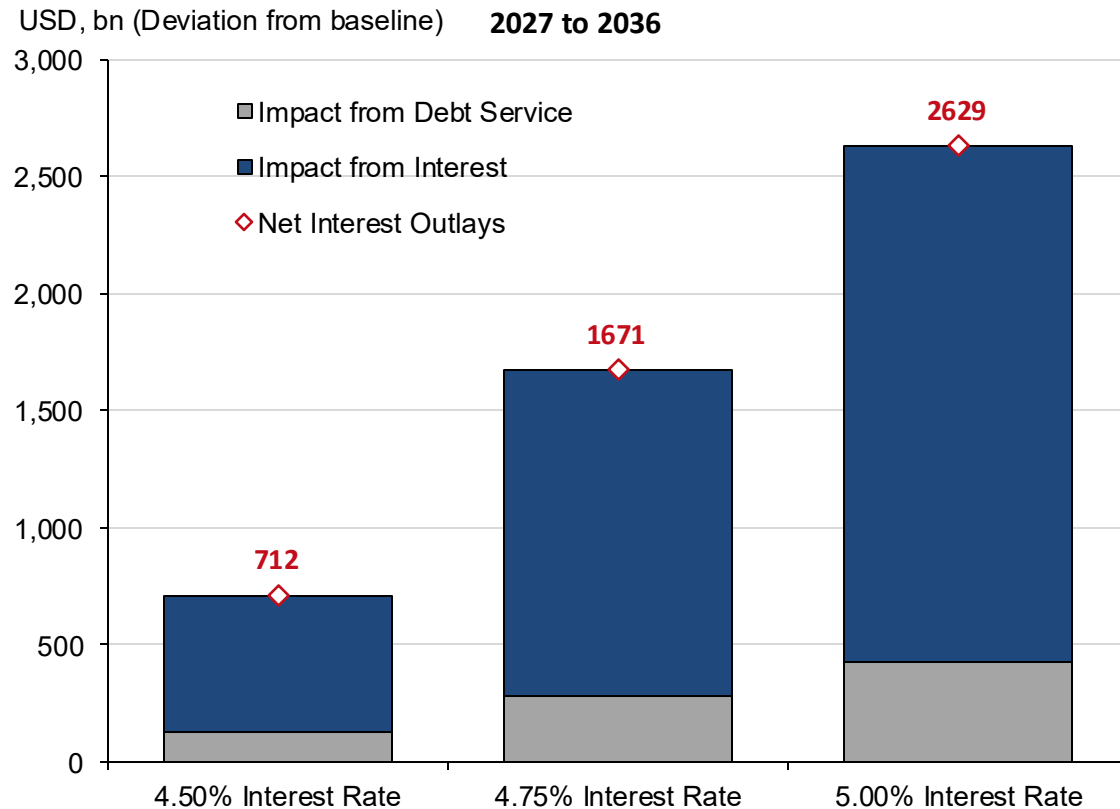


Source: US Congressional Budget Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

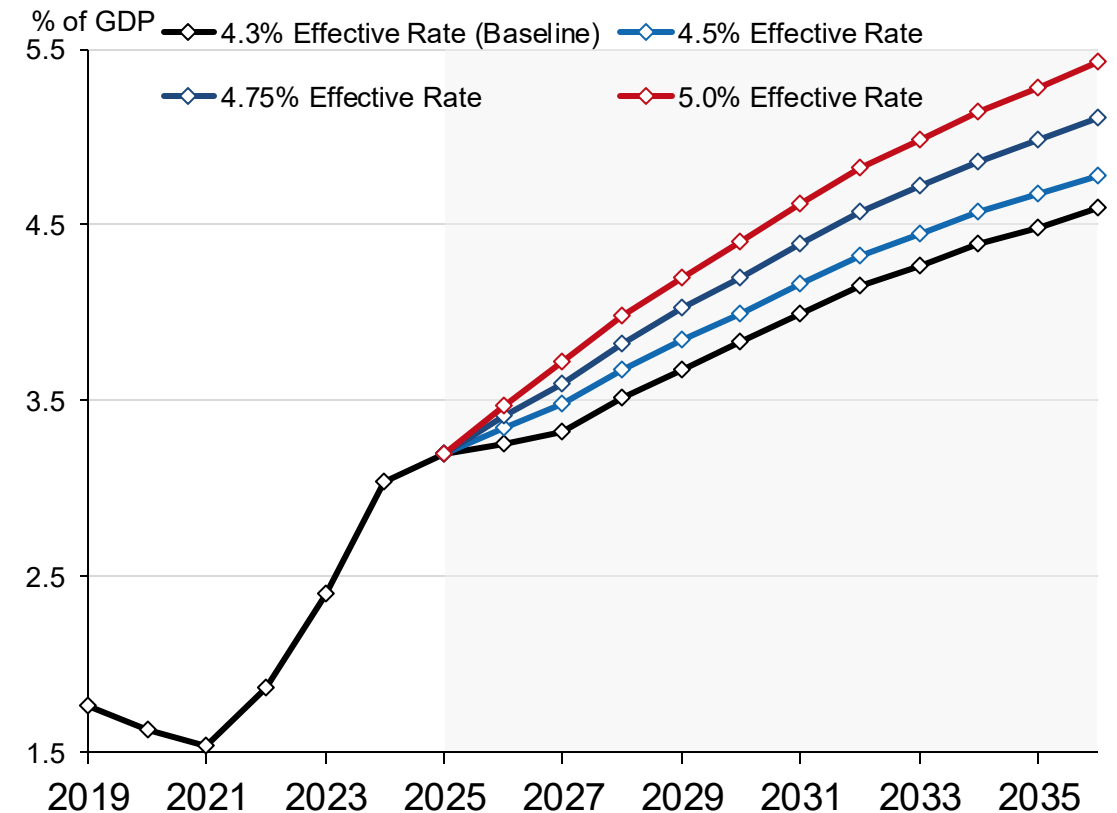
รายจ่ายดอกเบี้ยเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา โดยอยู่ที่ 3.2% ของ GDP ในปี 2025 เพิ่มขึ้นจากเพียง 1.5% ในปี 2021 ตามต้นทุนการกู้ยืมในตลาดการเงินที่สูงขึ้น



การประเมินผลกระทบของต้นทุนการเงินที่สูงขึ้นต่อภาระดอกเบี้ยจ่ายของรัฐบาล



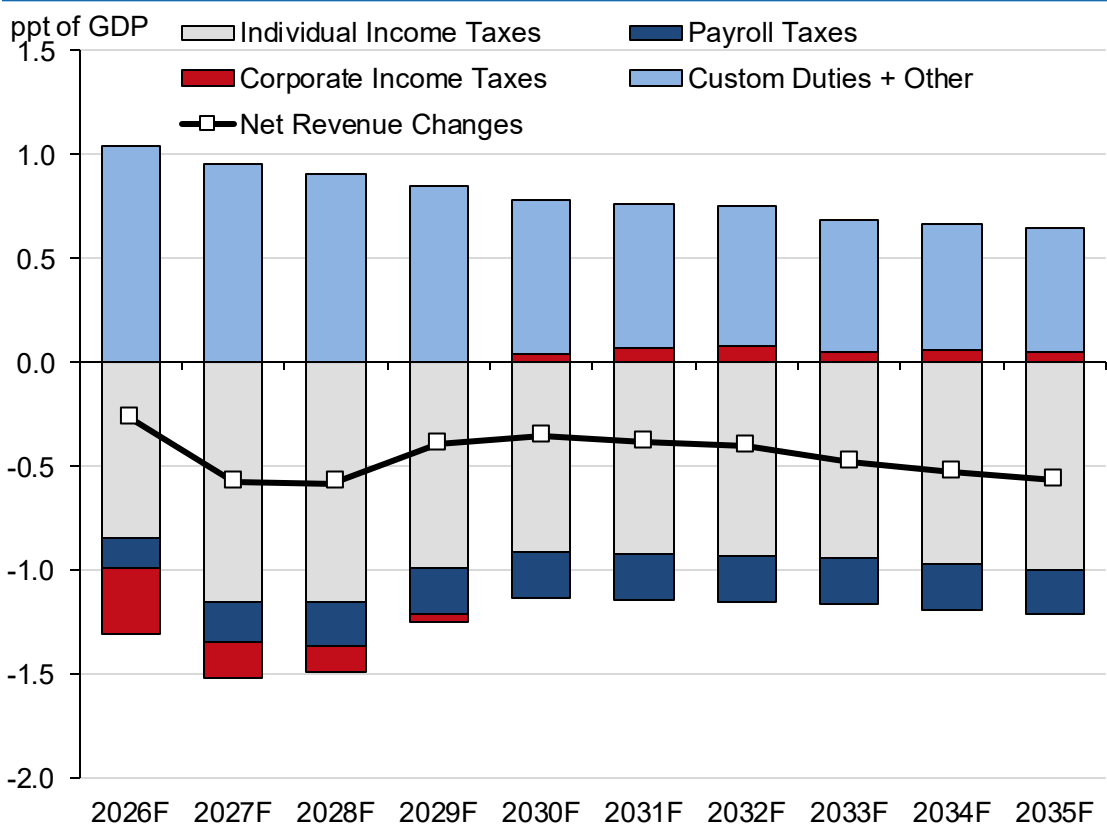
ภาระดอกเบี้ยจ่ายของรัฐบาลเมื่อคิดเป็นสัดส่วนของ GDP ภายใต้จากทัศน์ต่าง ๆ



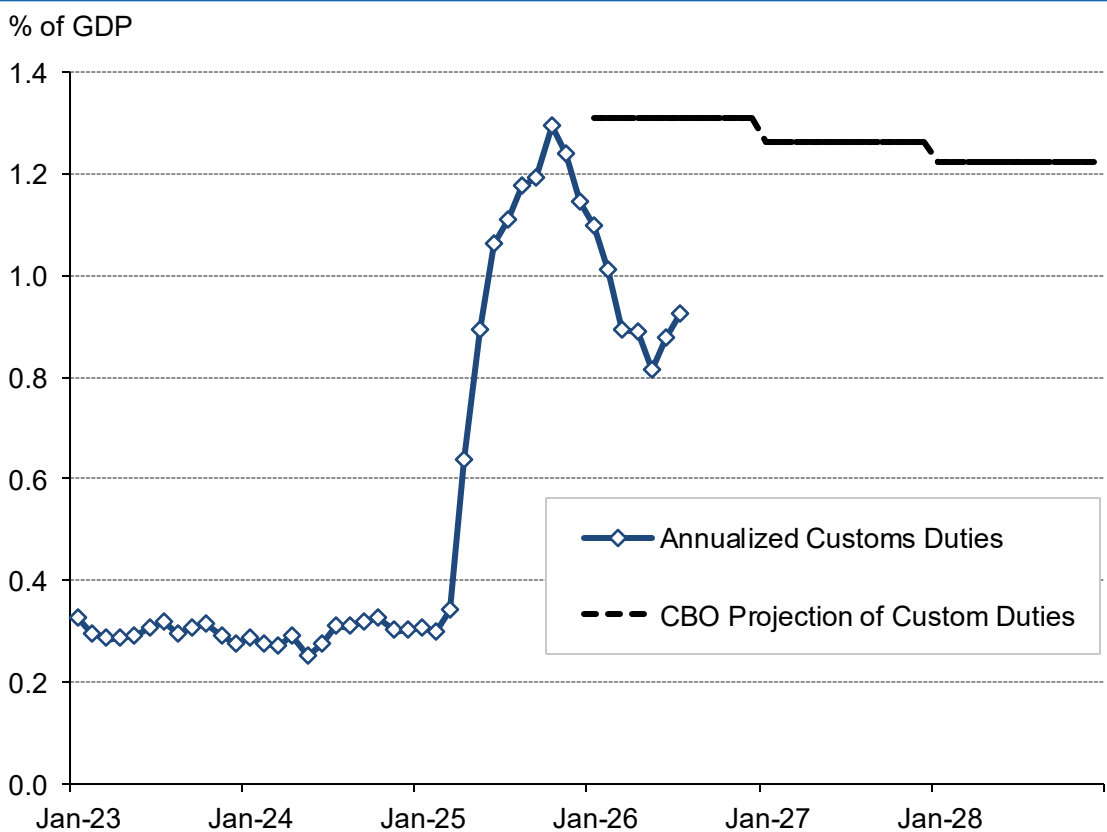
Source: US Congressional Budget Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ด้านการจัดเก็บภาษี รายรับจากภาษีศุลกากรในช่วงที่ผ่านมา ยังคงทรงตัวในระดับค่อนข้างต่ำ ซึ่งอาจสร้างความเสี่ยงด้านสูงต่อการขาดดุลการคลังในระยะสั้น

ผลกระทบของนโยบาย OBBBA และภาษีศุลกากรต่อการจัดเก็บภาษีของภาครัฐ



คาดการณ์รายได้จากภาษีศุลกากร เทียบกับการจัดเก็บจริงในช่วงที่ผ่านมา



Note: 1\ We compare the 2026 CBO long-term projection for U.S. government revenues (% of GDP) with the 2025 projection published prior to the OBBBA and tariff increases.
Source: CEIC, US Congressional Budget Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การขาดดุลการคลังที่สูงต่อเนื่องเป็นผลจากค่าใช้จ่ายของรัฐบาลที่เพิ่มขึ้นตามปัจจัยเชิงโครงสร้างทั้งเรื่องของโครงสร้างประชากรและอัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้น เพราะฉะนั้น การลดการขาดดุลการคลังอย่างยั่งยืนอาจต้องเริ่มที่การจัดเก็บภาษีเพิ่มเติมเพื่อชดเชยรายจ่ายที่สูงขึ้น



รายรับจากการจัดเก็บภาษีของรัฐบาลสหรัฐฯ เทียบกับ OECD ไม่รวมสหรัฐฯ

Unit: Percent of GDP	U.S.	Non-U.S. OECD Average	Revenue Gap US-OECD
Total Tax Revenue	25.6%	34.3%	-8.7%
Value Added Taxes	-	7.2%	-7.2%
Individual Income Taxes	10.3%	8.4%	1.9%
Social Security Contributions	6.0%	9.2%	-3.2%
Sales and Consumption Taxes	4.2%	3.4%	0.8%
Corporate Income Taxes	2.2%	3.6%	-1.4%
Property Taxes	2.7%	0.8%	1.9%
Other Payroll & Workforce Taxes	0.0%	0.5%	-0.5%
Others	0.2%	1.2%	-1.0%

มาตรการต่าง ๆ ที่หน่วยงาน CBO เสนอแนะ เพื่อให้รัฐบาลสามารถปรับลดการขาดดุลการคลังลง

Policy	Ranges of Estimate Savings (USD, bn), 10yrs	Average Saving per Year (% of GDP)
Reduce Medicare Advantage Benchmarks	489	0.1ppt
Reduce Medicare’s Coverage of Bad Debt	17 to 54	~0.0ppt
Consolidate Payments at Teaching Hospitals	94 to 103	~0.0ppt
Raise Full Retirement Age for Social Security	95	~0.0ppt
Increase 1-2% Individual Tax on Ordinary Income	570 to 1,185	0.2-0.3ppt
Impose New Payroll Tax (1-2% on Earnings)	1,282 to 2,540	0.3-0.7ppt
Impose Tax on Consumption (5% VAT Narrow/Broad base)	2,180 to 3,380	0.6-0.9ppt
Total from selected measures	4,727 to 7,846	1.2-2.0ppt

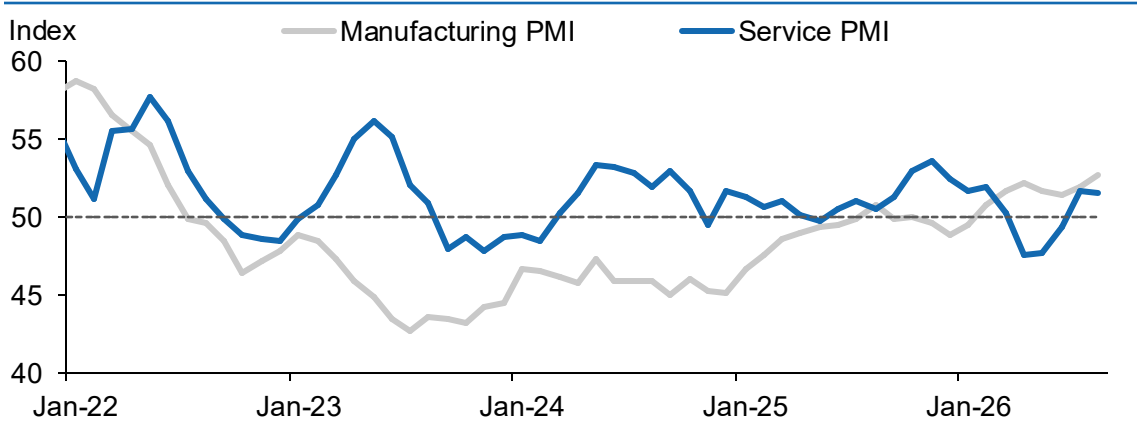
Source: OECD, Brookings, US Congressional Budget Office, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)



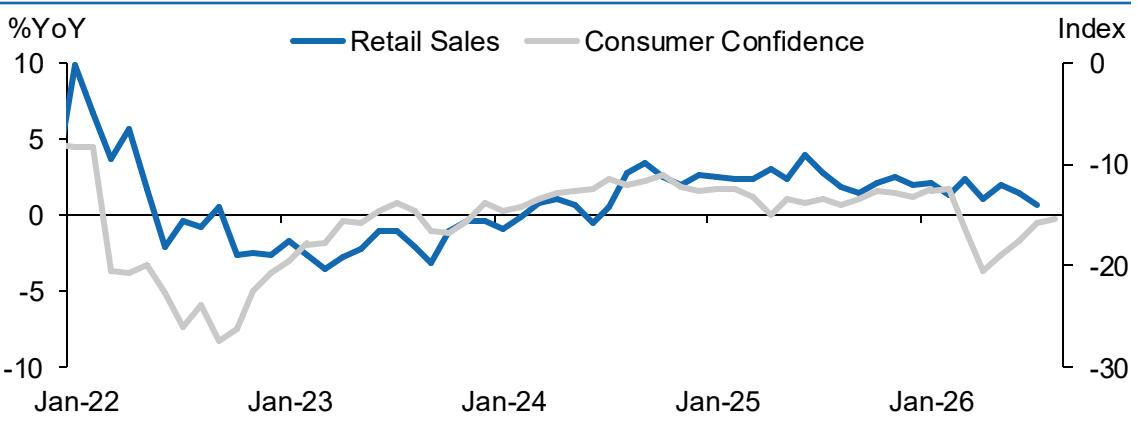
- อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศต่างๆ ในยูโรโซนล้วนปรับสูงขึ้นนับตั้งแต่เกิดสงครามระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน ซึ่งนำไปสู่การปิดช่องแคบฮอร์มุซ กระทบกับอุปทานพลังงานโลก สร้างความเสี่ยงด้านสูงต่ออัตราเงินเฟ้อและแนวโน้มดอกเบี้ยของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ซึ่งเป็นปัจจัยขับเคลื่อนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในช่วงที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ตลาดการเงินก็ได้ให้น้ำหนักกับประเด็นเรื่องความยั่งยืนทางการคลังด้วยเช่นกัน สะท้อนผ่านการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศต่างๆ นับตั้งแต่เดือน ม.ค.-ก.ย. 2026 โดยพบว่ายิ่งประเทศใดมีสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อขนาดเศรษฐกิจที่สูง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรของประเทศนั้นๆ ก็มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่าประเทศที่มีหนี้สาธารณะต่อเศรษฐกิจที่ต่ำ อาทิ ฝรั่งเศสและอิตาลี เป็นต้น อย่างไรก็ตาม ในช่วงไม่กี่สัปดาห์ที่ผ่านมา อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของประเทศฝรั่งเศสเริ่มทรงตัวในระดับสูงกว่าของประเทศที่เคยเผชิญวิกฤตหนี้สาธารณะในช่วงปี 2011 อย่างอิตาลี ซึ่งเป็นการสะท้อนความเสี่ยงเรื่องวินัยการคลังของฝรั่งเศสที่แก้ในหลายปีที่ผ่านมา ประกอบกับความไม่แน่นอนทางการเมืองที่ทรงตัวในระดับสูง
- เสถียรภาพทางการคลังของประเทศฝรั่งเศสกำลังปรับแก้อย่างต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมา โดยเมื่อเทียบสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ในปี 2025 กับ 2019 จะพบว่าสัดส่วนหนี้สาธารณะของฝรั่งเศสปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า +18ppt มากที่สุดเป็นอันดับสองในยูโรโซน ส่งผลให้หนี้สาธารณะเพิ่มขึ้นเป็น 115% ของ GDP ขณะที่ประเทศเยอรมนี อิตาลีและสเปน กลับมีสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ที่เพิ่มขึ้นเพียง +3-4ppt ในช่วงเวลาเดียวกัน นอกจากนี้ แม้เศรษฐกิจฝรั่งเศสจะหลุดพ้นจากวิกฤตโควิดและวิกฤตพลังงานมา แต่รัฐบาลกลับยังขาดดุลการคลังในระดับสูงที่ราว 5% ของ GDP ในปี 2025 ซึ่งมากกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศในยูโรโซนอย่างมีนัยสำคัญ ที่ขาดดุลเพียง 3.0% ในปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ เรามองว่าการขาดดุลการคลังของฝรั่งเศสที่สูงต่อเนื่องเป็นผลจากการใช้จ่ายของภาครัฐที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นสำคัญ มิใช่ความสามารถในการจัดเก็บภาษีที่ลดลง โดยนับตั้งแต่ปี 2000-ปัจจุบัน การใช้จ่ายภาครัฐต่อ GDP ปรับตัวขึ้นกว่า +4.4ppt ตามรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับความคุ้มครองทางสังคม (Social Protection) อาทิ ประกันสังคม การช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยและผู้ว่างงาน รวมถึงการอุดหนุนค่ารักษาพยาบาล ที่เพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ แม้รัฐบาลจะเสนอแผนการคลังระยะปานกลางที่รัดกุม โดยต้องการจะตัดสวัสดิการเพื่อลดการขาดดุลทางการคลัง แต่รัฐบาลกลับยังเป็นเสียงข้างน้อยในสภาและไม่สามารถผ่านกฎหมายปฏิรูปการใช้จ่ายได้ ส่งผลให้การขาดดุลจริงในแต่ละปี กลับสูงกว่าที่เคยเสนอผ่านแผนการคลังระยะปานกลางเรื่อยมา ขณะที่ตลาดเริ่มแสดงความกังวลชัดเจนผ่าน Bond Yield ที่สูงขึ้น

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

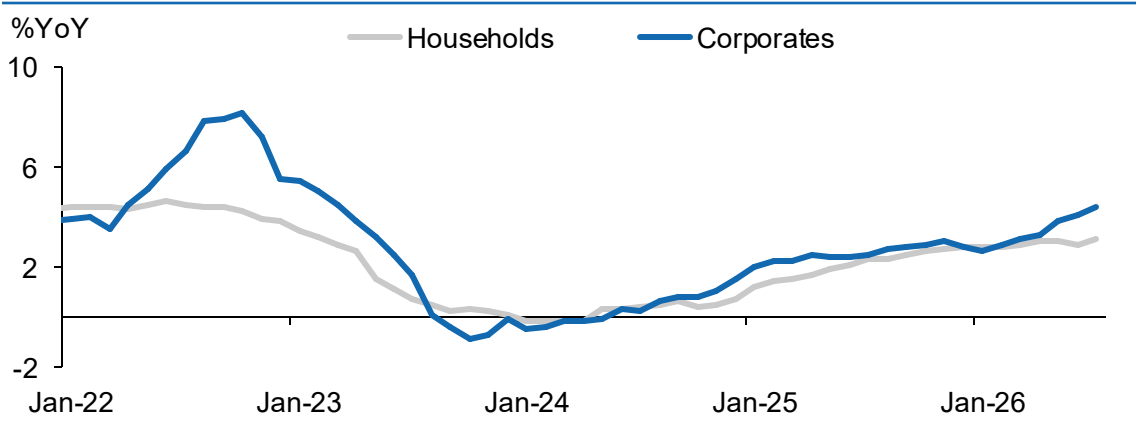
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



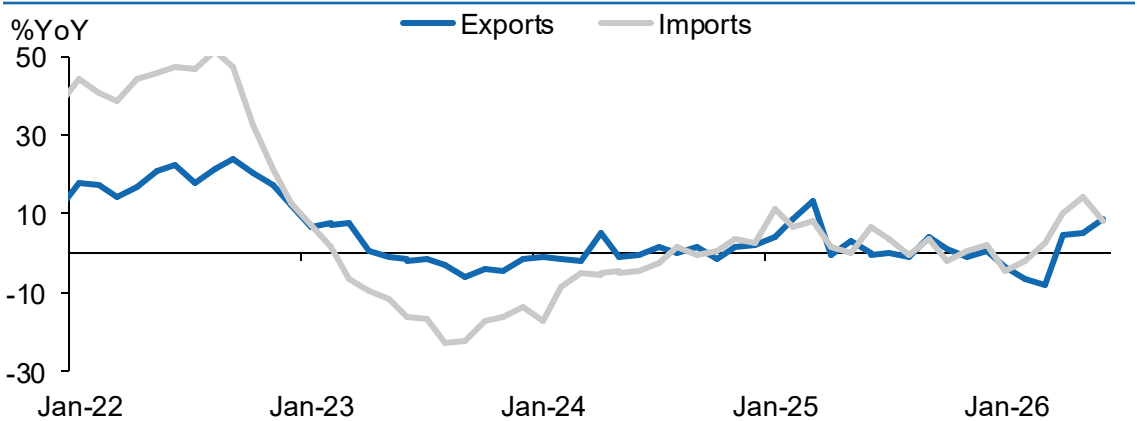
เครื่องชี้การบริโภค



เครื่องชี้ด้านสินเชื่อ



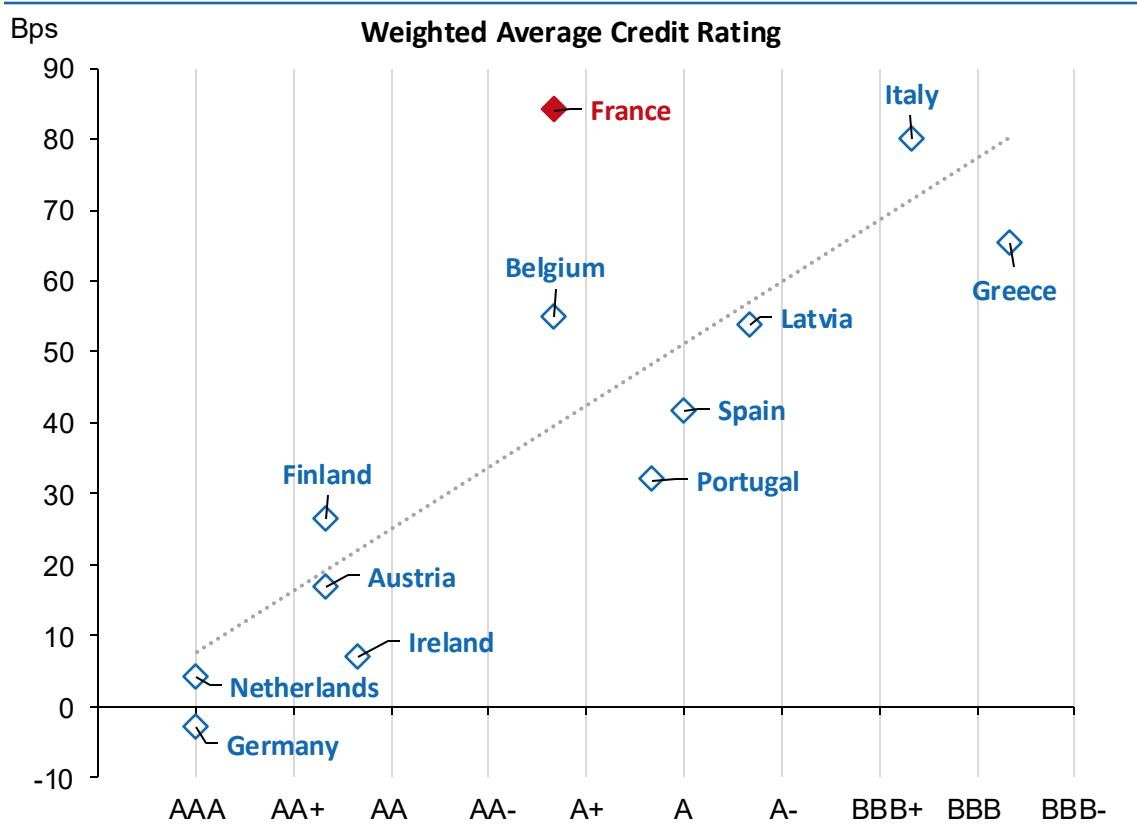
เครื่องชี้ด้านการค้า



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

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ของประเทศฝรั่งเศสเริ่มทรงตัวใน
ระดับสูงกว่าของประเทศที่เคยเผชิญวิกฤตหนี้สาธารณะในช่วงปี 2011 อย่างอิตาลี

ส่วนต่างระหว่าง Bond Yield 10 ปีกับสวอปดอกเบี้ย เทียบกับอันดับความ
น่าเชื่อถือของประเทศ



ประเด็นที่ต้องจับตาในระยะข้างหน้า

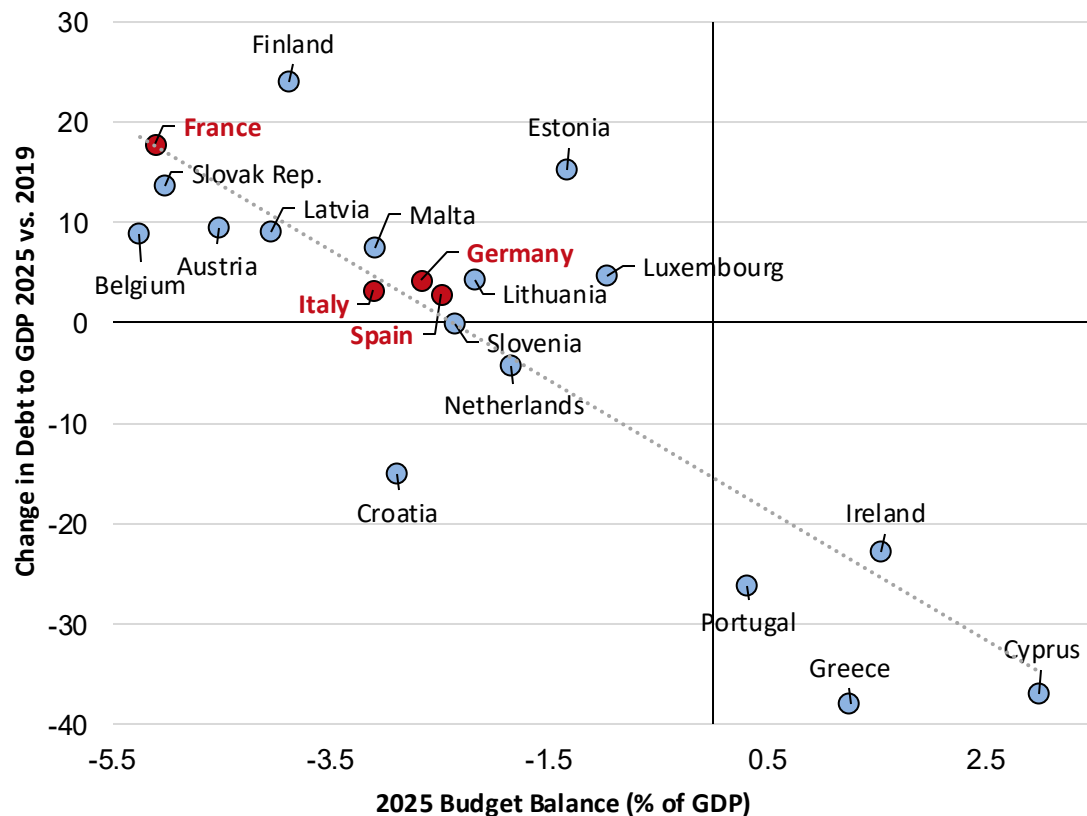
Timeline		Event
2026	27 Sep	Senate election
	30 Sep	2027 preliminary budget proposal
	Oct	National Rally (Far-right) to present alternative budget and present medium-term fiscal plan
	12 Oct - 17 Nov	State budget, first reading in National Assembly
	19 Nov - 09 Dec	Budget deadlines: government may enforce budget bills by ordinance unless rejected by Parliament
2027	28 Feb	End of parliamentary session (deadline for passing 2027 budget under special law)
	18 Apr	First round of Presidential election
	02 May	Second round of Presidential Election

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

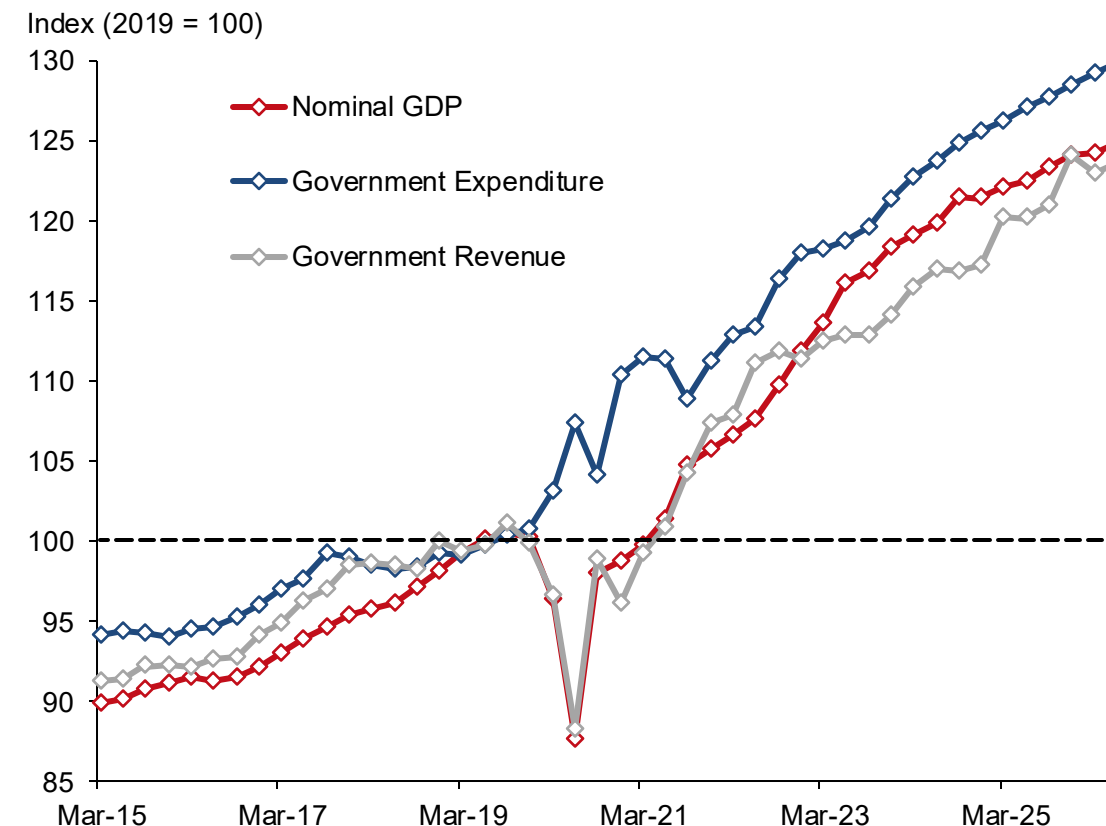
สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ของฝรั่งเศสปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า +18ppt นับตั้งแต่ปี 2019 มากที่สุดเป็นอันดับสองในยูโรโซน ขณะที่รัฐบาลยังขาดดุลการคลังในระดับสูงที่ราว 5% ของ GDP ในปี 2025



การเปลี่ยนแปลงของหนี้สาธารณะต่อ GDP ตั้งแต่ปี 2019 เทียบกับการขาดดุลการคลังของรัฐบาลในปี 2025



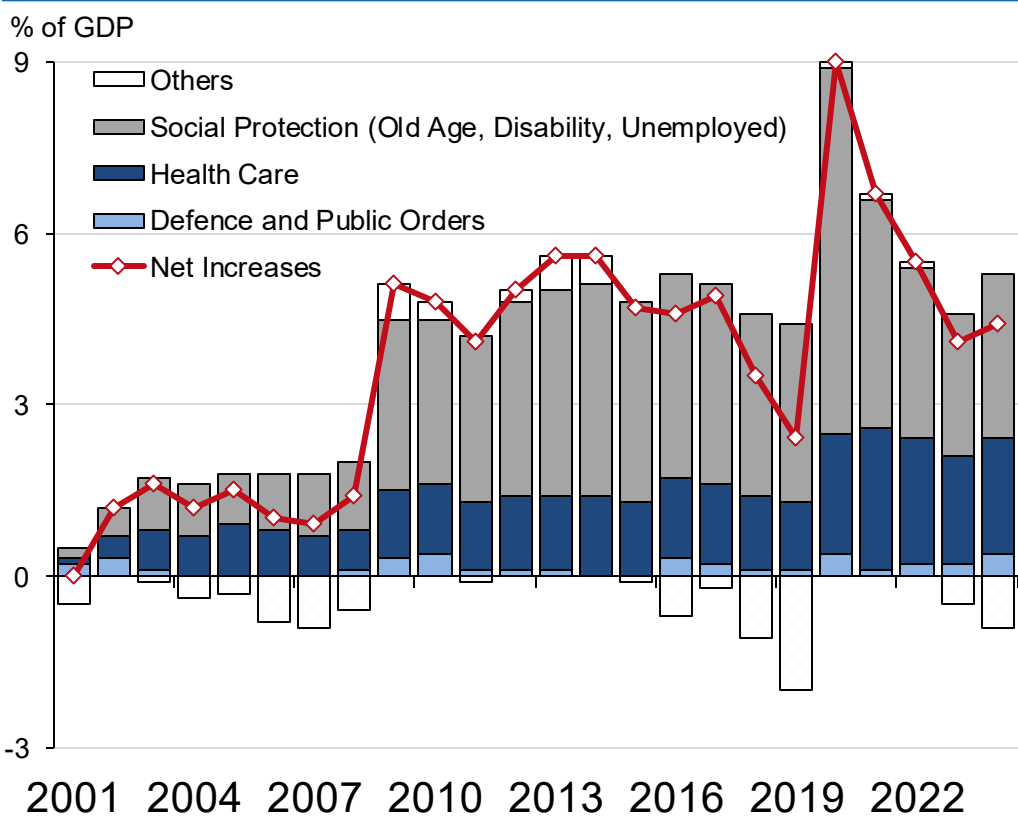
ขนาดของเศรษฐกิจฝรั่งเศสเทียบกับรายรับและรายจ่ายของภาครัฐ ในรูปดัชนี



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

การใช้จ่ายภาครัฐต่อ GDP ปรับตัวขึ้นกว่า +4.4ppt ตั้งแต่ปี 2000 ตามรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับความคุ้มครองทางสังคม อาทิ ประกันสังคม การช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยและผู้ว่างงาน รวมถึงการอุดหนุนค่ารักษาพยาบาล ที่เพิ่มสูงขึ้น

การใช้จ่ายของรัฐบาลฝรั่งเศสตั้งแต่ปี 2000-ปัจจุบัน เปลี่ยนแปลงไปเล็กน้อย
เพียงใดเมื่อเทียบกับขนาดของเศรษฐกิจ



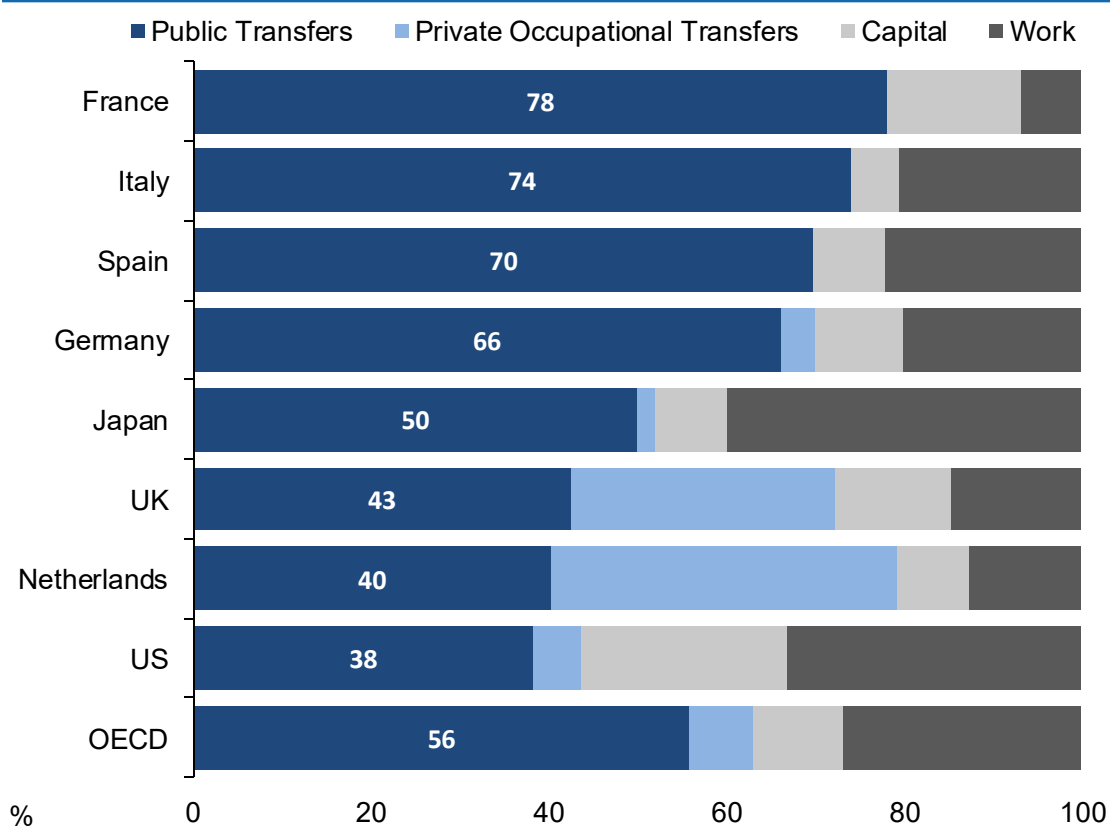
ที่มาของการใช้จ่ายของรัฐบาลฝรั่งเศสเทียบกับประเทศอื่นในยูโรโซน 1\

Spending By Function in 2024	France	Germany	Italy	Spain	Euro area	France - Euro area gap
Social Protection	32.5	28.0	27.9	25.1	27.6	4.9
o/w: Pensions	14.7	11.7	16.3	12.6	12.5	2.2
Health	11.8	10.9	8.3	9.2	10.3	1.5
Family	2.3	1.9	1.5	1.0	1.9	0.4
Unemployment	1.7	1.7	0.9	1.5	1.3	0.4
Personal Housing Benefits	0.7	0.4	0.0	0.0	0.4	0.3
Economic Affairs	5.7	5.4	5.1	5.1	5.2	0.4
o/w: Transport	2.1	2.7	2.4	1.8	2.4	-0.3
General Economic Affairs	1.5	0.8	0.8	1.3	1.1	0.5
Fuel and Energy	0.5	0.7	0.6	0.4	0.6	0.0
Education, Recreation & Environment	7.6	6.1	5.8	6.3	6.6	0.9
Defence and Public Orders	3.6	3.0	3.1	2.7	3.1	0.6
Housing Subsidies & General Service	5.6	5.7	4.5	3.8	4.9	0.7
Public Debt Interest	2.0	1.1	4.0	2.5	1.9	0.1
Total Public Spending	57.0	49.4	50.4	45.5	49.4	7.6

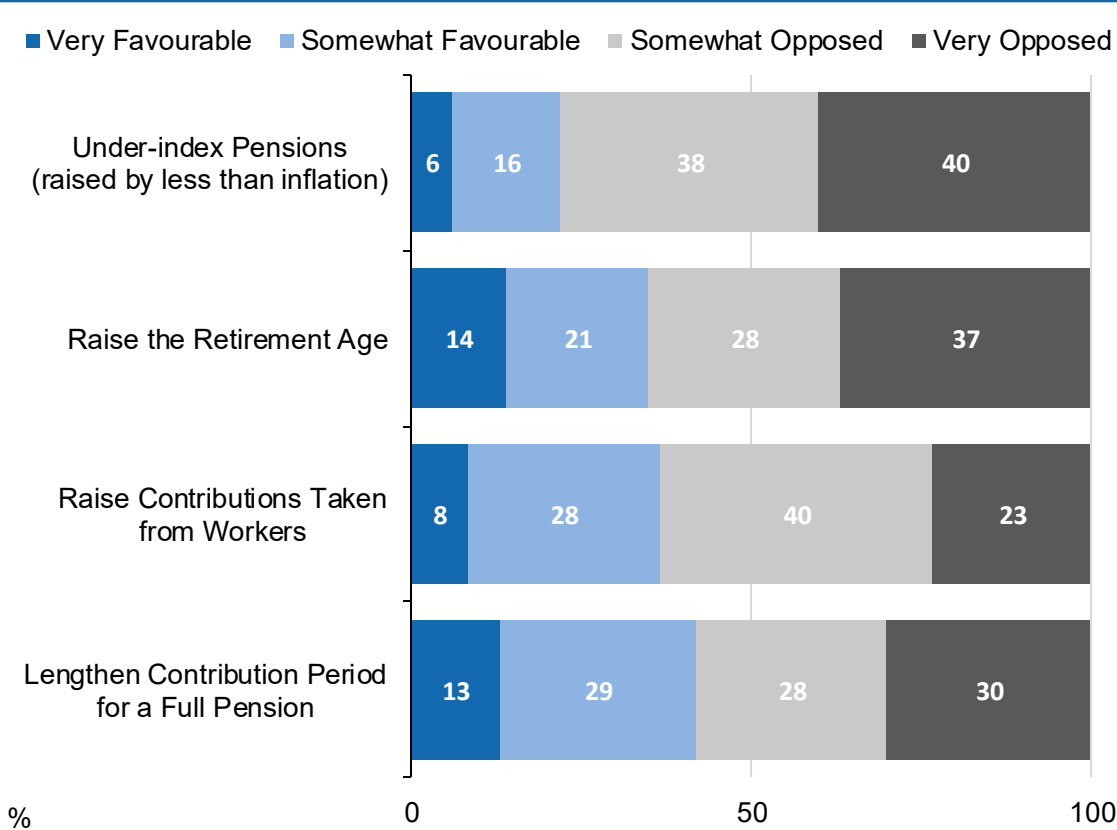
Note: 1\ Social protection combines GF10 and health (GF07). Pension spending includes old age (GF10.2) and survivors' benefits (GF10.3), while health includes GF07 and sickness and disability benefits (GF10.1). Figures may differ slightly from national accounts due to classification differences and rounding.
Source: European Commission, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ผลสำรวจในประเทศฝรั่งเศสชี้ว่าประชาชนส่วนใหญ่ไม่เห็นด้วยกับการปฏิรูประบบบำนาญ

แหล่งที่มาของรายได้ผู้สูงอายุในประเทศต่างๆ



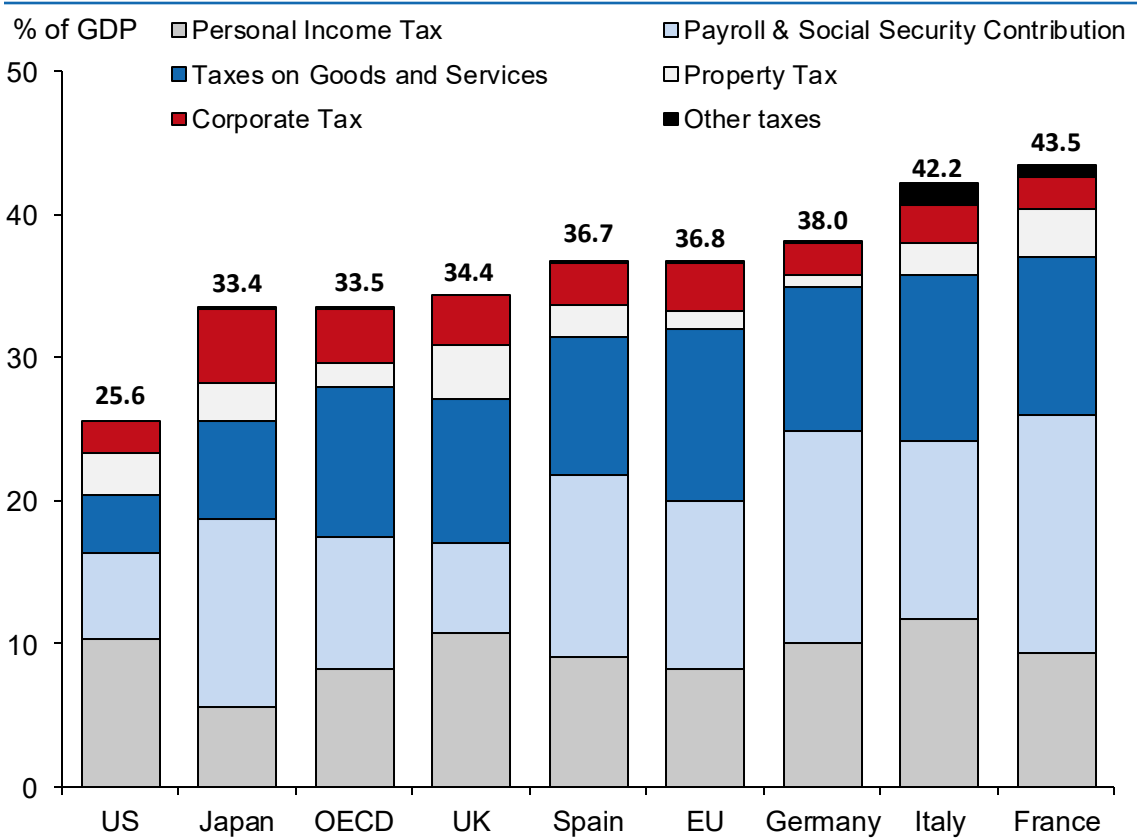
ผลสำรวจประชาชนในประเทศฝรั่งเศสเกี่ยวกับการปฏิรูประบบบำนาญ



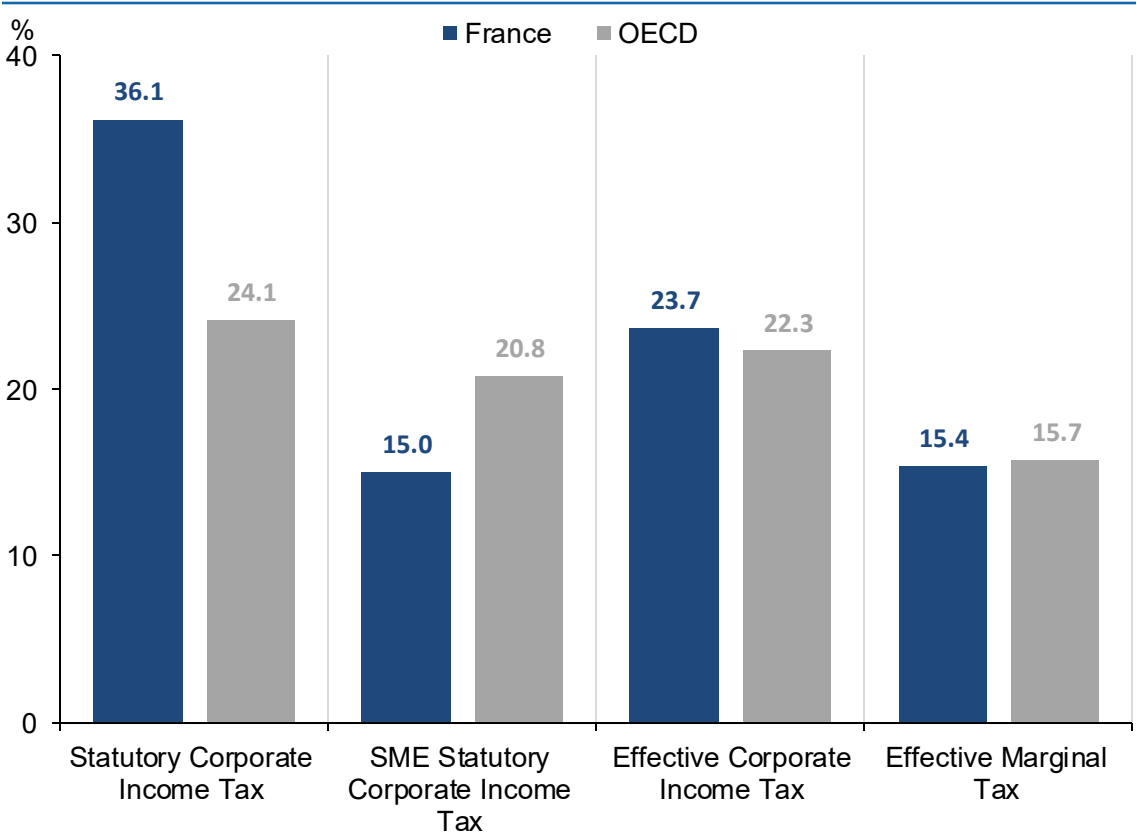
Source: OECD, Elabe, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เรามองว่ารัฐบาลฝรั่งเศสไม่สามารถพึ่งพาการขึ้นภาษีเพื่อชดเชยการขาดดุลการคลังได้อย่างยั่งยืน

ที่มาของรายได้รัฐบาลของแต่ละประเทศใน OECD เมื่อเทียบกับ GDP



อัตราภาษีของนิติบุคคลในฝรั่งเศสเทียบกับ OECD



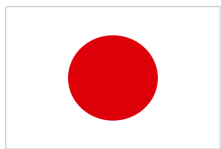
Source: OECD global revenue statistics database, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความยั่งยืนด้านการคลังของประเทศฝรั่งเศสกำลังปรับแย่ลงอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมา

เครื่องชี้สุขภาพทางการคลังของประเทศต่าง ๆ

Comparing Fiscal Situation	Euro Area Economies							Others		
	France	Italy	Greece	Germany	Spain	Netherlands	Eurozone	United Kingdom	Japan	United States
Fiscal Position										
Gross Debt (% of GDP)	116	137	146	63	100	43	87	102	207	124
Net Debt (% of GDP)	109	128	N/A	47	85	36	74	94	136	97
Net Lending/Borrowing (% of GDP)	-5.1	-3.1	1.3	-2.7	-2.5	-1.8	-3.0	-5.4	-1.1	-6.8
Primary Balance (% of GDP)	-3.1	0.5	4.4	-1.8	-0.4	-1.2	-1.4	-2.8	-0.9	-3.2
Interest Expenditure (% of GDP)	2.0	3.6	3.2	0.9	2.1	0.6	1.6	2.6	0.2	3.7
Government Size										
Expenditure (% of GDP)	57	51	50	51	45	45	50	44	37	38
Revenue (% of GDP)	52	48	51	48	42	43	47	38	36	31
Debt Management										
Average Maturity (Years)	8.2	7.0	8.9	8.3	7.7	9.2	8.2	13.9	8.6	5.9
Debt Held by Non-residents (% Share of Total)	54	34	71	51	49	49	57	18	11	24
Expectations of Future Fiscal Position										
Primary Balance in 2030 (% of GDP)	-0.3	1.7	2.8	-2.4	0.4	-1.4	-0.8	1.3	-2.2	-3.3
PPT Change in Primary Balance from 2025	2.8	1.2	-1.6	-0.6	0.7	-0.2	0.6	4.1	-1.4	-0.1
Gross Debt in 2030 (% of GDP)	121	136	116	72	92	47	89	103	194	139
ESU Risk Assessment: 1 = less vulnerable, 5 = more vulnerable										
Country Score	3.4	3.4	3.1	2.7	3.1	2.3	2.8	3.3	2.6	4.3

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

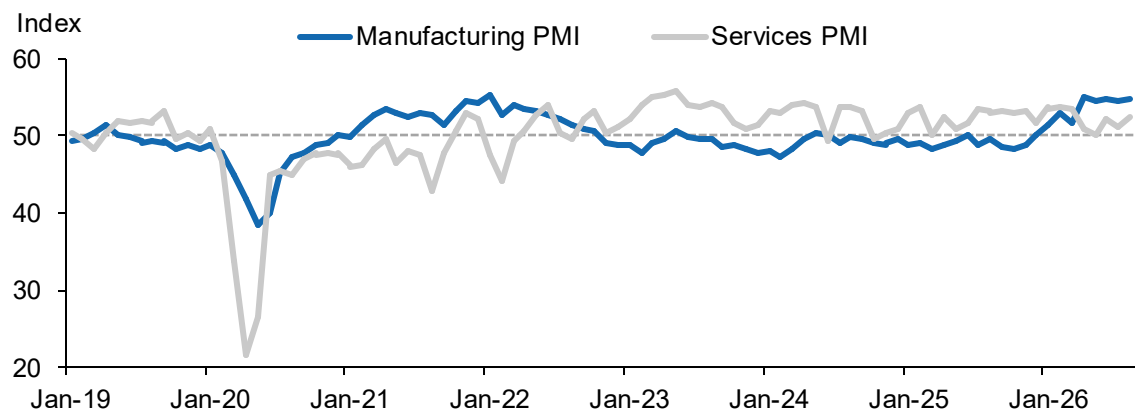


- เงินเยนของญี่ปุ่นปรับตัวแข็งค่าขึ้นอย่างเห็นได้ชัดในช่วงต้นเดือนกันยายน 2026 โดยได้รับแรงหนุนจากการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (Bank of Japan: BoJ) มีแนวโน้มดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น หลังจากหนึ่งในสมาชิกคณะกรรมการ BoJ คุณฮาจิเมะ ทาคาตะ (Hajime Takata) ได้ส่งสัญญาณเปิดกว้างต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในขนาดที่มากกว่า 25bps (Jumbo hikes) และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องติดต่อกันทุกการประชุม (Back-to-back meetings) ซึ่งบ่งชี้ถึงความต้องการที่เพิ่มขึ้นภายในคณะกรรมการสำหรับการคุมเข้มนโยบายการเงินที่รวดเร็วขึ้น ท่าทีดังกล่าวเกิดขึ้นพร้อมถ้อยแถลงของผู้อำนวยการ คาซุโอะ อุเอดะ (Governor Kazuo Ueda) ภายหลังการประชุม G20 ซึ่งเขาได้ชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงด้านสูงของอัตราเงินเฟ้อ (Upside Inflation Risks) ว่าเป็นปัจจัยสำคัญในการพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ซึ่งยังคงย้ำมุมมองที่ว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มเกิดขึ้นในการประชุมเดือนกันยายนนี้ ส่งผลให้ตลาดปรับคาดการณ์แนวโน้มการขึ้นดอกเบี้ยของ BoJ และส่งผลให้เงินเยนแข็งค่าขึ้น
- อย่างไรก็ตาม เรามองว่า การคาดการณ์ของตลาดต่อการคุมเข้มนโยบายการเงินเชิงรุก (Aggressive Tightening) อาจมากเกินไปจริง (Overstretched) โดยเมื่อพิจารณาจากการดำเนินนโยบายการเงินในอดีต การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยขนาดใหญ่ (Jumbo Hikes) หรือการปรับขึ้นแบบต่อเนื่องได้เกิดขึ้นเฉพาะในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อพุ่งสูงแตะระดับเลขสองหลักระหว่างวิกฤตการณ์น้ำมันในทศวรรษ 1970 หรือช่วงที่ราคาสินทรัพย์เกิดความร้อนแรงอย่างรุนแรงในช่วงปลายทศวรรษ 1980 เท่านั้น ซึ่งในปัจจุบันไม่ปรากฏทั้งสองเงื่อนไขดังกล่าว โดยอัตราเงินเฟ้อกำลังมีเสถียรภาพอยู่ใกล้ระดับเป้าหมายที่ 2% และการปรับตัวขึ้นของตลาดหุ้นก็ปราศจากภาวะฟองสบู่ในราคาที่ดีและการขยายตัวของสินเชื่ออย่างก้าวกระโดดเหมือนที่เคยพบในยุคฟองสบู่ ด้วยเหตุนี้ BoJ จึงไม่จำเป็นต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยในขนาดที่สูงกว่าปกติหรือเร่งขึ้นดอกเบี้ยในทุกการประชุม โดยเราคาดการณ์ว่า BoJ จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 25 bps สู่ระดับ 1.25% ในการประชุมเดือนกันยายน และมีแนวโน้มว่าจะตามมาด้วยการปรับขึ้นเพิ่มเติมอีกหนึ่งครั้งในเดือนธันวาคมหรือมกราคม ซึ่งจะนำพาอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปสู่ระดับปลายทาง (Terminal Rate) ที่ประมาณ 1.75% ภายในช่วงกลางปี 2027
- นอกเหนือจากนโยบายการเงินแล้ว ค่าเงินเยนที่แข็งขึ้นได้รับแรงหนุนจากการคาดการณ์ถึงการทบทวนการจัดสรรสัดส่วนสินทรัพย์ลงทุน (Asset Allocation Review) ของกองทุนบำนาญบำนาญแห่งประเทศญี่ปุ่น (Government Pension Investment Fund: GPIF) หลังอัตราผลตอบแทนพันธบัตรในประเทศสูงขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งเมื่อพิจารณาจากฐานสินทรัพย์ของกองทุนที่มีมูลค่าราว 2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ แม้เพียงการปรับสัดส่วนภายในกรอบเป้าหมายที่ระดับ 5% ก็จะทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนระดับแสนล้านดอลลาร์สหรัฐได้ ซึ่งหากประเด็นดังกล่าวเกิดขึ้นจริงจะถือเป็นแรงหนุนสำคัญสำหรับการแข็งค่าของค่าเงินเยนในระยะยาว ทั้งนี้ ในระยะสั้น เรายังมองว่าค่าเงินเยนมีแนวโน้มเอียงไปทางด้านอ่อนในกรอบ 155-160 เยนต่อดอลลาร์สหรัฐ จากการส่งสัญญาณที่เข้มงวดของธนาคารกลางสหรัฐ ความกังวลเรื่องฐานะการคลังของญี่ปุ่น ตลอดจนจรรยาบรรณพลังงานที่สูงขึ้น ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยกดดันด้านอ่อนของค่าเงินเยน

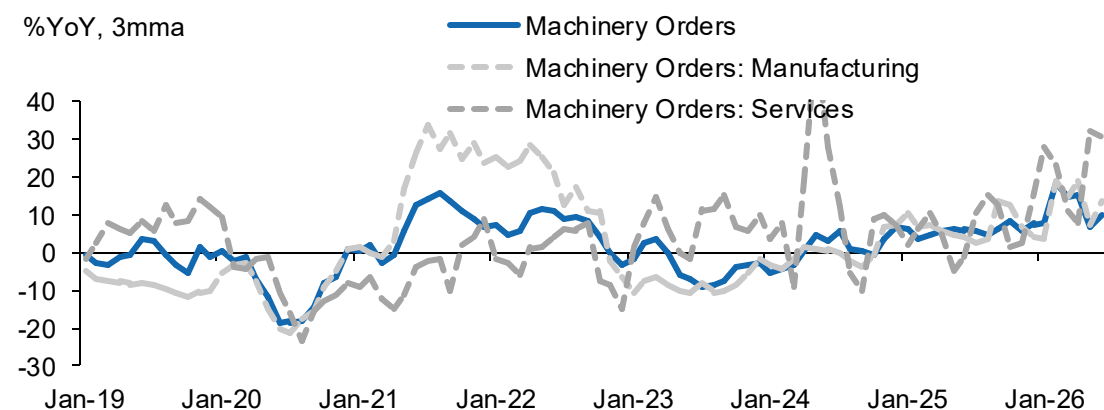
กิจกรรมทั้งในภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวดีขึ้นในเดือนสิงหาคม ขณะที่ภาคการส่งออกยังคงแข็งแกร่ง



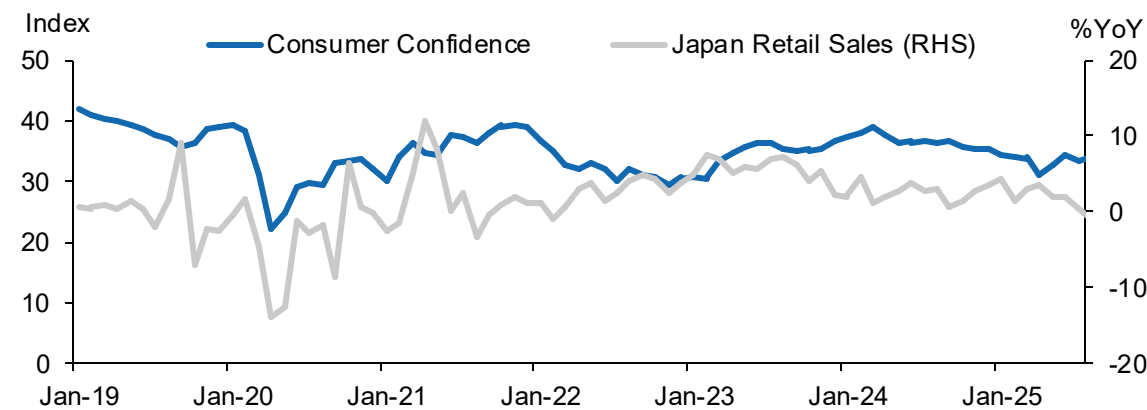
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและบริการ



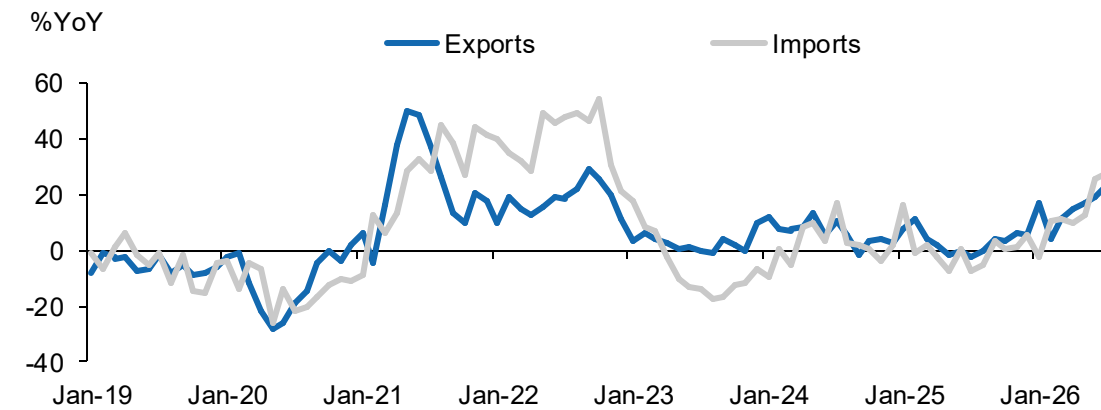
เครื่องชี้ด้านการลงทุน



ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีก



การส่งออกและนำเข้า



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

Overview

US

EU

JP

CN

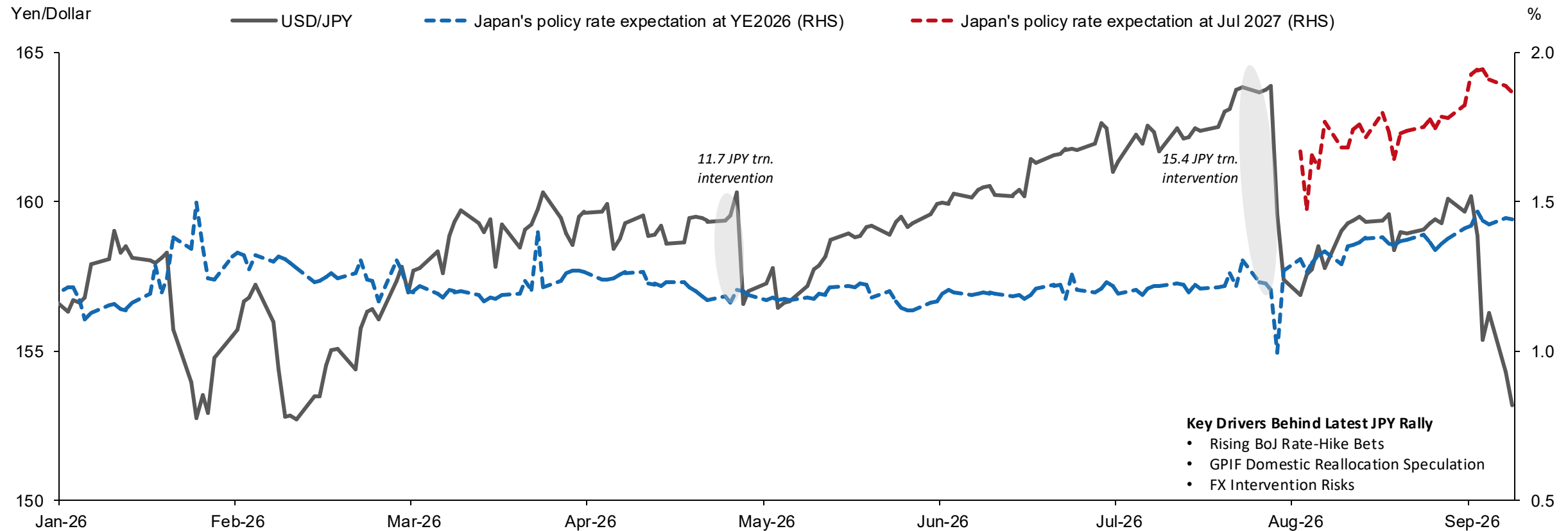
TH

Market Outlook

ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วในเดือนนี้ท่ามกลางการคาดการณ์ของตลาดต่อการเปลี่ยนผ่านนโยบายภายในประเทศ โดยเฉพาะจากคาดการณ์ว่า BoJ อาจเร่งขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ค่าเงินเยน และการคาดการณ์ของตลาดถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ BoJ ณ สิ้นปี 2026 และ ณ เดือน ก.ค. 2027



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

Overview

US

EU

JP

CN

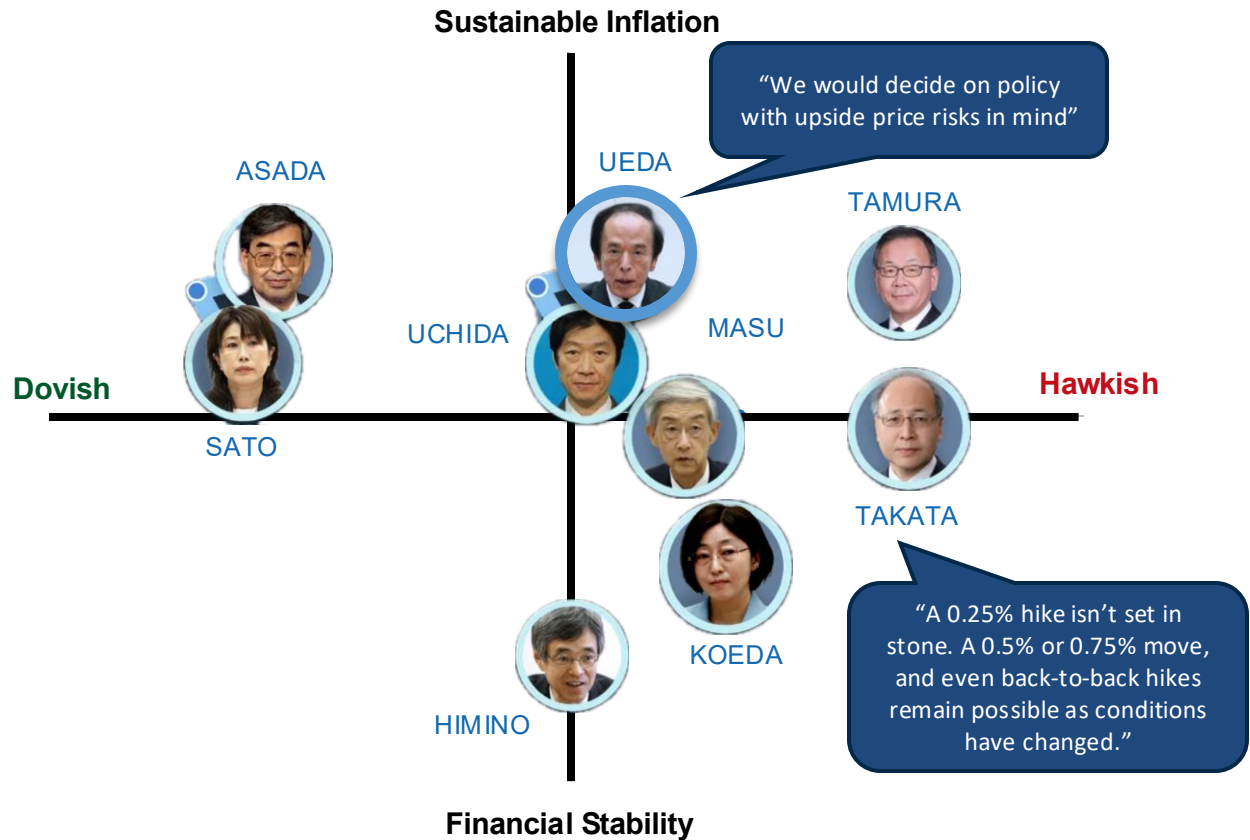
TH

Market Outlook

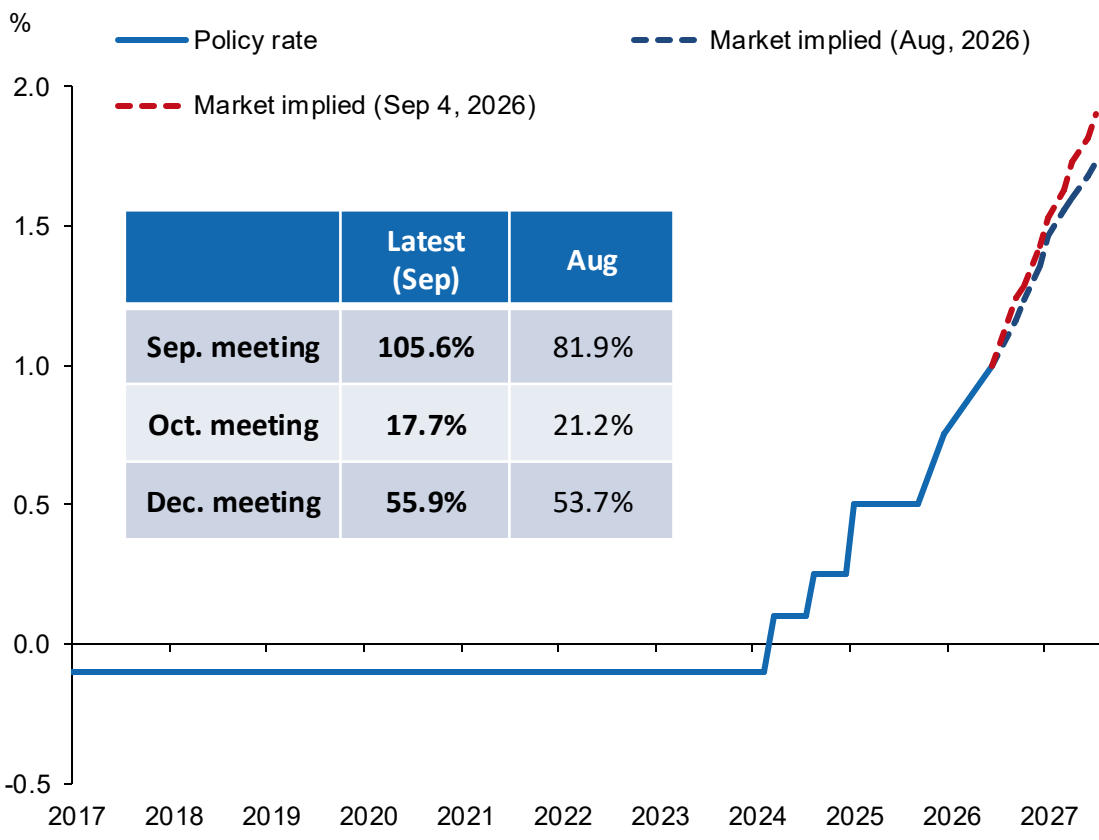
การปรับคาดการณ์ดังกล่าวเกิดขึ้นหลังจากหนึ่งในคณะกรรมการ BoJ ออกมาสื่อสารถึงความเป็นไปได้ในการ
ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่า 25bps (Jumbo Hikes) และการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยต่อเนื่องกันทุกการประชุม



คณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่น^{1\}



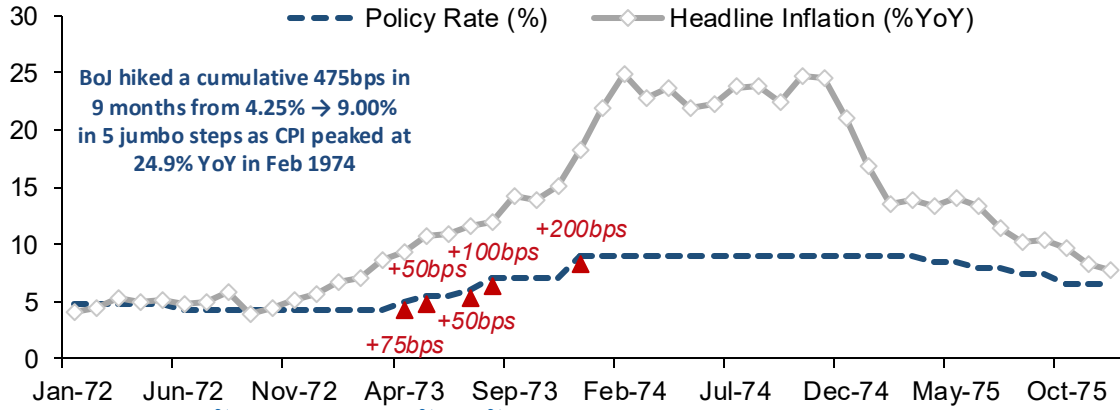
คาดการณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของญี่ปุ่นโดยผู้ร่วมตลาด



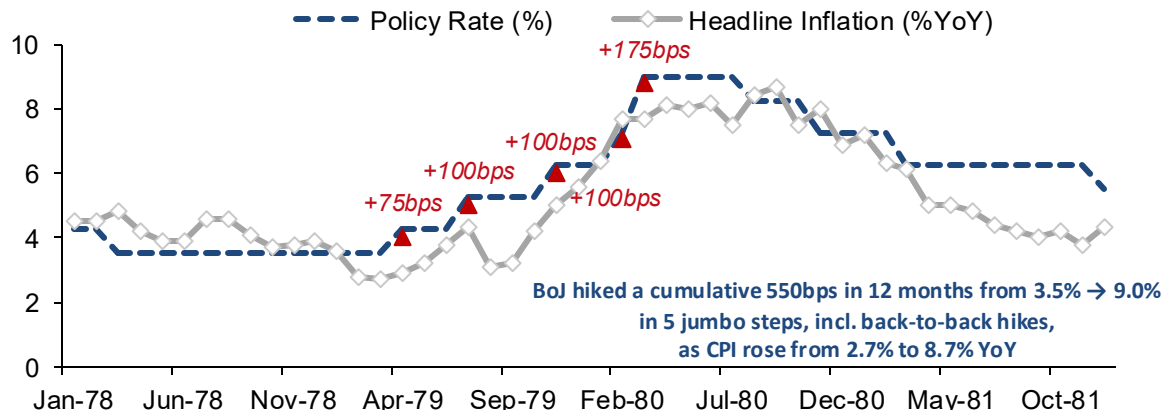
Note: 1\ Blue dots denote a 'shared position', indicating board members who hold the exact same policy stance on the chart.
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อย่างไรก็ดี ในอดีตการคุมเข้มนโยบายการเงินอย่างรวดเร็วและรุนแรงของ BoJ มักเกิดขึ้นจากอัตราเงินเฟ้อที่พุ่งสูงหรือภาวะฟองสบู่ในราคาสินทรัพย์

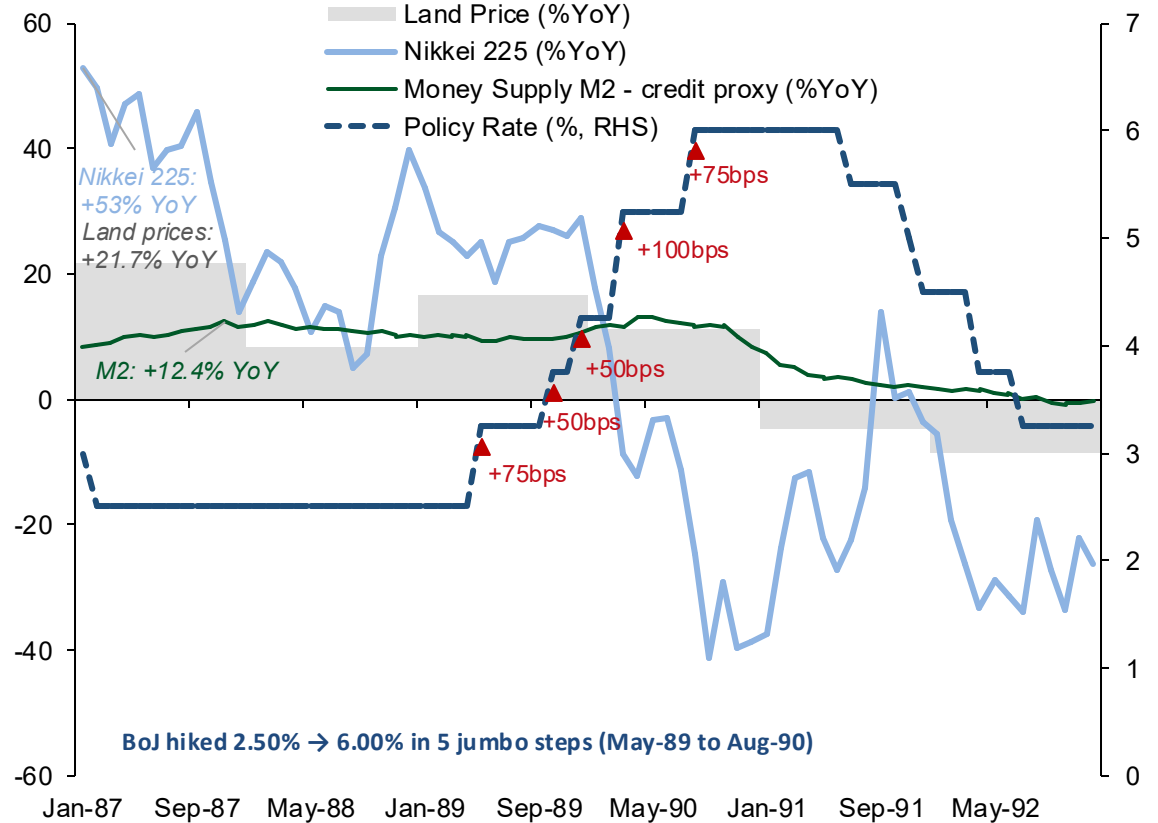
สถิติการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งใหญ่ (Jumbo Hikes) ของญี่ปุ่นในอดีต:
วิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 1 (ปี 1972–1975)



สถิติการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งใหญ่ (Jumbo Hikes) ของญี่ปุ่นในอดีต:
วิกฤตการณ์น้ำมันครั้งที่ 2 (ปี 1979–1981)



สถิติการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งใหญ่ (Jumbo Hikes) ของญี่ปุ่นในอดีต:
ยุคฟองสบู่ราคาสินทรัพย์ (ปี 1988–1991)

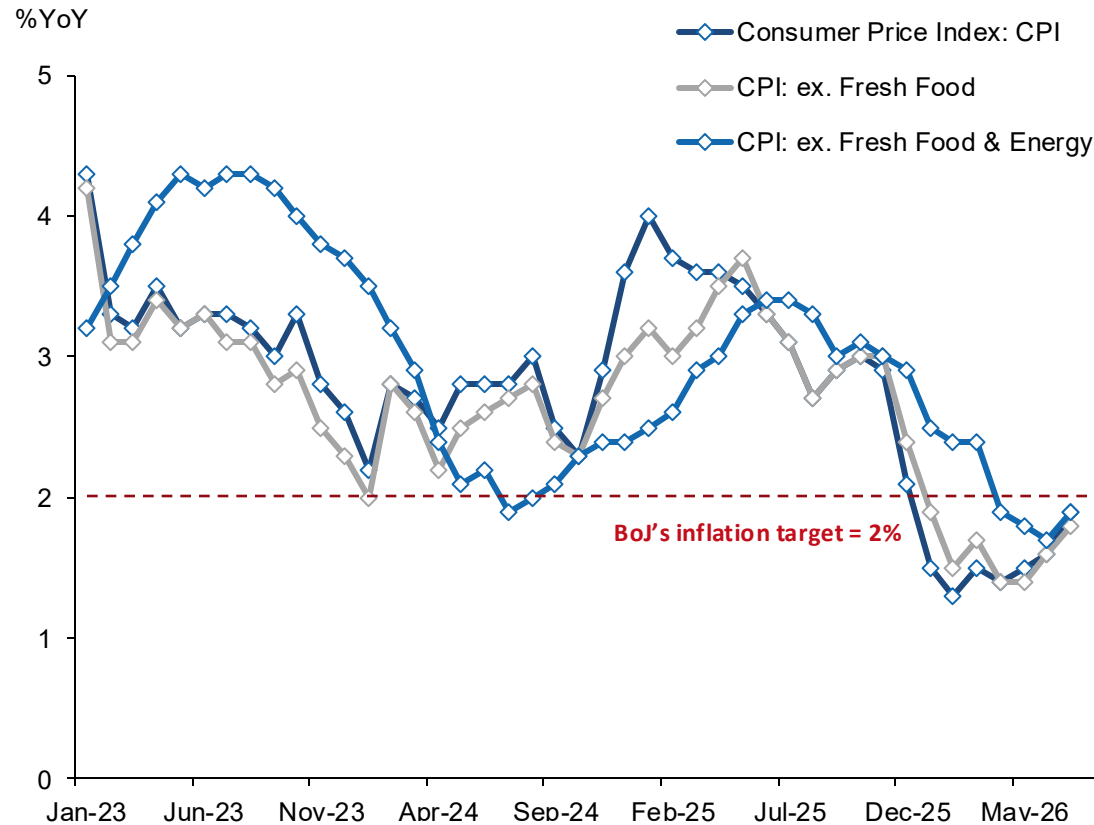


Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

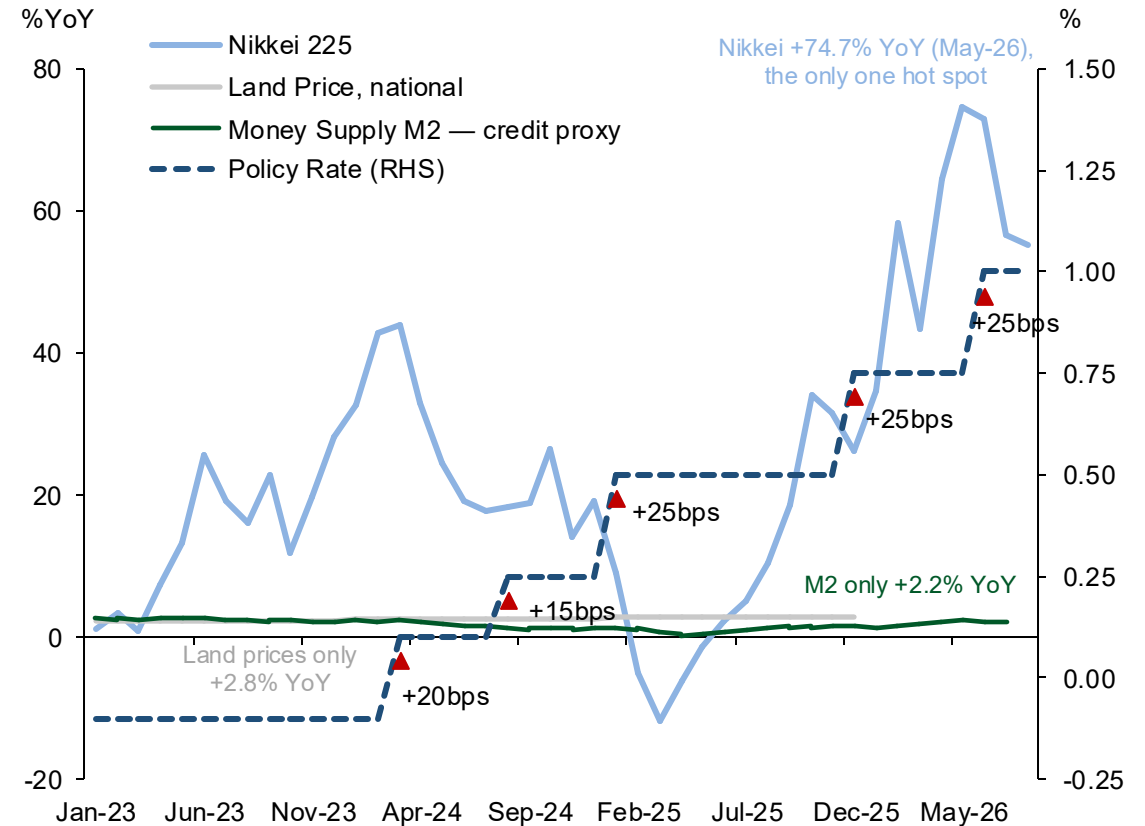
ซึ่งในปัจจุบันไม่ปรากฏทั้งสองเงื่อนไขดังกล่าว โดยอัตราเงินเฟ้อยังคงทรงตัวอยู่ที่ใกล้เคียงระดับเป้าหมาย 2% ของ BoJ และไม่มีสัญญาณของฟองสบู่ในราคาสินทรัพย์ในวงกว้าง



อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่น



ราคาสินทรัพย์และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของญี่ปุ่น

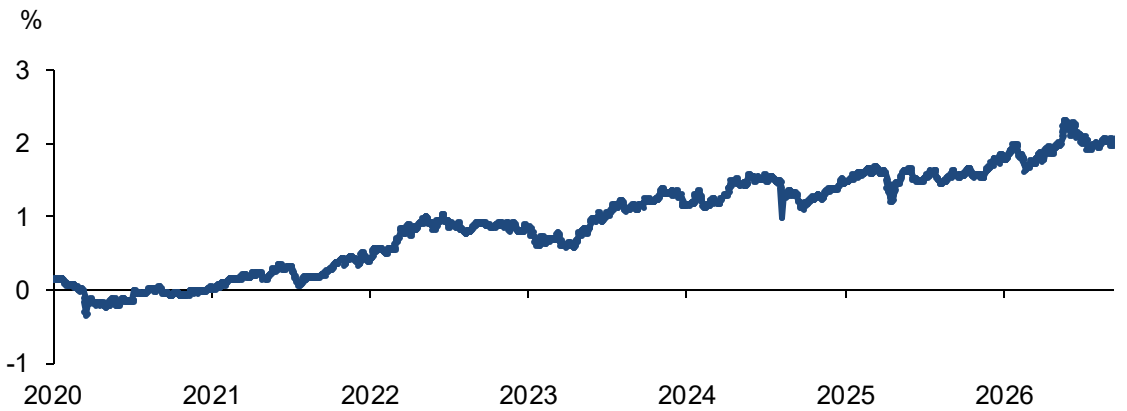


Source: CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

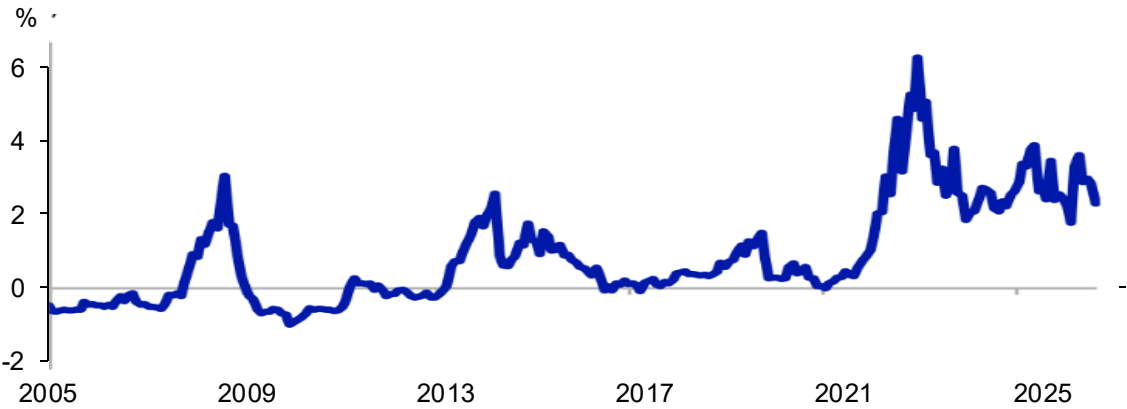
เราคาดว่า BoJ มีแนวโน้มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งละ 25bps สู่ระดับกึ่งกลางของ Neutral rate ที่ 1.75% ในปีหน้า โดยคาดการณ์เงินเฟ้อยังมีแนวโน้มทรงตัว ส่งผลให้ไม่มีความจำเป็นต้องเร่งคุมเข้มเชิงนโยบาย



การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของญี่ปุ่น (10-year Breakeven Inflation)

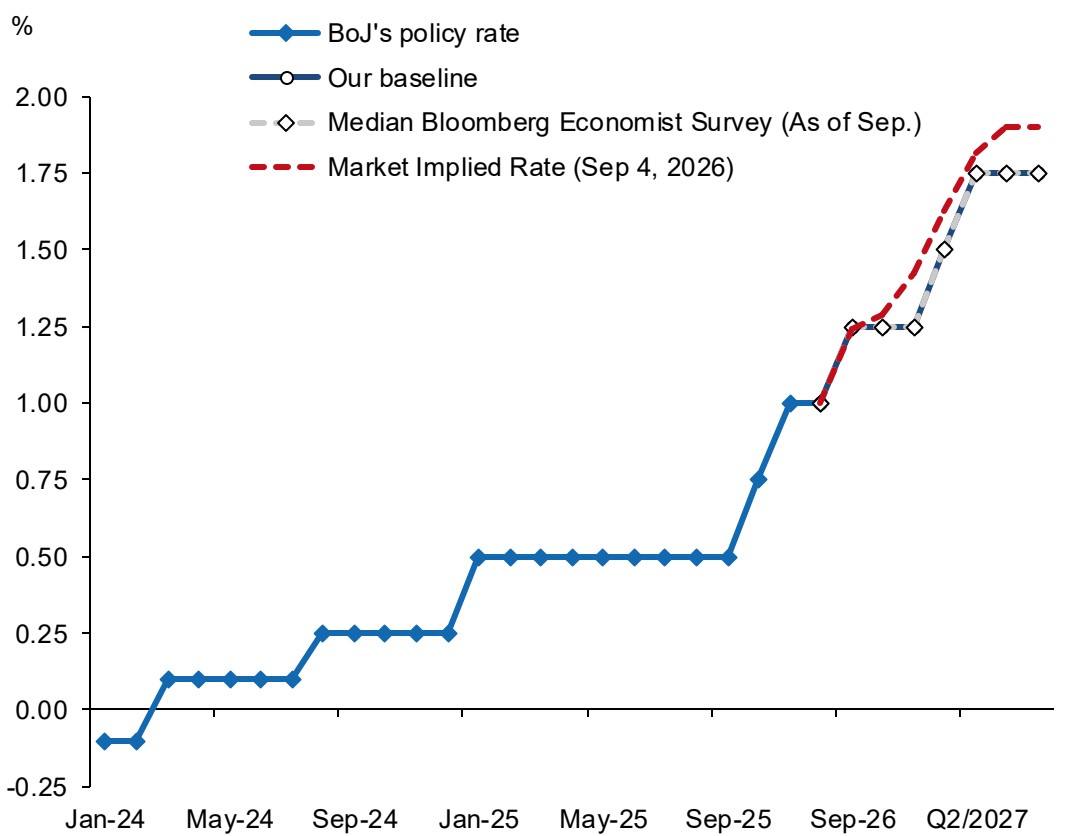


การคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อของภาคครัวเรือน (ล่วงหน้า 1 ปี)^{1\}



Note: 1\ Inflation expectations are estimated by Carlson-Parkin method.
Source: Bloomberg, Deutsche Securities, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

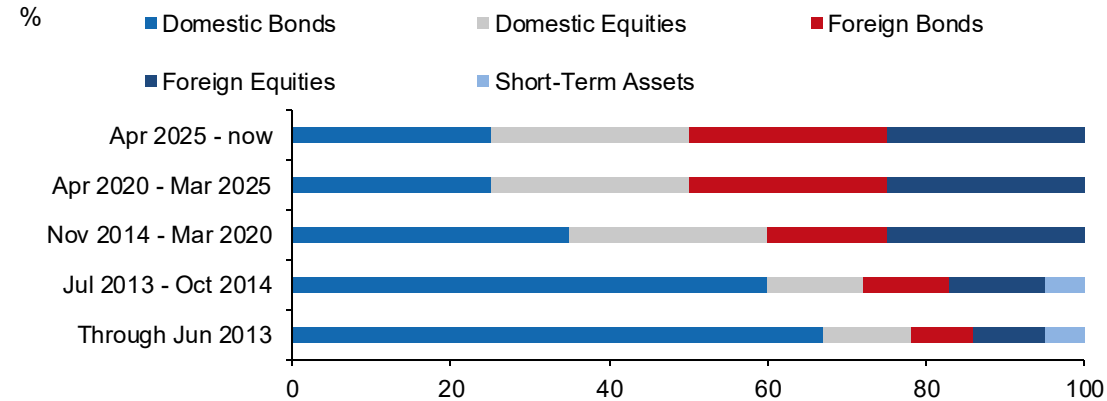
ประมาณการแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยนโยบายของญี่ปุ่น



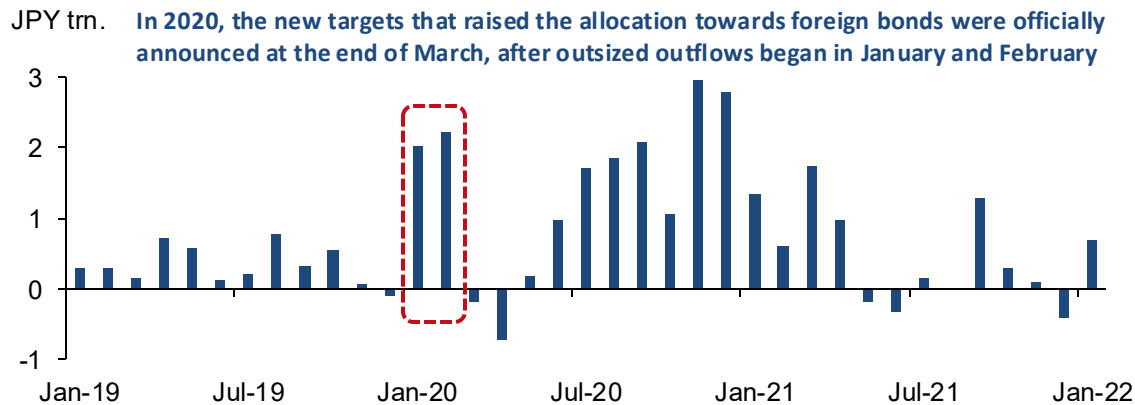
นอกเหนือจากเรื่อง BoJ แล้ว ค่าเงินเยนแข็งค่าขึ้นหลังตลาดคาดว่า GPIF อาจปรับสัดส่วนการลงทุน (Rotation) สู่สินทรัพย์ในประเทศมากขึ้น หลังอัตราผลตอบแทนในประเทศปรับตัวสูงขึ้นมากในปี



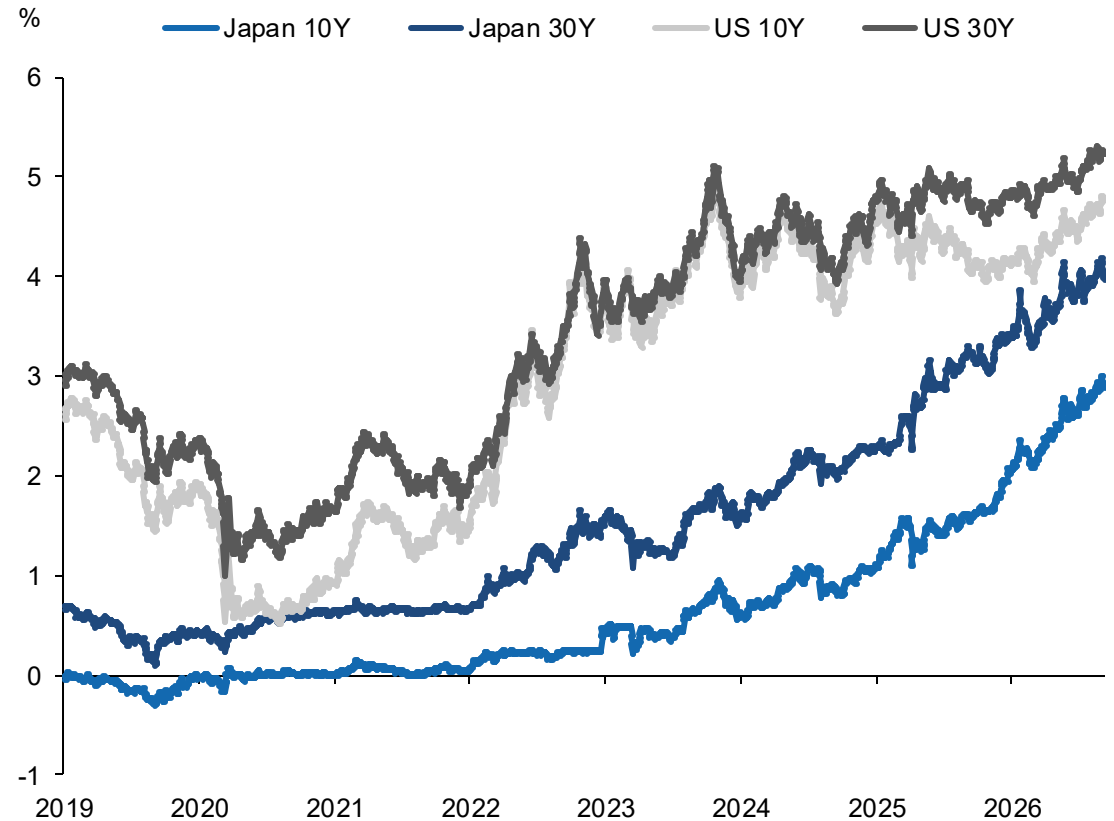
การจัดสรรสัดส่วนสินทรัพย์ลงทุน (Asset Allocation) ของกองทุนบำเหน็จบำนาญ ภาครัฐของญี่ปุ่น (GPIF)



ธุรกรรมหลักทรัพ์ระหว่างประเทศ: บัญชีเทรด: ยอดซื้อสุทธิพันธบัตรต่างประเทศ



อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล: ญี่ปุ่น เปรียบเทียบกับ สหรัฐฯ



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

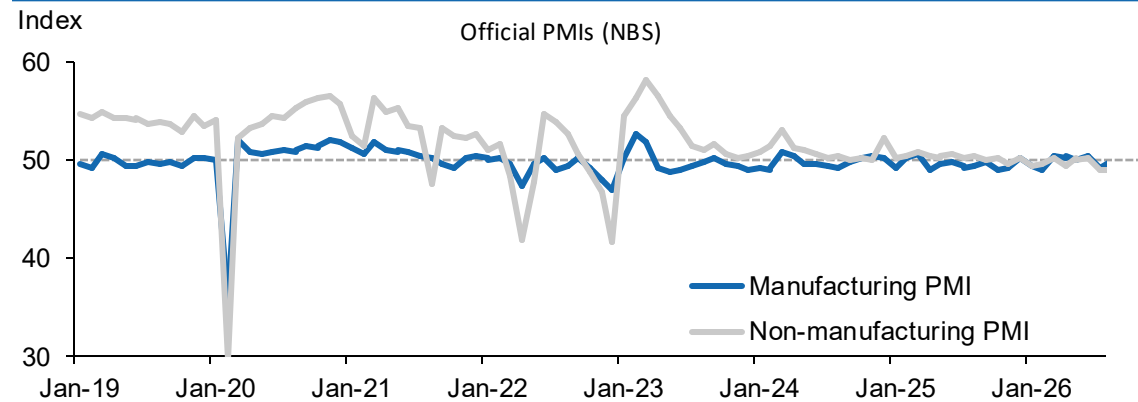


- การเติบโตทางเศรษฐกิจในรูปแบบ K-shaped ของจีนกำลังก่อให้เกิดความแตกต่างอย่างสิ้นเชิงในตลาดการเงิน ซึ่งได้แก่ภาวะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ดิ่งลงอย่างหนักควบคู่ไปกับค่าเงินหยวนที่แข็งแกร่ง โดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศที่ซบเซาและการผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางจีน (PBoC) ส่งผลให้ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Gap) ของจีนกับประเทศอื่นทั่วโลกปรับสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม แม้จะมีส่วนต่างอัตราผลตอบแทนดังกล่าว ค่าเงินหยวนยังคงได้รับแรงหนุนจากการส่งออกที่แข็งแกร่ง
- ในขณะที่การเปลี่ยนทิศทางนโยบายสู่เชิงเข้มงวด (Hawkish Turn) ของธนาคารกลางญี่ปุ่นส่งผลให้เงินเยนแข็งค่าและผันผวน ตลอดจนทำให้การทำธุรกรรม Carry Trade แบบดั้งเดิมคลายตัวลง (Unwind) นักลงทุนจึงเริ่มหันมามองเงินหยวนมากขึ้นในฐานะสกุลเงินทางเลือกสำหรับกู้ยืมที่มีต้นทุนต่ำ (Low-cost Funding Vehicle) อย่างไรก็ตาม เรามองว่าศักยภาพของเงินหยวนในการเป็นสกุลเงินหลักสำหรับกู้ยืมเงินทุนต้องเผชิญกับข้อจำกัดจากแรงกดดันด้านการแข็งค่าอย่างต่อเนื่องซึ่งได้รับแรงหนุนจากการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดมหาศาล, การถือครองสถานะซื้อสุทธิ (Long Positioning) ระดับสูงของภาคธุรกิจและผู้ส่งออก รวมถึงดัชนีชี้วัดความตึงตัวของอัตราแลกเปลี่ยน (FX Stress Metrics) ล้วนสร้างความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญสำหรับผู้ทำธุรกรรม Yuan Carry Trade ยิ่งไปกว่านั้น PBoC ยังคงรักษาท่าทีเฝ้าระวังอย่างเข้มงวดต่อการเก็งกำไรฝั่งเดียวที่มากเกินไป (One-way Speculative Bets) โดยทางการเงินมีเครื่องมือบริหารสภาพคล่องอย่างจริงจังเพื่อป้องกันการเก็งกำไรที่จะส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของค่าเงินหยวน
- ในระยะต่อไป เราคาดว่า ทางการเงินมีแนวโน้มที่จะสนับสนุนให้ค่าเงินหยวนปรับแข็งค่าขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในอัตรา 3–5% ต่อปี เพื่อไม่ให้เกิดกระทบความสามารถในการส่งออก และเมื่อพิจารณาว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง (Real Effective Exchange Rate: REER) ยังคงอยู่ต่ำกว่าระดับในอดีตอย่างมาก การแข็งค่าขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปนี้จึงน่าจะเกิดขึ้นได้โดยไม่บั่นทอนขีดความสามารถในการแข่งขันด้านการส่งออกของผู้ผลิตหรือกระทบการขยายส่วนแบ่งตลาดส่งออกในระดับโลก

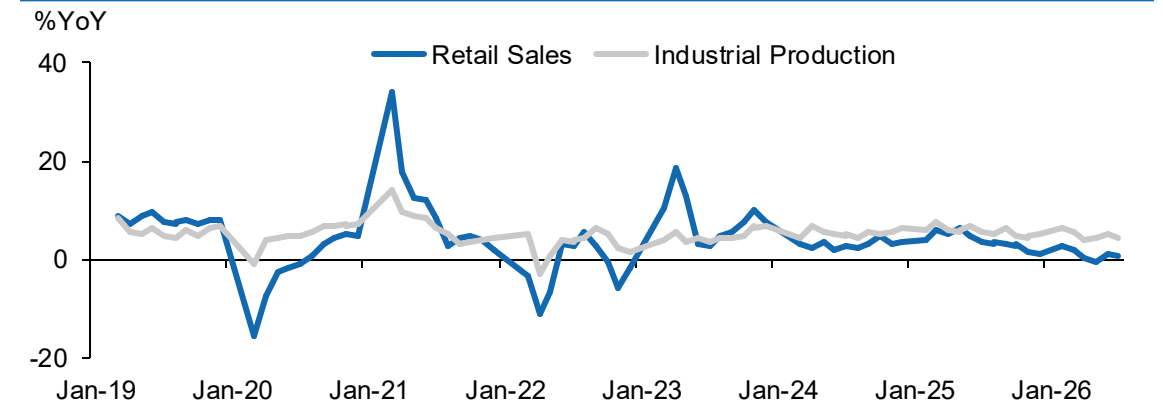
กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศโดยรวมยังอ่อนแอ สวนทางกับภาคการส่งออกที่แข็งแกร่ง



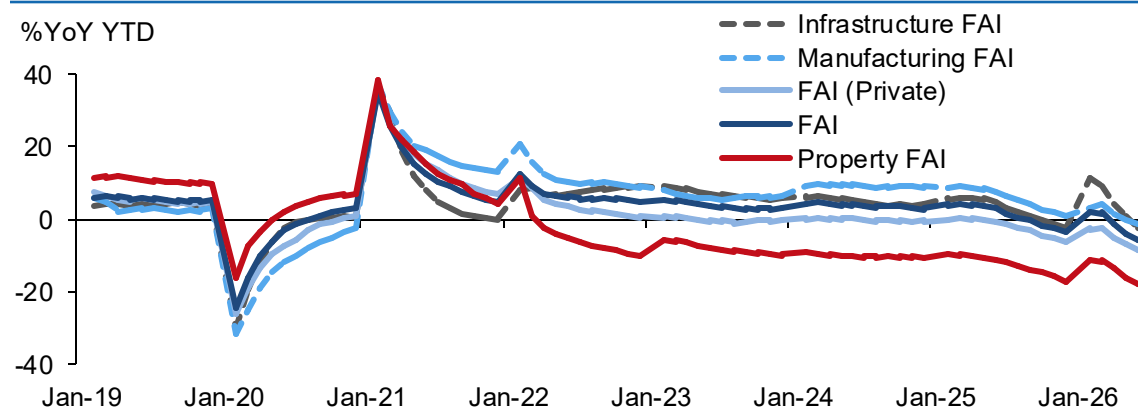
ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ของทางการ: ภาคการผลิต vs. นอกภาคการผลิต



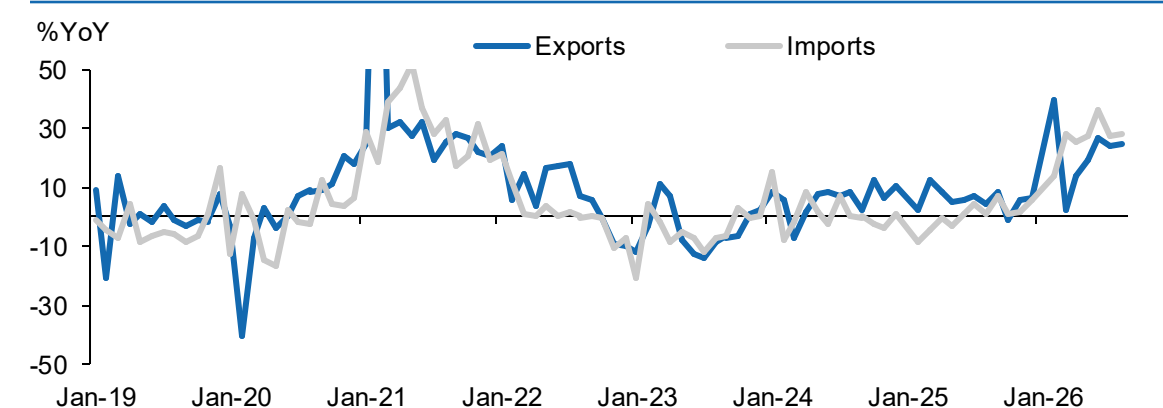
ยอดขายปลีกและการผลิตภาคอุตสาหกรรม



การลงทุนในสินทรัพย์ถาวร



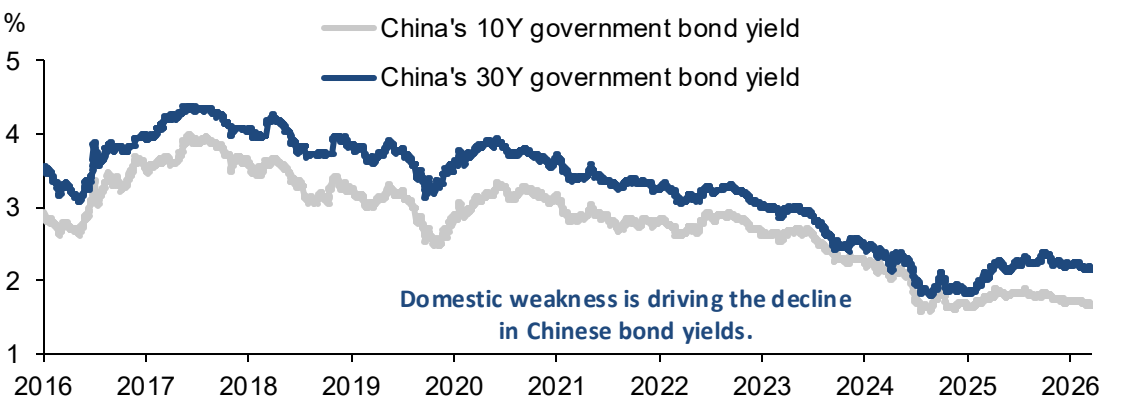
การค้าระหว่างประเทศ



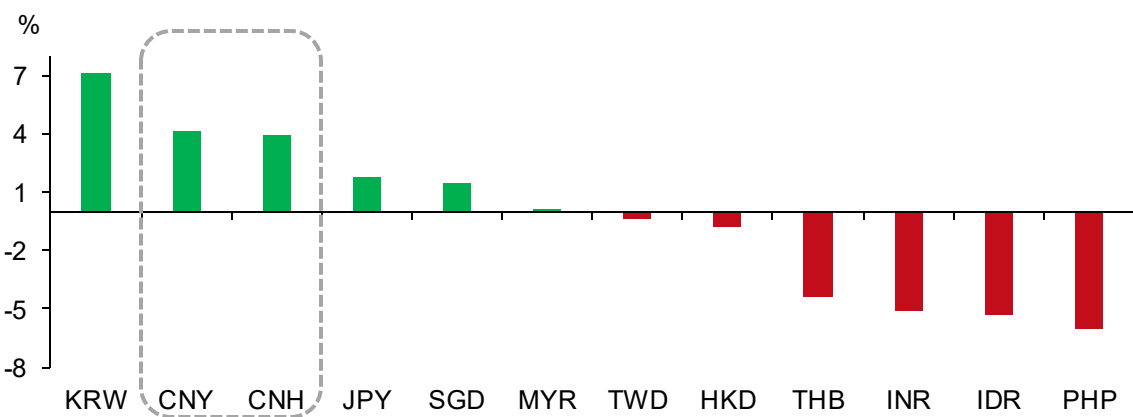
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การขยายตัวทางเศรษฐกิจแบบ K-shaped ของจีนก่อให้เกิดความแตกต่างอย่างชัดเจน:
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลง ขณะที่ค่าเงินหยวนแข็งค่าขึ้น

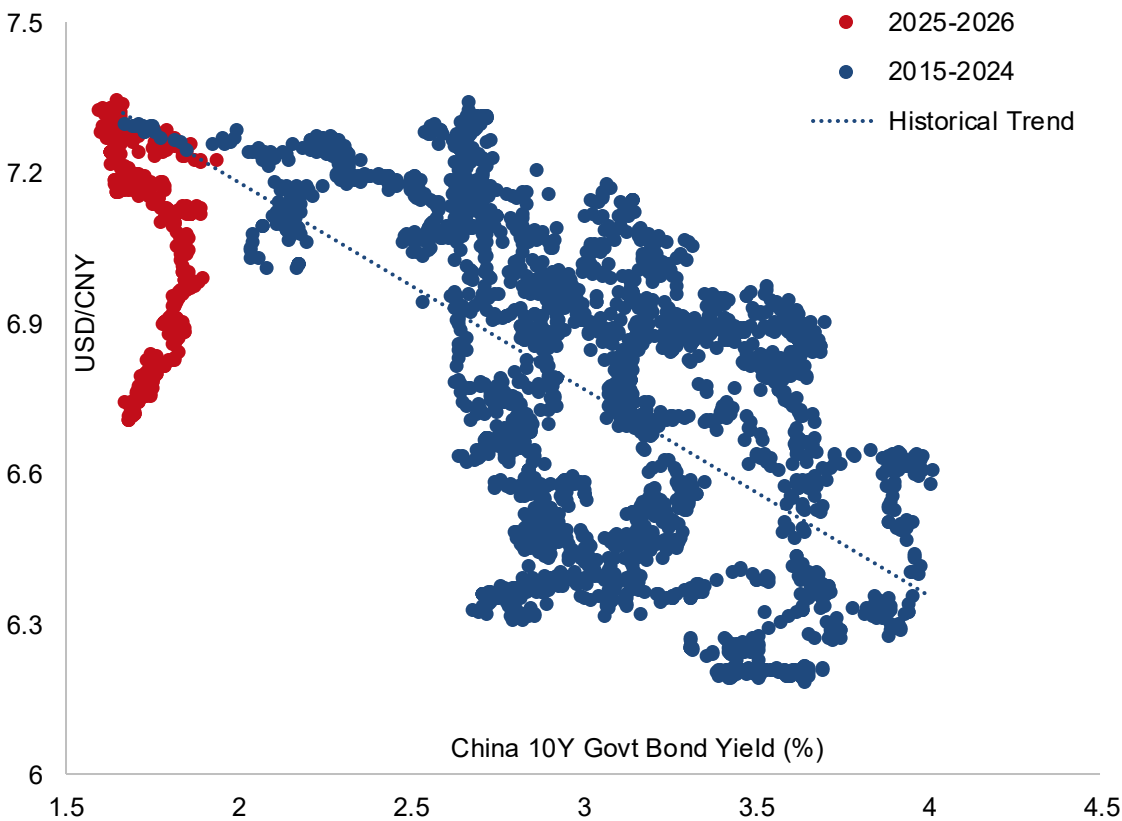
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจีน



ผลการดำเนินงานของสกุลเงินในภูมิภาคเอเชีย (นับตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน)



ภาวะที่ดอกเบี้ยต่ำและเงินหยวนแข็งแทบไม่เคยเกิดขึ้นในอดีต

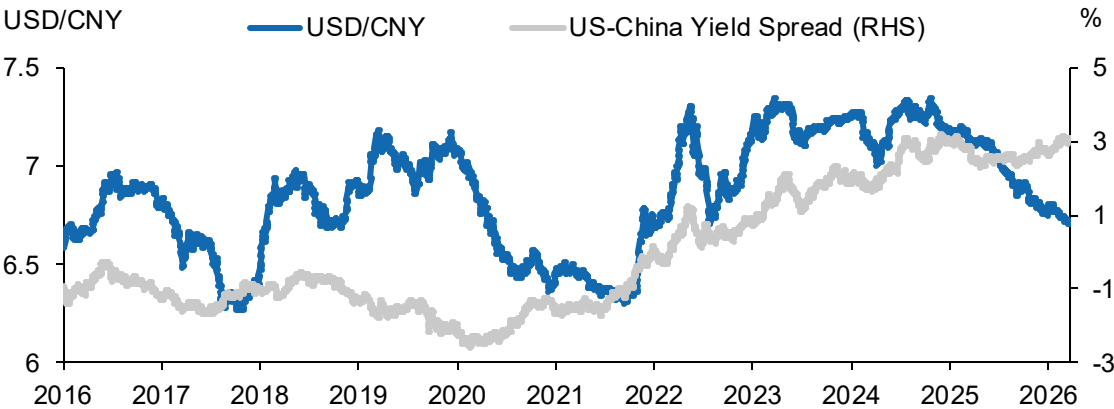


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

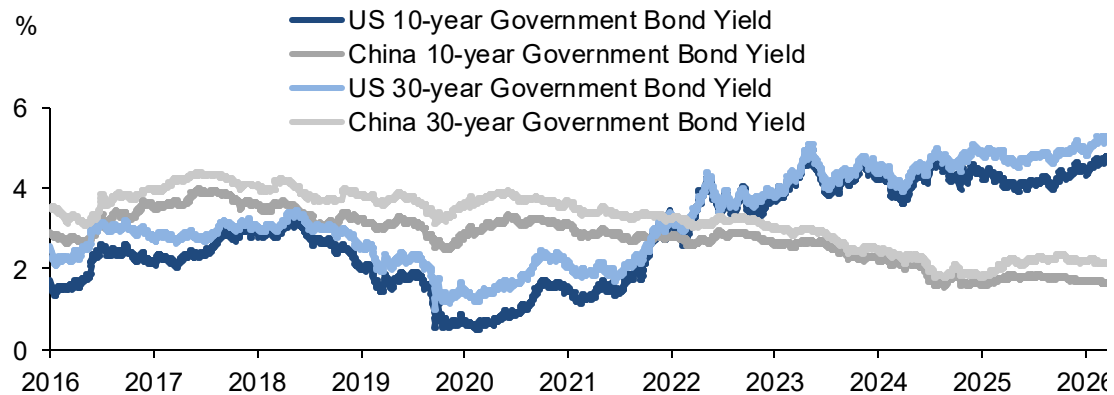
ท่ามกลางส่วนต่างอัตราผลตอบแทนระหว่างจีนและสหรัฐฯ ที่กว้างขึ้น เงินหยวนยังคงได้รับแรงหนุนจากการส่งออกที่แข็งแกร่ง ขยับเคลื่อนโดยยุทธศาสตร์ของรัฐบาลในการผลักดันสู่อุตสาหกรรมการผลิตขั้นสูง



อัตราแลกเปลี่ยน USD/CNY และส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ-จีน^{1\}



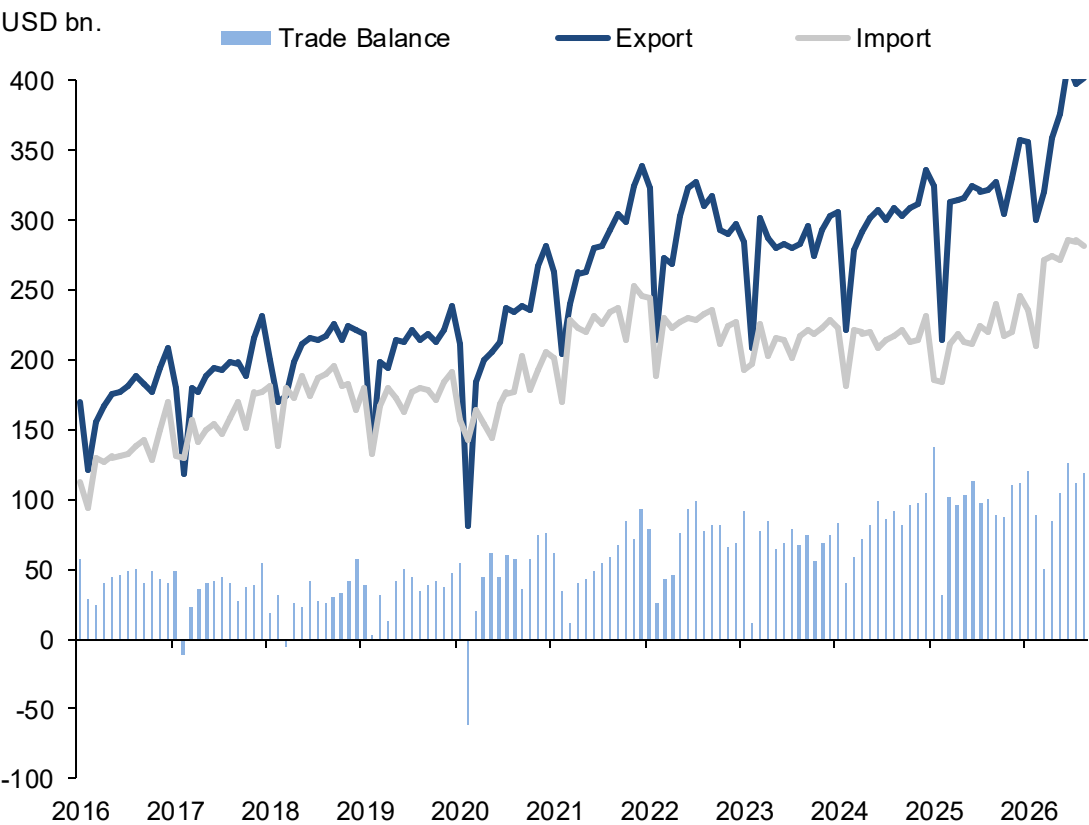
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล: สหรัฐฯ vs. จีน



Note: 1\ Yield spread is calculated as the difference between generic 30-year bond yields

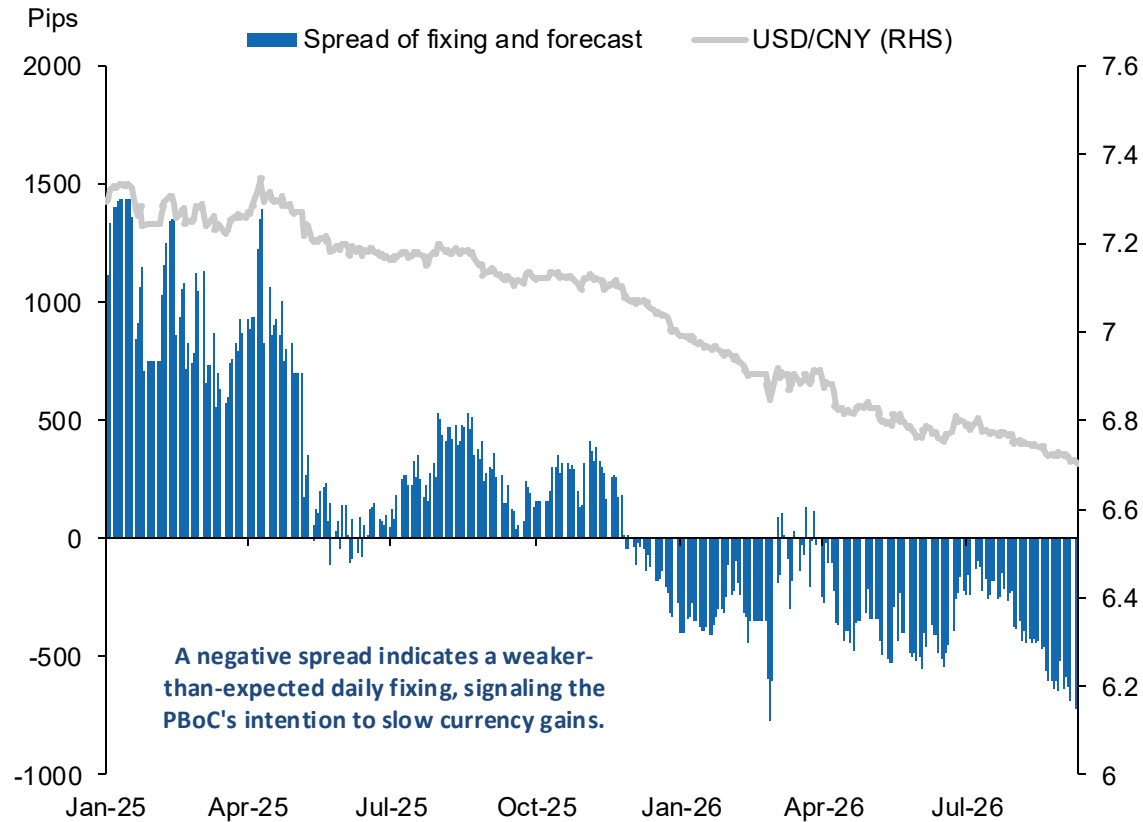
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดุลการค้าของจีน

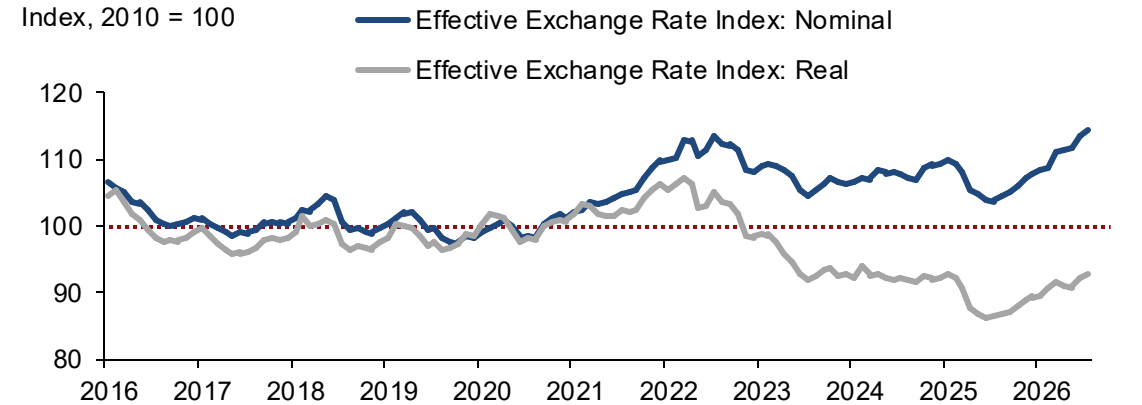


ผู้ดำเนินนโยบายของจีนมีแนวโน้มที่จะสนับสนุนให้ค่าเงินหยวนแข็งค่าขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป เพื่อหลีกเลี่ยงการบั่นทอนขีดความสามารถในการแข่งขันของผู้ผลิตภายในประเทศ

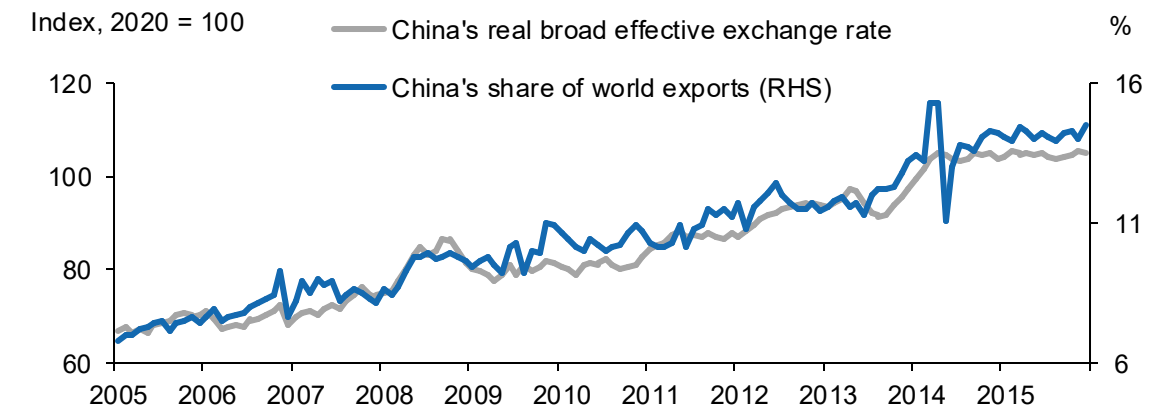
ส่วนต่างระหว่างอัตราอ้างอิงทางการกับค่าคาดการณ์ของเงินหยวน (Fixing-Estimate Gap) และอัตราแลกเปลี่ยน USD/CNY



อัตราแลกเปลี่ยนถ่วงน้ำหนักการค้าของจีน (Trade-weighted exchange rate)



สัดส่วน market share ของจีนในตลาดส่งออกโลกยังเพิ่มขึ้นได้แม้หยวนแข็งค่าขึ้นในอดีต



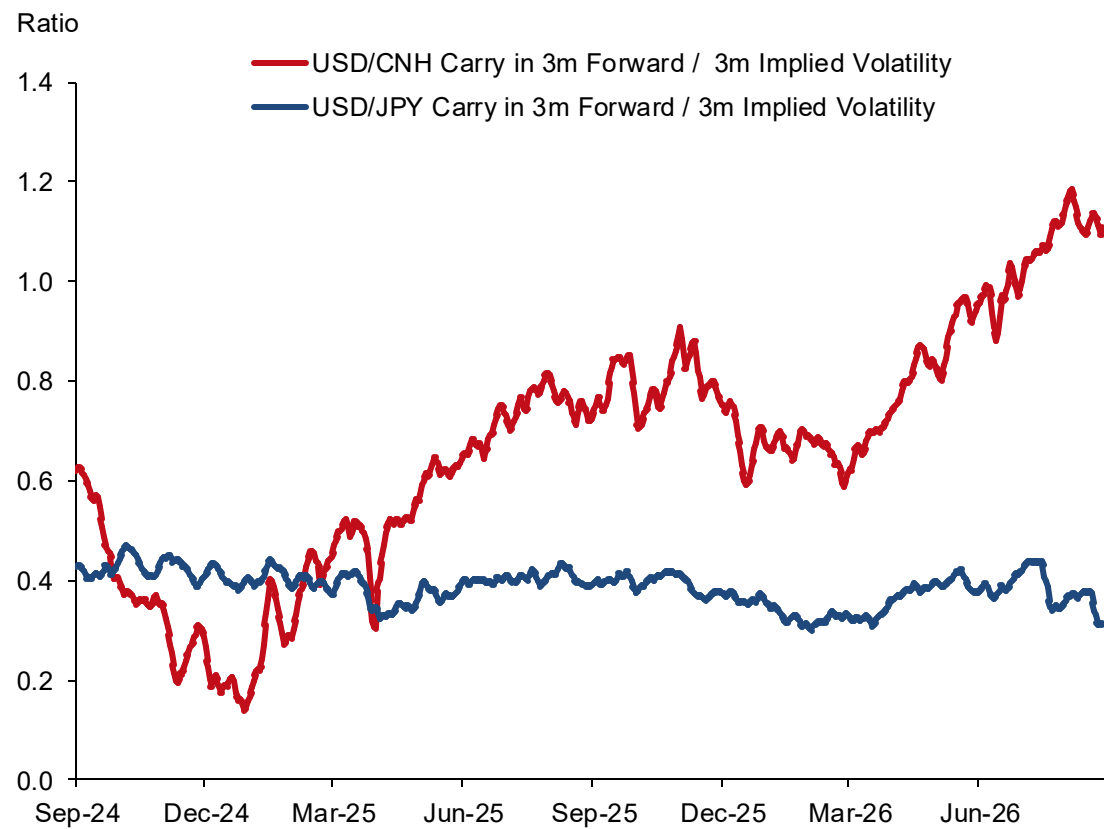
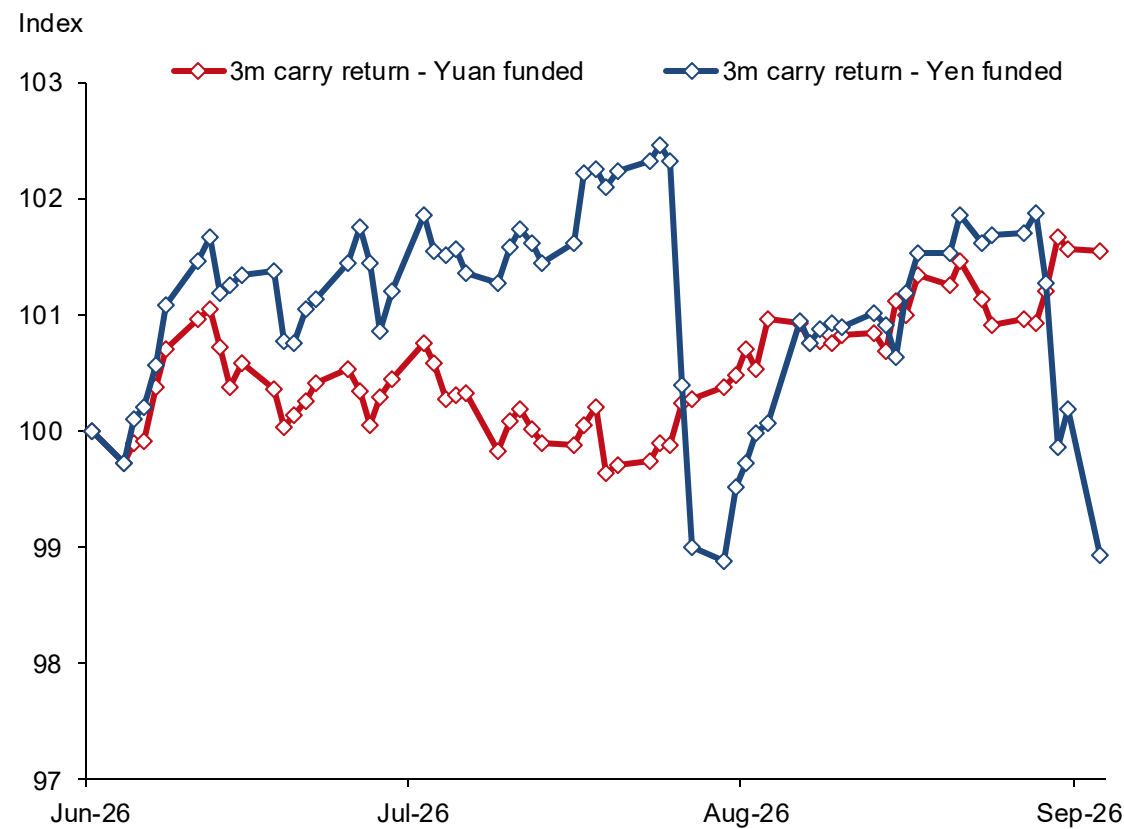
Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หลังค่าเงินเยนผันผวน ตลาดเริ่มหันมามองเงินหยวนในฐานะสกุลเงินทางเลือกสำหรับการกู้ยืมที่มีต้นทุนต่ำ (Low-cost Funding) อย่างไรก็ดี โอกาสที่เงินหยวนจะถูกใช้ fund carry trade แทนเงินเยนยังจำกัด



ผลตอบแทนจากกลยุทธ์ Carry Trade ระยะ 3 เดือน: กู้ยืมด้วยเงินหยวน vs. กู้ยืมด้วยเงินเยน ^{1\}

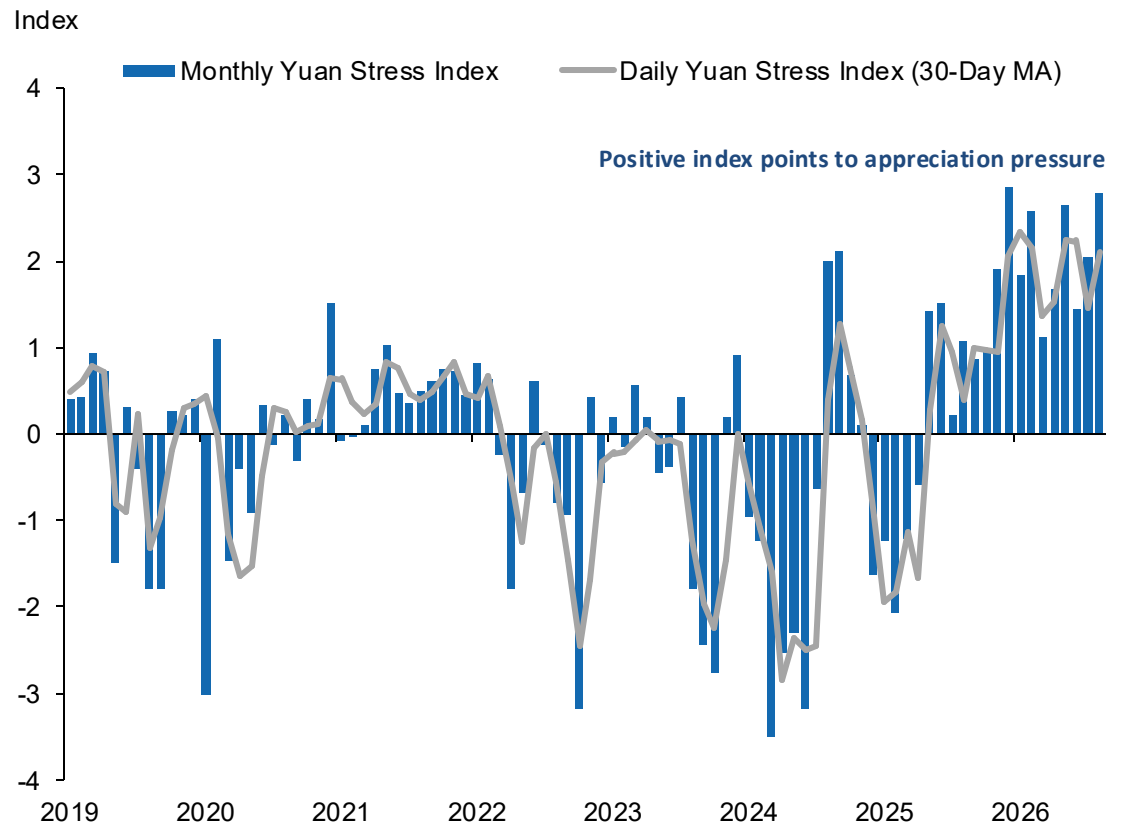
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อความผันผวนของกลยุทธ์ Carry Trade (Carry-to-Volatility Ratio)



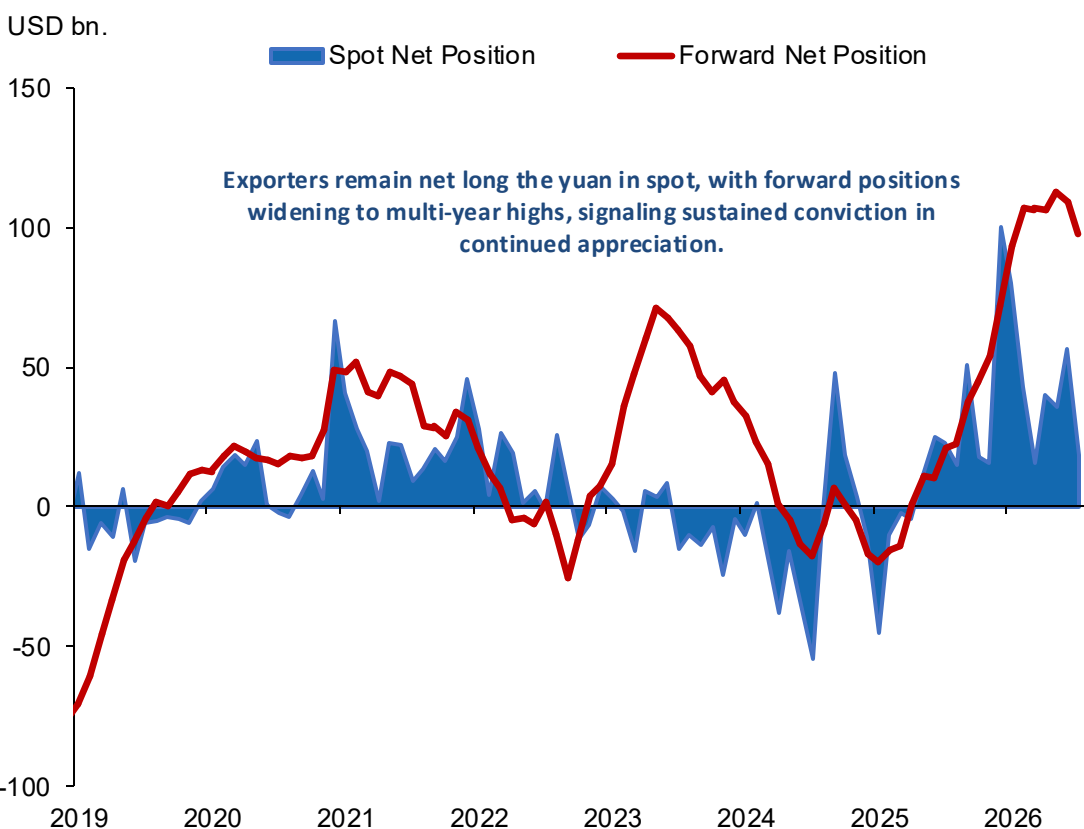
Note: 1\ Calculation is based on long an equally-weighted EM currency basket of BRL, MXN, INR, IDR, ZAR, TRY, HUF, PLN
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เนื่องจากหยวนมีแรงกดดันฝั่งแข็งค่าต่อเนื่อง สะท้อนจากดัชนีชี้วัดความตึงตัวและการถือครองสถานะซื้อสุทธิ (Long Positioning) ของภาคธุรกิจที่พุ่งแตะระดับสูงสุดในรอบหลายปี ซึ่งชี้ถึงแนวโน้มการแข็งค่าของหยวนในระยะต่อไป

ดัชนีความตึงตัวของค่าเงินหยวน (Yuan Stress Index)



สถานะซื้อสุทธิของเงินหยวน (Net Long Yuan Positions: Spot vs. Forward)

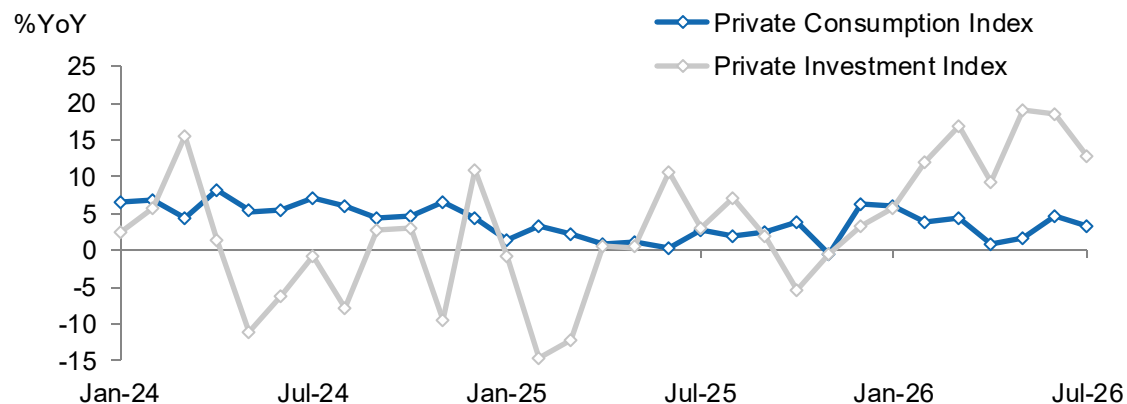


Source: CEIC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

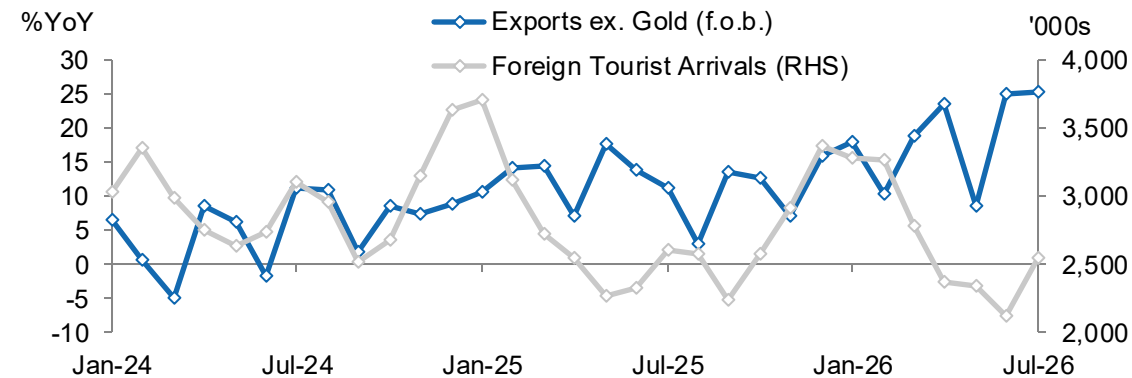


- เราปรับเพิ่มประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจไทย (GDP) ปี 2026 เป็น 2.1% (จากเดิม 1.8%) หลังตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ออกมาดีกว่าคาด อย่างไรก็ดี แม้ว่าเราจะปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจ แต่การเติบโตยังคงเปราะบาง สะท้อนจากการขยายตัวของภาคการผลิตมากกว่าครึ่ง (53.4%) ที่มาจากการสะสมสินค้าคงคลังที่ไม่ได้วางแผนไว้ หรือภาวะสินค้าล้นสต็อก (Overstocking) ซึ่งไม่ได้เกิดจากการตั้งใจเพิ่มสต็อก แต่เป็นผลจากยอดขายที่ลดลง นำโดยอุตสาหกรรมยานยนต์และผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูป ขณะที่เพียง 18.2% ที่มาจากการเติมสต็อกตามแผน ด้านมูลค่าเพิ่มภาคการผลิตขยายตัวเพียง 0.1% YoY สะท้อนว่าสินค้าคงคลังช่วยเพิ่มตัวเลข GDP แต่ไม่ได้เพิ่มรายได้ในประเทศอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อสินค้าคงคลังทยอยลดลง แรงหนุนนี้มีแนวโน้มกลายเป็นแรงกดดันการเติบโตในปี 2027F โดยคาดว่า GDP จะชะลอลงเหลือ 2.0%
- การลงทุนภาคเอกชนจะยังเป็นแรงส่งสำคัญต่อเนื่องจากครึ่งปีแรก โดยการสะสมทุนถาวรรวม (Gross Fixed Capital Formation: GFCF) กลับมาอยู่ที่ระดับ 105.4 สูงกว่าจุดสูงสุดเดิมในปี 1996 เล็กน้อย อย่างไรก็ตาม การขยายตัวของเศรษฐกิจไทยไม่ได้เท่ากับระดับในช่วงปี 1996 ดังนั้น แม้ระดับการลงทุนจะฟื้นตัวกลับมาแล้ว แต่เมื่อพิจารณาในรูปสัดส่วนของการลงทุนที่แท้จริง จากสัดส่วนการลงทุนต่อ GDP ในปัจจุบันเหลือเพียงประมาณครึ่งหนึ่งของระดับในอดีต ขณะที่อัตราส่วนการนำเข้าช่วยสะท้อนภาพอีกครั้งหนึ่ง โดยการนำเข้าสินค้าทุนเพิ่มขึ้นจาก 11.5% เป็น 14.2% ของ GDP แต่เมื่อวัดเทียบกับมูลค่าการลงทุนแทนที่จะเป็นผลผลิตรวมของประเทศ การเปลี่ยนแปลงยังเห็นได้ชัด กล่าวคืออัตราส่วนการนำเข้าสินค้าทุนต่อการลงทุนได้เพิ่มขึ้นมากกว่าสองเท่า จากประมาณ 40% เพิ่มขึ้นเป็น 83% ในช่วงไตรมาส 2/2026 สะท้อนว่าการลงทุนในปัจจุบันพึ่งพาการนำเข้ามากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นเราจึงคาดการณ์การขาดดุลบัญชีเดินสะพัดเป็น -3.0% ในปี 2026 และ -3.7% ของ GDP ในปี 2027 โดยการขาดดุลการค้าในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2026 ราว 12.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มาจากการนำเข้าเครื่องจักรและสินค้าชิ้นกลางมากกว่าสินค้าเพื่อการบริโภค ขณะที่ภาคการผลิตเริ่มสวนทางกันชัดเจน อุตสาหกรรมสมัยใหม่ฟื้นตัวสู่ระดับ 102.8 ขณะที่อุตสาหกรรมดั้งเดิมยังอ่อนแอที่ 88.1 และการเติบโตกระจุกอยู่ในการผลิตเครื่องปรับอากาศและชิ้นส่วนที่เกี่ยวข้องกับ EV ไม่ใช่ AI หรืออิเล็กทรอนิกส์
- ไทยเข้าสู่สังคมสูงอายุ (Aging society) ในปี 2022 มีสัดส่วนผู้สูงอายุเกินเกณฑ์ที่ 14% ช้ากว่าประเทศญี่ปุ่นราว 28 ปี แต่ไทยมีรายได้ต่อหัวอยู่ในระดับเพียง 56% ของญี่ปุ่นในช่วงปีที่ผ่านมาเข้าสู่สังคมผู้สูงวัย นอกจากนี้ หนี้ครัวเรือนไทยยังทรงตัวอยู่ในระดับสูงที่ 86.7% ต่อ GDP ขณะที่สินเชื่อธนาคารหดตัว 1.1% YoY ซึ่งเป็นการหดตัวครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2008 โดยการลดลงนี้มาจากการเร่งชำระหนี้ ไม่ใช่ความต้องการกู้ยืมที่ลดลง สะท้อนว่าภาคครัวเรือนยังอยู่ในกระบวนการซ่อมแซมงบดุล (Balance-sheet repair) แม้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ในระดับต่ำที่ 1.00% แต่มีภาวะเงินฝืดต่อเนื่อง 12 เดือนในปี 2025 และเงินเฟ้อพื้นฐานที่อยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ แนวโน้มการเติบโตระยะยาวของไทยยังลดลงเป็นขั้นบันได จาก 8.3% ในช่วงทศวรรษ 1990 เป็น 5.2%, 3.6% และ 2.3% ในปัจจุบัน โดยไม่มีการฟื้นตัวกลับระหว่างรอบวัฏจักร
- ทั้งนี้ เศรษฐกิจไทยจึงเริ่มมีลักษณะคล้ายกับภาวะถดถอยทางงบดุล (Balance-sheet recession) ของญี่ปุ่นมากขึ้น แต่กลับปราศจากขีดความสามารถทางการคลังในระดับเดียวกัน โดยหนี้สาธารณะคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 65.6% ต่อ GDP ในปี 2025 เป็นราว 68.9% ในปี 2027 เหลือพื้นที่จำกัดก่อนถึงเพดานหนี้ 70% ด้วยเหตุนี้ คำถามเชิงนโยบายที่สำคัญจึงไม่ใช่เรื่องของการอัดฉีดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมากนักเพียงใด แต่เป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มในประเทศให้มากขึ้นได้อย่างไร จากบทเรียนการกำหนดสัดส่วนการใช้ชิ้นส่วนในประเทศ (Local Content requirements) ในอดีตของอุตสาหกรรมรถยนต์ ซึ่งเคยดันให้การใช้สัดส่วนชิ้นส่วนในประเทศของการผลิตรถกระบะสูงถึง 72% อาจมอบบทเรียนสำคัญในการต่อยอดผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจภายในประเทศให้ได้รับอานิสงส์จากการลงทุนใหม่ๆ อาทิ ศูนย์จัดเก็บข้อมูล (Data Centers) ให้ส่งผลดีต่อเศรษฐกิจในประเทศได้มากที่สุด

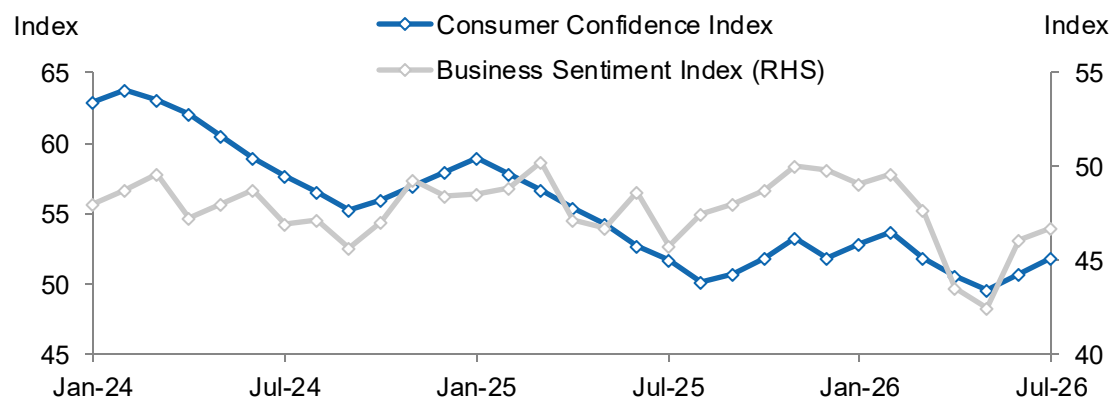
ดัชนีวัดอุปสงค์ภายในประเทศ



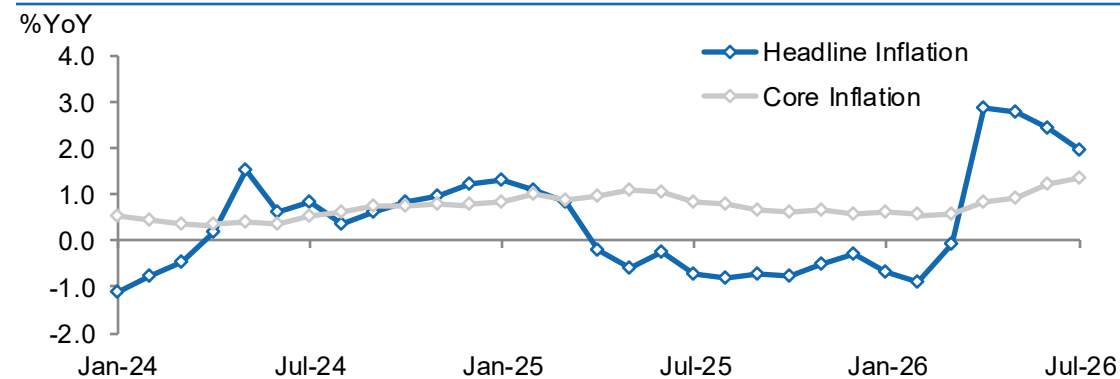
ดัชนีวัดอุปสงค์จากต่างประเทศ



ดัชนีความเชื่อมั่น



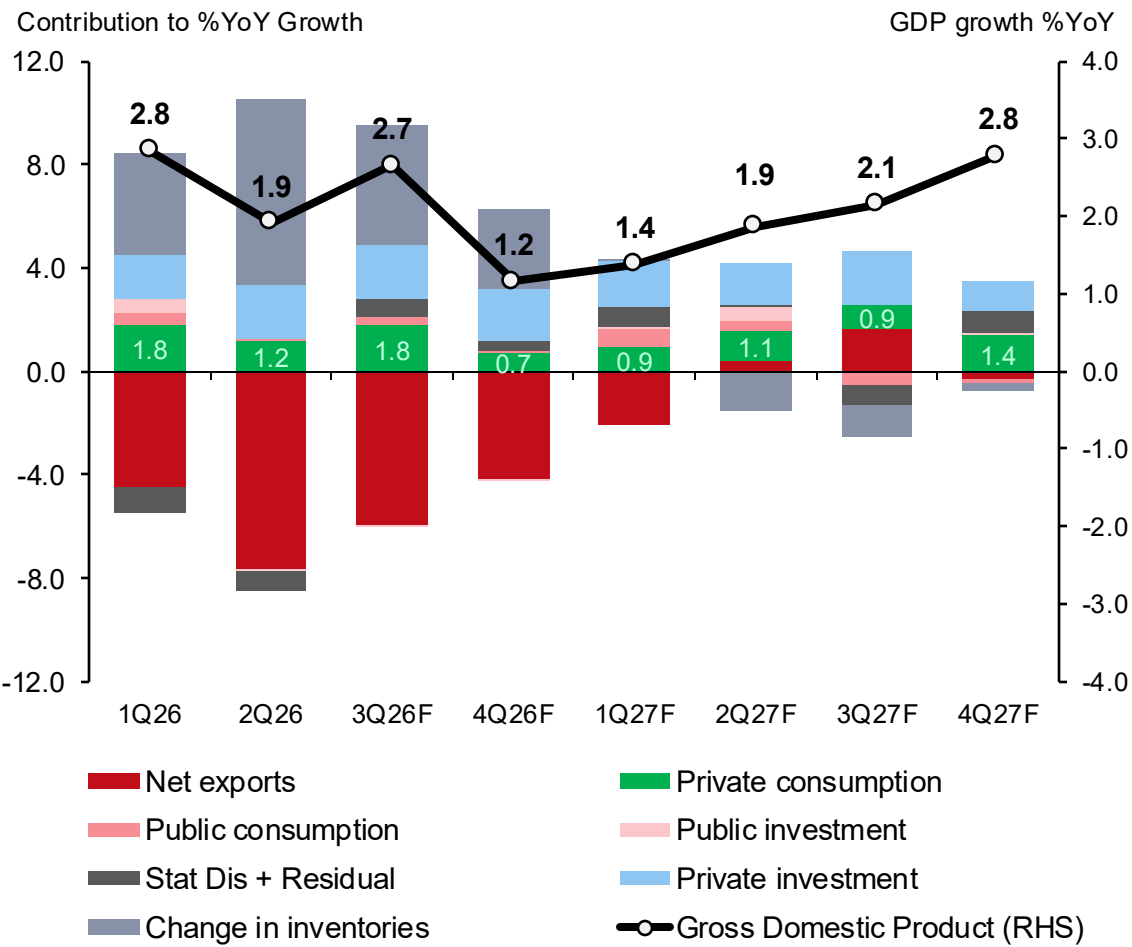
ดัชนีราคา



ปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 2026 ขึ้นเป็น 2.1% (จาก 1.8%) จาก GDP ไตรมาส 2 ที่ออกมาดีกว่าที่คาด แรงหนุนจากการเร่งตัวของการลงทุนภาคเอกชนและการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์



การประมาณการเศรษฐกิจไทย - กรณีสถาน



ตัวชี้วัดเศรษฐกิจมหภาคและสมมติฐานการคาดการณ์

Indicators	Unit	2025	2026		2027	
			Latest	Previous	Latest	Previous
GDP	%	2.4	2.1	1.8	2.0	2.1
Private Consumption	%	2.7	2.3	2.3	1.8	1.7
Public Consumption	%	0.6	1.4	1.8	0.7	1.5
Private Investment	%	3.5	11.3	7.1	8.7	4.6
Public Investment	%	8.9	1.3	4.1	2.6	6.0
Exports (f.o.b)	%	12.0	15.8	13.9	9.2	6.3
Imports (f.o.b)	%	9.7	26.7	22.5	10.0	4.5
Tourist Arrivals	Million	32.9	32.0	32.0	33.5	33.5
CA Balance	%GDP	2.8	-3.0	-1.3	-3.7	0.1
Headline Inflation	%	-0.1	2.4	2.4	2.6	2.6
Core Inflation	%	0.8	1.1	1.1	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	33.2	33.6	33.6

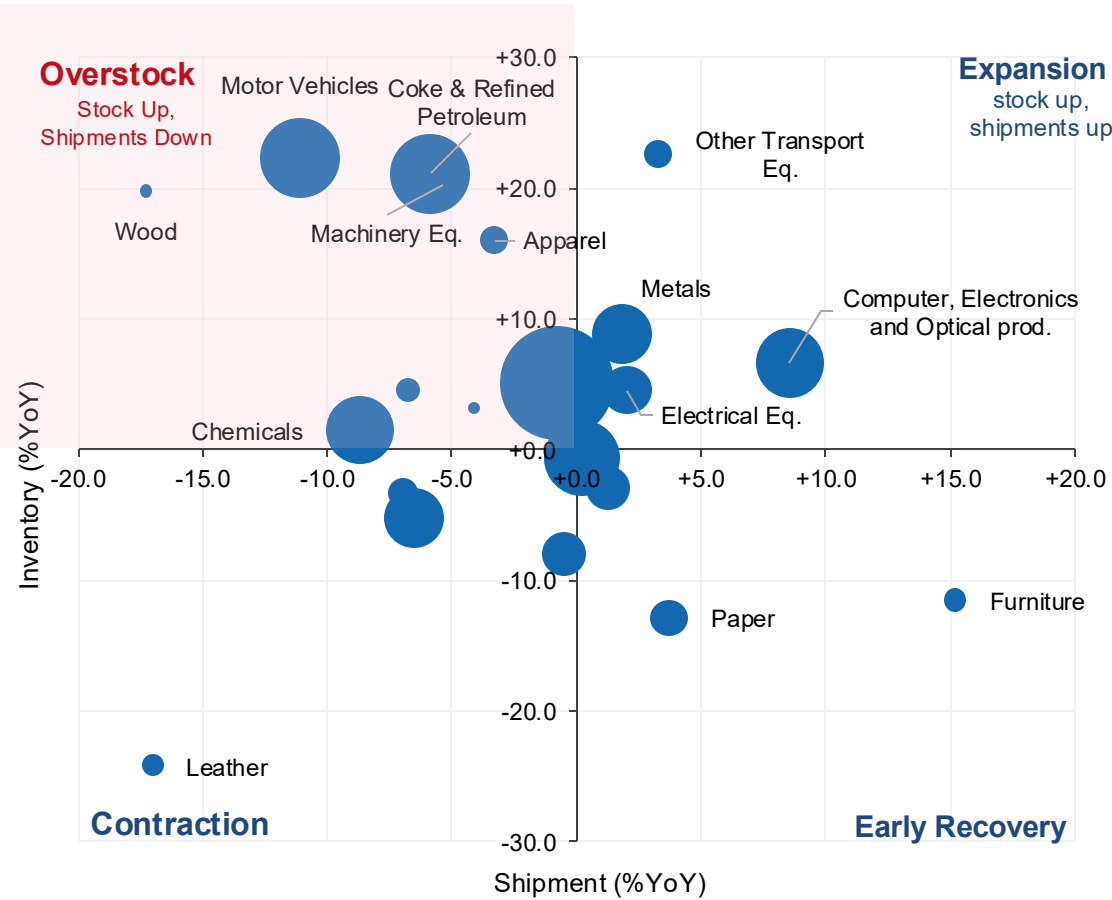
Source: TISCO ESU (as of 7 September 2026)

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

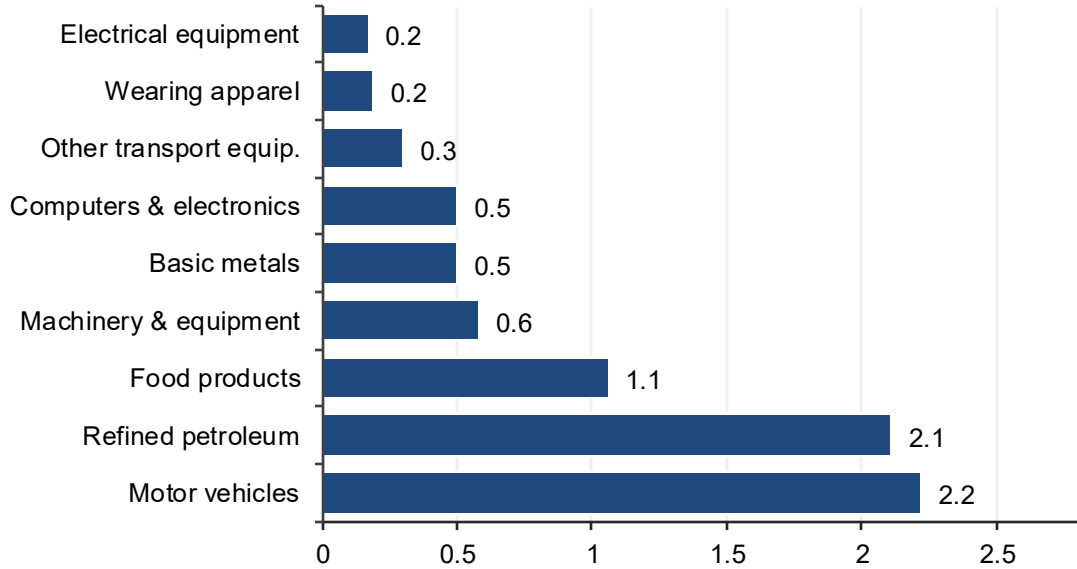
การสะสมสินค้าคงคลังเกินความต้องการ ไม่ใช่การเติมสต็อกตามแผน: อุตสาหกรรมที่มีการเพิ่มสินค้าคงคลังมากที่สุด กลับเป็นอุตสาหกรรมที่ยอดส่งมอบสินค้ากำลังลดลง



สินค้าคงคลังของสินค้าสำเร็จรูปเทียบกับยอดส่งมอบสินค้า, %YoY (2Q26)



สัดส่วนการส่งผลการเติบโตของดัชนีสินค้าคงคลัง, ppt (2Q26)



ตารางสรุปผลการวิเคราะห์ (Quadrant Analysis Scoreboard)

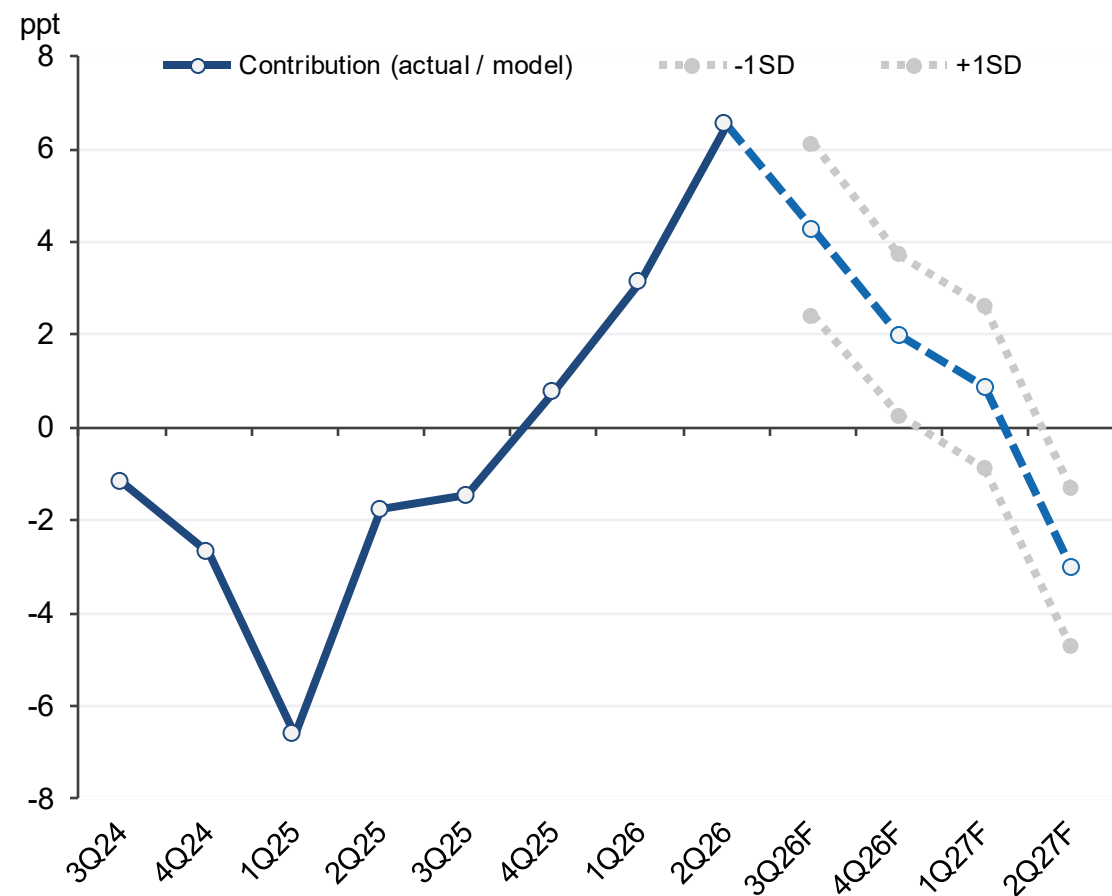
Quadrant	Weight	pp
Unplanned / Overstocking	53.4%	+6.37
Planned / Restocking	18.2%	+1.47

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

ผลกระทบเชิงลบจะยังไม่เกิดขึ้นในไตรมาสหน้า และสินค้าคงคลังจะยังคงมีส่วนสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจตลอดปี 2026 แต่จะเริ่มกลายเป็นแรงกดดันจุดรั้งเศรษฐกิจในปี 2027



การเปลี่ยนแปลงของสินค้าคงคลัง: สัดส่วนการส่งผลต่อการเติบโตของ GDP ที่แท้จริง



การสะสมสินค้าคงคลังที่เกิดจากการนำเข้า แท้จริงแล้วหมายความว่าอย่างไร?

It added no Thai income

Manufacturing value added grew 0.1% y/y. The stock raised measured GDP through the inventory line without raising domestic production, wages or profits.

It still has to unwind

Real goods in a warehouse must be sold, re-exported or written down — and the future inventory contribution turns negative either way.

Part of it is genuinely good

Capital and data-centre equipment awaiting installation converts into productive capacity rather than reversing. The electronics quadrant is where that shows up.

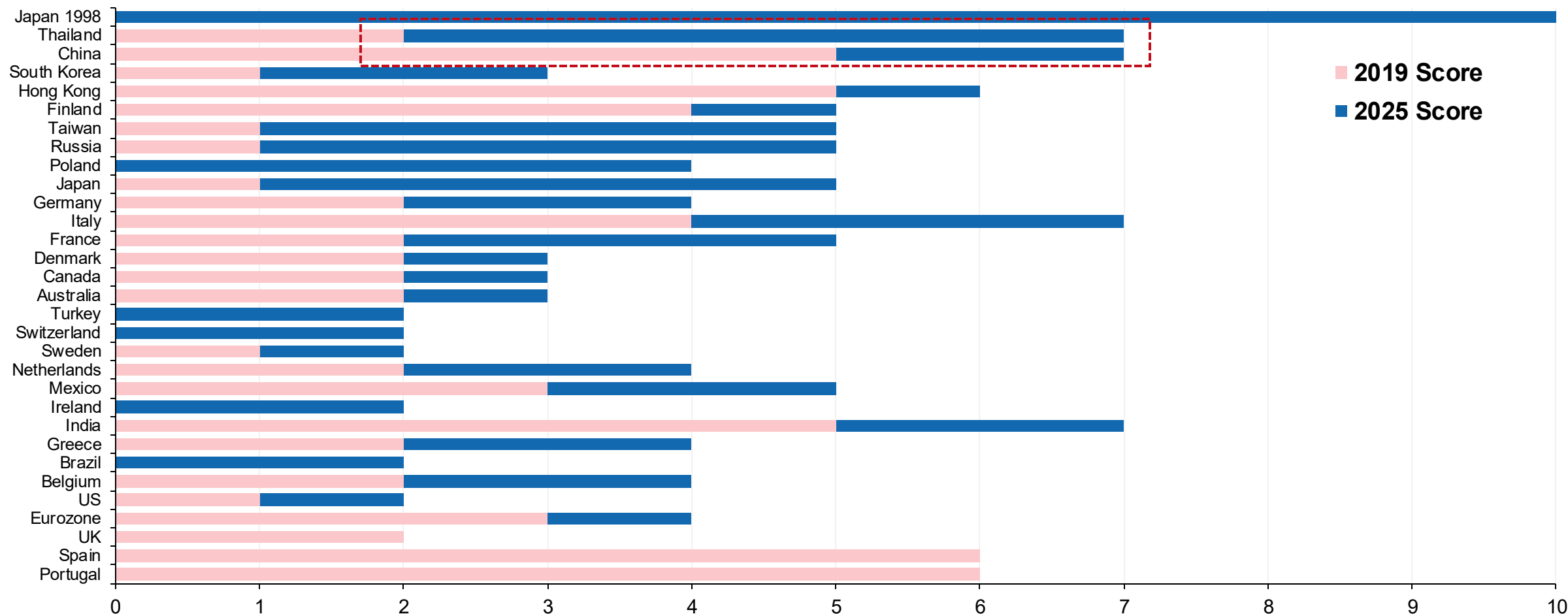
Note: Projection assumes final sales grow at the 1999-2026 sample mean and both surprise terms return to zero. Bands are +/- one residual standard error (1.92pp of final sales). Contributions calibrated to the published NESDC basis by a factor of 0.89 to correct for chain-linking non-additivity.

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

ปัจจุบันประเทศไทยและจีนมีคะแนนการจัดอันดับภาวะ “Japanification” อยู่ในอันดับสูงสุดของโลก โดยไทยมีลักษณะคล้ายกับภาวะดังกล่าวเพิ่มขึ้นมากกว่าประเทศเศรษฐกิจอื่น ๆ นับตั้งแต่ปี 2019



ระดับคะแนน Japanification ของประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก (ปี 2019 เทียบกับปี 2025)



2019 Score
2025 Score

Source: Oxford economics, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Overview

US

EU

JP

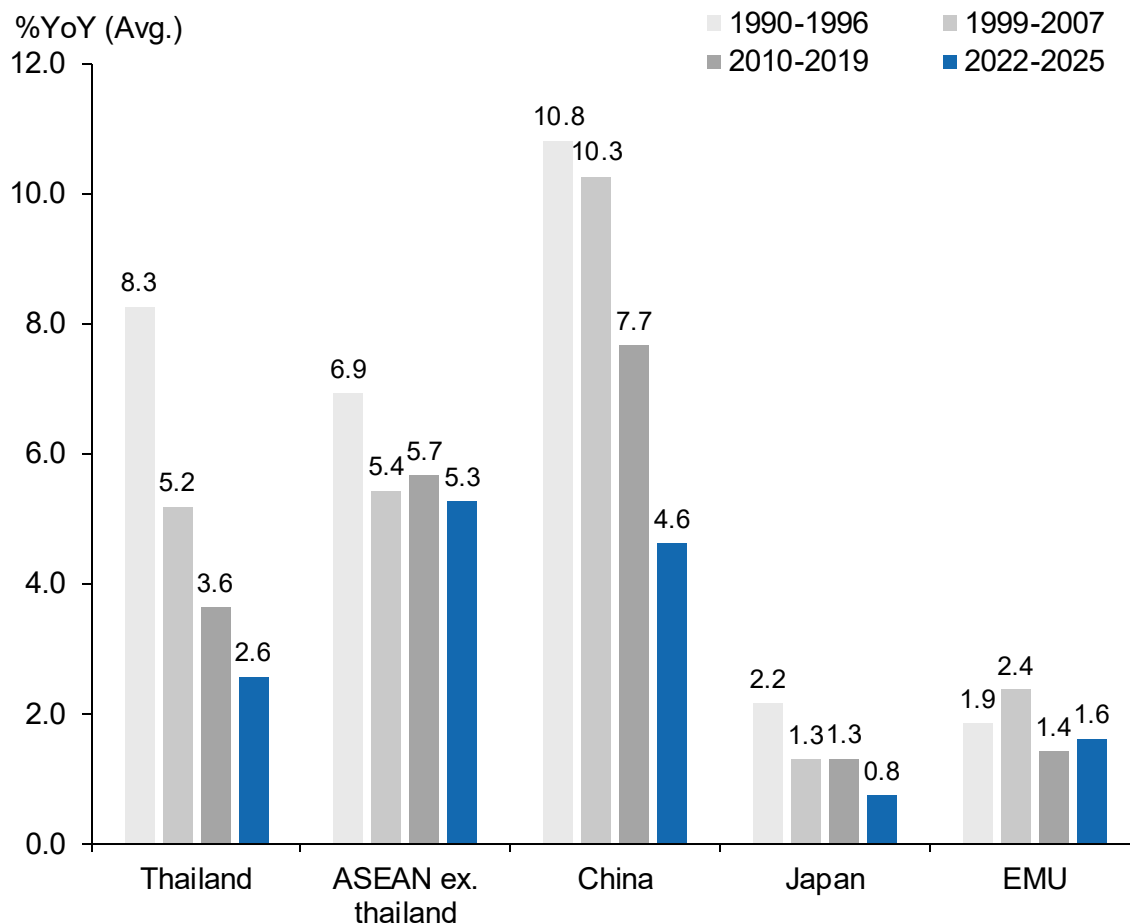
CN

TH

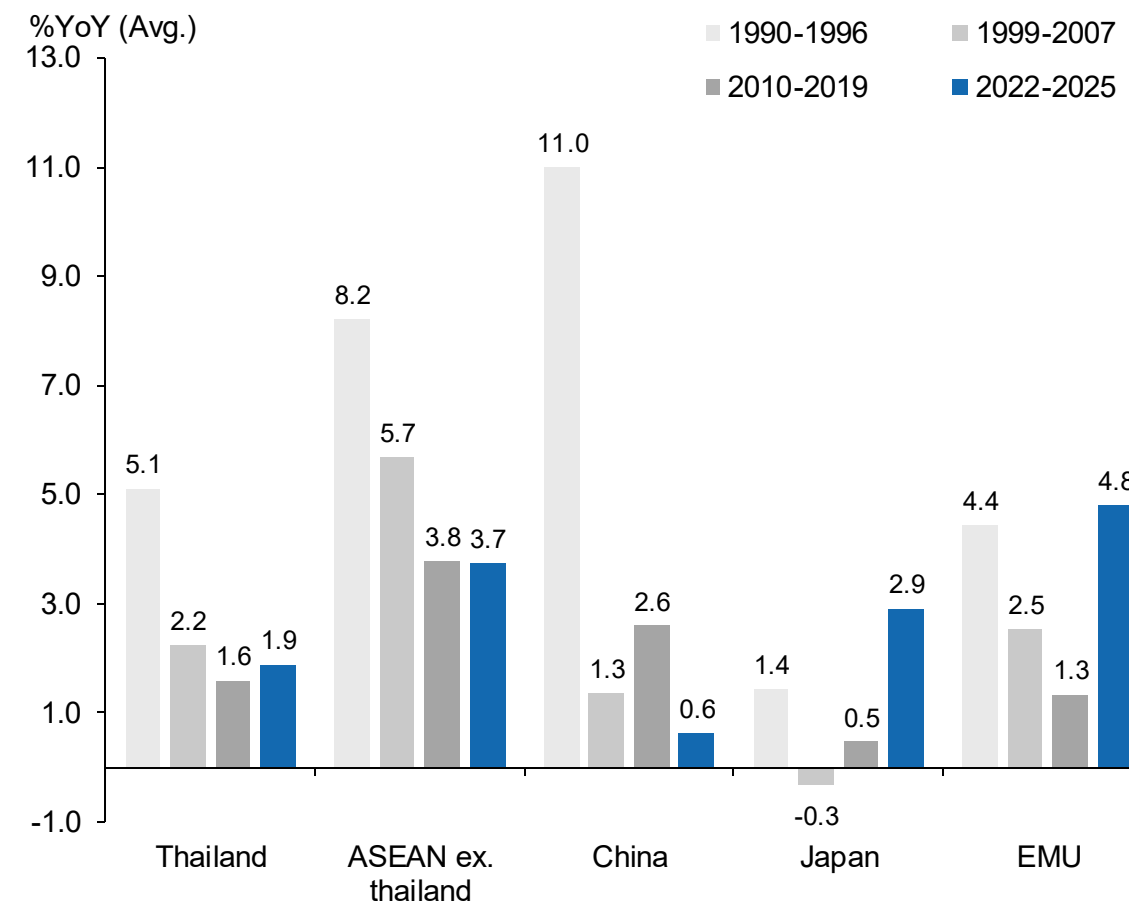
Market Outlook

ไทยและจีนมีรูปแบบของโครงสร้างเศรษฐกิจคล้ายคลึงกับญี่ปุ่นในอดีตมากขึ้น จากการเผชิญกับภาวะการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอลงและอัตราเงินเฟ้อต่ำกว่า 2% ขณะที่ญี่ปุ่นกลับเริ่มฟื้นตัวออกจากภาวะดังกล่าว

การเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศต่าง ๆ



อัตราเงินเฟ้อของแต่ละกลุ่มประเทศ

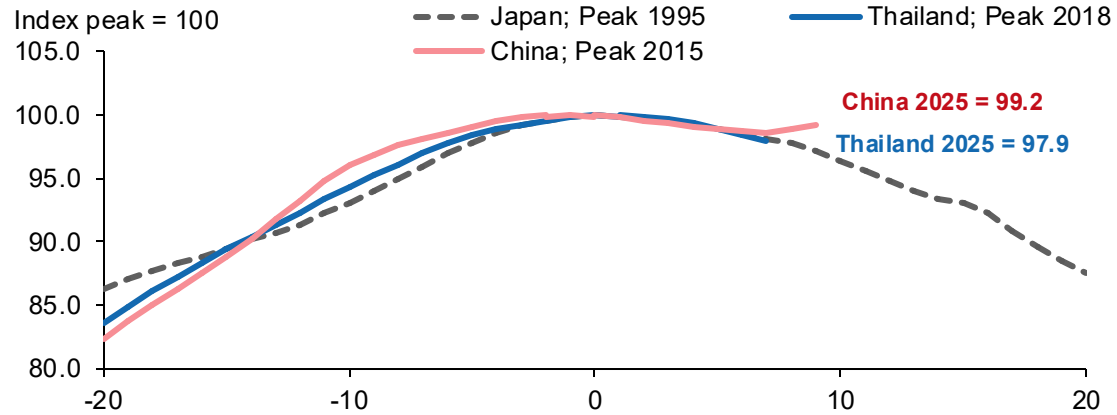


Source: IMF, World Bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

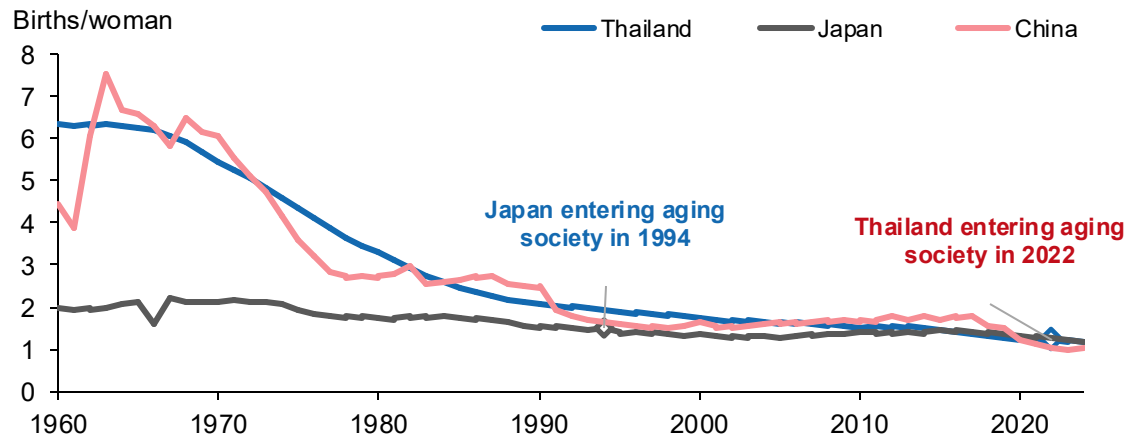
ไทยก้าวเข้าสู่สังคมสูงวัยโดยสมบูรณ์ ตั้งแต่ปี 2022 โดยช้ากว่าญี่ปุ่น 28 ปี แต่เข้าสู่สังคมสูงวัย ในขณะที่มีระดับรายได้ต่ำกว่า มีอัตราการเกิดน้อยกว่า และกำลังแรงงานเริ่มหดตัวลงแล้ว



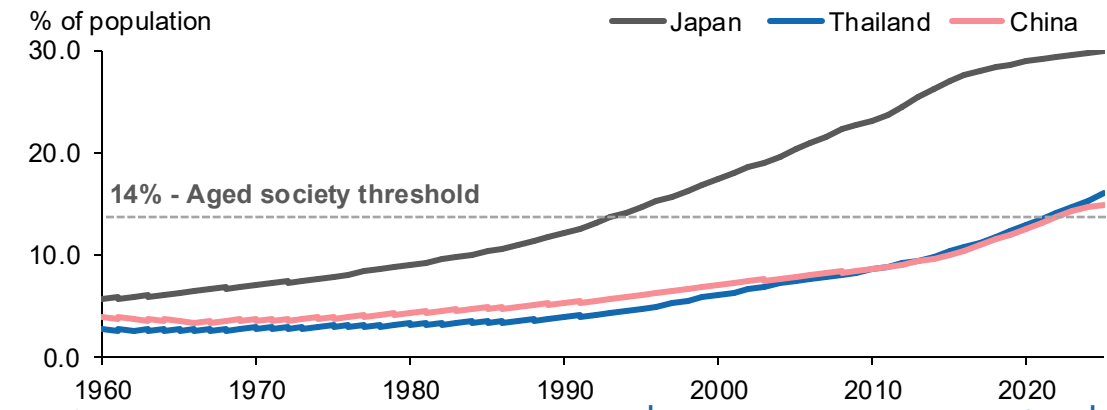
ประชากรวัยแรงงาน (Working-age Population)



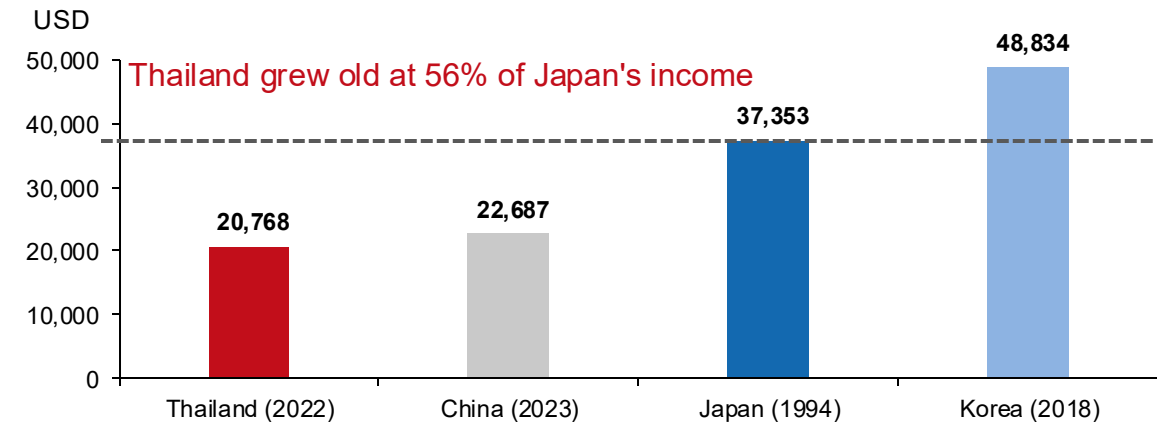
อัตราการเจริญพันธุ์ (Fertility Rate)



ประชากรอายุ 65 ปีขึ้นไป (% ของประชากรทั้งหมด)



รายได้ต่อหัว (GDP per Capita, PPP) ณ ราคาของปี 2021 หน่วยดอลลาร์สหรัฐ ในปีที่ สัดส่วนประชากรอายุ 65 ปีขึ้นไปของแต่ละประเทศแตะระดับ 14%

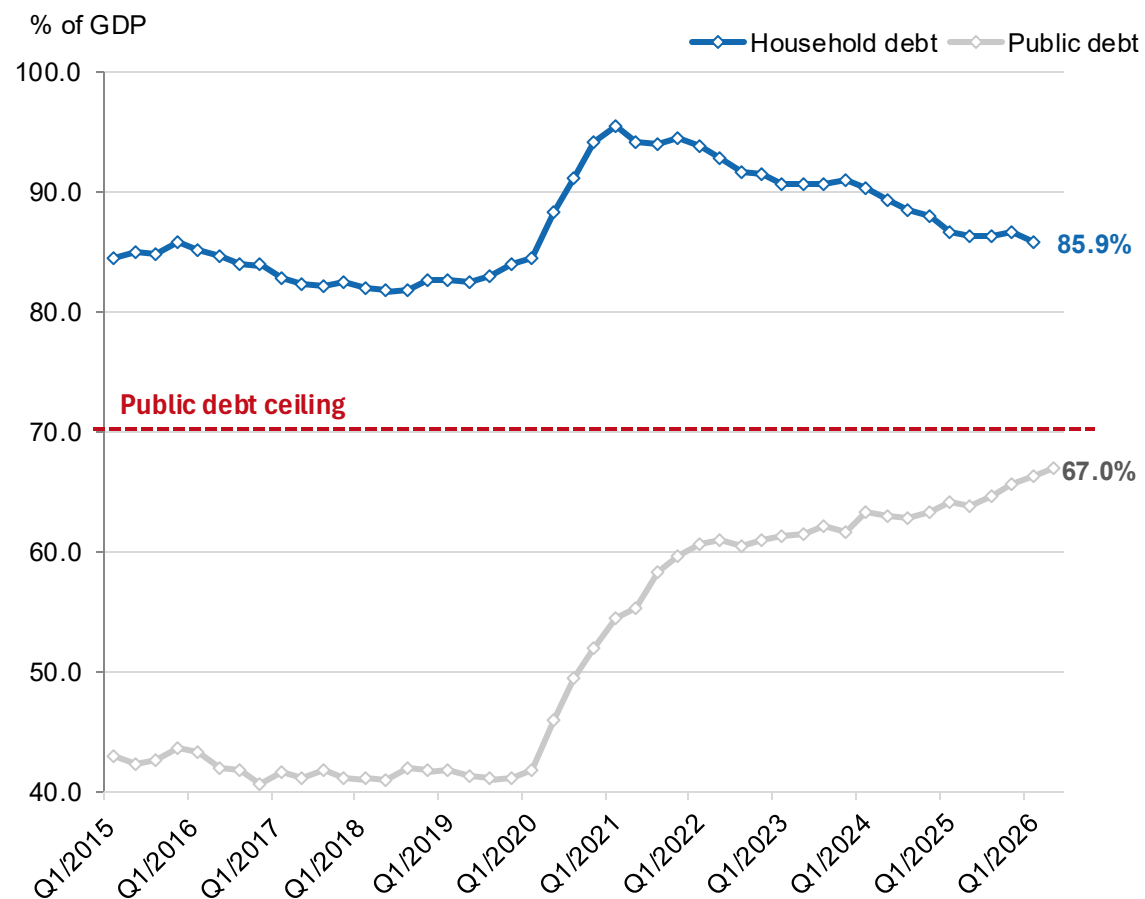


Source: World Bank, OECD, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

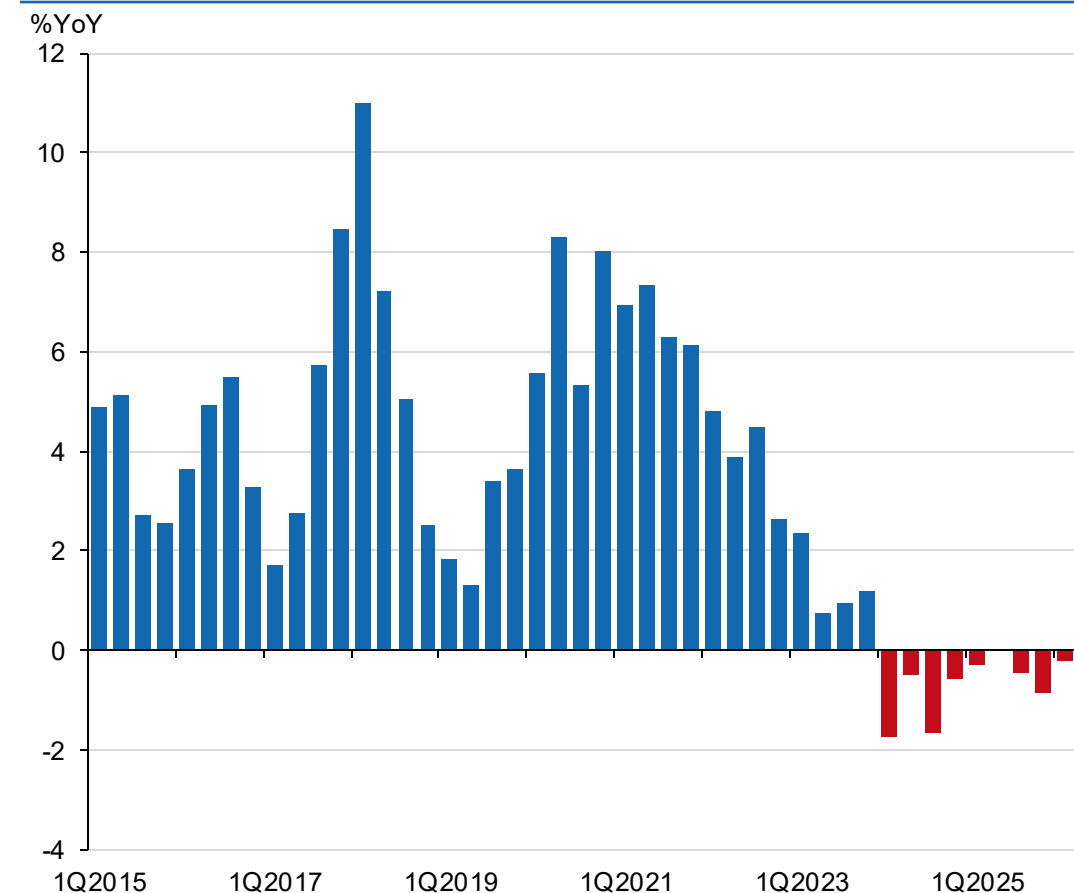
สินเชื่อที่หืดตัวไม่ได้เกิดจากธนาคารไม่ยอมปล่อยกู้ แต่เกิดจากผู้กู้เร่งชำระหนี้คืนมากกว่า ซึ่งเป็นลักษณะของ “ภาวะเศรษฐกิจถดถอยจากงบดุล” (Balance-Sheet Recession) ที่เคยทำให้สังคมสูงวัยของญี่ปุ่นพัฒนาไปสู่ภาวะเศรษฐกิจซบเซาเป็นเวลานาน



ภาคครัวเรือนและภาครัฐกำลังลดภาระหนี้ ขณะที่ภาครัฐกำลังเพิ่มการก่อหนี้



การเติบโตของสินเชื่อธนาคารพาณิชย์

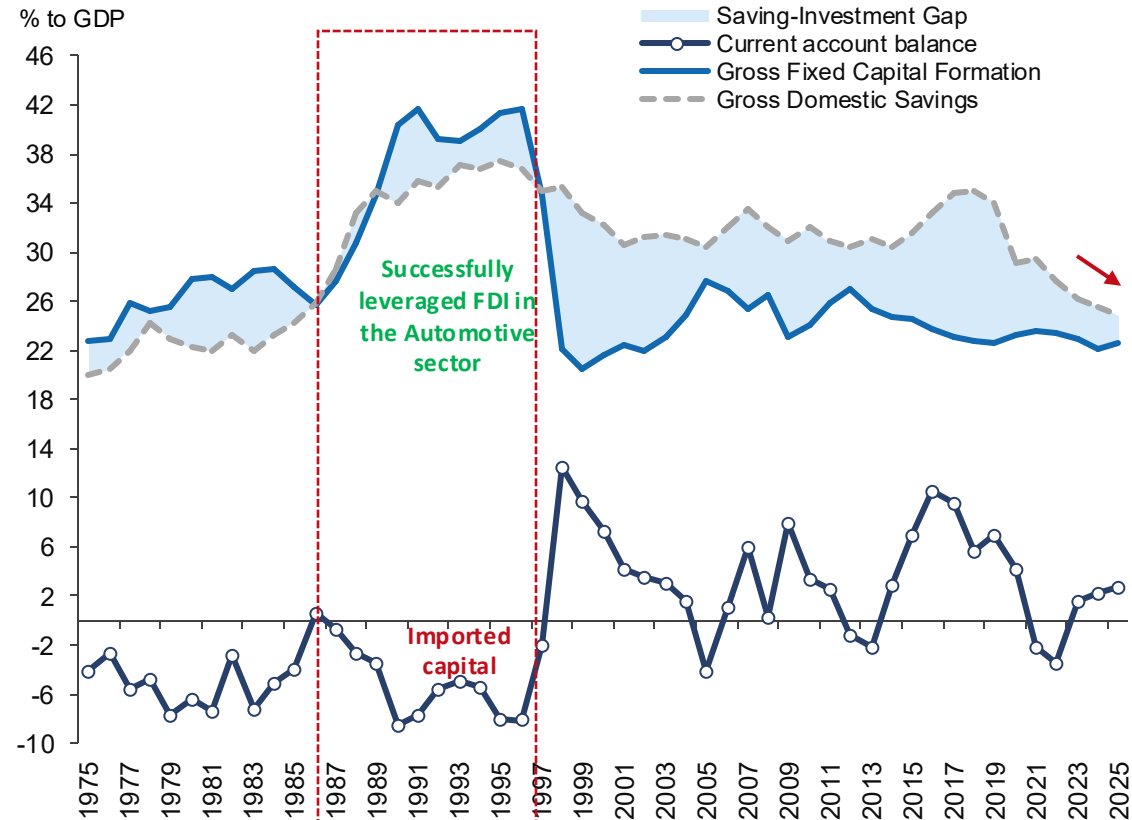


Source: BoT, World bank, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

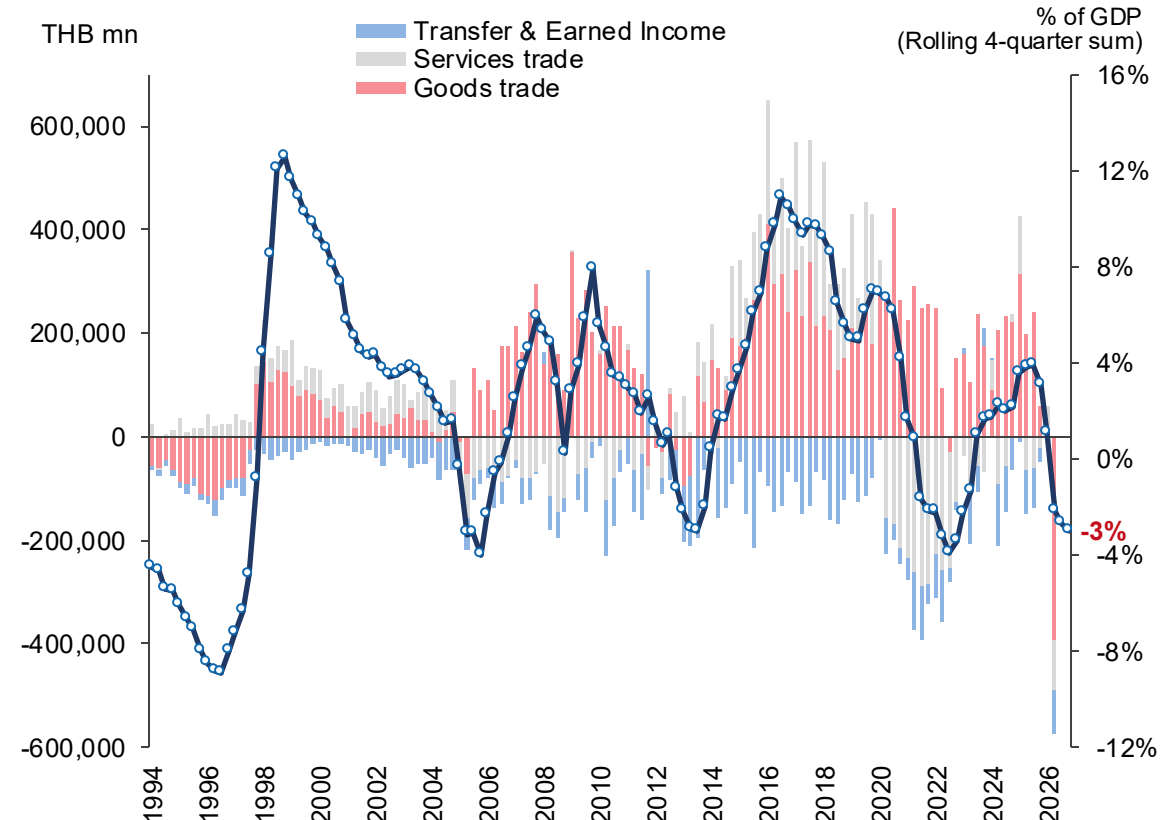
เหตุใดการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจึงไม่ใช่เรื่องดีเสมอไป: เมื่อเกิดจากการลงทุนที่ต่ำเกินไป และบันทึกอศักยภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจ



ช่องว่างระหว่างการออมและการลงทุน



องค์ประกอบของดุลบัญชีเดินสะพัด: ภายหลังวิกฤตต้มยำกุ้ง



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

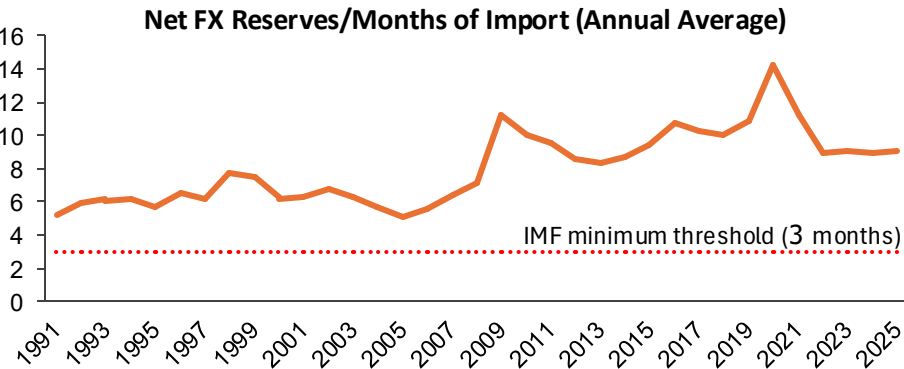
โดยปกติแล้วการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกิดจากการลงทุนเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว และไม่ใช่ปัญหา หากแต่การลงทุนนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนและมูลค่าเพิ่มต่อเศรษฐกิจในประเทศได้จริง

สรุปภาพรวมดุลบัญชีเดินสะพัด: ทิศทางการเปลี่ยนแปลงและปัจจัยพื้นฐานที่ส่งผลต่อดุลบัญชีเดินสะพัด

Factors behind the current account deficit

Factor	Cyclical (Energy shock)	Structural
Terms-of-trade deterioration	✓	✓
- Higher capital goods imports		✓
Subdued tourism receipts	✓	
Widening digital services deficit		✓

High reserve adequacy remains a solid external buffer



I. Trade deficit funding investment NOT consumption?

Investment

- A new wave of **AI capex and data-centre investment**, with **import content estimated at around USD 4.5–5.5bn**, based on the USD 33bn BOI-approved investment pipeline.
- Reinforcing this trend is the THB 200bn Energy Transition Emergency Decree, aimed at accelerating EV fleet adoption and subsidizing rooftop solar installations.



II. Supported by FDI NOT short-term portfolio flows?

FDI

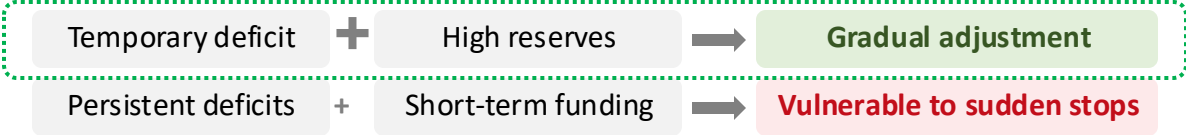
- FDI reached nearly USD 3 bn in Q1 2026**, concentrated in manufacturing and driven primarily by the motor vehicles segment (EVs).
- Looking ahead, FDI momentum is expected to shift toward data centers as BOI-approved projects are gradually rolled out.



IV. Soft numbers now, hard landing later?

Low risk

Thailand: High reserves, Deficit tied to the investment cycle

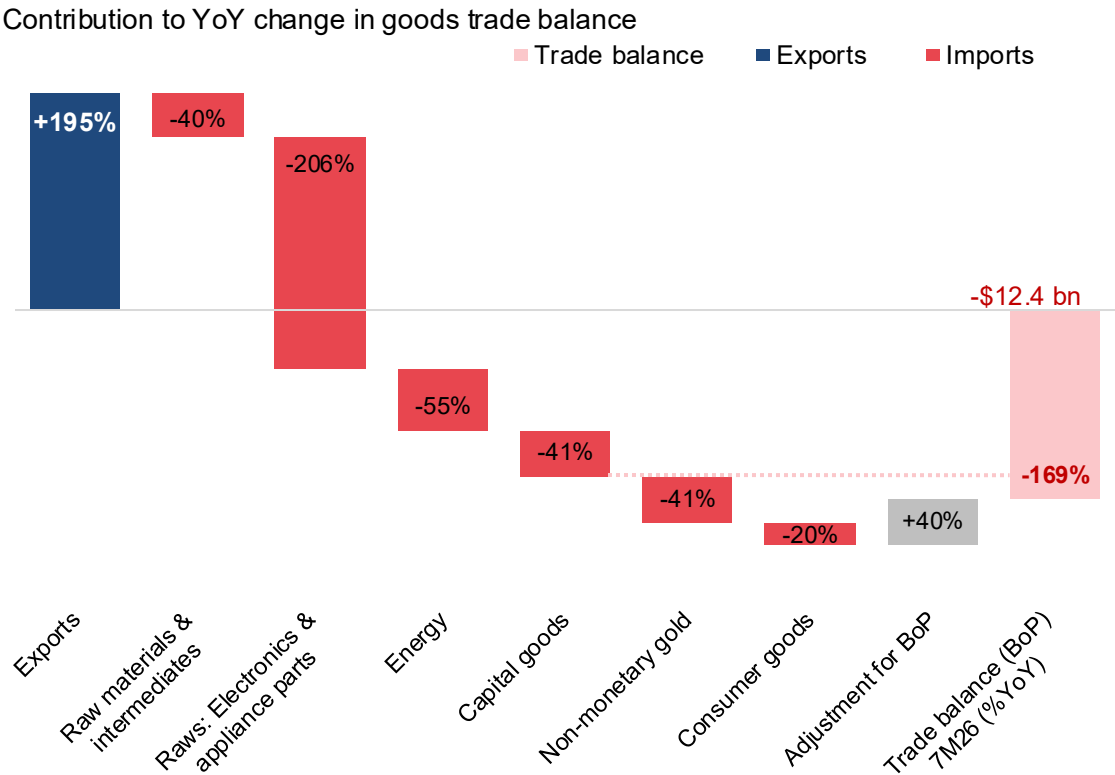


Source: BoT, World Bank, IMF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

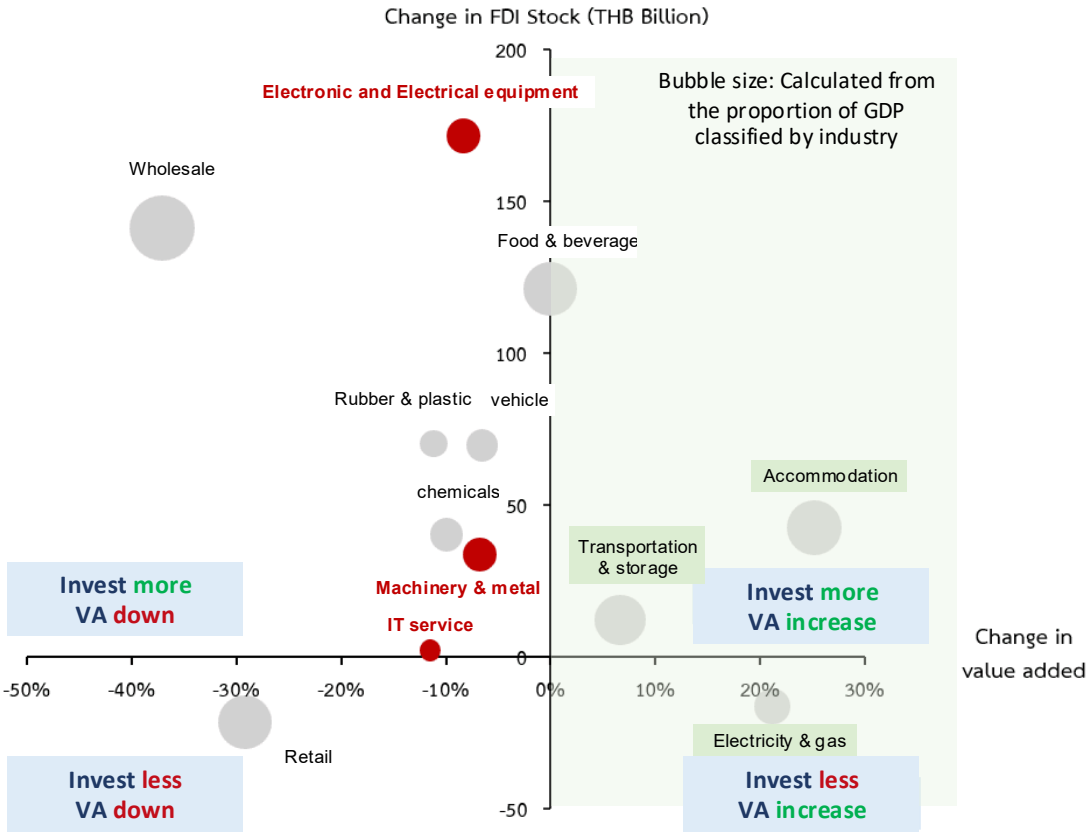
การพลิกขาดดุลของดุลบัญชีเดินสะพัดในปัจจุบัน เป็นเพียงกับดักชั่วคราวในช่วงเปลี่ยนผ่านที่มี
การนำเข้าสูง แต่จะสามารถสร้างหรือรักษามูลค่าเพิ่มในกิจกรรมที่มูลค่าเพิ่มสูงได้หรือไม่?



การขาดดุลการค้าในช่วง 7 เดือนแรกของปี 2026 ส่วนใหญ่เกิดจากการนำเข้า
สินค้าทุนและสินค้าขั้นกลาง ไม่ใช่สินค้าเพื่อบริโภค



การเปลี่ยนแปลงของมูลค่า FDI สะสมสุทธิ เทียบกับการเติบโตของมูลค่าเพิ่ม
รายสาขาการผลิตและบริการ (ปี 2010-2024)

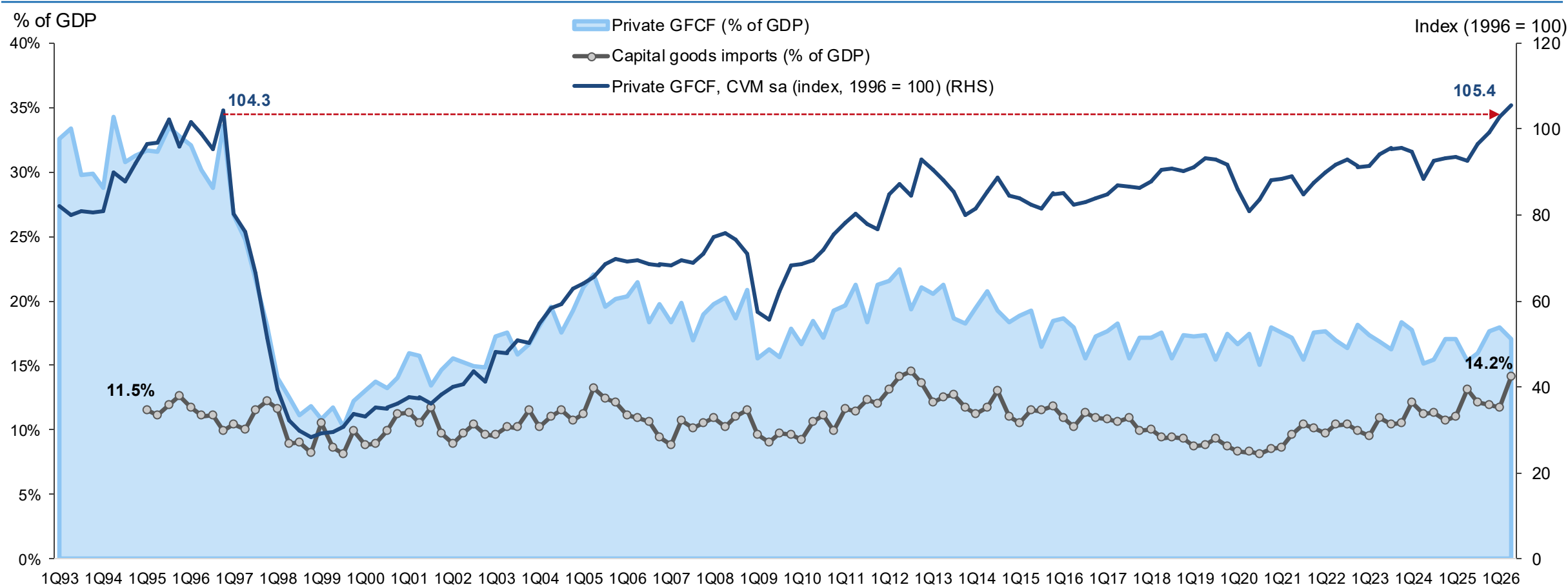


Source: BoT, PIER, More FDI, Less Benefit for Thailand?, CEIC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แรงส่งของการลงทุนภาคเอกชนได้กลับสู่ระดับที่เคยเห็นสูงสุดครั้งก่อนเมื่อเกือบสามทศวรรษก่อน แต่การรั่วไหลผ่านการนำเข้าสินค้าทุนกลับเพิ่มขึ้นเกือบสองเท่า



การเปรียบเทียบของการสะสมทุนถาวรภาคเอกชนที่แท้จริง (Real Private Gross Fixed Capital Formation: GFCF) และสัดส่วนการนำเข้าสินค้าทุน

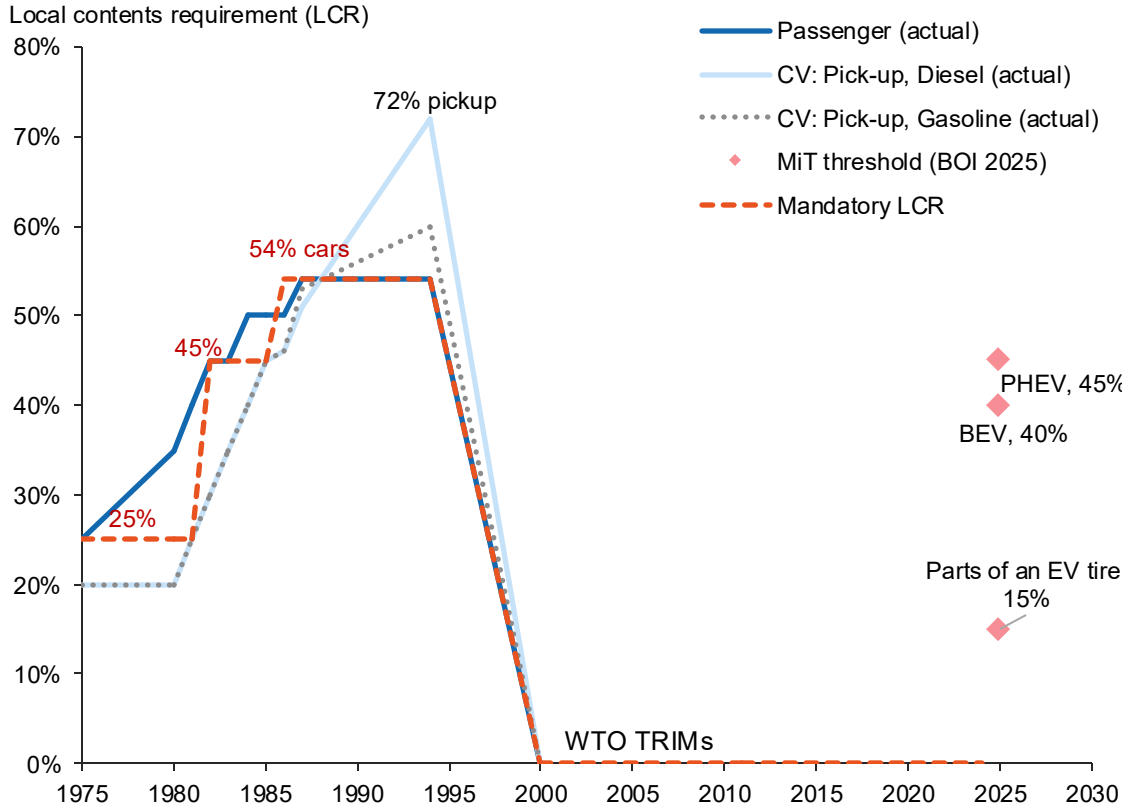


Source: NESDC, BoT, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

บทเรียนความสำเร็จของนโยบายอุตสาหกรรมยานยนต์ในทศวรรษ 1990 สามารถนำมาประยุกต์ใช้ โดยกำหนดข้อบังคับสัดส่วนการใช้ชิ้นส่วนภายในประเทศอย่างเข้มงวด เพื่อให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มภายในประเทศอย่างแท้จริง



อัตราข้อกำหนดสัดส่วนการใช้ชิ้นส่วนภายในประเทศ สำหรับยานยนต์ในไทย



กรณีศึกษาศูนย์ข้อมูล (Data Center): การปรับปรุงกรอบกฎหมายและกฎระเบียบล่าสุด

LOCAL CONTENT REQUIREMENT	
	Selangor state: Local content rule $\geq 30\%$ Johor state: Tightens approvals, no new Tier 1–2 DCs
	TKDN regime: combined TKDN + BMP score $\geq 40\%$ for domestic-product preference Recast formula: materials 75%, labour 10%, overhead 15%
	> 50% LCR (under review) — minimum 50% use of equipment and infrastructure from Thai operators Ex. Cables, poles and support equipment
IT / SKILLED WORKFORCE REQUIREMENT	
	Saudization: 30% localisation for 46 engineering professions, effective 30 June 2026 Employers must verify localisation rate and the SAR 8,000 minimum salary threshold

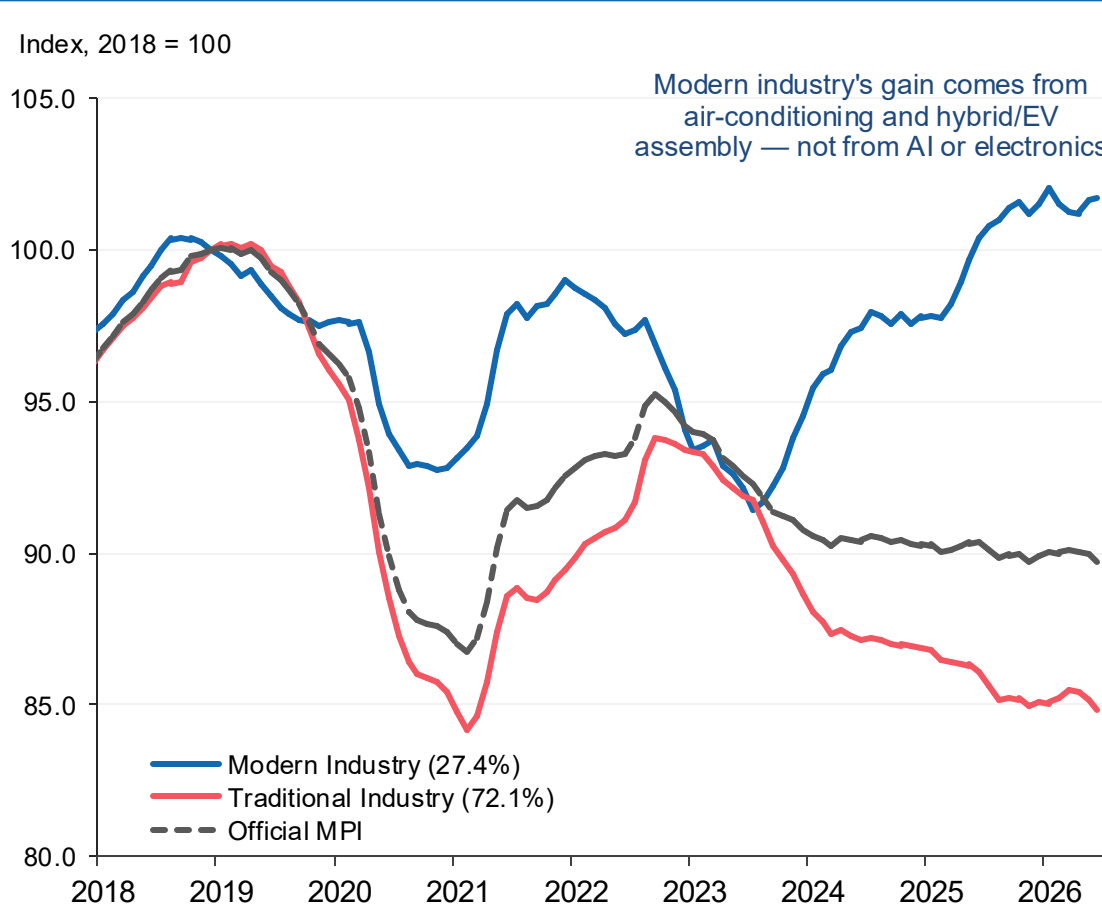
Note: Under the BOI's Made in Thailand (MIT) measure to promote the use of local content, eligible projects will receive an additional 50% corporate income tax reduction for another two years
Source: ADB, Based on Kohpaiboon (2015), Natsuda & Thoburn (2013), Industrial policy and the development of the automotive industry in Thailand, Press, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เครื่องปรับอากาศและยานยนต์ EV เป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่ช่วยยกระดับการผลิตของอุตสาหกรรมสมัยใหม่ ขณะที่อุตสาหกรรมดั้งเดิมส่วนใหญ่ยังคงเผชิญความยากลำบาก ยกเว้นกลุ่มอาหาร เครื่องดื่ม และผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม

รายละเอียดการจัดกลุ่มตามน้ำหนักของดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ในช่วง 1H26

	Weight (%) 1H26 (Index)	
Modern Industry	27.4	102.8
Computer, electronic and optical products	9.4	71.9
Chemicals and chemical products	8.8	96.0
Electrical equipment	3.5	97.4
Machinery and equipment, not elsewhere classified	2.8	137.5
Motor vehicles — electrified (hybrid, PHEV, BEV)	1.7	273.3
Basic pharmaceutical products and preparations	1.2	90.6
Traditional Industry	72.1	88.1
Food products	16.7	110.2
Coke and refined petroleum products	10.7	103.0
Motor vehicles — ICE	9.5	37.8
Rubber and plastics products	8.8	90.6
Other non-metallic mineral products	5.4	88.3
Beverages	3.8	106.3
Basic metals	3.4	94.6
Fabricated metal products, ex. machinery and equipment	2.3	81.6
Other manufacturing	2.3	89.4
Paper and paper products	2.1	99.2
Textiles	1.9	53.5
Wearing apparel	1.6	55.6
Other transport equipment	1.1	85.7
Furniture	0.9	64.0
Leather and related products	0.8	68.7
Tobacco products	0.7	67.6

การจัดกลุ่ม MPI ใหม่: อุตสาหกรรมสมัยใหม่เทียบกับอุตสาหกรรมดั้งเดิม (12M MA)



Note: Hybrid, PHEV and BEV are not reported separately in OIE's 2016-base MPI; electrified-vehicle values before Jan-21 are backcast from passenger-car production and are estimates, not published data.
ICE = residual of TSIC 29. MPI vintages ratio-spliced per component on 2021; component data is NSA. MPI is based on OIE's value-added
Source: OIE, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราให้น้ำหนัก (Overweight) ในกลุ่ม Energy และ Industrials จากแนวโน้มของสินค้าโภคภัณฑ์ที่ฟื้นตัวเป็นวงกว้าง และวัฏจักรภาคการผลิตที่กำลังขยายตัวต่อเนื่อง



การใช้จ่ายทางทหารกำลังเพิ่มขึ้นทั่วโลก ท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และการเปลี่ยนแปลงของระเบียบโลก

- แรงขับเคลื่อนเชิงโครงสร้างที่ดำเนินมาเป็นเวลาหลายทศวรรษกำลังเปลี่ยนแปลงภาพรวมเศรษฐกิจมหภาค โดยมหาอำนาจของโลกกำลังมีทิศทางที่แตกแยกกันมากขึ้น เป็นการสิ้นสุดยุคของโลกาภิวัตน์และการเติบโตที่มีเสถียรภาพระหว่างปี 1980-2020
- การแข่งขันด้านเทคโนโลยี ศักยภาพการผลิต ความเป็นอิสระด้านพลังงาน และการค้า กำลังผลักดันให้เศรษฐกิจถูกขับเคลื่อนด้วยการลงทุนมากขึ้น เมื่อประกอบกับข้อจำกัดในห่วงโซ่อุปทานและความแตกแยกทางภูมิรัฐศาสตร์ ทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อมีความผันผวนในระดับสูงที่สุดในรอบหลายทศวรรษ
- เราคาดว่า การเติบโตของกำไรบริษัทที่ได้รับแรงขับเคลื่อนจากการใช้จ่ายภาคเอกชนและภาครัฐในระดับสูง ควบคู่กับเงินเฟ้อที่ผันผวน จะดำเนินต่อเนื่องไปอีกหลายปี ส่งผลให้พันธบัตรระยะยาวมีความน่าสนใจน้อยกว่าหุ้นและสินค้าโภคภัณฑ์

ท่ามกลางภาวะแวดล้อมปัจจัยมหภาคที่ผันผวนขึ้น ตลาดจึงหันมาให้ความสนใจกับปัจจัยพื้นฐานด้านกระแสเงินสดมากกว่าแต่ก่อน

- รายงานผลประกอบการในไตรมาสล่าสุด บ่งชี้ว่าการตอบสนองของราคาหุ้นในเชิงบวกจำเป็นต้องได้รับแรงสนับสนุนจากการปรับเพิ่มประมาณการทั้งกำไรต่อหุ้น (EPS) และกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยหุ้นที่มีการปรับเพิ่มประมาณการทั้ง EPS และ FCF มีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนเป็นบวกในวันถัดไปและปรับตัวได้ดีกว่าตลาดโดยรวม ขณะที่หุ้นที่ EPS ถูกปรับเพิ่มขึ้นแต่ FCF ถูกปรับลดลง กลับมีการเคลื่อนไหวทรงตัวถึงติดลบเล็กน้อย
- เราประเมินว่าการขยายตัวต่อเนื่องของดัชนี Manufacturing PMI (>50) สะท้อนถึงวัฏจักรภาคการผลิตที่กำลังฟื้นตัว ซึ่งมีแนวโน้มเป็นปัจจัยหนุนต่อผลประกอบการของกลุ่ม Industrials ขณะเดียวกัน การปรับประมาณการ Free Cash Flow (FCF) ขึ้นของทั้งกลุ่ม Industrials และ Energy ยังสะท้อนถึงแนวโน้มปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง และกลุ่ม Industrials ยังถือว่าได้รับความสนใจจากตลาดค่อนข้างน้อย (Laggard) เมื่อเทียบกับการปรับตัวดีขึ้นของปัจจัยพื้นฐานด้านกระแสเงินสด จึงยังมีช่องว่างให้ราคาหุ้นตอบสนองต่อการพัฒนาการของปัจจัยพื้นฐานได้มากขึ้นในระยะข้างหน้า เราจึงให้น้ำหนักกับหุ้นอุตสาหกรรม **Energy** และ **Industrials** ในช่วงปลายปีนี้

เราคาดว่าระดับแนวรับของราคาทองคำปรับขึ้นมาอยู่ที่ 4,300-4,400 ดอลลาร์ต่อออนซ์ จากการกลับมาได้รับความสนใจของการลงทุนเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการลดทอนมูลค่าของเงิน (Debasement Trade) และความเป็นไปได้ที่มาตรการ Financial Repression จะกลับมาเพิ่มสูงขึ้น

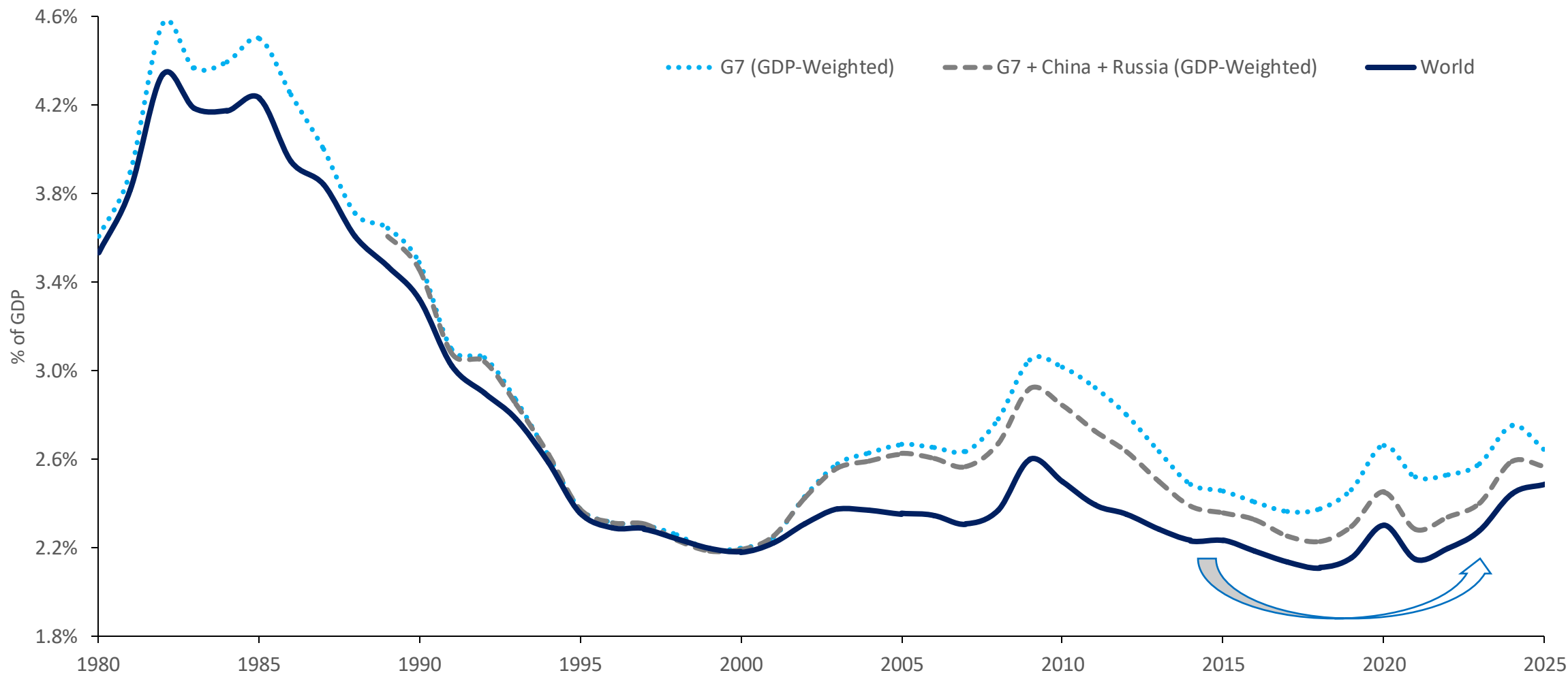
- ปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์และภาวะนโยบายการเงินยังคงสนับสนุนการถือตราส่วนราคาทองคำต่อดัชนีราคาผู้บริโภค (Gold-to-CPI Ratio) อยู่ในระดับสูงในปัจจุบัน สะท้อน Risk Premium จากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและภูมิรัฐศาสตร์
- การประกาศ Treasury Twist สะท้อนถึงเจตนาที่ชัดเจนในการแทรกแซงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (Long End of the Yield Curve) ขณะที่ภาวะเงินเฟ้อทางการเงินของโลก (Monetary Inflation) ได้สะสมเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็นเวลาหลายปี ส่งผลให้การลงทุนเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการลดทอนมูลค่าของเงินจึงมีแนวโน้มที่จะดำเนินต่อไป

Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การใช้จ่ายทางทหารทั่วโลกอยู่ในแนวโน้มเร่งตัว จากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และการเปลี่ยนแปลงของระเบียบโลก



Global Military Expenditure as % of GDP

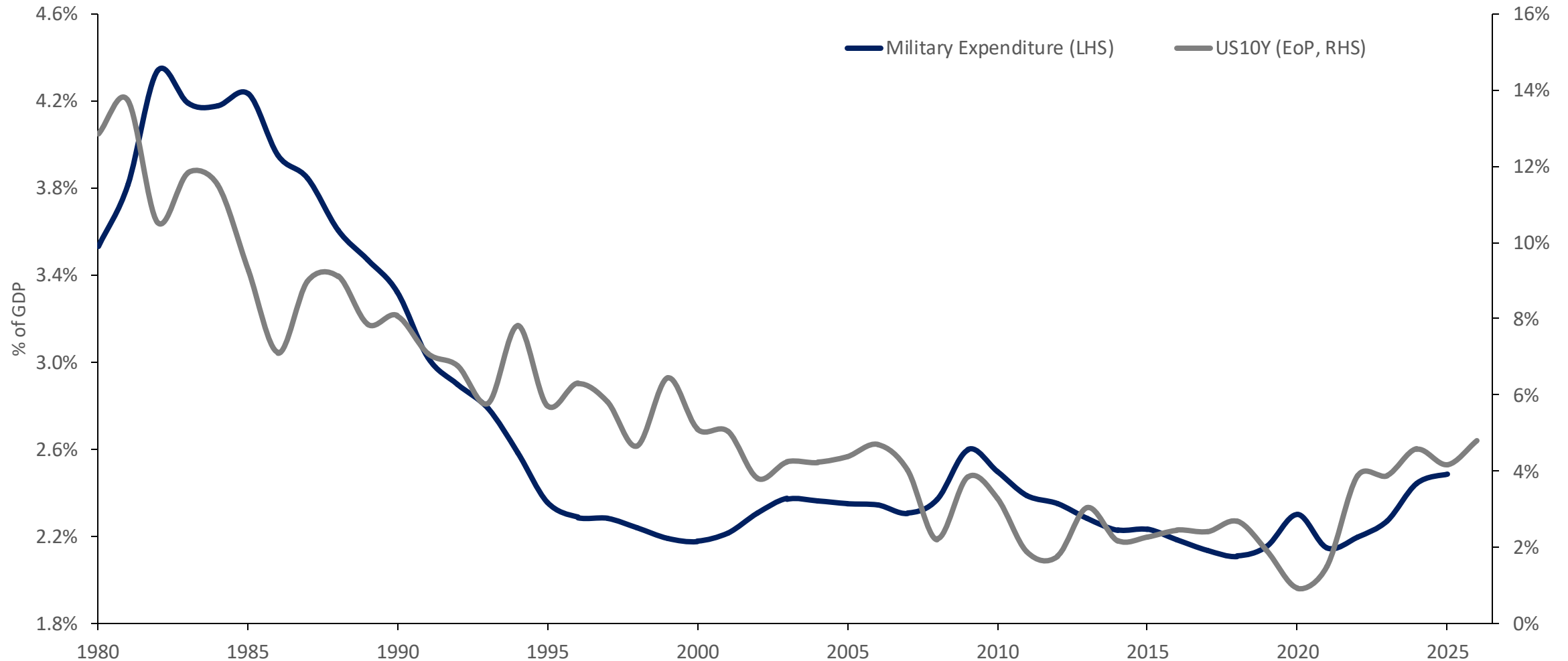


Source: The Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) Military Expenditure Database, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

วัฏจักรการใช้จ่ายทางทหารและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีมีแนวโน้มเคลื่อนไหวไปในทิศทางที่สอดคล้องกัน



Global Military Expenditure as % of GDP vs. US10Y



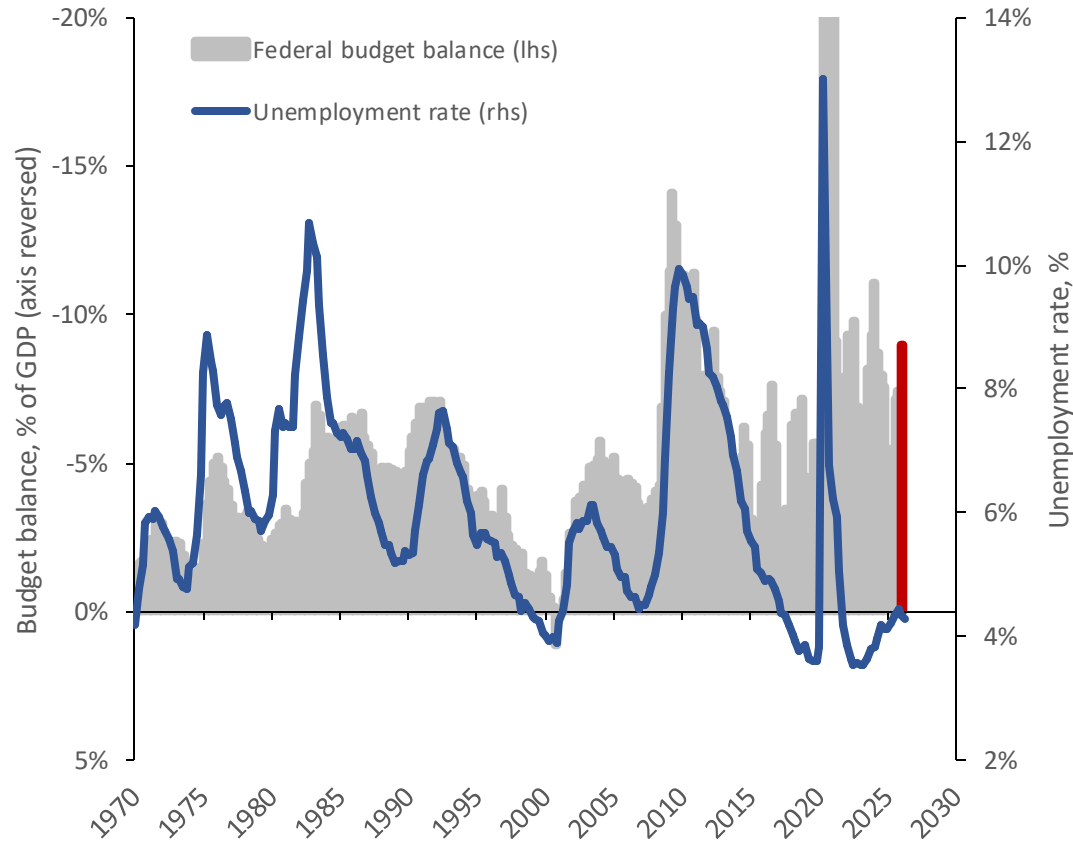
Source: The Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI) Military Expenditure Database, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลอยู่ในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตอย่างต่อเนื่องตลอดช่วงทศวรรษที่ผ่านมา

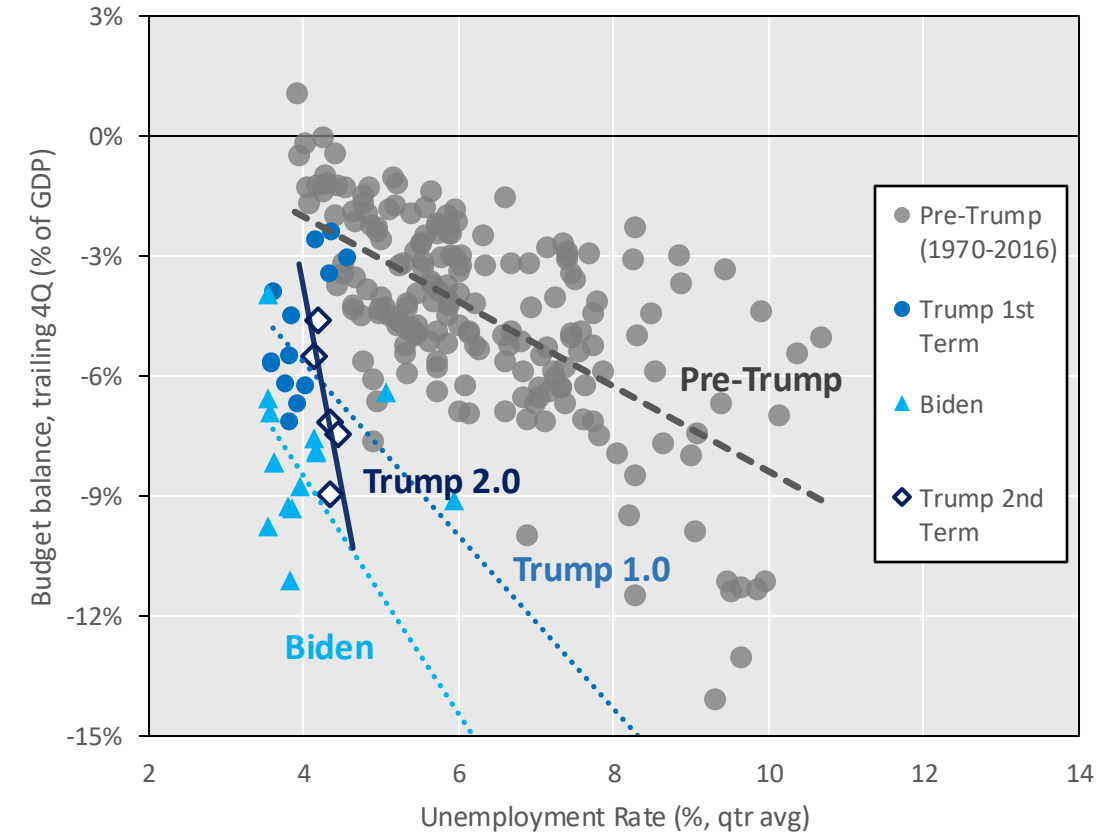
สหรัฐฯ กำลังมีการขาดดุลงบประมาณในระดับสูง แม้อัตราการว่างงานไม่ได้อยู่ในระดับสูง (6-8%) เช่นเดียวกับในอดีต

การใช้จ่ายของรัฐบาลสหรัฐฯ อยู่สูงกว่าระดับที่สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญนับตั้งแต่ปี 2017

US Federal Budget Balance vs. Unemployment Rate



US Federal Budget Balance vs. Unemployment Rate During Different Eras



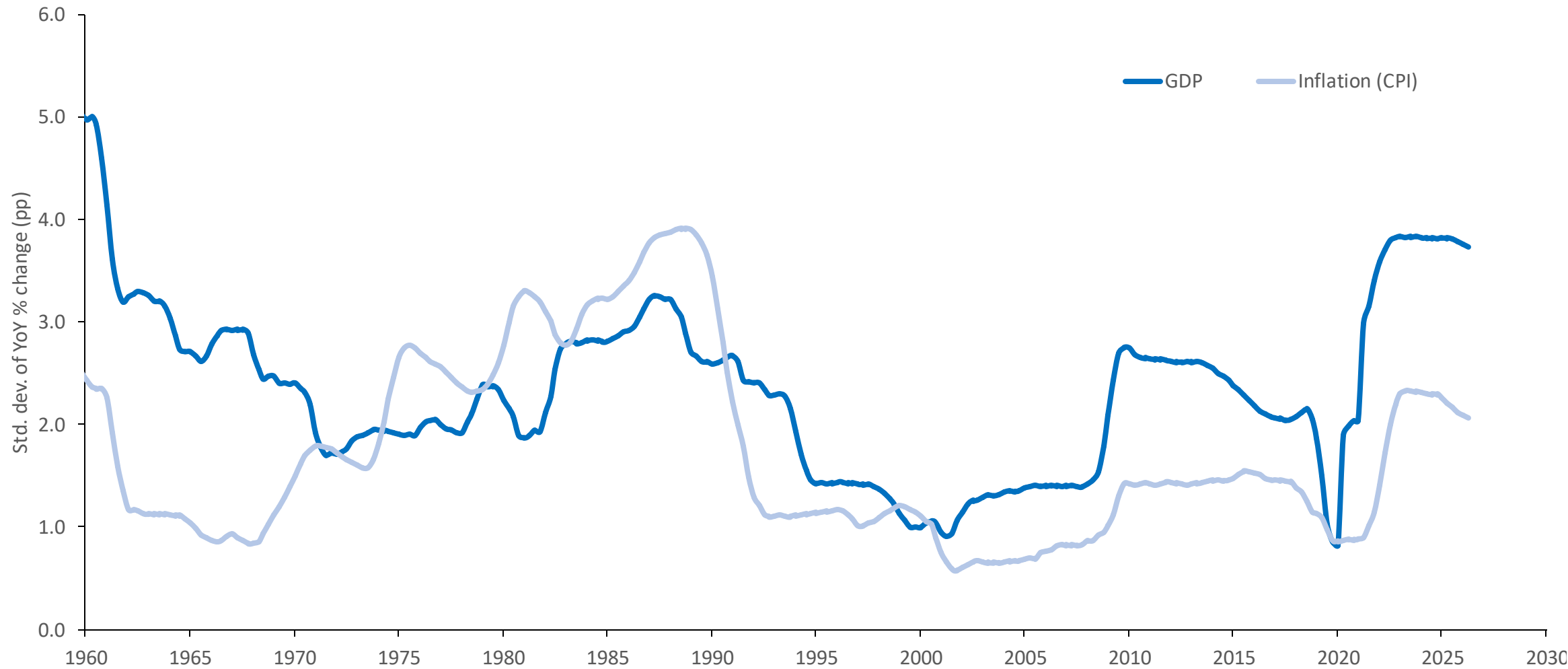
Note: The US federal budget balance is implied from the quarterly change in total public debt (debt-to-GDP ratio * nominal GDP), expressed as a trailing four-quarter sum in % of GDP

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

การเติบโตทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในปัจจุบันกลับมามีความผันผวนสูงที่สุดในรอบหลายทศวรรษ



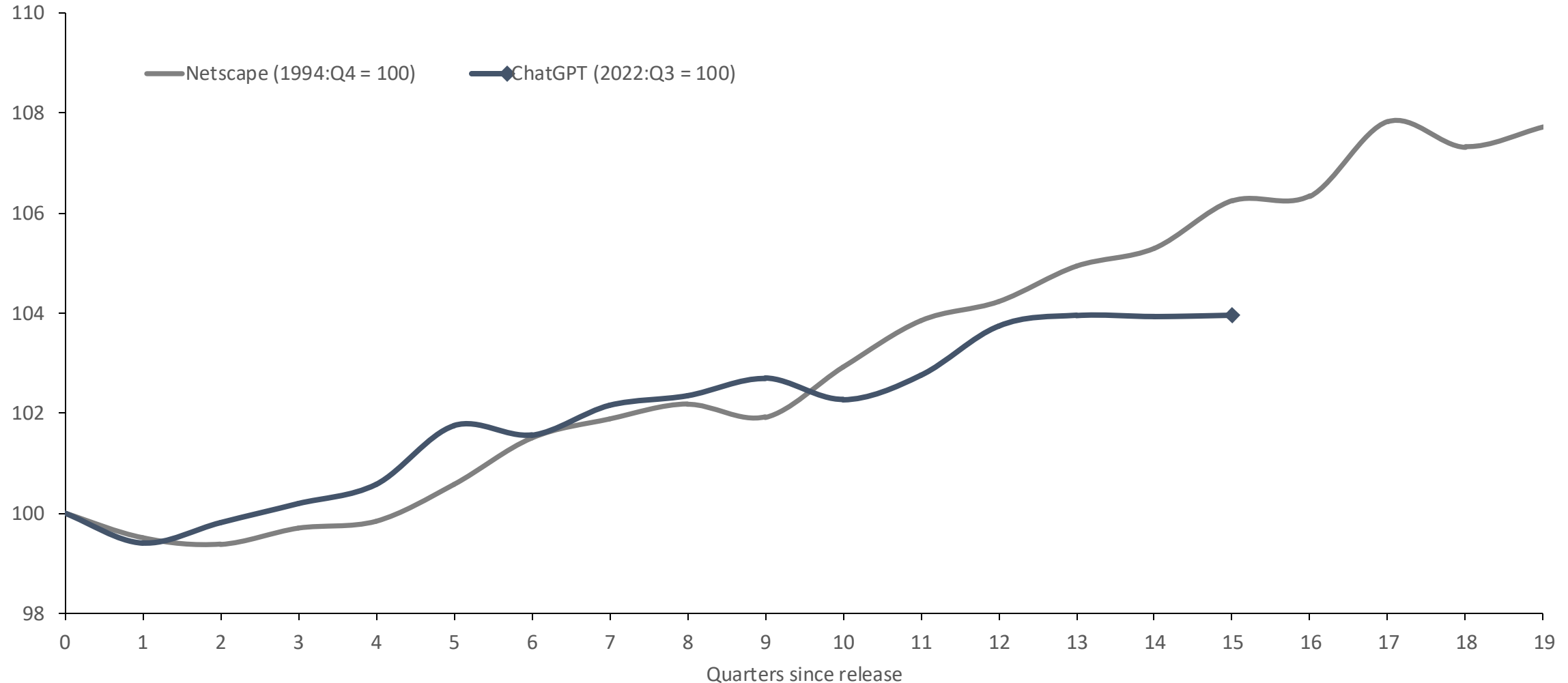
US GDP vs. Inflation: 10-Year Rolling Volatility



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

แม้เทคโนโลยี AI จะมีการนำมาใช้อย่างแพร่หลายมากขึ้น แต่ผลลัพธ์ด้านผลิตภาพที่เกิดขึ้นจริงในระดับเศรษฐกิจโดยรวม ณ ปัจจุบัน ยังไม่สะท้อนการเติบโตของผลิตภาพแรงงานเทียบเท่ากับที่เคยเกิดขึ้นในช่วงเริ่มต้นของการปฏิวัติอินเทอร์เน็ต

Business Sector Total Factor Productivity Index After Netscape vs. ChatGPT Release



Source: Federal Reserve Bank of San Francisco, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

AI Market Rally อาจมีโอกาขยายจากกลุ่มผู้ผลิต/ผู้ให้บริการโครงสร้างพื้นฐาน AI ไปสู่ตลาดหุ้นในวงกว้างมากขึ้น



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

Overview

US

EU

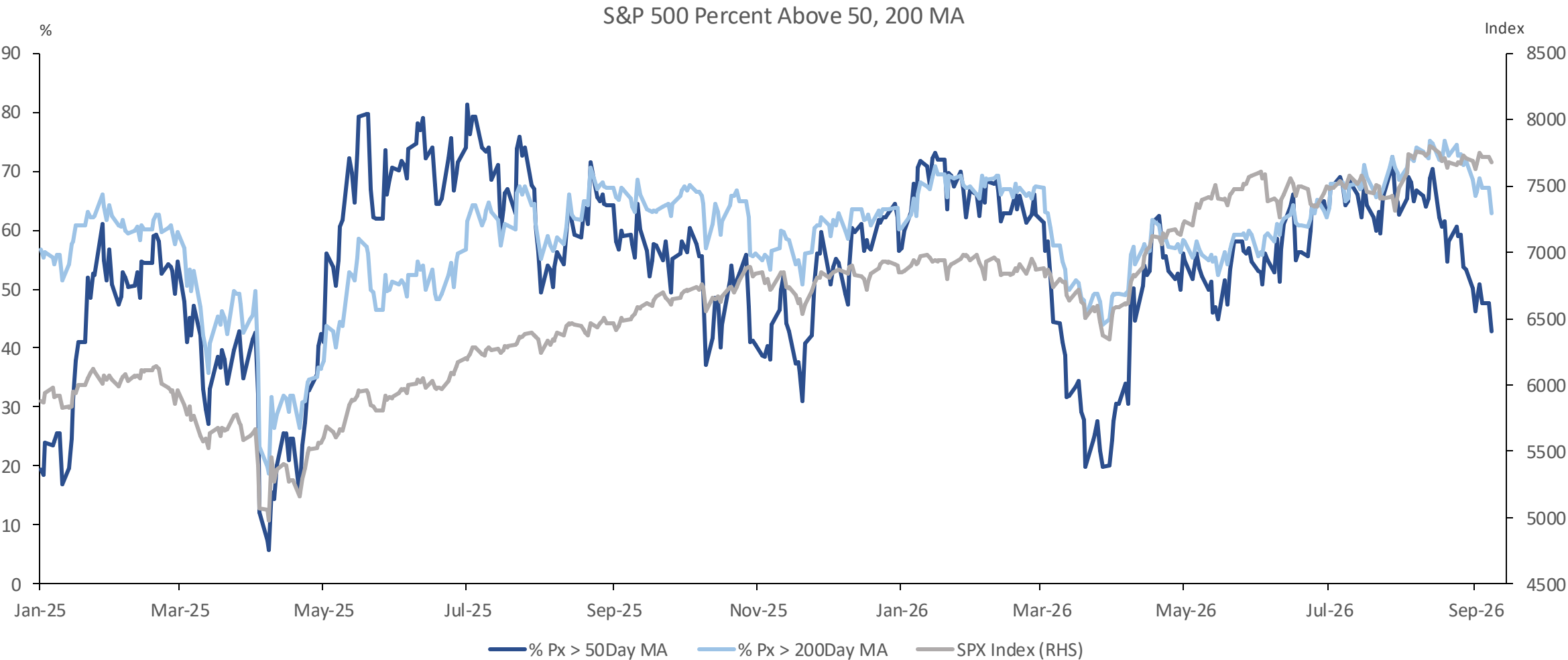
JP

CN

TH

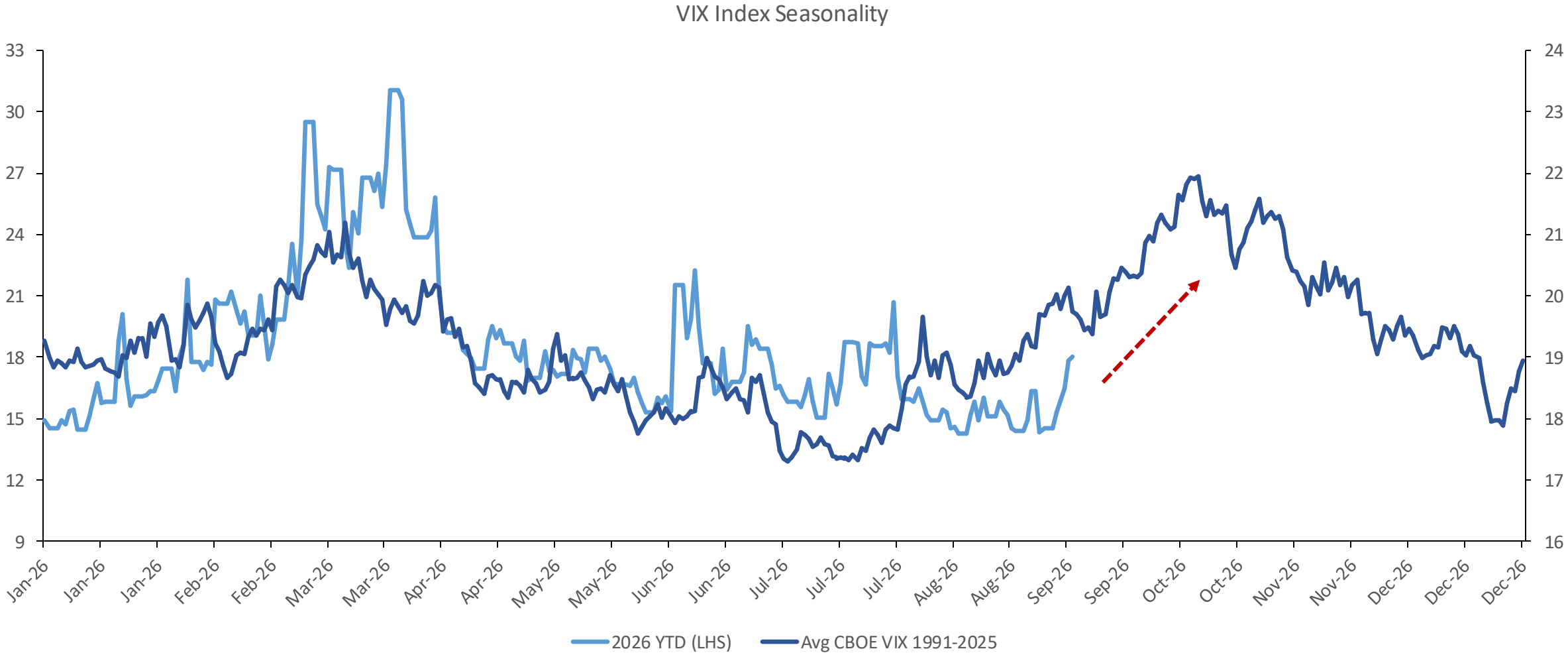
Market Outlook

Market Breadth ของตลาดหุ้น S&P 500 ปรับตัวอ่อนแอลง สะท้อนผ่านสัดส่วนของหุ้นที่ซื้อขายอยู่เหนือเส้นค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 50 วันและ 200 วันลดลงต่อเนื่อง



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

ตลาดหุ้นมักมีความผันผวนสูงตามฤดูกาลในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค. สะท้อนผ่านดัชนี VIX Index ที่มักปรับสูงขึ้นในระหว่างสองเดือนดังกล่าว



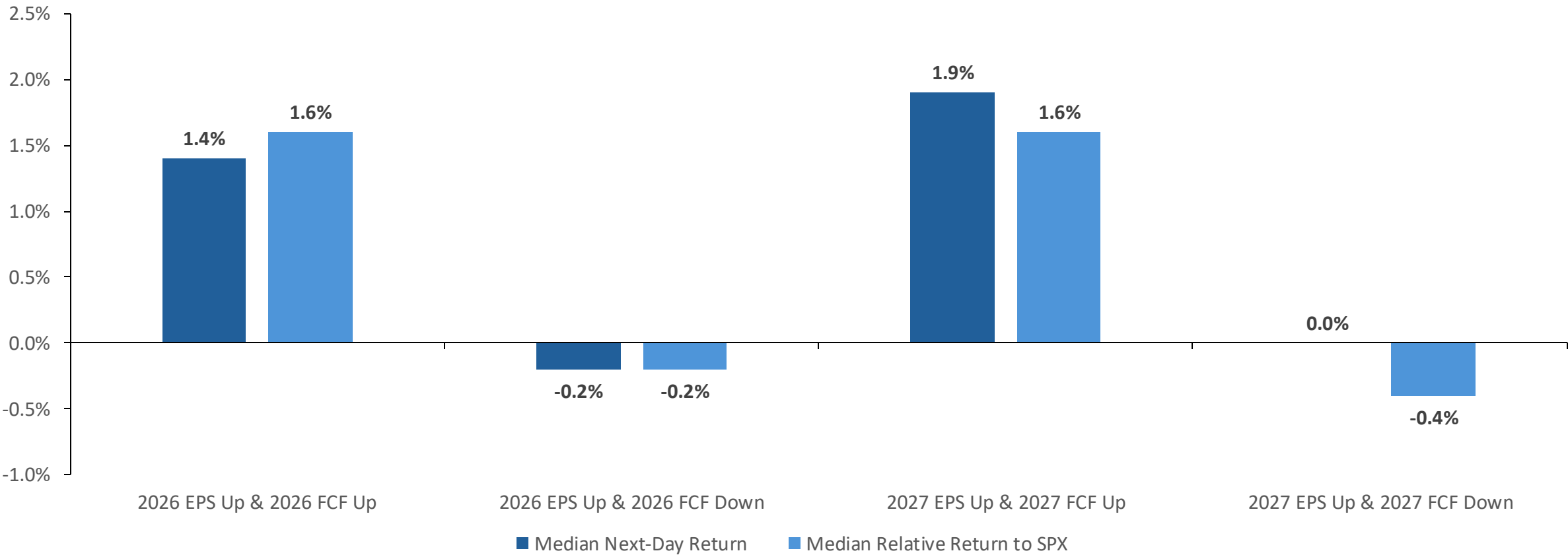
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ตลาดหุ้นตอบรับเชิงบวกต่อบริษัทที่รายงานการเติบโตของกำไร (EPS) พร้อมกับการปรับเพิ่มประมาณการ Free Cash Flow (FCF) มากกว่าบริษัทที่เติบโตด้านกำไรทางบัญชีเพียงอย่างเดียว



เมื่อประมาณการทั้ง EPS และ FCF ถูกปรับเพิ่มขึ้น หุ้นมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนเป็นบวกในวันถัดไปและปรับตัวได้ดีกว่าตลาดโดยรวม ในทางกลับกัน หาก EPS ถูกปรับเพิ่มขึ้น แต่ FCF ถูกปรับลดลง การตอบสนองของราคาหุ้นมีแนวโน้มทรงตัวหรือติดลบเล็กน้อย

S&P500 Q2/2026 Earnings Price Reaction

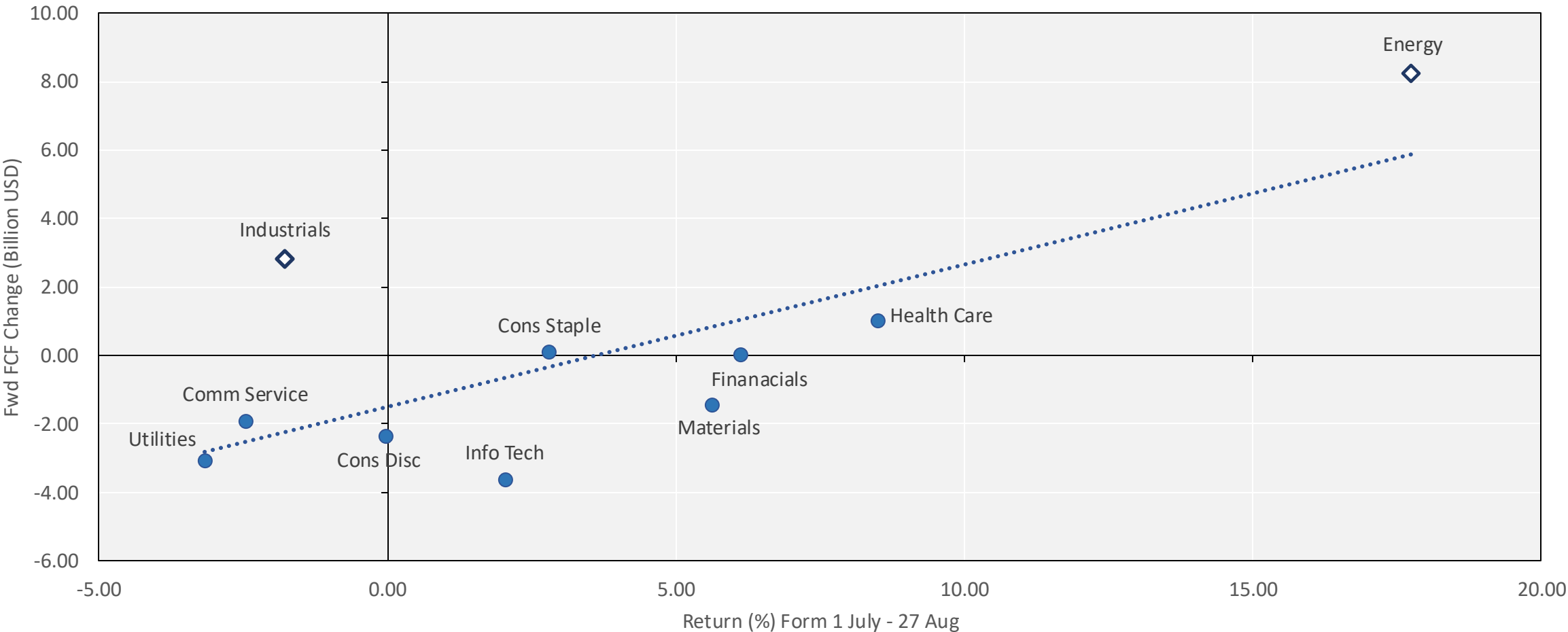


Source: FactSet, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับประมาณการ FCF ขึ้น มีส่วนสนับสนุนราคาหุ้นในช่วงที่มีรายงานงบออกมา (ก.ค.-ส.ค.) ขณะที่กลุ่ม Industrials ยังคงเป็นยังคงเป็น Laggard เมื่อเทียบกับพื้นฐานด้านกระแสเงินสดที่ปรับตัวดีขึ้น



S&P 500 Sector Performance vs. Change in Fwd FCF



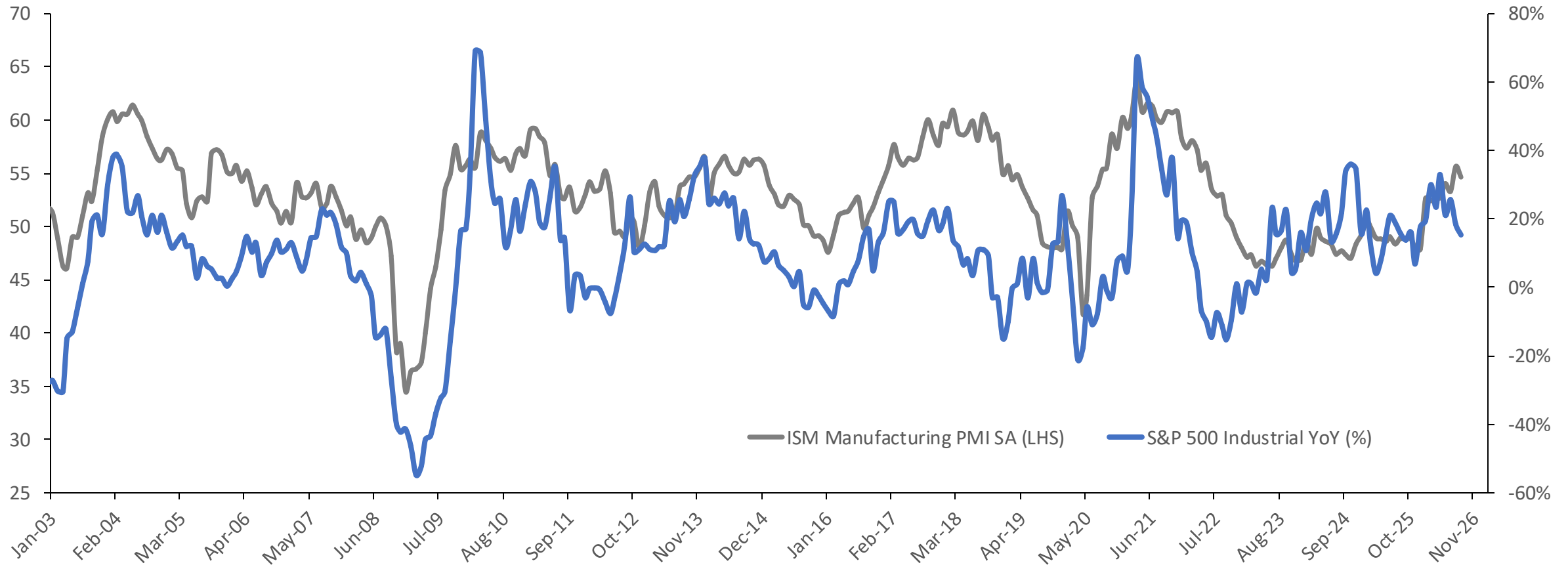
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

วัฏจักรการฟื้นตัวของภาคการผลิต เป็นแรงหนุนสำคัญต่อหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม (Industrials)



การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของดัชนี **ISM Manufacturing PMI (>50)** เป็นสัญญาณว่าวัฏจักรภาคการผลิตของสหรัฐฯ กำลังขยายตัว ซึ่งตามข้อมูลในอดีตจะพบว่า **Manufacturing PMI** และผลตอบแทนของกลุ่ม **Industrials** มีแนวโน้มมักเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน

Manufacturing PMI vs Industrials Sector

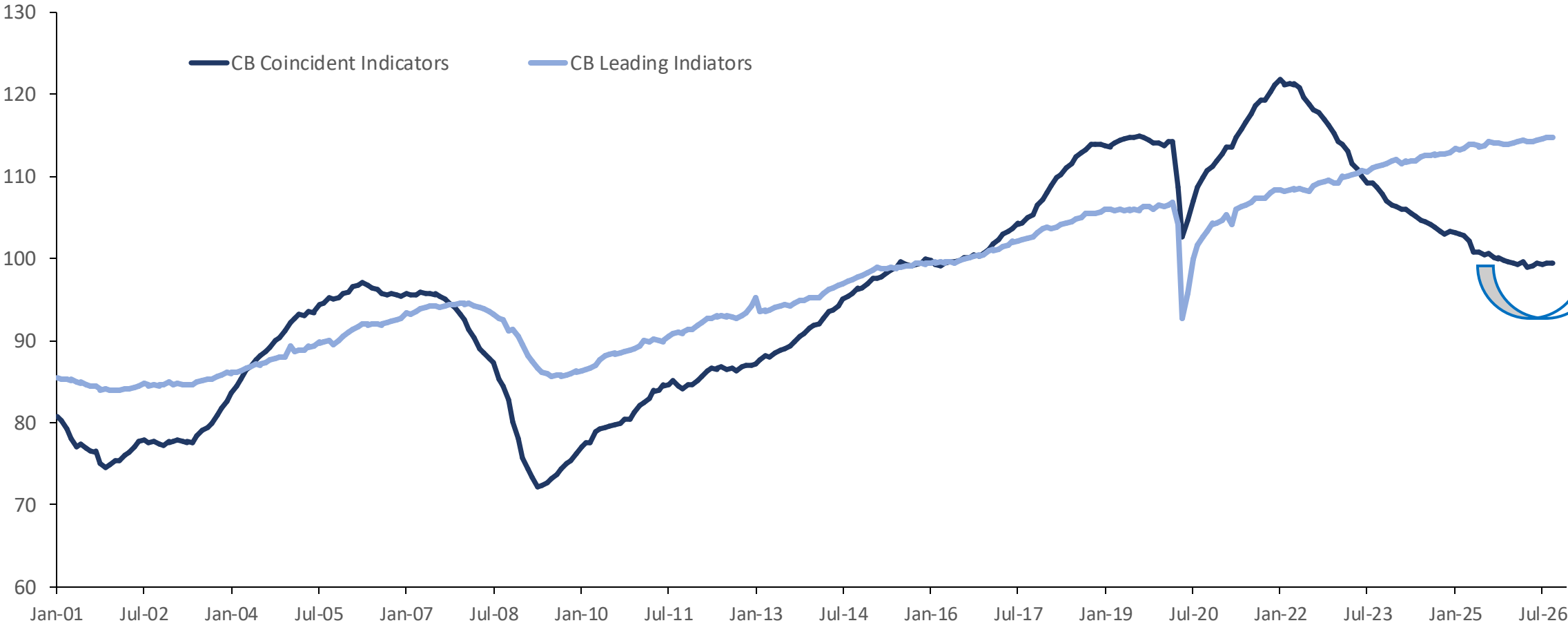


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ดัชนีบ่งชี้เศรษฐกิจล่วงหน้า (Leading Indicators) เริ่มส่งสัญญาณการปรับตัวดีขึ้น หลังจากที่
ประเมินการเติบโตทางเศรษฐกิจค่อนข้างต่ำมาเป็นเวลาหลายปี



Conference Board Coincident vs. Leading Composite Indicators

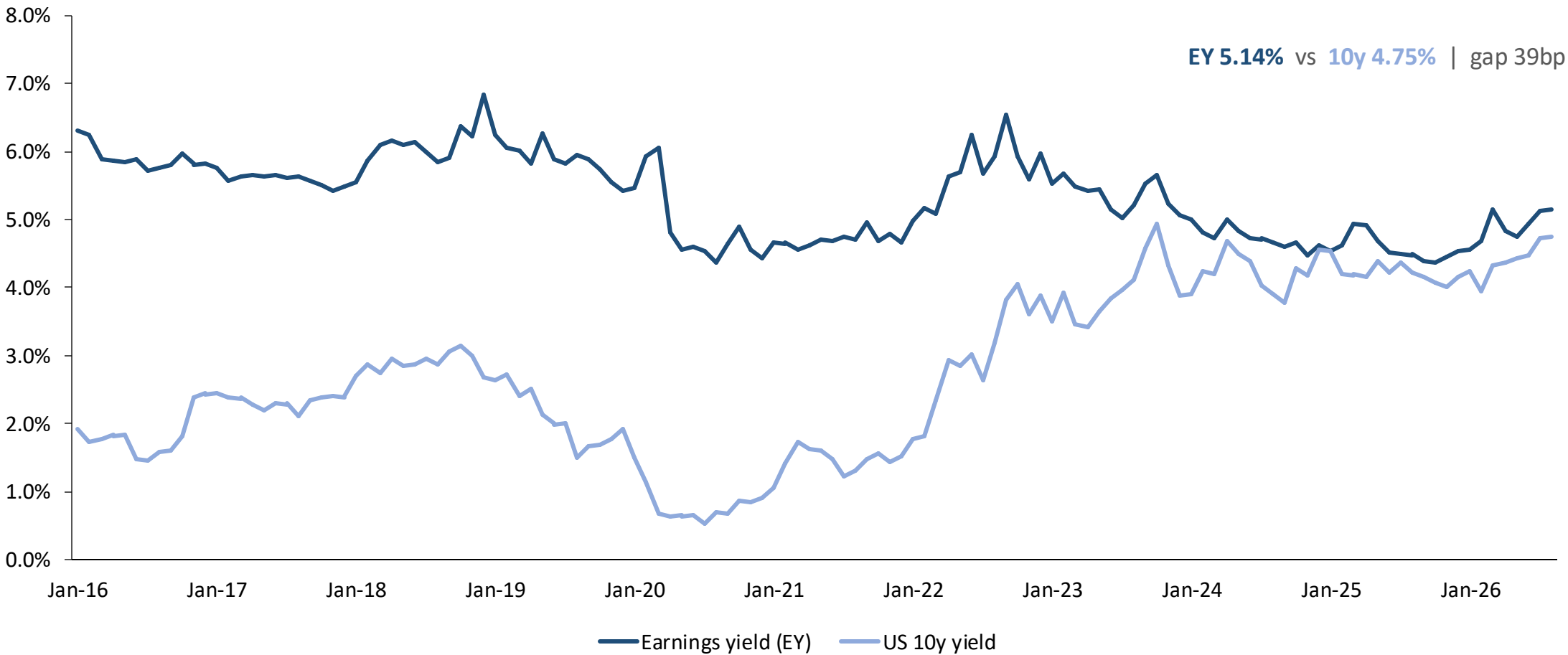


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนที่แข็งแกร่ง สามารถชดเชยผลกระทบจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นได้บางส่วน ส่งผลให้ส่วนต่างระหว่าง Earnings Yield และ Bond Yield ยังคงทรงตัว



S&P 500 forward earnings yield vs US 10y Treasury yield

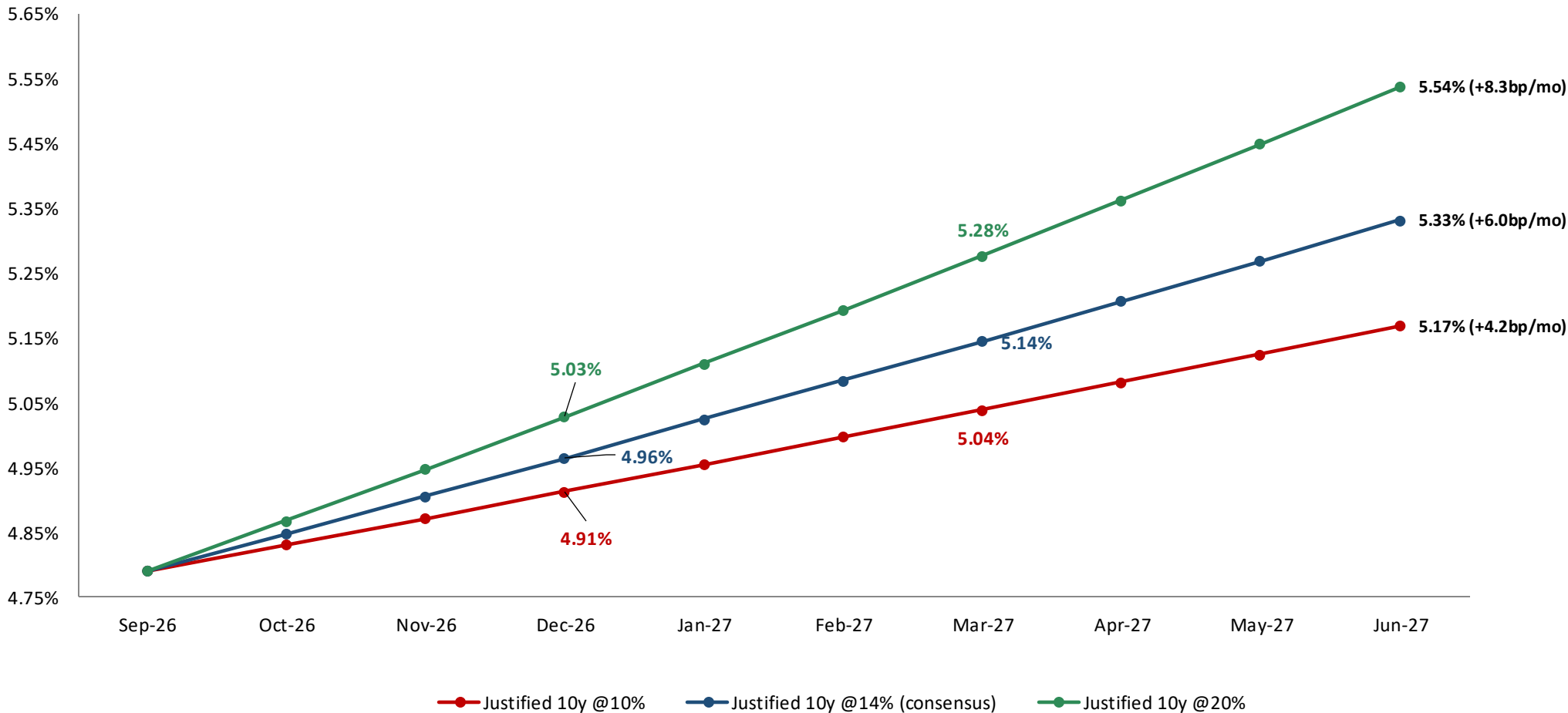


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หาก Bond yield ปรับขึ้นแตะระดับ 5% เร็วเกินไปและทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง ตลาดหุ้นอาจจำเป็นต้องปรับลดระดับการประเมินมูลค่า (De-rating) เพื่อรองรับระดับอัตราผลตอบแทนที่เร่งตัวขึ้น



US 10y yield consistent with S&P 500 at 7,731 (EYG held at starting level)



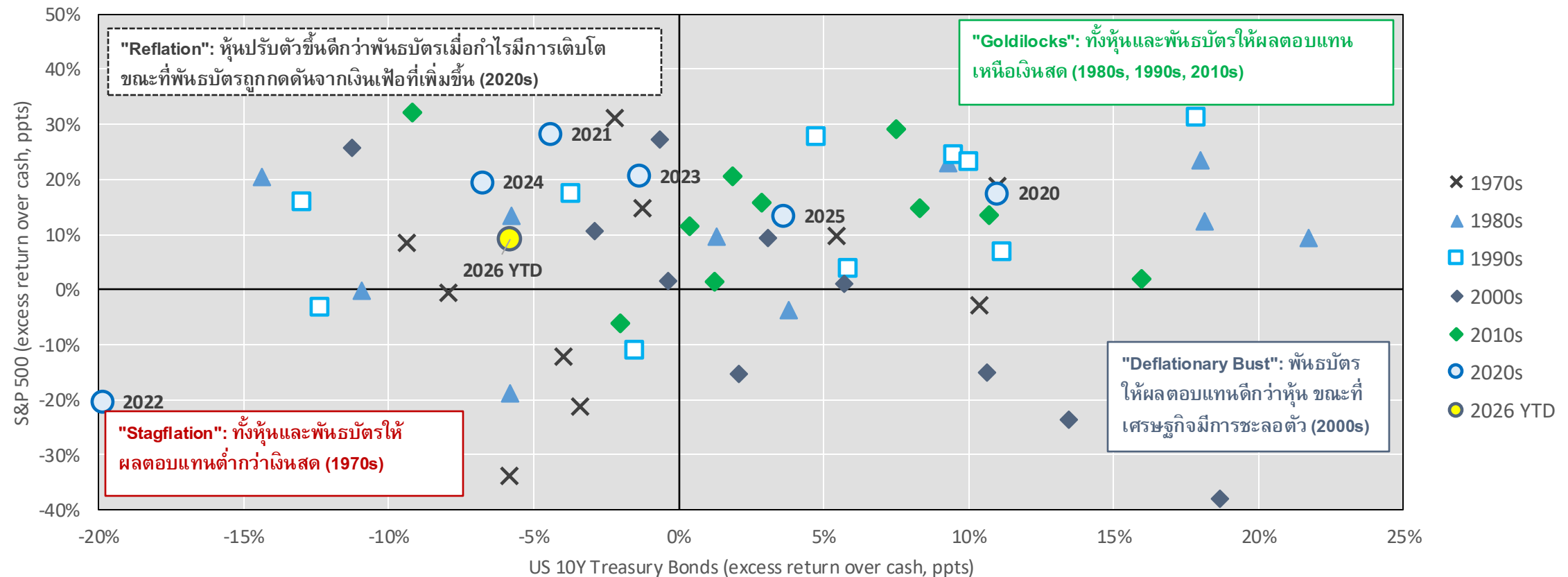
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่าปัจจัยมหภาคเอื้อต่อการเติบโตของสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้นและสินค้าโภคภัณฑ์มากกว่าพันธบัตรระยะยาว ที่เสี่ยงให้ผลตอบแทนต่ำกว่าเงินสด



เงินเฟ้อที่ยังคงหนืดอยู่เหนือกรอบเป้าหมายของธนาคารกลาง และการขาดดุลงบประมาณในระดับสูง ได้ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวให้ผลตอบแทนต่ำกว่าเงินสดเป็นส่วนใหญ่ในช่วงทศวรรษ 2020 และไม่สามารถทำหน้าที่เป็นเครื่องมือกระจายความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนได้ในช่วง Supply Shock ปี 2022

Equities vs. Bonds: Annual Excess Returns over Cash, 1970-2026 YTD

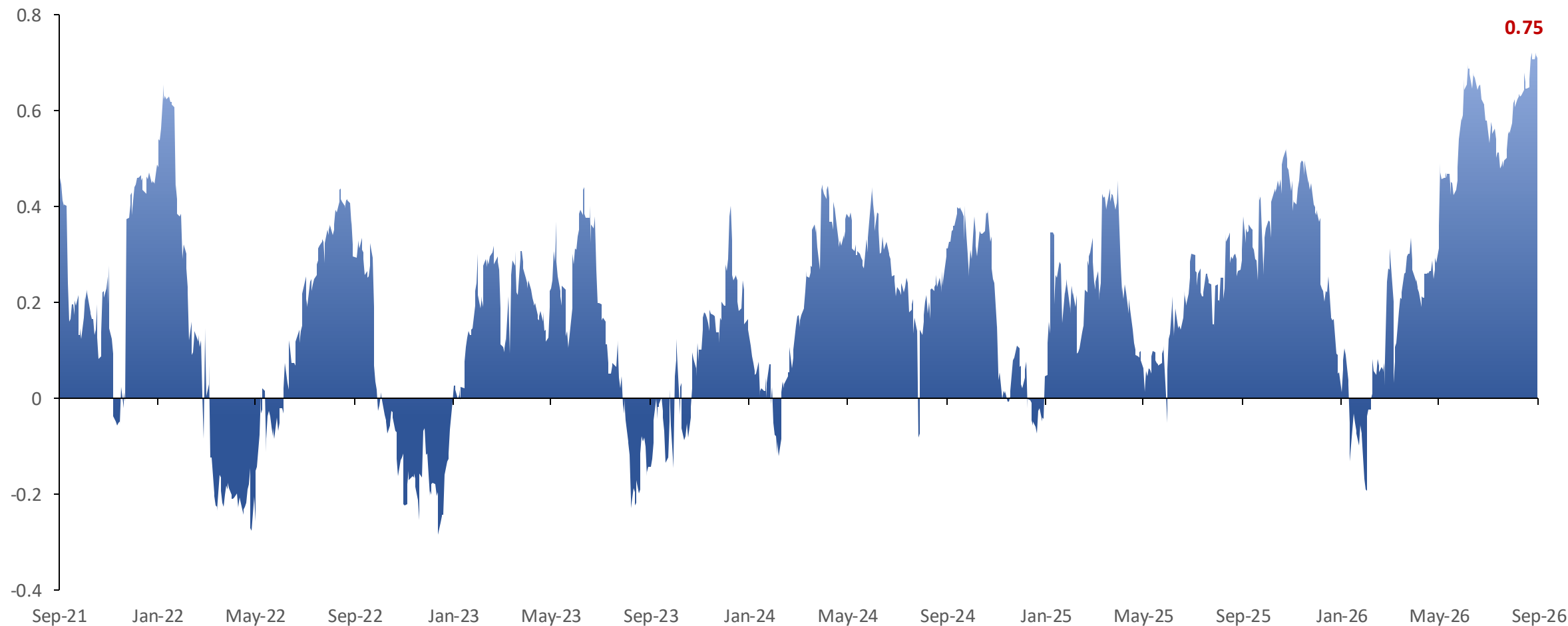


Note: We use the S&P 500 Total Return Index as a proxy for equities, and a constructed bond return index (price change plus coupon) based on the US 10-year Treasury yield at each year-end as a proxy for bonds. The proxy for cash is the 3-month Treasury bill yield

Source: Damodaran; NYU Stern, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความสัมพันธ์ระหว่างราคาน้ำมันดิบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีกลับมา
เพิ่มขึ้นอย่างมีนัย โดย Correlation ระหว่างราคาน้ำมัน Brent กับ US10Y ขึ้นไปถึงระดับ 0.75

Correlation Between Brent & UST 10Y



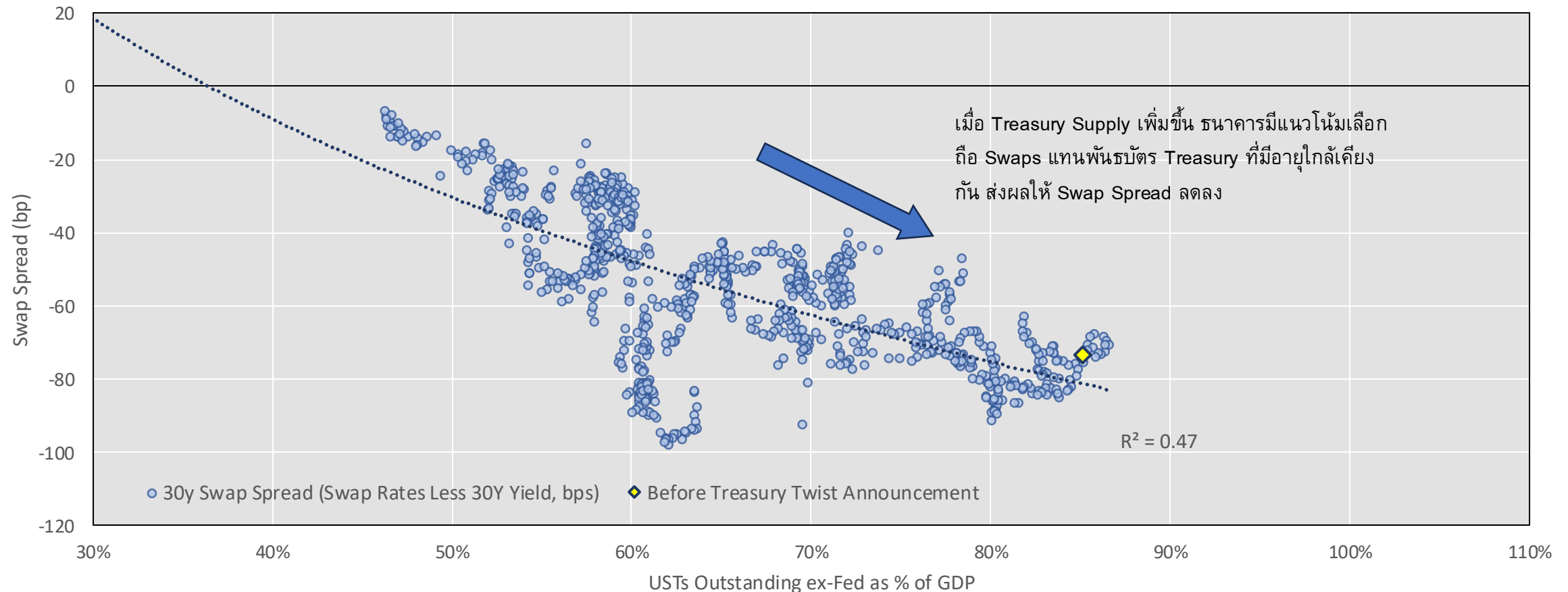
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

จังหวะของการประกาศ Treasury Twist สะท้อนถึงเจตนาที่ชัดเจนของรัฐบาลที่ต้องการ แทรกแซงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (Long End of the Yield Curve)



ในช่วงเวลาที่มีการประกาศมาตรการ พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 30 ปีมีการซื้อขายที่ระดับปกติเมื่อพิจารณาจาก Treasury-Swap Spread ดังนั้น ปัญหาด้านสภาพคล่องจึงไม่น่าจะเป็นสาเหตุของการดำเนินมาตรการดังกล่าว

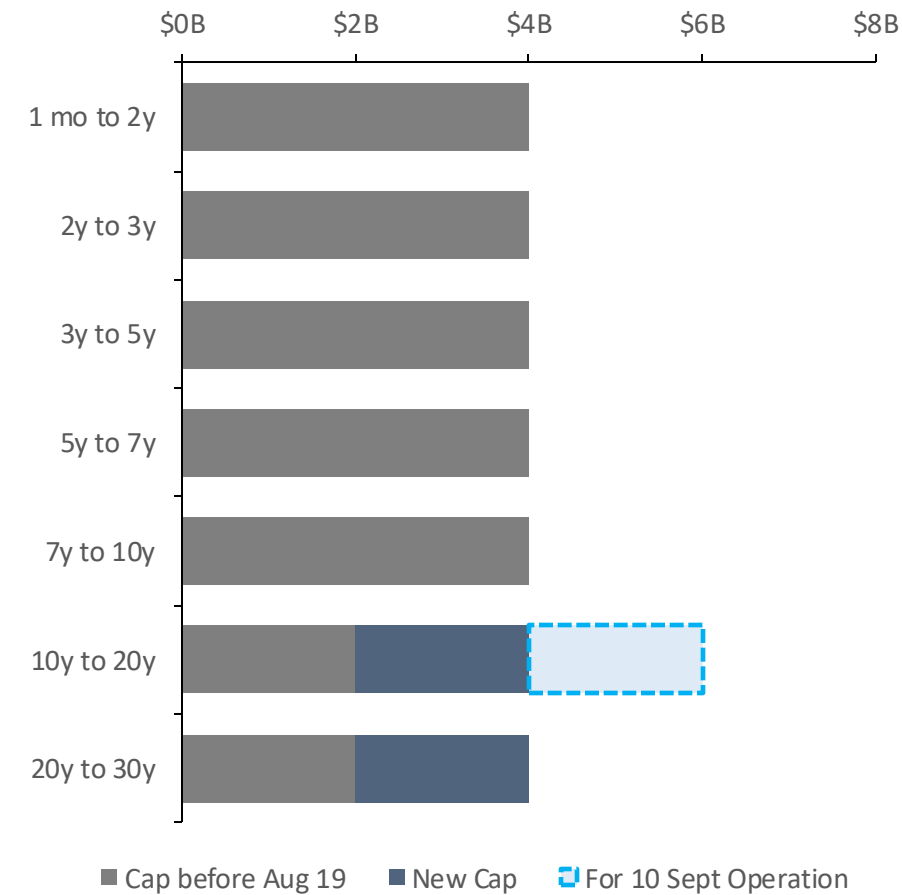
30y UST Swap Spread vs USTs Outstanding ex-Fed Holdings



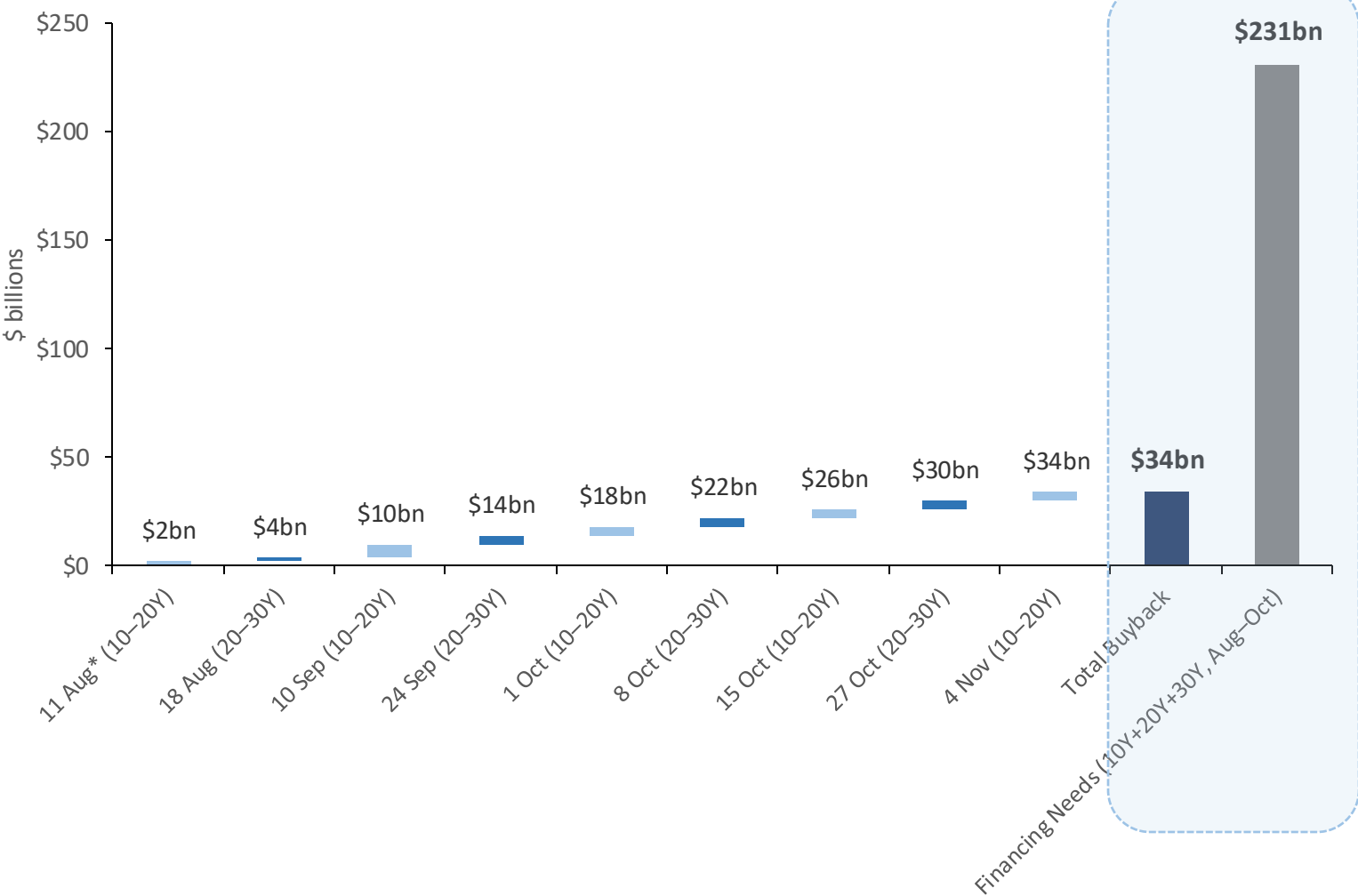
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

แม้ Treasury จะเพิ่มขนาดการซื้อคืนพันธบัตร แต่ปริมาณดังกล่าวยังมีขนาดเล็กเกินกว่าที่จะสามารถควบคุมระดับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรได้อย่างมีนัย ผลของมาตรการจึงขึ้นอยู่กับจิตวิทยาของนักลงทุนมากกว่า

Maximum Purchase Per Operation



Cumulative Treasury Buyback by Operation Date vs. Financing Needs (10-30Y, Aug-Oct 2026)

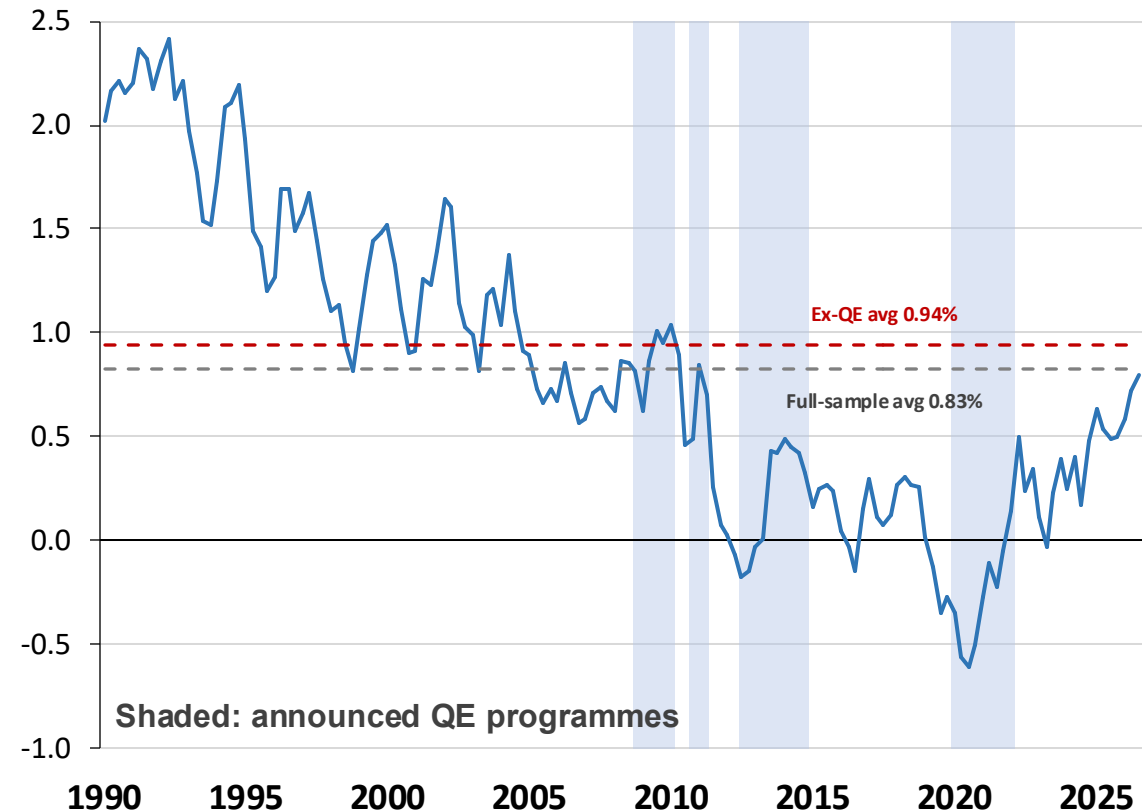


Source: US Treasury, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

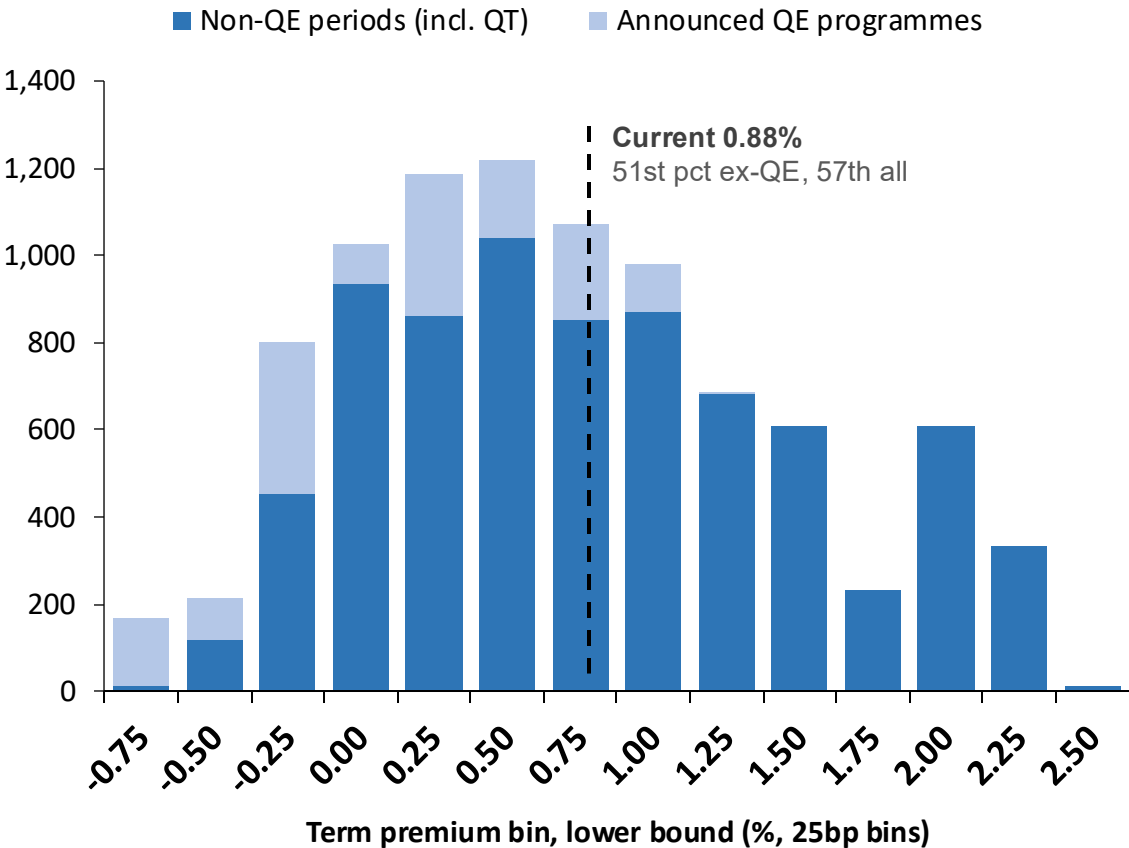
อัตราผลตอบแทนพันธบัตรมีแนวโน้มทรงตัวที่ระดับ 5% หาก Term Premium กลับเข้าสู่ค่าเฉลี่ยในช่วงก่อนยุคมাত্রการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE)



10y term premium, 1990-2026 (% , weekly)



Distribution of daily readings, 1990-2026 (days)

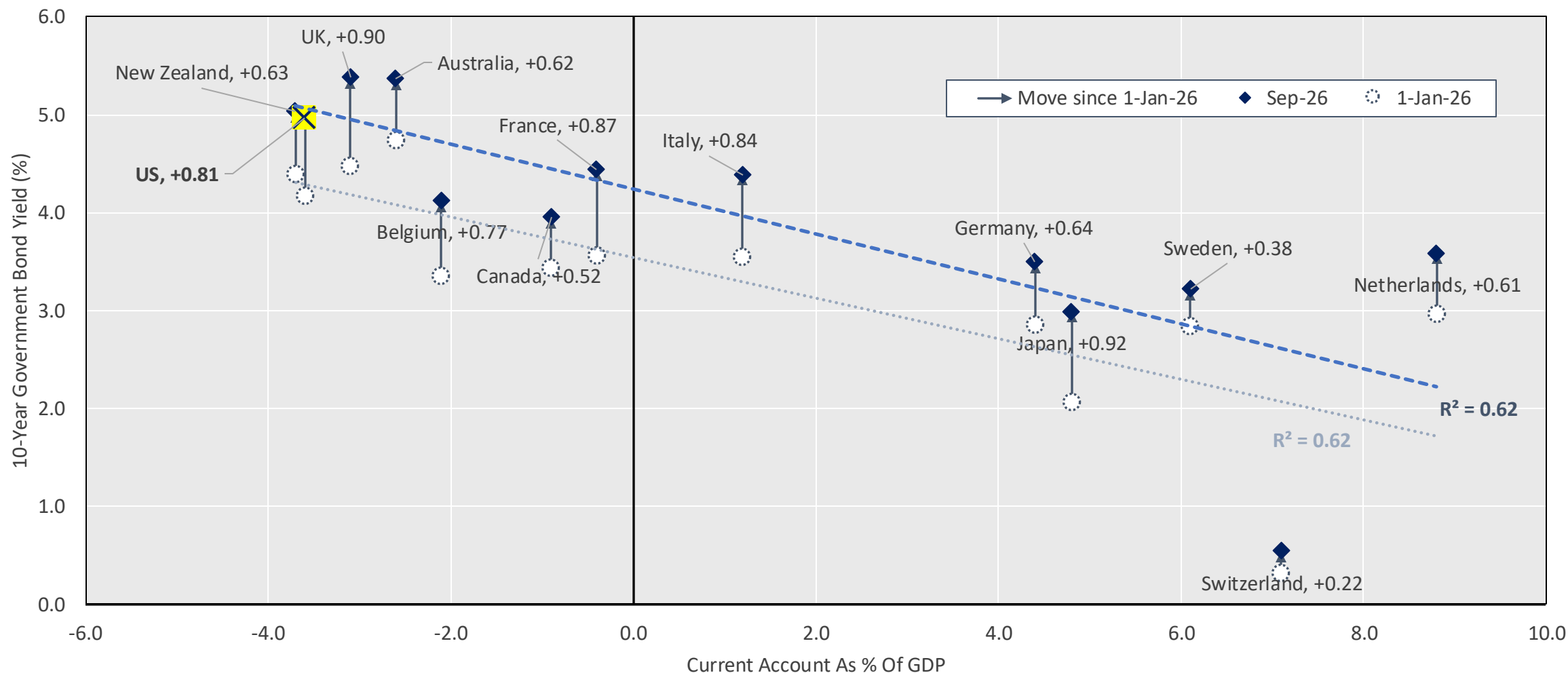


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวเป็นการปรับระดับราคาครั้งใหญ่ (Global Repricing) ในตลาดพันธบัตรทั่วโลก ซึ่งไม่ได้เกิดขึ้นเฉพาะในสหรัฐฯ



DM Markets: 10Y Government Bond Yield vs. Current Account (% of GDP)

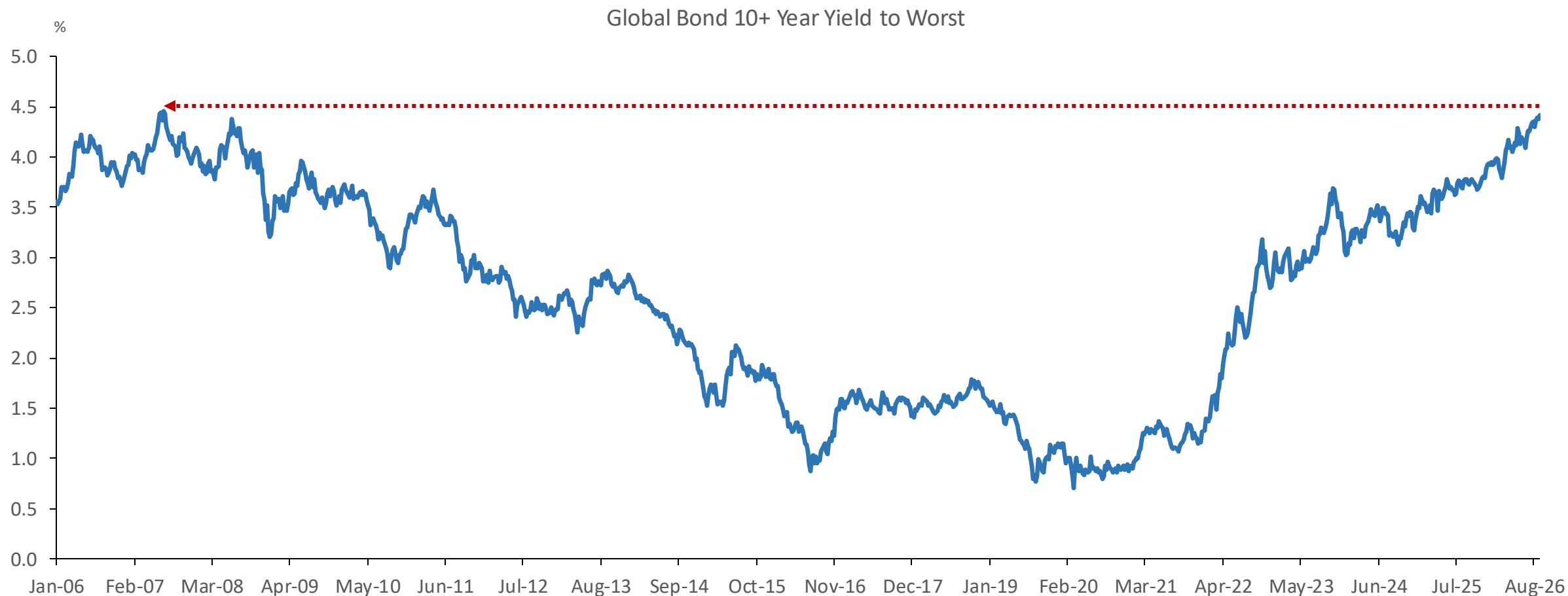


Source: IMF, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวทั่วโลก เพิ่มขึ้นกลับมาอยู่ใกล้ระดับ สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2008



ปัจจุบันนักลงทุนต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ที่สูงขึ้น ท่ามกลางการขาดดุลงบประมาณที่เพิ่มขึ้น ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจมหภาค และความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ ส่งผลให้พันธบัตรไม่สามารถมอบประโยชน์ด้านการกระจายความเสี่ยงในระดับเดียวกับที่เคยทำได้ในอดีต

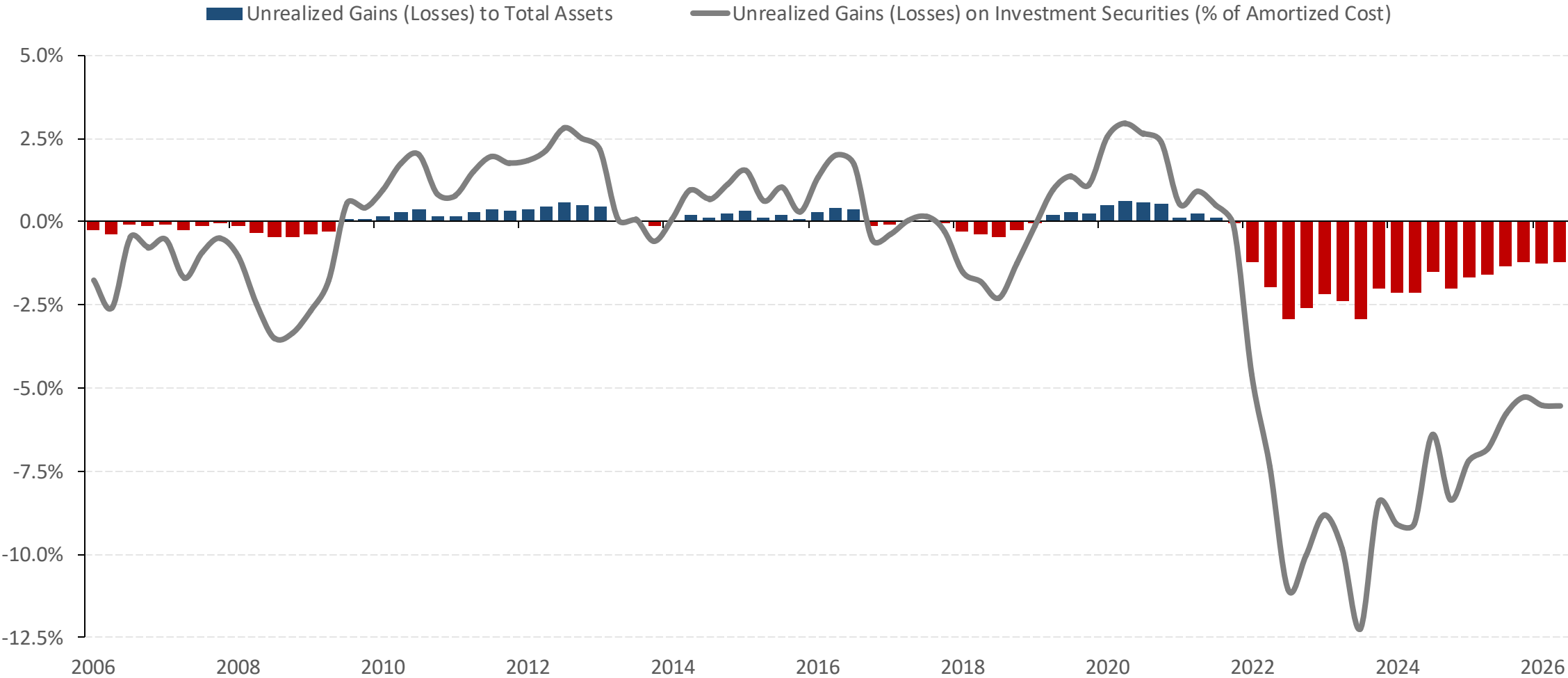


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

หากปล่อยให้ Bond Yield ระยะยาวพุ่งสูงขึ้นเร็วเกินไป อาจกระทบต่อสมดุลของธนาคารพาณิชย์ และส่งผลกระทบต่อเนื่องสภาพคล่องโดยรวมของระบบการเงิน



US Banks: Unrealized Gains (Losses) on Investment Securities



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

ปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์และภาวะนโยบายการเงินยังคงสนับสนุนการที่อัตราส่วนราคาทองคำต่อดัชนีราคาผู้บริโภค (Gold-to-CPI Ratio) อยู่ในระดับสูงในปัจจุบัน สะท้อน Risk Premium จากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและภูมิรัฐศาสตร์



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

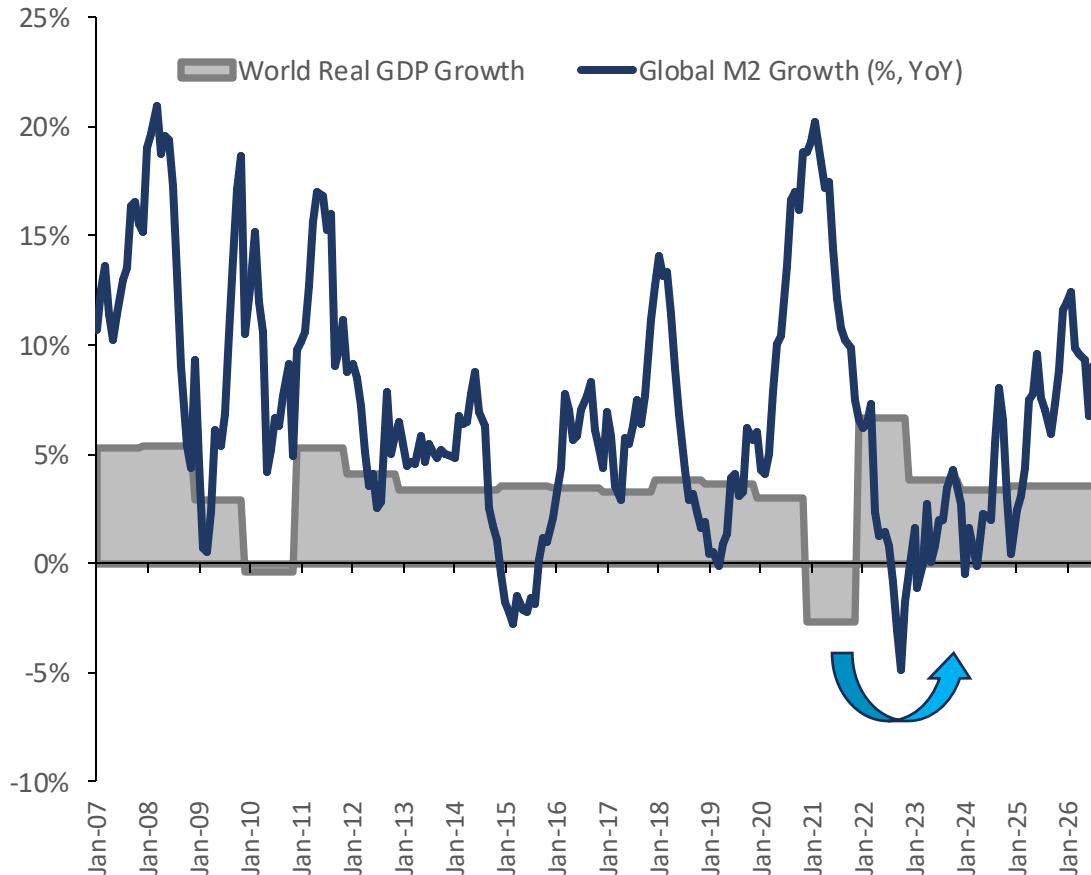
ภาวะเงินเฟ้อทางการเงินของโลก (Global Monetary Inflation) อยู่ในแนวโน้ม เร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายปีที่ผ่านมา



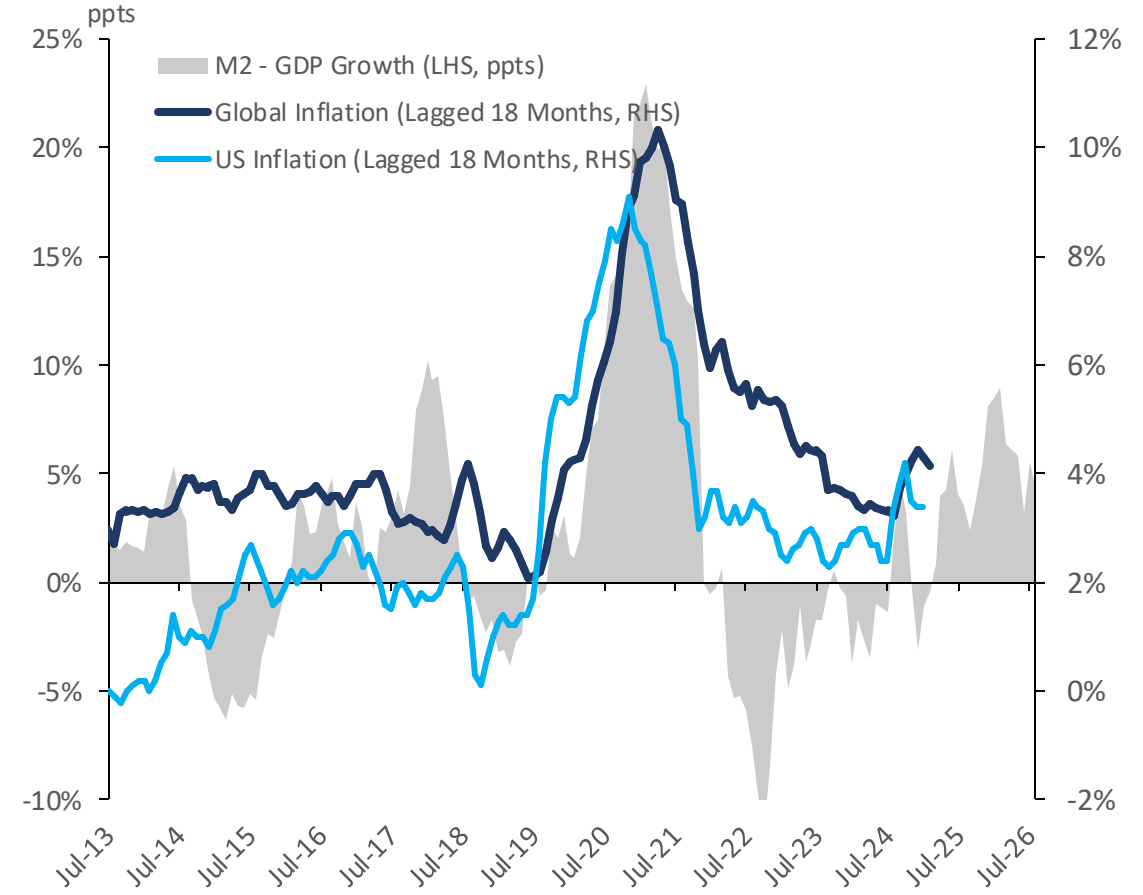
การขยายตัวของปริมาณเงินทั่วโลกสูงกว่าการขยายตัวของ GDP ที่แท้จริงประมาณ 5 percentage points

การขยายตัวของปริมาณเงินในระดับดังกล่าวอาจสร้างแรงกดดันต่อการเพิ่มขึ้นของระดับราคาสินค้าและบริการในระยะถัดไป ซึ่งอาจเป็นปัจจัยที่ทำให้ความเสถียรด้านเงินเฟ้อยังคงอยู่

Global Money Supply vs. Real GDP Growth



Monetary Inflation vs. Price Inflation



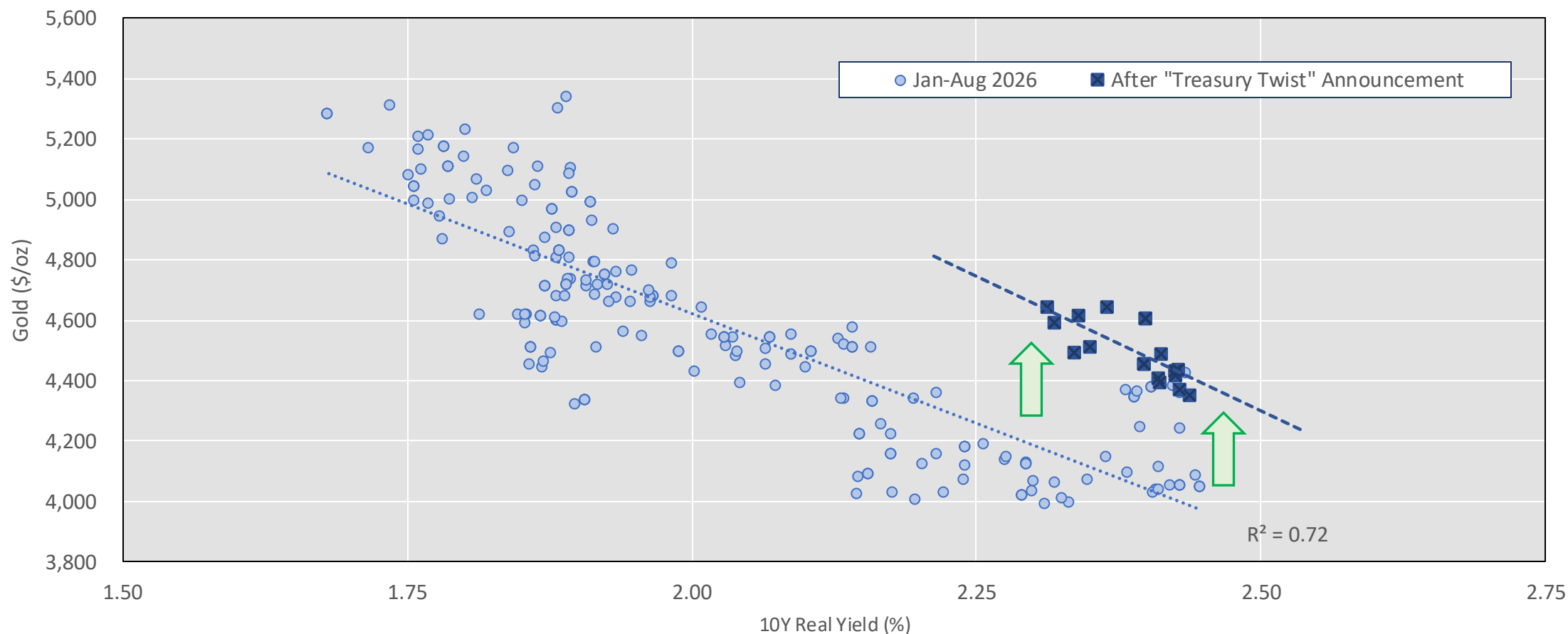
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

เราประเมินว่าทองคำมีแนวรับขยับขึ้นไปที่ระดับประมาณ \$4,300–4,400/oz จากแรงหนุนของ Debasement Trade



Real Yield ยังคงเป็นปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนราคาทองคำ แต่ Treasury Twist และความกังวลเรื่อง Debasement ช่วยยกระดับมูลค่าพื้นฐานของทองคำ ส่งผลให้แนวรับใหม่ขยับขึ้นมายู่บริเวณ 4,300-4,400 ดอลลาร์ต่อออนซ์

US Real Yield vs. Gold

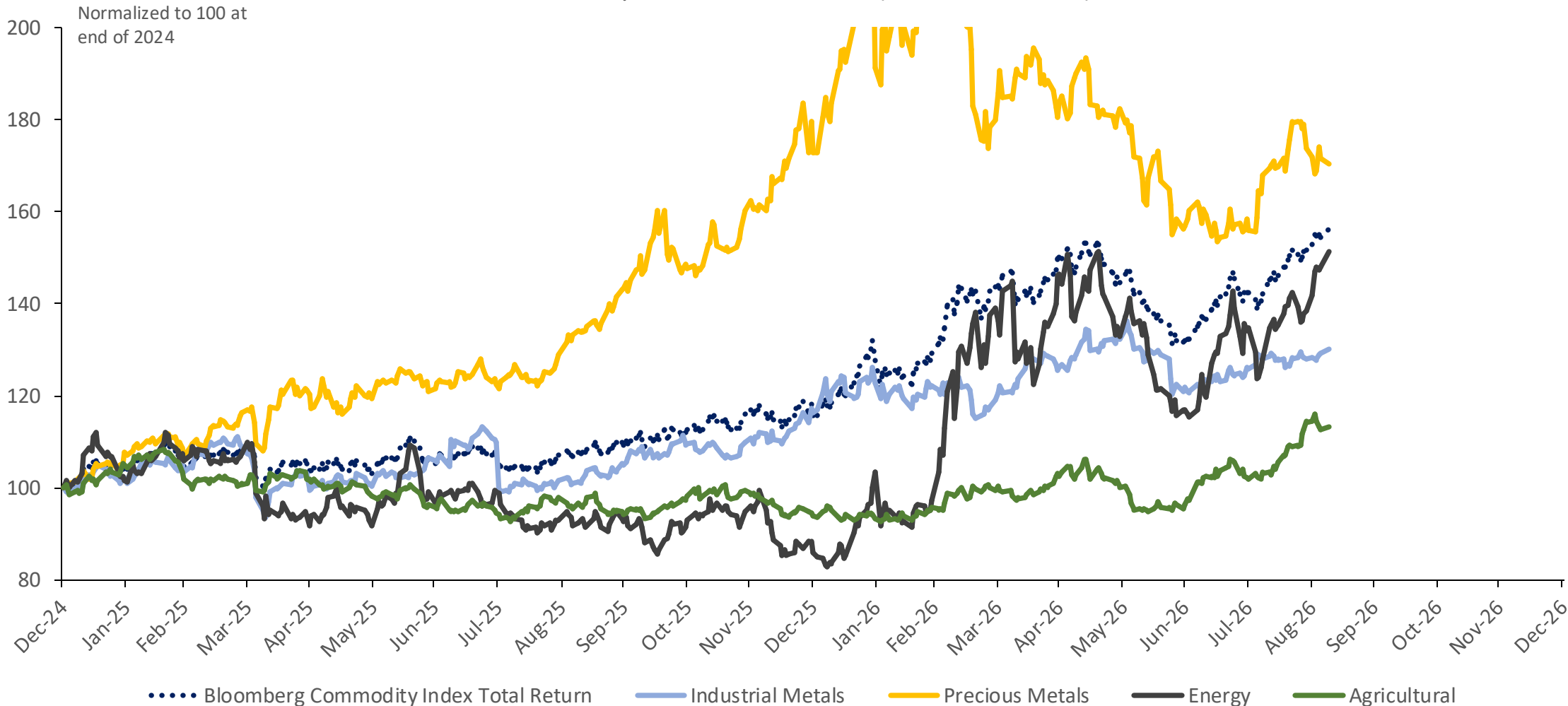


Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในปี 2026 มีลักษณะ Broad-based มากขึ้น สะท้อนการฟื้นตัวของสินค้าโภคภัณฑ์ในหลายหมวด ทั้งโลหะอุตสาหกรรม และสินค้าเกษตร



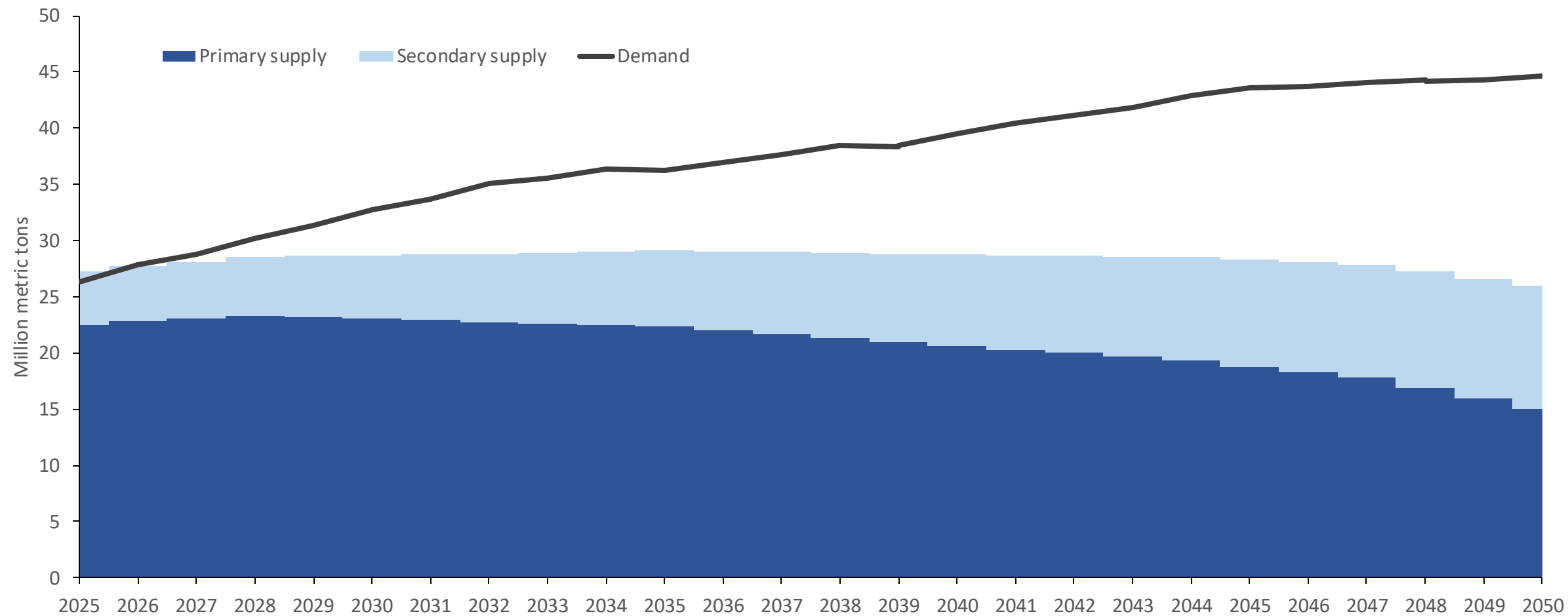
Commodity Index and Sub-Indices (31 Dec 2024 = 100)



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

ความต้องการทองแดงมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก Global Electrification ขณะที่อุปทานจากเหมืองมีข้อจำกัดในการขยายตัว ส่งผลให้ตลาดทองแดงมีแนวโน้มเผชิญ Structural Supply Deficit ในระยะยาว

Copper Supply vs. Demand Forecast 2025-2050



Note: Secondary supply includes collected scrap and battery recycling material
Source: BloombergNEF, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)



อุปทานน้ำมันโลกในปัจจุบันตั้งอยู่บนสมมติฐานที่เปราะบาง โดยการยกระดับความตึงเครียดของสถานการณ์ความขัดแย้งอีกระลอกอาจส่งผลให้สมมุติฐานดังกล่าวถูก
สั่นคลอนหรือแตกหักได้ทุกเมื่อ

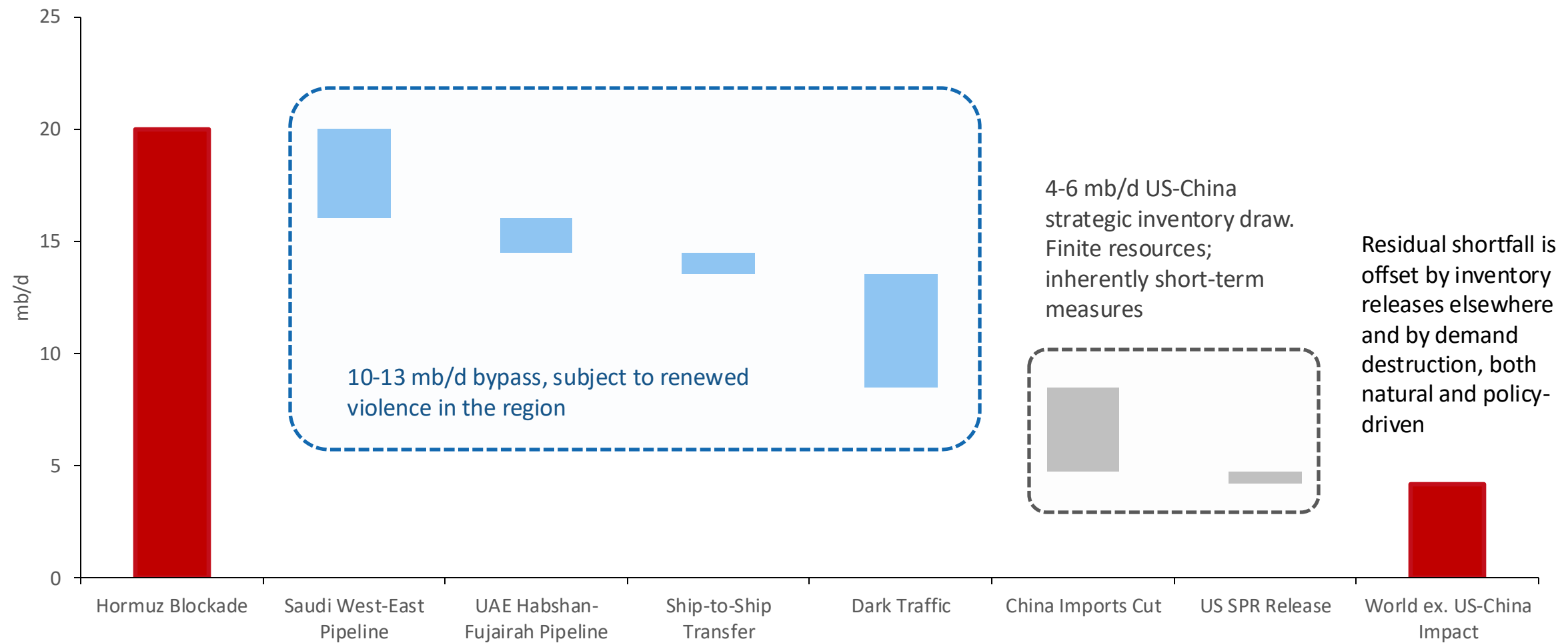
- ตลาดได้จัด ส่วนลดจากความหวังสันติภาพที่มากเกินไป (**complacency discount**) ที่เราเคยกล่าวถึงในรายงานฉบับก่อนหน้าออกไปแล้ว ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบกลับมาอยู่ที่ประมาณ 100-110 ดอลลาร์/บาร์เรล ซึ่งเราประเมินว่าเป็นระดับที่เหมาะสมเมื่อพิจารณาจากปริมาณน้ำมันคงคลังในปัจจุบัน
- ปริมาณน้ำมัน 10-13 ล้านบาร์เรล/วัน ที่สามารถหลีกเลี่ยงช่องแคบฮอร์มุซ (Hormuz bypass) ยังคงมีความเสี่ยงต่อการโจมตีทางเรือและความเสียหายต่อโครงสร้างพื้นฐาน หากสงครามทวีความรุนแรงขึ้น ขณะที่การดึงน้ำมันสำรองเชิงยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ และจีนในปริมาณ 4-6 ล้านบาร์เรล/วัน เป็นมาตรการที่มีขีดจำกัดและสามารถดำเนินการได้เพียงในระยะสั้น
- เราประเมินว่า Demand Destruction หรือการหดตัวของอุปสงค์น้ำมันที่เกิดขึ้นในระดับ 1-2 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในตะวันออกกลางและเอเชียนอกกลุ่ม OECD ยังมีไม่มากเพียงพอที่จะทำให้ตลาดน้ำมันกลับเข้าสู่ภาวะสมดุล และกำลังส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก

สถานะการลงทุน (**Positioning**) และตลาดน้ำมันสำเร็จรูป (**Product Market**) ต่างชี้ไปในทิศทางเดียวกันว่า ราคาน้ำมันดิบยังมีโอกาสปรับตัวสูงขึ้น

- อุปทานน้ำมันส่วนเพิ่มที่เคยเข้าสู่ตลาดภายหลัง MoU ได้ถูกดูดซับไปเป็นส่วนใหญ่แล้ว ปริมาณน้ำมันคงคลังของสหรัฐฯ จึงกลับมามีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง สะท้อนภาวะตึงตัวของตลาดน้ำมันที่กลับมาเร่งตัว ขณะที่สัญญา Short น้ำมันยังคงสะสมอยู่ปริมาณมาก เสี่ยงเกิด Short Squeeze ที่จะดันราคาน้ำมันให้พุ่งแรงได้ในระยะเวลานี้
- แม้ราคาน้ำมันดิบจะถูกจำกัดจากมาตรการแทรกแซงจากทางรัฐบาล แต่ภาวะอุปทานที่ตึงตัวกลับสะท้อนผ่านราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปแทน ส่งผลให้ค่าการกลั่น (Margins) มีแนวโน้มอยู่ในระดับสูงตลอดช่วงฤดูการบำรุงรักษาโรงกลั่นในเดือน ก.ย.-พ.ย. และอาจผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้น โดยที่ Crack Spread ระดับ 63 ดอลลาร์/บาร์เรล มักสอดคล้องกับราคาน้ำมัน WTI ที่ประมาณ 125 ดอลลาร์/บาร์เรล
- ท่ามกลางสถานการณ์สงครามที่ยืดเยื้อ และยังไม่ปรากฏสัญญาณของทางออกที่มีเสถียรภาพ สถาบันการเงินชั้นนำในวอลล์สตรีทได้เริ่มปรับราคาเป้าหมายของน้ำมันอย่างต่อเนื่อง สอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา
- ณ ปัจจุบัน ราคาน้ำมันดิบได้กลับมาอยู่ในระดับที่สอดคล้องกับปริมาณน้ำมันคงคลัง แต่มีปัจจัยรองรับ (Buffer) ที่น้อยกว่าช่วงเริ่มต้นของสงคราม ขณะที่ปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์ยังไม่ได้รับการคลี่คลาย ดังนั้น เรายังคงประเมินว่าความเสี่ยงของราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มโน้มไปทางด้านขาขึ้นอย่างมีนัย

อุปทานน้ำมันโลกในปัจจุบันตั้งอยู่บนสมมุติที่เปราะบาง โดยการยกระดับความตึงเครียดของสถานการณ์ความขัดแย้งอีกระลอกอาจส่งผลให้สมมุติดังกล่าวถูกสั่นคลอนหรือแตกหักได้ทุกเมื่อ

Hormuz Impact to Global Supply July-August 2026

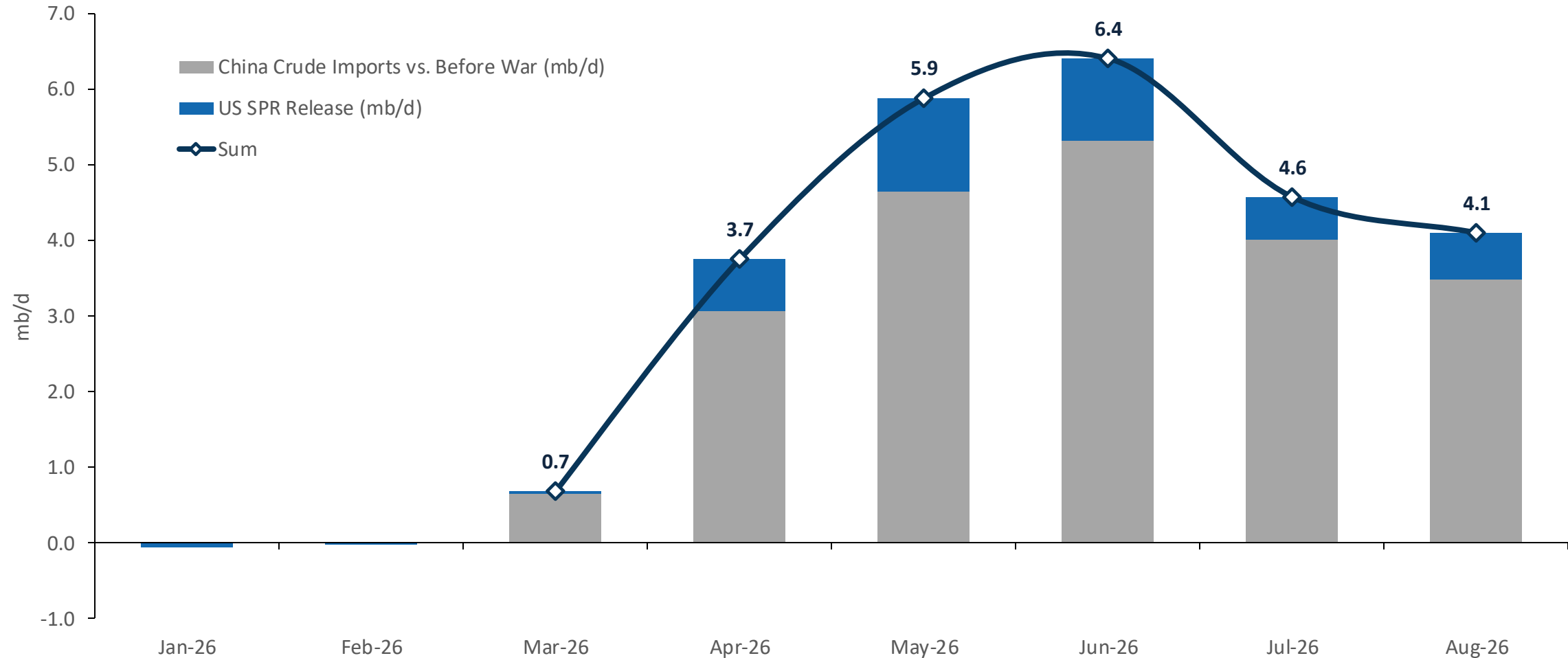


Note: Numbers are approximated from various sources
Source: TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

มาตรการใช้น้ำมันในคลังออกมาเพื่อบรรเทาปัญหาจากฝั่งของจีนและสหรัฐฯ ได้เริ่ม
ชะลอลงแล้ว

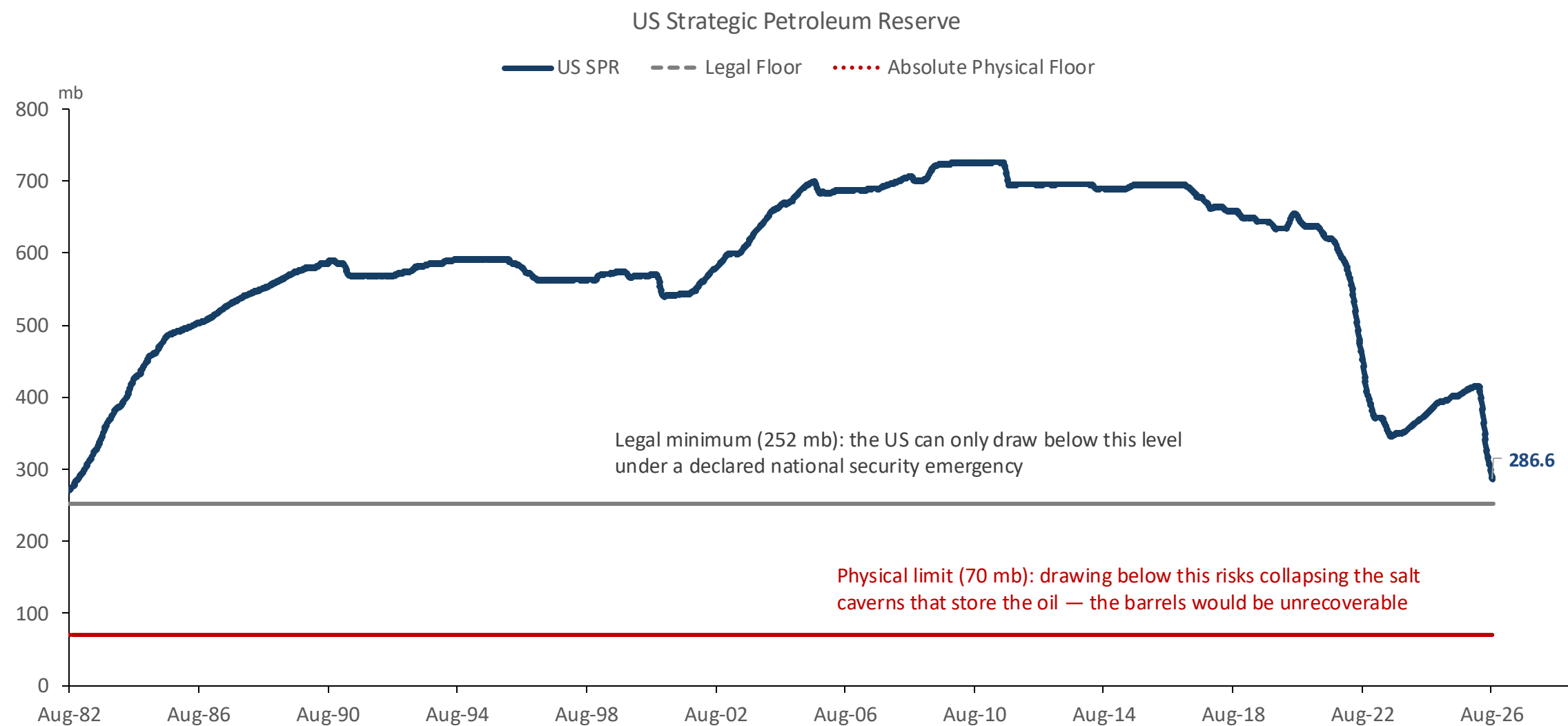


China & US Inventory Buffers Supporting the Global Oil Balance



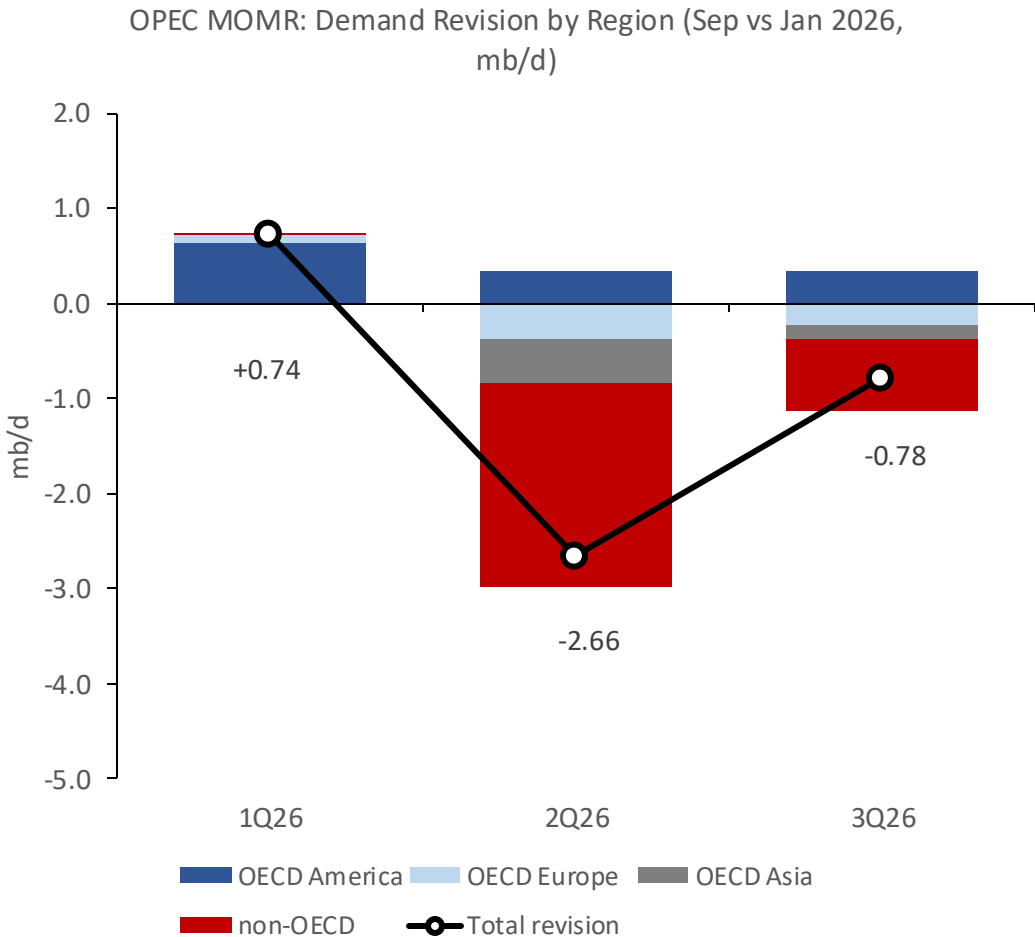
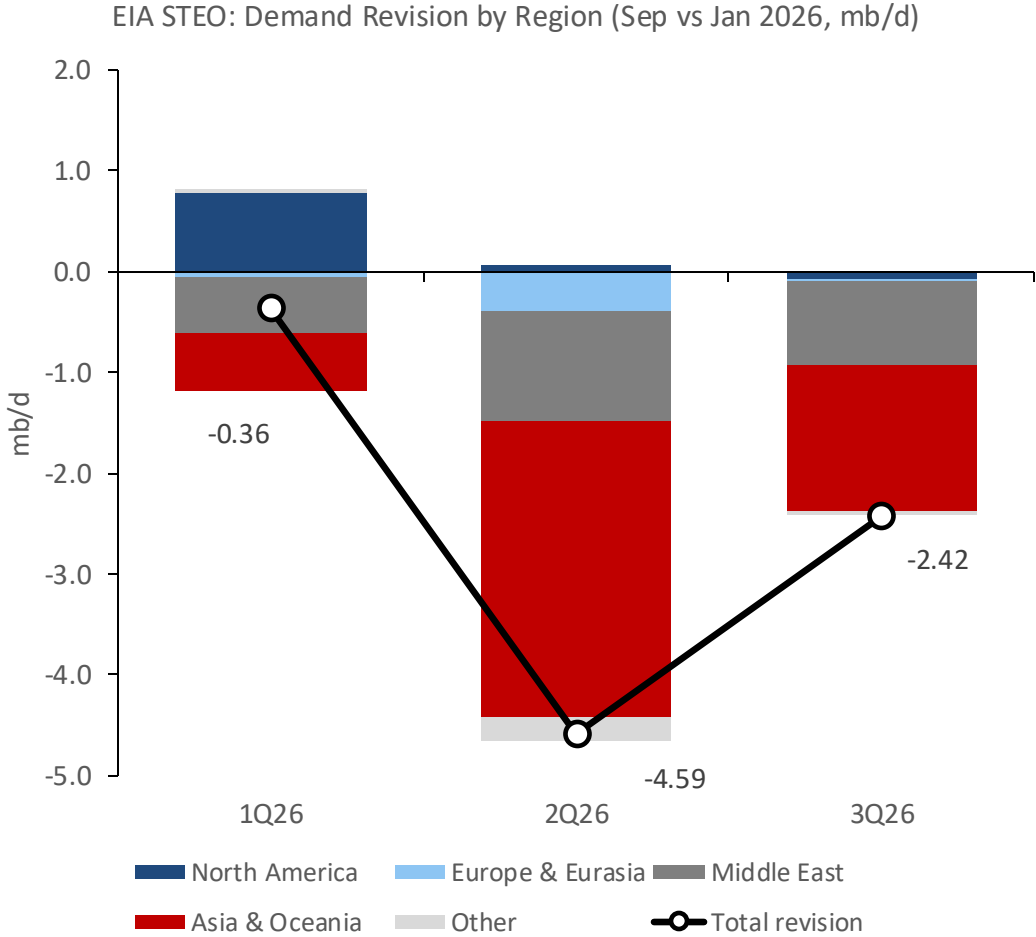
Source: Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ภายใต้สถานการณ์ที่ปริมาณน้ำมันสำรองทางยุทธศาสตร์ของสหรัฐฯ (SPR) ลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์นับตั้งแต่ก่อตั้ง ความสามารถในการระบายน้ำมันสำรองเพิ่มเติมจึงเหลืออยู่เพียง 35 ล้านบาร์เรล ก่อนจะเผชิญข้อจำกัดขั้นต่ำตามกรอบกฎหมาย



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

อุปสงค์น้ำมันโลกที่ชะลอตัวลงทั้งจากตามธรรมชาติ (ราคาสูง) และมาตรการเชิงนโยบายได้ส่งผลให้ความต้องการใช้น้ำมันทั่วโลกต่ำกว่าประมาณการก่อนเกิดสงครามราว 1-2 mb/d โดยส่วนใหญ่กระจุกตัวอยู่ในตะวันออกกลางและประเทศนอกกลุ่ม OECD ในเอเชีย ซึ่งยังไม่เพียงพอเมื่อเทียบกับผลกระทบที่เกิดขึ้นจากวิกฤตในครั้งนี้

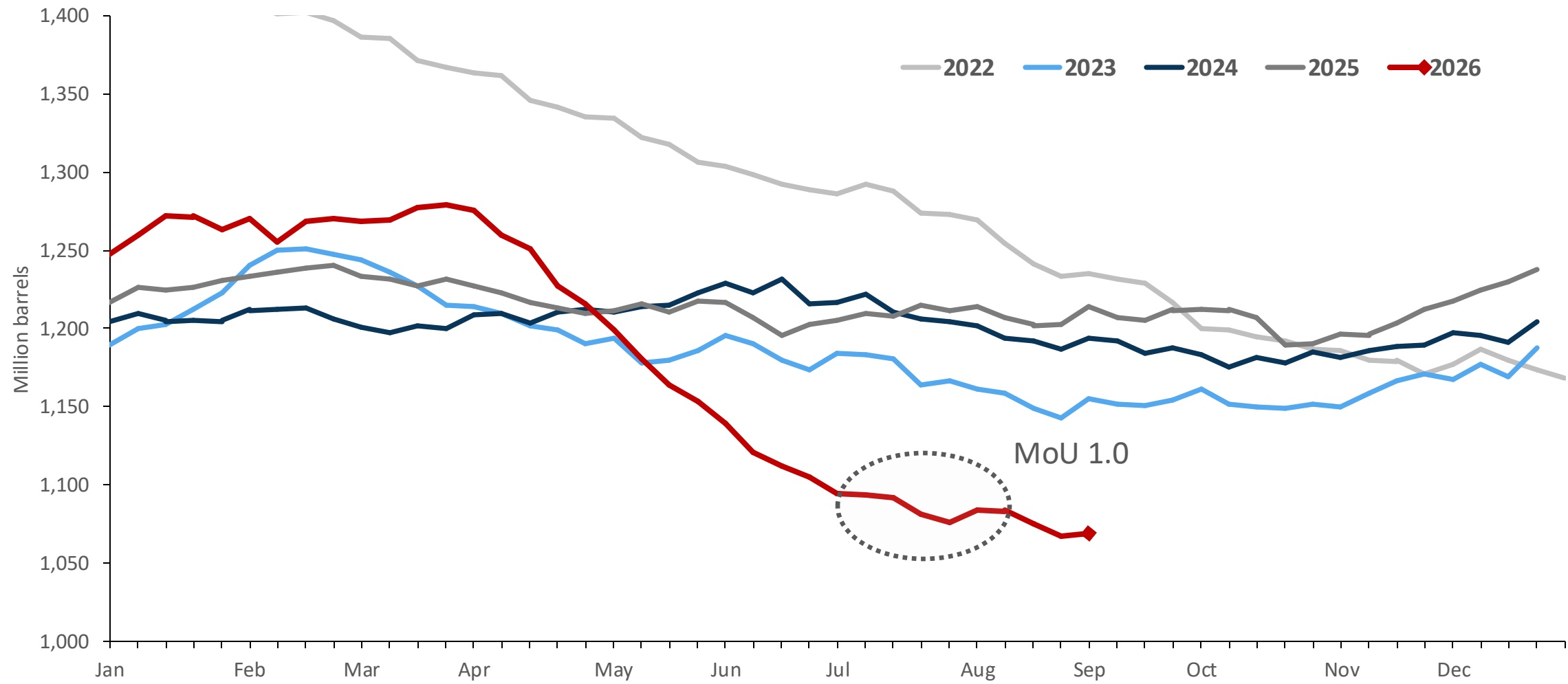


Source: EIA, OPEC, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

อุปทานน้ำมันที่ออกมาจากช่องแคบฮอร์มุซได้ภายหลัง MoU ได้ถูกดูดซับไปเป็นส่วนใหญ่แล้ว ปริมาณน้ำมันคงคลังของสหรัฐฯ จึงกลับมาลดลงต่อเนื่อง สะท้อนภาวะตึงตัวของตลาดน้ำมันที่กลับมาเร่งตัว



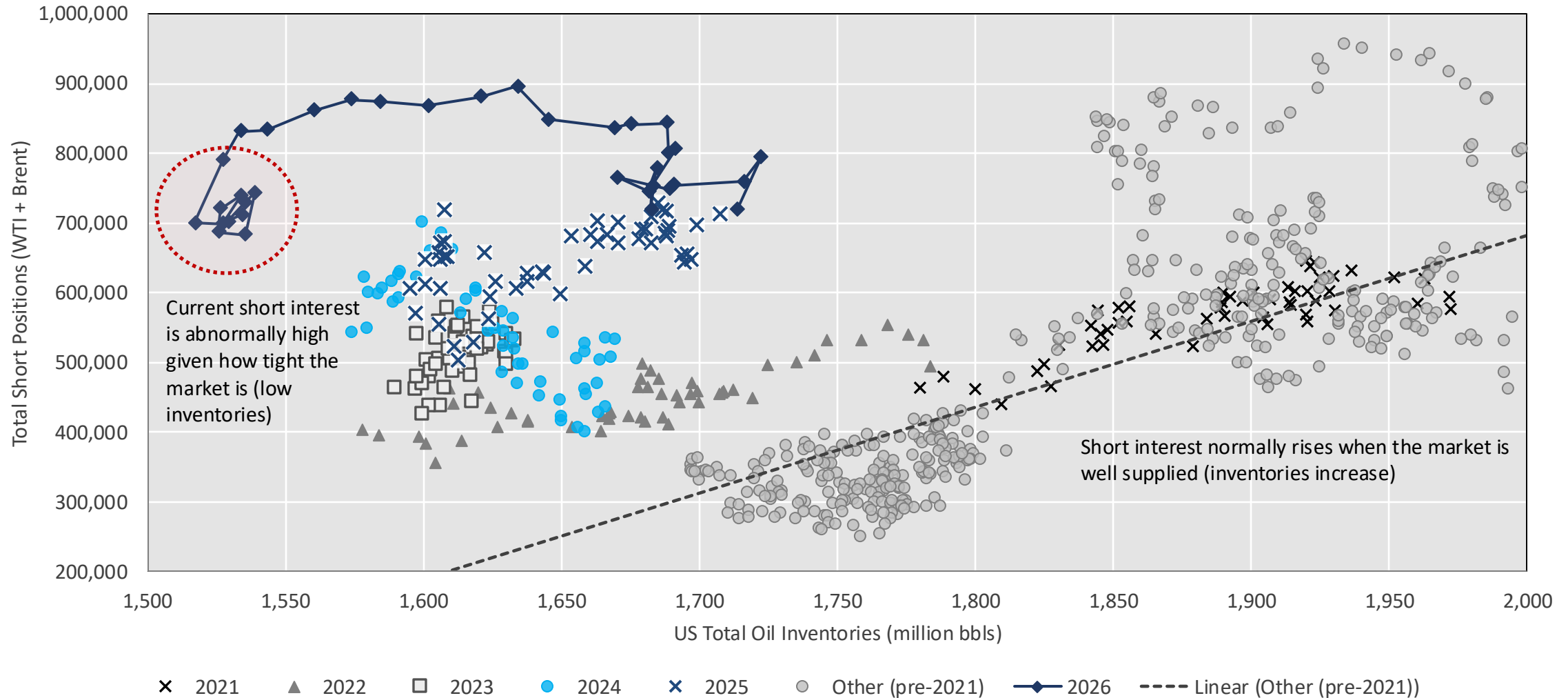
US Big 4 Inventories (Crude+Gasoline+Diesel+Jet, incl. SPR)



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

สัญญา Short น้ำมันยังคงสะสมอยู่ปริมาณมาก เสี่ยงเกิด Short Squeeze ที่จะดันราคา
น้ำมันให้พุ่งแรงได้ในระยะเวลาสั้น ๆ

Total WTI + Brent Short Positions vs US Total Oil Inventories — by Year

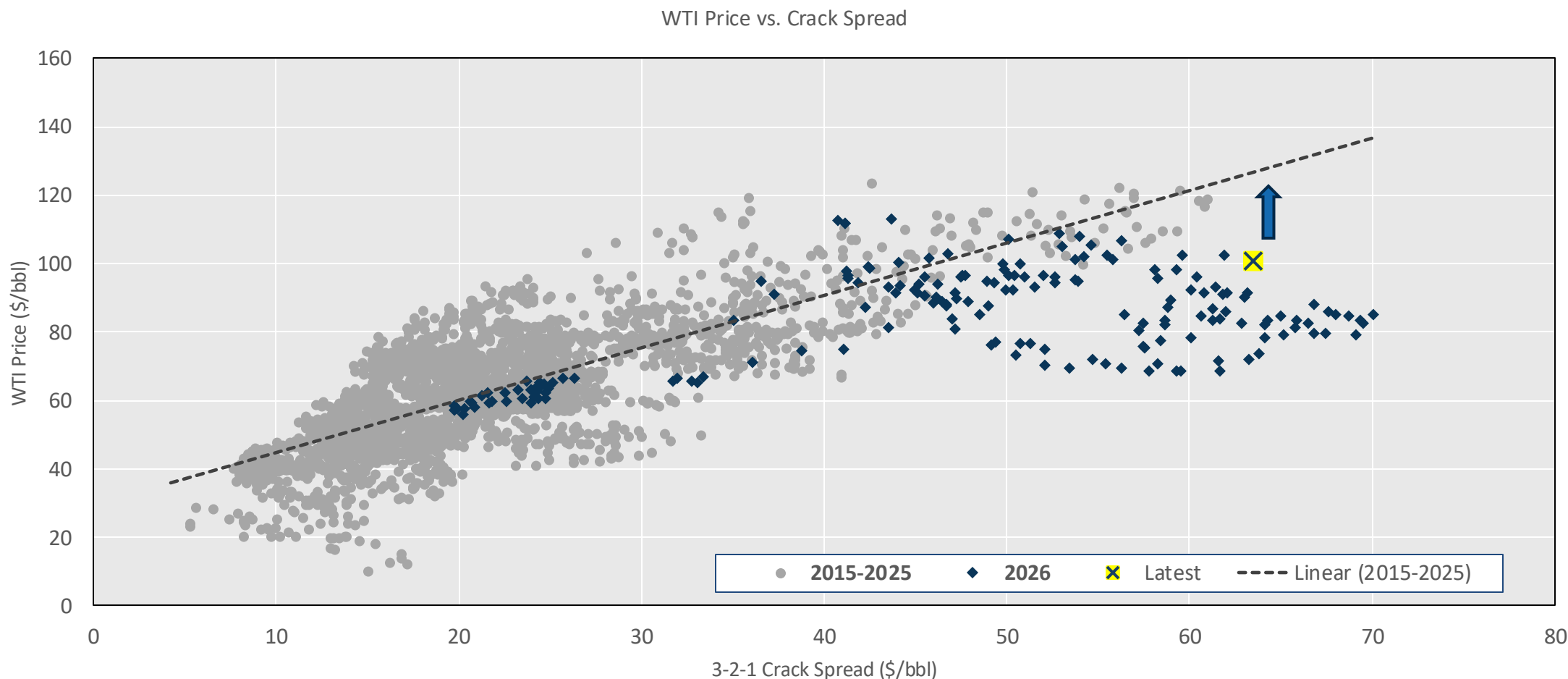


Source: CFTC, Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

ความสัมพันธ์ในอดีตบ่งชี้ว่า หาก Crack Spread ทรงตัวที่ราว 60-65 ดอลลาร์/บาร์เรล ราคาน้ำมัน WTI มีโอกาสเคลื่อนไหวในระดับที่สูงขึ้นประมาณ 125 ดอลลาร์/บาร์เรล



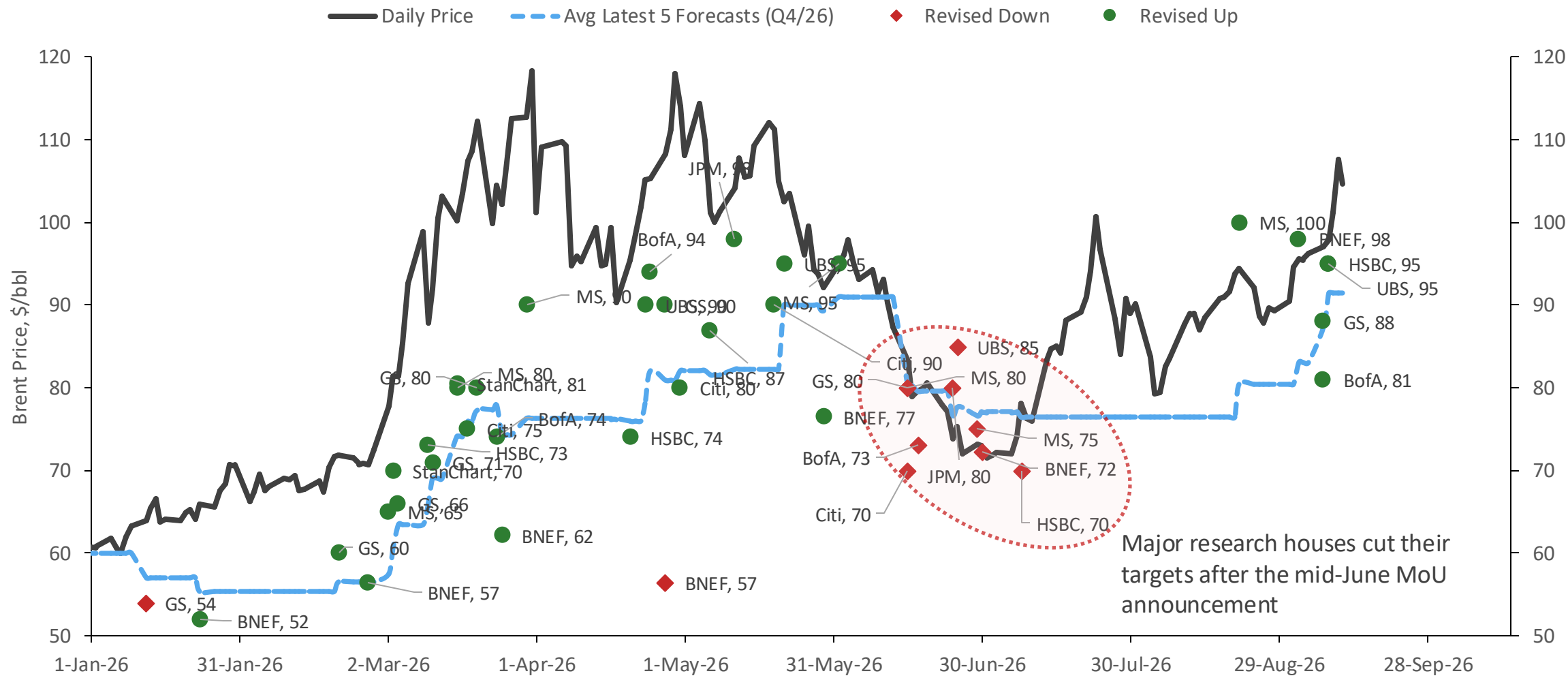
แม้ว่าราคาน้ำมันดิบจะถูกจำกัดจากมาตรการแทรกแซง แต่ภาวะอุปทานตึงตัวกลับสะท้อนผ่านราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปแทน ส่งผลให้อัตรากำไรจากการกลั่นมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูง ต่อเนื่องตลอดช่วงฤดูการบำรุงรักษาโรงกลั่นในเดือน ก.ย.-พ.ย. ซึ่งอาจเป็นปัจจัยผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้น



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

ท่ามกลางสถานการณ์สงครามที่ยืดเยื้อ และยังไม่ปรากฏสัญญาณของทางออกที่มีเสถียรภาพ สถาบันการเงินชั้นนำในวอลล์สตรีทได้เริ่มปรับราคาเป้าหมายของน้ำมันอย่างต่อเนื่อง สอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา

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

Head of Strategy
(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.