



Macro Making Sense

- การพุ่งขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตร: ความเสี่ยงที่ InnovestX เตือนไว้ กำลังกลายเป็นจริง

บทสรุป การพุ่งขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตร: ความเสี่ยงที่ InnovestX เตือนไว้ กำลังกลายเป็นจริง



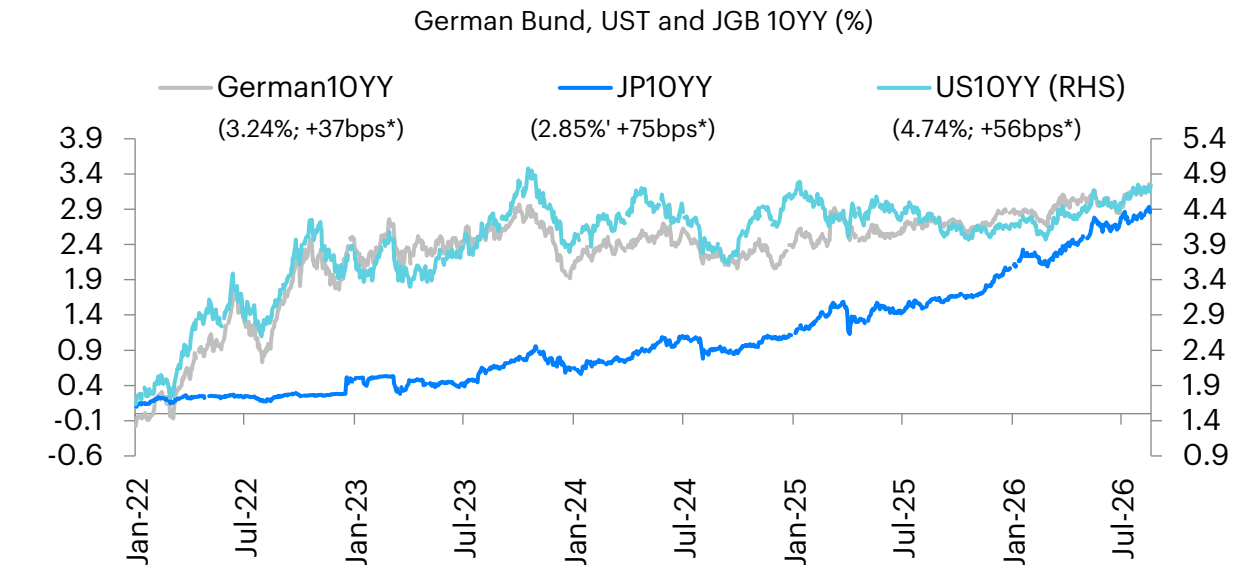
- **ตั้งแต่ต้นปี 2026 ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับขึ้นพร้อมกันทั่วโลก** สหรัฐฯ อายุ 10 ปีเพิ่ม 56 bps สู่ 4.74% เยอรมนีเพิ่ม 37 bps สู่ 3.24% และญี่ปุ่นเพิ่มแรงสุด 75 bps สู่ 2.85% ขณะที่ 30 ปีสหรัฐฯ แตะ 5.34% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2007 การปรับขึ้นสวนทางข้อมูลเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง บ่งชี้ว่าแรงขับเคลื่อนมาจากปริมาณพันธบัตรใหม่และความเสี่ยงการคลัง ไม่ใช่วัฏจักรเศรษฐกิจ จนกระทรวงการคลังสหรัฐฯ ต้องแทรกแซงนอกปกติเมื่อ 19 ส.ค. โดยเพิ่มวงเงินซื้อคืนพันธบัตรอายุ 10-30 ปี จาก 2,000 ล้านดอลลาร์เป็นอย่างน้อย 4,000 ล้านดอลลาร์ต่อครั้ง มีผล 9 ก.ย. - 4 พ.ย. 2026
- **InnovestX มองว่านี่เป็นความเสี่ยงเชิงโครงสร้างจาก term premium ที่สูงขึ้น** ตรงกับธีม 2026: Year of Fiscal Risk ในหนังสือกลยุทธ์ "Riding the Wild Horse" ซึ่งเราประเมินว่าฐานะการคลังทั่วโลกจะเปราะบางขึ้น จากการใช้จ่ายของภาครัฐที่เพิ่มขึ้นหลังโควิด นโยบายประชานิยมที่สร้างภาระระยะยาว ความเสี่ยงนี้เห็นได้ชัดในสหรัฐฯ จากหนี้สาธารณะที่ทะลุ 40 ล้านล้านดอลลาร์ ขณะที่คำวินิจฉัยศาลสูงสุดเรื่อง IEEPA ทำให้ CBO ปรับลดประมาณการรายได้ศุลกากรสุทธิราว 250,000 ล้านดอลลาร์ ส่งผลให้การขาดดุลงบกลางปีนี้มีแนวโน้มสูงกว่าคาดอีกทั้งการลดการส่งสัญญาณล่วงหน้าของประธาน Fed Kevin Warsh ซึ่งเพิ่มความไม่แน่นอนต่อทิศทางนโยบายการเงินและผลักดัน term premium ให้สูงขึ้น
- **กรณีฐานของเราคือผลตอบแทนค้างอยู่ในระดับสูงและผันผวน** โดยเราปรับเพิ่มคาดการณ์ 10 ปีสหรัฐฯ สั้นปีเป็น 4.8% จาก 4.70% ภายใต้ดอกเบี้ยนโยบายคงที่ 3.63%
- **InnovestX มองว่าระดับ 5.0% ของ 10 ปี และ 5.5% ของ 30 ปีเป็น benchmark สำคัญ** หากไม่ขึ้นเหนือ 5% ยาวนานสถานการณ์ยังควบคุมได้ แต่หากเกิน 5% ต่อเนื่องอาจทำให้ตลาดตกต่ำลงคล้ายปี 2023 ได้
- **ทั้งนี้ต้นตอของการพุ่งขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตร ทั้งราคาพลังงาน เงินเฟ้อ และการขาดดุลงบกลางที่เพิ่มขึ้นเพื่อบกบาทคือสงคราม** ซึ่งเป็นปัจจัยที่ย้อนกลับได้ **หากสงครามยุติลงและช่องแคบฮอร์มุซกลับมาเปิด แรงกดดันจะคลายพร้อมกันทุกด้าน**
- **ด้านญี่ปุ่น ผลตอบแทนขึ้นจาก 2.10% สู่ 2.85% จากสามแรงกดดัน** ที่มาบรรจบกัน ทั้ง (1) **BOJ ยุตินโยบาย ZIRP และ YCC รวมถึงการลดขนาด Balance Sheet** (2) **แผนลดภาษีมูลค่าเพิ่มอาหาร** จาก 8% เหลือ 1% ที่ทำให้รายได้หายราว 5 ล้านล้านเยนต่อปี หรือ 0.8% ของ GDP และ (3) **นักลงทุนต่างชาติที่มีสัดส่วนซื้อขาย 65% กลายเป็นผู้กำหนดราคา** ทำให้ 30 ปีขึ้นแตะ 4.1% จากราว 3.4%
- **InnovestX มองว่าระดับที่ต้องจับตาคือ 3%** โดยหัวใจของปัญหาอยู่ที่เงื่อนไขเดียวคือความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการกู้ยืมกับการเติบโตในรูปตัวเงิน ซึ่งหมายความว่า**หากญี่ปุ่นรักษาการเติบโตบวกเงินเฟ้อให้สูงกว่าดอกเบี้ยเฉลี่ยได้ (ที่ 3% ขึ้นไป) กลไกที่เคยรองรับหนี้ระดับสูงมาสองทศวรรษก็จะยังทำงานต่อไป** และเนื่องจากญี่ปุ่นเป็นผู้ถือพันธบัตรสหรัฐฯ รายใหญ่ที่สุดและเป็นแหล่งเงินทุนต้นทุนต่ำของโลก ระดับ 3% ของญี่ปุ่นจึงสำคัญไม่น้อยกว่า 5% ของสหรัฐฯ

การพุ่งขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตร: ความเสี่ยงที่ InnovestX เตือนไว้ กำลังกลายเป็นจริง



- นับตั้งแต่ต้นปี 2026 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวปรับขึ้นพร้อมกันในประเทศเศรษฐกิจหลัก โดยผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 56 Basis Point (bps) สู่ 4.74% ของเยอรมนีเพิ่มขึ้น 37 Basis Point (bps) สู่ 3.24% และของญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นแรงที่สุดถึง 75 Basis Point (bps) สู่ 2.85% ซึ่งเป็นระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์
- การปรับขึ้นรอบนี้เร่งตัวขึ้นในสองเดือนหลังสวนทางกับข้อมูลเศรษฐกิจที่อ่อนแอลง โดยผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 30 ปีของสหรัฐฯ ขึ้นไปแตะ 5.34% สูงสุดนับตั้งแต่ปี 2007 สะท้อนว่าแรงขับมาจากปริมาณพันธบัตรที่ออกใหม่และความเสี่ยงด้านการคลัง ไม่ใช่วัฏจักรเศรษฐกิจ
- แรงกดดันดังกล่าวรุนแรงพอที่จะทำให้กระทรวงการคลังสหรัฐฯ ต้องแทรกแซงนอกปกติในปกติ เมื่อวันที่ 19 ส.ค. เพียงสองสัปดาห์หลังการประกาศแผนระดมทุนรายไตรมาสวันที่ 5 ส.ค. ด้วยการเพิ่มวงเงินซื้อคืนพันธบัตรเพื่อเสริมสภาพคล่อง (buyback) สำหรับพันธบัตรอายุ 10-30 ปี จากสูงสุด 2,000 ล้านดอลลาร์เป็นอย่างน้อย 4,000 ล้านดอลลาร์ต่อครั้ง มีผล 9 ก.ย. - 4 พ.ย. 2026

ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐ ญี่ปุ่น และเยอรมนี อายุ 10 ปี (%)



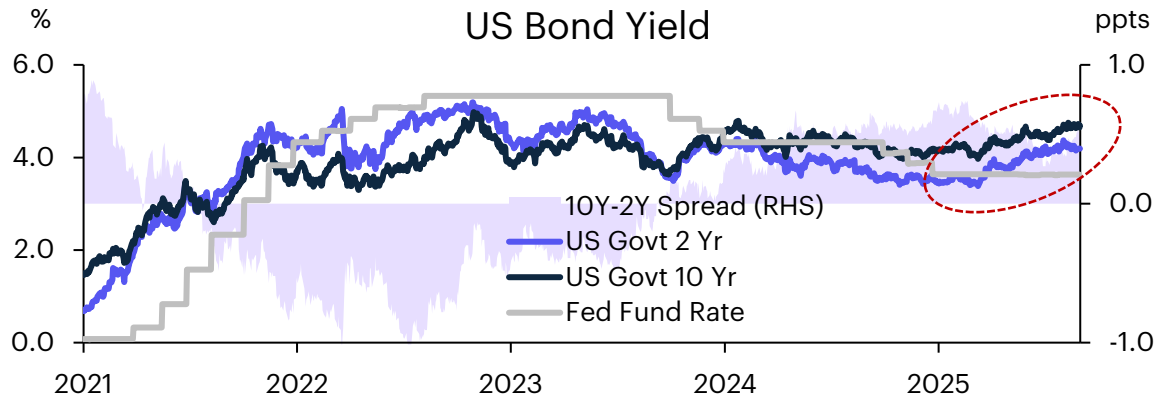
Note: * = YTD

Source: CEIC, InnovestX Investment Strategy & Research

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นในประเทศหลัก

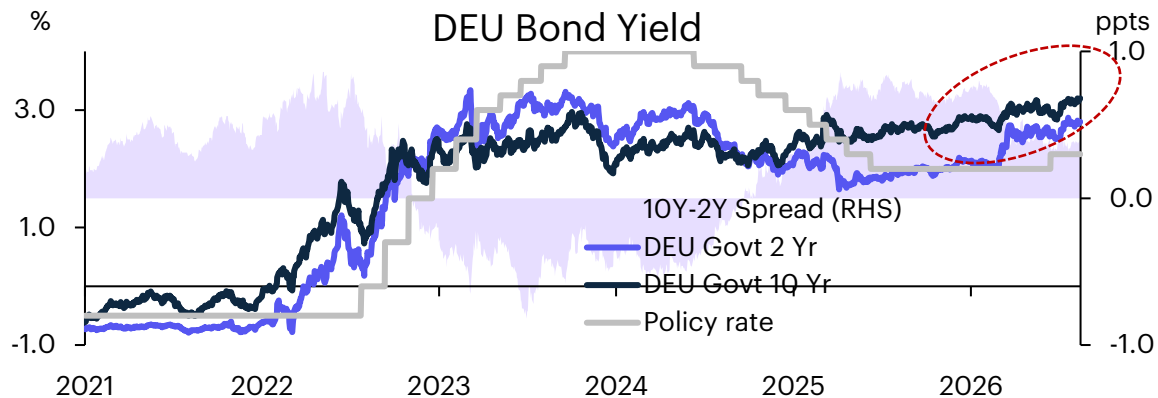


อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ



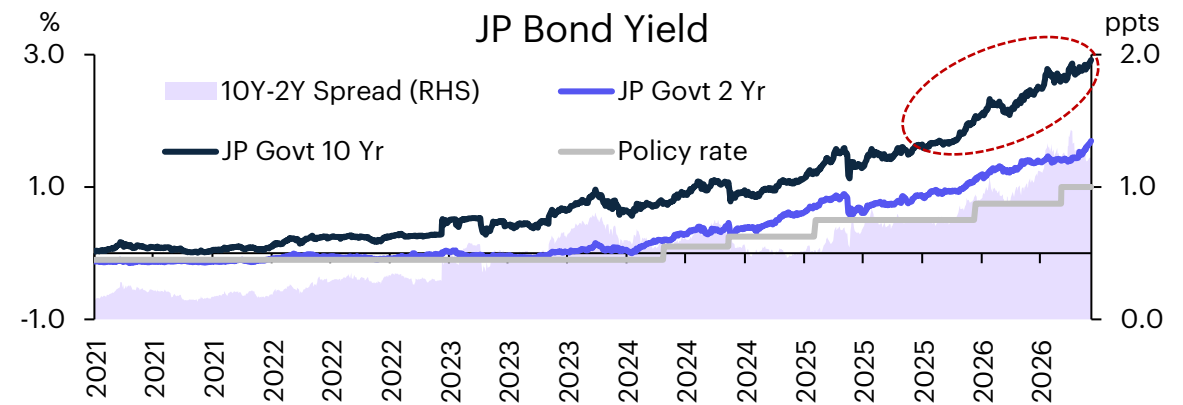
Source: CEIC, InnovestX Investment Strategy & Research

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเยอรมนี



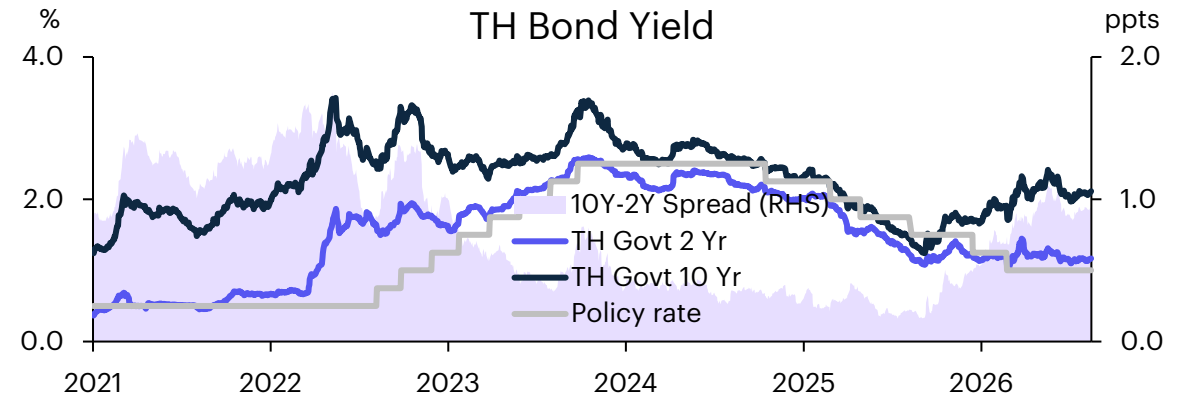
Source: CEIC, InnovestX Investment Strategy & Research

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่น



Source: CEIC, InnovestX Investment Strategy & Research

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย



Source: CEIC, InnovestX Investment Strategy & Research

จาก Yearbook สู่ความจริง



- ภาพความเสี่ยงที่ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับขึ้นต่อเนื่อง คือสิ่งที่เราวางไว้ตั้งแต่หนังสือกลยุทธ์ประจำปี 2026 "Riding the Wild Horse" ภายใต้ธีมปีแห่งความเสี่ยงทางการคลัง (2026: Year of Fiscal Risk) ซึ่งเราประเมินว่าฐานะการคลังทั่วโลกจะเปราะบางขึ้น จากการใช้จ่ายของภาครัฐที่เพิ่มขึ้นหลังโควิด นโยบายประชานิยมที่สร้างภาระระยะยาว และต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ความเสี่ยงนี้เห็นได้ชัดในสหรัฐฯ
- ณ ปัจจุบันหนี้สาธารณะสหรัฐฯ ทะลุ 40 ล้านล้านดอลลาร์เป็นครั้งแรก หรือราว 130% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศปีก่อน และภาระดอกเบี้ยจ่าย 11 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2026 อยู่ที่ 1.17 ล้านล้านดอลลาร์ เพิ่มขึ้น 15% จากช่วงเดียวกันปีก่อน จนเชงงบกลางใหม่และกลายเป็นรายจ่ายอันดับสามของงบประมาณ
- ประเด็นสำคัญเชิงกลยุทธ์คือ ความเสี่ยงนี้ เป็นความเสี่ยงระดับเศรษฐกิจมหภาคที่สามารถทำลายภาพระดับจุลภาคที่ยังดีอยู่ได้ กล่าวคือผลประกอบการบริษัทจดทะเบียนยังแข็งแกร่ง แต่หากดอกเบี้ยพันธบัตรที่เป็นฐานในการคำนวณผลตอบแทนในระยะยาว (Discount rate) ถูกปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว มูลค่าหุ้นจะถูกกดดันโดยที่กำไรไม่ได้ผดผาดเลย และอาจนำไปสู่ความปั่นป่วนของตลาดการเงินในวงกว้าง

2026 Yearbook ของ InnovestX ระบุว่าความเสี่ยงสูงสุดในปีนี้

Year of Fiscal Risk: ปีแห่งความเสี่ยงทางการคลัง - หนี้ภาครัฐพุ่ง ดอกเบี้ยยาวตื้อขึ้น สหรัฐฯ เป็นจุดศูนย์กลางความเสี่ยง



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

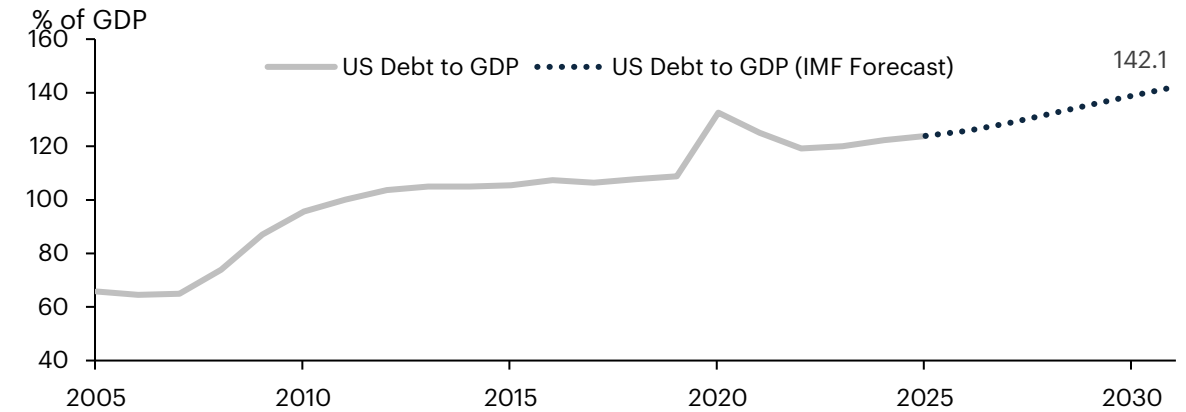
- ทั้งนี้ ในบรรดา 4 ความเสี่ยงหลักที่เราติดตาม คือ หนึ่ง วิกฤตหนี้สาธารณะ สอง ฟองสบู่ปัญญาประดิษฐ์แตก สาม วิกฤตน้ำมันและเงินเฟ้อ และสี่ สงครามการค้า เรากังวลความเสี่ยงแรกมากที่สุด เพราะเป็นความเสี่ยงเดียวที่ไม่มีกลไกปรับสมดุลในตัวเอง

InnovestX มองว่า การปรับขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรเป็นความเสี่ยงเชิงโครงสร้างมากกว่าความเสี่ยงเชิงวัฏจักร (ชั่วคราว)



- InnovestX มองว่า การปรับขึ้นของผลตอบแทนระยะยาวรอบนี้เป็นความเสี่ยงเชิงโครงสร้าง เนื่องจากปรับเพิ่มขึ้นแม้ตลาดคาดว่าโอกาสในการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ลดลง หลังจากเครื่องชี้ด้านเศรษฐกิจและเงินเฟ้อเริ่มชะลอลง บ่งชี้ว่านักลงทุนเรียกร้องส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการถือครองระยะยาว (term premium) เพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงด้านการคลัง เงินเฟ้อ และความไม่แน่นอนของนโยบายการเงิน ดังนี้
- ด้านการคลัง กองทุนการเงินระหว่างประเทศประเมินว่าการขาดดุลของรัฐบาลสหรัฐฯ จะอยู่ในช่วง 7-7.5% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ และหนี้รวมจะสูงกว่า 140% ภายในปี 2031 ขณะที่คำวินิจฉัยศาลสูงสุดเมื่อวันที่ 20 ก.พ. 2026 ว่ากฎหมายอำนาจฉุกเฉินทางเศรษฐกิจระหว่างประเทศ (IEEPA) ไม่ได้ให้อำนาจประธานาธิบดีในการเก็บภาษีศุลกากร ทำให้สำนักงบประมาณรัฐสภา (CBO) ปรับลดประมาณการรายได้ศุลกากรสุทธิปีงบประมาณ 2026 ลงราว 250,000 ล้านดอลลาร์ ในจังหวะที่รายจ่ายหลักปรับลดได้ยาก
 - นโยบายการเงิน หลังการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินสหรัฐฯ วันที่ 28-29 ก.ค. 2026 ซึ่งมีมติ 9 ต่อ 3 คงดอกเบี้ยที่ 3.50-3.75% โดยประธาน Kevin Warsh ลดการส่งสัญญาณทิศทางนโยบายล่วงหน้า ทำให้ตลาดต้องประเมินเส้นทางดอกเบี้ยด้วยตนเองมากขึ้น จึงเพิ่มความไม่แน่นอนว่าธนาคารกลางจะตอบสนองต่อข้อมูลเศรษฐกิจ
 - การลงทุนด้านปัญญาประดิษฐ์ ซึ่งกองทุนการเงินระหว่างประเทศประเมินว่าบริษัทเทคโนโลยีขนาดใหญ่ 10 รายอาจมีรายจ่ายลงทุนรวมราว 3 ล้านล้านดอลลาร์ถึงปี 2029 ผลักดันความต้องการเงินทุนและอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงตามธรรมชาติให้สูงขึ้น พร้อมกับความจำเป็นที่ต้องระดมเงินไปจากพันธบัตรรัฐบาลโดยตรง

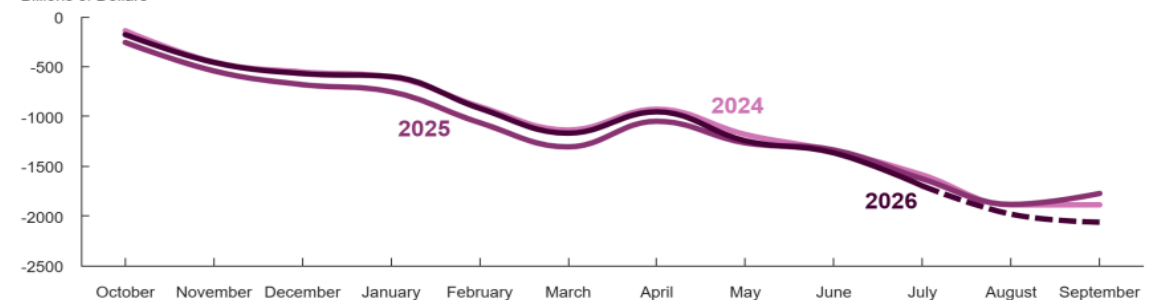
IMF ประเมินหนี้สาธารณะโลกมีแนวโน้มแตะ 100% ของ GDP ภายในปี 2029



CBO ประเมินการขาดดุลการคลังมีแนวโน้มมากขึ้นในปี 2026

Cumulative Monthly Deficits
Fiscal Years 2024 to 2026

Billions of Dollars



Data Sources: Congressional Budget Office; Department of the Treasury.
The values shown for July, August, and September 2026 are CBO's estimates.
Values for all months have been adjusted to exclude the effects of timing shifts.

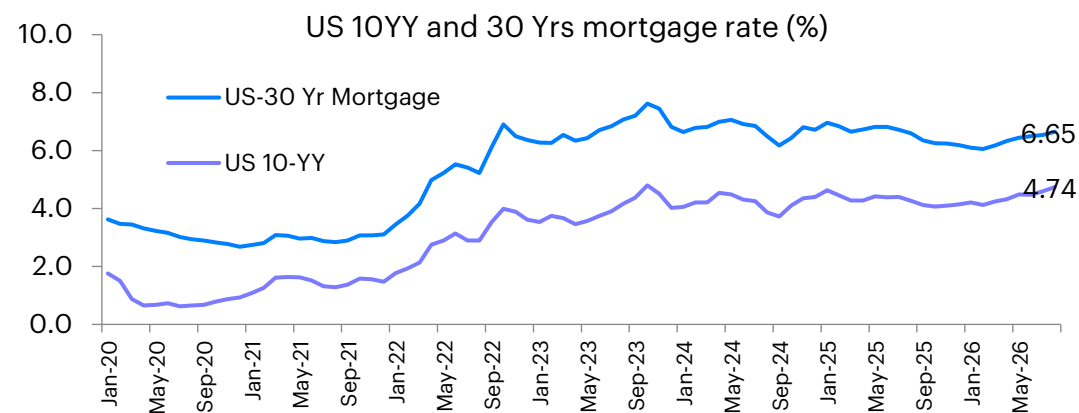
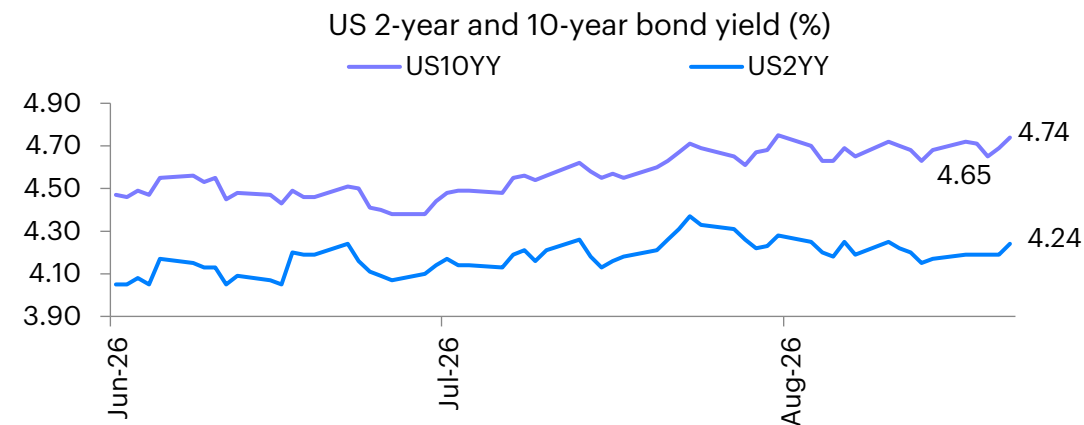
Source: IMF, CBO, InnovestX Investment Strategy & Research

สหรัฐ: จัปตา (1) ประสิทธิภาพมาตรการการคลัง (2) ผลของดอกเบี้ย พันธบัตรสู่เศรษฐกิจ



- สำหรับประเด็นที่ต้องจับตาในระยะต่อไป เรามองว่า ความเสี่ยงเฉพาะหน้าที่สุดคือ ประสิทธิภาพของมาตรการเพิ่มวงเงินซื้อคืนพันธบัตรที่มีผลระหว่างวันที่ 9 ก.ย. – 4 พ.ย. 2026 ที่มีจำกัด โดยในวันที่ประกาศผลตอบแทนพันธบัตรลดลง โดยอายุ 10 ปี ลดราว 6 Basis Point (bps) สู่ 4.647% และอายุ 30 ปีลดราว 9 Basis Point (bps) สู่ 5.196% แต่ผลอยู่ได้เพียงสองวันก่อนที่อายุ 10 ปีจะกลับขึ้นมาปิดที่ 4.737% ในวันศุกร์ ซึ่งสูงกว่าระดับก่อนประกาศ เหตุการณ์นี้ยืนยันว่าการซื้อคืนพันธบัตรเป็นเพียงการบริหารหนี้ ไม่ใช่การผ่อนคลายเชิงปริมาณ เพราะกระทรวงการคลังต้องออกตั๋วเงินคลังระยะสั้นมาซื้อคืนพันธบัตรเก่า หนี้สุทธิที่ภาคเอกชนต้องถือจึงไม่ลดลง เท่ากับย้ายแรงกดดันไปยังผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นและเพิ่มความเสี่ยงจากการต้องต่ออายุหนี้ที่ขึ้น
- ความเสี่ยงที่สองที่ต้องจับตา ได้แก่ ความเสี่ยงที่ว่าหากผลตอบแทนพุ่งขึ้นต่อเนื่อง จะเป็นวงจรอันตรายและนำมาสู่ผลกระทบต่อเศรษฐกิจในวงกว้างหรือไม่ โดยผลตอบแทนสูงขึ้นทำให้ออกเบี้ยจ่ายเพิ่ม ฐานะการคลังอ่อนแอลง ต้องออกหนี้เพิ่ม แล้วย้อนกลับมากดดันส่วนชดเชยความเสี่ยงให้สูงขึ้นอีก ซึ่งหากผลตอบแทนพันธบัตรสูงขึ้นต่อเนื่อง จะผลักดันทำให้ต้นทุนภาคเอกชนและดอกเบี้ยเงินกู้ของสถาบันการเงินให้สูงขึ้น โดยล่าสุดดอกเบี้ยเงินกู้ที่อยู่อาศัย 30 ปี อยู่ที่ 6.65% พุ่งขึ้นกว่า 60 bps ตั้งแต่ต้นปี สอดคล้องกับดอกเบี้ยพันธบัตร 10 ปีที่พุ่งขึ้น 53 bps ตั้งแต่ต้นปี

มาตรการ ซื้อคืนพันธบัตรของกระทรวงการคลังช่วยกดผลตอบแทนพันธบัตรได้เพียงชั่วคราว ขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีที่มากขึ้น ทำให้ออกเบี้ยเงินกู้ที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง



เรามองว่า ดอกเบี้ยพันธบัตรสหรัฐ 10 ปีที่ 5.0% และ 30 ปี ที่ 5.5% เป็น Benchmark สำคัญ



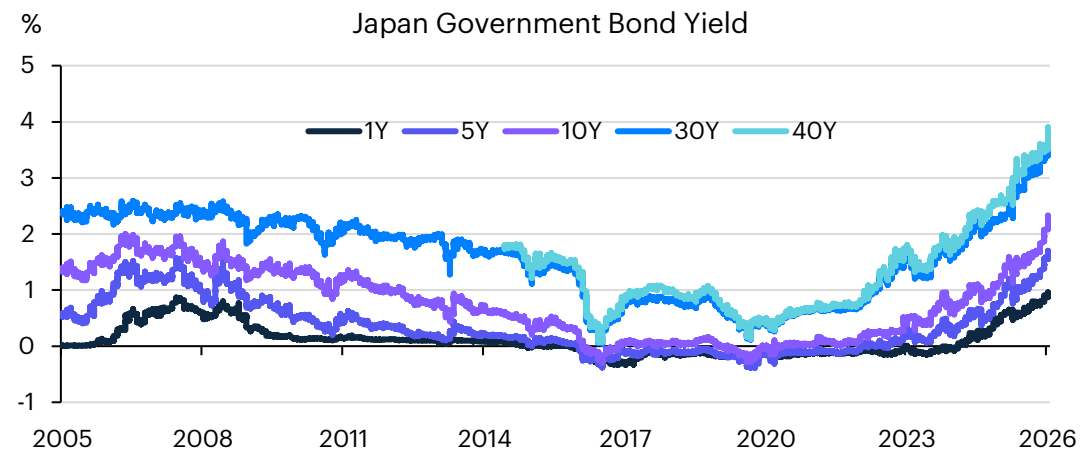
- เรามองว่าคำว่าวิกฤตในบริบทสหรัฐฯ ไม่ใช่การผิดนัดชำระหนี้ แต่คือผลตอบแทนของพันธบัตรที่พุ่งขึ้นต่อเนื่อง โดยเรามองว่า ดอกเบี้ยพันธบัตร 10 ปี ที่ 5% ในปีนี้เป็นจุดต่ำสำคัญ โดยหากเพิ่มขึ้นแต่ไม่เกิน 5% ไปยาวนาน (อาจถึงหรือเกินได้ในระยะสั้น) สถานการณ์ก็อาจยังควบคุมได้ แต่หากเกิน 5% ต่อเนื่อง จนกระทบกลไกการระดมทุนของทั้งระบบ และบีบให้ธนาคารกลาง (Fed) ต้องเข้าแทรกแซงด้วยเหตุผลด้านเสถียรภาพ ซึ่งเท่ากับการที่นโยบายการเงินตกอยู่ใต้ข้อจำกัดทางการคลังโดยพฤตินัย
- ในกรณีฐาน เราเชื่อว่าผลตอบแทนค้างอยู่ในระดับสูงและผันผวน แต่ยังไม่แตก โดยเราปรับเพิ่มคาดการณ์ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ ณ สิ้นปีเป็น 4.8% จาก 4.70% ในไตรมาส 3 แม้คาดว่าธนาคารกลางจะคงดอกเบี้ยตลอดปี 2026 ที่ 3.63% ส่วนไทยเรามองพันธบัตรอายุ 10 ปีที่ 2.20% สิ้นปี ภายใต้ดอกเบี้ยนโยบาย 1.00% กรณีเลวร้ายจะเกิดขึ้นเมื่อมีอย่างน้อยสองปัจจัยมาพร้อมกัน เช่น ราคาน้ำมันขึ้นทะลุกรอบพร้อมเงินเฟ้อเร่งตัว หรือการประมูลพันธบัตรล้มเหลวพร้อมกับความขัดแย้งเรื่องเพดานหนี้ ซึ่งจะผลักดันพันธบัตรอายุ 30 ปีขึ้นเหนือ 5.5% และพันธบัตร 10 ปีเกิน 5.0% และทำให้สินทรัพย์เสี่ยงได้รับผลกระทบรุนแรง
- ทั้งนี้ ผลสำรวจ Markets Pulse ของ Bloomberg ระหว่างวันที่ 17-18 ส.ค. 2026 จากผู้ตอบ 392 ราย พบว่าสองในสามคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ จะทะลุ 5% ก่อนสิ้นปีนี้ โดย 38% มองว่าจะเกิดในไตรมาส 4 และ 28% มองว่าจะเกิดภายในเดือนนี้หรือเดือนหน้า ขณะที่เกือบ 60% ไม่เชื่อว่าอายุ 30 ปีจะไปถึง 6% ในปีนี้
- ในส่วนของ InnovestX เราเห็นว่าระดับ 5% มีความเป็นไปได้สูงที่จะกลายเป็นระดับอ้างอิงใหม่ของตลาด และเป็นระดับที่มีนัยต่อเสถียรภาพ โดยในเดือน ต.ค. 2023 ซึ่งเป็นครั้งเดียวในรอบ 19 ปีที่ผลตอบแทนอายุ 10 ปีขึ้นเหนือ 5% ชั่วคราวและตามมาด้วยการปรับฐานของดัชนี S&P 500 บ่งชี้ว่าระดับนี้คือจุดที่กลไกแรงปฏิกิริยาทางการเงินเริ่มทำงาน คือต้นทุนเงินทุนที่สูงขึ้นกดดันมูลค่าหลักประกันและงบดุล จนย้อนกลับมาบีบสินเชื่อและกิจกรรมทางเศรษฐกิจอีกทอดหนึ่ง
- ในมุมมองของ InnovestX เรามองว่าการที่ผลตอบแทนลดลงอย่างยั่งยืนต้องเริ่มจากการยุติสงครามก่อน เพราะสงครามคือต้นทางของทั้งราคาพลังงาน เงินเฟ้อ และความจำเป็นในการขาดดุลการคลังเพื่อบกคาโหม เมื่อสงครามยุติ ช่องแคบฮอรั่มชกลับมาเปิด แรงกดดันเงินเฟ้อจะคลาย และแรงกดดันด้านรายจ่ายจะลดลงพร้อมกัน

ที่มาของผลตอบแทนพันธบัตรญี่ปุ่นที่พุ่งขึ้นในปี

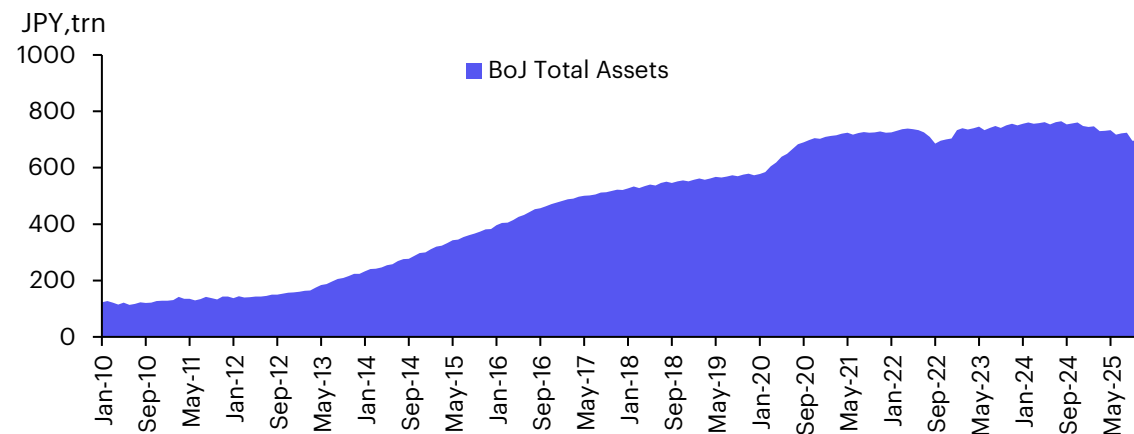


- ในส่วนของผลตอบแทนพันธบัตรญี่ปุ่นที่เพิ่มขึ้นแรงที่สุดในปีนี้ โดยเพิ่มขึ้นถึง 75 Basis Point (bps) จาก 2.10% ในช่วงต้นปี สู่ 2.85% ในปัจจุบันนั้น เป็นผลจากแรงกดดันสามด้านมาบรรจบกันในปีนี้อดี
- ด้านแรก ได้แก่ การถอนตัวของผู้ซื้อรายใหญ่ที่สุด หลังธนาคารกลางญี่ปุ่นยุตินโยบายดอกเบี้ยติดลบ (ZIRP) และการควบคุมเส้นอัตราผลตอบแทน (YCC) ไปตั้งแต่ปี 2024 แล้วทยอยลดวงเงินซื้อพันธบัตรลงเรื่อยมา จนจะเหลือประมาณ 2 ล้านล้านเยนต่อเดือนตั้งแต่เดือน เม.ย. 2027 ตลาดจึงต้องหาผู้ซื้อทดแทนในราคาตลาดจริงเป็นครั้งแรกในรอบกว่าทศวรรษ
- ด้านที่สอง ได้แก่ แรงกดดันด้านการคลังที่เพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนในปี จากการที่รัฐสภาผ่านแผนลดภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับอาหารและเครื่องดื่มจาก 8% เหลือ 1% เป็นเวลา 2 ปี พร้อมเงินชดเชยที่ทำให้ภาระของผู้บริโภคเทียบเท่าอัตรา 0% ซึ่งจะหารายได้รัฐบาลหายไปราว 5 ล้านล้านเยนต่อปี โดยรัฐบาลยืนยันว่าจะไม่ออกพันธบัตรมาชดเชย แต่ยังไม่สามารถชี้แหล่งเงินทดแทนได้ ตลาดจึงตีความว่าความเสี่ยงตกอยู่ที่ปริมาณพันธบัตรที่จะออกในอนาคต ประกอบกับรายจ่ายด้านกลาโหมที่ยังเพิ่มขึ้นตามแผนเสริมสร้างกำลังรบ และรายจ่ายสวัสดิการที่โตตามสังคมสูงวัยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นปรับขึ้นสูงสุดเป็นประวัติการณ์



การที่ BOJ ยุตินโยบาย ZIRP และ YCC ทำให้ขนาดงบดุลลดลง และดอกเบี้ยสูงขึ้น

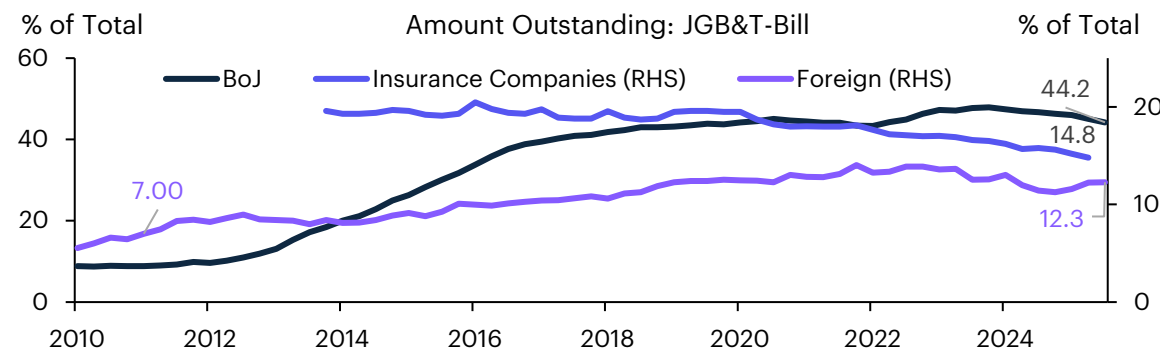


เรามองว่า ดอกเบี้ยพันธบัตรญี่ปุ่น 10 ปีที่ 3.0% เป็น Benchmark สำคัญ



- ด้านที่สามคือการเปลี่ยนมือของผู้กำหนดราคา ซึ่งเป็นตัวขยายผลของสองปัจจัยแรก เพราะเมื่อผู้ถือครองในประเทศที่เคยถือยาวและไม่อ่อนไหวต่อข่าว (BOJ) ถูกแทนที่ด้วยนักลงทุนต่างชาติที่มีสัดส่วนการซื้อขายถึง 65% ข่าวการคลังแต่ละชิ้นจึงถูกแปลงเป็นราคาแทบจะทันที ผลลัพธ์คือการปรับขึ้นของผลตอบแทนที่กระจุกตัวอยู่ที่ปลายเส้นเป็นพิเศษ โดยพันธบัตรอายุ 30 ปีขึ้นแตะ 4.1% จากราว 3.4% ซึ่งเป็นรูปแบบที่บ่งชี้ว่าตลาดกำลังเรียกร้องค่าชดเชยความเสี่ยงทางการคลังในระยะยาวมากกว่าจะเป็นการปรับคาดการณ์ดอกเบี้ยนโยบายในระยะสั้น
- เรามองว่าระดับที่ต้องจับตาที่สุดสำหรับพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปีคือ 3% ซึ่งเป็นสมมติฐานที่กระทรวงการคลังญี่ปุ่นใช้ในแผนงบประมาณปีงบประมาณ 2026 พอดี และไล่ขึ้นเป็น 3.2% 3.4% และ 3.6% ในปีงบประมาณ 2027 ถึง 2029 ตามลำดับ ปัจจุบันผลตอบแทนขึ้นมาแตะ 2.9% ในเดือน ส.ค. 2025 จึงเหลือระยะห่างจากสมมติฐานทางการเพียงเล็กน้อย และหากยืนเหนือ 3% อย่างต่อเนื่อง จะเกิด 2 ความเสี่ยงพร้อมกัน
- ความเสี่ยงที่ 1 คือด้านการคลังโดยตรง เพราะแผนงบประมาณประเมินค่าใช้จ่ายบริหารหนี้ทั้งหมดในปีงบประมาณ 2029 ไว้ที่ 41.3 ล้านล้านเยน แต่หากดอกเบี้ยสูงกว่ากรณีฐาน 1 และ 2 จุดร้อยละ หรือเพิ่มเป็น 4.6% และ 5.6% ตัวเลขดังกล่าวจะเพิ่มเป็น 45.1 และ 48.9 ล้านล้านเยนตามลำดับ

นักลงทุนต่างชาติถือครอง JGBs เพิ่มมากขึ้น



Source: CEIC, InnovestX Investment Strategy & Research

- ในจังหวะที่แผนลดภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับอาหารจาก 8% เหลือ 1% ตั้งแต่เดือน เม.ย. 2027 จะทำให้รายได้หายไปราว 5 ล้านล้านเยนต่อปี หรือประมาณ 0.8% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ โดยยังไม่มีแหล่งเงินทดแทนที่ชัดเจน
- ความเสี่ยงที่สองคือช่องทางค่าเงิน ซึ่งเป็นจุดที่อันตรายกว่า เพราะหากผลตอบแทนที่สูงขึ้นถูกตลาดตีความว่าเป็นการเรียกร้องค่าชดเชยความเสี่ยงทางการคลัง เงินเยนจะอ่อนค่ามากขึ้น (จากความเสี่ยงเศรษฐกิจที่สูงขึ้น) พร้อมกับผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น ซึ่งเป็นรูปแบบเดียวกับที่เห็นในตลาดเกิดใหม่เมื่อความเชื่อมั่นต่อวินัยการคลังเสื่อมลง และเมื่อผู้กำหนดราคาในตลาดพันธบัตรญี่ปุ่นปัจจุบันคือนักลงทุนต่างชาติที่มีสัดส่วนการซื้อขายสูงถึง 65% การส่งผ่านดังกล่าวจะเกิดเร็วกว่าในอดีตมาก

ในระยะกลาง-ยาว มีความเสี่ยงเชิงโครงสร้างชัดเจน ทั้งในดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายด้านสวัสดิการและความเสี่ยงที่จะยกเลิกนโยบายประชานิยมไม่ได้



- ในระยะกลางถึงยาว ความเสี่ยงด้านการคลังของญี่ปุ่นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน จากแรงกดดันเชิงโครงสร้างสามด้านที่มาพร้อมกัน ด้านแรกคือภาระดอกเบี้ยที่กำลังเข้าสู่ขาขึ้น หลังธนาคารกลางญี่ปุ่นยุติดอกเบี้ยติดลบและการควบคุมเส้นอัตราผลตอบแทนในปี 2024 แล้วทยอยลดวงเงินซื้อพันธบัตรลงเหลือประมาณ 2 ล้านล้านเยนต่อเดือนตั้งแต่เดือน เม.ย. 2027 ซึ่งกองทุนการเงินระหว่างประเทศคาดว่าจะทำให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นราว 0.3% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศต่อปี ด้านที่สองคือรายจ่ายสวัสดิการที่จะเพิ่มขึ้นตามสังคมสูงวัย โดยรายจ่ายด้านสุขภาพและการดูแลระยะยาวจะเพิ่มขึ้นประมาณ 1.6% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศระหว่างปี 2025–2040 ซึ่งเป็นการะถาวรที่ปรับลดได้ยากทางการเมือง และด้านที่สามคือมาตรการลดภาษีมูลค่าเพิ่มสำหรับอาหารที่มีความเสี่ยงจะถูกต่ออายุจนกลายเป็นภาระถาวรโดยพฤตินัย เนื่องจากการปรับภาษีกลับขึ้นเป็น 8% มีต้นทุนทางการเมืองสูงมาก ดังจะเห็นได้จากที่ญี่ปุ่นเคยใช้เวลาถึง 17 ปีในการปรับภาษีบริโภคจาก 5% เป็น 8% หากทั้งสามด้านเกิดขึ้นพร้อมกัน งบประมาณเบื้องต้นจะถูกกดดันต่อเนื่อง และสัดส่วนหนี้ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศอาจกลับมาเพิ่มขึ้นเร็วกว่ากรณีฐานที่ประเมินไว้ราวปี 2035
- InnovestX มองว่า หัวใจของปัญหาอยู่ที่เงื่อนไขเดียว คือความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนการกู้ยืมกับอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจในรูปตัวเงิน ตลอดจนทศวรรษที่ผ่านมา ญี่ปุ่นแบกหนี้สาธารณะระดับสูงที่สุดในโลกได้โดยไม่เกิดวิกฤต เพราะอัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของหนี้รัฐบาลต่ำกว่าอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจบวกเงินเฟ้อ ทำให้สัดส่วนหนี้ลดลงได้เองแม้ไม่มีการปฏิรูปการคลัง
- แต่เมื่อใดที่ผลตอบแทนพันธบัตรขึ้นไปสูงกว่าอัตราการเติบโตในรูปตัวเงินอย่างต่อเนื่อง กลไกนี้จะกลับทิศทันที กลายเป็นภาวะที่หนี้เพิ่มขึ้นเองจากดอกเบี้ยทบต้น โดยที่รัฐบาลไม่ต้องขาดดุลเพิ่มแม้แต่เยนเดียว จะทำให้ฐานะการคลังญี่ปุ่นเปลี่ยนสถานะจากที่ยังพอรับไหว ไปสู่ภาวะที่ไม่ยั่งยืน (unsustainable) ในเชิงคณิตศาสตร์ และเนื่องจากญี่ปุ่นเป็นทั้งผู้ถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ รายใหญ่ที่สุด และเป็นแหล่งเงินทุนต้นทุนต่ำของระบบการเงินโลกผ่านธุรกรรมกู้เงินเยนไปลงทุนต่างประเทศ การปรับตัวของตลาดพันธบัตรญี่ปุ่นจึงเป็นจุดเปราะบางเชิงโครงสร้างที่สามารถส่งแรงกระเพื่อมกลับมายังตลาดพันธบัตรสหรัฐฯ ค่าเงิน และสภาพคล่องโลกได้พร้อมกัน ซึ่งเป็นเหตุผลที่เราให้น้ำหนักกับระดับ 3% ของผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีญี่ปุ่นไม่น้อยไปกว่าระดับ 5% ของสหรัฐฯ

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



innovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX



Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือ สมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่ จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทกกรณี 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 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 ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ 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 ขยาย 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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2026 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด



CG Rating 2025 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, IIL, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KUL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PIJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, MODERN, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIIL, WORK, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกถอดผลสำรวจลง 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ของคะแนนดังกล่าว ดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง นิตยสาร:กรรมการ หรือข้อตกลงทางจดทะเบียนหลักทรัพย์

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, IIL, 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, 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, SMT, 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, TMD, 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, WIIL, 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

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, BKG, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, 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, DTICI, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, 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, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, 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, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHAT, PHG, PICO, PIN, PIS, PIJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, 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, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPRJME, 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, UNIX, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, 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.