

17-Oct-23

# Special Event Update

## วิเคราะห์ความ เสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ "Israel-Hamas" อย่างเข้าใจ และ เป็นระบบ



สงครามระหว่างอิสราเอลกับกลุ่มฮามาสที่ได้ดำเนินมาเกือบ 2 สัปดาห์ และยังไม่มียุติที่จบลงได้ง่าย ได้สร้างความสูญเสียอย่างประเมินค่ามิได้ ต่อชีวิตและทรัพย์สินของผู้คนในบริเวณดังกล่าว ซึ่งเราขอแสดงความเสียใจต่อผู้ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าว และหวังว่า สถานการณ์สงครามจะคลี่คลายลงได้ในเร็ววัน เพื่อลดความสูญเสียที่จะเกิดขึ้น



พูน พาณิชพิบูลย์  
Markets Strategist  
Poon.Panichpipool@krungthai.com

อย่างไรก็ดี แม้ว่า เราจะคาดหวังว่า สงครามระหว่างอิสราเอลกับกลุ่มฮามาสและพันธมิตร Axis of Resistance (ที่มีเป้าหมายเหมือนกันคือ ต่อต้านการเข้ามามีอิทธิพลในพื้นที่ตะวันออกกลางของสหรัฐฯ และพันธมิตรของสหรัฐฯ อาทิ อิสราเอลและซาอุดี) จะยุติลงได้ในเร็ววันนี้ ทว่า สถานการณ์สงครามที่มีความเสี่ยงที่จะลุกลาม ขยายวงกว้าง จนอาจกลายเป็นความขัดแย้งในระดับภูมิภาคในระดับที่ใกล้เคียงกับสิ่งที่เกิดขึ้นในช่วงการก่อตั้งประเทศอิสราเอล เช่น สงคราม Yom-Kippur 1973 ซึ่งส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินและเศรษฐกิจโลกได้อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น การประเมินความเป็นไปได้ของสถานการณ์สงครามและผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น จึงมีความสำคัญและเราจะพยายามวิเคราะห์สถานการณ์ที่เกิดขึ้นอย่างเป็นระบบ โดยมี Framework สำหรับประเมินความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risk) ซึ่งเรามองว่าปัญหาภูมิรัฐศาสตร์จะเป็นความเสี่ยงที่มีแนวโน้มทวีความรุนแรงมากขึ้นในอนาคต

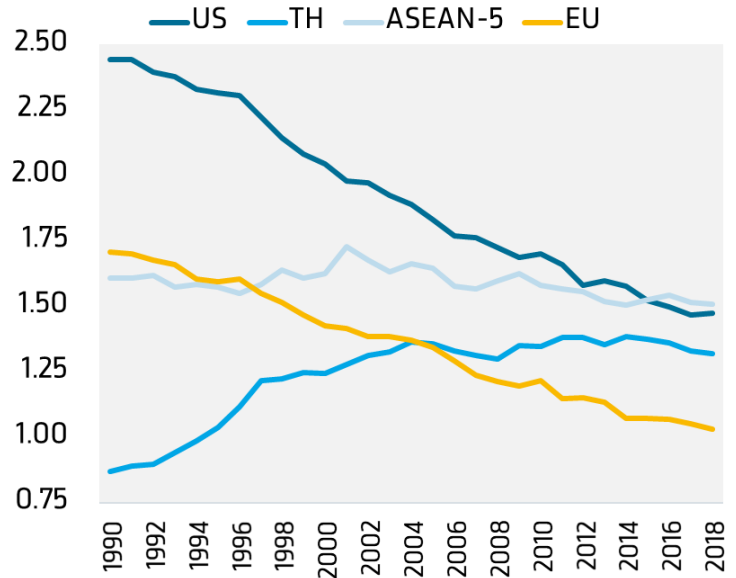
เนื่องจากในช่วงบทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ เรามองว่า ผู้อ่านอาจได้รับทราบข้อมูลเบื้องหลังหรือความเป็นมาของความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลกับกลุ่มฮามาสมาพอสมควรแล้ว ดังนั้น ในบทวิเคราะห์นี้ เราจะไม่ขอลงรายละเอียดเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าว ทั่วๆ เราอยากเน้นย้ำว่า **ความขัดแย้งในพื้นที่ดังกล่าวไม่ใช่เรื่องที่เกิดขึ้นหลังการจัดตั้งประเทศอิสราเอลในปี 1948 แต่เป็นปัญหาที่ยืดเยื้อยาวนานนับพันปี** ดังนั้น ในการจะวิเคราะห์สถานการณ์สงครามที่เกิดขึ้น เรามองว่าควรทำความเข้าใจถึงความเป็นมาของปัญหาที่เกิดขึ้นในภูมิภาคดังกล่าว เพื่อให้เข้าใจถึงความเชื่อมโยงของการตัดสินใจของผู้มีส่วนร่วมในความขัดแย้งนั้นๆ โดยการทำความเข้าใจดังกล่าว ก็เป็นส่วนหนึ่งของ Framework ในการประเมินและวิเคราะห์ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ เหมือนกับที่เราได้ทำการวิเคราะห์สถานการณ์สงครามรัสเซีย-ยูเครน ในปีที่แล้ว ทั้งนี้ ผู้อ่านท่านใดต้องการที่จะเข้าใจความเป็นมาของความขัดแย้งดังกล่าวเพิ่มเติม เราได้มีแหล่งข้อมูลแนะนำในส่วนท้ายของบทวิเคราะห์นี้

สำหรับ Framework ในการประเมินและวิเคราะห์ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ ที่เราใช้นั้นจะมีขั้นตอนดังนี้

- 1) ศึกษาและทำความเข้าใจผลกระทบของปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ ต่อตลาดการเงิน รวมถึงการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสียในความขัดแย้งดังกล่าวจากข้อมูลในอดีต
- 2) ประเมินความเป็นไปได้ของแต่ละสถานการณ์ที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งเรายอมรับว่า เราไม่ได้เป็นผู้เชี่ยวชาญด้านภูมิรัฐศาสตร์ ดังนั้น เราจะศึกษาบทวิเคราะห์จากผู้เชี่ยวชาญ ร่วมกับการศึกษาทำความเข้าใจความเป็นไปของความขัดแย้งของเรา เพื่อสรุปออกมาเป็นแต่ละ Scenario ที่อาจเกิดขึ้นในมุมมองของเราเอง
- 3) ประเมินผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อบรรยากาศในตลาดการเงิน (Risk Sentiments) ในแต่ละ Scenario ที่เราได้สรุปออกมา
- 4) ประเมินผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อตลาดการเงิน โดยเฉพาะสินทรัพย์ที่น่าสนใจ โดยในกรณีนี้ เราจะให้ความสำคัญต่อผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อทิศทางราคาน้ำมันดิบ ซึ่งจะเป็ปัจจัยสำคัญที่อาจส่งผลต่อแนวโน้มการดำเนินการดำเนินงานของบรรดาระบบกลางได้

สำหรับเหตุผลที่เราจะให้ความสำคัญต่อผลกระทบต่อทิศทางราคาน้ำมันดิบนั้น มาจากการที่เรามองว่า **ประเทศไทยมีโครงสร้างเศรษฐกิจที่มีการพึ่งพาพลังงานในระดับที่สูง** ดังจะเห็นได้จาก การที่ ระดับอัตราการใช้พลังงานต่อ GDP หรือ Energy-Intensity ที่ทรงตัวในรอบ 20 ปี ที่ผ่านมา สวนทางกับแนวโน้มการปรับตัวลดลงของตัวเลขดังกล่าวในฝั่งประเทศพัฒนาแล้ว และประเทศในฝั่งอาเซียนด้วยกัน ดังนั้น ทิศทางของราคาน้ำมันดิบจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและแนวโน้มของเงินบาทได้ โดยจากการศึกษาข้อมูลในอดีตของเราพบว่า การปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันดิบสามารถส่งผลกระทบต่อดุลการค้าของไทย และเป็นอีกปัจจัยที่อาจกดดันให้เงินบาทผันผวนอ่อนค่าลงได้ โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบมีการปรับตัวขึ้นแรงและอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน หรือ ในช่วงที่การส่งออกมีปัญหา

## Thailand's energy-intensity remains high vs downward trend in many countries

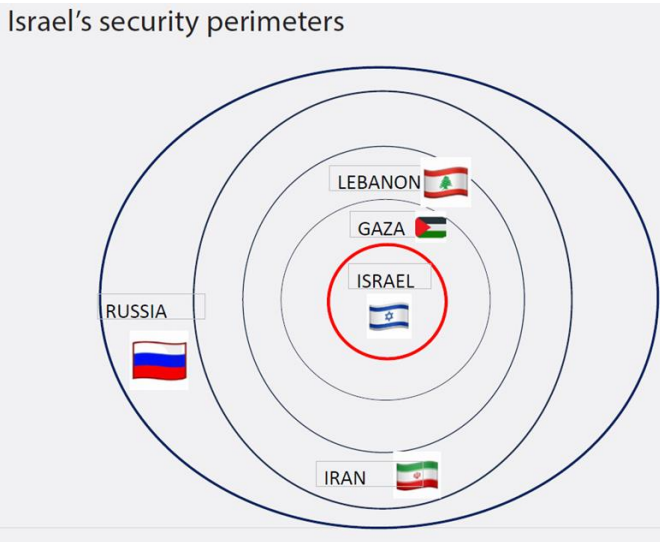


Source: Our World in Data and Krungthai Global Markets; Energy intensity is measured as primary energy consumption per unit of gross domestic product.

และนอกเหนือจากเหตุผลโครงสร้างพลังงานของประเทศไทย เรามองว่า สถานการณ์สงครามระหว่างอิสราเอล-กลุ่มฮามาสที่กำลังร้อนแรงอยู่นั้น **แม้ว่าคู่ขัดแย้งจะไม่ใช่ผู้ผลิตและส่งออกน้ำมันที่มีความสำคัญอย่างมีนัยสำคัญต่ออุปทานน้ำมันในตลาดโลก ทั่วๆ หากสงครามทวีความรุนแรงมากขึ้นและบานปลายจนนำไปสู่ความขัดแย้งในภูมิภาคตะวันออกกลาง ก็อาจส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบได้อย่างมีนัยสำคัญ** โดยจากข้อมูลในอดีตตั้งแต่ปี 1973 พบว่า สงครามในภูมิภาคตะวันออกกลางที่ผู้มีส่วนได้เสียเป็นผู้ผลิตน้ำมันรายสำคัญ (อาทิ ประเทศในกลุ่ม OPEC+) จะส่งผลให้ ราคาน้ำมันดิบสามารถพุ่งสูงขึ้นไปกว่า +100% โดยเฉลี่ย (Outlier คือ สงคราม Yom-Kippur 1973 ที่นำมาสู่ Oil Embargo ทำให้ราคาน้ำมันดิบพุ่งขึ้นไปกว่า +279%) อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสนใจว่า หากความขัดแย้งจำกัดอยู่เพียงอิสราเอลกับปาเลสไตน์ (ในกรณีล่าสุด คือ กลุ่มฮามาส) พบว่า ความขัดแย้งดังกล่าว ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อทิศทางราคาน้ำมันดิบอย่างมีนัยสำคัญ แต่อาจทำให้ราคาน้ำมันดิบผันผวนสูงได้ในระยะสั้น

ดังนั้น ในการประเมิน Scenario ที่เป็นไปได้ของสถานการณ์สงคราม เราจะตั้งต้นจากตัวแปรที่อาจส่งผลกระทบต่อทิศทางราคาน้ำมันดิบ ซึ่งในกรณี คือ ทำที่ของกลุ่มประเทศใน OPEC+ ซึ่งจากการศึกษาจากข้อมูลความขัดแย้งในภูมิภาคตะวันออกกลางในอดีตจนถึงปัจจุบัน เราพบว่า กลุ่มประเทศในตะวันออกกลางอาจไม่ได้มีความสัมพันธ์แน่นแฟ้นมากนัก ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลของนโยบายแบ่งแยกและปกครอง (Divide and Conquer/Rule) ในยุคล่าอาณานิคม จนถึงช่วงศตวรรษที่ 21 แต่ละประเทศอาจมีเป้าหมายในการพัฒนาความสัมพันธ์กับประเทศมหาอำนาจ คือ สหรัฐฯ รัสเซีย และจีน ที่แตกต่างกันไป นอกจากนี้ หากพิจารณาจากขอบเขตของความขัดแย้งอิสราเอลกับกลุ่มฮามาส (อ้างอิงการศึกษาโดย Independent Strategy) เราอาจแบ่ง Scenario ที่อาจเป็นไปได้ดังนี้

- 1) Base Case Scenario:** สงครามมีโอกาสยืดเยื้อได้ แต่ไม่ลุกลามและบานปลาย โดยมีคู่ขัดแย้งแค่อิสราเอลกับกลุ่มฮามาส และกลุ่ม Axis of Resistance บางกลุ่ม
- 2) Iran Strike Back:** สงครามขยายวงกว้าง จนกระทบต่ออิหร่าน ซึ่งอาจเกิดขึ้นในกรณีที่ อิหร่านมีการตอบโต้กลับหลังบรรดาประเทศตะวันตกเพิ่มมาตรการคว่ำบาตรต่ออิหร่าน เช่น สหรัฐฯ กลับมาอายัดเงิน 6 พันล้านดอลลาร์ ที่อิหร่านได้จากการขายน้ำมัน หรือ มีการใช้กำลังทางทหารจากฝั่งตะวันตก/อิสราเอลต่ออิหร่าน หากมีหลักฐานชี้ชัดว่าอิหร่านอยู่เบื้องหลังการโจมตีของกลุ่มฮามาสล่าสุด
- 3) It's 1973 again!:** สงครามขยายวงกว้าง จนบานปลายเป็นสงครามในภูมิภาคตะวันออกกลาง และรัสเซียอาจเข้ามามีส่วนร่วมในความขัดแย้งครั้งนี้ ซึ่งอาจจะคล้ายคลึงกับช่วงสงคราม Yom Kippur 1973



Source: Independent Strategy

**Base Case Scenario สงครามยืดเยื้อได้ แต่ไม่ลุกลามและบานปลาย** (เรคาดหวังว่า สงครามจะไม่ยืดเยื้อ เพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น)

จากการประเมินค่าที่ของบรรดาประเทศในตะวันออกกลางล่าสุด โดยเฉพาะประเทศผู้ผลิตน้ำมันสำคัญ เรามองว่า ส่วนใหญ่สงวนท่าทีหรือค่อนข้างแสดงความเป็นกลางและแสดงความต้องการให้ทั้งอิสราเอล-กลุ่มฮามาสยุติสงครามโดยเร็ว ส่วนในฝั่งอิหร่าน เรามองว่า ทางอิหร่านก็อาจไม่ได้ต้องการให้สงครามลุกลาม บานปลายจนอิหร่านต้องมามีส่วนร่วมโดยตรง เนื่องจากอิหร่านได้บรรลุเป้าหมายที่จะยับยั้งการขยายอิทธิพลของสหรัฐฯ และซาอุฯ ในภูมิภาคตะวันออกกลาง หลังจากการรื้อฟื้นความสัมพันธ์อย่างเป็นทางการระหว่างอิสราเอลกับซาอุฯ อาจสะดุดลงจากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น อีกทั้งกลุ่ม Axis of Resistance อาทิ Hezbollah, Houthi (ซึ่งเป็นที่ทราบกันว่าได้รับการสนับสนุนจากทางอิหร่าน) ก็แสดงความพร้อมที่จะโจมตีอิสราเอลทำให้อิสราเอลอาจเผชิญการโจมตีรอบด้าน จากฝ่ายตรงข้ามที่ไม่ใช่รัฐ หรือไม่ใช่สงคราม Conventional ที่อิสราเอลมีความคุ้นเคย (ซึ่งอาจทำให้สงครามยืดเยื้อได้)

และที่สำคัญ เรายังมองว่า บรรดาประเทศมหาอำนาจและพันธมิตรต่างก็ไม่ต้องการให้สถานการณ์สงครามบานปลาย เนื่องจากปัญหาสงครามรัสเซีย-ยูเครนในปัจจุบัน ก็ยังคงยืดเยื้อ ซึ่งเราจะเห็นได้จากท่าทีของผู้นำประเทศมหาอำนาจดังกล่าว ที่แสดงจุดยืนอยากให้สงครามสงบลงในเร็ววัน

ปัจจุบันกรณีนี้ เป็นสิ่งที่ตลาดกำลังรับรู้อยู่ ดังจะเห็นได้จากการที่ผู้เล่นในตลาดเริ่มลดการถือครองสินทรัพย์ปลอดภัย (Safe Haven) ลงบ้าง ทั้ง เงินดอลลาร์ พันธบัตรรัฐบาลระยะยาว ทองคำ รวมถึงเงินเยนญี่ปุ่น นอกจากนี้ ราคาน้ำมันดิบก็ไม่ได้ปรับตัวสูงขึ้นต่อ โดยเฉพาะหลังจากที่ทางการสหรัฐฯ ได้ส่งสัญญาณพร้อมผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรต่ออุตสาหกรรมน้ำมันของเวเนซุเอลา ซึ่งจะช่วยลดทอนผลกระทบในกรณีที่อุปทานน้ำมันโลกกลับมาตั้งตัวจากภาวะสงครามที่อาจทวีความรุนแรงและบานปลายได้

ในกรณีนี้ เรามองว่า ผู้เล่นในตลาดจะทยอยมองข้ามปัจจัยความเสี่ยงสงคราม และเริ่มกลับมาให้น้ำหนักต่อรายงานผลประกอบการของบรรดาบริษัทจดทะเบียน โดยหากเรามองว่า บรรยากาศในตลาดการเงินมักจะผันผวนไปตามทิศทางตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะพบว่า ในช่วงฤดูกาลประกาศผลประกอบการในไตรมาสที่ 3 บรรยากาศในตลาดหุ้นสหรัฐฯ อาจมีแนวโน้มเปิดรับความเสี่ยงมากขึ้นได้ เนื่องจากหุ้นในหลายอุตสาหกรรมมีแนวโน้มที่จะรายงานผลประกอบการขยายตัวได้ดี อาทิ กลุ่ม Healthcare Communication Services รวมถึงหุ้นในธีม AI เป็นต้น ทำให้บรรยากาศในตลาดการเงินทยอยกลับมาเปิดรับความเสี่ยงมากขึ้นได้ และผู้เล่นในตลาดจะกลับมาให้ความสนใจต่อแนวโน้มนโยบายการเงินของบรรดาธนาคารกลางหลัก โดยเฉพาะ เฟด อีกครั้ง

โดยหากตลาดยังคงเชื่อว่า เฟดได้จบรอบการขึ้นดอกเบี้ยไปแล้ว และเฟดอาจลดดอกเบี้ยได้มากกว่าที่ระบุไว้ใน Dot Plot ล่าสุด ซึ่งเรามองว่า อาจเกิดขึ้นในกรณีที่ รายงานข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอลงชัดเจน และเราคงมุมมองเดิมว่า เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงต้นปีหน้า ภาพดังกล่าวจะส่งผลให้ เงินดอลลาร์ (ดัชนีเงินดอลลาร์ DXY) มีแนวโน้มอ่อนค่าลงสู่ระดับ 102-103 จุด ได้ ณ สิ้นปี ส่วนบอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ ก็มีโอกาสดลดลงสู่ระดับ 4.10%-4.20% เช่นเดียวกับกับบอนด์ยีลด์ 10 ปี ไทย ที่อาจลดลงได้บ้างสู่โซน 3.10%-3.20% ส่วนเงินบาทก็มีโอกาสทยอยแข็งค่าขึ้นสู่ระดับ 34.25-34.75 บาทต่อดอลลาร์

ทั้งนี้ การประเมินดังกล่าวของเรามีสมมติฐานว่า **ราคาน้ำมันดิบ WTI จะแกว่งตัวในโซน 80-100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล** เนื่องจากทางการอิหร่านอาจยังสามารถผลิตน้ำมันได้เกิน 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน และถ้าหากอิหร่านสามารถเพิ่มกำลังการผลิตไปแตะระดับ 3.4-3.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ซึ่งเป็นระดับใกล้เคียงกับช่วงก่อนเผชิญมาตรการคว่ำบาตรเพิ่มเติมในสมัยประธานาธิบดีโอบามา) ก็มีผลกระทบคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบได้ราว -2 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล จากงานวิจัยของทาง Goldman Sachs

**Iran Strike Back Scenario สงครามขยายวงกว้าง จนอิหร่านเข้ามามีส่วนร่วม** ซึ่งในกรณีนี้ เรามองว่า หากอิหร่านถูกคว่ำบาตรเพิ่มเติม หรือ ถูกโจมตี ทางอิหร่านก็พร้อมที่จะตอบโต้ ด้วยการปิดช่องแคบฮอร์มุซ (Strait of Hormuz) ซึ่งเป็นเส้นทางขนส่งพลังงานสำคัญในภูมิภาคตะวันออกกลาง หรือ อิหร่านอาจลดกำลังการผลิต/ระงับการส่งออกพลังงาน โดยไม่ว่าทางการอิหร่านจะตัดสินใจแบบไหน ก็ย่อมส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันในตลาดโลกได้อย่างมีนัยสำคัญ



โดยในกรณีนี้ เราสามารถแบ่ง scenario ได้อีกสองแบบย่อย ตามการพิจารณาผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งเราจะประเมินทั้งในมิติระดับของราคาน้ำมันดิบและระยะเวลาที่ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับสูงดังกล่าว

**1) อิหร่านตัดสินใจลดกำลังการผลิตลง 5 แสนบาร์เรลต่อวัน ถึง 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ควบคู่กับการปิดช่องแคบฮอร์มุซ** เพื่อเป็นการตอบโต้มาตรการคว่ำบาตร หรือ การถูกโจมตีจากฝั่ง ตะวันตก/อิสราเอล แต่อิหร่านจะไม่ประกาศทำสงครามกับฝั่ง ตะวันตกหรืออิสราเอลโดยตรง โดยในกรณีนี้ เรามองว่า ราคา น้ำมันดิบ WTI อาจมี upside เพิ่มขึ้นจากที่เราประเมินอยู่ าน้อย 10-20 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล โดยราคาน้ำมันดิบ WTI อาจปรับตัวขึ้นและทรงตัวแถวระดับ 120 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ได้ราว 1 เดือน ก่อนที่จะปรับตัวลดลงสู่โซน 80-100 ดอลลาร์ต่อ บาร์เรล หากความขัดแย้งระหว่างอิหร่านกับฝั่งตะวันตก/ อิสราเอลคลี่คลายลงได้เร็ว และทางซาอุดี หรือเวนาซุเอลา อาจเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมัน

แม้ว่าในกรณีนี้ ราคาน้ำมันดิบจะปรับตัวสูงขึ้น แต่ก็อาจไม่ได้ ส่งผลให้ บรรดาระบบกลางหลักต้องกลับมาใช้โยบาย การเงินที่เข้มงวดมากขึ้น เนื่องจากการปรับตัวขึ้นของราคา น้ำมันดิบจะเป็นปัจจัยชั่วคราว ทว่า ธนาคารกลางหลัก อย่าง เฟด อาจส่งสัญญาณใช้โยบายการเงินที่เข้มงวดได้นาน (Higher for Longer) เพื่อให้มั่นใจว่า แนวโน้มการชะลอตัว ของเงินเฟ้อจะกลับมาได้อย่างยั่งยืน ซึ่งภาพดังกล่าว รวมถึง ภาวะปิดรับความเสี่ยงของตลาดจากสถานการณ์สงครามที่ รุนแรงขึ้น จะยิ่งหนุนให้ เงินดอลลาร์ กลับมาเป็นสินทรัพย์ ปลอดภัยที่ผู้เล่นในตลาดต้องการ และแม้เงินดอลลาร์จะอ่อนค่า ลงได้บ้าง แต่เงินดอลลาร์ก็อาจอยู่ที่ระดับ 105-106 จุด ณ สิ้นปี ขณะที่บอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ อาจเคลื่อนไหวผันผวน โดยจะมี การย่อตัวลงในช่วงตลาด risk-off และปรับตัวขึ้นจากประเด็น Higher for Longer รวมถึงการทยอยกลับมาเปิดรับความ เสี่ยงของตลาด ทำให้ บอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ อาจแกว่งตัว แถว 4.50% ส่วนบอนด์ยีลด์ 10 ปี ไทย อาจทรงตัวแถวระดับ ปัจจุบัน 3.30% ทั้งนี้ แม้ว่าเงินบาทอาจเผชิญแรงกดดันฝั่งอ่อน ค่าจากทั้งการแข็งค่าขึ้นของเงินดอลลาร์ การปรับตัวขึ้นของ ราคาน้ำมันดิบ และโพล์วขายสินทรัพย์ไทยจากนักลงทุนต่างชาติ แต่เรามองว่า ในช่วงตลาดปิดรับความเสี่ยง ราคาทองคำที่มี โอกาสปรับตัวขึ้นได้บ้าง ทรานด์ที่ผู้เล่นในตลาดไม่ได้กังวลว่า ธนาคารกลางจะใช้โยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น ทำให้เงิน บาทจะได้แรงหนุนฝั่งแข็งค่าบ้าง จากโพล์วธุรกรรมขายทำกำไร ทองคำ ซึ่งเราประเมินว่า ในกรณีนี้ เงินบาทอาจอยู่แถวระดับ 35.30-35.85 บาทต่อดอลลาร์ ณ สิ้นปี

**2) อิหร่านลดกำลังการผลิตน้ำมันของอิหร่านไม่น้อยกว่า 1 ล้าน บาร์เรล พร้อมปิดช่องแคบฮอร์มุซได้นานเกิน 1 เดือน** ในกรณีนี้ อาจมีความเป็นไปได้ หากการเจรจาเพื่อยุติความขัดแย้งระหว่าง อิหร่านกับชาติตะวันตก/อิสราเอล มีความล่าช้า และแม้ว่า ทางซาอุดี และเวนาซุเอลา จะกลับมาเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมัน แต่ก็จะส่งผลให้ ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับสูงได้นานกว่าคาด ซึ่งเราประเมินว่า หาก ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับ 120 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล เกินกว่า 3 เดือน จะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการชะลอตัวของเงินเฟ้อ (Disinflation progress) และจะทำให้เงินเฟ้อกลับมาเร่งตัวขึ้นได้ ทำให้บรรดาระบบกลางหลักอาจมีความจำเป็นต้องใช้โยบาย การเงินที่เข้มงวดมากขึ้น โดยเฟดมีโอกาสเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยต่อ 1 ครั้ง และเฟดอาจคงอัตราดอกเบี้ยที่ระดับสูงได้นาน

การเดินหน้าใช้โยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นของบรรดาระบบ กลางหลัก อาจสร้างความเสี่ยงให้บอนด์ยีลด์ระยะยาวปรับตัวสูงขึ้น โดยเรามองว่า บอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ ก็มีความเสี่ยงที่จะปรับตัวขึ้น ได้บ้างในกรณีนี้ อย่างไรก็ดี การปรับตัวขึ้นของบอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อบรรยากาศในตลาดหุ้นสหรัฐฯ ผ่านการ ปรับตัวลงของบรรดาหุ้นกลุ่มเทคโนโลยี และหุ้นสโตล์ Growth ที่อ่อนไหว ต่อการเคลื่อนไหวของบอนด์ยีลด์ (ล่าสุด หุ้นเทคโนโลยีขนาดใหญ่ the Magnificent 7 เช่น Apple และ Microsoft มีน้ำหนักเกือบ 30% ของดัชนี S&P500) ทั้งนี้ แม้ว่าบรรยากาศในตลาดการเงินอาจอยู่ใน ภาวะปิดรับความเสี่ยง ทว่า การปรับตัวขึ้นของบอนด์ยีลด์ ก็อาจทำให้ ราคาทองคำยังไม่สามารถปรับตัวขึ้นไปได้มาก ซึ่งในกรณีนี้ เรา ประเมินว่า เงินบาทอาจเผชิญแรงกดดันฝั่งอ่อนค่ามากกว่าที่จะได้รับ อานิสงส์จากการปรับตัวขึ้นของราคาทองคำทำให้เงินบาทมีโอกาสอยู่ แถว 36.50-37.00 บาทต่อดอลลาร์ ณ สิ้นปี ส่วนเงินดอลลาร์อาจ แกว่งตัวแถวระดับ 107-107.5 จุด (ใกล้เคียงกับจุดสูงสุดในปีนี้ ที่ ตลาดยังเชื่อว่า เฟดจะเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยต่อได้) สำหรับบอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ ก็อาจแกว่งตัวแถวระดับ 4.80% ทำให้บอนด์ยีลด์ 10 ปี ไทย ก็มีโอกาสดปรับตัวขึ้นต่อได้บ้างสู่ระดับ 3.40% (อาจปรับตัวขึ้น มากกว่านี้ได้ หากธนาคารแห่งประเทศไทยส่งสัญญาณพร้อม เดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยต่อสู่ระดับ 2.75%)

**It's 1973 again! โดยสงครามขยายวงกว้าง จนบานปลายเป็น สงครามในภูมิภาคตะวันออกกลาง** โดยบรรดาประเทศในตะวันออก กลางอาจรับมือไม่ได้กับการโจมตีของอิสราเอลต่อกลุ่มฮามาสในฉนวน กาซา ที่ส่งผลกระทบต่อประชาชนชาวปาเลสไตน์นับล้านคน จนทำให้ กลุ่มประเทศตะวันออกกลาง โดยเฉพาะประเทศสมาชิก OPEC เข้า ร่วมสงคราม หรืออาจใช้มาตรการคว่ำบาตรการส่งออกน้ำมันให้กับ พันธมิตรของอิสราเอล คล้ายกับสถานการณ์ Oil Embargo ในปี 1973 และยังมีความเสี่ยงที่รัสเซียอาจเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งของความ ขัดแย้งดังกล่าว ผ่านมาตรการคว่ำบาตรด้านพลังงานเช่นกัน

กรณีนี้ เรามองว่า มีโอกาสเกิดขึ้นน้อยที่สุด ดังที่เราได้ประเมินไว้ ก่อนหน้านี้ว่า ความสัมพันธ์ของบรรดาประเทศในตะวันออกกลางไม่ได้ แน่นแฟ้นมากนัก นอกจากนี้ เรามองว่า หลายประเทศในตะวันออก กลางอาจไม่ได้ต้องการทำสงครามกับอิสราเอล ในช่วงที่เศรษฐกิจ กำลังฟื้นตัว อีกทั้งบทเรียนในอดีตได้สะท้อนให้เห็นว่า อิสราเอลมี ประสบการณ์ในการทำสงครามแบบ Conventional ทบปรกับใน ปัจจุบันกองทัพอิสราเอลถือว่ามีความพร้อมที่มากเกินกว่ามาก เมื่อเทียบกับกองทัพในภูมิภาคตะวันออกกลาง (ประเทศไทยก็ เป็นลูกค้าของบริษัทอาวุธอิสราเอล)

กว่า หากกรณีเกิดขึ้น ผลกระทบต่อตลาดการเงินและเศรษฐกิจจะรุนแรงมาก โดยเราประเมินว่า ในกรณีนี้ **หากผลกระทบของสงครามที่บานปลายทำให้กำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC ลดลงราว 25% หรือมีการระงับการส่งออกน้ำมันในสัดส่วนดังกล่าว ก็อาจส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้นทดสอบระดับ 150-180 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ได้ภายในปีนี้**

หากราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้นสู่ระดับดังกล่าวและอาจอยู่ในระดับสูงได้เกิน 1 เดือน เรามองว่า Playbook ที่จะสามารถเอา มาเทียบเคียงได้ คือ ช่วง Oil Embargo 1973 ซึ่งในช่วงนั้น อัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ ได้พุ่งสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทำให้เฟดต้องกลับมาเร่งขึ้นดอกเบี้ย และนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในที่สุด

ดังนั้น หากกรณีเกิดขึ้นจริง (ซึ่งเราขอย้ำว่า โอกาสเกิดต่ำมาก) อาจนำไปสู่การเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยของบรรดาระบบกลางเพื่อคุมปัญหาเงินเฟ้อและลดโอกาสเกิด Wage-Price spiral โดยเฉพาะในช่วงนี้ ที่เฟดยังมองว่า ตลาดแรงงานสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่งอยู่ โดยเฟดมีโอกาสเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยต่อ 2-3 ครั้ง จนถึงระดับ 6.25-6.50% ได้ ทั้งนี้ เรามองว่า เฟดอาจไม่ต้องขึ้นดอกเบี้ยต่อมากไปกว่า 3 ครั้ง เนื่องจาก Financial Condition รวมถึง Credit Condition ในปัจจุบัน ก็ตึงตัวมากขึ้นพอสมควร และให้ผลลัพธ์ใกล้เคียงกับการขึ้นดอกเบี้ยของเฟด (สอดคล้องกับความเห็นของเจ้าหน้าที่เฟดหลายท่านในช่วงนี้)

ทั้งนี้ การขึ้นดอกเบี้ยดังกล่าวของเฟดจะส่งผลให้สุดท้าย เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย จนทำให้สุดท้ายเฟดจำเป็นต้องกลับมาลดดอกเบี้ยลงได้พอสมควร และการลดดอกเบี้ยก็สามารถเกิดขึ้นได้เร็วกว่าที่ตลาด ดังนั้น การเคลื่อนไหวของสินทรัพย์ในตลาดการเงินจะผันผวนสูงในกรณีนี้

โดยในจังหวะแรกที่สงครามบานปลาย ตลาดจะอยู่ในภาวะปิดรับความเสี่ยง ส่งผลให้ผู้เล่นในตลาดเลือกที่จะถือสินทรัพย์ปลอดภัย อาทิ เงินดอลลาร์ พันธบัตรรัฐบาล และทองคำ โดยในส่วนของบอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ อาจปรับตัวลงแรงในจังหวะแรก ก่อนที่จะทยอยปรับตัวขึ้นได้บ้าง หากเฟดเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยต่อได้ 2-3 ครั้ง อย่างไรก็ตาม ผู้เล่นในตลาดก็จะเริ่มกลับมากังวลแนวโน้มเศรษฐกิจถดถอยมากขึ้น ทำให้บอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ อาจไม่ได้ปรับตัวขึ้นไปมาก หรือมีโอกาสย่อตัวลงได้บ้าง ซึ่งในปีนี้จะเหลือการประชุมเฟดเพียง 2 ครั้ง ทำให้ บอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ อาจจบสิ้นปีแถว 4.90% หากเฟดทยอยขึ้นดอกเบี้ยครั้งละ 25bps แต่หากเฟดกลับมาเร่งขึ้นดอกเบี้ย 50bps ก็อาจทำให้ ณ สิ้นปี บอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ อยู่เหนือระดับ 5.00% ได้ไม่ยาก อย่างไรก็ตาม ในช่วงต้นปีหน้า เรามองว่า บอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ จะพลิกกลับมาปรับตัวลดลงได้เร็ว หากเฟดต้องกลับมาลดดอกเบี้ยลงในช่วงไตรมาสแรก จากภาวะเศรษฐกิจถดถอย โดยมีโอกาสเห็นบอนด์ยีลด์ 10 ปี สหรัฐฯ ปรับตัวลดลงสู่ระดับ 4.00% ณ สิ้นไตรมาสแรกของปีหน้า

ส่วนเงินดอลลาร์ เรามองว่า แนวโน้มขาขึ้นจะยังคงดำเนินต่อไป จนกว่าจะตลาดจะเริ่มกังวลแนวโน้มเศรษฐกิจถดถอย หรือ เฟดเริ่มลดดอกเบี้ยลง ทำให้ เงินดอลลาร์อาจปรับตัวขึ้นต่อเนื่อง ทดสอบโซน 109 จุด และมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อสู่ระดับ 111 จุด ได้ ณ สิ้นปีนี้ ทั้งนี้ การลดดอกเบี้ยของเฟดในปีหน้า จะทำให้เงินดอลลาร์พลิกกลับมาอ่อนค่าหนัก โดยเงินดอลลาร์อาจอ่อนค่าลงแตะระดับ 100-102 จุด ณ สิ้นไตรมาสแรกของปีหน้าได้

และสำหรับเงินบาท เราประเมินว่าในช่วงที่ตลาดปิดรับความเสี่ยง เงินบาทอาจพอได้แรงหนุนอยู่บ้างจากการปรับตัวขึ้นของราคาทองคำกว่า หากราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้นต่อเนื่อง ก็จะเริ่มส่งผลกระทบต่อเงินบาทอ่อนค่าลง ผ่านแรงกดดันต่อดุลการค้าที่มีโอกาสขาดดุลมากขึ้น นอกจากนี้ สถานการณ์สงครามที่บานปลายและขยายวงกว้างอาจกระทบต่อการฟื้นตัวของการท่องเที่ยว จนทำให้ โดยรวมดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยเสี่ยงขาดดุล และจากทิศทางเงินดอลลาร์ที่ทยอยแข็งค่าขึ้น รวมถึง แรงขายสินทรัพย์ไทยจากนักลงทุนต่างชาติในช่วงตลาดปิดรับความเสี่ยง เรามองว่า **มีโอกาสที่เงินบาทจะอ่อนค่าไปทดสอบโซน 38.00-38.50 บาทต่อดอลลาร์ ณ สิ้นปี** (โซนดังกล่าว เป็นจุดอ่อนค่าสุดที่เราได้ประเมินไว้ เมื่อวันที่ 27 กันยายน 2022 จากการพิจารณา Valuation ของเงินบาทด้วย REER) อย่างไรก็ตาม ในไตรมาสแรกของปีหน้า เรามองว่า เงินบาทก็สามารถกลับมาแข็งค่าขึ้นได้เร็วและแรง ตามจังหวะการอ่อนค่าลงของเงินดอลลาร์ ที่อาจมาพร้อมกับการปรับตัวขึ้นของราคาทองคำในช่วงตลาดเผชิญภาวะเศรษฐกิจถดถอย ทำให้เงินบาทมีโอกาสแกว่งตัว **แถว 33.00-33.50 บาทต่อดอลลาร์ ณ สิ้นไตรมาสแรกของปีหน้าได้**

แม้เราจะคงมุมมองว่า สถานการณ์สงครามอาจไม่ได้บานปลายและลุกลามจนกลายเป็นสงครามใหญ่ในภูมิภาคตะวันออกกลาง กว่า ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์เป็นปัจจัยที่ยากต่อการคาดเดา และมุมมองของเราที่อาจผิดไปได้ (ดังจะเห็นได้จากการวิเคราะห์สงครามรัสเซีย-ยูเครนของเราในปีก่อน) ทำให้เรามองว่า ตลาดการเงินยังคงมีแนวโน้มผันผวนสูง จนกว่าตลาดจะคลายกังวลความเสี่ยงสงคราม

และจากมุมมองของเราที่คงมองว่า **เงินบาทยังมีแนวโน้มทยอยแข็งค่าขึ้นได้ ทำให้เราคงแนะนำให้ ผู้เล่นในตลาดทยอย "SELL on RALLY" เงินดอลลาร์ ในจังหวะที่เงินบาทอ่อนค่าลง** โดยจับตาโซน แนวต้านระยะสั้นแถว 36.60 บาทต่อดอลลาร์ (แนวต้านถัดไปแถว 37.00 บาทต่อดอลลาร์) ขณะที่ฝั่งผู้นำเข้า หากมีความจำเป็นต้องซื้อเงินดอลลาร์ ก็อาจรอจังหวะ Buy on Dip ซึ่งมีโอกาสที่เงินบาทจะพอแข็งค่าขึ้นได้ หากราคาทองคำมีจังหวะปรับตัวขึ้นต่อ หรือ รายงานข้อมูลเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งสัญญาณชะลอตัวลงชัดเจนมากขึ้น

**สำหรับการลงทุนในตราสารหนี้ ยังคงเป็นสิ่งที่เราแนะนำ โดยเฉพาะ บอนด์ระยะยาว** เนื่องจากเราประเมินว่า การปรับตัวขึ้นของบอนด์ยีลด์ระยะยาวในช่วงที่ผ่านมา จนถึงระดับล่าสุด ได้ทำให้ Risk-Reward ของการถือบอนด์ระยะยาวมีความน่าสนใจและคุ้มค่า ทำให้ เราคงคำแนะนำ ทยอย Buy on Dip บอนด์ระยะยาว ในจังหวะบอนด์ยีลด์ปรับตัวสูงขึ้น ทั้งบอนด์ฝั่งสหรัฐฯ และไทย

สุดท้ายนี้ เราคาดหวังว่า เราจะคาดการณ์ผิดในทุก Scenario ที่สงครามทวีความรุนแรงมากขึ้น เพื่อลดความสูญเสียที่จะเกิดขึ้นเพิ่มเติม และเราคาดหวังว่า สันติภาพและเสรีภาพ จะเป็นสิ่งที่สามารถเกิดขึ้นได้จริง อย่างยั่งยืนในอนาคต

*"Imagine there's no countries*

*It isn't hard to do*

*Nothing to kill or die for*

*And no religion, too*

*Imagine all the people*

*Livin' life in peace"*

Imagine by John Lennon

## แหล่งข้อมูลที่น่าสนใจ ซึ่งเราขอแนะนำกับผู้อ่าน

1. หนังสือ “**โลहितอิสราเอล**” และ “**ประวัติย่อ ก่อการร้าย**” โดยคุณพงศ์ศรณี ภูมิวัฒน์ (The Wild Chronicles)
2. The Standard Podcast: 8 Minute History ในส่วนเนื้อหาเกี่ยวกับสงครามครูเสด สงครามโลก และความขัดแย้งอิสราเอล-ตะวันออกกลาง
3. บทความ “**จากทัศนคติต่อไปของอิสราเอล-ปาเลสไตน์ ความขัดแย้งที่สันเสทือระเบียบโลกใหม่**” บนเว็บไซต์ the101.world ที่เป็นการสัมภาษณ์ ดร. ศราวุฒิ อารีย์ โดยคุณพิมพ์ชนก พุกสุข
4. บทความโดย คุณ John Authers บน Bloomberg Opinions เกี่ยวกับสงครามอิสราเอล-ฮามาส อาทิ “**Is the Market Calm on the Mideast Right, or Dangerous?**”, “**Gaza Won’t Hamper Markets- Unless Israel Strikes Iran**”
5. บทความโดย คุณ Javier Blas บน Bloomberg Opinions เกี่ยวกับสงครามอิสราเอล-ฮามาส “**For Oil, It’s not 1973 Again – But It Could Still Turn Ugly**”
6. การวิเคราะห์และติดตามสถานการณ์สงครามอิสราเอล-ฮามาส (รวมถึง ความขัดแย้งอื่นๆ รอบโลก) โดย WarMapper.Org, Institute for the Study of War และ กระทรวงกลาโหมอังกฤษ (UK Defence)
7. บทวิเคราะห์ผลกระทบต่อตลาดพลังงาน โดย S&P Global Commodity Insights

## IMPORTANT NOTICE :

These contents have been prepared by Krung Thai Bank (KTB) exclusively for the benefit and internal use of prospective clients in order to indicate, on a preliminary basis, the feasibility of possible transactions. Terms contained in this presentation are intended for discussion purposes only and are subject to a definitive agreement. All information contained in this presentation belongs to KTB and may not be copied, distributed or otherwise disseminated in whole or in part without the written consent of KTB

These contents have been prepared on the basis of information that is believed to be correct at the time the presentation was prepared, but that may not have been independently verified. KTB make no express or implied warranty as to the accuracy or completeness of any such information.

KTB are not acting as an advisor or agent to any person to whom these contents are directed. Such persons must make their own independent assessment of the contents, should not treat such content as advice relating to legal, accounting, taxation or investment matters and should consult their own advisers.

KTB or its affiliates may act as a principal or agent in any transaction contemplated by this presentation, or any other transaction connected with any such transaction, and may as a result earn brokerage, commission or other income. Nothing in these contents are intended to be, or should be construed as an offer to buy or sell, or invitation to subscribe for, any securities.

Neither KTB nor any of its directors, employees or representatives are to have any liability (including liability to any person by reason of negligence or negligent misstatement) from any statement, opinion, information or matter (express or implied) arising out of, contained in or derived from or any omission from these contents, except liability under statute that cannot be excluded

© 2019 Krung Thai bank. All right reserved.

## IMPORTANT NOTE FOR INVESTMENT PRODUCTS :

These contents provide an option of investment which is not an offer for sale of any product. If you wish to invest in any product, please contact bank officer for receiving the offer and explanation including information relating to investment risk and relevant fees. Past performance of any funds do not guarantee the future performance. Any amount in this presentation is estimate financial information and the future performance may not be in line with them.

The bank may be subject to conflict of interest relating to sale of investment product as a result from fee or any benefits arising from the sale receiving by the bank or its affiliate who is responsible for fund management, therefore, you should carefully use these contents for your decision of investment.

An investment is not a deposit of the commercial bank and there is no any protection from the Deposit Protection Agency and subject to certain risk. The investor may receive return that is less than amounts you invested at the first date.

Investors should understand product feature, conditions, return and risk before making their investment decision.

© 2019 Krung Thai bank. All right reserved.