

TISCO ESU Morning View April 28, 2026: Futures Curve ของราคาน้ำมันที่สัญญาระยะสั้นแพงกว่าสัญญา ระยะยาวอย่างมาก (Backwardation) สะท้อนถึงอุปทานที่ขาดแคลนท่ามกลางวิกฤตช่องแคบฮอร์มุซ และ ความเสี่ยงของราคาที่ยังโน้มไปด้านสูงอย่างมีนัย



## Morning View

Economic Strategy Unit (ESU)

### Today's Data Releases

- ญี่ปุ่น: ยอดคำสั่งซื้อเครื่องจักร (Machine Tool Orders) เดือน มี.ค.
- ยูโรโซน: คาดการณ์เงินเฟ้อโดย ECB ระยะ 1 ปีและ 3 ปี (ECB 1-year and 3-year Inflation Expectations) เดือน มี.ค.
- สหรัฐฯ: ดัชนีราคาที่อยู่อาศัย (FHFA House Price Index) เดือน ก.พ., ดัชนีภาคการผลิตของ Fed สาขาวิชมอนต์ (Richmond Fed Manufacturing Survey) และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (Consumer Confidence) เดือน เม.ย.

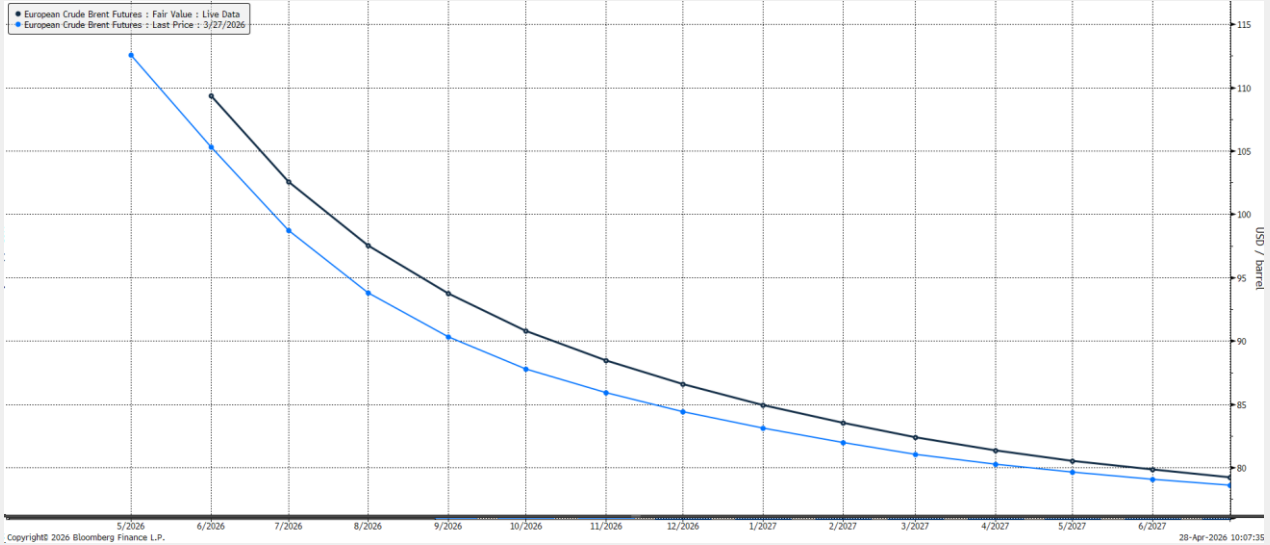
### Key economic indicators

Data releases		Unit	Period	Mkt	Actual	Prev	Revised			
2026 April										
Today	Mon 27	8:30	China	Industrial Profits	% YoY YTD	Mar	--	15.5%	15.2%	--
		8:30		Industrial Profits	% YoY	Mar	--	15.8%	--	--
		13:00	Germany	GfK Consumer Confidence	Index	May	-30.0	-33.3	-28.0	-28.1
		21:30	US	Dallas Fed Manufacturing Activity	Index	Apr	0.9	-2.3	-0.2	--
		13:00	Japan	Machine Tool Orders	% YoY	Mar F	--	--	28.1%	--
		14:00	Spain	Retail Sales	% YoY	Mar	--	--	2.0%	--
		15:00	Eurozone	ECB 1 Year CPI Expectations	%	Mar	2.8%	--	2.5%	--
		15:00		ECB 3 Year CPI Expectations	%	Mar	2.6%	--	2.5%	--
		20:00	US	FHFA House Price Index	% MoM	Feb	0.1%	--	0.1%	--
		20:00		S&P Cotality CS 20-City MoM SA	% MoM	Feb	0.2%	--	0.2%	--
		20:00		S&P Cotality CS 20-City YoY NSA	% YoY	Feb	1.1%	--	1.2%	--
		21:00		Richmond Fed Manufacturing Survey	Index	Apr	1.0	--	0.0	--
		21:00		Consumer Confidence	Index	Apr	89.0	--	91.8	--

\* P = Prelim, \* A = Advance, \* F = Final, ■ better than mkt ■ worse than mkt

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

**Futures Curve ของราคาน้ำมันที่สัญญาระยะสั้นแพงกว่าสัญญาระยะยาวอย่างมาก (Backwardation)**  
 สะท้อนถึงอุปทานที่ขาดแคลนท่ามกลางวิกฤตของแคบฮอร์มุซ และความเสี่ยงของราคาที่ยิ่งโน้มไปด้านสูงอย่างมีนัย



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

- ราคาน้ำมันดิบ WTI ทรงตัวอยู่ในกรอบ 95-100 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล ขณะที่ราคาน้ำมันดิบ Brent และ Dubai ซึ่งเผชิญความขาดแคลนสูงกว่าจากวิกฤตของแคบฮอร์มุซ เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบราคาสูงกว่าที่ราว 105-110 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล
- อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันดิบที่ตลาดมักใช้อ้างอิง เป็นเพียงราคาน้ำมันดิบของสัญญาที่มีกำหนดส่งมอบในระยะเวลาใกล้ที่สุดเท่านั้น (Prompt contract) ขณะที่ในความเป็นจริง สัญญาซื้อขายน้ำมันล่วงหน้า (Oil futures contracts) มีการกระจายตัวตามกำหนดการส่งมอบรายเดือนออกไปครอบคลุมระยะเวลาหลายปี กล่าวคือ ผู้ซื้อและผู้ขายสามารถเลือกจ่ายราคาที่ต้องการในการซื้อน้ำมันดิบ ในเวลาที่ต้องการในอนาคตได้
- ด้วยการกระจายตัวของราคา Futures ของน้ำมันดิบในรูปแบบดังกล่าว จึงมักถูกเข้าใจผิดว่าเป็นการพยากรณ์ราคาสินค้าในอนาคต ทว่าในความเป็นจริง ในตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ เมื่อพูดถึง Futures เราไม่ได้กำลังหมายถึงราคาน้ำมันที่จะเกิดขึ้นจริงในวันข้างหน้า แต่หมายถึงราคาส่งมอบสินค้าที่ตกลงกัน ณ วันนี้อาทิ ราคาที่ตกลงในวันนี้เพื่อส่งมอบน้ำมันในเดือน ธ.ค. 2026 หรือแม้กระทั่ง ธ.ค. 2030 ราคาดังกล่าวถูกกำหนดบนข้อมูลเท่าที่มี ณ ขณะนั้น ซึ่งเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา จึงเปรียบเสมือน Snapshot ของแต่ละจุดเวลาเท่านั้น
- ความเข้าใจผิดดังกล่าวทำให้ผู้ซึ่งไม่ใช่ผู้เชี่ยวชาญตลาดสินค้าโภคภัณฑ์ มักตีความรูปแบบ Futures Curve ของราคาน้ำมันดิบผิดไป ดังเช่นในภาวะปัจจุบัน ที่สัญญากำหนดส่งมอบระยะสั้นมีราคาสูงกว่าสัญญาส่งมอบระยะยาว หรือที่เรียกว่ารูปแบบ Backwardation ทำให้เกิดความเข้าใจที่คลาดเคลื่อนว่า ตลาดกำลังคาดหวังว่าสถานการณ์วิกฤตจะคลี่คลายลง และราคาน้ำมันดิบจะปรับลดลงในอีกไม่กี่เดือนหน้า
- ทว่าในความเป็นจริง ผู้เชี่ยวชาญตลาดสินค้าโภคภัณฑ์มักวิเคราะห์ Futures Curve โดยตั้งอยู่บนหลักของ Theory of Storage ซึ่งถูกพัฒนาต่อเนื่องโดย Working (1933), Kaldor (1939), Brennan (1958), Weymar (1968) และ Schwartz

(1997) ทฤษฎีนี้อธิบายว่าส่วนต่างของราคาระหว่างราคาน้ำมันดิบจริง (Physical oil) และราคา Futures เกิดจาก Carrying Costs ซึ่งรวมถึงค่าจัดเก็บ ค่าดอกเบี้ย ค่าประกันภัย เป็นต้น หักลบด้วยสิ่งที่เรียกว่า Convenience Yield หรือค่าผลประโยชน์ที่เกิดจากการมีน้ำมันดิบสำรองไว้ในคลัง

- เมื่ออ้างอิงด้วยทฤษฎีดังกล่าว ทำให้การตีความของ **Futures Curve ที่มีราคาสัญญาระยะสั้นสูงกว่าสัญญาระยะยาว หมายถึงสถานการณ์ที่อุปทานน้ำมันยังมีความตึงตัว**

ทำให้ผู้ซื้อจำเป็นต้องจัดหาซื้อน้ำมันดิบที่มีกำหนดการส่งมอบในเร็ววัน แลกกับการต้องยอมจ่ายในราคาที่สูงกว่า และยินยอมแบกรับต้นทุนการจัดเก็บ เพราะผลประโยชน์ที่ได้จากการถือครองน้ำมันจริงไว้ในคลัง (Convenience Yield) นั้นสูงกว่ามาก ยิ่งความตึงตัวของตลาดน้ำมันจริงสูงขึ้น จะยิ่งทำให้ส่วนต่างของราคาระหว่างสัญญาระยะสั้นกับสัญญาระยะยาวเพิ่มสูงขึ้นตามลำดับ

- ในภาวะปัจจุบัน ที่วิกฤตของแคบฮอร์มุซยืดเยื้อมาเป็นเวลากว่า 2 เดือน ทำให้เรามองความเสี่ยงต่อราคาน้ำมันดิบ โดยเฉพาะในช่วง 1-2 เดือนข้างหน้า ยังคงโน้มไปในทางสูงอย่างมีนัย

เมื่อพิจารณาถึงช่องว่างระหว่างอุปทานที่หายไปมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ กับอุปสงค์น้ำมันยังไม่หดตัวมากพอจะรองรับกับอุปทานที่หายไปได้ ขณะที่ปัจจัยช่วยรองรับวิกฤต (Buffers) อย่างคลังน้ำมันบนท้องทะเลที่อยู่ระหว่างการขนส่ง ความช่วยเหลือจาก SPR และในกรณีของสหรัฐฯ ยังมีน้ำมันส่วนเกินซึ่งยึดมาจากเวเนซุเอล่าเมื่อต้นปี ต่างถูกไขออกมาแล้วทั้งสิ้น ทำให้การปรับลดลงของคลังน้ำมันสำรองในสหรัฐฯ ซึ่งมีการรายงานเป็นประจำทุกสัปดาห์ และได้รับการจับตามองเป็นวงกว้าง จะเริ่มทวีความรุนแรงชัดขึ้น และคาดจะเป็นตัวเร่ง (Catalyst) ให้ราคาน้ำมันพุ่งสูงขึ้นในช่วงกลางปีนี้ โดยเฉพาะในกรณีที่ช่องแคบฮอร์มุซยังไม่กลับมาสัญจรได้โดยเร็ว

## TISCO Economic Strategy Unit (TISCO ESU)

Direct line: (66) 2633 6488

Email: [esu@tisco.co.th](mailto:esu@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.