

# บทวิเคราะห์สถานะอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

## 1. ที่มาและความสำคัญของการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ (Sovereign Credit Rating) หมายถึงความสามารถในการชำระคืนหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยได้ตรงตามกำหนดเวลา ซึ่งอันดับความน่าเชื่อถือนี้จะถูกกำหนดขึ้นโดยอาศัยปัจจัยหลักสองประการ คือ ปัจจัยทางเศรษฐกิจซึ่งจะบ่งบอกถึงความสามารถในการชำระคืนหนี้เงินต้นและดอกเบี้ย และปัจจัยทางการเมืองซึ่งจะบ่งบอกถึงความเต็มใจ (Willingness) ในการชำระคืนหนี้เมื่อถึงกำหนดเวลาชำระคืน

อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศเป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงทางเครดิตที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ของรัฐบาลประเภทต่าง ๆ โดยเป็นสิ่งที่สะท้อนความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสารหนี้ว่าจะสามารถชำระหนี้ได้เต็มจำนวนและภายในระยะเวลาที่กำหนดหรือไม่ มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ (Credit Default) หรือไม่และอย่างไร โดยอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศที่ดีจะช่วยลดต้นทุนดอกเบี้ยในการระดมทุนผ่านการออกตราสารหนี้ ยิ่งอันดับความน่าเชื่อถือสูง ต้นทุนในการออกตราสารหนี้รัฐบาลก็จะยิ่งต่ำลง จึงถือได้ว่าอันดับความน่าเชื่อถือเป็นองค์ประกอบที่สำคัญของการระดมทุนในตลาดเงินทุนทั้งภายในและภายนอกประเทศ นอกจากนี้ อันดับความน่าเชื่อถือยังสะท้อนให้เห็นถึงมุมมองด้านเสถียรภาพและความโปร่งใสของฐานะการเงินการคลังของรัฐบาล ตลอดจนการพัฒนาตลาดการเงินของประเทศ ในภาพรวม ประกอบกับสามารถนำมาเป็นดัชนีอ้างอิงหรือเป็นมาตรฐาน (Benchmark) สำหรับการพิจารณาอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้และตราสารหนี้ของภาคเอกชนได้อีกด้วย

ประเทศไทยได้ดำเนินการจัดอันดับความน่าเชื่อถือมาอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2530 โดยให้สถาบัน Japan Bond Research Institute ซึ่งต่อมาเปลี่ยนชื่อเป็น Rating and Investment Information, Inc. เป็นผู้จัดอันดับความน่าเชื่อถือรายแรก ต่อมาในปี 2532 กระทรวงการคลังได้ให้บริษัท Moody's Investors Service (Moody's) และ Standard and Poor's (S&P's) ซึ่งเป็นบริษัทจากสหรัฐอเมริกาที่นักลงทุนทั่วโลกใช้เป็นหลักเกณฑ์อ้างอิงมากที่สุดเป็นผู้ดำเนินการวิเคราะห์ความน่าเชื่อถือของประเทศ เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายของกระทรวงการคลังที่ต้องการให้มีอันดับความน่าเชื่อถือที่ดำเนินการโดยบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่มีชื่อเสียงและเป็นที่ยอมรับในระดับสากล เพื่อรองรับการขยายฐานการระดมทุนสู่นักลงทุนในตลาดเงินทุนสหรัฐอเมริกาและยุโรปซึ่งเป็นตลาดทุนรายใหญ่ของโลก หลังจากนั้นจึงได้จ้างบริษัท Fitch Ratings (Fitch) ซึ่งเป็นบริษัทจากทวีปยุโรปเพิ่มขึ้นอีกหนึ่งราย เพื่อให้การจัดอันดับความน่าเชื่อถือมีการถ่วงดุลกันมากขึ้น

## 2. ข้อมูลที่ใช้ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

ข้อมูลที่บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือต้องการประกอบไปด้วยข้อมูลที่ใช้พิจารณาความเสี่ยงในด้านการเมืองและเศรษฐกิจ ซึ่งสามารถแยกออกได้ในรายละเอียด ดังนี้

**2.1 ความเสี่ยงทางการเมือง** กล่าวคือ ปัจจัยทางการเมืองและสังคมที่มีผลกระทบต่อความสามารถในการจัดหาเงินตราต่างประเทศและต่อความประสงค์ของรัฐบาลในการชำระหนี้ โดยสามารถแบ่งออกเป็น 3 ปัจจัยย่อยได้ ดังนี้

- 1) ระบบการเมือง โดยจะพิจารณาจากโครงสร้างและความเป็นมาของระบบการเมือง ผู้นำของสถาบันการเมือง การก่อจลาจล รัฐประหาร และความเปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรงของรัฐบาล
- 2) สภาพแวดล้อมทางสังคม อาทิ อัตราการเจริญเติบโตของประชากร การกระจายการอยู่อาศัยของประชากรในแต่ละท้องถิ่น ความกลมเกลียวของประชากร (ไม่มีปัญหาขัดแย้งเกี่ยวกับผิวหรือศาสนา) รายได้เฉลี่ยของประชากร การแบ่งสินทรัพย์และรายได้ และภาวะการทำงานของประชากร
- 3) ความสัมพันธ์ระหว่างประเทศ อาทิ ความมั่นคงของประเทศจากการรุกราน รวมถึงความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจกับต่างประเทศ การเป็นสมาชิกในองค์กรระหว่างประเทศ ตลอดจนความสัมพันธ์กับประเทศเพื่อนบ้าน

**2.2 ความเสี่ยงทางเศรษฐกิจ** กล่าวคือ การศึกษาความสามารถของประเทศในการชำระหนี้ที่มีอยู่และที่จะก่อขึ้นใหม่ โดยสามารถแบ่งออกเป็น 6 ปัจจัยย่อยได้ ดังนี้

- 1) ภาระหนี้ ซึ่งจะพิจารณาจากสัดส่วนของหนี้ต่างประเทศและการชำระหนี้ในแต่ละปีเปรียบเทียบกับดุลการชำระเงิน ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) และรายได้จากการส่งออก
- 2) สภาพคล่องระหว่างประเทศ อาทิ ปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ ปริมาณการนำเข้าของสินค้า ความสามารถในการจัดหาเงินกู้ และระบบธนาคารและตลาดการเงินในประเทศ ซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ความสามารถในการชำระหนี้ของประเทศ
- 3) ความสามารถในการปรับปรุงดุลการเงิน ซึ่งขึ้นอยู่กับความสามารถในการปรับปรุงระบบเศรษฐกิจในส่วนที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกและการนำเข้าให้ทันกับความเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจโลกและของประเทศ ตลอดจนความสามารถในการดำเนินนโยบายที่จะส่งเสริมการป้องกันหรือแก้ไขการขาดดุลของประเทศ
- 4) โครงสร้างของเศรษฐกิจ ซึ่งจะมีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ โดยประเทศที่มีการกระจายประเภทสินค้าที่ผลิต อาทิ สินค้าที่ส่งออก จะสามารถรับมือกับความเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจโลกได้ดีกว่าประเทศที่ไม่มีกระจายประเภทสินค้า หรือเรียกได้ว่าไม่มีความหลากหลายทางเศรษฐกิจ นอกจากนี้ การมีโครงสร้างพื้นฐาน ความต้องการทางด้านพลังงาน และความสามารถในการผลิตด้วยตนเองก็เป็นปัจจัยที่บ่งบอกถึงโครงสร้างของเศรษฐกิจในแต่ละประเทศเช่นกัน
- 5) การเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ โดยพิจารณาจากอัตราการเจริญเติบโตของการลงทุน อัตราการเจริญเติบโตของการผลิตในแต่ละภาคของเศรษฐกิจที่แท้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง

บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะพิจารณาในภาคการส่งออก เนื่องจากการขยายตัวของการส่งออกที่สูง จะช่วยให้ประเทศสามารถรับภาระหนี้ได้ดีขึ้น

6) การบริหารเศรษฐกิจ เนื่องจากการบริหารเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อปัจจัยเศรษฐกิจต่าง ๆ ที่ได้กล่าวข้างต้น ดังนั้น บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะพิจารณาเกี่ยวกับความสามารถในการดำเนินนโยบายทางการเงินการคลัง ซึ่งรวมถึงปัจจัยต่างๆ อาทิ อัตราแลกเปลี่ยน รายได้รัฐบาล ผลกระทบของการใช้นโยบายดังกล่าวต่อภาวะเงินเฟ้อ รายได้ต่อหัวประชากร การว่างงาน นอกจากนี้ยังพิจารณาความสามารถของรัฐบาลที่จะดำเนินมาตรการอื่น ๆ นอกเหนือจากด้านการเงินการคลังอีกด้วย

### 3. การดำเนินการของกระทรวงการคลังในการรักษาอันดับความน่าเชื่อถือ

ด้วยเหตุที่บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือได้ทำการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศหลายครั้งตั้งแต่ปลายปี 2539 จนถึงเดือนมกราคม 2541 จึงมีความจำเป็นที่กระทรวงการคลังจะต้องดำเนินการป้องกันไม่ให้เกิดเหตุการณ์ดังกล่าวขึ้นอีก ซึ่งในทางปฏิบัติแล้ว นอกเหนือจากการที่เจ้าหน้าที่จากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือจะเดินทางมารวบรวมข้อมูลเพื่อประกอบการวิเคราะห์อย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง ซึ่งในแต่ละครั้งจะสามารถเข้าพบเจ้าหน้าที่ระดับสูงของกระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย และหน่วยงานอื่นที่เกี่ยวข้องแล้ว ในโอกาสที่ ๆ พบๆ รัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลัง (รวม. คลัง) เดินทางไปราชการยังต่างประเทศ เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา รวม. คลังมักจะอนุญาตให้ผู้แทนจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือเข้าพบด้วย รวมทั้งหากรัฐบาลมีนโยบายหรือมาตรการที่สำคัญ และได้พิจารณาแล้วว่าสามารถที่จะจัดส่งให้กับบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือเหล่านี้ได้ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.) ก็ได้ดำเนินการนำเสนอต่อบริษัทต่าง ๆ ดังกล่าว เพื่อเป็นการแสดงให้เห็นว่ารัฐบาลไทยให้ความสำคัญกับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ และเพื่อเป็นข้อมูลในการพิจารณาจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ซึ่งจะสามารถนำไปสู่การปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของไทยต่อไป

### 4. สถานะอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

ณ เดือนสิงหาคม 2559 บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือหลัก 3 ราย ได้แก่ Moody's S&P's และ Fitch ยังคงอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยในระดับเดิมที่ Baa1 BBB+ และ BBB+ ตามลำดับ ซึ่งถือว่าเป็นระดับนำลงทุน (Investment Grade) โดยระดับดังกล่าวได้สะท้อนให้เห็นว่าโอกาสของประเทศที่จะผิคนัดชำระหนี้ของรัฐบาลอยู่ในระดับปานกลาง และยังมีปัจจัยอื่น ๆ ที่ยังคงควรเฝ้าระวัง นอกจากนี้ บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือทั้ง 3 ราย ยังคงสถานะแนวโน้มความน่าเชื่อถือที่มีเสถียรภาพ (Stable Outlook) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าจะยังไม่มีมีการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือในช่วง 1 – 2 ปี ข้างหน้า โดยรายงานผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือทั้งสามราย สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 1

## ตารางที่ 1 สรุปผลการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย

บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ	อันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ระยะยาวสกุลเงินตราต่างประเทศ	แนวโน้มความน่าเชื่อถือ	รายงานครั้งล่าสุด
Moody's	Baa1	Stable	13 ก.ค. 59
S&P's	BBB+	Stable	21 ธ.ค. 58
Fitch	BBB+	Stable	22 ก.ค. 59

### 5. สถานะอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศในภูมิภาคเดียวกัน และประเทศในกลุ่มอันดับความน่าเชื่อถือเดียวกัน

สบน. ได้ทำการเปรียบเทียบสถานะอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยกับประเทศที่อยู่ในภูมิภาคเดียวกัน โดยพบว่า ไทยมีอันดับความน่าเชื่อถือที่ต่ำกว่าประเทศมาเลเซียและสิงคโปร์ โดยมาเลเซียได้รับอันดับความน่าเชื่อถือจาก Moody's S&P's และ Fitch ที่ระดับ A3 A- และ A- ตามลำดับ ซึ่งถือว่าเป็นระดับนำลงทุนเช่นเดียวกับประเทศไทย แต่มีระดับความน่าเชื่อถือสูงกว่าไทย 1 ชั้น โดยมาเลเซียมีระดับความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้และความอ่อนไหวต่อเหตุการณ์ความเสี่ยงที่ต่ำกว่า ตลอดจนความสามารถในการปฏิบัติตามพันธสัญญาอยู่ในระดับแข็งแกร่ง ในขณะที่อันดับที่ไทยได้รับสะท้อนว่าความสามารถดังกล่าวของไทยอยู่ในระดับปานกลาง สำหรับประเทศสิงคโปร์นั้น ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือจากบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือทั้ง 3 รายที่ระดับ Aaa AAA และ AAA ตามลำดับ ซึ่งเป็นอันดับความน่าเชื่อถือที่ดีที่สุด โดยอันดับดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่า สิงคโปร์มีความสามารถในการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยในเกณฑ์สูงสุด และหากเปรียบเทียบกับประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาคอาเซียนด้วยกัน ได้แก่ ฟิลิปปินส์ อินโดนีเซีย และเวียดนาม ซึ่งในช่วงที่ผ่านมามีการพัฒนาประเทศอย่างต่อเนื่องพบว่า ไทยมีอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงกว่า โดยอันดับความน่าเชื่อถือของฟิลิปปินส์มีความใกล้เคียงกับอันดับความน่าเชื่อถือของไทย โดยที่อันดับความน่าเชื่อถือที่ได้รับจากบริษัท Moody's และ S&P's ยังต่ำกว่าไทย 1 ชั้น และอันดับที่ได้รับจากบริษัท Fitch ยังต่ำกว่าไทย 2 ชั้น ในขณะเดียวกัน อันดับความน่าเชื่อถือของอินโดนีเซียที่จัดโดยบริษัท Moody's และ Fitch นั้นยังต่ำกว่าไทย 2 ชั้น และสำหรับอันดับที่จัดโดยบริษัท S&P's นั้นยังต่ำกว่าไทยอยู่ 3 ชั้น ส่วนอันดับความน่าเชื่อถือของเวียดนามยังอยู่ในระดับต่ำกว่าระดับ Investment Grade กล่าวคือ ต่ำกว่าระดับ BBB- (หรือ Baa3 สำหรับบริษัท Moody's)

นอกจากนี้ สบน. ยังได้เปรียบเทียบสถานะอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยกับประเทศในกลุ่มอันดับความน่าเชื่อถือเดียวกัน ซึ่งเป็นกลุ่มประเทศที่บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือให้ความสำคัญในกระบวนการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยประเทศไทยถูกจัดให้อยู่ในกลุ่ม BBB (หรือ Baa สำหรับบริษัท Moody's) ซึ่งประกอบไปด้วยประเทศต่าง ๆ อาทิ เม็กซิโก บราซิล และเปรู ทั้งนี้ ไทยได้รับการจัดอันดับที่สูงกว่าบราซิล

ซึ่งเป็นประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่และถือเป็นหนึ่งในประเทศที่มีการพัฒนาทางเศรษฐกิจอย่างรวดเร็ว สำหรับประเทศเม็กซิโก สเปน พบว่า Moody's S&P's และ Fitch จัดอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ที่ระดับ A3 BBB และ BBB+ ตามลำดับ ซึ่งเห็นได้ว่า เม็กซิโกได้รับอันดับความน่าเชื่อถือที่ใกล้เคียงกับประเทศไทย ยกเว้นเพียงอันดับที่ได้รับจากบริษัท Moody's ซึ่งเป็นอันดับที่สูงกว่าประเทศไทย 1 ชั้น แต่อันดับที่ได้รับจากบริษัท S&P's ต่ำกว่าไทยเช่นกัน โดยรายละเอียดเกี่ยวกับอันดับความน่าเชื่อถือของไทยเปรียบเทียบกับนานาประเทศสามารถสรุปได้ตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2 อันดับความน่าเชื่อถือของไทยเปรียบเทียบกับประเทศในภูมิภาคเดียวกันและประเทศในกลุ่มอันดับความน่าเชื่อถือเดียวกัน

ประเทศ	อันดับความน่าเชื่อถือ		
	Moody's	S&P's	Fitch
ไทย	Baa1	BBB+	BBB+

สิงคโปร์	Aaa	AAA	AAA
มาเลเซีย	A3	A-	A-
ฟิลิปปินส์	Baa2	BBB	BBB-
อินโดนีเซีย	Baa3	BB+	BBB-
เวียดนาม	B1	BB-	BB-

เม็กซิโก	A3	BBB	BBB+
บราซิล	Ba2	BB	BB

	↑ สูง																	↓ ต่ำ					
Moody's	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	/	/
S&P's	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	D	NR
Fitch	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	RD	D	/	/

## 6. สรุป

กระทรวงการคลังมีพันธะในการรักษาอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศให้เป็นที่ยอมรับขององค์กรระหว่างประเทศ รัฐบาลต่างประเทศ และโดยเฉพาะอย่างยิ่งสถาบันการเงินและนักลงทุนในตลาดเงินทุนต่างประเทศ เนื่องจากเงื่อนไขการกู้เงินจากแหล่งเงินทุนดังกล่าวจะเกี่ยวข้องโดยตรงกับอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ ดังนั้น อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศจึงเป็นตัวกำหนดอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินทุน โดยประเทศที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับสูงนั้นจะมีต้นทุนการกู้เงินซึ่งจะสะท้อนออกมาในรูปของระดับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าประเทศที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า จึงเห็นได้ว่า แม้ภาวะเศรษฐกิจจะมีผลกระทบต่ออันดับความน่าเชื่อถือของประเทศโดยตรงตามนัยที่กล่าวในข้อ 2 ของบทวิเคราะห์นี้ แต่ในขณะเดียวกัน อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศก็มีผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน โดยตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือการที่อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยได้ถูกปรับลดระดับลงหลายครั้งจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในเอเชียที่เกิดขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2539 จนถึงต้นปี 2541 และได้ส่งผลให้ต้นทุนในการกู้เงินสูงขึ้น

อย่างไรก็ดี แม้ต่อมาจะมีเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองที่เกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2556 จนถึงเดือนพฤษภาคม 2557 ซึ่งถือเป็นเหตุการณ์ที่สามารถส่งผลกระทบต่ออันดับความน่าเชื่อถือได้ แต่เนื่องจากประเทศไทยสามารถแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นและชี้แจงแนวทางการแก้ไขปัญหาอย่างมีแบบแผน มีขั้นตอน รวมทั้งได้ระบุเงื่อนไขเวลาในการดำเนินมาตรการต่าง ๆ ให้เสร็จสิ้น จึงส่งผลให้บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือต่าง ๆ ยอมรับว่ารัฐบาลมีความตั้งใจจริงที่จะแก้ไขปัญหา และเป็นองค์ประกอบหนึ่ง ที่ส่งผลให้บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของไทย ถึงแม้ว่าในระยะสั้นบริษัทเหล่านี้จะยังไม่ประกาศปรับเพิ่มอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศ แต่อย่างน้อยที่สุดประเทศไทยก็ยังคงรักษาอันดับความน่าเชื่อถือที่ระดับ Investment Grade เอาไว้ได้

---

สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

โทร. 02 265 8050 ต่อ 5505 5518 และ 5520

