



ปัจจัยท้าทายความเสี่ยงเครดิตเรตติ้งไทย

18 ตุลาคม 2024

ปัจจัยท้าทายความเสี่ยงเครดิตเรตติ้งไทย

KEY SUMMARY

ปัจจุบันอันดับเครดิตเรตติ้งของประเทศไทยอยู่ที่ BBB+ มุมมองมีเสถียรภาพ

อันดับเครดิตเรตติ้งของไทยอยู่ที่ BBB+ มุมมอง Stable outlook โดย Fitch ประเมิน ณ 13 พ.ย. 2023 ว่า ไทยมีจุดแข็งด้านต่างประเทศ (ทุนสำรองระหว่างประเทศสูง หนี้ต่างประเทศต่ำ) กรอบนโยบายเศรษฐกิจมหภาค น่าเชื่อถือ โครงสร้างหนี้สาธารณะส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาวและอยู่ในประเทศ แต่จุดที่สามารถปรับปรุงได้ คือ มีหนี้เชิงโครงสร้าง (รายได้ต่อหัวต่ำ โครงสร้างประชากรไม่เอื้อ) มีหนี้เศรษฐกิจมหภาค (หนี้ภาคเอกชนสูง) และมีหนี้การคลัง (หนี้ภาครัฐและขาดดุลงบการคลังสูงขึ้นมา) โดยไทยอาจได้ปรับเพิ่มอันดับก็ต่อเมื่อเศรษฐกิจไทยขยายตัวดีขึ้นในระยะปานกลาง โดยไม่กระตุ้นให้หนี้ภาคเอกชนเพิ่มมากเกินไป หรือรัฐบาลสามารถลดสัดส่วนหนี้ภาครัฐต่อ GDP ลงได้ ขณะเดียวกัน ไทยอาจถูกปรับลดอันดับได้ หากไม่สามารถคุมให้สัดส่วนหนี้ภาครัฐต่อ GDP มีเสถียรภาพได้ หรือหากความไม่สงบทางการเมืองเพิ่มขึ้นจนกระทบประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายภาครัฐและการขยายตัวของเศรษฐกิจ

ความเสี่ยงเครดิตเรตติ้งไทย

SCB EIC ประเมินว่า ความเสี่ยงของอันดับเครดิตเรตติ้งไทยน่าจะกังวลขึ้นในหลายประเด็น โดยเฉพาะ (1) ความยั่งยืนของหนี้ภาครัฐ เนื่องจากรายได้รัฐบาลมีทิศทางลดลง สวนทางกับรายจ่าย ทำให้แผนการขาดดุลงบประมาณในระยะปานกลางยังสูงกว่าระดับปกติที่ไม่เกิน 3% ของ GDP สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ของไทยจึงยังมีทิศทางเพิ่มขึ้น แตกต่างจาก Peers ที่สามารถปรับลดสัดส่วนหนี้ภาครัฐลงมาได้หลัง Covid-19 (2) เสถียรภาพการเมืองและธรรมาภิบาล แม้ความเสี่ยงด้านสถานการณ์ทางการเมืองอย่างรุนแรงของไทยลดลงมากในระยะหลัง แต่ประเด็นทางการเมืองที่เกิดขึ้นในช่วงที่ผ่านมาอาจส่งผลกระทบต่ออันดับดัชนีธรรมาภิบาลของไทย ซึ่ง Fitch ใช้เป็นดัชนีอ้างอิงในการประเมินเครดิตเรตติ้งประเทศ และ (3) อัตราการเติบโตและศักยภาพของเศรษฐกิจไทยต่ำกว่าภาพที่ Fitch ประเมินไว้เดิมค่อนข้างมาก จากปัญหาเศรษฐกิจไทยฟื้นช้า โตต่ำ และปัญหาเชิงโครงสร้างอุดรั้งศักยภาพหลายด้าน

เศรษฐกิจไทยอาจได้รับผลกระทบผ่านหลายช่องทาง

หากประเทศถูกลดอันดับเครดิตเรตติ้งจะทำให้ภาครัฐมีต้นทุนการกู้ยืมสูงขึ้น ส่งผลให้ภาครัฐต้องขาดดุลงบการคลังเพิ่มขึ้น เพื่อชำระดอกเบี้ยจ่ายหรือลดเบียดเงินลงทุนเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจลง นอกจากนี้ ต้นทุนกู้ยืมของภาคเอกชนอาจจะเพิ่มขึ้นและเสี่ยงต่อการถูกปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้งลงเช่นเดียวกัน กดดันการลงทุนในประเทศ และเศรษฐกิจในภาพรวมได้

แนวทางลดความเสี่ยงต่อเครดิตเรตติ้งไทย

SCB EIC เสนอแนวทางลดความเสี่ยง 4 ด้าน ได้แก่ 1. จัดทำแผนปฏิรูปการคลัง ผ่านการจัดสรรงบประมาณให้คุ้มค่า ลดรายจ่ายไม่จำเป็น และปฏิรูปภาษีในระยะยาวอย่างเป็นรูปธรรม เพื่อดูแลให้หนี้สาธารณะยั่งยืนขึ้น 2. ออกแบบกลไก

ติดตามความยั่งยืนทางการคลัง โดยเฉพาะการมีส่วนร่วมของภาคประชาสังคม 3. ปรับโครงสร้างการผลิตและการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมให้แข่งขันได้ในตลาดโลก 4. เน้นการเติบโตเชิงคุณภาพของเศรษฐกิจในระยะยาวมากขึ้น ได้แก่ ความทั่วถึงเท่าเทียม (Inclusiveness) ความยั่งยืนสิ่งแวดล้อม (Sustainability) นวัตกรรม (Innovation) และความล้มลุกคลุกคลาน (Resiliency) ซึ่งนอกจากจะช่วยปรับโครงสร้างเศรษฐกิจไทยให้พร้อมรับมือบริบทโลกและมีส่วนช่วยยกระดับคะแนนด้าน ESG ของไทยแล้ว ยังจะส่งผลกลับมาช่วยให้ตัวเลขการเติบโตเชิงปริมาณของเศรษฐกิจหรือ “GDP” สูงขึ้นอีกทาง นับเป็นปัจจัยบวกต่อการพิจารณาอันดับและมุมมองความน่าเชื่อถือของประเทศไทยในระยะข้างหน้า

1. อันดับไทยได้ลงจากประเทศน่าลงทุนเกรด A สู่ BBB+

อันดับเครดิตของประเทศ (Sovereign credit rating) เป็นเครื่องมือที่มีมาตรฐานชี้วัดความเสี่ยงในการเข้าไปลงทุนในประเทศหนึ่ง ๆ สะท้อนความสามารถในการชำระหนี้ตามกำหนด (ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย) ซึ่งใช้เป็นข้อมูลอ้างอิงความเสี่ยงและผลตอบแทนในการลงทุนพันธบัตรรัฐบาลของประเทศนั้น ๆ นอกจากนี้ ยังใช้เป็นมาตรฐานในการพิจารณาอันดับเครดิตของตราสารภาคเอกชนในประเทศอีกด้วย อันดับความน่าเชื่อถือของ S&P Global และ Fitch Ratings แบ่งเกณฑ์ตั้งแต่ C แย่ที่สุด ถึง AAA ดีที่สุด โดย BBB- จัดว่าเป็นเกณฑ์ขั้นสุดท้ายของกลุ่มความน่าเชื่อถือในระดับนำลงทุน (Investment grade) สำหรับอันดับความน่าเชื่อถือของ Moody's rating เป็นระบบคล้ายกัน เรียงตั้งแต่ C แย่ที่สุดจนถึง Aaa ดีที่สุด โดยมี Baa3 เป็นเกณฑ์ขั้นสุดท้ายของกลุ่มความน่าเชื่อถือในระดับนำลงทุน (รูปที่ 1)

รูปที่ 1 : ระบบ Sovereign credit rating ของ 3 สถาบันหลักในโลก

S&P	Fitch	Moody's	Grade	
AAA	AAA	Aaa	Investment Grade	Investment grade: Prime
AA+	AA+	Aa1		High Grade
AA	AA	Aa2		
AA-	AA-	Aa3		
A+	A+	A1		Upper Medium Grade
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1		Lower Medium Grade
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		
BB+ ถึง C	BB+ ถึง C	Ba1 ถึง C	Non-Investment Grade	

หมายเหตุ : ระดับเกณฑ์เดียวกันของแต่ละสถาบันอาจไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้โดยตรง เพราะกรอบการประเมินแตกต่างกัน

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Fitch, S&P และ Moody's

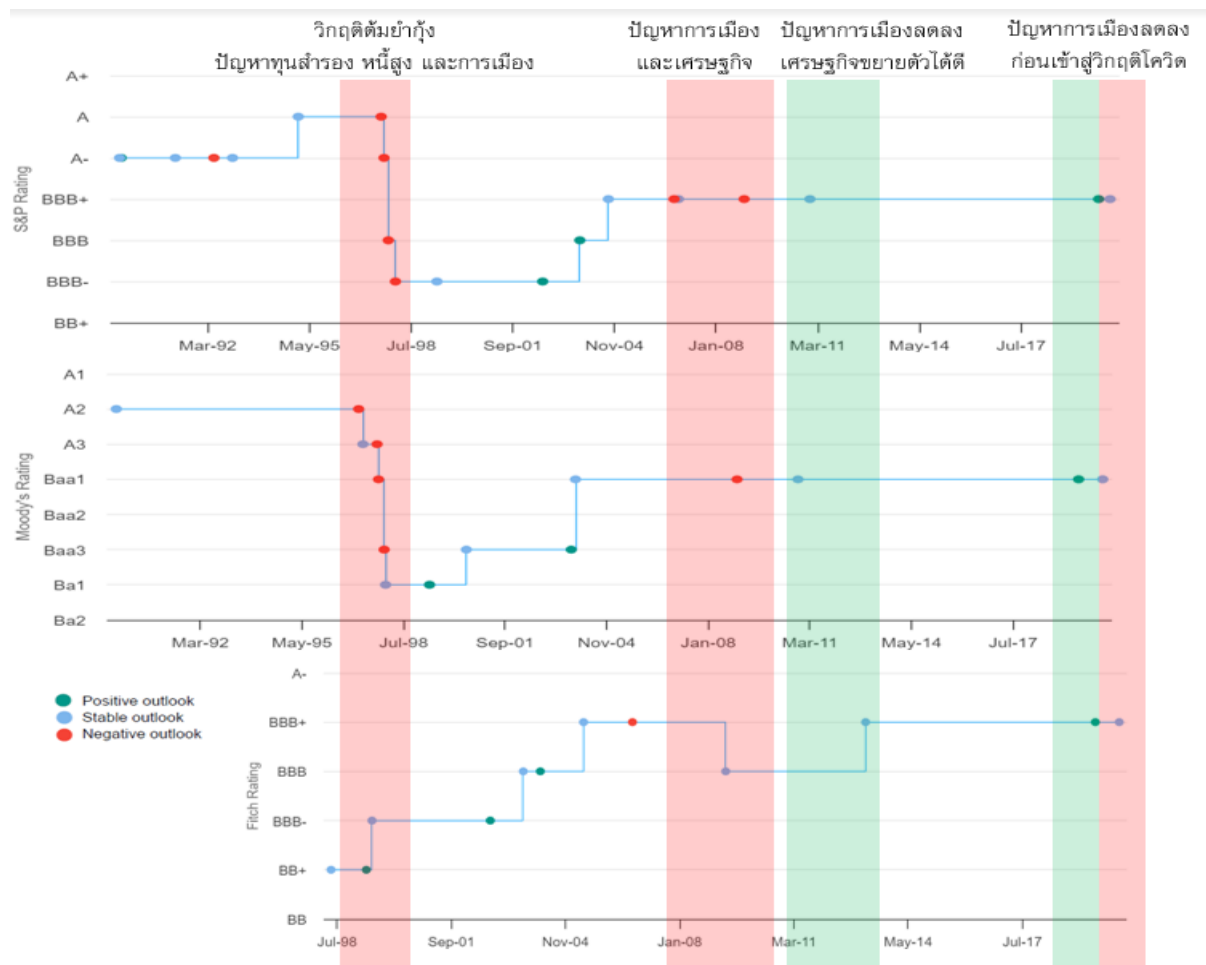
อันดับความน่าเชื่อถือของไทยเคยสูงที่สุดที่เกรด A แต่ปัจจุบันอยู่ที่ BBB+ มุมมองมีเสถียรภาพ (Stable outlook) ตามระบบของ S&P และ Fitch Rating (เทียบเท่า Baa1 ของ Moody's rating) แม้อันดับไทย BBB+ จัดว่าอยู่ในกลุ่ม Investment grade แต่ในอดีตไทยเคยมีอันดับสูงกว่านี้มาก โดย S&P เคยปรับอันดับไทยขึ้นให้เป็น A ตั้งแต่เดือน พ.ค. 1995 จนกระทั่งวิกฤตต้มยำกุ้งปี 1997 ณ ไตรมาส 4 ไทยถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ¹ และทยอยปรับลดลงเรื่อย ๆ เหลือ BBB มุมมองลบ

¹ จาก S&P และ Moody's สำหรับ Fitch ยังไม่ได้เริ่มจัดอันดับความน่าเชื่อถือของไทยในปี 1997

(Negative outlook) ภายในเวลาไม่ถึงปี สาเหตุจากปัญหาหนี้ระยะสั้นสูง ทุนสำรองระหว่างประเทศเหลือน้อย การสูญเสียความเชื่อมั่นของนักลงทุน และความตึงเครียดทางการเมือง แม้เศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวกลับมาได้ภายในเวลาไม่กี่ปีหลังพ้นวิกฤตเศรษฐกิจ แต่อันดับความน่าเชื่อถือก็กลับมาได้เพียง BBB+ ในปี 2004

ต่อมาเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2009 เป็นเหตุให้ Fitch ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของไทยลงจาก BBB+ เป็น BBB ในเดือน เม.ย. 2009 เพราะมองว่าเรื่องนี้สะท้อนโครงสร้างการปกครองที่อ่อนแอ และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมากผ่านการท่องเที่ยว การบริโภค และการลงทุน หลังจากนั้นไทยใช้เวลาหลายปีกว่า Fitch จะปรับเพิ่มอันดับให้กลับมาเป็น BBB+ อีกครั้งในเดือน พ.ย. 2013 ถึงปัจจุบัน (รูปที่ 2)

รูปที่ 2 : พัฒนาการ Sovereign credit rating ของไทย



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ S&P, Moody's, Fitch และ World Government Bonds

ผลประเมินอันดับไทยโดย Fitch ล่าสุด ณ 13 พ.ย. 2023 ระบุปัจจัยเสี่ยงที่อาจนำไปสู่การปรับลดอันดับ (Rating sensitive) ใน 2 ประเด็น คือ (1) การคลังภาครัฐ โดยเฉพาะความสามารถในการดูแลสัดส่วนหนี้ภาครัฐต่อ GDP ให้มีเสถียรภาพ และ (2) ลักษณะเชิงโครงสร้างประเทศ โดยเฉพาะความไม่สงบทางการเมืองรุนแรงในระดับที่อาจกระทบประสิทธิภาพการวางนโยบายภาครัฐและการเติบโตของเศรษฐกิจได้ นอกจากนี้ Fitch ได้ออกรายงานเพิ่มเติมในวันที่ 20 ส.ค. 2024 โดยยังคงมุมมองเดิมไว้ ก่อนจะประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของไทยประจำปีนี้อย่างเป็นทางการช่วงปลายปี 2024 โดย

มองว่าการที่ไทยได้นายกรัฐมนตรีใหม่ที่ได้รับผลโหวตเป็นเอกฉันท์ในสภาฯ จะช่วยให้เกิดความต่อเนื่องของนโยบาย นอกจากนี้ Fitch ได้ระบุถึงพัฒนาการที่แย่งของปัจจัยเสี่ยง 2 เรื่องข้างต้นที่อาจนำไปสู่การปรับลดอันดับอีกด้วย

SCB EIC ประเมินว่าไทยมีความเสี่ยงจากการถูกปรับมุมมองเป็นลบหรือปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ เพราะปัจจัยเสี่ยงนำกังวลเพิ่มขึ้นและจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจตามมา บทความนี้จะแกะรอยการจัดอันดับเครดิตเรตติ้งประเทศไทยของ Fitch Rating เนื่องจาก Fitch เป็น 1 ใน 3 อันดับแรกของบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือระดับสากลที่มีสัดส่วนของจำนวนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ Government Securities มากที่สุด (U.S. SEC staff, 2024)² พร้อมทั้งประเมินพัฒนาการความเสี่ยงต่อมุมมองอันดับความน่าเชื่อถือของไทย พร้อมเสนอแนวทางลดความเสี่ยง

2. Sovereign credit rating ไทย BBB+ : จุดแข็งและจุดอ่อน

Fitch จัดอันดับ Sovereign credit rating โดยใช้ผลประเมิน 2 ส่วน ส่วนแรกคือ คะแนนจากแบบจำลอง Sovereign Rating Model (SRM) พิจารณาปัจจัยเชิงปริมาณ 4 มิติ ได้แก่ โครงสร้างทางเศรษฐกิจ (Structural features) เศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic) การคลังภาครัฐ (Public finances) และการเงินระหว่างประเทศ (External finances) โดย Fitch ใช้ชุดข้อมูลอดีต ปัจจุบัน และอนาคตของ 18 ตัวแปร (รูปที่ 3) ส่วนที่สองคือ ตัวแปรเชิงคุณภาพ (Qualitative overlay) ประเมินจาก 12 ตัวแปรภายใต้ 4 มิติข้างต้น (รูปที่ 4) โดยอันดับ Credit rating จะปรับขึ้นหรือลงจากผลคะแนน SRM ได้ไม่เกิน 2 notches

รูปที่ 3 : มิติและตัวแปรที่ใช้คำนวณ Sovereign credit rating ในแบบจำลอง SRM (Fitch Ratings)

มิติ/ตัวแปร	น้ำหนัก	มิติ/ตัวแปร	น้ำหนัก
1. Structural Features	53.5%	3. Public finances	18.5%
Composite governance indicators	21.4%	Gross general govt debt	8.9%
GDP per capita	12.4%	General govt interest (% of revenue)	4.5%
Share in world GDP	13.9%	General govt budget balance	2.4%
Inverse years since default/restructuring	4.6%	Public foreign-currency debt	2.7%
Broad money	1.2%	4. External Finances	17.9%
2. Macroeconomics	10.1%	Reserve currency flexibility	7.3%
Real GDP volatility	4.6%	Sovereign net foreign assets	7.4%
Consumer Price Index	3.4%	Commodity dependence	1.2%
Real GDP growth	2%	FX reserves (months of imports)	1.5%
		External interest service	0.4%
		Current account balance + Net FDI (%GDP)	0.1%

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Fitch

รูปที่ 4 : มิติและตัวแปรเชิงคุณภาพ Qualitative overlay (Fitch Rating)

1. Structural Features	2. Macroeconomics	3. Public Finances	4. External Finances
Political stability & capacity	Policy credibility & coherence	Fiscal financing flexibility	External financing flexibility
Financial sector risks	GDP growth outlook	Public debt sustainability	External debt sustainability
Other structural factors	Macro stability	Fiscal structure	Vulnerability to shocks

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Fitch

² SCB EIC ประเมินด้วยข้อมูลจาก Fitch เป็นหลัก เนื่องจากผลการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของ Fitch, S&P, และ Moody's ซึ่งเป็น 3 บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือระดับสากลที่มีสัดส่วนของจำนวนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของ Government Securities สูงสุด มีความสัมพันธ์กัน (Correlation) ของผลประเมินแต่ละบริษัทอยู่ในระดับสูงมากถึง 97-99% (Bozic & Magazzino, 2013)

ในปัจจุบัน Fitch ประเมินอันดับไทยอยู่ที่ BBB+ โดยผลคะแนนจากแบบจำลอง SRM จัดอันดับไทยอยู่ที่ BBB (คะแนนลดจาก BBB+ ตั้งแต่ ต.ค. 2020) แต่ไทยได้ปรับอันดับเพิ่มขึ้น +1 notch จากคะแนน Qualitative overlay มิติ Structural features ในประเด็นธรรมาภิบาลประเทศ เนื่องจาก Fitch คาดการณ์ว่า ไทยอาจได้รับอันดับดัชนีธรรมาภิบาลดีขึ้นในระดับโลก (ดัชนีนี้จัดทำโดยธนาคารโลกทุก 5 ปี) โดยรวมแล้วอันดับเครดิตเรตติ้งไทยจึงอยู่ที่ BBB+

ภาพรวมมุมมอง Fitch ณ 13 พ.ย. 2023 สรุปได้ดังนี้

จุดแข็งไทย

- 1) มิติ External finances : ทุนสำรองระหว่างประเทศสูง หนี้ต่างประเทศต่ำ มิตินี้เป็นจุดแข็งหลักเหนือ Peers ช่วยให้ไทยรองรับความตึงตัวของภาวะการเงินโลกและความเสี่ยงปัญหาภูมิรัฐศาสตร์โลกได้ดี
- 2) มิติ Macroeconomic : กรอบนโยบายเศรษฐกิจมหภาคน่าเชื่อถือ เศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดี (Fitch ประเมินเศรษฐกิจไทยจะขยายตัว 2.8% 3.8% และ 3.4% ในปี 2023 2024 และ 2025 ตามลำดับ และเฉลี่ย 3.2% ในระยะยาว)
- 3) มิติ Public finances : โครงสร้างหนี้สาธารณะไทยส่วนใหญ่เป็นหนี้ระยะยาวและกู้ในประเทศ

จุดที่สามารถปรับปรุงได้ของไทย

- 1) มิติ Structural features : มิตินี้จะแน่นต่ำกว่า Peers มาก โดยเฉพาะรายได้ต่อหัวประชากร โครงสร้างประชากรไม่เอื้อต่อการเติบโตในระยะยาว และอันดับดัชนีธรรมาภิบาลของไทยที่ค่อนข้างต่ำ อย่างไรก็ตาม ความไม่แน่นอนทางการเมืองในระยะสั้นที่ลดลงบ้างหลังไทยได้รับรัฐบาลผสมชุดใหม่ น่าจะมีส่วนช่วยสนับสนุนให้อันดับดัชนีธรรมาภิบาลของไทยที่ World Bank อยู่ระหว่างทบทวนอันดับประเทศต่าง ๆ ในโลกน่าจะปรับดีขึ้นบ้าง
- 2) มิติ Macroeconomic : หนี้ภาคเอกชนไทยสูงกว่า Peers มาก โดยเฉพาะหนี้ครัวเรือน ครัวเรือนรายได้น้อยและธุรกิจ SMEs ไทยมีปัญหาความสามารถจ่ายคืนหนี้ในภาวะเศรษฐกิจกำลังฟื้นตัวและนโยบายการเงินปรับสู่ระดับปกติ ซึ่งอาจกระทบคุณภาพสินทรัพย์ของภาคธนาคาร และอาจสร้างความเปราะบางในภาคการเงิน
- 3) มิติ Public finances : ปรับเปลี่ยนในช่วงไม่กี่ปีนี้และอยู่ระดับใกล้เคียง Peers (จากเดิมมิตินี้เป็นจุดแข็งหลัก) หนี้ภาครัฐต่อ GDP สูงขึ้นราว 21% เทียบระดับก่อนโควิดและมีแนวโน้มสูงขึ้นอีกจากการขาดดุลการคลังที่จะเพิ่มขึ้น และหากการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นนี้ไม่ได้ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโตสูงขึ้นอย่างยั่งยืน

กรณีไทยอาจได้ปรับเพิ่มอันดับ

- 1) มิติ Macroeconomic : หากเศรษฐกิจไทยขยายตัวดีขึ้นในระยะปานกลาง โดยไม่กระตุ้นให้หนี้ภาคเอกชนเพิ่มมากขึ้น
- 2) มิติ Public finances : ลดส่วนหนี้ภาครัฐต่อ GDP ลดลง ผลจากขาดดุลการคลังลดลงหรือศักยภาพเศรษฐกิจสูงขึ้นในระยะปานกลาง

กรณีไทยอาจถูกปรับลดอันดับ

- 1) มิติ Public finances : หากไทยไม่สามารถควบคุมให้สัดส่วนหนี้ภาครัฐต่อ GDP มีเสถียรภาพได้ ผลจากเศรษฐกิจฟื้นตัวช้าหรือรายจ่ายภาครัฐไม่ลดลง
- 2) มิติ Structural features : หากความไม่สงบทางการเมืองเพิ่มขึ้นจนกระทบประสิทธิภาพการดำเนินนโยบายภาครัฐและการขยายตัวของเศรษฐกิจ

3. ปัจจัยท้าทายความเสี่ยงเครดิตเรตติ้งไทย

SCB EIC ประเมินว่า ความเสี่ยงอันดับเครดิตเรตติ้งไทยมีความท้าทายขึ้นในหลายประเด็น โดยเฉพาะ 1) ความยั่งยืนของหนี้สาธารณะ (มิติ Public finance) 2) เสถียรภาพการเมืองและธรรมาภิบาล (มิติ Structural features) และ 3) อัตราการเติบโตและศักยภาพของเศรษฐกิจไทย (มิติ Macroeconomic) โดยมีมุมมองดังนี้

1) ความยั่งยืนของหนี้สาธารณะ

สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ของไทยมีทิศทางเพิ่มขึ้นรวดเร็วหลังวิกฤตโควิด เพราะไทยจำเป็นต้องออก พ.ร.ก. เงินกู้ 2 ฉบับในปี 2020 รวมเป็นวงเงินกว่า 1.5 ล้านล้านบาท เพื่อบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจและเยียวยาประชาชน หนี้สาธารณะไทยต่อ GDP จึงปรับสูงขึ้นมาจาก 41% ณ สิ้นปี 2019 เป็น 60.5% ณ ปีสิ้นงบประมาณ 2022 และมีการขยายเพดานหนี้สาธารณะจาก 60% เป็น 70% ต่อ GDP เพื่อเพิ่มพื้นที่การคลังในปี 2020 โดยหลังผ่านวิกฤตโควิดในปี 2022-2023 ได้มีความพยายามจะลดขนาดการขาดดุลงบการคลังในระยะปานกลางให้กลับมาอยู่ในระดับไม่เกิน 3% ต่อ GDP หลังจากที่ขาดดุลงบประมาณสูงขึ้นมากถึง 5% และ 5.2% ของ GDP ในช่วงวิกฤตโควิดปี 2020 และ 2021³ เพื่อรักษาวินัยการคลังและควบคุมให้แนวโน้มหนี้สาธารณะลดต่ำลงใกล้เคียงเพดานหนี้เดิม

แผนการคลังระยะปานกลางตามมติคณะรัฐมนตรี 28 พ.ค. 2024 สะท้อนความยั่งยืนทางการคลังที่ต่างไปจากแผนฯ ปลายปี 2023 สัดส่วนหนี้สาธารณะไทยต่อ GDP ในระยะปานกลางมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก จากการใช้จ่ายที่สูงขึ้น แต่การจัดเก็บรายได้ไม่มากพอ แผนการขาดดุลงบประมาณสูงขึ้นอยู่ในช่วง 3.1-4.5% ต่อ GDP (รูปที่ 5) เพื่อรองรับการขาดดุลงบประมาณปกติและโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม ส่งผลให้สัดส่วนหนี้สาธารณะในระยะปานกลางปรับสูงขึ้นและทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 68.9% ของ GDP ณ สิ้นปีงบประมาณ 2027 หากเทียบกับแผนการคลังระยะปานกลางช่วงปลายปี 2023 ซึ่งเป็นช่วงที่ Fitch ประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของไทยครั้งล่าสุดไว้ พบว่าแผนขาดดุลงบประมาณในระยะปานกลางเดิมค่อนข้างต่ำกว่านี้ อยู่ในช่วงราว 3.3-3.7% ต่อ GDP และสัดส่วนหนี้สาธารณะในระยะปานกลางสูงสุดอยู่ที่ 64.9% ของ GDP ณ สิ้นปีงบประมาณ 2026

SCB EIC ประเมินว่ารายจ่ายรัฐบาลอาจมีทิศทางเพิ่มขึ้นจากแนวโน้มรายจ่ายที่ไม่อาจเลี่ยงได้ในระยะยาว เช่น รายจ่ายจากการเข้าสู่สังคมสูงวัยและการรับมือปัญหาการเปลี่ยนแปลงของสภาพภูมิอากาศที่รุนแรงมากขึ้น จึงมีโอกาสสูงที่สัดส่วนหนี้สาธารณะของไทยจะแตะเพดาน 70% ของ GDP เร็วขึ้น โดยเฉพาะเมื่อพิจารณาแนวโน้มอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจและเงินเฟ้อในระยะปานกลางที่อาจต่ำกว่าแผนการคลังระยะปานกลาง

ในรายงานเพิ่มเติมของ Fitch เดือน ส.ค. 2024 ระบุว่า หากไทยลดขนาดโครงการกระเป๋าเงินดิจิทัลจะเพิ่มพื้นที่การคลังได้ แต่ถ้ามีแรงกดดันทางการเมืองให้ใช้จ่ายโครงการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่เพิ่มเติมอีกในช่วงหลังปีงบประมาณ 2025 จะทำให้ควบคุมการขาดดุลงบการคลังในระยะปานกลางได้ยาก ซึ่งจะทำให้แนวโน้มการขาดดุลงบการคลังและหนี้ภาครัฐมีความไม่แน่นอนสูง โดยเฉพาะหากการใช้จ่ายมีผลกระทบกระตุ้นเศรษฐกิจแค่ระยะสั้น แทนที่จะนำไปใช้จ่ายแก้ปัญหาเชิงโครงสร้างของประเทศเพื่อยกระดับการเติบโตเศรษฐกิจในระยะยาว

นอกจากนี้ ยังมีภาระผูกพันขนาดใหญ่จากกิจกรรมกึ่งการคลังของรัฐบาลอีกจำนวนหนึ่งที่ยังไม่รวมในหนี้สาธารณะ โดยเฉพาะภาระผูกพันตามมาตรา 28 แห่ง พ.ร.บ. วินัยการเงินการคลังของรัฐ พ.ศ. 2561 รวมยอดคงค้าง 1,004,392 ล้าน

³ หรือคิดเป็นการขาดดุลงบการคลังที่ 6.9% และ 9.4% ในปี 2020 และ 2021 หากรวม พ.ร.ก. เงินกู้ Covid-19 ทั้งสองฉบับ

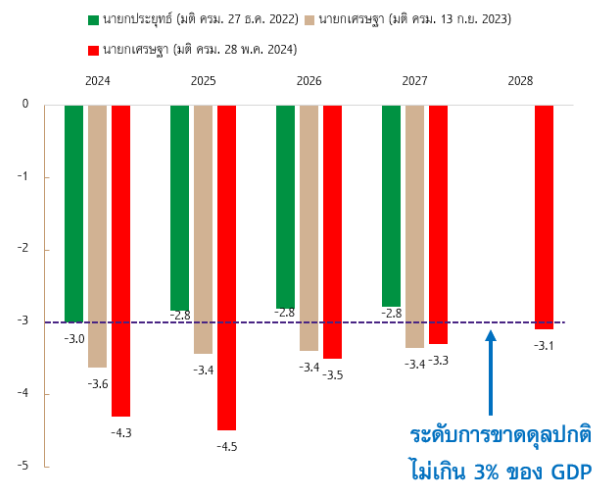
บาท (ข้อมูล ณ สิ้นปีงบประมาณ 2023)⁴ ภาระเหล่านี้เกิดขึ้นจากการที่หน่วยงานต่างๆ ของรัฐ (เช่น สถาบันการเงินเฉพาะกิจ) ดำเนินนโยบายรัฐบาลตามที่ได้รับมอบหมาย เช่น โครงการพักหนี้เกษตรกร โครงการจำหน่ายผลผลิตการเกษตร โครงการช่วยเหลือ SMEs และผู้มีรายได้น้อย โดยหน่วยงานฯ รับผิดชอบค่าใช้จ่ายไปก่อนและรัฐบาลจะจัดสรรงบประมาณชำระคืน ยอดคงค้างภายหลัง แม้ภาระผูกพันนี้จะไม่ใช่หนี้ที่รัฐบาลรับภาระโดยตรง แต่ส่วนใหญ่กว่า 80% ของภาระนี้ยังไม่นับรวมในตัวเลขหนี้สาธารณะ (เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าที่ยังไม่ถูกนับในหนี้สาธารณะราว 70%) สะท้อนแรงกดดันเพิ่มเติมต่อหนี้สาธารณะและการจัดสรรงบประมาณชำระคืนยอดคงค้างนี้ในระยะข้างหน้า

นอกจากแนวโน้มการขาดดุลการคลังและหนี้ภาครัฐของไทยจะสูงกว่าในอดีตแล้ว ยังมีแนวโน้มสูงกว่า Peers SCB EIC ประเมินว่าการขาดดุลการคลังของกลุ่มประเทศในอันดับ BBB+ และ BBB มีแนวโน้มลดลงเข้าสู่ใกล้ระดับก่อนวิกฤติโควิดมากขึ้นแล้ว ขณะที่การขาดดุลการคลังของไทยยังสูงกว่าอดีต นอกจากนี้ สัดส่วนหนี้ภาครัฐของกลุ่มประเทศอันดับ BBB+ และ BBB มีแนวโน้มลดลงหรือทรงตัว ขณะที่สัดส่วนหนี้ภาครัฐของไทยยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (รูปที่ 6)

รูปที่ 5 : แผนการคลังระยะปานกลาง ปี 2024 – 2028 (ครม.อนุมัติ 28 พ.ค. 2024)

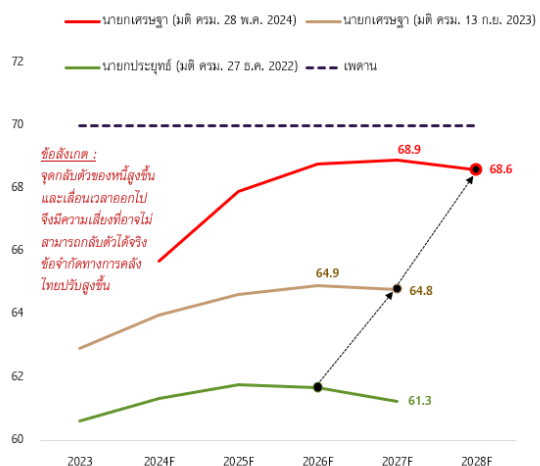
คาดการณ์ดุลงบประมาณตามแผนการคลังระยะปานกลาง โดยกระทรวงการคลัง

หน่วย : % GDP



คาดการณ์หนี้สาธารณะตามแผนการคลังระยะปานกลาง โดยกระทรวงการคลัง

หน่วย : % Nominal GDP, ปีงบประมาณ



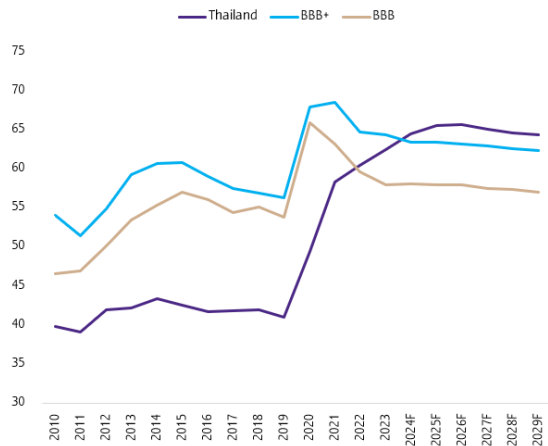
ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของกระทรวงการคลัง และสำนักเลขาธิการคณะรัฐมนตรี

⁴ หรือ 5.6% ของ GDP หากใช้ประมาณการ Nominal GDP ที่ 17,827,842 ล้านบาท ณ เดือน ก.ย. 2023 ตามสมมติฐานของกระทรวงการคลัง

รูปที่ 6 : หนี้สาธารณะและการขาดดุลการคลังไทยมีทิศทางแยลง ขณะที่ Peers ปรับดีขึ้นจากช่วง Covid

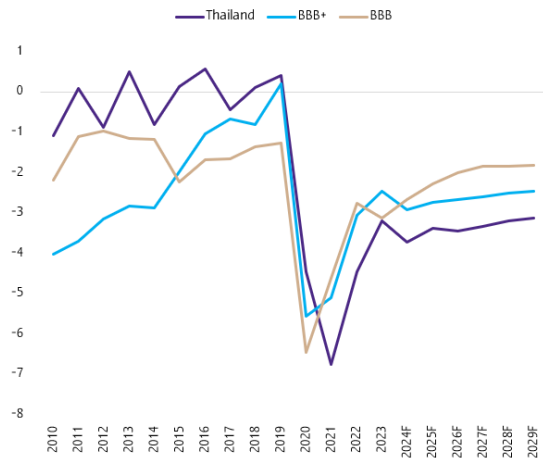
หนี้ภาครัฐ (General government debt)

หน่วย : % GDP, คาดการณ์โดย IMF ณ เดือน เม.ย. 2024



ดุลภาครัฐ (General government balance)

หน่วย : % GDP, คาดการณ์โดย IMF ณ เดือน เม.ย. 2024



หมายเหตุ: แต่ละประเทศคำนวณหนี้ภาครัฐและดุลภาครัฐในนิยามที่แตกต่างกัน จึงอาจไม่สามารถเปรียบเทียบกันได้โดยตรง สำหรับไทยเผยแพร่หนี้สาธารณะที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของ Fitch และ IMF

2) เสถียรภาพทางการเงินและธรรมาภิบาล

แม้ความเสี่ยงที่จะเกิดความเสี่ยงด้านการเมืองอย่างรุนแรงของไทยลดลงมากในระยะหลัง และการจัดตั้งรัฐบาลเป็นไปอย่างราบรื่น ประกอบกับสำนักเลขาธิการคณะรัฐมนตรีได้ประกาศใช้ พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายปี พ.ศ. 2568 แล้วเมื่อ 30 ก.ย. 2024 ทำให้สามารถเริ่มเบิกจ่ายต้นปีงบประมาณได้ตามกำหนด

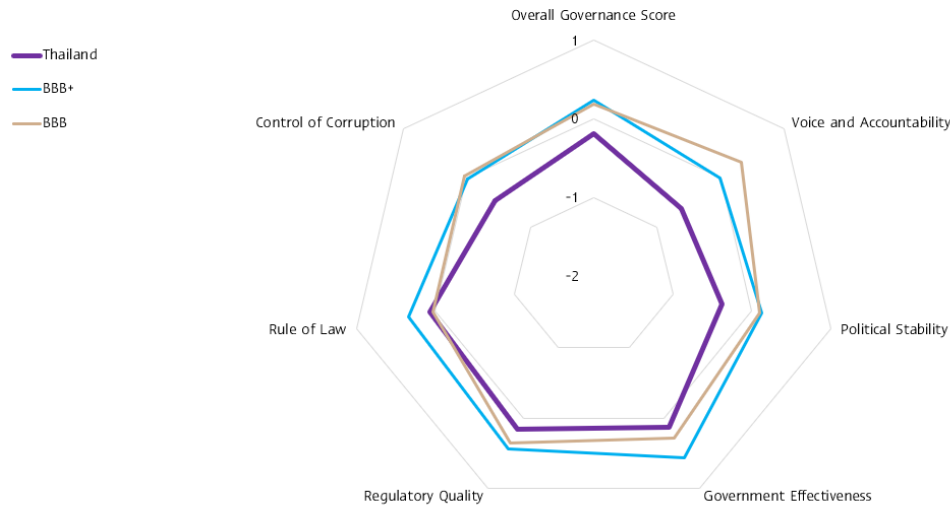
อย่างไรก็ตาม SCB EIC มองว่า ประเด็นการเมืองไทยที่เกิดขึ้นในช่วงปีนี้อาจจะมีผลกระทบต่ออันดับดัชนีธรรมาภิบาลของไทยจากการประเมินโดยธนาคารโลก ที่จะปรับแย่ลงหรือไม่ เพราะเป็นตัวแปรสำคัญที่ Fitch เคยคาดการณ์ไว้ปลายปีที่แล้วว่าน่าจะมีอันดับที่ดีขึ้นเนื่องจากคะแนนปัจจุบันของไทยยังอยู่ในระดับต่ำกว่า Peers มาก (รูปที่ 7) จึงทำให้อันดับเครดิตเรตติ้งไทยในภาพรวมยังอยู่ที่ BBB+ ได้

ความกังวลข้างต้นสอดคล้องกับรายงานเพิ่มเติมของ Fitch เมื่อวันที่ 20 ส.ค. 2024 ที่ระบุว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองของไทยเป็นปัจจัยสำคัญที่จุดรั้งความเชื่อมั่นนักลงทุนมาโดยตลอด อีกทั้งสถานการณ์การเมืองที่เกิดขึ้นในช่วงปีนี้อาจทำให้อันดับดัชนีธรรมาภิบาลของไทยไม่ปรับดีขึ้นเช่นที่ Fitch เคยมองไว้ช่วงปลายปีก่อน นอกจากนี้ Fitch ยังมองว่า แม้การเลือกนายกรัฐมนตรีใหม่และการยุบพรรคก้าวไกลในช่วงที่ผ่านมาจะไม่ก่อให้เกิดความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ แต่ยังคงมีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง ซึ่งอาจกระทบต่อประสิทธิภาพการวางนโยบายเศรษฐกิจและอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจได้ ซึ่งเป็นปัจจัยที่อาจพิจารณาปรับลดอันดับเครดิตประเทศได้

รูปที่ 7 : คะแนนธรรมาภิบาลไทยต่ำกว่าประเทศกลุ่ม BBB+ และ BBB ในเกือบทุกด้าน

คะแนนธรรมาภิบาลของไทย และกลุ่มประเทศอันดับใกล้เคียง (แยกองค์ประกอบ)

หน่วย : -2.5 = แย่ที่สุด, 2.5 = ดีที่สุด



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของธนาคารโลกและ Kaufmann & Kraay (2023)

3) อัตราการเติบโตและศักยภาพของเศรษฐกิจไทย

อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของไทยต่ำลงมาโดยตลอดและมีแนวโน้มโตช้าต่อเนื่องในระยะปานกลาง เศรษฐกิจไทยเคยเติบโตก้าวกระโดดเฉลี่ย 9.5% ในช่วง 10 ปีก่อนเกิดวิกฤติต้มยำกุ้ง (1987-1996) ก่อนจะลดลงเหลือเพียงเฉลี่ย 3.6% ในช่วง 10 ปีก่อนเกิดวิกฤติโควิด (2010-2019) นอกจากนี้ ไทยยังฟื้นตัวจากวิกฤติโควิดได้อย่างยากลำบาก ขยายตัวเฉลี่ยเพียง 2% ในปี 2021-2023 หลังจากหดตัวมากถึง -6% ในปี 2020 ส่งผลให้ภาพรวมเศรษฐกิจไทยฟื้นช้าจากวิกฤติโควิด เป็นลำดับที่ 162 จาก 189 ประเทศทั่วโลก (รูปที่ 8) SCB EIC ประเมินว่าเศรษฐกิจไทยในปี 2024 และ 2025 มีแนวโน้มโตช้าต่อเนื่องที่ 2.5% และ 2.6% ตามลำดับ (ไม่รวมผลของโครงการกระเป๋าสเงินดิจิทัล) ซึ่งต่ำกว่าที่ Fitch คาดการณ์ไว้ที่ 3.8% และ 3.4% อยู่มาก

รูปที่ 8 : เศรษฐกิจไทยฟื้นตัวจากวิกฤติโควิดได้ช้าและจะขยายตัวได้ช้าต่อเนื่องในปี 2024 และ 2025

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยเทียบกับทั่วโลก

หน่วย : ดัชนี Rolling sum 4 ไตรมาส ณ ไตรมาส สิ้นปี 2023 เทียบกับไตรมาส 4 ปี 2019

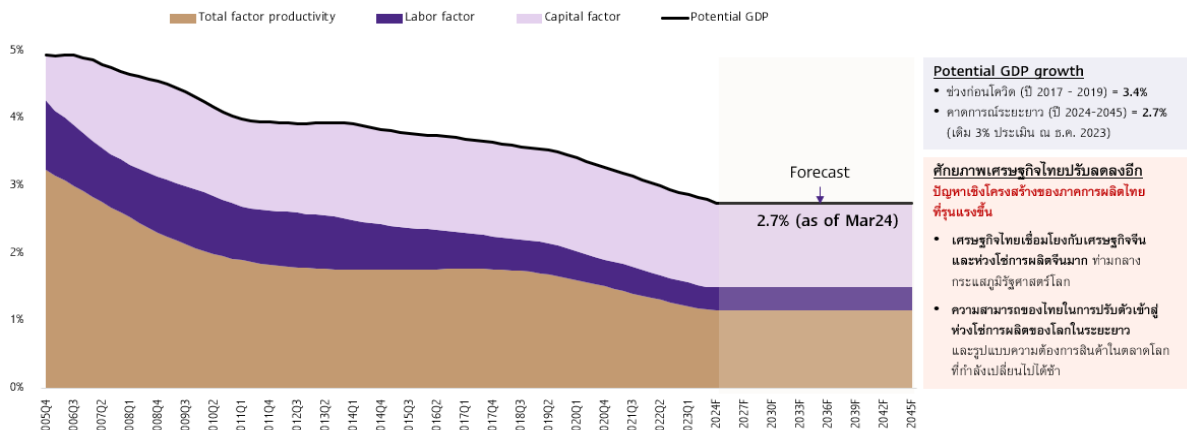


ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, Bloomberg และ IMF

รูปที่ 9 : ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มลดลงในระยะยาว

คาดการณ์อัตราการเติบโตของ Potential GDP ไทยและองค์ประกอบ (โดย SCB EIC)

หน่วย : %

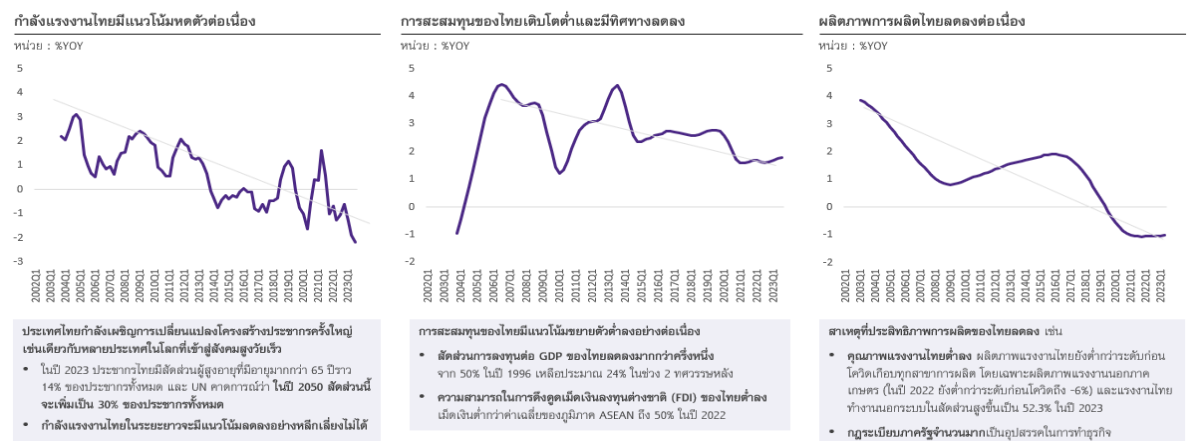


หมายเหตุ : ประยุกต์จากงานศึกษา Estimating potential output, output gaps and structural budget balances (Claude et al, 1995)

ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

นอกจากนี้ ศักยภาพการเติบโตของเศรษฐกิจไทยก็มีแนวโน้มต่ำลงในระยะยาวเหลือ 2.7% จากมุมมองเดิม 3% (รูปที่ 9) ซึ่งต่ำกว่าที่ Fitch คาดการณ์ไว้ที่ 3.2% อยู่มาก สาเหตุหลักมาจาก 1) **ผลผลิตภาพการผลิต (Total factor productivity)** ของไทยต่ำลงเรื่อย ๆ ส่วนหนึ่งจากปัญหาผลิตภาพแรงงานไทยลดลงและกฎเกณฑ์ภาครัฐจำนวนมากที่เป็นอุปสรรคต่อการทำธุรกิจ 2) **ปัจจัยทุน (Capital)** ของไทยที่มีแนวโน้มลดลงจากสัดส่วนการลงทุนในประเทศที่ลดลงกว่าครึ่ง เหลือประมาณ 24% ของ GDP ในช่วง 2 ทศวรรษหลัง อีกทั้งความสามารถในการดึงดูดเม็ดเงินลงทุนต่างชาติของไทยยังต่ำลงหากเทียบกับประเทศในภูมิภาคอาเซียน และ 3) **ปัจจัยกำลังแรงงาน (Labor)** มีแนวโน้มลดลงจากการเข้าสู่สังคมสูงวัยเร็ว โดยในปี 2023 ไทยมีสัดส่วนประชากรที่มีอายุมากกว่า 65 ปีราว 14% ของประชากร และสัดส่วนนี้มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นเป็น 30% ของประชากรภายในปี 2050 (รูปที่ 10)

รูปที่ 10 : กำลังแรงงาน การสะสมทุน และผลผลิตภาพการผลิตของไทยมีทิศทางลดลง



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC

นอกจากเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวได้ช้ากว่าอดีตแล้ว ยังมีแนวโน้มเติบโตช้ากว่า Peers โดยในปี 2023 เศรษฐกิจไทยสามารถขยายตัวได้เพียง 1.9% นับว่าต่ำที่สุดในกลุ่มประเทศระดับเครดิตเรตติ้ง BBB+ ที่ขยายตัวเฉลี่ย 2.8% และยังถือว่าขยายตัวได้ต่ำเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศระดับเครดิตเรตติ้ง BBB ที่ขยายตัวเฉลี่ย 2.2% อีกทั้ง ยังต่ำกว่าอัตราการขยายตัว

ของเศรษฐกิจโลกที่ 2.7% และหากพิจารณาแนวโน้มอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะ 5 ปีข้างหน้า โดยใช้ตัวเลขคาดการณ์ของ IMF เป็นมาตรฐานจะพบว่าไทยจะยังคงขยายตัวได้ช้ากว่าประเทศกลุ่มดังกล่าวนี้ (รูปที่ 11)

รูปที่ 11 : เศรษฐกิจไทยขยายตัวได้ช้ากว่าโลกและกลุ่มประเทศอันดับความน่าเชื่อถือ BBB+ และ BBB

อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทย, โลก, กลุ่มประเทศเครดิตเรตติ้ง BBB+ และ BBB

หน่วย : %, คาดการณ์โดย IMF



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ, IMF WEO และ Fitch

4. ความกังวลผลกระทบต่อภาคเอกชน

หากมุมมองอันดับเครดิตเรตติ้งของประเทศเปลี่ยนจะส่งผลกระทบต่อภาคเอกชนอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ที่ผ่านมามีพบว่าสถาบันจัดอันดับจะปรับลดมุมมองต่อประเทศนั้น ๆ เป็นลบ (Negative) ก่อน ค่อยปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้งในภายหลัง ซึ่งอาจใช้ระยะเวลา 1 เดือนถึง 1 ปี ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ความรุนแรงและผลกระทบ

หากประเทศถูกลดอันดับเครดิตเรตติ้งลง หรือ หากเกิดการคาดการณ์ว่าจะถูกปรับลดเครดิตเรตติ้งลงในระยะข้างหน้า เศรษฐกิจประเทศนั้น ๆ จะได้รับผลกระทบผ่านหลายช่องทาง ได้แก่

- (1) ภาครัฐจะมีต้นทุนการกู้ยืมสูงขึ้น เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการให้กู้ที่เพิ่มขึ้น ชดเชยความเสี่ยงของผู้ลงทุนที่สูงขึ้นเช่นเดียวกัน (Corbet, 2014) ภาครัฐจึงอาจต้องขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้นเพื่อจ่ายดอกเบี้ยที่แพงขึ้นหรือลดเม็ดเงินใช้จ่ายอื่นลง เช่น งบลงทุนเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจลง ข้ำเติมปัญหาด้านการคลังและศักยภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีอยู่เดิม
- (2) เม็ดเงินไหลออกจากประเทศมากขึ้นและดึงดูดเม็ดเงินลงทุนใหม่ ๆ ได้น้อยลง ทั้งเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศและเงินลงทุนหลักทรัพ์ในตลาดทุน เนื่องจากนักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่กำหนดระดับความเสี่ยงของประเทศที่จะไปลงทุนไว้โดยอ้างอิงกับอันดับเครดิตเรตติ้ง
- (3) ค่าเงินสกุลเงินท้องถิ่นอ่อนค่าลง เงินเพื่อสูงขึ้น ส่งผลให้ธนาคารกลางอาจต้องใช้นโยบายการเงินเข้มงวดมากขึ้น เทียบกับกรณีที่ประเทศไม่ถูกปรับลดเครดิตเรตติ้ง (Almeida et al., 2017; Mugubo & Mutize, 2016) แต่ละช่องทางล้วนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในทางตรงและทางอ้อม

นอกจากนี้ ภาคเอกชนในประเทศจะมีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดอันดับเครดิตเรตติ้งลงเช่นเดียวกัน เนื่องจากผู้จัดอันดับความน่าเชื่อถือจะใช้อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศเป็นส่วนหนึ่งในการกำหนดเพดานอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเอกชนในประเทศด้วย (Almeida et al., 2017) ส่งผลให้ภาคเอกชนมีต้นทุนในการกู้ยืมเพิ่มสูงขึ้น กัดดันการลงทุนและการบริโภค ส่งผลลบต่อเศรษฐกิจ

หากย้อนดูอดีตที่ Fitch ปรับมุมมองจากมีเสถียรภาพเป็นลบในวันที่ 1 ธ.ค. 2008 ก่อนจะประกาศลดอันดับความน่าเชื่อถือของไทยเป็น BBB จาก BBB+ พร้อมทั้งปรับลด Country ceiling ลงจาก A- เป็น BBB+ ในวันที่ 16 เม.ย. 2009 นอกจากนี้ในวันเดียวกัน Fitch ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสถาบันการเงินไทยที่รัฐถือหุ้น 2 แห่ง จากความสามารถของภาครัฐที่ลดลงในการช่วยเหลือหากจำเป็น และสถาบันการเงินที่มีบริษัทแม่ในต่างประเทศอีก 2 แห่ง จากการปรับลดเพดานอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ (Country ceiling)⁵ ซึ่งใช้อ้างอิงอันดับความน่าเชื่อถือสำหรับภาคเอกชน (จิตติมา และคณะ, 2014) โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้ภาคเอกชนไทยปรับสูงขึ้นเฉลี่ยทุกกระยะราว 4 และ 19 bps ตามลำดับภายในระยะเวลา 94 วันหลังมีการปรับมุมมองเป็นลบ และเพิ่มขึ้น 18 และ 41 bps ภายใน 47 วัน หลังมีการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ แม้ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายยังคงอยู่ในระดับต่ำ (รูปที่ 12)

สำหรับตัวอย่างในต่างประเทศ สหรัฐฯ ถูก Fitch ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือประเทศลงเหลือ AA+ จากประเด็นความยั่งยืนการคลังในเดือน ส.ค. 2023 แต่ยังไม่ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเอกชนตาม เนื่องจากเพดานอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศยังคงมุมมอง AAA ไว้ได้ สรุปสถานการณ์ได้ดังนี้

- Fitch ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือสหรัฐฯ ลงจาก AAA สู่ AA+ ในเดือน ส.ค. 2023⁶ จากการขาดดุลการคลังที่สูงขึ้นหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้น และการขาดความพยายามในการแก้ไขปัญหาดังกล่าวอย่างชัดเจน ดัชนีหุ้น Nasdaq, S&P 500, และ Dow Jones ปรับตัวลดลง 2.2%, 1.4%, และ 1% ตามลำดับ ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี สูงขึ้น 14 basis point⁷
- อย่างไรก็ตาม Fitch ยังไม่ได้ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเอกชนที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในสหรัฐฯ ตามไปด้วย โดยให้เหตุผลว่าการปรับลดครั้งนี้ไม่ได้มีความเชื่อมโยงต่อภาคเอกชนในประเทศโดยตรง ประกอบกับ Fitch ยังคงเพดานอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ (Country ceiling) ที่เป็นอันดับอ้างอิงในการประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศและภาคเอกชนในประเทศไว้ที่ AAA ซึ่งเป็นระดับสูงสุด

แต่หากย้อนไปในปี 2011 พบว่า S&P เคยปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐฯ ในเดือน ส.ค. 2011 จากปัญหาดุลบัญชี⁸ ดัชนีหุ้น Nasdaq, NYSE, และ Dow Jones ปรับลดลง 6.9%, 7.1%, และ 5.6% ตามลำดับ โดยครั้งนี้ S&P ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทเอกชนทั้งที่มีความเกี่ยวข้องกับภาครัฐสูง เช่น Federal Home Loan Banks, the Farm Credit System, Fannie Mae และ Freddie Mac รวมถึงบริษัทประกันหลายแห่งที่ดำเนินธุรกิจในสหรัฐฯ เป็นหลักและถือพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก ได้แก่ Knights of Columbus, New York Life, Northwestern Mutual, Teachers Insurance and Annuity Association of America และ United Services Automobile Association (Jickling, 2011)

⁵ เพดานอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ (Country ceiling) เป็นเพดานอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศที่ Fitch ใช้ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือขององค์กรทุกประเภทในประเทศนั้น ๆ โดย Country ceiling จะมีค่าไม่เกิน 3 Notches เหนืออันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมการไหลเวียนของเงินทุนเคลื่อนย้ายและอัตราแลกเปลี่ยนของประเทศ (Fitch Ratings, 2023b)

⁶ Moody's คงอันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐฯ ที่ Aaa แต่ปรับมุมมองเป็นเชิงลบ (Negative outlook) ในเดือน พ.ย. 2023 ขณะที่ S&P คงอันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐฯ ที่ AAA และมุมมองมีเสถียรภาพ (Stable outlook)

⁷ เป็นผลประเมินเบื้องต้น เนื่องจากผลกระทบของการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือในตลาดการเงินประเมินได้ยาก เนื่องจากนักลงทุนสถาบันและรายย่อยใช้เวลาวิเคราะห์ผลกระทบและปรับสถานะการลงทุนใหม่ อีกทั้ง ยังอาจมีเหตุการณ์อื่น ๆ ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาเดียวกันและอาจส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินได้เช่นกัน

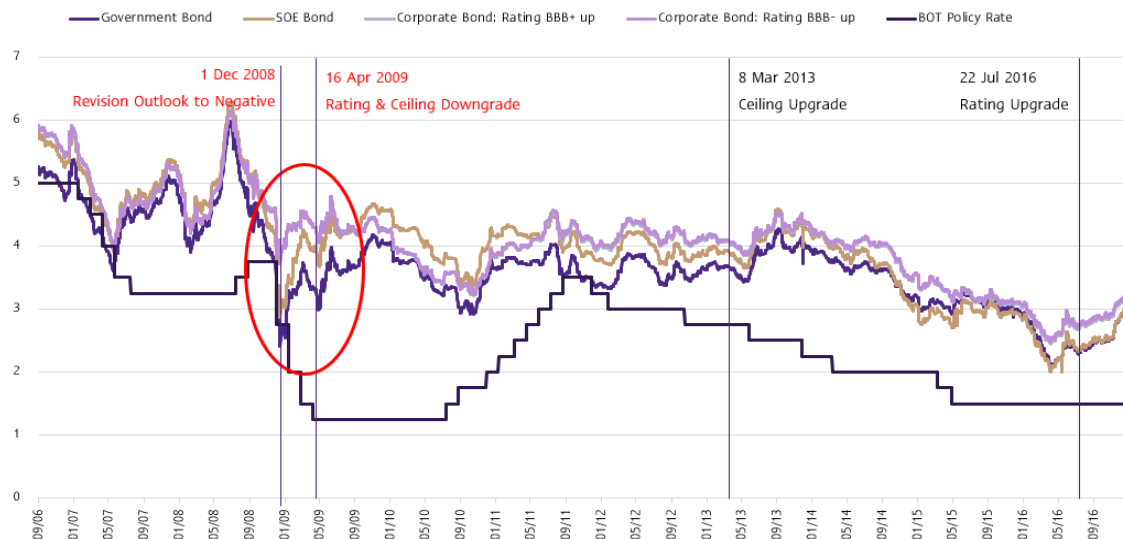
⁸ Moody's และ Fitch ยังคงอันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐฯ ที่ Aaa และ AAA แต่ปรับมุมมองเป็นเชิงลบ (Negative outlook) ในเดือน ก.ค. 2011 และ พ.ย. 2011 ตามลำดับ

นอกจากนี้ Fitch เคยปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของทั้งสถาบันการเงินและบริษัทเอกชนหลายประเทศ โดยอ้างสาเหตุโดยตรงว่าเป็นผลจากการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ เช่น ในเดือน ส.ค. 2024 Fitch ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของธนาคารในอิสราเอล 4 แห่ง ธนาคารในเคนยา 4 แห่ง และบริษัท JSC Ukrainian Railways ในยูเครน หลังจากปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศเหล่านี้ในช่วงก่อนหน้านี้

รูปที่ 12 : อัตราผลตอบแทนตราสารหนี้สูงขึ้นหลัง Fitch ลดอันดับความน่าเชื่อถือไทย ณ เม.ย. 2009

อัตราผลตอบแทนในตลาดตราสารหนี้ และอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย

หน่วย : %, Average Yield



ที่มา : การวิเคราะห์โดย SCB EIC จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย และ CEIC

5. แนวทางลดความเสี่ยงต่ออันดับความน่าเชื่อถือของไทย

SCB EIC ประเมินว่า ความเสี่ยงของอันดับเครดิตเรตติ้งไทยน่าจะกังวลขึ้นในหลายเรื่อง โดยเฉพาะประเด็นความยั่งยืนทางการคลัง แนวโน้มและศักยภาพเศรษฐกิจไทยที่ปรับแย่ลงชัดเจน รวมถึงแย่งชิงกว่าประเทศในกลุ่มเครดิตเรตติ้งใกล้เคียงกันอีกด้วย ซึ่งหากความเสี่ยงนี้เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการกู้ยืมประเทศและภาคเอกชน รวมถึงจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยผ่านหลายช่องทาง แนวทางลดความเสี่ยงนี้ 4 ด้านที่ควรดำเนินการอย่างจริงจังและเร่งด่วน มีดังนี้

1. **จัดทำแผนปฏิรูปการคลัง** ผ่าน (1) การจัดสรรงบประมาณรายจ่ายให้คุ้มค่า ส่วนหนึ่งใช้จ่ายดูแลกลุ่มที่ยังเปราะบางในช่วงที่เศรษฐกิจยังฟื้นจาก Covid-19 ไม่เต็มที่ พร้อมจัดสรรรายจ่ายอีกส่วนเร่งเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศในระยะยาว เพื่อให้ศักยภาพเศรษฐกิจไทยสูงขึ้น ซึ่งจะช่วยลดสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ได้อย่างยั่งยืน (2) การลดรายจ่ายไม่จำเป็น เช่น รายจ่ายนโยบายประชานิยมที่เห็นผลแค่ระยะสั้น ลดขนาดหน่วยงานภาครัฐที่ดำเนินงานซ้ำซ้อน และเพิ่มประสิทธิภาพการทำงานภาครัฐด้วยเทคโนโลยี และ (3) การเพิ่มรายได้ภาครัฐในระยะยาวอย่างเป็นรูปธรรม โดยขยายฐานภาษีและเพิ่มประสิทธิภาพการจัดเก็บภาษีให้ครอบคลุมเท่าเทียม
2. **มีกลไกติดตามความยั่งยืนทางการคลัง** โดยเฉพาะบทบาทภาคประชาสังคม เช่น ความเข้มงวดต่อกฎเกณฑ์การคลัง การจัดตั้งสถาบันวิจัยการคลังที่เป็นอิสระ ซึ่งมีงานศึกษาพบว่า ภาครัฐในประเทศที่มีสถาบันการคลังอิสระจะประเมินอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจและดุลการคลังเบื้องต้นต่ำกว่าภาครัฐในประเทศที่ไม่มีสถาบันการคลังอิสระอย่างเห็นได้ชัด จึงมีแนวโน้มปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การคลังมากกว่าอย่างมีนัยสำคัญ และจะช่วยลดการขาดดุลการคลังถึง 1–1.5% ของ GDP (Beetsma et al., 2019; อธิภัทร, 2024) นอกจากนี้ ภาคประชาสังคมทุกภาคส่วน อาทิ

ภาคธุรกิจ สถาบันวิจัยต่าง ๆ สื่อ และประชาชน ยังสามารถเพิ่มบทบาทการมีส่วนร่วมติดตามและชี้ประเด็นความเสี่ยงทางการคลัง ซึ่งจะช่วยให้อาครรัฐให้ความสำคัญกับวินัยการคลังและวางแผนใช้จ่ายระยะปานกลางเพื่อประโยชน์ระยะยาวให้มากขึ้นได้

3. **ปรับโครงสร้างการผลิตและการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมให้แข่งขันในตลาดโลกได้** ผ่านการลดอุปสรรคทางกฎหมายและระเบียบข้อห้าม (Regulatory guillotine) เพื่อเพิ่มความสะดวกในการประกอบธุรกิจในไทย การผลักดันสนธิสัญญาทางการค้าใหม่ ๆ เช่น กลุ่มประเทศตะวันออกกลาง การผลักดันการเข้าร่วมกลุ่มทางเศรษฐกิจที่มีมูลค่าสูง เช่น องค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (OECD) เพื่อขยายมูลค่าตลาดส่งออกและได้รับองค์ความรู้ในการยกระดับมูลค่าและคุณภาพการผลิตสินค้าและบริการของไทยให้แข่งขันในโลกได้ดีขึ้น นอกจากนี้ ไทยอาจพิจารณาเข้าร่วมกรอบความร่วมมือทางเศรษฐกิจอินโด-แปซิฟิก (IPEF) อย่างเต็มที่มากขึ้น เพื่อให้ได้รับผลประโยชน์จากความร่วมมือดังกล่าว โดยเฉพาะการพัฒนาห่วงโซ่อุปทานและกระแสนวัตกรรม
4. **เน้นการเติบโตเชิงคุณภาพของเศรษฐกิจระยะยาวมากขึ้น** ได้แก่ ความทั่วถึงเท่าเทียม (Inclusiveness) ความยั่งยืนสิ่งแวดล้อม (Sustainability) นวัตกรรม (Innovation) และความล้มยากลุกเร็ว (Resilience) ซึ่งนอกจากจะช่วยปรับโครงสร้างเศรษฐกิจไทยให้พร้อมรับบริบทโลกที่กำลังเปลี่ยนไป ภายใต้ความไม่แน่นอนรอบด้านที่สูงขึ้น เช่น ปัญหาภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitics) การเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยี (Technological disruption) และสภาพอากาศผันผวน (Climate change) แล้ว ยังจะส่งผลช่วยให้ตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจในเชิงปริมาณหรือ “GDP” ของไทยปรับสูงขึ้นได้อีกทาง (อ่านเพิ่มเติมในบทความ [ก้าวต่อไปของโมเดลพัฒนาเศรษฐกิจไทยภายใต้โลกที่ไม่แน่นอน](#)) ที่สำคัญในการยกระดับการเติบโตเชิงคุณภาพระยะยาว จะมีส่วนช่วยยกระดับคะแนน Environmental, Social, and Governance (ESG) ซึ่งเกี่ยวข้องโดยตรงกับดัชนีธรรมาภิบาลประเทศ⁹ และการพิจารณาอันดับเครดิตเรตติ้งของประเทศในมิติโครงสร้างทางเศรษฐกิจอีกด้วย

เอกสารอ้างอิง :

Almeida, H., Cunha, I., Ferreira, M. A., & Restrepo, F. (2017). The real effects of credit ratings: The sovereign ceiling channel. *The Journal of Finance*, 72(1), 249-290.

Beetsma, R., Debrun, X., Fang, X., Kim, Y., Lledo, V., Mbaye, S., & Zhang, X. (2019). Independent fiscal councils: Recent trends and performance. *European Journal of Political Economy*, 57, 53-69.

BMI. (2024). Thailand Key View.

BMI. (2024). Thailand Country Risk Report: Includes 10-year forecasts to 2033.

Bozic, V., & Magazzino, C. (2013). Credit rating agencies: The importance of fundamentals in the assessment of sovereign ratings. *Economic Analysis and Policy*, 43(2), 157-176.

⁹ เช่น การบริหารจัดการมลพิษและสิ่งแวดล้อม การพัฒนาทรัพยากรมนุษย์ การส่งเสริมความเท่าเทียมทางเศรษฐกิจและสังคม

Corbet, S. (2014). The contagion effects of sovereign downgrades: evidence from the European financial crisis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 4(1), 83-92.

Fitch Ratings. (2023). Fitch Affirms Thailand at 'BBB+'; Outlook Stable.

Fitch Ratings. (2023a). Thailand Rating Report.

Fitch Ratings. (2023b). Country Ceiling Criteria.

Fitch Ratings. (2024). Thailand Leadership Change Highlights Political Risk Vulnerabilities.

Jickling, M. (2011). Standard & Poor's Downgrade of U.S. Government Long-Term Debt. *Congressional Research Service*.

Kaufmann, D., Kraay, A. (2023). Worldwide Governance Indicators, 2023 Update (www.govindicators.org), Accessed on 10/19/2023.

Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2010). The worldwide governance indicators: Methodology and analytical issues. *World Bank policy research working paper*, (5430).

Mugobo, V., & Mutize, M. (2016). The impact of sovereign credit rating downgrade to foreign direct investment in South Africa. *Risk governance & control: financial markets & institutions*, 6(1), 14-19.

U.S. SEC Staff. (2024). Nationally recognized statistical rating organizations. Retrieved from <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-21>.

มัทนวลย์ วัฒนศิริสุข. (2024, 3 สิงหาคม). ย้อนอดีต มองอนาคต หนี้สาธารณะไทย. *ไทยรัฐออนไลน์*.

จิตติมา ชูเชิด, ศราวัลย์ อังกลมเกลียว, ปัทมา อภัยทาน. (2014). **สร้างรากฐานความยั่งยืนทางการคลัง...สู่เสถียรภาพระบบการเงินไทย**. บทความวิจัย งานสัมมนาวิชาการธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2014. ธนาคารแห่งประเทศไทย.

อิทธิพร มุกิตาเจริญ. (2024, 18 กันยายน). นโยบายสาธารณะกับหนี้ภาครัฐ : ปัญหาการ “มองสั้น” ของรัฐไทย. *aBRIDGEd*.

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.scbeic.com/th/detail/product/credit-rating-181024>

Disclaimer: This article is made by The Siam Commercial Bank ("SCB") for the purpose of providing information and analysis only. Any information and analysis herein are collected and referred from public sources which may include economic information, marketing information or any reliable information prior to the date of this document. SCB makes no representation or warranty as to the accuracy, completeness and up-to-dateness of such information and SCB has no responsibility to verify or to proceed any action to make such information to be accurate, complete, and up-to-date in any respect. The information contained herein is not intended to provide legal, financial or tax advice or any other advice, and it shall not be relied or referred upon proceeding any transaction. In addition, SCB shall not be liable for any damages arising from the use of information contained herein in any respect.

ผู้เขียนบทวิเคราะห์

วิชาญ กุลาดี

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ดร.ฐิติมา ชูเชิด

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจมหภาค

มัณฑลย์ วัฒนศิริสุข

Economist trainee

MACROECONOMICS RESEARCH

ดร.สมประวิณ มันประเสริฐ

รองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงาน Economic Intelligence Center (EIC)

และรองผู้จัดการใหญ่ ประธานเจ้าหน้าที่บริหาร กลุ่มงานกลยุทธ์องค์กร

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

ดร.ฐิติมา ชูเชิด

ผู้อำนวยการฝ่ายวิจัยเศรษฐกิจมหภาค

ดร.บุญยวัฒน์ ศรีสิงห์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

นนท์ พุกษ์ศิริ

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

วิชาญ กุลาดี

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ณฐพงศ์ ตันติจิรานนท์

นักเศรษฐศาสตร์

ปณณ พัฒนาศิริ

นักเศรษฐศาสตร์

ภาวัต แสงงสิทธิ์

นักเศรษฐศาสตร์



ท่านพึงพอใจต่อบทวิเคราะห์นี้เพียงใด?

ความเห็นของท่าน สำคัญกับเรา

ร่วมตอบแบบสอบถาม 6 ข้อ
เพื่อนำไปพัฒนามาตรวิเคราะห์ของ
SCB EIC ต่อไป

คลิกเพื่อทำ
แบบสอบถาม



“Economic and business
intelligence for effective
decision making”



ECONOMIC INTELLIGENCE CENTER

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์



เจาะลึก
สถานการณ์เศรษฐกิจ



เกาะติด
การเปลี่ยนแปลงที่ส่งพล
ต่อภาคธุรกิจ



อัปเดต
ประเด็นร้อนที่ไม่ควรพลาด



Stay connected

Find us at



@scbeic | 

www.scbeic.com