

วันที่ 20 ตุลาคม 2568



# Macro Making Sense

- ความเสี่ยงวิกฤตการณ์การสหรัฐฯ
- ฝั่งเศสถูกปรับลดอันดับเครดิต
- วิเคราะห์ 4th Plenum ผ่านเลนส์โนเบล

# สรุปประเด็นความเสี่ยงวิกฤตธนาคารสหรัฐฯ วิกฤตการคลังโลก: ฝรั่งเศสถูกปรับลดอันดับเครดิต วิเคราะห์ 4th Plenum ผ่านเลนส์เศรษฐศาสตร์โนเบล



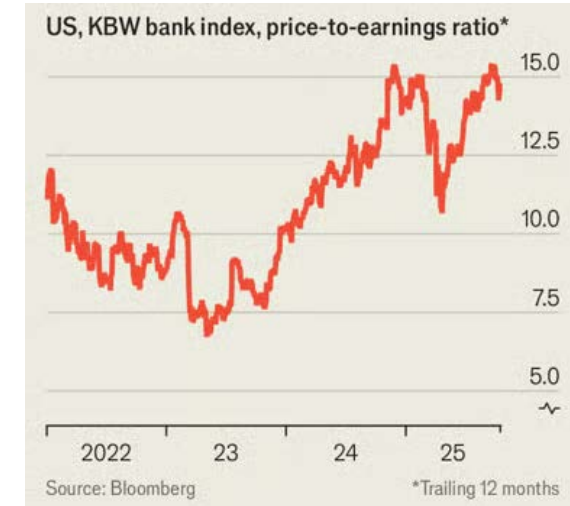
- **ความเสี่ยงวิกฤตธนาคารสหรัฐฯ: จาก Interest Rate Risk สู่ Credit Risk และ Liquidity Risk** ภายใต้เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับ Zions Bancorp และ Western Alliance Bancorp ที่ต้องตั้งสำรองหนี้สูญและยื่นฟ้องผู้กู้ในข้อหาฉ้อโกง ทำให้หุ้นธนาคารทั้งสองร่วงกว่า 10% และดัชนี KBW Bank Index ลดลง 6% แม้นักวิเคราะห์จะมองว่าเป็นเพียง "ปัญหาสินเชื่อกครั้งเดียว" แต่เรามองว่า สิ่งที่แตกต่างกันจากวิกฤต 2023 ที่เกิดจาก "interest rate risk" (Silicon Valley Bank ขาดทุนจากพันธบัตร 1.8 พันล้านดอลลาร์) ขณะที่ปัจจุบันเป็นปัญหา "credit risk" จากคุณภาพสินเชื่อที่ลดลงและการฉ้อโกง รวมถึง "liquidity risk" ที่เพิ่มสูงขึ้น เห็นได้จากธนาคารหลายแห่งเริ่มกู้เงินผ่าน overnight repo ของ Fed ติดต่อกันเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่โควิด-19 และเงินสำรองของธนาคารลดลงต่ำกว่า 3 ล้านล้านดอลลาร์ ทำให้ประธาน Fed Jerome Powell ส่งสัญญาณเตรียมยุติ Quantitative Tightening (QT) เร็วกว่าที่คาดเพื่อรองรับความตึงตัวของสภาพคล่อง ความเสี่ยงที่แท้จริงไม่ได้อยู่ที่ธนาคารโดยตรง ทั้งนี้ เรามองว่า ความเสี่ยงภาคธนาคารสหรัฐฯในระยะต่อไปได้แก่ ที่การเชื่อมโยงที่ซับซ้อนระหว่างธนาคารกับสถาบันการเงินนอกระบบ โดยเฉพาะตลาด private credit ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว ซึ่งสร้างความเสี่ยงระบบใหม่ที่ขาดความโปร่งใสและการกำกับดูแลที่เพียงพอ หรืออาจเรียกได้ว่า Shadow Banking ของสหรัฐฯ
- **วิกฤตการคลังโลก: ฝรั่งเศสถูกปรับลดอันดับเครดิต** โลกกำลังเผชิญความเสี่ยงวิกฤตการคลังที่รุนแรงที่สุดนับตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่สอง โดยประเทศพัฒนาแล้วมีหนี้สาธารณะเฉลี่ย 110% ของ GDP และขาดดุลเฉลี่ย 4% ท่ามกลางแรงกดดันจากต้นทุนดอกเบี้ย ประชากรสูงอายุ และค่าใช้จ่ายด้านกลาโหม
- ฝรั่งเศสเผชิญวิกฤตรุนแรงที่สุด โดย S&P ปรับลดอันดับเครดิตเป็น A+ จาก AA- ทำให้สูญเสียเรตติ้ง AA จากสองในสามบริษัทประเมินหลักภายในหนึ่งเดือน สาเหตุหลักคือความไม่มั่นคงทางการเมืองรุนแรงที่สุดตั้งแต่ปี 1958 โดยสภาลัมนายกรัฐมนตรีสองคนในหนึ่งปี เพราะแผนงบประมาณ นายกฯ เซบาสเตียน เลอคอนนู อยู่ในตำแหน่งได้เพียงเพราะยอมประนีประนอมให้มีขาดดุลมากขึ้นและระงับการปฏิรูปบำนาญบำนาญ โดย S&P คาดว่าขาดดุลปีหน้าจะลดเพียงเล็กน้อยเป็น 5.3% และเดือนอาจปรับลดเรตติ้งเพิ่มหากสถานการณ์แยลงทางออกของวิกฤตมีจำกัด เพราะการเพิ่มภาษีและลดค่าใช้จ่ายยากทางการเมือง ทำให้ทางออกที่เป็นไปได้มากที่สุดคือการใช้เงินเพื่อลดมูลค่าหนี้ ซึ่งอาจนำไปสู่ภาวะ Stagflation และทำให้ความเสี่ยงวิกฤตหนี้สาธารณะเป็นความเสี่ยงอันดับ 1 ในปี 2026
- **วิเคราะห์ 4th Plenum ผ่านเลนส์เศรษฐศาสตร์โนเบล** การประชุม Fourth Plenum ของจีน (20-23 ตุลาคม 2025) มีความสำคัญยิ่งในการกำหนดทิศทางเศรษฐกิจทศวรรษหน้าท่ามกลาง catch-up effect ที่เริ่มหมดพลัง เมื่อวิเคราะห์ผ่านมุมมองนักเศรษฐศาสตร์โนเบล ปีนี้ (Aghion, Howitt และ Mokyr) แผนห้าปีสะท้อนยุทธศาสตร์หลัก 3 ด้าน: (1) การผลักดันนวัตกรรม ตามทฤษฎี Endogenous Growth โดยส่งเสริมเทคโนโลยีชิปและหุ่นยนต์เพื่อลดการพึ่งพาต่างชาติ (2) ความมั่นคงทางเทคโนโลยี สอดคล้องแนวคิด Mokyr และ Acemoglu ที่เน้นสถาบันต้องปกป้องและสร้างองค์ความรู้ในประเทศ และ (3) การปรับสู่การบริโภคในประเทศ ซึ่งเป็น "แรงขับเคลื่อนนวัตกรรม" ที่กระตุ้นธุรกิจคิดค้นสินค้าใหม่ โดยนักลงทุนจับตามาตรการ "Anti-Involution" และนโยบายกระตุ้นการบริโภค การประชุมครั้งนี้เป็นจุดเปลี่ยนสำคัญของจีนจาก "การเลียนแบบ" สู่ "การสร้างนวัตกรรมด้วยตนเอง"

# ความเสี่ยงวิกฤตธนาคารในสหรัฐฯ: บททดสอบครั้งใหม่ของระบบการเงิน



- เหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับ Zions Bancorp และ Western Alliance Bancorp ในสัปดาห์ที่ผ่านมาได้จุดประกายความกังวลครั้งใหม่ในระบบธนาคารสหรัฐฯ แต่สิ่งที่เกิดขึ้นครั้งนี้ไม่ใช่การล้มละลายตามความหมายที่แท้จริง แต่เป็นการเปิดเผยปัญหานี้เสียและการถูกฉ้อโกงเท่านั้น Zions Bancorp เปิดเผยว่าพบการบิดเบือนข้อมูลจากผู้กู้บางรายที่ทำธุรกิจกับหน่วย California Bank & Trust ส่งผลให้ธนาคารต้องตั้งสำรองหนี้สูญ 60 ล้านดอลลาร์และตัดหนี้สูญ 50 ล้านดอลลาร์ในผลประกอบการไตรมาสที่สาม ขณะที่ Western Alliance ยื่นฟ้องผู้กู้รายเดียวกันในข้อหาฉ้อโกง (อันได้แก่ บริษัท Cantor Group V, LLC เนื่องจากผู้กู้ได้ปลอมแปลงเอกสารสิทธิ์ (title documents) และโยกย้ายเงินจากบัญชีหลักประกัน) แม้ตัวเลขจะไม่ใหญ่มากเมื่อเทียบกับกรณีล้มละลายของ Tricolor Holdings\* และ First Brands Group\*\* ที่มีหนี้หลายพันล้านดอลลาร์ แต่การเปิดเผยกรณีฉ้อโกงติดต่อกันหลายครั้งได้กระตุ้นให้ตลาดตั้งคำถามว่ายังมี "แมลงสาบ" ตัวอื่นอีกซ่อนอยู่หรือไม่ (ดังที่ Jamie Dimon ประธาน JPMorgan กล่าวไว้ว่า "เมื่อเห็นแมลงสาบตัวหนึ่ง ก็มีอีกหลายตัว")
- หลังเกิดเหตุการณ์หุ้นของธนาคารทั้งสองร่วงลงมากกว่า 10% พร้อมกับดัชนี KBW Bank Index ที่ลดลงประมาณ 6% โดยนักวิเคราะห์มองว่านี่เป็นเพียง "ปัญหาสินเชื่อกครั้งเดียว" ไม่ใช่ปัญหาระบบ แต่ RBC Capital Markets ชี้ว่าการฉ้อโกงในการให้กู้ยากที่จะตรวจจับ และเหตุการณ์นี้พร้อมกับกรณีฉ้อโกงอื่นๆ ที่มีชื่อเสียง ทำให้นักลงทุนตั้งคำถามเรื่องคุณภาพสินเชื่อและมาตรฐานการปล่อยกู้ของอุตสาหกรรมโดยรวม

ดัชนี P/E Ratio ของ KBW bank index (ดัชนีภาคธนาคารสหรัฐ)



Source: Bloomberg, The Economist

- สิ่งที่น่ากังวลคือ ธนาคารหลายแห่งเริ่มกู้เงินผ่าน overnight repo ของธนาคารกลางสหรัฐฯ เป็นเวลาสองคืนติดต่อกัน ซึ่งเป็นการกระทำที่ธนาคารไม่ได้ทำมาตั้งแต่สมัยโรคระบาดโควิด-19 แสดงให้เห็นถึงความตึงตัวของสภาพคล่องในระบบธนาคาร

\*Tricolor Holdings เป็นบริษัทปล่อยสินเชื่อรถยนต์สำหรับผู้ที่มีประวัติเครดิตไม่ดี (subprime auto lender) และเป็นเครือข่ายตัวแทนจำหน่ายรถยนต์ที่ใช้แล้วในเมืองดัลลาส โดยล่าสุดบริษัทได้ยื่นขอ ล้มละลาย (Chapter 7 - liquidation) เมื่อวันที่ 10 กันยายน 2025 การล้มละลายของ Tricolor เกิดขึ้นหลังจากที่หนึ่งในพันธมิตรด้านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (securitisation partners) คือ Fifth Third Bancorp ได้กล่าวหาว่ามีการฉ้อโกง (fraud) ในหลักทรัพย์ค่าประกันที่ Tricolor ยื่นเพื่อสนับสนุนการกู้ยืม โดยมีรายงานว่า Tricolor ได้จำหน่ายรถยนต์เช่าซื้อกว่า 29,000 สัญญาให้กับเจ้าหนี้ ซึ่งการล้มละลายอย่างกะทันหันของ Tricolor ได้สร้างความตื่นตระหนกให้กับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน (asset-backed securities market)

\*\* First Brands Group เป็นซัพพลายเออร์ระดับโลกด้านอะไหล่รถยนต์หลังการขาย (aftermarket automotive parts) ซึ่งเป็นบริษัทเอกชนที่ผลิตชิ้นส่วนต่างๆ เช่น ที่ปัดน้ำฝน (Trico), ไส้กรอง (FRAM) และเบรก (Raybestos) บริษัทมีกลยุทธ์ในการซื้อกิจการบริษัทเพื่อให้รถยนต์หลายแห่งโดยใช้เงินกู้จำนวนมาก ล่าสุดบริษัทได้ยื่นขอ ล้มละลายภายใต้ Chapter 11 (Chapter 11 - reorganization) ในช่วงปลายเดือนกันยายน 2025 โดยเปิดเผยว่ามีหนี้สินรวมมากกว่า 11,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ สาเหตุจากบริษัทมีหนี้สินท่วมท้น ซึ่งมาจากการเข้าซื้อกิจการกว่า 20 ครั้งในช่วงปี 2018-2025 โดยใช้เงินกู้และเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ เช่น การจัดหาเงินทุนซัพพลายเชน (supply chain financing) ที่ไม่ได้แสดงในงบดุลอย่างโปร่งใส การยื่นล้มละลายเกิดขึ้นหลังจากที่เจ้าหนี้ปฏิเสธความพยายามในการรีไฟแนนซ์ในช่วงต้นปี นอกจากนี้ บริษัทยังอยู่ภายใต้การสอบสวนของรัฐบาลกลางสหรัฐฯ เนื่องจากมีข้อสงสัยเกี่ยวกับความไม่ชอบมาพากลในการรายงานทางการเงินและการใช้เครื่องมือการเงินนอกงบดุล

# ความเสี่ยงวิกฤตธนาคารในสหรัฐฯ: บททดสอบครั้งใหม่ของระบบการเงิน



- ความแตกต่างที่สำคัญที่สุดระหว่างวิกฤตครั้งนี้กับวิกฤตที่เกิดขึ้นในปี 2023 คือสาเหตุของปัญหา Silicon Valley Bank ล้มละลายในเดือนมีนาคม 2023 เนื่องจากผลขาดทุนจากการลงทุนในพันธบัตรระยะยาวที่ซื้อไว้ตั้งแต่ช่วงโรคระบาด เมื่ออัตราดอกเบี้ยพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็วตั้งแต่ปี 2022 มูลค่าตลาดของพันธบัตรเหล่านี้ร่วงลงอย่างหนัก โดย SVB มีผลขาดทุนที่ยังไม่รับรู้ (unrealized losses) จากพอร์ตพันธบัตร 1.17 แสนล้านดอลลาร์สูงถึง 1.59 หมื่นล้านดอลลาร์ เมื่อเทียบกับเงินทุนทั่วไปที่อยู่ 1.19 หมื่นล้านดอลลาร์เท่านั้น เมื่อ SVB ประกาศขายพันธบัตรและขาดทุน 1.8 พันล้านดอลลาร์ ผู้ฝากเงินเกิดความตื่นตระหนกและแห่ถอนเงินจำนวนมหาศาล ทำให้นาคารล้มละลายภายในสองวันเท่านั้น
- Capital Economics ชี้ว่ามีความแตกต่างที่สำคัญระหว่างปัจจุบันกับเมื่อ Silicon Valley Bank ล้มละลายในปี 2023 กรณีของ SVB เกิดจากการขาดทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่ธนาคารถืออยู่หลังจากธนาคารกลางสหรัฐฯ เริ่มวงจรขึ้นดอกเบี้ยอย่างรุนแรงที่สุดในรอบกว่า 40 ปี แต่ในปัจจุบัน พันธบัตรรัฐบาลกลับปรับตัวขึ้นตลอดทั้งปีเนื่องจากธนาคารกลางเริ่มส่งสัญญาณผ่อนคลายและเริ่มลดอัตราดอกเบี้ยเมื่อเดือนที่แล้ว นอกจากนี้ ธนาคารระดับภูมิภาคอื่นๆ ที่ได้รับผลกระทบในปี 2023 ได้แก่ Signature Bank ซึ่งถูก FDIC เข้าควบคุม และ First Republic Bank ที่มีปัญหาเงินฝากไหลออกมากกว่า 1 แสนล้านดอลลาร์ จนต้องถูกขายให้กับ JPMorgan Chase ในที่สุด โดย FDIC ประเมินว่าการล้มละลายของ SVB ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายเกือบ 2.0 หมื่นล้านดอลลาร์ 2023
- วิกฤตปี 2023 เป็นวิกฤตที่เกิดจาก "interest rate risk" หรือความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นปัญหาโครงสร้างของงบดุลธนาคาร ขณะที่ปัญหาปัจจุบันเป็นเรื่องของ "credit risk" หรือความเสี่ยงด้านเครดิต ที่เกิดจากคุณภาพสินเชื่อที่ลดลงและการฉ้อโกง อย่างไรก็ตาม ทั้งสองกรณีมีตัวกระตุ้นร่วมกันคือความตื่นตระหนกของตลาดและการที่นักลงทุน "ขายก่อนแล้วค่อยถามทีหลัง" ซึ่งเป็นลักษณะเฉพาะของภาคนาคารที่มีนักลงทุนใหม่หลายรายเข้ามาในตลาด
- ปัญหาที่น่ากังวลมากกว่าคือความเชื่อมโยงระหว่างธนาคารกับสถาบันการเงินนอกระบบ โดยเฉพาะ private credit และ non-bank lenders ตลาด private credit ในสหรัฐฯ เติบโตอย่างรวดเร็วจาก 4.6 หมื่นล้านดอลลาร์ในปี 2000 เป็นประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์ในปี 2023 โดยการเติบโตเร่งตัวขึ้นอย่างเห็นได้ชัดหลังจากปี 2019 ส่วนใหญ่มาจาก direct lending ซึ่งงานวิจัยพบว่าธนาคารได้เพิ่มการให้กู้แก่บริษัทพัฒนาธุรกิจ (BDCs) และกองทุน private credit อย่างต่อเนื่อง สิ่งที่น่ากังวลคือ การให้สินเชื่อจากธนาคารขนาดใหญ่แก่กองทุน private equity และ private credit เติบโตอย่างรวดเร็ว โดยเพิ่มจากประมาณ 1.0 หมื่นล้านดอลลาร์ในปี 2013 เป็นประมาณ 3.0 แสนล้านดอลลาร์ในปี 2023 เพิ่มขึ้นเกือบ 30 เท่า และคิดเป็น 14% ของสินเชื่อทั้งหมดที่ธนาคารขนาดใหญ่ให้แก่สถาบันการเงินนอกระบบ

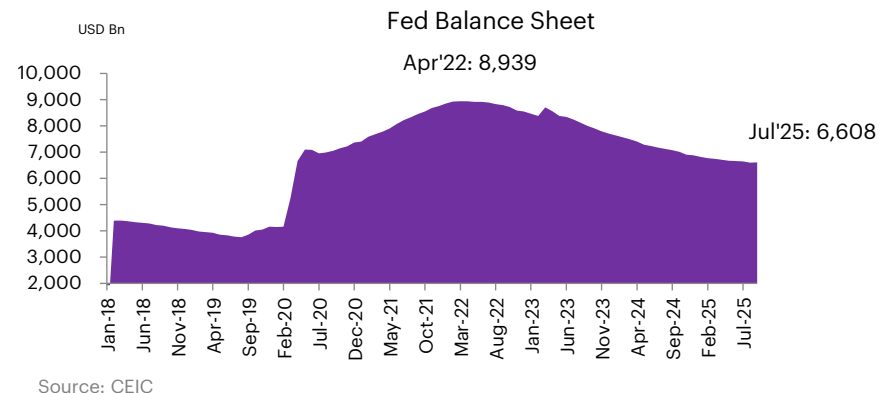


# ความเสี่ยงวิกฤตการณ์ในสหรัฐฯ: บททดสอบครั้งใหม่ของระบบการเงิน



- การเชื่อมโยงนี้สร้างความเสี่ยงระบบ (systemic risk) ใหม่ที่ซับซ้อนกว่าเดิม เพราะ การแพร่กระจายของวิกฤตในอนาคตอาจเกิดจากการหยุดชะงักของสภาพคล่องในส่วนของการสถาบันการเงินนอกกรอบ เช่น กองทุน private credit อาจหยุดการถอนเงิน CLOs อาจกระตุ้นจุดบังคับต่างๆ ซึ่งส่งผลกระทบต่อธนาคารผ่านการถือ CLO หรือ line of credit ที่ให้ไว้ และส่งผลกระทบกว้างขึ้นไปยังความพร้อมของสินเชื่อในเศรษฐกิจโดยรวม ความไม่โปร่งใสของการเชื่อมโยงเหล่านี้ คือใครถือความเสี่ยงอะไรและใครมีความเสี่ยงต่อใคร ทำให้การรับรู้ปัญหาช้าลงและการแทรกแซงล่าช้า June 2025
- ปัญหาค้างคั้งนี้มีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ โดยเฉพาะการดำเนินการ Quantitative Tightening (QT) ประธาน Fed Jerome Powell ได้ส่งสัญญาณในวันที่ 14 ตุลาคม 2025 ที่การประชุม National Association for Business Economics ว่าธนาคารกลางกำลังใกล้จุดที่จะหยุดการลดขนาดพอร์ตพันธบัตร โดยกล่าวว่า "แผนระยะยาวของเราคือหยุดการลดขนาดงบดุลเมื่อเงินสำรองอยู่ในระดับที่สูงกว่าระดับที่เราตัดสินว่าสอดคล้องกับสภาวะเงินสำรองที่เพียงพอเล็กน้อย" และระบุว่า "สัญญาณบางอย่างเริ่มปรากฏว่าสภาพคล่องกำลังตึงตัวขึ้นทีละน้อย"

งบดุลของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed)



- การที่ธนาคารสหรัฐฯ เริ่มใช้ Standing facility repo ของธนาคารกลางขณะที่อัตรา repo ข้ามคืนปรับตัวสูงขึ้น เป็นสัญญาณของความตึงตัวด้านเงินทุน โดยนักวิเคราะห์จาก TD Securities ระบุว่า "นี่เป็นสัญญาณเพิ่มเติมว่าสภาพคล่องกำลังลดลงอย่างช้าๆ แต่แน่นอน ยังไม่มีอะไรน่าตกใจ แต่หากมีการใช้ Standing Repo Facility อย่างต่อเนื่อง ธนาคารกลางควรให้ความสนใจมากขึ้น" และระบุว่า Powell ได้ส่งสัญญาณว่า quantitative tightening น่าจะสิ้นสุดเร็วๆ นี้ และสิ่งนี้เน้นย้ำถึงความจำเป็นที่อาจต้องประกาศยุติแม้แต่ในการประชุมเดือนตุลาคม

# ความเสี่ยงวิกฤตธนาคารในสหรัฐฯ: บททดสอบครั้งใหม่ของระบบการเงิน



- การที่ Powell เตรียมยุติ QT ในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้าเป็นการตอบสนองต่อสัญญาณความตึงตัวของสภาพคล่องในระบบการเงิน เงินสำรองของระบบธนาคารสหรัฐฯ ลดลงต่ำกว่า 3 ล้านล้านดอลลาร์อีกครั้ง ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจของธนาคารกลางสหรัฐฯ ว่าจะหยุดการลดขนาดงบดุลหรือไม่ โดยเงินสำรองของธนาคารลดลงประมาณ 4.57 หมื่นล้านดอลลาร์เป็น 2.99 ล้านล้านดอลลาร์ การที่ Powell ส่งสัญญาณยุติ QT เร็วขึ้นกว่าที่คาดไว้เดิมแสดงให้เห็นว่าธนาคารกลางตระหนักถึงความเปราะบางของสภาพคล่องในระบบธนาคาร โดยเฉพาะในช่วงที่มีปัญหาสินเชื่อเพิ่มขึ้น
- อย่างไรก็ตาม การยุติ QT ไม่ได้หมายความว่าธนาคารกลางจะกลับมาทำ Quantitative Easing (QE) หรือซื้อพันธบัตรเพิ่มอีก Powell ระบุชัดเจนว่าธนาคารกลางไม่มีแผนที่จะลดขนาดงบดุลกลับไปสู่ขนาดก่อนโรคระบาด ซึ่งอยู่ที่ประมาณ 4 ล้านล้านดอลลาร์ และเมื่อเงินสำรองถึงระดับที่เหมาะสม คณะกรรมการจะบริหารจัดการพอร์ตหลักทรัพย์ตามความจำเป็นเพื่อรักษาเงินสำรองให้เพียงพอเมื่อเวลาผ่านไป การยุติ QT จึงเป็นเพียงการหยุดการดูดสภาพคล่องออกจากระบบ ไม่ใช่การอัดฉีดสภาพคล่องเข้าไป
- ความสัมพันธ์ระหว่างปัญหารุนแรงกับนโยบาย QT จึงเป็นเรื่องของ timing และความละเอียดอ่อน ถ้าธนาคารกลางยุติ QT เร็วเกินไป อาจส่งสัญญาณว่ามีปัญหาร้ายแรงในระบบธนาคาร แต่ถ้ายุติช้าเกินไป อาจทำให้สภาพคล่องตึงตัวจนเกิดวิกฤต เหมือนที่เกิดขึ้นในตลาด repo ในปี 2019 ที่อัตราดอกเบี้ยพุ่งสูงกะทันหันเพราะเงินสำรองไม่เพียงพอ การที่ Powell ส่งสัญญาณล่วงหน้าและโปร่งใสเกี่ยวกับแผนการยุติ QT จึงเป็นการบริหารความคาดหวังของตลาดอย่างระมัดระวัง

เงินสำรองของระบบธนาคารพาณิชย์สหรัฐฯ

## Bank Reserves Fall Back Below \$3 Trillion



# ความเสี่ยงวิกฤตธนาคารในสหรัฐฯ: บททดสอบครั้งใหม่ของระบบการเงิน



- คำถามสำคัญคือ กรณีของ Zions และ Western Alliance จะเป็นจุดเริ่มต้นของวิกฤตการเงินหรือไม่ จากหลักฐานที่มีอยู่ในปัจจุบัน เราคาดว่าน่าจะยังไม่ใช่จุดเริ่มต้น เพราะมีปัจจัยหลายประการที่แตกต่างจากวิกฤต 2023
- ประการแรก ธนาคารในปัจจุบันมีเงินกองทุนและสภาพคล่องที่แข็งแกร่งกว่ามาก หลังจากต้องเผชิญกับการกำกับดูแลที่เข้มงวดขึ้นหลังวิกฤตปี 2008 และ 2023
- ประการที่สอง ธนาคารกลางมีเครื่องมือและความพร้อมในการเข้าแทรกแซงมากกว่า ไม่ว่าจะเป็น Standing Repo Facility, Bank Term Funding Program และเครื่องมืออื่นๆ ที่ถูกพัฒนาขึ้นหลังวิกฤตหลายครั้ง
- ประการที่สาม ขนาดของปัญหาที่เปิดเผยยังเล็กมากเมื่อเทียบกับขนาดของระบบธนาคาร แม้ Western Alliance จะยืนยันว่ายังมีความเสี่ยงต่อผู้ถือหุ้นรายเดียวกันและมีปัญหาจากการล้มละลายของ First Brands Group แต่ธนาคารก็ยืนยันแนวโน้มและคาดการณ์ปี 2025 ไว้เหมือนเดิม และ หุ้นของ Zions และ Western Alliance พุ่งตัวขึ้นได้เล็กน้อยในวันศุกร์ แสดงว่าตลาดเริ่มมองว่าการลดลงในวันพฤหัสบดีน่าจะรุนแรงเกินไป
- อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่แท้จริงไม่ได้อยู่ที่ธนาคารเหล่านี้โดยตรง แต่อยู่ที่การเชื่อมโยงที่ซับซ้อนและความไม่โปร่งใสระหว่างธนาคารกับสถาบันการเงินนอกระบบ ดังที่ Jamie Dimon ประธาน JPMorgan กล่าวไว้ว่า "เมื่อเห็นแมลงสาบตัวหนึ่ง ก็มีอีกหลายตัว" ซึ่งสะท้อนความกังวลว่าปัญหาที่เห็นในปัจจุบันอาจเป็นเพียงยอดภูเขาน้ำแข็ง ปัญหาที่แท้จริงอาจซ่อนอยู่ในส่วนที่ไม่มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างเพียงพอ โดยเฉพาะในตลาด private credit ที่เติบโตอย่างรวดเร็วโดยไม่มีการกำกับดูแลที่เข้มงวดเท่ากับธนาคาร
- กล่าวโดยสรุป เรามองว่าวิกฤตครั้งนี้เป็นปัญหาจาก credit risk จากกระบวนการปล่อยกู้ที่ไม่โปร่งใสและขาดการเปิดเผยและเชื่อมโยงทางข้อมูล โดยเฉพาะในตลาด Private credit (ไม่ใช่ Interest rate risk ผลจากการ mismatch ระหว่างดอกเบี้ยรับและดอกเบี้ยจ่าย เหมือนสมัย SVB และ First republic) แต่เราก็เริ่มกังวลว่า ความเสี่ยง Liquidity risk กำลังเริ่มเพิ่มมากขึ้นในระบบสถาบันการเงินสหรัฐฯ เห็นได้จากการที่สถาบันการเงินเริ่มใช้ "Overnight Lending Facility" ของ Fed (ซึ่งต้องจ่ายดอกเบี้ยสูงกว่าการใช้ Interbank Lending) บ่งชี้ว่าธนาคารเริ่มปล่อยสินเชื่อกันยากขึ้น จนเป็นเหตุให้ Powell เริ่มเตรียมยุติ QT ทั้งนี้ เรามองว่า นักลงทุนควรต้องจับตาสถานการณ์เหล่านี้อย่างใกล้ชิด
- บทเรียนสำคัญจากวิกฤตทุกครั้งคือ ปัญหามักจะเริ่มจากจุดที่คนไม่คาดคิด วิกฤต 2008 เริ่มจากตลาด subprime mortgage วิกฤต 2023 เริ่มจากปัญหาอัตราดอกเบี้ยที่หลายคนมองข้าม ถ้าจะมีวิกฤตครั้งต่อไป อาจมาจากตลาด private credit หรือความเชื่อมโยงระหว่างธนาคารกับสถาบันการเงินนอกระบบที่เติบโตอย่างรวดเร็วโดยไม่มีการติดตามและกำกับดูแลอย่างเพียงพอ (หรืออาจเรียกได้ว่าเป็น Shadow Banking ของสหรัฐฯ) การที่ธนาคารกลางเตรียมยุติ QT ในช่วงเวลานี้จึงเป็นสัญญาณที่ดีว่าหน่วยงานกำกับดูแลตระหนักถึงความเสี่ยงของระบบและพร้อมที่จะปรับนโยบายเพื่อรองรับ แต่ก็ยังต้องติดตามอย่างใกล้ชิดว่าปัญหาที่เริ่มปรากฏออกมาเหล่านี้จะขยายวงกว้างหรือสามารถควบคุมได้ในวงจำกัด

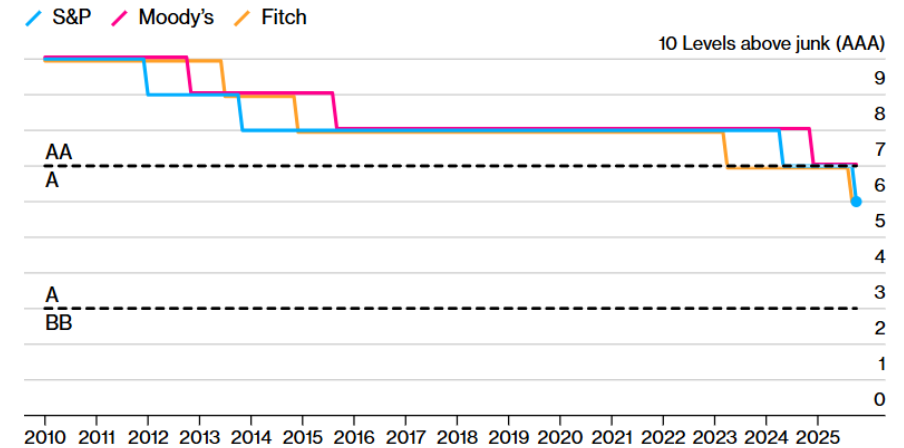
# วิกฤตการคลังของประเทศขนาดใหญ่ - ฝรั่งเศสถูกปรับลดอันดับเครดิต



- โลกกำลังเสี่ยงกับวิกฤตการคลังที่ร้ายแรงที่สุดนับตั้งแต่หลังสงครามโลกครั้งที่สอง โดยประเทศพัฒนาแล้วมีหนี้สาธารณะเฉลี่ย 110% ของ GDP ใกล้เคียงระดับสูงสุดตลอดกาล ปัญหาไม่ได้อยู่ที่ระดับหนี้เพียงอย่างเดียว แต่อยู่ที่การขาดดุลงบปีที่ยังคงสูงต่อเนื่อง โดยประเทศพัฒนาแล้วมีขาดดุลเฉลี่ย 4% ของ GDP ขณะที่สหรัฐฯ สูงถึง 6% ท่ามกลางแรงกดดันจากต้นทุนดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ประชากรสูงอายุ ค่าใช้จ่ายด้านกลาโหม และการเปลี่ยนผ่านด้านสภาพภูมิอากาศ ซึ่ง IMF ประเมินว่าจะสร้างแรงกดดันการใช้จ่ายเพิ่มเติมเกือบ 6% ของ GDP ภายในปี 2050
- ฝรั่งเศสเผชิญวิกฤตที่รุนแรงที่สุด โดย S&P ปรับลดอันดับเครดิตเป็น A+ จาก AA- ทำให้สูญเสียเรตติ้ง AA จากสองในสามบริษัทประเมินหลักภายในหนึ่งเดือน (ล่าสุดได้แก่ S&P ที่ปรับลดอันดับเครดิตในวันที่ 18 ต.ค.) ปัญหาหลักคือความไม่มั่นคงทางการเมืองที่รุนแรงที่สุดตั้งแต่ปี 1958 โดยสภาผู้แทนราษฎรล้มนายกรัฐมนตรี (นายฯ) สองคนในหนึ่งปีเพราะแผนงบประมาณ นายฯ เซบาสเตียน เลอกองนู อยู่ในตำแหน่งได้เพียงเพราะยอมประนีประนอมให้มีขาดดุลมากขึ้นและระงับการปฏิรูปบำนาญบำนาญ ขณะที่ยังสละสิทธิ์ใช้ Article 49.3 ในการผ่านกฎหมายการคลัง ทั้งนี้ S&P คาดว่าขาดดุลปีหน้าจะลดเพียงเล็กน้อยเป็น 5.3% และเดือนอาจปรับลดเรตติ้งเพิ่มหากสถานการณ์แย่ลง
- ด้านสหราชอาณาจักรมีสถานการณ์ที่ไม่ดีไปกว่าฝรั่งเศสเพียงเล็กน้อย โดยมีขาดดุลสูงเป็นอันดับสามในยุโรปและอันดับห้าในโลก พร้อมต้นทุนการกู้ยืมสูงเป็นอันดับสามของประเทศพัฒนาแล้ว การกู้ยืมในช่วงสี่เดือนแรกของปี 2025 สูงเป็นอันดับสามนับตั้งแต่มีบันทึกในปี 1993 รองเพียงช่วงโควิด-19

## อันดับเครดิตของฝรั่งเศส

### France Credit-Rating Watch



Source: Bloomberg

- ปัญหาสำคัญคือสหราชอาณาจักรให้การสนับสนุนทางการคลังมากที่สุด ในช่วงโรคระบาดและวิกฤตพลังงาน แต่ไม่ได้ลดการกู้ยืมอย่างมีนัยสำคัญ หลังจากนั้น ซึ่งแตกต่างจากประเทศอื่นๆ ทำให้มีความยืดหยุ่นน้อยกว่าในการรับมือวิกฤตใหม่ และการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ล่าช้ากว่าทำให้ปัญหายังซับซ้อนขึ้น

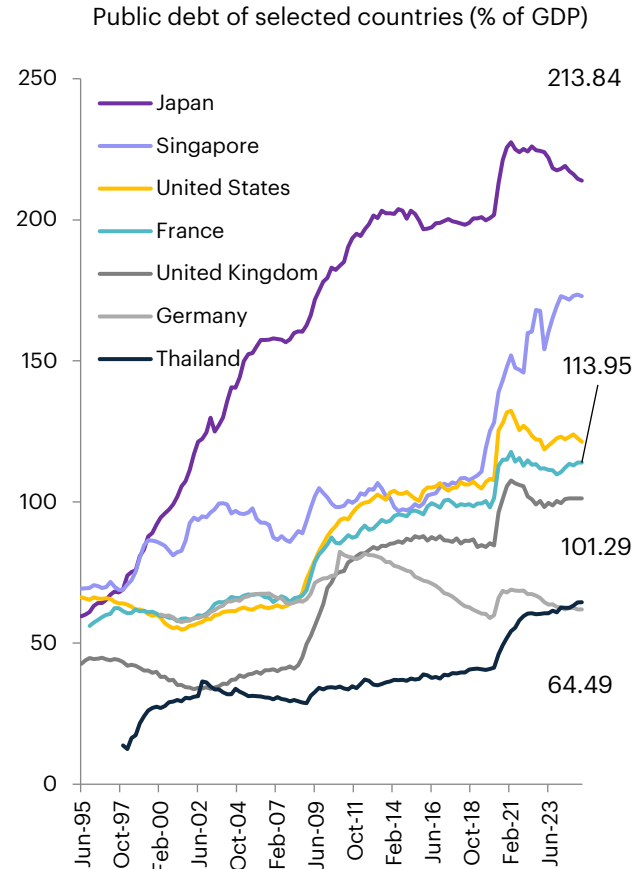


# วิกฤตการคลังของประเทศขนาดใหญ่ - ภัยคุกคามที่หลีกเลี่ยงไม่ได้



- ญี่ปุ่นมีหนี้สูงที่สุดในโลกที่ 213.8% ของ GDP แต่เป็นกรณีที่ซับซ้อน เพราะ 88.1% ถือครองในประเทศ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยถือ 46.3% สาเหตุหลักคือการขาดดุลงดงามด้านสวัสดิการสังคมที่ยืดเยื้อจากประชากรสูงอายุ แม้หนี้สุทธิจะอยู่ที่ 114% ของ GDP เมื่อหักสินทรัพย์ของรัฐบาลและภาคเอกชนมีเงินออมมหาศาล แต่นักเศรษฐศาสตร์เตือนว่า "ญี่ปุ่นอยู่ใกล้วิกฤตหนี้มากกว่าที่คิด" โดยเฉพาะเมื่อพรรค LDP สูญเสียอำนาจและต้องร่วมมือกับฝ่ายค้านที่สนับสนุนการลดภาษี ซึ่งอาจกระตุ้นให้นักลงทุนพันธบัตรโจมตี พร้อมกับการขึ้นภาษีที่เพิ่มสูงสุดในรอบ 20 ปี
- เยอรมนีเป็นประเทศเดียวที่มีหนี้ต่ำเพียง 65% ของ GDP แต่กฎ "debt brake" ที่เข้มงวดซึ่งจำกัดขาดดุลงดงามสร้างไม่เกิน 0.35% ของ GDP ทำให้การลงทุนต่ำและเศรษฐกิจซบเซา ในมีนาคม 2025 รัฐสภาเยอรมันจึงลงมติแก้ไขรัฐธรรมนูญ ยกเว้นค่าใช้จ่ายกลาโหมที่เกิน 1% ของ GDP และจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน 5.0 แสนล้านยูโร แต่การปฏิรูปนี้ขัดแย้งกับกฎของสหภาพยุโรปที่กำหนดให้ประเทศที่มีหนี้เกิน 60% ของ GDP ต้องลดลงภายในเจ็ดปี ขณะที่หนี้ของเยอรมนี (67% ของ GDP) จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การที่เยอรมนีซึ่งเคยเป็นเสาหลักของวินัยทางการเงินคลังในยุโรปกลับละเมิดกฎ EU อาจทำลายความน่าเชื่อถือของกรอบการคลังทั้งหมด
- ทางเลือกในการแก้ไขมีจำกัดและไม่มีทางใดที่ดูเป็นไปได้มากนัก การเพิ่มภาษียากทางการเมือง เพราะในยุโรปภาษีสูงแล้ว ส่วนในสหรัฐฯ หากพรรคใดเลือกที่จะขึ้นภาษี ก็อาจจะพ่ายแพ้ในการเลือกตั้ง ขณะที่การลดค่าใช้จ่ายก็ยากเช่นเดียวกัน เพราะประชากรสูงอายุสร้างแรงกดดันทางการเมือง การพึ่งพา AI ในฐานะเครื่องมือที่จะทำให้ผลิตภาพ (productivity) ของเศรษฐกิจดีขึ้นเพื่อให้รัฐมีรายได้จากภาษีเพิ่มขึ้นก็มีความเสี่ยงเช่นเดียวกัน เพราะค่าใช้จ่ายสวัสดิการจะเพิ่มตามผลิตภาพ และอัตราดอกเบี้ยก็จะสูงขึ้นด้วย

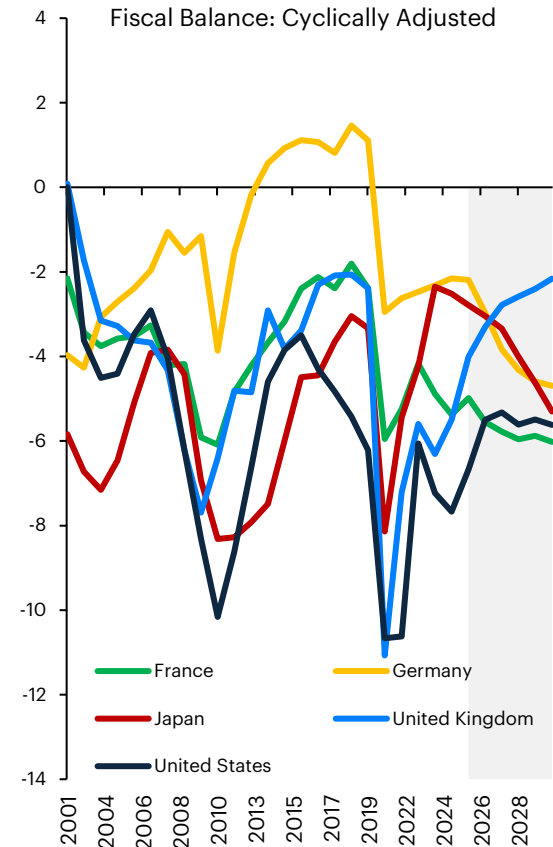
สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP (%)



Source: Bloomberg, CEIC

ดุลการคลังต่อ GDP (%)

% of Potential GDP

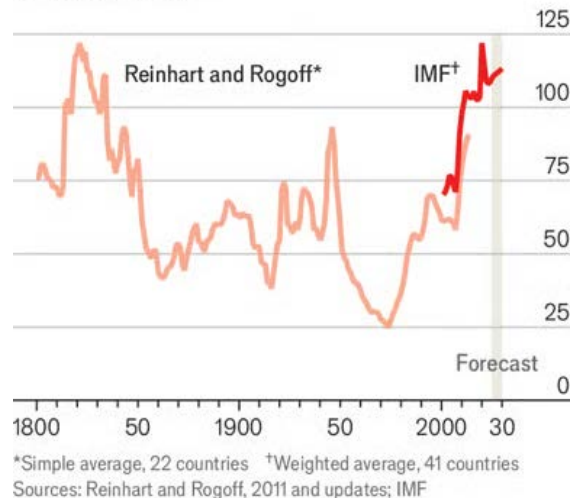


# วิกฤตการคลังของประเทศขนาดใหญ่ - ภัยคุกคามที่หลีกเลี่ยงไม่ได้



สัดส่วนหนี้สาธารณะประเทศพัฒนาแล้ว  
ต่อ GDP ตามการคำนวณของ Reinhart  
and Rogoff และ IMF (%)

Advanced economies, gross government  
debt as % of GDP



หนี้สาธารณะที่พุ่งสูงของประเทศพัฒนาแล้ว และความ  
จำเป็นในการทำมาตรการรัดเข็มขัดเพื่อสร้างความยั่งยืน  
ทางการคลังตามการคำนวณของ The Economist (%)

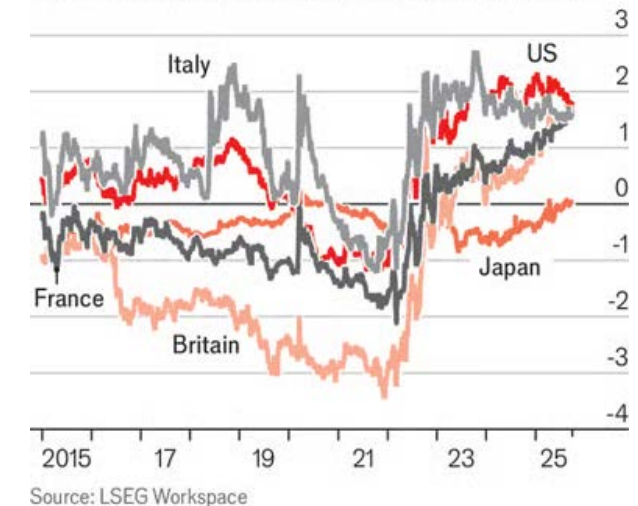
G7 countries, 2025, % of GDP

| Country | Government<br>net debt | Government<br>revenue | Austerity<br>required to<br>stabilise debt* |
|---------|------------------------|-----------------------|---------------------------------------------|
| Japan   | 134.2                  | 36.7                  | 0.7                                         |
| Italy   | 127.3                  | 47.5                  | -0.5                                        |
| France  | 108.2                  | 51.9                  | 3.1                                         |
| US      | 98.0                   | 31.5                  | 2.3                                         |
| Britain | 95.1                   | 39.5                  | 2.3                                         |
| Germany | 49.6                   | 46.9                  | 1.7                                         |
| Canada  | 12.5                   | 42.4                  | 1.2                                         |

\*Change in primary balance required if average financing  
costs immediately reflected five-year bond yields  
Sources: Bloomberg; IMF; The Economist

ความเสี่ยงเงินเฟ้อในประเทศพัฒนาแล้วเริ่มเพิ่มสูงขึ้น  
วัดจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ดัดแปลงเงินเฟ้อ (%)

Ten-year inflation-linked government-bond yields, %



- ทางออกที่มีแนวโน้มมากที่สุดคือการใช้เงินเพื่อลดมูลค่าหนี้ (เพราะเงินเฟ้อที่สูงขึ้น จะทำให้มูลค่าหนี้ที่หักเงินเฟ้อลดลง) ซึ่งจะกระจายความมั่งคั่งอย่างไม่เป็นธรรม ทำลายชนชั้นกลาง และอาจเกิดความเสี่ยงคล้ายวิกฤตลาตินอเมริกาในทศวรรษ 1980 ความเสี่ยงยิ่งรุนแรงขึ้นเมื่อหลายประเทศเผชิญวิกฤตพร้อมกัน โดยไม่มีผู้ช่วยเหลือที่เชื่อถือได้ เพราะแม้แต่เยอรมนีก็กำลังผ่อนคลายนโยบายการคลัง ญี่ปุ่นก็มีปัญหาของตัวเอง และจีนก็ลดการถือพันธบัตรสหรัฐฯ

- เราวิเคราะห์ว่า ความเสี่ยงวิกฤตหนี้สาธารณะจะเป็นความเสี่ยงอันดับ 1 ในปี 2026 เนื่องจากทางแก้ของสถานการณ์นี้ยากลำบากและทำได้ยากทางการเมือง เพราะจะต้องมีการปฏิรูปที่ครอบคลุม ทั้งการปฏิรูปบำนาญ ปรับปรุงประสิทธิภาพภาครัฐ และขึ้นภาษี รวมถึงการต่ออายุเกษียณของแรงงาน ซึ่งทำได้ยาก มีฉะนั้น รัฐบาลอาจต้องเลือกที่จะให้เงินเฟ้อสูงเพื่อลดมูลค่าหนี้ที่แท้จริง ซึ่งอาจนำไปสู่ภาวะ Stagflation และวิกฤตเศรษฐกิจได้



# วิเคราะห์ 4th Plenum ผ่านเลนส์เศรษฐศาสตร์โนเบล

- คณะกรรมการกลางพรรคคอมมิวนิสต์จีนจะจัดการประชุม Fourth Plenum ระหว่างวันที่ 20-23 ตุลาคม 2025 เพื่อพิจารณาแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคม 5 ปีครั้งที่ 15 (2026-2030) ภายใต้การนำของประธานาธิบดีสี จิ้นผิง การประชุมครั้งนี้มีความสำคัญต่อเศรษฐกิจโลก เนื่องจากนักลงทุนและผู้นำธุรกิจทั่วโลกกำลังจับตาว่าจีนจะเปลี่ยนกลยุทธ์จากการพึ่งพาการลงทุนและการส่งออกมาเน้นการบริโภคภายในประเทศมากขึ้นหรือไม่ โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่มีแรงกดดันจากภาษีสหรัฐฯ ปัญหาภาคการผลิตล้นกำลัง และการแข่งขันทางการค้าที่รุนแรงขึ้น
- นักลงทุนกำลังติดตามสัญญาณนโยบายในหลายภาคส่วน เช่น (1) มาตรการ "Anti-Involution" ที่อาจช่วยหนุนเหล็ก โซลาร์เซลล์ และลิเธียม (2) การส่งเสริมนวัตกรรมเทคโนโลยีโดยเฉพาะชิปและหุ่นยนต์เพื่อลดการพึ่งพาเทคโนโลยีต่างชาติ (3) มาตรการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศหลังหยุดใช้จ่ายช่วงวันหยุด Golden Week ที่ไม่คึกคัก และ (4) ความเป็นไปได้ที่จะมีนโยบายส่งเสริมการใช้หยวนในระดับสากลมากขึ้น
- INVX วิเคราะห์การประชุมครั้งนี้ผ่านมุมมองของงานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์ที่ได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปีนี้ ซึ่งมาในธีมที่เกี่ยวข้องกับนวัตกรรมเป็นหลัก โดยเรามองว่า แผนห้าปีของจีนครั้งนี้มีความสำคัญยิ่งยวดในการกำหนดทิศทางการเติบโตของจีนในทศวรรษหน้า ท่ามกลางบริบทที่ catch-up effect จากการถ่ายโอนเทคโนโลยีและแรงงานราคาต่ำเริ่มหมดพลัง และประเทศต้องเปลี่ยนผ่านจาก "การเลียนแบบ" สู่ "การสร้างนวัตกรรมด้วยตนเอง"
- เรามองว่าแผนห้าปีฉบับใหม่นี้จะสะท้อนยุทธศาสตร์หลัก 3 ด้าน
  1. การผลักดันนวัตกรรม (Innovation-led Growth) ตามแนวคิดของ Endogenous Growth ของ Aghion และ Howitt (2 นักเศรษฐศาสตร์ที่ได้รับรางวัลโนเบลปีนี้) ที่มองว่าการเติบโตระยะยาวต้องอาศัยนวัตกรรมเป็นสำคัญ
  2. การพึ่งพาตนเองและความมั่นคงทางเทคโนโลยี (Self-reliance and Strategic Security) แนวทางนี้สะท้อนความคิดของ Mokyr (นักเศรษฐศาสตร์โนเบลปีนี้) รวมถึง Acemoglu (นักเศรษฐศาสตร์ที่ได้โนเบลปีที่แล้ว) ที่เน้นเรื่องปัจจัยเชิงสถาบันมีผลต่อการเติบโตเศรษฐกิจ ที่ชี้ว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนต้องมีสถาบันที่ปกป้องและสร้างองค์ความรู้ในประเทศ
  3. การปรับโครงสร้างเศรษฐกิจสู่การบริโภคในประเทศ (Domestic Demand Rebalancing) การบริโภคภายในประเทศไม่ได้เพียงสร้างสมดุลทางเศรษฐกิจ แต่ยังเป็น "แรงขับเคลื่อนนวัตกรรม" เพราะตลาดที่ขับเคลื่อนด้วยผู้บริโภคจะกระตุ้นให้ธุรกิจคิดค้นสินค้าและบริการใหม่อย่างต่อเนื่อง

# The Nobel Prize 2025: “For having explained innovation-driven economic growth”



Ill. Niklas Elmehed © Nobel Prize Outreach

**Joel Mokyr**

Prize share: 1/2



Ill. Niklas Elmehed © Nobel Prize Outreach

**Philippe Aghion**

Prize share: 1/4



Ill. Niklas Elmehed © Nobel Prize Outreach

**Peter Howitt**

Prize share: 1/4

The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2025 was awarded "for having explained innovation-driven economic growth" with one half to Joel Mokyr "for having identified the prerequisites for sustained growth through technological progress" and the other half jointly to Philippe Aghion and Peter Howitt "for the theory of sustained growth through creative destruction"

Source: The Royal Swedish Academy of Sciences

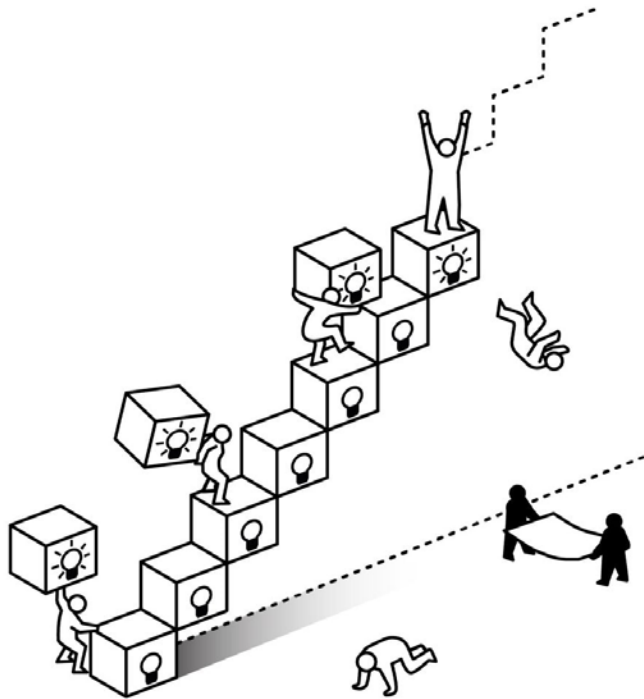
- ในปี 2025 รางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ตกเป็นของ Joel Mokyr, Philippe Aghion และ Peter Howitt สำหรับผลงานที่อธิบายว่า “นวัตกรรมเป็นหัวใจของการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน” ผ่านทั้งหลักฐานเชิงประวัติศาสตร์และแบบจำลองเชิงคณิตศาสตร์
- คณะกรรมการโนเบลระบุว่า มนุษย์เพิ่งเข้าสู่ยุค “การเติบโตอย่างต่อเนื่อง” (sustained growth) ในช่วงสองศตวรรษที่ผ่านมา ซึ่งตรงข้ามกับประวัติศาสตร์ส่วนใหญ่ที่เต็มไปด้วย “ความชะงักงัน” (stagnation) — การค้นคว้าของ Mokyr, Aghion และ Howitt ชี้ให้เห็นว่าสิ่งที่ทำให้เราหลุดจากวงจรนั้น คือ กระบวนการนวัตกรรมที่สั่งสมอย่างต่อเนื่อง (self-generating innovation process)
- Joel Mokyr แสดงให้เห็นว่า “ความรู้เชิงวิทยาศาสตร์” คือจุดเปลี่ยนสำคัญที่ทำให้นวัตกรรมสามารถต่อยอดได้อย่างยั่งยืน โดยสังคมต้อง “เปิดรับการเปลี่ยนแปลง” และ “เข้าใจเหตุผลเชิงกลไก” ของเทคโนโลยีที่สร้างขึ้น
- Aghion และ Howitt (1992) เสนอแบบจำลอง “Creative Destruction” ที่ต่อยอดมาจากแนวคิดของ Joseph Schumpeter ซึ่งอธิบายว่าทุกครั้งที่เทคโนโลยีใหม่เข้ามาแทนของเก่า จะทำให้เกิดทั้งความสูญเสีย (บริษัทเก่าถูกแทนที่) และความก้าวหน้า (ผลิตภาพของระบบโดยรวมเพิ่มขึ้น)
- แนวคิดนี้ไม่เพียงอธิบายเศรษฐกิจในอดีต แต่ยังเป็นแผนที่นำทางที่สำคัญในการมองโลกปัจจุบันที่ AI กำลังเข้ามามีบทบาทต่อการสร้างมาตรฐานผลิตภาพใหม่ รวมถึงสมรภูมินวัตกรรมที่กำลังพัฒนากลายเป็นความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์



# โลกกำลังอยู่ในช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อของประวัติศาสตร์เศรษฐกิจอีกครั้ง - กระบวนการ Creative Destruction กำลังทำงาน



นวัตกรรมใหม่ ๆ ถูกสร้างขึ้นบนพื้นฐานของนวัตกรรมก่อนหน้า และเข้ามาแทนที่สิ่งเดิมผ่านกระบวนการ creative destruction กระบวนการนี้เองที่ก่อให้เกิดการเติบโตทางเศรษฐกิจ และเมื่อเวลาผ่านไปได้เปลี่ยนแปลงโครงสร้างของสังคม



Source: Johan Jarnestad/The Royal Swedish Academy of Sciences

- โลกในปัจจุบันกำลังอยู่ในช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อของประวัติศาสตร์เศรษฐกิจอีกครั้ง จุดเปลี่ยนที่คล้ายกับยุคปฏิวัติอุตสาหกรรมครั้งแรก แต่ในคราวนี้ เทคโนโลยีที่เป็นศูนย์กลางของการเปลี่ยนผ่านคือ “ปัญญาประดิษฐ์ (Artificial Intelligence)”
- AI ไม่ได้เป็นเพียงเครื่องมือช่วยประสิทธิภาพ แต่กำลัง เปลี่ยนโครงสร้างการผลิต ความรู้ และแรงจูงใจทางเศรษฐกิจ อย่างลึกซึ้งบริษัทที่ปรับตัวกันจะสามารถเพิ่มผลิตภาพได้อย่างก้าวกระโดด ขณะที่ผู้เล่นเดิมที่ยึดติดกับเทคโนโลยีแบบเก่าอาจถูกแทนที่ภายในเวลาไม่กี่ปี นี่คือภาพจริงของ Creative Destruction ที่ Aghion และ Howitt เคยอธิบายไว้เมื่อกว่า 30 ปีก่อน
- ในเชิงแบบจำลองของ Aghion-Howitt นี่คือการกระบวนการที่บริษัทใหม่เกิดขึ้นจาก “การใช้ AI เป็นเครื่องมือสร้างนวัตกรรม” ขณะเดียวกัน บริษัทเก่าที่ไม่ปรับตัวจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน destruction ที่เปิดทางให้ creation ของระบบใหม่
- การที่เศรษฐกิจที่อิงเทคโนโลยีเก่าจะหายไปเป็นสิ่งหลีกเลี่ยงไม่ได้ เหมือนรถที่มาแทนม้า หรือ กล้องดิจิทัลที่แทนฟิล์ม แต่ประวัติศาสตร์พิสูจน์เสมอว่า “การสิ้นสุดของสิ่งหนึ่ง คือการเริ่มต้นของสิ่งที่ยิ่งใหญ่กว่า” ทุกครั้งที่เทคโนโลยีใหม่เกิดขึ้น มันอาจทำลายบางอย่าง แต่ก็สร้างโลกใหม่ที่มีประสิทธิภาพกว่า เปิดโอกาสกว้างกว่า และผลักดันเศรษฐกิจให้ก้าวไปอีกระดับ ในทำนองเดียวกัน การมาถึงของ AI กำลังทำลายขอบเขตเดิมของงาน ความรู้ และมูลค่า แต่ก็เปิดประตูสู่ระบบเศรษฐกิจแบบใหม่ที่ใช้ “ข้อมูล” และ “ความคิดสร้างสรรค์ของมนุษย์” เป็นทุนหลัก แทนทุนทางกายภาพในอดีต โลกอาจกำลังสูญเสียบางสิ่งไป แต่ก็เพื่อให้ได้สิ่งที่ยิ่งใหญ่กว่าเดิมกลับมาเสมอ

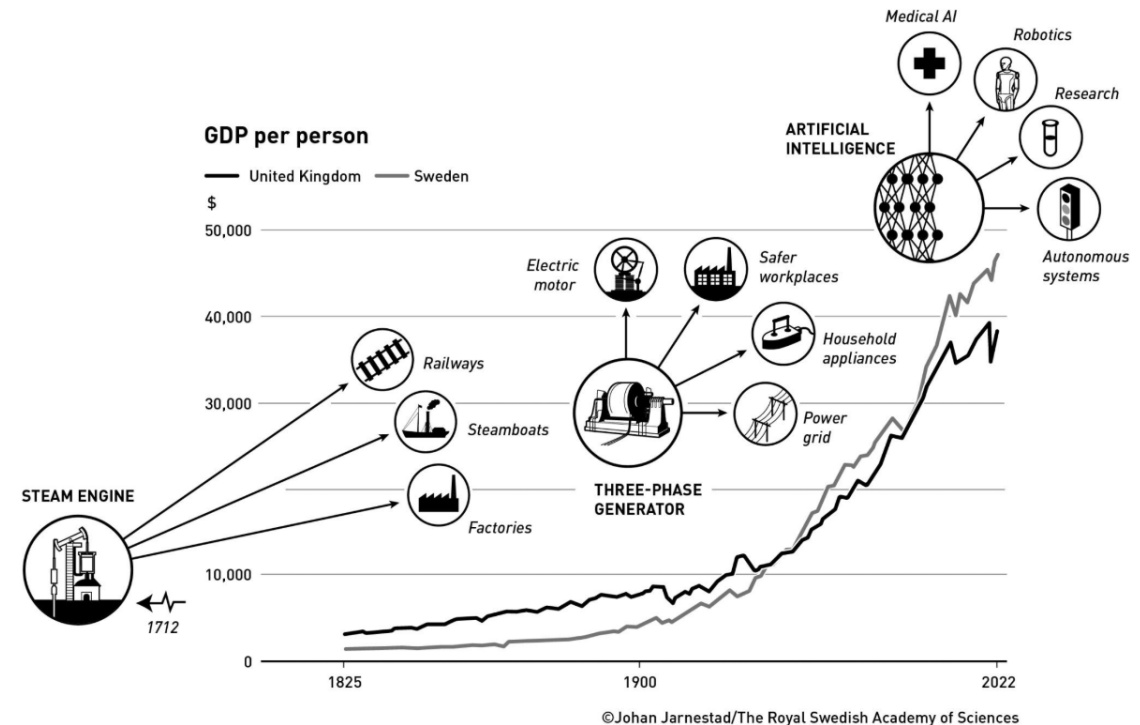


# ผลงานของสำคัญต่อมาของ Aghion และ Howitt อย่าง Endogenous Growth Theory บ่งชี้ว่านวัตกรรมและสถาบันคือรากฐานของการเติบโตในระยะยาว



- อีกหนึ่งผลงานสำคัญของ Aghion และ Howitt คือ Endogenous Growth Theory (MIT Press, 1998) ซึ่งกลายเป็นงานคลาสสิกของเศรษฐศาสตร์ยุคใหม่ ทั้งคู่ได้ขยายแบบจำลอง Schumpeterian Growth ให้เชื่อมโยงกับ สถาบันทางเศรษฐกิจ นโยบายรัฐ และทุนมนุษย์ เพื่ออธิบายว่าการเติบโตอย่างยั่งยืน ไม่ได้เกิดจากเทคโนโลยีเพียงอย่างเดียว แต่ต้องอาศัย โครงสร้างสถาบันที่เปิดให้เกิดการแข่งขันและการสร้างสรรค์อย่างต่อเนื่อง
- งานปี 1998 นี้ถือเป็นการต่อยอดจากความพยายามอธิบาย “กลไกของการเติบโตทางเศรษฐกิจ” ที่เป็นโจทย์ใหญ่ของเศรษฐศาสตร์มาตลอดศตวรรษ ตั้งแต่ Solow (1956) ที่มองการเติบโตมาจากทุนและแรงงาน ไปจนถึง Romer (1986, 1990) ที่ชี้ว่าความรู้และนวัตกรรมเป็นกลไกภายในของระบบเศรษฐกิจ ก่อนที่ Aghion-Howitt (1992, 1998) จะยกระดับแนวคิดเหล่านี้ให้กลายเป็น กระบวนการสร้างสรรค์ที่ขับเคลื่อนโดยการแข่งขันทางเทคโนโลยีและสถาบันที่เอื้อต่อการเปลี่ยนแปลง
- วิวัฒนาการจาก Solow สู่ Romer และสู่ Aghion-Howitt (1992, 1998) จึงไม่ใช่เพียง เส้นทางของทฤษฎี แต่คือการเปลี่ยนมุมมองของเศรษฐศาสตร์จากการมอง “ทุน” เป็นหัวใจของการเติบโตสู่การตระหนักว่า “นวัตกรรมและสถาบัน” คือรากฐานที่สำคัญของการเติบโตในระยะยาว

นวัตกรรมทางเทคโนโลยีและความก้าวหน้าทางวิทยาศาสตร์ต่างต่อยอดกันอย่างต่อเนื่องในวัฏจักรที่ไม่สิ้นสุด

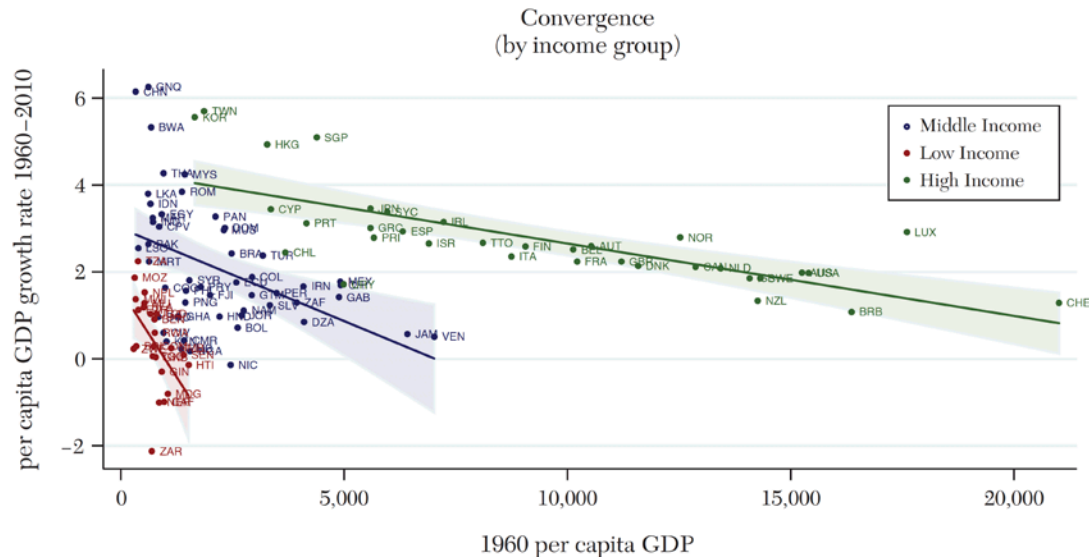


Data: Maddison Project Database 2023 with underlying sources from Broadberry et al. (2015), Krantz (2017), Schön and Krantz (2015).  
Source: Johan Jarnestad/The Royal Swedish Academy of Sciences

# ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ สามารถอธิบายปรากฏการณ์ในปัจจุบันได้เป็นอย่างดี - The Distance to Frontier: China's Growth Engine in Transition



กราฟแสดงความสัมพันธ์ระหว่างรายได้ต่อหัว (GDP per capita) ของแต่ละประเทศในปี 1960 กับอัตราการเติบโตของรายได้ต่อหัวในช่วงปี 1960-2010 เส้นแนวโน้มที่มีความชันลงในแต่ละกลุ่มรายได้สะท้อนให้เห็นว่า ประเทศที่ยากจนที่สุดภายในกลุ่ม มีแนวโน้มจะเติบโตเร็วขึ้นและ “ตามทัน” ประเทศอื่น ๆ ในกลุ่มของตนเอง นี่คือนั่นที่เรียกว่า การบรรจบกันทางเศรษฐกิจภายในคลับ (club convergence)



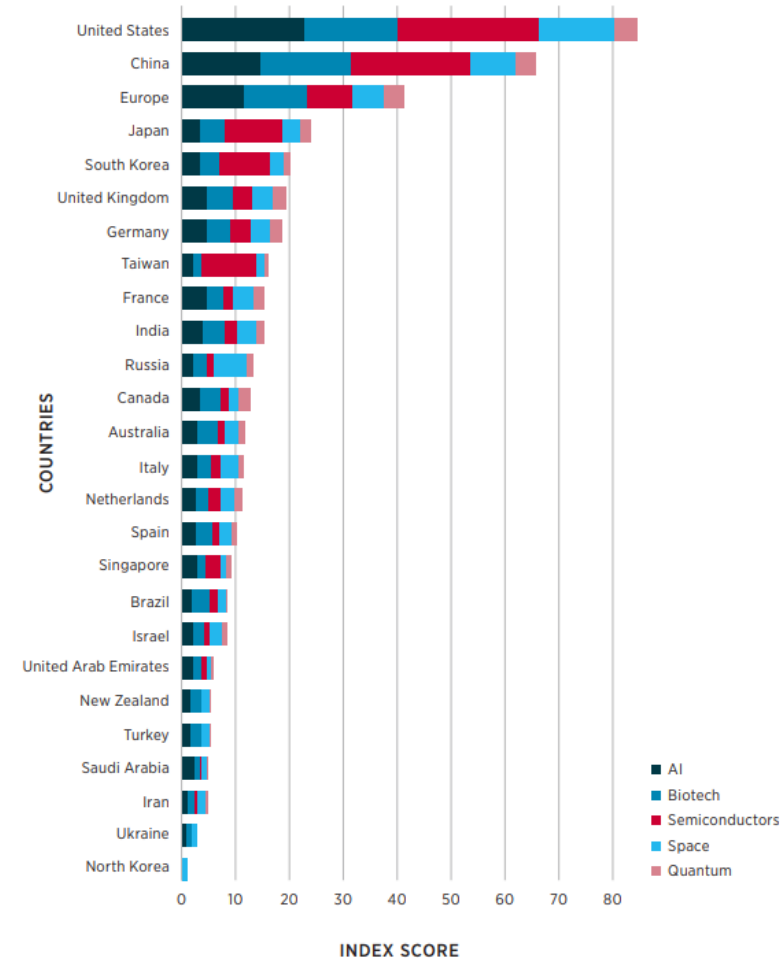
Source: Johnson and Papageorgiou (2020)

- หลังจากงาน ต่อมา Aghion ยังได้ต่อยอดแนวคิดของเค้าในงานคลาสสิก ของสาย Economic Development อย่าง “Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth” (2006) ที่เขียนร่วมกับ Daron Acemoglu ผู้ซึ่งได้รับรางวัลโนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปีก่อน (2024) จากการศึกษาว่า สถาบัน (institutions) ส่งผลต่อความเจริญรุ่งเรืองอย่างไร และ Fabrizio Zilibotti ซึ่งวางรากฐานให้แนวคิดเชิงนโยบายของการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศกำลังพัฒนาในปัจจุบัน งานชิ้นนี้ที่มีรากฐานจากแนวคิด Theory of Convergence ที่พัฒนามาตั้งแต่ Solow (1956) เสนอว่า เส้นทางการเติบโตของประเทศไม่ได้เหมือนกันทั้งหมด ประเทศที่ยัง “ห่างจากเส้นขอบนวัตกรรมโลก” (technological frontier) สามารถเติบโตได้เร็วจากการ “ลอกเลียนและปรับใช้เทคโนโลยีที่มีอยู่แล้ว” ซึ่งเรียกว่า catch-up growth แต่เมื่อเข้าใกล้เส้นขอบมากขึ้น กลไกนี้จะเริ่มหมดประสิทธิภาพ และประเทศจะต้องเปลี่ยนยุทธศาสตร์จาก “การเลียนแบบ” สู่ “การสร้างนวัตกรรมของตนเอง” (frontier innovation)
- แนวคิดนี้อธิบายสิ่งที่กำลังเกิดขึ้นในโลกปัจจุบันอย่างแม่นยำ โดยเฉพาะในกรณีของ จีน ที่ตลอดสองทศวรรษที่ผ่านมาเติบโตอย่างก้าวกระโดดจาก catch-up effect ผ่านการถ่ายโอนเทคโนโลยีจากตะวันตก แรงงานราคาถูก และการอัดฉีดการลงทุนภาครัฐ แต่เมื่อจีนเข้าใกล้ขอบเทคโนโลยีมากขึ้น เครื่องยนต์แบบเดิมเริ่มหมดประสิทธิภาพ และประเทศจึงต้อง “เปลี่ยนเกียร์” จากการเป็นผู้ตาม (imitator) สู่การเป็นผู้สร้าง (innovator)
- สิ่งที่ Acemoglu, Aghion และ Zilibotti เขียนไว้เมื่อเกือบยี่สิบปีก่อน กำลังปรากฏขึ้นจริงในวันนี้ เมื่อ catch-up effect ของจีนกำลังสิ้นสุดลง การเติบโตระยะถัดไปจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการ สร้างนวัตกรรมด้วยตนเอง เพื่อผลักดันประเทศเข้าสู่เขตนวัตกรรมเทคโนโลยี

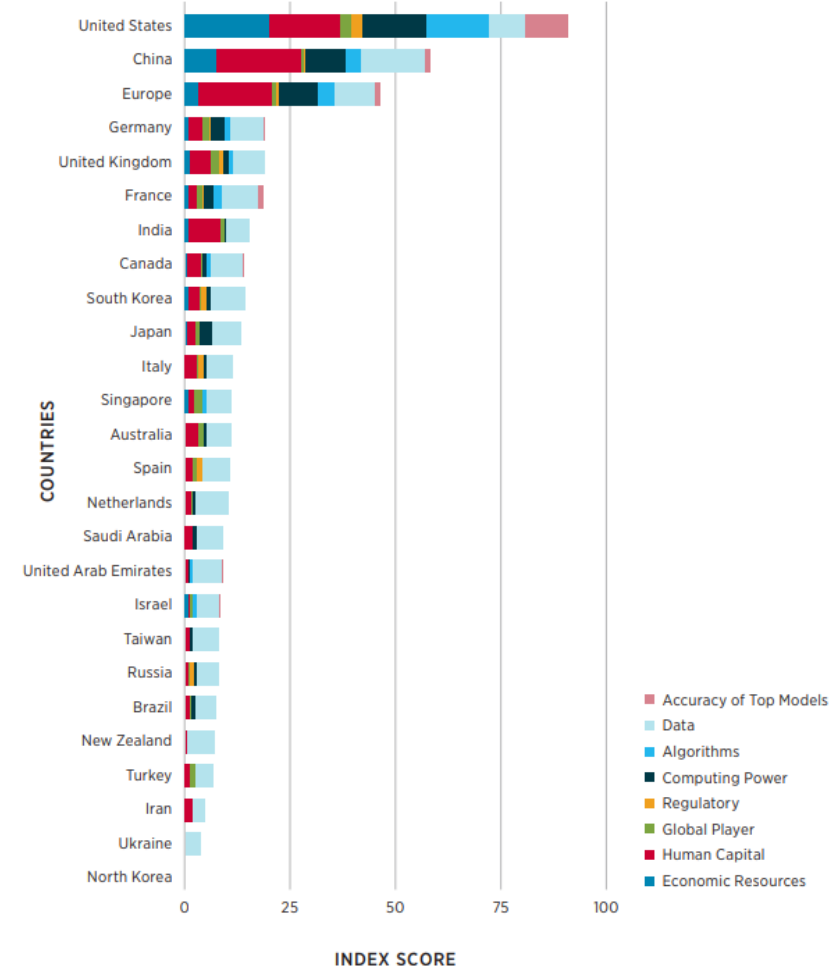
# จีนเข้าใกล้ขอบเทคโนโลยีมากขึ้นประเทศจึงต้อง “เปลี่ยนเกียร์” จาก การเป็นผู้ตาม (imitator) สู่การเป็นผู้สร้าง (innovator)



Critical and Emerging Technology Index (CETI)



CETI: Artificial Intelligence



# Thucydides's Trap Revisited: From Peloponnesian War to the Silicon War



## กรณีศึกษากับดักมหาอำนาจ: Thucydides's Trap

| No | Period                                                     | Ruling Power                               | Rising Power   | Domain                                                                   | Result |
|----|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------|--------------------------------------------------------------------------|--------|
| 1  | Late 15 <sup>th</sup> century                              | Portugal                                   | Spain          | Global empire and trade                                                  | No war |
| 2  | First half of 16 <sup>th</sup> century                     | France                                     | Habsburgs      | Land power in western Europe                                             | War    |
| 3  | 16 <sup>th</sup> and 17 <sup>th</sup> centuries            | Habsburgs                                  | Ottoman Empire | Land power in central and eastern Europe, sea power in the Mediterranean | War    |
| 4  | First half of 17 <sup>th</sup> century                     | Habsburgs                                  | Sweden         | Land and sea power in northern Europe                                    | War    |
| 5  | Mid-to-late 17 <sup>th</sup> century                       | Dutch Republic                             | England        | Global empire, sea power, and trade                                      | War    |
| 6  | Late 17 <sup>th</sup> to mid-18 <sup>th</sup> centuries    | France                                     | Great Britain  | Global empire and European land power                                    | War    |
| 7  | Late 18 <sup>th</sup> and early 19 <sup>th</sup> centuries | United Kingdom                             | France         | Land and sea power in Europe                                             | War    |
| 8  | Mid-19 <sup>th</sup> century                               | France and United Kingdom                  | Russia         | Global empire, influence in Central Asia and eastern Mediterranean       | War    |
| 9  | Mid-19 <sup>th</sup> century                               | France                                     | Germany        | Land power in Europe                                                     | War    |
| 10 | Late 19 <sup>th</sup> and early 20 <sup>th</sup> centuries | China and Russia                           | Japan          | Land and sea power in East Asia                                          | War    |
| 11 | Early-20 <sup>th</sup> century                             | United Kingdom                             | United States  | Global economic dominance and naval supremacy in the Western Hemisphere  | No war |
| 12 | Early-20 <sup>th</sup> century                             | United Kingdom supported by France, Russia | Germany        | Land power in Europe and global sea power                                | War    |
| 13 | Mid-20 <sup>th</sup> century                               | Soviet Union, France, UK                   | Germany        | Land and sea power in Europe                                             | War    |
| 14 | Mid-20 <sup>th</sup> century                               | United States                              | Japan          | Sea power and influence in the Asia-Pacific region                       | War    |
| 15 | 1940s–1980s                                                | United States                              | Soviet Union   | Global power                                                             | No war |
| 16 | 1990s–present                                              | United Kingdom and France                  | Germany        | Political influence in Europe                                            | No war |

Source: Belfer Center for Science and International Affairs. Harvard Kennedy School.

- การที่จีนสามารถไล่ตามเส้นขอบเทคโนโลยีโลกได้ภายในเวลาไม่ถึงสามทศวรรษ ไม่เพียงสร้างความเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ แต่ยังสิ้นสະเทือนโครงสร้างอำนาจโลกอย่างรุนแรง การ “catch up” ของจีนจึงไม่ใช่แค่เรื่องเศรษฐกิจ แต่เป็นการท้าทายอำนาจนำทางเทคโนโลยีและภูมิรัฐศาสตร์ของสหรัฐฯ
- โดยตรงนี่คือจุดเริ่มต้นของสิ่งที่นักประวัติศาสตร์ชาวกรีก Thucydides เคยกล่าวไว้เมื่อกว่า 2,000 ปีก่อนว่า “สิ่งที่ทำให้เกิดสงคราม คือความกลัวของอำนาจเดิมต่อการผงาดขึ้นของอำนาจใหม่” ปรากฏการณ์ที่ภายหลังถูกเรียกว่า Thucydides Trap
- ในอดีต เมื่อ เอเธนส์ ผงาดขึ้นมาท้าทาย สปาร์ตา ซึ่งเป็นมหาอำนาจเดิม ความหวาดระแวงระหว่างสองฝ่ายได้จุดชนวนให้เกิดสงครามเพโลพอนนีเซียนอันยืดเยื้อกว่า 30 ปี และทำลายทั้งสองนครรัฐในที่สุดปัจจุบัน โลกกำลังฉายภาพสะท้อนนั้นอีกครั้ง เพียงแต่สนามรบในศตวรรษที่ 21 ไม่ได้อยู่บนผืนดินหรือทะเล หากแต่เป็นใน “ห้วงโซ่เทคโนโลยี” ตั้งแต่ชิปเซมิคอนดักเตอร์ ปัญญาประดิษฐ์ ไปจนถึงการควบคุมข้อมูลและมาตรฐานทางดิจิทัล
- สงครามครั้งใหม่นี้จึงไม่ใช่การสู้รบด้วยกำลัง แต่คือ สงครามเทคโนโลยี (Technology War) สหรัฐฯ ใช้นโยบายจำกัดการส่งออกเทคโนโลยีขั้นสูง เพื่อชะลอการพัฒนาของจีน ขณะที่จีนตอบโต้ด้วยการควบคุมการส่งออก rare earths และเร่งสร้างระบบเทคโนโลยีของตนเอง ตั้งแต่เซมิคอนดักเตอร์จนถึงระบบปัญญาประดิษฐ์ (AI ecosystem)
- ต่างฝ่ายต่างพยายามรักษาความได้เปรียบเชิงยุทธศาสตร์ ฝ่ายหนึ่งป้องกันไม่ให้อีกฝ่าย “ไล่ทัน” ขณะที่อีกฝ่ายพยายาม “แซงหน้า” ด้วยการเร่งนวัตกรรมจากภายในนั้นทำให้ Thucydides Trap ในศตวรรษที่ 21 ไม่ได้จบลงด้วยการทำสงครามทางทหารเหมือนในยุคโบราณ แต่อาจกลายเป็น สงครามแห่งการสะสมเทคโนโลยีและนวัตกรรม ที่ยืดเยื้อยาวนานสงครามที่ไม่มีใครแพ้ในทันที แต่ทุกฝ่ายต้องจ่ายราคาของ “ความหวาดระแวงร่วมกัน” ไปอีกนาน

# China's Next Growth Blueprint: From Catch-Up to Creation



- ในวันที่ 20-23 ต.ค. จีนจะจัดการประชุม 4<sup>th</sup> Plenum ซึ่งเป็นเวทีสำคัญในการกำหนดแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติฉบับที่ 15 (2026-2030) แผนห้าปีที่จะกำหนดทิศทาง การเติบโตของจีนในทศวรรษหน้า ท่ามกลางบริบทที่ catch-up effect จากการถ่ายโอนเทคโนโลยีและแรงงานราคาต่ำเริ่มหมดพลัง และประเทศต้องเปลี่ยนผ่านจาก “การเลียนแบบ” สู่ “การสร้างนวัตกรรมด้วยตนเอง”
- เรามองว่าแผนห้าปีฉบับใหม่นี้จะสะท้อนยุทธศาสตร์หลัก 3 ด้าน
  1. การผลักดันนวัตกรรม (Innovation-led Growth) ตามแนวคิดของ Endogenous Growth ของ Aghion และ Howitt ที่มองว่าการเติบโตระยะยาวต้องอาศัยนวัตกรรมเป็นสำคัญ จีนจึงต้องพัฒนา innovation ecosystem ให้ครบวงจร ตั้งแต่การสนับสนุน สตาร์ทอัพและ R&D ไปจนถึงการยกระดับทุนมนุษย์ เพื่อขับเคลื่อนประเทศเข้าสู่แนวหน้า นวัตกรรมโลก
  2. การพึ่งพาตนเองและความมั่นคงทางเทคโนโลยี (Self-reliance and Strategic Security) แนวทางนี้สะท้อนความคิดของ Mokyr รวมถึง Acemoglu ที่ชี้ว่า การเติบโตอย่างยั่งยืนต้องมีสถาบันที่ปกป้องและสร้างองค์ความรู้ในประเทศ จีนจึงเร่งเสริมความมั่นคงของห่วงโซ่เทคโนโลยี ตั้งแต่การผลิตวัสดุขั้นพื้นฐานอย่าง rare earths ไปจนถึงการ ออกแบบชิปและระบบ AI เพื่อรักษาอธิปไตยทางเทคโนโลยี ท่ามกลางความตึงเครียดที่ทวีขึ้นกับสหรัฐฯ
  3. การปรับโครงสร้างเศรษฐกิจสู่การบริโภคในประเทศ (Domestic Demand Rebalancing) การบริโภคภายในประเทศไม่ได้เพียงสร้างสมดุลทางเศรษฐกิจ แต่ยังเป็น “แรงขับเคลื่อนนวัตกรรม” เพราะตลาดที่ขับเคลื่อนด้วยผู้บริโภคจะกระตุ้นให้ธุรกิจคิดค้นสินค้าและบริการใหม่อย่างต่อเนื่อง
- ทั้งหมดนี้สะท้อนว่า จีนกำลังพยายามออกแบบเส้นทางการเติบโตระยะใหม่ให้สอดคล้องกับกรอบคิดของ Mokyr, Aghion, Howitt รวมถึง Acemoglu การเติบโตที่ขับเคลื่อนด้วย นวัตกรรม สถาบัน และความมั่นคงทางเทคโนโลยี เพื่อหลุดพ้นจากกับดักของการพึ่งพา และก้าวสู่ยุคของ “การสร้างนวัตกรรมอย่างแท้จริง” ในศตวรรษแห่งสงครามเทคโนโลยี
- Joseph Schumpeter ผู้เป็นรากฐานทางความคิดให้กับนักเศรษฐศาสตร์รางวัลโนเบลทั้งใน ปี 2024 และ 2025 ซึ่งได้เขียนไว้ในหนังสือ Capitalism, Socialism and Democracy (1942) ว่า “Capitalism ... is by nature a form or method of economic change and not only never is but never can be stationary.” หรือในภาษาไทยว่า “ทุนนิยม โดยธรรมชาติแล้ว คือกระบวนการแห่งการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ มันไม่เคยหยุดนิ่ง และไม่มีวันหยุดนิ่งได้เลย”
- เรามองว่า กระบวนการ creative destruction และการแข่งขันทางเทคโนโลยีกำลังเคลื่อนไปข้างหน้าอย่างไม่หยุดนิ่ง เปลี่ยนทั้งโครงสร้างเศรษฐกิจและภูมิรัฐศาสตร์โลกให้หมุนตามวัฏจักรของ “การเกิดขึ้น ตั้งอยู่ และดับไป” อย่างที่ Schumpeter เคยบรรยายไว้เมื่อ กว่าแปดทศวรรษก่อน.



# กำเนิดจักรวาลใหม่ แห่งการลงทุน

ครบทุกเรื่อง ทั้งเครื่องมือ ข้อมูล  
เพื่อคว้าทุกโอกาสการลงทุนทั่วโลก

Win Your Way with Precision Tools, Powerful Insight.





ทีมผู้จัดทำ

**ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์**

หัวหน้านักวิจัยเศรษฐกิจ

**สิทธิวัฒน์ เจริญสภาพร**

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ Equity Strategy Team



**Cafe  
iNVEST**

แหล่งรวมข้อมูลการลงทุนโดย InnovestX พร้อมเสิร์ฟให้ต้นตอทุกเรื่องต้องรู้เพื่อการลงทุน

[www.innovestx.co.th/cafeinvest](http://www.innovestx.co.th/cafeinvest)



**innovest<sup>x</sup>**  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX



## Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือ สมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่ จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจ 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 ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ 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 โอเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทความวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการ เชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจาก แหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด





## CG Rating 2024 Companies with CG Rating

### Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTec, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG\*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

### Companies with Very Good CG Scoring

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

### Companies with Good CG Scoring

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

### 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 2023 to 28 October 2024) is publicized.

\*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

## Anti-corruption Progress Indicator

### Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

### Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

### N/A

24CS, 88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EFORL, EKH, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, 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 May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.