การเปรียบเทียบความน่าเชื่อถือทางเครดิตระหว่างประเทศไทยและเวียดนาม ภายใต้บริบทเศรษฐกิจมหภาค

ความสำคัญของอันดับความน่าเชื่อถือในระบบเศรษฐกิจมหภาค

ความน่าเชื่อถือทางเครดิตของประเทศเป็นเครื่องมือสำคัญที่สะท้อนเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ คุณภาพของกรอบนโยบาย และความสามารถของภาครัฐในการชำระหนี้ตามกำหนดเวลา สถาบันจัดอันดับชั้นนำ เช่น S&P Global Ratings, Moody's Investors Service และ Fitch Ratings ประเมินองค์ประกอบหลากหลาย ทั้งด้านเศรษฐกิจมหภาค ความยั่งยืนทางการคลัง ความเสี่ยงเชิงสถาบัน และเสถียรภาพระบบการเงิน อันดับเครดิตที่อยู่ในระดับสูงช่วยลดต้นทุนการกู้ยืมของรัฐและเอกชน กระตุ้นกระแสเงินทุนระหว่างประเทศ และสะท้อนความเชื่อมั่นต่อทิศทางนโยบายเศรษฐกิจในระยะยาว

การแข่งขันในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ทำให้ความแตกต่างของอันดับเครดิตระหว่างไทยและเวียดนามเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจอย่างกว้างขวาง แม้เวียดนามจะมีอัตราการเติบโตสูงที่สุดแห่งหนึ่งในเอเชีย แต่ประเทศไทยมีโครงสร้างเศรษฐกิจ เสถียรภาพภายนอก และสถาบันทางเศรษฐกิจที่แข็งแรงกว่า ความแตกต่างเชิงโครงสร้างนี้เป็นปัจจัยหลักที่อธิบายว่าทำไมไทยยังรักษาระดับ Investment Grade ขณะที่เวียดนามแม้เศรษฐกิจจะเติบโตเร็วกว่าแต่อันดับเครดิตยังอยู่ต่ำกว่า

อันดับเครดิตของไทยและเวียดนาม

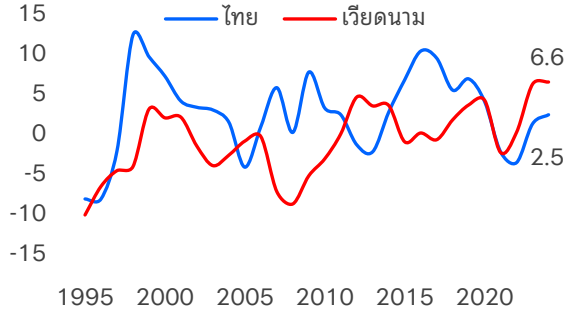
Fitch Ratings ประเมินอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศผ่าน Sovereign Rating Model (SRM) ซึ่งคำนวณคะแนนจากตัวแปรเชิงปริมาณด้านเศรษฐกิจ การคลัง เสถียรภาพภายนอก และโครงสร้างทางการเงิน ก่อนจะปรับด้วย Qualitative Overlay (QO) เพื่อสะท้อนคุณภาพเชิงสถาบัน เสถียรภาพนโยบาย และความเสี่ยงระบบที่ตัวเลขไม่สามารถอธิบายได้ครบถ้วน ทั้งไทยและเวียดนามได้คะแนน SRM ใกล้ระดับ BBB แต่หลังการปรับ QO ไทยถูกปรับขึ้นหนึ่งขั้น โดยได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในช่วง BBB–BBB+ ขณะที่เวียดนามถูกปรับลงสองขั้นมาอยู่ที่ BB+ ส่งผลให้ระดับเครดิตสุดท้ายแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ปัจจัยเชิงโครงสร้างที่มีผลต่อการจัดอันดับ

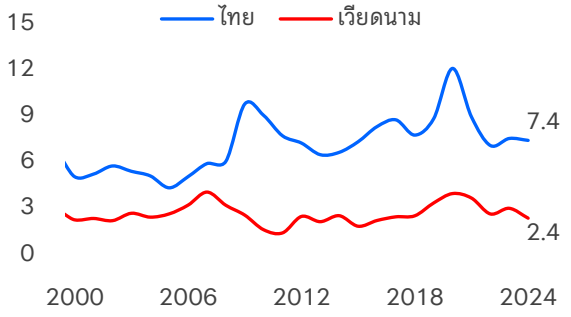
1. เสถียรภาพด้านต่างประเทศ

ไทยมีความแข็งแรงด้านดุลบัญชีเดินสะพัดและฐานะการเงินภายนอกอย่างต่อเนื่อง โดยดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลเฉลี่ยราว 2.8% ของ GDP ในช่วงสามทศวรรษ และมีสถานะสินทรัพย์ต่างประเทศสุทธิประมาณ 47% ของ GDP ระดับเงินสำรองระหว่างประเทศอยู่ราว 6.9 เดือนของการนำเข้า สูงกว่ามาตรฐานสากลที่ประมาณ 3–5 เดือน ขณะที่ภาระดอกเบี้ยระหว่างประเทศต่อรายได้ภายนอกอยู่เพียง 0.7% ต่ำกว่าค่ามัธยฐานกลุ่ม BBB อย่างมาก กันชนภายนอกที่แข็งแรงนี้เป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้ไทยรักษาอันดับ Investment Grade ได้ แม้การเติบโตทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับปานกลางในช่วงที่ผ่านมาในด้านเวียดนาม เสถียรภาพภายนอกอ่อนแอกว่าอย่างชัดเจนจากการพึ่งพาการส่งออกในสัดส่วนสูงกว่า

กราฟที่ 1: ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ

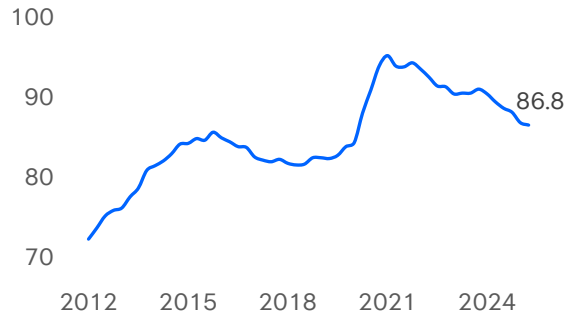


กราฟที่ 2: อัตราส่วนทุนสำรองระหว่างประเทศต่อมูลค่านำเข้า (เทียบเป็นจำนวนเดือน)



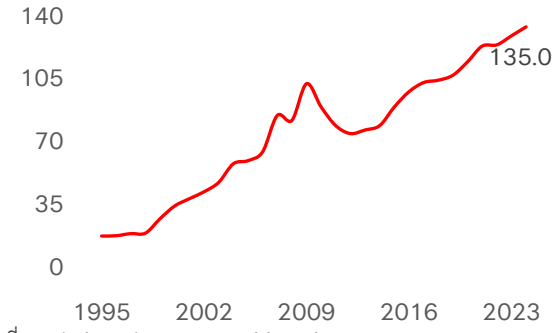
ที่มา: International Monetary Fund.

กราฟที่ 3: สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ของไทย (%)



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย.

กราฟที่ 4: สัดส่วนหนี้ภาคเอกชนต่อ GDP ของเวียดนาม (%)



ที่มา: Fitch Ratings และ World Bank.

80% ของ GDP และการเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับตลาดสหรัฐฯ และห่วงโซ่อุปทานจีน เงินสำรองระหว่างประเทศลดลงกว่า 10% YoY เหลือประมาณ 81.2 พันล้านดอลลาร์ หรือเพียง 2.2 เดือนของการนำเข้า ต่ำกว่าค่ามัธยฐานกลุ่ม BB ระดับดุลบัญชีเดินสะพัดมีความผันผวนตามวัฏจักรการค้าและไม่สามารถทำหน้าที่เป็นกันชนได้ในระดับเดียวกับไทย

2. ความยั่งยืนด้านการคลังและภาระผูกพันของรัฐ

ระดับหนี้สาธารณะของไทยเพิ่มขึ้นเป็นราว 59–60% ของ GDP หลังโควิด แต่โครงสร้างหนี้ส่วนใหญ่เป็นสกุลเงินบาท ต้นทุนดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ และระบบการบริหารหนี้มีความน่าเชื่อถือ ดุลการคลังขาดดุลต่อเนื่องราว 4–5% ของ GDP ในช่วงปีงบประมาณ 2568–2569 แต่กรอบนโยบายการคลังยังถือว่ามีวินัย โปร่งใส และมีประวัติการชำระหนี้ที่ดี ปัจจัยเหล่านี้ช่วยรองรับอันดับเครดิตในมิติ QO แม้ภาครัฐต้องเผชิญแรงกดดันด้านรายจ่ายเพิ่มขึ้นในระยะหลัง

ในทางกลับกัน เวียดนามมีระดับหนี้สาธารณะต่อ GDP ต่ำกว่าค่ามัธยฐานกลุ่ม BB แต่ความเสี่ยงสำคัญอยู่ที่ภาระผูกพันแฝงของรัฐวิสาหกิจ (SOE) ซึ่งมีหนี้รวมเกือบ 20% ของ GDP และมีความเชื่อมโยงสูงกับระบบธนาคาร โครงสร้างการคลังจึงมีความเปราะบางต่อความเสี่ยงที่ภาครัฐอาจต้องรับภาระในอนาคต นอกจากนี้ ความโปร่งใสด้านข้อมูลและกรอบนโยบายเศรษฐกิจยังอยู่ในระยะพัฒนา ซึ่งสะท้อนผ่านการปรับลดคะแนน QO ลงสองขั้นในมิติ “Macro” และ “Public Finances” แม้คะแนน SRM จะอยู่ใกล้ระดับ BBB เทียบเคียงไทยก็ตาม

3. เสถียรภาพของระบบธนาคาร

ระบบการเงินไทยมีเงินกองทุนในระดับสูง มีมาตรฐานการกำกับดูแลเข้มแข็ง และมีความโปร่งใสด้านข้อมูล คุณภาพสินเชื่ออยู่ในระดับที่รองรับแรงกระแทกได้ แม้สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP จะอยู่ที่ประมาณ 87% แต่ไม่ได้สร้างความเสี่ยงเชิงระบบในระดับที่กระทบต่ออันดับเครดิต ภาคธนาคารได้รับการประเมินว่ามีความทนทานสูงกว่าเศรษฐกิจเกิดใหม่หลายประเทศในภูมิภาค และเป็นเหตุผลสำคัญที่ไทยได้รับปรับคะแนนเพิ่มภายใต้กรอบ QO

ขณะที่เวียดนามมีความเสี่ยงสูงกว่าอย่างชัดเจน เนื่องจากพึ่งพาการขยายสินเชื่อเป็นกลไกหลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ หนี้ภาคเอกชนสูงถึง 135% ของ GDP อัตราการเติบโตสินเชื่ออยู่ในช่วง 16% ต่อปี ขณะที่เงินกองทุนของสถาบันการเงินหลายแห่งอยู่ในระดับจำกัด คุณภาพสินเชื่อยังเป็นประเด็นที่ต้องติดตามจากสัดส่วนหนี้ที่มีปัญหา (NPL) และสินเชื่อเฝ้าระวังที่อยู่ในระดับสูง ความโปร่งใสด้านข้อมูลมีข้อจำกัด ส่งผลให้เวียดนามถูกปรับลดคะแนน QO ในมิติความเสี่ยงระบบการเงินอย่างมีนัยสำคัญ

4. โครงสร้างเศรษฐกิจและความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์

เศรษฐกิจไทยมีความหลากหลายทั้งภาคบริการ การผลิต การท่องเที่ยว และภาคการเงิน โครงสร้างดังกล่าวช่วยลดความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอกและทำให้เศรษฐกิจสามารถรับแรงกระแทกได้ดีกว่าเศรษฐกิจที่พึ่งพาภาคใดภาคหนึ่งในสัดส่วนสูง ความสมดุลระหว่างผู้ประกอบการท้องถิ่นและบริษัทต่างชาติช่วยลดความเสี่ยงจากการย้ายฐานการผลิต และทำให้ประเทศไทยมีเสถียรภาพเชิงโครงสร้างในระดับสูงกว่าเวียดนาม

อย่างไรก็ตาม แม้ไทยยังรักษาอันดับ BBB+ ได้ แต่แรงกดดันจากมุมมอง Negative Outlook สะท้อนความไม่แน่นอนด้านนโยบายในช่วงเปลี่ยนผ่านทางการเมือง ดุลการคลังที่ขาดดุลต่อเนื่อง ศักยภาพการเติบโตต่ำ และภาระหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง ซึ่งเป็นปัจจัยที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิดในระยะต่อไป

เวียดนามพึ่งพาภาคการผลิตเพื่อการส่งออกและการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ในสัดส่วนสูง เศรษฐกิจจึงอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของห่วงโซ่อุปทานโลก นโยบายภาษีของประเทศคู่ค้า และความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ โดยเฉพาะความสัมพันธ์ระหว่างสหรัฐฯ–จีน โครงสร้างที่พึ่งพาปัจจัยภายนอกในระดับสูงเป็นข้อจำกัดสำคัญที่ทำให้เวียดนามยังไม่สามารถยกระดับสู่ Investment Grade แม้มีการเติบโตทางเศรษฐกิจที่โดดเด่นก็ตาม

ปัจจัยเชิงโครงสร้างทั้งหมดนี้เป็นเหตุผลหลักที่ไทยยังได้รับปรับคะแนนเพิ่มภายใต้กรอบ QO ขณะที่เวียดนามถูกปรับลดลงโดยรวมสองขั้นจากผลลัพธ์ SRM แม้เศรษฐกิจเวียดนามจะเติบโตสูงกว่าไทยอย่างต่อเนื่องก็ตาม ความเร็วของการเติบโตไม่สามารถชดเชยความเสี่ยงเชิงสถาบันและเสถียรภาพมหภาคที่เปราะบาง ซึ่งยังเป็นข้อจำกัดสำคัญต่อการเข้าสู่ระดับ Investment Grade ของเวียดนามในอนาคต

นัยเชิงนโยบายสำหรับทั้งสองประเทศ

อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศสะท้อนมากกว่าเพียงอัตราการเติบโตของ GDP แต่สะท้อนคุณภาพโครงสร้างเศรษฐกิจ เสถียรภาพทางการเงิน และความน่าเชื่อถือของสถาบันทำนโยบายในภาพรวม ประเทศไทยยังคงมีจุดแข็งเหนือกว่าเวียดนามในหลายด้าน ไม่ว่าจะเป็นดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลต่อเนื่อง เงินสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ในระดับสูง ความยั่งยืนของกรอบนโยบายการคลัง และเสถียรภาพของระบบธนาคาร ซึ่งล้วนเป็นกันชนเชิงโครงสร้างที่สนับสนุนการคงอันดับในระดับ Investment Grade

ความท้าทายสำคัญของไทยในระยะต่อไป คือการยกระดับศักยภาพการเติบโตให้สอดคล้องกับความต้องการของเศรษฐกิจยุคใหม่ การเพิ่มผลิตภาพแรงงาน การปฏิรูปเชิงโครงสร้างในภาคอุตสาหกรรมและบริการ และการยกระดับประสิทธิภาพการจัดเก็บรายได้ภาครัฐจะเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเสริมความยั่งยืนของการคลัง ลดแรงกดดันที่มีต่อมุมมองเครดิต และรักษากันชนมหภาคในระยะยาว

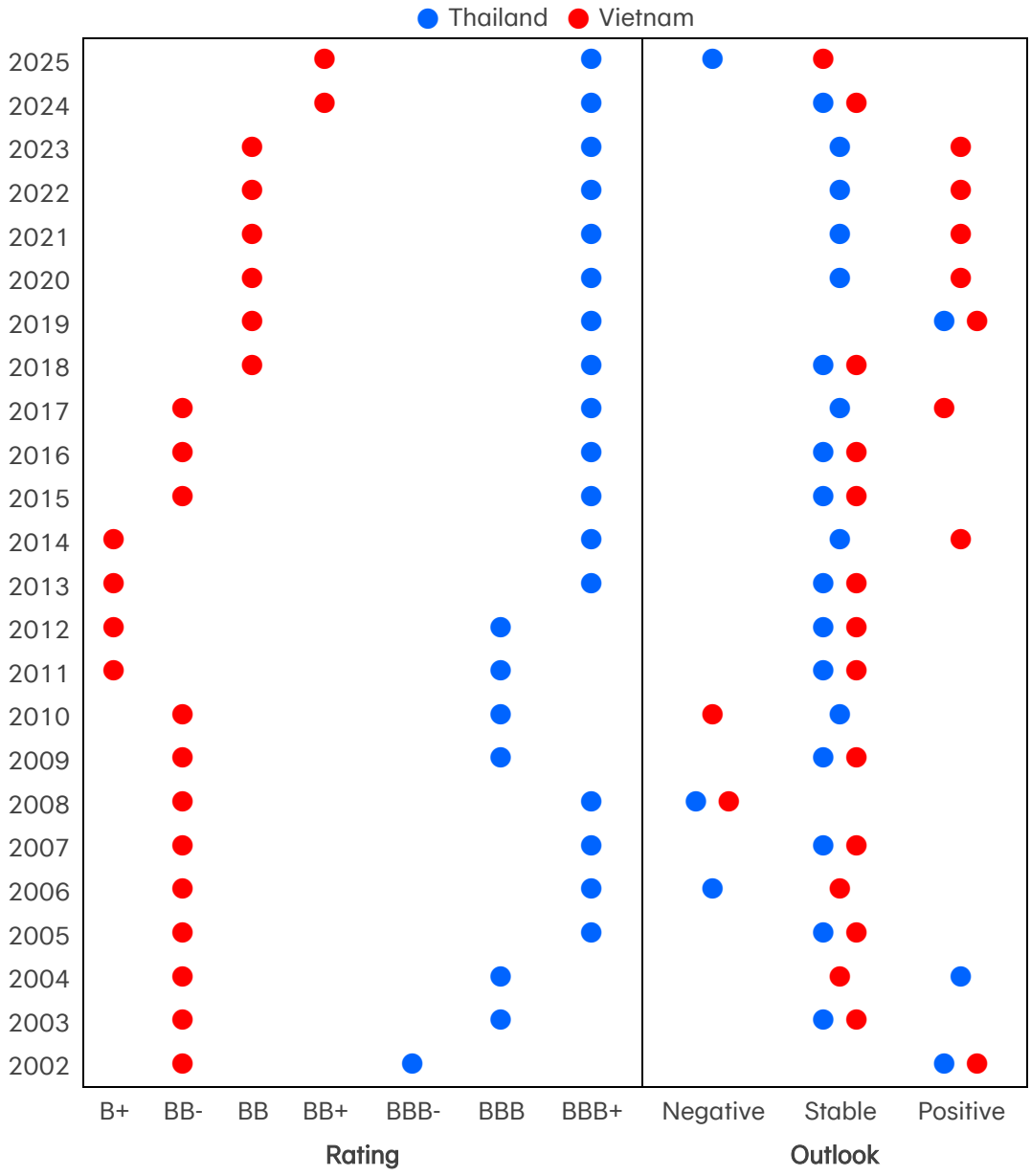
ในกรณีของเวียดนาม แม้เศรษฐกิจมีศักยภาพการเติบโตสูงและมีบทบาทสำคัญในห่วงโซ่อุปทานโลก แต่ยังเผชิญข้อจำกัดเชิงสถาบัน ความเสี่ยงด้านเสถียรภาพภายนอก และระดับความโปร่งใสที่ยังไม่เทียบเท่าประเทศในกลุ่ม Investment Grade การลดความเปราะบางเหล่านี้ โดยเฉพาะการเสริมความโปร่งใสด้านข้อมูล การยกระดับกรอบนโยบายมหภาค การจัดการความเสี่ยงของระบบธนาคาร และการลดภาระผูกพันแฝงของรัฐวิสาหกิจ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้เวียดนามสามารถสร้างกันชนเชิงโครงสร้างและเพิ่มโอกาสในการยกระดับอันดับเครดิตในอนาคต

Archawee Eiamsoonthonchai
Archawee.Eiamsoonthonchai@bangkokbank.com

Thaksin Saeteaw
Thaksin.Saeteaw@bangkokbank.com

Strategic Outlook and
Transformation Management
Office of the President

ภาพที่ 1: ประวัติการจัดอันดับเครดิตที่ออกโดย Fitch Ratings



ที่มา: Fitch Ratings, Inc.