

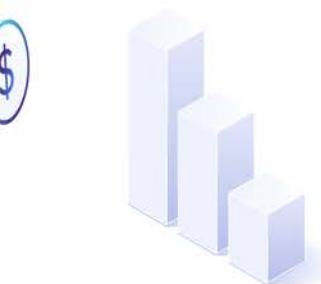
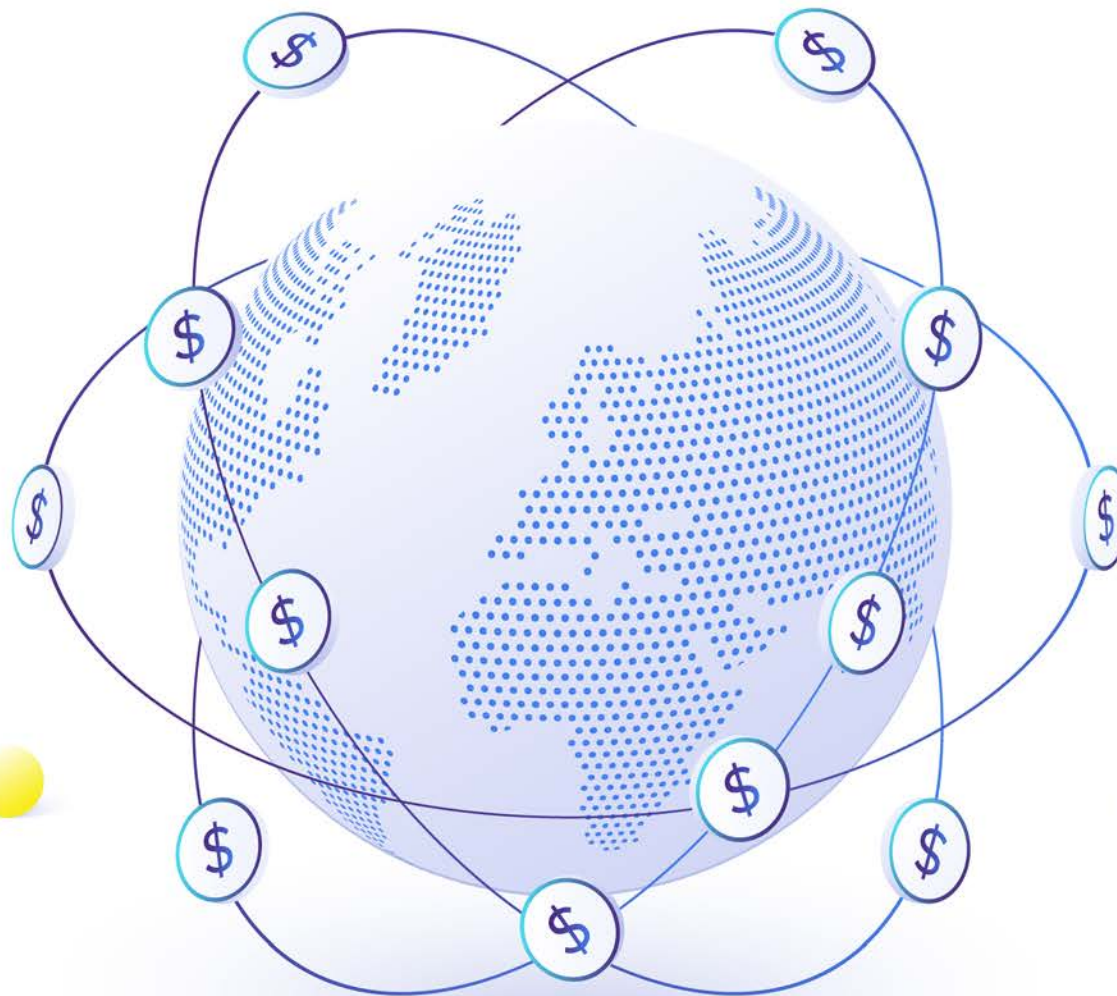
วันที่ 17 เมษายน 2567

# MACR



MAKING *SENSE*

Innovest<sup>x</sup> Research



# สรุปประเด็นวิเคราะห์สงครามอิสราเอล-อิหร่าน ยอดค่าปลีกสหรัฐเพิ่มขึ้นเกินคาด IMF ปรับเป้าเศรษฐกิจโลก

- วิเคราะห์สถานการณ์ความรุนแรงระหว่างอิสราเอล-อิหร่าน
- เราวิเคราะห์ว่า

(1) ในช่วง 1 เดือน ข้างหน้า อาจเห็นการโจมตีตอบโต้ของอิสราเอลในท่าเลที่มั่นหรือสถานทูตของอิหร่านนอกประเทศเพิ่มเติม แต่ไม่น่าจะเป็นการโจมตีในอาณาเขตของประเทศอิหร่านโดยตรง

(2) ในช่วงนับจาก 1 เดือน จนกระทั่งก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐ ความรุนแรงด้านภูมิรัฐศาสตร์จะเพิ่มขึ้น โดยที่การโจมตีของอิหร่านต่ออิสราเอลจะหนักหน่วงขึ้น โดยจุดมุ่งหมายสำคัญ คือ ทำให้เกิดความปั่นป่วนในตลาดการเงิน ซึ่งจะกระทบทำให้สหรัฐเพิ่มแรงกดดันต่ออิสราเอลในการยุติความรุนแรงกับกลุ่มฮามาส

อย่างไรก็ตาม ความเป็นไปได้ที่จะเกิดสงครามโดยตรงระหว่างอิสราเอลกับอิหร่านยังคงน้อย เพราะหากความรุนแรงจนกระทั่งทำให้คะแนนนิยมของประธานาธิบดีไบเดนเสียไปแล้ว จะทำให้โอกาสที่ทรัมป์จะกลับมาเป็นประธานาธิบดี และทำนโยบายรุนแรงกับอิหร่านเพิ่มขึ้น ในส่วนผลต่อเศรษฐกิจ เราวิเคราะห์ว่า หากสถานการณ์รุนแรงขึ้น จะทำให้เกิดภาวะ Stagflation โดยเศรษฐกิจชะลอลง เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ธนาคารกลางไม่ลดดอกเบี้ยหรือจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยแม้ว่าเศรษฐกิจจะมีปัญหาก็ตาม

- ยอดค่าปลีกสหรัฐเพิ่มขึ้นเกินคาด

- ยอดค่าปลีกของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ในเดือน มิ.ค. ขณะที่ตัวเลขในเดือนก่อนได้ถูกปรับให้สูงขึ้น (Revise up) โดยยอดค่าปลีกที่ไม่ได้ปรับตามอัตราเงินเฟ้อ เพิ่มขึ้น 0.7% ต่อเดือน และ 4.0% ต่อปี สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.3% ต่อเดือน และสูงกว่าเดือนก่อนที่ 2.1% ต่อปี

- เรามองว่า การใช้จ่ายผู้บริโภครายที่ยังขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง อาจทำให้เศรษฐกิจสหรัฐขยายตัวดีกว่าคาด อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นจากความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ จะทำให้ค่าครองชีพของชาวสหรัฐเริ่มแพงขึ้น กดดันการบริโภคในระยะต่อไป

- IMF ปรับเป้าเศรษฐกิจโลก แต่เตือนถึงความเสี่ยง

- กองทุนการเงินระหว่างประเทศปรับเพิ่มประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในปี นี้ จากความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจสหรัฐและตลาดเกิดใหม่บางแห่ง ขณะเดียวกันเตือนว่าแนวโน้มยังคงระมัดระวังท่ามกลางภาวะเงินเฟ้อที่ยังคงมีอยู่และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์

- เราวิเคราะห์ว่า แม้เศรษฐกิจสหรัฐที่ขยายตัวค่อนข้างแข็งแกร่งจะผลักดันเศรษฐกิจโลกขึ้นในระยะสั้น แต่ก็ยังคงเผชิญความเสี่ยง 4 ประการ กล่าวคือ

(1) สถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์ที่รุนแรงขึ้นโดยเฉพาะในตะวันออกกลาง ซึ่งอาจนำมาซึ่งภาวะเงินเฟ้อสูง-เศรษฐกิจชะลอตัวหรือ Stagflation

(2) นโยบายการเงินสหรัฐที่ตึงตัว จะทำให้อุณหภูมิขนาดเล็ก-ภาคประชาชนประสบปัญหาต้นทุนการเงินที่สูงขึ้น กระทบการบริโภค-การล้มละลายของธุรกิจขนาดเล็ก รวมถึงปัญหา Commercial Real Estate

(3) ปัญหา Inverted Yield Curve ที่กระทบต่อการทำธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะ Regional Bank

(4) การขาดดุลการคลังของสหรัฐที่มากขึ้น ท่ามกลางดอกเบี้ยที่ยังอยู่ในระดับสูง กดดันทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐเพิ่มขึ้น และจะกดดันต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจในระยะต่อไป

# วิเคราะห์สถานการณ์ความรุนแรงระหว่างอิสราเอล-อิหร่าน

## ไทม์ไลน์เหตุการณ์ความรุนแรงระหว่างอิสราเอล-อิหร่าน

วันที่	เหตุการณ์
7 ต.ค.	กลุ่มฮามาสที่ได้รับการสนับสนุนโดยอิหร่านโจมตีอิสราเอล สังหารชาวอิสราเอลไป 1,200 ราย จับกุมเชลยได้ 240 ราย
8 ต.ค.	กลุ่มฮิซบอลเลาะห์ที่ได้รับการสนับสนุนโดยอิหร่านโจมตีอิสราเอล
19 ต.ค.	กลุ่มฮูตีที่ได้รับการสนับสนุนโดยอิหร่านยิงขีปนาวุธใส่อิสราเอล
27 ต.ค.	อิสราเอลบุกฉนวนกาซาที่ปกครองโดยฮามาส
19 พ.ย.	กลุ่มฮูตีโจมตีเรือขนส่งในทะเลแดง
24 พ.ย.	มีการหยุดยิง 6 วันระหว่างอิสราเอลและฮามาส
1 เม.ย.	เมืองไอแลต ประเทศอิสราเอล ถูกโจมตีทางอากาศ
1 เม.ย.	อิสราเอลโจมตีสถานทูตอิหร่านในเมืองดามัสกัส ซีเรีย ซึ่งเป็นที่พำนักของผู้นำกองทัพอิหร่าน
13 เม.ย.	อิหร่านโจมตีอิสราเอล

Source: CNBC, INVX Research

- เมื่อวันที่เสาร์ที่ผ่านมา อิหร่านได้ปล่อยโดรนและยิงขีปนาวุธประมาณ 300 ลูกใส่อิสราเอลเพื่อตอบโต้เหตุวางระเบิดสถานกงสุลอิหร่านในซีเรียของอิสราเอลเมื่อวันที่ 1 เมษายน ขีปนาวุธของอิหร่านประมาณ 99% ถูกทำลายโดยระบบป้องกันไอรอนโดมของอิสราเอล การยิงตอบโต้ของสหรัฐฯ และความช่วยเหลือจากอังกฤษ เยอรมนี และจอร์แดนและซาอุดีอาระเบีย ทำให้อิสราเอลได้รับความเสียหายเพียงเล็กน้อยและไม่มีผู้เสียชีวิต
- ลักษณะการโจมตีแบบค่อนข้างซ้ำ ทำให้อิสราเอลและพันธมิตรมีเวลาเตรียมตัว ทำให้นักวิเคราะห์บางคนมองว่าเป็นเชิงสัญลักษณ์มากกว่าหวังผลด้านความเสียหาย อย่างไรก็ตาม การยิงครั้งนี้ช่วยให้อิหร่านสามารถวัดความสามารถด้านการทหารของอิสราเอล รวมถึงทราบว่าใครจะมาช่วยเหลือรัฐอิสราเอล และเรียนรู้ว่ามหาอำนาจและกลุ่มอื่นๆ ในภูมิภาคจะตอบสนองต่อการโจมตีของอิหร่านอย่างไร
- อิหร่านกล่าวว่าการโจมตีอิสราเอลเป็นการตอบโต้การโจมตีของอิสราเอลที่สถานทูตอิหร่านในเมืองดามัสกัส ประเทศซีเรีย เมื่อต้นเดือนนี้ ซึ่งทำให้เจ้าหน้าที่ทหารอิหร่านเสียชีวิต 7 นาย รวมถึงผู้บัญชาการอาวุโสด้วย
- ทั้งจอร์แดนและซาอุดีอาระเบียต่างก็เข้ามาป้องกันอิสราเอล ตามรายงานข่าวกรองทางทหารของอิสราเอล สถาบันกษัตริย์ทั้งสองประเทศมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับสหรัฐฯ ขณะที่จอร์แดนมีพรมแดนร่วมกับอิสราเอล ขณะที่ซาอุดีอาระเบียยังนับถือศาสนาอิสลามต่างนิกาย โดยอิหร่านนับถือนิกายชีอะห์ ขณะที่ซาอุดีอาระเบีย นับถือนิกายซุนนี
- อย่างไรก็ตาม นักวิเคราะห์มองว่า ซาอุดีอาระเบียไม่น่าจะแสดงออกในการปกป้องอิสราเอลอย่างเปิดเผย โดยรองผู้อำนวยการโครงการตะวันออกกลางที่สภาแอตแลนติก กล่าวว่า หากการโจมตีในสัปดาห์ที่ผ่านมาลุกลามไปสู่ความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลและอิหร่านในวงกว้าง ผู้ที่ถูกมองว่าเป็นผู้ปกป้องอิสราเอลอาจกลายเป็นเป้าหมายและถูกลากเข้าสู่สมรภูมิในระดับภูมิภาค

# วิเคราะห์สถานการณ์ความรุนแรงระหว่างอิสราเอล-อิหร่าน

- ประธานาธิบดีโจ ไบเดนของสหรัฐฯ ต้องการให้นายกฯ เบนจามีน เนทันยาฮูประกาศ “ชัยชนะ” และไม่ตอบโต้ แต่อิสราเอลอาจใช้การโจมตีดังกล่าวเป็นเหตุผลการทิ้งระเบิดโครงการนิวเคลียร์ของอิหร่านหรือกองกำลังนอกประเทศของอิหร่าน
- คณะรัฐมนตรีของเนทันยาฮูมีความเห็นแตกเป็นสองส่วน กลุ่มหัวรุนแรงเรียกร้องให้มีการตอบโต้อย่างรุนแรง โดยรัฐมนตรีกระทรวงความมั่นคงแห่งชาติ อิตามาร์ เบน กวีร์ (Itamar Ben Gvir) กล่าวว่าอิสราเอลควร “ตอบโต้อย่างรุนแรง” ขณะที่ เบนนี แคนต์ซ (Benny Gant) คู่แข่งของเนทันยาฮูกล่าวว่าอิสราเอลจะ “ตอบโต้อิหร่านอย่างเหมาะสมด้วยวิธีและเวลาที่เหมาะสมกับเรา” ขณะที่รัฐมนตรีกลาโหม ยูอาฟ กัลลันต์ (Yoav Gallant) กล่าวว่าอิสราเอลมีโอกาที่จะสร้างพันธมิตรทางยุทธศาสตร์กับประเทศต่างๆ รวมถึงสหรัฐอเมริกาและเยอรมนี
- ตามรายงานของสื่ออิสราเอล คณะรัฐมนตรีรักษาความปลอดภัยได้อนุญาตให้คณะรัฐมนตรีสงคราม ซึ่งมีสมาชิกที่ลงคะแนนเสียงคือ แคนต์ซ, เนทันยาฮู และ กัลลันต์ ในการตัดสินใจในท้ายที่สุด ขณะที่แคนต์ซประกาศว่าอิสราเอลจะต้องเสริมสร้าง “พันธมิตรทางยุทธศาสตร์และความร่วมมือระดับภูมิภาค” ที่ช่วยให้อิสราเอลเอาชนะการโจมตีของอิหร่านได้ อิหร่านเตือนว่าการโจมตีโดยพันธมิตรฝ่ายต่อต้านอิสราเอลจะไม่หยุดจนกว่าสงครามในฉนวนกาซาจะสิ้นสุดลง ซึ่งยังไม่เกิดขึ้นในขณะนี้ โดยเมื่อวันอาทิตย์ที่ผ่านมา กลุ่มฮามาสปฏิเสธข้อเสนอล่าสุดสำหรับข้อตกลงยุติสงครามโดยผู้ไกล่เกลี่ยกาตาร์ อียิปต์ และสหรัฐอเมริกา
- นักวิเคราะห์ของ Eurasia Group กล่าวว่า ปัจจุบันอิสราเอลกำลังซังน้ำหนักรางเลือกต่างๆ การโจมตีอิหร่านโดยตรงนั้นเป็นไปได้ แต่ปรากฏว่าคณะรัฐมนตรีสงครามเห็นขัดแย้งกันเกี่ยวกับวิธีการตอบโต้ โดยหากอิสราเอลเลือกที่จะทิ้งระเบิดอิหร่านทันทีเพื่อตอบโต้การโจมตีเมื่อวันเสาร์ที่ผ่านมา น่าจะเพิ่มการเผชิญหน้าและบีบให้อิหร่านโจมตีอีกครั้งอย่างรวดเร็วและไม่มีการเตือนเช่นครั้งก่อน ขณะที่ Ian Bremmer ประธาน Eurasia Group กล่าวว่า การโจมตีของอิหร่านจะเบี่ยงเบนความสนใจไปจากสงครามในฉนวนกาซา และแม้จะไม่ได้หมายความว่าอิสราเอลกลับมาจะมีพันธมิตรมากขึ้น แต่ก็ทำให้ประชาคมโลกสนใจอิสราเอลมากขึ้น และยังคงลดแรงกดดันทางการเมืองของเนทันยาฮูให้น้อยลงบ้าง
- ด้านสหรัฐฯ ชี้แจงชัดเจนว่าไม่ต้องการยกระดับความรุนแรงอีกต่อไป โดยไบเดนยังบอกกับเนทันยาฮูด้วยว่าสหรัฐฯ จะไม่เข้าร่วมในปฏิบัติการทางทหารใดๆ ต่ออิหร่าน ด้านกลุ่ม G7 ออกแถลงการณ์ยืนยันการสนับสนุนอิสราเอลและประณามอิหร่าน โดยกล่าวว่า “จะต้องหลีกเลี่ยงความรุนแรงในภูมิภาคที่ไม่สามารถควบคุมได้” พวกเขาเรียกร้องให้อิหร่านและพันธมิตรกลุ่มต่าง ๆ หยุดการโจมตี โดย G7 พร้อมจะใช้มาตรการเพิ่มเติมเพื่อตอบโต้ความรุนแรง ขณะที่อิหร่านกล่าวว่า “สมการใหม่” ในความสัมพันธ์กับอิสราเอลได้ถูกเกิดขึ้นแล้ว และพร้อมที่จะโจมตีที่รุนแรงกว่านี้อีกมาก หากเนทันยาฮูตอบโต้การโจมตีเมื่อวันเสาร์
- แม้ว่าเบรมเมอร์จะไม่เห็นสิ่งนี้นำไปสู่สงครามโลกครั้งที่ 3 แต่เขากล่าวว่า “ศักยภาพที่สงครามนี้จะขยายออกไปและท้ายที่สุดจะส่งผลกระทบต่อสหรัฐฯ และอิหร่านมากขึ้นเช่นกัน
- ด้านสำนักข่าว CNBC รายงานว่า อิสราเอลให้คำมั่นที่จะตอบแทนอิหร่านอย่างเหมาะสม (“exact a price”) เพื่อตอบโต้การโจมตีทางอากาศครั้งใหญ่ในสุดสัปดาห์ที่ผ่านมา ในขณะที่นักวิเคราะห์บางคนวิเคราะห์ว่าอิสราเอลจะตอบโต้ แต่ระยะเวลาและขอบเขตของการตอบโต้ นั้นยังไม่ชัดเจน
- นักวิเคราะห์จาก Rane Network สำนักวิจัยด้านความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์คาดว่า พวกเขากำลังพิจารณาอย่างจริงจังว่าจะโจมตีอิหร่านโดยตรง เพราะนั่นเป็นหนทางที่ชัดเจนที่สุดในการกลับไปสู่การป้องกันการโจมตีอีกครั้ง แต่อิสราเอลจะต้องสร้างสมดุลที่ละเอียดอ่อน เขากล่าวโดยเน้นว่าอิสราเอลไม่ต้องการให้เกิดความขัดแย้งอย่างเปิดเผยกับอิหร่าน
- กลยุทธ์ที่มีความเสี่ยงน้อยกว่าคือ “การยกระดับความรุนแรงอย่างลับๆ (covert escalation)” ซึ่งอิสราเอลจะ “มองหาวิธีที่พวกเขาสามารถนำสงครามเงา (Shadow war) กลับเข้าไปในเงามืดด้วยความรุนแรงที่มากขึ้น”

# เรามองว่า ปัจจุบันสถานการณ์เป็นสงครามเงา และกำลังเข้าสู่สงครามตัวแทน

- อิหร่านกล่าวว่า การโจมตีอิสราเอลเป็นการตอบโต้การโจมตีของอิสราเอลที่บริเวณสถานทูตของตนในเมืองดามัสกัส ประเทศซีเรียเมื่อต้นเดือน “เป็นการใช้สิทธิโดยธรรมชาติของอิหร่านในการป้องกันตนเองตามที่ระบุไว้ในมาตรา 51 ของกฎบัตรสหประชาชาติ และเพื่อตอบสนองต่อการรุกรานทางทหารของอิสราเอลที่เกิดขึ้นซ้ำๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการโจมตีด้วยอาวุธเมื่อวันที่ 1 เม.ย. ต่อสถานทูตของอิหร่าน” อามิร์ ซาอิด อิราวานี เอกอัครราชทูตสหประชาชาติของอิหร่านกล่าว
- อิสราเอลและอิหร่านขัดแย้งกันมานานหลายทศวรรษ โดยอิหร่านให้ทุนสนับสนุนกับกลุ่มสนับสนุนที่ต่อต้านอิสราเอล รวมถึงกลุ่มติดอาวุธฮามาสชาวปาเลสไตน์ ความขัดแย้งที่กำลังดำเนินอยู่ในฉนวนกาซามีถูกเรียกว่าเป็นสงครามตัวแทนระหว่างอิสราเอลและอิหร่าน นอกจากนี้ อิหร่านยังสนับสนุนกลุ่มฮิซบอลเลาะห์ของเลบานอน กบฏฮูตีในเยเมน และระบอบการปกครองซีเรียภายใต้ประธานาธิบดีบาชาร์ อัล-อัสซาด
- เดวิด โรซ ประธานและนักยุทธศาสตร์ระดับโลกของ Independent Strategy กล่าวว่า ในทางยุทธศาสตร์ คาดว่าอิสราเอลจะตอบโต้ภายในหนึ่งสัปดาห์ แต่มองว่ากองกำลังอิสราเอลจะไม่โจมตีโรงงานผลิตน้ำมันของอิหร่าน เพราะจะทำให้พันธมิตรอิสราเอลโดยเฉพาะสหรัฐไม่พอใจ
- โรซกล่าวว่า การตอบสนองในทันทีของอิสราเอลอาจรุนแรงในระดับปานกลาง แต่ก็ไม่ใช่ปฏิเสธว่า “การตอบโต้ที่รุนแรง” จะเป็นไปได้ในอีกประมาณหนึ่งปีหรือมากกว่านั้นนับจากนี้ โดยหากมีการตอบโต้ที่รุนแรงที่สุด ต่อกำลังการผลิตทางนิวเคลียร์ของอิหร่าน จะทำให้ตลาดการเงินโลกปั่นป่วนและอาจนำไปสู่วิกฤตการเงินได้
- ไม่ว่าในกรณีใด สิ่งที่สำคัญที่สุดคือการลดความรุนแรง (de-escalation) แต่จะเป็นการลดความรุนแรงลงจากระดับที่สูงขึ้น ซึ่งยังคงอยู่ต่อไป โดยโรซมองว่าเนื่องจากภัยคุกคามทางนิวเคลียร์จากอิหร่าน จะขยับสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดดภายในอีก 18 เดือนข้างหน้า

- ผู้เชี่ยวชาญด้านภูมิรัฐศาสตร์มองว่าไม่ว่าอิสราเอลจะตอบสนองอย่างไร อิหร่านจะ “พยายามขยายเศรษฐกิจโลกให้มากขึ้น” เพื่อให้สหรัฐสร้างแรงกดดันทางการทูตต่ออิสราเอลให้ลดระดับความรุนแรงลง โดยในวันเสาร์ ก่อนที่โดนและซีปนาจะโจมตีอิสราเอล อิหร่านได้ยึดเรือคอนเทนเนอร์ที่เกี่ยวข้องกับอิสราเอลในช่องแคบฮอร์มุซ ซึ่งเป็นเส้นทางขนส่งน้ำมันที่สำคัญ ซึ่งการคุกคามและพฤติกรรมในรูปแบบดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะดำเนินต่อไปและรุนแรงยิ่งขึ้น รวมถึงทำให้อิสราเอลตอบโต้ได้ยากมากขึ้น ขณะที่อิหร่านชี้ว่าการโจมตีอิสราเอลสิ้นสุดลงแล้วในตอนนี้ “เรื่องนี้ถือได้ว่าเป็นข้อสรุป” การกิจของอิหร่านในสหประชาชาติกล่าวบนแพลตฟอร์มโซเชียลมีเดีย X อย่างไรก็ตาม อิหร่านยังเตือนว่า “หากรัฐบาลอิสราเอลทำผิดพลาดอีกครั้ง การตอบสนองของอิหร่านจะรุนแรงกว่านี้มาก” พร้อมเสริมว่าสหรัฐควร “อยู่ห่างจาก” จากความขัดแย้งระหว่างอิสราเอลและอิหร่าน
- เราวิเคราะห์ว่า การโจมตีครั้งนี้ยังมีข้อดี กล่าวคือ ลดแรงกดดันทางการเมืองทั้งในอิหร่าน (จากการเรียกร้องให้โจมตีอิสราเอล ตอบโต้ที่อิสราเอลโจมตีสถานทูต) และในอิสราเอล (เป็นการเบี่ยงเบนความสนใจชาวโลกจากการโจมตีฉนวนกาซา และลดแรงกดดันระยะสั้นต่อเนทันยาฮูต่อประเด็นเชลยศึกที่ยังถูกกลุ่มฮามาสจับตัว) แต่ก็ทำให้สถานการณ์อยู่ในช่วง “สงครามเงา” และกำลังเข้าสู่ “สงครามตัวแทน” ทั้งนี้ เรามองว่า

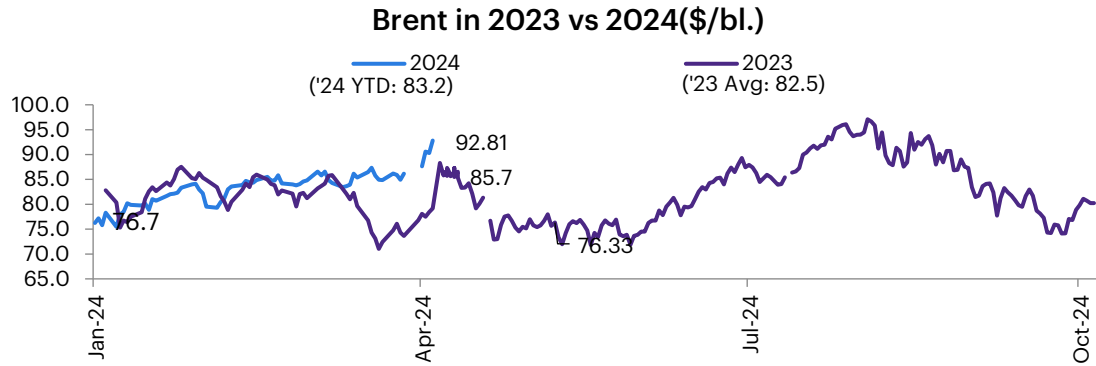
(1) ในช่วง 1 เดือน ข้างหน้า อาจเห็นการโจมตีตอบโต้ของอิสราเอลในท่าเลที่มั่นหรือสถานทูตของอิหร่านนอกประเทศเพิ่มเติม โดยจุดหมายหลักได้แก่การสังหารผู้บัญชาการทางการทหารระดับสูงของอิหร่านในลักษณะเดียวกับการโจมตีสถานทูตอิหร่านในเมืองดามัสกัส แต่ไม่น่าจะเป็นการโจมตีในอาณาเขตของประเทศอิหร่านโดยตรง

(2) ในช่วงนับจาก 1 เดือน จนกระทั่งก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐ ความรุนแรงด้านภูมิรัฐศาสตร์จะเพิ่มขึ้น ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น อาจเข้าสู่สถานการณ์สงครามตัวแทนเต็มรูปแบบ โดยอาจมีการสู้รบระหว่างกองกำลังของอิสราเอลกับกลุ่มฮิซบอลเลาะห์ของเลบานอน กบฏฮูตีในเยเมน และ/หรือการโจมตีทางอากาศในซีเรีย ขณะที่การโจมตีของอิหร่านต่ออิสราเอลจะหนักหน่วงขึ้น โดยจุดมุ่งหมายสำคัญ คือ ทำให้เกิดความปั่นป่วนในตลาดการเงิน ซึ่งจะกระทบทำให้สหรัฐเพิ่มแรงกดดันต่ออิสราเอลในการยุติความรุนแรงกับกลุ่มฮามาส

อย่างไรก็ตาม ความเป็นไปได้ที่จะเกิดสงครามโดยตรงระหว่างอิสราเอลกับอิหร่านยังคงน้อย เพราะหากรุนแรงจนกระทั่งทำให้คะแนนนิยมของประธานาธิบดีไบเดนเสียไปแล้ว จะทำให้โอกาสที่ทรัมป์จะกลับมาเป็นประธานาธิบดี และทำนโยบายรุนแรงกับอิหร่านเพิ่มขึ้น

# หากสถานการณ์เข้าสู่สงครามตัวแทนหรือสงครามจริง จะเกิดภาวะ Stagflation

การคาดการณ์พัฒนาการความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล-อิหร่านในสถานการณ์ต่าง ๆ (Scenario analysis)



Source: CEIC

การคาดการณ์เศรษฐกิจ เงินเฟ้อ และดอกเบี้ยสหรัฐและไทยในกรณีฐาน กรณีสงครามเงา สงครามตัวแทน และสงครามจริง

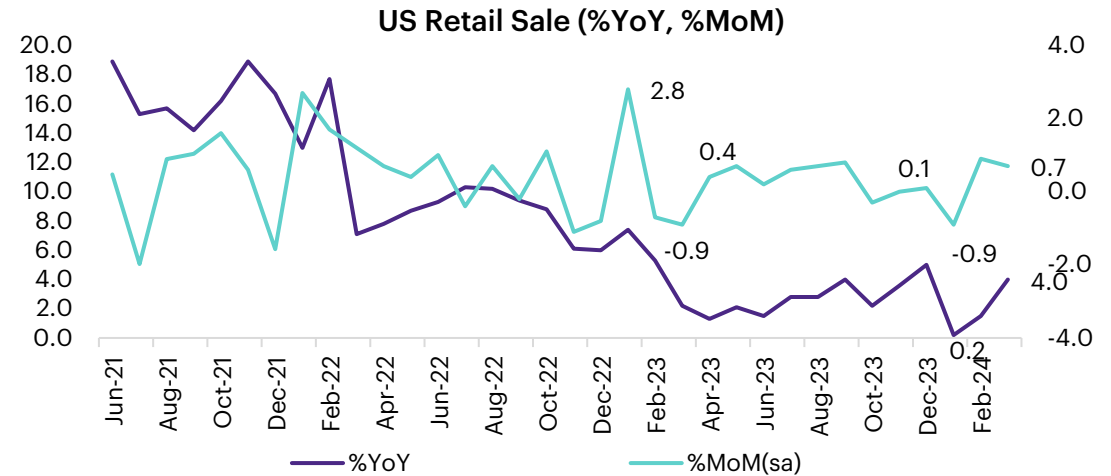
	2023	2024 Base (Forecast @ Mar24)	2024 Shadow War	2024 Proxy War	2024 Full- Blown War
Probability	100%	40%	30%	20%	10%
Brent base case (\$/bl.)	82	80	90	120	150
US GDP (%)	2.5	0.5	0.0	-0.5	-1.0
US Inflation (%)	4.4	3.0	3.5	4.0	8.0
US Fed Funds Rate (%)	5.38	4.38	4.88	5.38	7.13
Thai GDP (%)	1.9	2.7	2.5	2.3	2.0
Thai Inflation (%)	1.26	0.8	1.1	2.8	4.4
BOT RP (%)	2.50	2.00	2.50	2.50	3.00

Source: INVX

- เราแบ่งสถานการณ์ความรุนแรงระหว่างอิสราเอล-อิหร่าน ออกเป็น 4 สถานการณ์ โดยสถานการณ์ปัจจุบัน อยู่ระหว่างสถานการณ์กลาง (Base scenario) และ สถานการณ์สงครามเงา (Shadow war)
  - ในสถานการณ์หลัก (Base scenario) สงครามจะยังจำกัดอยู่อิสราเอล และจะยุติลงในไม่ช้า หลังจากการเจรจาหยุดยิงระหว่างอิสราเอล-ฮามาสได้ข้อสรุป ซึ่งจะทำให้น้ำมันเฉลี่ยทั้งปีอยู่ที่ 80 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล (ปัจจุบันอยู่ที่ 83.9) และประมาณการเศรษฐกิจจะเป็นไปตามที่คาด ณ เดือนมี.ค. (ความน่าจะเป็นประมาณ 40%)
  - สถานการณ์สงครามเงา (Shadow war) สงครามขยายตัวไปสู่การต่อสู้กับกลุ่มฮิซบอลเลาะห์ของเลบานอน กบฏซุนนีในเยเมน และซีเรีย ทำให้น้ำมันคงตัวในระดับ 90 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐ และเศรษฐกิจไทยขยายตัวชะลอลงเหลือ 0.0% และ 2.5% เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นประมาณ 0.5% ทำให้ Fed ลดดอกเบี้ย 2 ครั้ง ขณะที่สปท. ไม่ลดดอกเบี้ยทั้งปีนี้ (ความน่าจะเป็น 30%)
  - สถานการณ์สงครามตัวแทน (Proxy war) โดยสงครามขยายตัวไปสู่เลบานอน และซีเรีย รวมถึงเกิดการโจมตีทางอากาศในอิหร่านและอิสราเอล ทำให้สหรัฐกลับไปคว่ำบาตรอิหร่านอีกครั้ง ทำให้น้ำมันเฉลี่ยอยู่ที่ 120 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐ หดตัวที่ -0.5% และเศรษฐกิจไทยชะลอลง 2.3% และเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 4.0% และ 2.8% ตามลำดับ ทำให้ Fed และสปท. ไม่ลดดอกเบี้ยทั้งปีนี้ (ความน่าจะเป็น 20%)
  - สงครามจริงระหว่างอิสราเอลและอิหร่าน อาจทำให้อิหร่านปิดช่องแคบฮอร์มุซ ที่เป็นทางเข้าออกอ่าวเปอร์เซีย ซึ่งอาจทำให้น้ำมันดิบพุ่งไปสู่ระดับ 150 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล และอาจทำให้เศรษฐกิจสหรัฐ หดตัวที่ -1.0% และเศรษฐกิจไทยชะลอลงเหลือ 2.0% และเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 8.0% และ 2.0% ตามลำดับ ทำให้ Fed และ สปท. ขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งปีนี้ (ความน่าจะเป็น 20%)
- โดยสรุป เรามองว่า หากสถานการณ์รุนแรงขึ้น จะทำให้เกิดภาวะ Stagflation โดยเศรษฐกิจชะลอลง เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น ธนาคารกลางไม่ลดดอกเบี้ยหรือจำเป็นต้องขึ้นดอกเบี้ยแม้ว่าเศรษฐกิจจะมีปัญหาก็ตาม

# ยอดค้าปลีกสหรัฐเพิ่มขึ้นเกินคาด

- ยอดค้าปลีกของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ในเดือน มี.ค. ขณะที่ตัวเลขในเดือนก่อนได้ถูกปรับให้สูงขึ้น (Revise up) โดยยอดค้าปลีกที่ไม่ได้ปรับตามอัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น 0.7% ต่อเดือน และ 4.0% ต่อปี สูงกว่าตลาดคาดที่ 0.3% ต่อเดือน และสูงกว่าเดือนก่อนที่ 2.1% ต่อปี
- ยอดขายของกลุ่มควบคุมซึ่งใช้ในการคำนวณผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ เพิ่มขึ้น 1.1% ต่อเดือน และเร่งตัวขึ้นจาก 0.6% โดยมาตรการดังกล่าวไม่รวมการใช้จ่ายด้านบริการ อาหาร รถยนต์ วัสดุก่อสร้าง และปิโตรเลียม ซึ่งอาจเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับ GDP ไตรมาสแรก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากการปรับตัวเลขเดือน ก.พ. ให้สูงขึ้น
- ตัวเลขดังกล่าวบ่งชี้ให้เห็นถึงแรงส่งของการใช้จ่ายของผู้บริโภคในช่วงไตรมาสที่สอง ทรานไคที่ตลาดแรงงานยังคงแข็งแกร่งรองรับอุปสงค์ของครัวเรือน ก็มีความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อฝังรากเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ และทำให้การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ล่าช้าออกไปอีก
- ด้านนักเศรษฐศาสตร์ของ Capital Economics ระบุว่า จากการฟื้นตัวของการทำงาน และความยืดหยุ่นของการบริโภคอย่างต่อเนื่องทำให้เรามองว่า Fed จะเลื่อนการขึ้นดอกเบี้ยไปเป็นเดือน ก.ย. ขณะที่นักเศรษฐศาสตร์ของ Bloomberg Economics ระบุว่า แม้ผู้บริโภคจะได้รับผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยที่สูง แต่รายได้ที่เพิ่มขึ้นยังคงสนับสนุนการบริโภค โดยข้อมูลการค้าปลีกในเดือน มี.ค. บ่งชี้ว่าการบริโภคไตรมาส 1 ต่อเนื่องไตรมาส 2 จะแข็งแกร่งกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ บ่งชี้ว่าการบริโภคจะยังขยายตัวอย่างต่อเนื่องในครึ่งแรกของปี
- เมื่อพิจารณาในรายละเอียด พบว่า 8 ใน 13 หมวดหมู่ย่อยของยอดค้าปลีกปรับตัวเพิ่มขึ้น นำโดยอีคอมเมิร์ซ รายรับจากปิโตรเลียมเพิ่มขึ้นเนื่องจากราคาพุ่งสูงขึ้นในเดือนนี้ ในขณะที่ยอดขายรถยนต์ลดลง ทั้งนี้ ตัวเลขการค้าปลีกส่วนใหญ่สะท้อนถึงการซื้อสินค้า แต่ไม่รวมการบริการ รวมถึงยังไม่ได้ปรับอัตราเงินเฟ้อ



Source: Bloomberg

- ตัวเลขบ่งชี้ถึงการซื้อที่ร้านอาหารและบาร์ ซึ่งเป็นหมวดเดียวที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการเพิ่มขึ้น 0.4% รายรับจากร้านขายของชำเพิ่มขึ้นมากที่สุดนับตั้งแต่เดือน ส.ค.
- อย่างไรก็ตาม ข้อมูลอื่นๆ ชี้ให้เห็นว่าการใช้จ่ายของผู้บริโภคมีเสียงมากขึ้น โดยอัตราการผิดนัดชำระหนี้บัตรเครดิตของสหรัฐฯ สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาสที่สี่ ตามรายงานจาก Fed สาขาฟิลาเดลเฟีย
- เรามองว่า การใช้จ่ายผู้บริโภคที่ยังขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง อาจทำให้เศรษฐกิจสหรัฐขยายตัวดีกว่าคาด อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นจากความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ จะทำให้ค่าครองชีพของชาวสหรัฐเริ่มแพงขึ้น กดดันการบริโภคในระยะต่อไป

# IMF ปรับเป้าการเติบโตเศรษฐกิจโลก แต่เตือนถึงความเสี่ยง

- กองทุนการเงินระหว่างประเทศปรับเพิ่มประมาณการการเติบโตของเศรษฐกิจโลกในปีนี้ จากความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจสหรัฐและตลาดเกิดใหม่บางแห่ง ขณะเดียวกันเตือนว่าแนวโน้มยังคงระมัดระวังท่ามกลางภาวะเงินเฟ้อที่ยังคงมีอยู่และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์
- กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกจะขยายตัว 3.2% ในปีนี้ ตามรายงานใน World Economic Outlook เดือน เม.ย. เพิ่มขึ้น 0.1% จากประมาณการเมื่อเดือน ม.ค. ขณะที่คาดการณ์ปี 2024 ไม่เปลี่ยนแปลงที่ 3.2% การคาดการณ์ของสหรัฐ ในปี 2023 เพิ่มขึ้นเป็น 2.7%; จีนไม่เปลี่ยนแปลงที่ 4.6%
- แม้จะมีการปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจ แต่ IMF เตือนว่าต้นทุนการกู้ยืมที่สูง และนโยบายการเงินที่ตึงตัวกำลังส่งผลกระทบต่อการเติบโตในระยะสั้น ในขณะที่แนวโน้มระยะกลางยังคงอ่อนแอที่สุดในรอบหลายทศวรรษ เนื่องจากผลผลิตที่ต่ำและความตึงเครียดทางการค้าทั่วโลกยังคงทำกาย รวมถึงความเสี่ยงเงินเฟ้อที่ลดลงยาก และความไม่เท่าเทียมกันทั่วโลกที่เพิ่มมากขึ้น แนวโน้มดังกล่าวแสดงให้เห็นภาพของเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวดีในปีนี้จะชะลอตัวในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า
- IMF กล่าวว่า“เศรษฐกิจสหรัฐฯ พุ่งขึ้นเกินแนวโน้มก่อน Covid แล้ว แต่เราคาดการณ์ว่าประเทศกำลังพัฒนาที่มีรายได้ต่ำจะมีรอยแผลเป็นมากขึ้น ซึ่งหลายประเทศยังคงพยายามพลิกฟื้นเศรษฐกิจจากวิกฤต Covid และวิกฤตค่าครองชีพ” นอกจากนี้ เศรษฐกิจยังคงเผชิญความเสี่ยงด้านลบในอนาคต ทั้งจากสงครามในยูเครนหรือความรุนแรงในตะวันออกกลางที่อาจทำให้เกิดวิกฤตเงินเฟ้อและมีส่วนทำให้การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อตลาดและความเชื่อมั่น
- IMF ยังระบุความเสี่ยงจากปัญหาด้านอสังหาริมทรัพย์ของจีนและจากภาวะโลกาภิวัตน์ที่แย่งชิง ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับแรงกระตุ้นจากการแข่งขันเชิงกลยุทธ์ระหว่างสหรัฐฯ และจีน

## IMF ปรับเพิ่มประมาณการเศรษฐกิจโลกในปีนี้ จากสหรัฐเป็นหลัก

IMF WEO Apr 2024 Forecast compare to Jan 2024

	2023	2024F		2025F	
		Jan 24	Apr 24	Jan 24	Apr 24
Global GDP	3.2	3.1	3.2	3.2	3.1
US	3.1	2.1	2.7	1.7	1.9
Eurozone	0.1	0.9	0.8	1.7	1.5
Japan	1.3	0.9	0.9	0.8	1.0
China	5.4	4.6	4.6	4.1	4.1
India	6.8	6.5	6.8	6.5	6.5
Thailand	1.9	4.4	2.7	2.0	2.9

Source: IMF

- เมื่อวันอังคารที่ผ่านมา รัฐบาลจีนได้ประกาศตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ขยายตัวเกินคาดในไตรมาสแรก เนื่องจากภาคอุตสาหกรรมที่ขยายตัวดี อย่างไรก็ตาม ตัวเลขล่าสุดในเดือน มี.ค. ส่งสัญญาณชะลอตัวลง และอาจจำเป็นต้องได้รับการสนับสนุนเชิงนโยบายเพิ่มเติมเพื่อรักษาโมเมนตัมการขยายตัวดังกล่าว (ดูตารางหน้าถัดไป)
- อัตราเงินเฟ้อชะลอตัวตั้งแต่ปี 2022 ซึ่งเป็นอัตราที่รวดเร็วที่สุดในรอบหลายทศวรรษ เนื่องมาจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยแบบก้าวกระโดด แต่ยังไม่ชะลอเร็วพอที่จะบรรลุเป้าหมายนโยบายการเงินในประเทศเศรษฐกิจขนาดใหญ่หลายแห่ง รวมถึงสหรัฐด้วย อย่างไรก็ตาม ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ IMF คาดว่าประเทศเศรษฐกิจพัฒนาแล้วหลัก จะเริ่มลดอัตราดอกเบี้ยลง ราคาผู้บริโภคทั่วโลกโดยเฉลี่ยอาจจะเพิ่มขึ้น 5.9% ในปีนี้และ 4.5% ในปีหน้า ในทั้งสองกรณีเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ครั้งก่อนในเดือน ม.ค. 0.1%



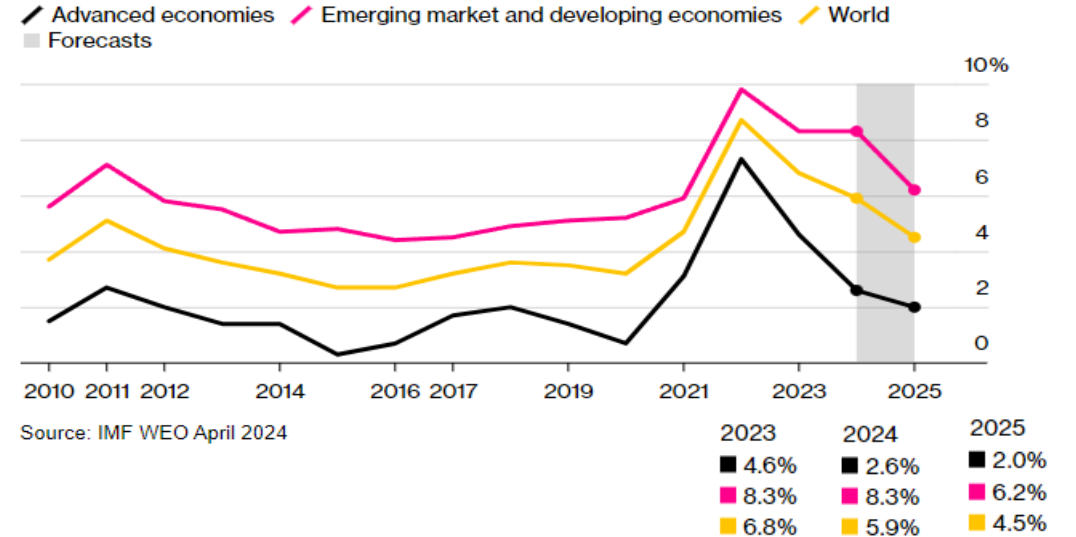
# IMF ปรับเป้าการเติบโตเศรษฐกิจโลก แต่เตือนถึงความเสี่ยง

- IMF ปรับประมาณการเติบโตของสหรัฐฯ ในปี 2567 เป็น 2.7% เพิ่มขึ้นจาก 2.1% ในเดือน ม.ค. ปรับลดการเติบโตของเศรษฐกิจกลุ่มยูโรโซนเล็กน้อย โดยกล่าวว่าผลกระทบของนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้นและต้นทุนพลังงานที่เพิ่มขึ้นในช่วงสองสามปีที่ผ่านมาจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมต่างๆ ขณะที่จีนมีแนวโน้มเติบโต 4.6% ในปีนี้และ 4.1% ปีหน้า ไม่เปลี่ยนแปลงจากการคาดการณ์ในเดือน ม.ค. โดยภาคอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอลงและอุปสงค์ในประเทศจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรม และกองทุนเตือนว่าการส่งออกสินค้าส่วนเกินของจีนอาจลดทอนความตึงเครียดทางการค้ากับประเทศอื่น ๆ
- รัสเซียมีการปรับประมาณการเติบโตที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่มเศรษฐกิจหลัก โดยอยู่ที่ 3.2% ในปีนี้ และ 1.8% ปีหน้า เพิ่มขึ้น 0.6 และ 0.7 % ตามลำดับ จากความแข็งแกร่งของการส่งออกน้ำมันไปยังอินเดียและจีน ในขณะที่ราคาน้ำมันทั่วโลกพุ่งสูงขึ้น IMF ยังปรับประมาณการของอินเดียเพิ่มขึ้นเป็น 6.8% ในปีนี้ จาก 6.5%
- อย่างไรก็ตาม IMF มีการวิพากษ์วิจารณ์นโยบายการคลังสหรัฐฯ ก่อนข้างรุนแรง โดยกล่าวว่าแม้ว่าการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศในช่วงที่ผ่านมาจะ “น่าประทับใจ” และเป็นแรงผลักดันสำคัญในการเติบโตของโลก แต่ส่วนหนึ่งมาจากนโยบายงบประมาณที่ “ไม่สอดคล้องกับความยั่งยืนทางการคลังในระยะยาว” ซึ่งทำให้สหรัฐฯ มีความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อในระยะสั้น รวมถึงความเสี่ยงด้านความเสถียรภาพทางการเงินและจะเพิ่มต้นทุนทางการเงินในระยะยาว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนสำหรับประเทศอื่นๆ ด้วย
- เราวิเคราะห์ว่า แม้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ขยายตัวค่อนข้างแข็งแกร่งจะผลักดันเศรษฐกิจโลกขึ้นในระยะสั้น แต่ก็ยังคงเผชิญความเสี่ยง 4 ประการ กล่าวคือ (1) สถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์ที่รุนแรงขึ้นโดยเฉพาะในตะวันออกกลาง ซึ่งอาจนำมาซึ่งภาวะเงินเฟ้อสูง-เศรษฐกิจชะลอตัว หรือ Stagflation (2) นโยบายการเงินสหรัฐฯ ที่ตึงตัว จะทำให้อุตสาหกรรมขนาดเล็ก-ภาคประชาชนประสบปัญหาต้นทุนการเงินที่สูงขึ้น กระทั่งการบริโภค-การล้มละลายของธุรกิจขนาดเล็ก (3) ปัญหา Inverted Yield Curve ที่กระทบต่อการทำธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ โดยเฉพาะ Regional Bank (4) การขาดดุลการคลังของสหรัฐฯ ที่มากขึ้น ท่ามกลางดอกเบี้ยที่ยังอยู่ในระดับสูง กดดันทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น และจะกดดันต้นทุนทางการเงินของภาคธุรกิจในระยะต่อไป

เงินเฟ้อมีแนวโน้มชะลอลง จากนโยบายการเงินที่ตึงตัว แต่ระยะต่อไปเป็นความเสี่ยงมากขึ้น จากปัญหาภูมิรัฐศาสตร์

## Inflation Is Set to Continue to Slow Across the World

Average consumer prices (annual change)



## ตัวเลขเศรษฐกิจจีนฟื้นตัวดีเกินคาดในไตรมาส 1 ผลจากการลงทุนภาครัฐเป็นหลัก แต่การผลิตภาคอุตสาหกรรม ยอดค้าปลีก และภาวะเงินฝืดยังคงเยื้องย

China Economic Indicator	1Q/Mar 24	Previous	Consensus
GDP Growth rate (1Q; % YoY)	5.3%	5.2%	5.0%
Industrial Production (Mar 24; % YoY)	4.5%	7.0%	5.4%
Retail sales (Mar 24; % YoY)	3.1%	5.5%	4.5%
Fixed Asset Investment YTD (Mar 24; % YoY)	4.5%	4.2%	4.3%
Unemployment (Mar 24; %)	5.2%	5.3%	5.2%
Industrial Capacity Utilization (Mar 24; %)	73.6%	75.9%	75.0%
GDP Deflator (1Q; % YoY)	-1.1%	-1.0%	N/A

Source: Bloomberg

- **Follow us**



**Innovestx**

 **@innovestx**



ผู้จัดทำ

# Macro Making sense

 Innovest<sup>x</sup> Research



ปิยศักดิ์ มานะสินต์  
หัวหน้านักวิจัยเศรษฐกิจ

## Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือ สมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณ ดั้งนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจ ก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกัธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจัย บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการ เชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของคุณในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจาก แหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยง ทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการ ใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

## CG Rating 2023 Companies with CG Rating

### Companies with Excellent CG Scoring

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JTN, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTGCG, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGP, SGR, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPG, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSS, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

### Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCHK, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

### Companies with Good CG Scoring

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTECH, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

### Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

## Anti-corruption Progress Indicator

### Certified (ได้รับรางวัล)

2S, 7UP, AAI, ADVANC, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTGCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPG, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOS, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

### Declared (ประกาศเจตนา)

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, PEER, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SFLEX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

### N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APEX, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTECH, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCHK, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQU, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTCC, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQU, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

### Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.