

# ECONOMIC PULSE

หนี้ต่างประเทศของไทยน่ากังวลหรือไม่:  
เจาะลึกข้อมูลรายธุรกิจ (firm-level analysis)

กิตตินันท์ เหล่าสุวรรณรัตน์  
มินตราพรรณ แจ็งหลำ

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน  
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย

Issue 3

March 25, 2024

## หนีต่างประเทศของไทยน่ากังวลหรือไม่: เจาะลึกข้อมูลรายธุรกิจ (firm-level analysis)

ผู้เขียน:

กิตตินันท์ เหล่าสุวรรณรัตน์  
มินทราพรรณ แจ่มหล้า

"หนีต่างประเทศ เป็นหนึ่งในเครื่องชี้สำคัญ ในการประเมินเสถียรภาพ ทางเศรษฐกิจ และเป็นปัจจัย สนับสนุนการขยายตัวของ เศรษฐกิจในระยะยาว"

## บทคัดย่อ

บทความนี้นำเสนอการประเมินเสถียรภาพทางเศรษฐกิจของประเทศไทยจากการวิเคราะห์หนีต่างประเทศ ในมุมมองต่างๆ ผ่านการเจาะลึกข้อมูลรายธุรกิจ (firm-level analysis) เนื่องจากหนีต่างประเทศเป็นหนึ่งในตัวแปรที่สำคัญในการประเมินเสถียรภาพของเศรษฐกิจ การวิเคราะห์หนีต่างประเทศผ่านข้อมูลรายบริษัท จะช่วยให้การประเมินเสถียรภาพของเศรษฐกิจและภาคธุรกิจมีความแม่นยำมากขึ้น โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า แม้การกู้จากต่างประเทศ (external debt) และความเสี่ยงจากการกู้ของภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (non-financial corporations: NFCs) เพิ่มขึ้น แต่เมื่อประเมินอย่างรอบด้านแล้วความเสี่ยงจากหนีต่างประเทศ ของไทยต่อเสถียรภาพด้านต่างประเทศและเศรษฐกิจไทยยังไม่น่ากังวลมากนัก ณ ปัจจุบัน

## 1. บทนำ

เสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งเป็นหนึ่งในเป้าหมายที่ภาครัฐในแต่ละประเทศให้ความสำคัญ เป็นอย่างมาก เนื่องจากเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่ดีจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโตได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว ซึ่ง 'หนีต่างประเทศ' ถือเป็นหนึ่งในตัวแปรที่สำคัญต่อการประเมินเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ แม้ช่วงหลังวิกฤต การเงินในอดีต เสถียรภาพทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (emerging market economies: EMEs) รวมถึงประเทศไทยจะมีพัฒนาการที่ค่อยๆ ปรับดีขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง แต่ช่วงหลังวิกฤตโควิด-19 หนีต่างประเทศ ของไทยเริ่มมีแนวโน้มที่น่ากังวลมากขึ้นในหลายมิติ ทั้งระดับหนี้ที่เริ่มปรับสูงขึ้น การกู้ระยะสั้นที่ปรับเพิ่มขึ้น และบทบาทการกู้ของภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (non-financial corporations: NFCs) ซึ่งไม่ค่อย มีการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ปรับเพิ่มขึ้น ภายใต้ภาวะการเงินโลกที่ตึงตัว พฤติกรรมการกู้จาก ต่างประเทศดังกล่าวทำให้ภาคธุรกิจเผชิญความเสี่ยงจากปัจจัยต่างประเทศ (external factors) มากขึ้น ซึ่งอาจ

ส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของภาคธุรกิจ รวมถึงเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจในวงกว้างได้ **บทความนี้จะตอบคำถามว่าหนี้ต่างประเทศของไทยที่เพิ่มขึ้นน่ากังวลหรือไม่ และมีนัยต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจอย่างไร ผ่านการศึกษาข้อมูลรายธุรกิจ (firm-level analysis)**

## 2. พัฒนาการของเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและการกู้จากต่างประเทศของไทย

นับตั้งแต่วิกฤตการเงินในเอเชีย (Asian financial crisis: AFC) ในปี 2540 ต่อเนื่องมาจนถึงวิกฤตการเงินโลก (Global financial crisis: GFC) ในปี 2551 และช่วงวิกฤตโควิด-19 ในปี 2562 จนถึงปัจจุบัน **เสถียรภาพทางเศรษฐกิจของไทยในภาพรวมปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง** สอดคล้องกับกลุ่มประเทศ EMEs หลายประเทศ สะท้อนจากเครื่องชี้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่สำคัญ อาทิ ดุลบัญชีเดินสะพัด ความเพียงพอของทุนสำรองระหว่างประเทศ และหนี้ต่างประเทศในมิติต่างๆ เช่น ระดับของหนี้ต่างประเทศต่อ GDP (external debt to GDP) ระยะเวลากฎหนี้ต่างประเทศ (short-term and long-term debt maturity) และสัดส่วนผู้กู้หนี้ต่างประเทศของแต่ละภาคเศรษฐกิจ (borrowers by sector) เป็นต้น (ภาพที่ 1)

สำหรับ**ดุลบัญชีเดินสะพัด**ที่สะท้อนรายรับเงินตราต่างประเทศ ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยเกินดุลต่อเนื่องตามโครงสร้างเศรษฐกิจไทยที่เป็นผู้ส่งออกสุทธิ และมีสัดส่วนภาคการค้าและบริการสูงถึงร้อยละ 45 ต่อ GDP โดยเฉลี่ยในช่วงปี 2551 ถึง 2566 ไทยมีสัดส่วนดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP อยู่ที่ร้อยละ 3.6 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มประเทศ EMEs ซึ่งอยู่ที่ร้อยละ 0.7 ในช่วงเวลาเดียวกัน ทั้งนี้ แม้ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยจะขาดดุลในช่วงวิกฤตโควิด-19 จากภาคการท่องเที่ยวที่หยุดชะงัก แต่คาดว่าจะทยอยกลับมาเกินดุลอีกครั้งหลังภาคการท่องเที่ยวฟื้นตัวเป็นปกติมากขึ้น

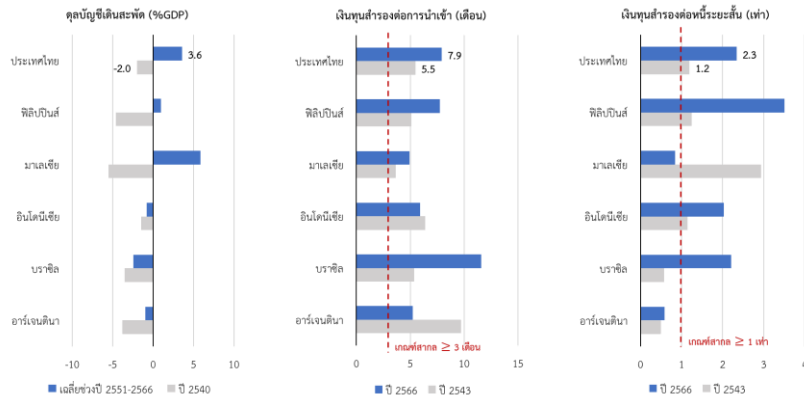
ด้าน**ความเพียงพอของทุนสำรองระหว่างประเทศ** ปัจจุบันไทยมีทุนสำรองระหว่างประเทศเพียงพอตามเกณฑ์การประเมินของ IMF<sup>1</sup> สะท้อนจาก (1) สัดส่วนทุนสำรองต่อมูลค่าการนำเข้าสินค้าและบริการ ที่ประเทศควรมีทุนสำรองเพียงพอที่จะรองรับการนำเข้าได้อย่างน้อย 3 เดือน กล่าวคือ แม้ไม่มีรายได้ในสกุลต่างประเทศ ประเทศยังมีเงินตราต่างประเทศสำหรับมาชำระค่านำเข้าได้อีก 1 ไตรมาสเพื่อป้องกันไม่ให้เศรษฐกิจต้องหยุดชะงัก โดยในปี 2566 ไทยมีสัดส่วนทุนสำรองต่อมูลค่าการนำเข้าอยู่ที่ประมาณ 8 เดือนหรือเกือบ 3 ไตรมาส ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์มาก และ (2) สัดส่วนทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นที่มีอายุหนีน้อยกว่า 1 ปี โดยแต่ละประเทศควรมีสัดส่วนดังกล่าวมากกว่า 1 เท่า กล่าวคือ แม้ไม่มีรายได้ในสกุลต่างประเทศเข้ามา ประเทศยังมีเงินตราต่างประเทศมาชำระคืนได้อีก 1 ปี โดยไม่พินัดชำระหนี้ โดยไทยมีสัดส่วนทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นมากถึง 2.3 เท่า ซึ่งสูงกว่าเกณฑ์มากเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณา**ด้านการกู้จากต่างประเทศ** หนี้ต่างประเทศของไทยได้ปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วงหลายทศวรรษที่ผ่านมา โดยในช่วงวิกฤตโควิด-19 จนถึงปัจจุบันหนี้ต่างประเทศเริ่มปรับเพิ่มขึ้นจากการกลับมาทยอยสะสมหนี้ต่างประเทศตามความต้องการสภาพคล่องสำหรับบรรเทาผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 โดยในปี 2565 หนี้ต่างประเทศของไทยต่อ GDP ทยอยปรับสูงขึ้นมาอยู่ที่ร้อยละ 40 ซึ่งสูงขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยหลังวิกฤต GFC ปี 2553-2559 ที่ร้อยละ 35 ขณะที่สัดส่วนหนี้ระยะสั้นอยู่ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยเดิมที่ร้อยละ 40 ในปี 2565 และที่น่าเป็นกังวลคือ ภายใต้ภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวในปัจจุบัน อาจส่งผลให้ต้นทุนในการกู้ปรับสูงขึ้น และบทบาทที่เพิ่มขึ้นของผู้กู้ที่มีการป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนน้อยเมื่อเทียบกับภาคเศรษฐกิจอื่น ได้แก่ ภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (non-financial corporations: NFCs) ภาคครัวเรือน

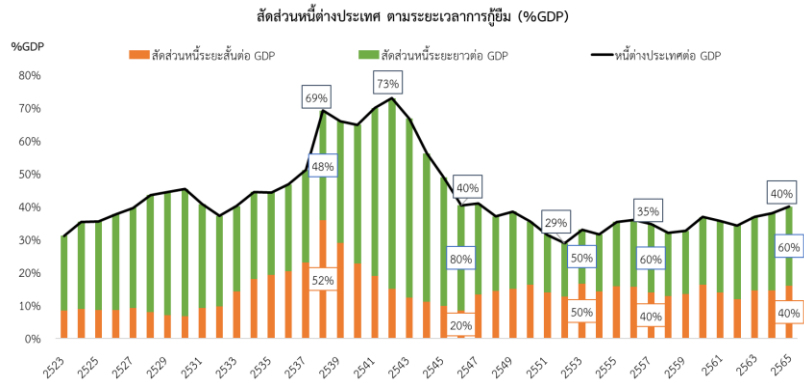
<sup>1</sup> ตามแนวทางดัชนีพื้นฐาน (traditional metrics) ที่ประเมินความเพียงพอของทุนสำรองระหว่างประเทศต่อการรองรับความเสี่ยงจากเงินทุนไหลออกทั้งจากธุรกรรมการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ

และองค์กรที่ไม่แสวงหากำไรในไทย ซึ่งมีสัดส่วนการกู้ยืมมากขึ้นอยู่ที่ร้อยละ 60 ของยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศทั้งหมด ดังนั้น คำถามต่อไปคือ แม้ว่าพัฒนาการของเครื่องชี้เสถียรภาพของไทยในภาพรวมจะไปในทิศทางที่ดีขึ้น แต่ความเสี่ยงที่ระลอกตัวในภาคธุรกิจจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยอย่างไรและน่ากังวลแล้วหรือไม่

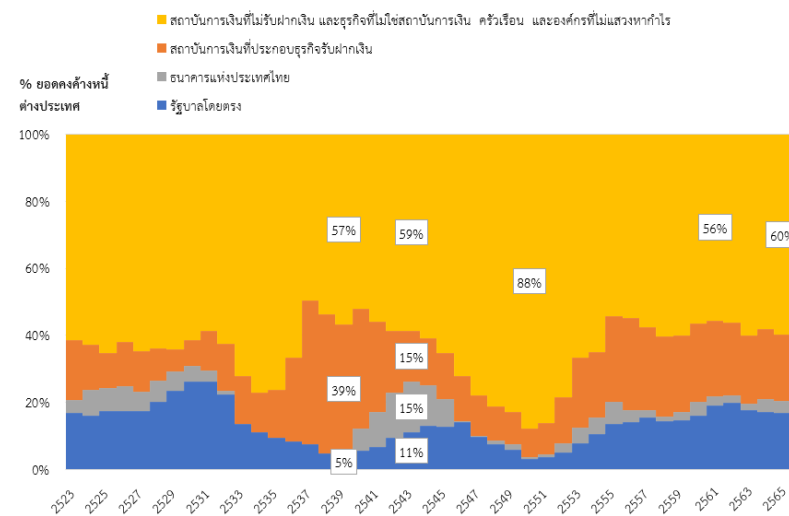
### ภาพที่ 1 พัฒนาการเครื่องชี้เสถียรภาพทางเศรษฐกิจของไทย



ที่มา: IMF, CBC



### สัดส่วนหนี้ต่างประเทศรายภาคเศรษฐกิจ (%ยอดคงค้าง) ปี 2523-2565



ที่มา: ธพท.

### 3. หนี้ต่างประเทศและความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจ

แม้ว่าการกู้หนี้ต่างประเทศจะช่วยแก้ปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจและสร้างประโยชน์ในการสนับสนุนการเติบโตของประเทศในระยะยาวได้ โดยเฉพาะการกู้ของภาค NFCs ที่กู้เพื่อเพิ่มโอกาสทางธุรกิจด้วยการลงทุนและดำเนินกิจการในต่างประเทศ<sup>2</sup> อย่างไรก็ตาม การก่อหนี้ต่างประเทศในระดับที่สูงเกินไปอาจนำมาซึ่งความเสี่ยงที่ต้องติดตามในหลายประเด็น โดยจากการศึกษาในอดีตพบว่าประเทศที่เผชิญกับสภาวะหนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้นสูงมากและเร็วเกินไปจะส่งผลให้ความเสี่ยงในการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจการเงินปรับสูงขึ้นได้ (Mendoza and Terrones 2008; Schularick and Taylor 2012; Herwadkar 2017) ซึ่งการขาดการกำกับดูแลการก่อหนี้ต่างประเทศจะไปส่งเสริมการกู้ที่เพิ่มขึ้นมากเกินไป (overleveraging) และการกู้ในลักษณะกู้สั้นลงทุนยาว (maturity mismatch) ทำให้มีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของปัจจัยต่างประเทศมากขึ้น โดยความเสี่ยงของภาคธุรกิจต่อเศรษฐกิจสามารถแบ่งออกเป็นสามช่องทางหลัก ได้แก่

**(1) ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (exchange rate risk)** คือความเสี่ยงจากการอ่อนค่าของอัตราแลกเปลี่ยนที่ส่งผลให้ผู้กู้ต้องชำระมูลค่าหนี้ที่มากขึ้น กล่าวคือ หากธุรกิจมีภาระหนี้ในสกุลต่างประเทศ แต่รายรับของธุรกิจมาจากในประเทศเป็นส่วนใหญ่และอยู่ในสกุลเงินท้องถิ่น (currency mismatch) ดังนั้น เมื่อค่าเงินของประเทศที่ธุรกิจทำการกู้มาแข็งค่าขึ้น จะส่งผลให้ภาระหนี้ที่คำนวณในสกุลเงินท้องถิ่นปรับเพิ่มขึ้น ซึ่งความเสี่ยงจะรุนแรงขึ้นหากธุรกิจไม่มีการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน โดยการศึกษาหลายชิ้นในอดีตพบว่าผลกระทบทางลบจาก currency mismatch ที่มากพอจะสามารถหักล้างผลทางบวกจากการอ่อนค่าของค่าเงินต่อช่องทางส่งออก และส่งผลกระทบทางลบต่อเศรษฐกิจในที่สุด (Kuruc, Tissot, and Turner 2016; Krugman et al. 1999)

**(2) ความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (interest rate risk)** คือความเสี่ยงที่การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยส่งผลให้ผู้กู้ต้องชำระหนี้ที่มากขึ้นจากภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้น กล่าวคือ หนี้ต่างประเทศของภาคธุรกิจอาจอยู่ในรูปแบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ดังนั้น ภายใต้ภาวะการเงินที่ตึงตัวในปัจจุบันจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางในหลายประเทศจึงทำให้ความกังวลในประเทศ interest rate risk ปรับเพิ่มมากขึ้น โดยหากบริษัทไม่ได้มีการบริหารสัดส่วนหนี้ในรูปแบบของอัตราดอกเบี้ยคงที่และอัตราดอกเบี้ยลอยตัวไว้อย่างเหมาะสม interest rate risk ดังกล่าวอาจส่งผลกระทบทางลบต่อการเงินของภาคธุรกิจและการเงิน ซึ่งอาจลุกลามเป็นวงกว้างไปยังภาคเศรษฐกิจอื่นๆ (IMF 2015; Gertler and Kiyotaki 2010)

**(3) ความเสี่ยงด้านระยะเวลาการกู้ยืม (maturity and rollover risks)** คือความเสี่ยงที่อายุหนี้ที่กู้มาไม่สอดคล้องกับระยะเวลาการลงทุนในโครงการหรือสินทรัพย์ที่มี (maturity mismatch) จึงทำให้ไม่สามารถชำระหนี้ดังกล่าวได้ทันเวลา โดยการศึกษาบางชิ้นระบุว่ากรณีที่ภาคธุรกิจพึ่งพาหนี้ระยะสั้นมากเกินไปส่งผลให้ต้องแบกรับความผันผวนในตลาดการเงินโลกที่สูงขึ้น (Radelet and Sachs 1998; Chang and Velasco 1999) นอกจากนี้ ในช่วงวิกฤต GFC บริษัทที่มีการกู้สั้นหรือมีหนี้ครบกำหนดในช่วงดังกล่าวต้องเผชิญกับความยากลำบากในการต่ออายุหนี้ (rollover risk) และต้องทำการลดการลงทุนและสินค้าคงคลังลงเพื่อนำเงินมาจ่ายคืนหนี้ดังกล่าว ซึ่งส่งผลกระทบทางลบต่อเศรษฐกิจ (Almeida et al. 2011) ต่างกันกับบริษัทของบริษัทที่มีการกู้ระยะยาวที่สามารถลดความเสี่ยงของ maturity mismatch และ rollover risk ในช่วงที่ภาวะการเงินตึงตัวได้ (Brunnermeier 2009; Jeanne 2009; Raddatz 2010; Beltratti and Stulz 2012)

<sup>2</sup> อัจฉิการศึกษา "การลงทุนโดยตรงในต่างประเทศของไทย: ไปที่ไหน ไปเพื่ออะไร?" ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2562

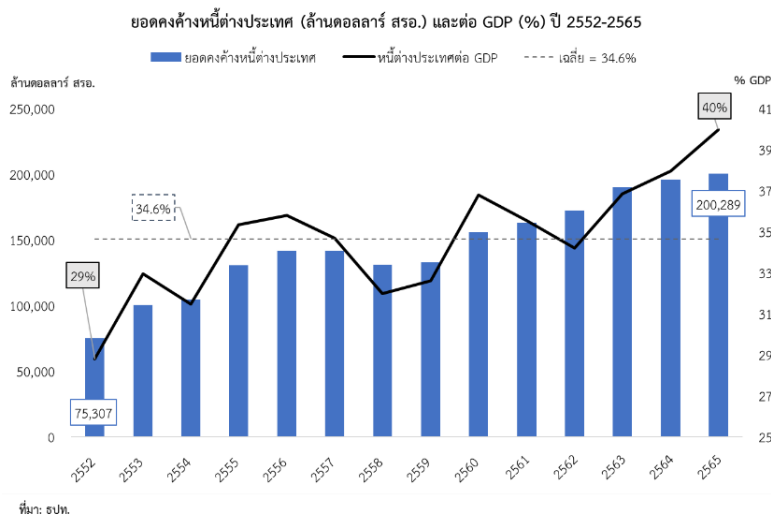
#### 4. หนี้ต่างประเทศของไทย ณ ปัจจุบัน น่ากังวลหรือไม่?

การกู้จากต่างประเทศของภาคธุรกิจมีความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจในหลายช่องทาง โดยเฉพาะช่วงภาวะการเงินโลกที่ตึงตัว ดังนั้น จึงกลับมาสู่คำถามหลักของบทความนี้คือ หนี้ต่างประเทศของไทย ณ ปัจจุบัน น่ากังวลหรือไม่ ซึ่งจะประเมินสถานการณ์หนี้ต่างประเทศของไทยจากข้อมูลมหภาค (macroeconomic data) รวมถึงข้อมูลเชิงลึกที่เจาะไปถึงการกู้จากต่างประเทศของแต่ละบริษัทในประเทศไทย (firm-level microeconomic data) ซึ่งครอบคลุมกว่า 700 บริษัท คิดเป็นประมาณร้อยละ 70 ของยอดหนี้คงค้างของภาค NFCs ณ ปัจจุบัน

##### 4.1 ทำไมถึงควรกังวลหนี้ต่างประเทศของไทย ณ ปัจจุบัน

(1) ยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศ และสัดส่วนการกู้หนี้ต่างประเทศต่อ GDP ของไทยปรับสูงขึ้นมาก หลังวิกฤตการเงินโลก โดยยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศของไทยปรับเพิ่มขึ้นเกือบ 3 เท่าจาก 75 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2552 ขึ้นมาอยู่ที่ 200 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2565 และสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP ปรับเพิ่มสูงขึ้นจากร้อยละ 29 ต่อ GDP มาอยู่ที่ร้อยละ 40 (ภาพที่ 2) และอยู่ในระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตของไทย (ค่าเฉลี่ย 13 ปีย้อนหลัง ช่วงปี 2552-2565) ที่ร้อยละ 34 ต่อ GDP แม้สัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP อาจยังไม่ได้สูงเมื่อเปรียบเทียบกับช่วงวิกฤต AFC แต่การเร่งขึ้นของหนี้ต่างประเทศภายใต้ภาวะการเงินโลกที่ตึงตัวอาจนำมาซึ่งความเสี่ยงเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้นและควรติดตามอย่างใกล้ชิด

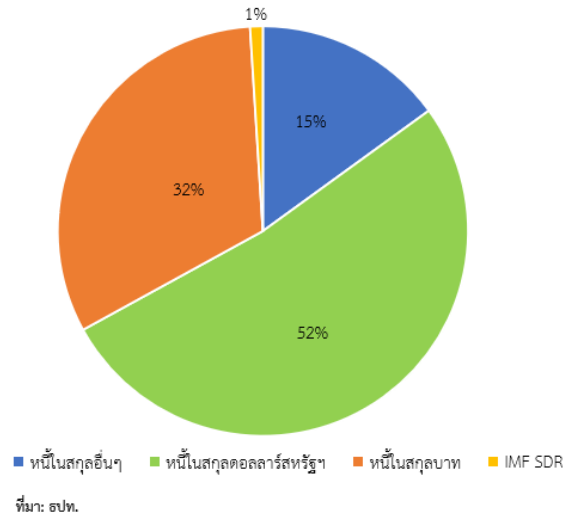
ภาพที่ 2 การเร่งขึ้นของสัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP ของไทย



(2) ยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศส่วนใหญ่เป็นหนี้สกุลต่างประเทศ โดยหลักเป็นหนี้ในสกุลดอลลาร์ สรอ. จากค่าเฉลี่ยสัดส่วนหนี้ต่างประเทศของแต่ละสกุลในช่วงปี 2558-2566 พบว่าร้อยละ 68 ของยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศอยู่ในสกุลต่างประเทศ โดยร้อยละ 52 ของยอดคงค้างหนี้ในสกุลต่างประเทศอยู่ในสกุลดอลลาร์ สรอ. (ภาพที่ 3) ซึ่งสะท้อนความอ่อนไหวต่อผลกระทบจากปัจจัยต่างประเทศของผู้กู้ที่สูง โดยจะส่งผลกระทบต่อช่องทาง exchange rate risk และ interest rate risk ต่อกลุ่มบริษัทที่ไม่มีหรือมีการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนน้อย

### ภาพที่ 3 โครงสร้างสัดส่วนหนี้ต่างประเทศแยกตามสกุล

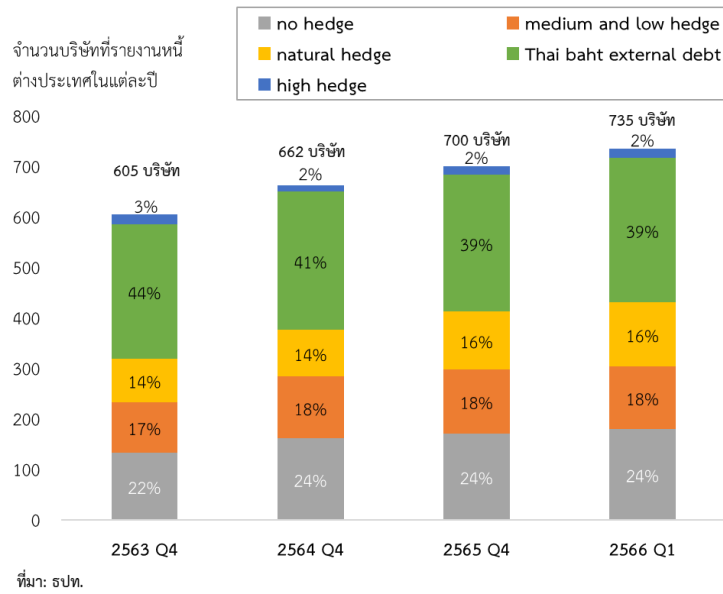
สัดส่วนของสกุลเงินหนี้ต่างประเทศ (%ยอดคงค้าง) ค่าเฉลี่ยปี 2558-2566



(3) ภาคธุรกิจมีการกู้จากต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยเกือบ 1 ใน 4 ไม่มีการป้องกันความเสี่ยงและบางราย ก่อหนี้เกินตัว จำนวนบริษัทไทยในภาค NFCs ที่มีการกู้หนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จาก 605 บริษัท ในไตรมาสที่ 4 ปี 2563 เพิ่มมาอยู่ที่ 735 บริษัทในไตรมาสที่ 1 ปี 2566 โดย ณ ไตรมาสที่ 1 ปี 2566 มีบริษัทที่ไม่ได้มีการป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน (no hedge)<sup>3</sup> ปรับเพิ่มขึ้นจาก 133 บริษัทจากทั้งหมด 605 บริษัท มาอยู่ที่ 180 บริษัทหรือร้อยละ 24 ของทั้งหมด 735 บริษัท (ภาพที่ 4) ส่วนหนึ่งเนื่องจากมีความสามารถในการเข้าถึงธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงจำกัด หรือไม่เข้าใจถึงความสำคัญของการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน นอกจากนี้ บริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงต่ำบางราย ยังมีการกู้จากต่างประเทศที่เกินตัว (overleveraging) สะท้อนจากยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศที่สูงกว่ายอดสินทรัพย์รวมของบริษัท ซึ่งมีความเสี่ยงที่อาจผิดนัดชำระหนี้ในอนาคตได้

<sup>3</sup> สำหรับการศึกษาดังกล่าว ทางผู้วิจัยได้จำแนกรูปแบบการป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนของบริษัท จากสัดส่วนการซื้อขายสัญญาล่วงหน้า (เฉพาะส่วนที่เป็นเงินกู้และเงินลงทุน ไม่รวมเพื่อชำระสินค้า) ต่อยอดคงค้างหนี้สกุลต่างประเทศ ดังนี้ (1) กลุ่ม Thai baht external debt คือบริษัทที่มีหนี้ต่างประเทศในสกุลบาทต่อหนี้ต่างประเทศทั้งหมด  $\geq$  ร้อยละ 80 (2) กลุ่ม natural hedge คือรัฐวิสาหกิจและบริษัทส่งออก หรือบริษัทที่มีสินทรัพย์ต่างประเทศสูงกว่าหนี้สินต่างประเทศ (3) กลุ่ม high hedge คือบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยง  $\geq$  ร้อยละ 66 (4) กลุ่ม medium to low hedge คือกลุ่มบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยง  $<$  ร้อยละ 66 และ (5) กลุ่ม no hedge คือกลุ่มบริษัทที่ไม่มีการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน

ภาพที่ 4 สัดส่วนของจำนวนบริษัทที่มีการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน



#### 4.2 ทำไมถึงไม่ควรกังวลหนี้ต่างประเทศของไทย ณ ปัจจุบัน

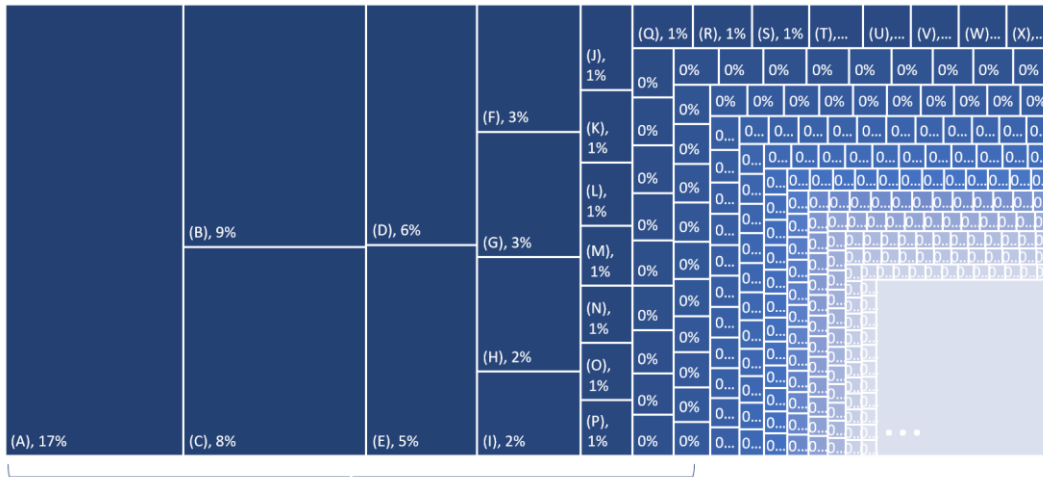
(1) กว่าครึ่งของยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศเป็นของบริษัทขนาดใหญ่<sup>4</sup> ซึ่งมีการดูแลความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่ดี และมีความเสี่ยงที่จะผิดนัดชำระหนี้ต่ำ โดยข้อมูลการกู้จากต่างประเทศรายบริษัท ณ ไตรมาสที่ 4 ปี 2563 พบว่า 20 บริษัทแรกที่มียอดคงค้างหนี้ต่างประเทศสูงสุด<sup>5</sup> คือบริษัทขนาดใหญ่ที่รวมบริษัทในเครือ คิดเป็นร้อยละ 62 ของยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศทั้งหมด ซึ่งบริษัทดังกล่าวมีการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนที่ดี โดยมีการป้องกันความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนที่สูง (high hedge) และมีการบริหารรายได้และรายจ่ายที่เป็นเงินตราต่างประเทศให้อยู่ในสกุลเดียวกัน (natural hedge) รวมถึงบางส่วนมีการกู้จากแหล่งเงินทุนภายนอกในสกุลบาท (Thai baht external debt) ซึ่งไม่มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนหากมีรายรับในสกุลบาทที่เป็น home currency เช่นเดียวกัน จึงแสดงให้เห็นว่า ยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศของไทยส่วนใหญ่มากกว่าครึ่งมีความเสี่ยงด้านหนี้ต่างประเทศต่ำและมีความสามารถในการชำระคืนหนี้ต่างประเทศที่สูง (ภาพที่ 5)

<sup>4</sup> จำแนกตามเกณฑ์การนำหุ้นสามัญเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือบริษัทในเครือที่ได้ทำการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ โดยทางผู้วิจัยนับรวมบริษัทในเครือของบริษัทขนาดใหญ่เพื่อมาคำนวณยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศและสินทรัพย์รวมของรายบริษัท

<sup>5</sup> เป็นการวิเคราะห์ของบริษัทที่มีการรายงานหนี้ต่างประเทศพร้อมกับการรายงานงบการเงิน (ข้อมูล CPFS) สำหรับบริษัทจำนวน 424 ราย จากทั้งหมด 605 บริษัท ณ ปี 2563 ที่มีการรายงานฐานะการกู้จากต่างประเทศรายบริษัท



ภาพที่ 5 สัดส่วนยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศรายบริษัท ปี 2563<sup>6</sup>



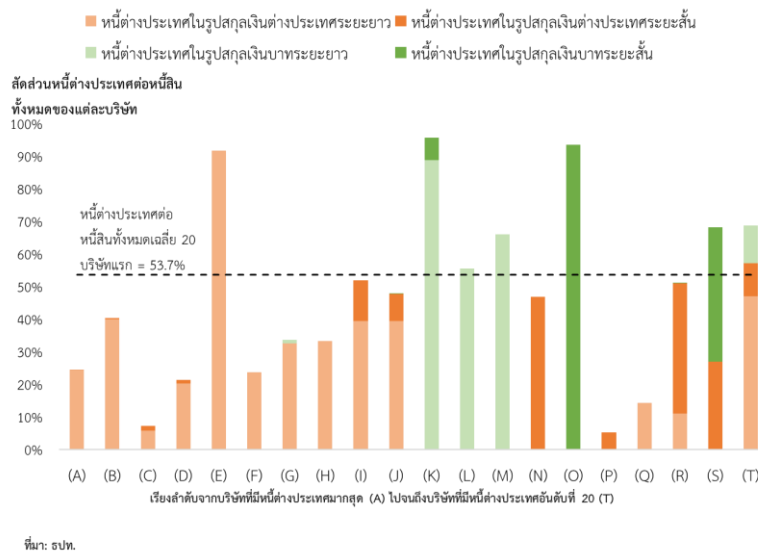
ร้อยละ 62 ของยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศในประเทศไทยเป็นบริษัทขนาดใหญ่ทั้งหมด

ที่มา: ธปท.

(2) การก่อหนี้ต่างประเทศของบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนใหญ่เป็นการก่อหนี้ระยะยาวมากกว่าหนี้ระยะสั้น โดยจากตัวอย่าง 20 บริษัท ที่มียอดคงค้างหนี้ต่างประเทศสูงสุด ณ สิ้นปี 2563 พบว่าหนี้ต่างประเทศโดยเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 53.7 ของหนี้สินทั้งหมด (ภาพที่ 6) โดยแต่ละบริษัทมีการกู้จากในและนอกประเทศแตกต่างกัน ส่วนหนึ่งจากการที่บริษัทเหล่านี้มีทางเลือกในการกู้ที่หลากหลาย เช่น กู้จากธนาคารต่างประเทศ กู้จากบริษัทแม่หรือบริษัทในเครือที่มีถิ่นฐานอยู่นอกประเทศไทย หรือจากการออกพันธบัตรในสกุลบาทหรือสกุลต่างประเทศสำหรับนักลงทุนต่างชาติ รวมถึงสามารถกู้หนี้ต่างประเทศระยะยาวได้มากกว่าระยะสั้น โดยสัดส่วนหนี้ต่างประเทศระยะยาวต่อหนี้สินทั้งหมด (long-term external debt to total liabilities) ของ 20 บริษัทดังกล่าวเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 21 ส่วนหนี้ต่างประเทศระยะสั้นต่อหนี้สินทั้งหมด (short-term external debt to total liabilities) อยู่ที่ร้อยละ 8 ซึ่งถือว่ามีความเสี่ยง maturity mismatch และ rollover risk อยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้ มีเพียง 4 บริษัทจาก 20 บริษัท ที่มีสัดส่วนการกู้สกุลต่างประเทศระยะสั้นมากกว่าระยะยาว ซึ่งเป็นปัจจัยเฉพาะของแต่ละบริษัทในช่วงเวลานั้น เช่น เพื่อเพิ่มทุนต่างประเทศในระยะสั้นหรือเพื่อบริหารจัดการสภาพคล่องเงินตราต่างประเทศ อีกทั้งหนี้สกุลต่างประเทศระยะสั้นของบริษัทดังกล่าวถือเป็นสัดส่วนที่น้อยมากเทียบกับหนี้สินทั้งหมด และเป็นบริษัทที่มีธุรกิจการค้า (trade) ในต่างประเทศจึงมีสภาพคล่องในสกุลต่างประเทศที่สามารถนำมาชำระหนี้ได้ ดังนั้น ความเสี่ยงต้องบดขยี้ของบริษัทขนาดใหญ่ดังกล่าวจึงต่ำ

<sup>6</sup> บริษัทส่วนที่เหลืออีก 404 บริษัท (ร้อยละ 38 จากจำนวนบริษัททั้งหมด) มีการป้องกันความเสี่ยงสูง (high hedge) และมีหนี้ต่างประเทศในสกุลบาท (Thai baht external debt) ที่ร้อยละ 49

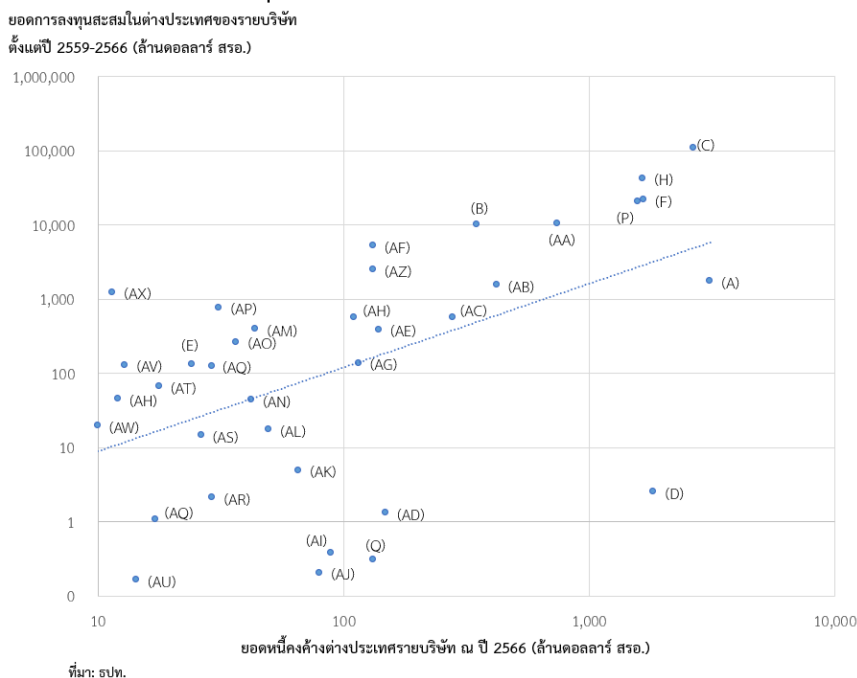
ภาพที่ 6 สัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อหนี้สินทั้งหมดของบริษัทขนาดใหญ่ แยกตามสกุลและอายุหนี้ ปี 2563



**(3) ธุรกิจส่วนใหญ่ลงทุนในสกุลต่างประเทศซึ่งช่วยลดความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน** โดย

ยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศกับยอดคงค้างการลงทุนในต่างประเทศของแต่ละบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (ภาพที่ 7) ดังนั้นการเพิ่มขึ้นของการกู้จากต่างประเทศในสกุลต่างประเทศอาจไม่นำถึงความเสี่ยงมากนัก หากรายรับจากการลงทุนและรายจ่ายของภาระหนี้อยู่ในสกุลเดียวกัน จากรายงานการลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศ ปี 2564 ชี้ว่า ประเทศไทยมีการลงทุนที่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจที่พัฒนาแล้วรวมถึงประเทศที่เป็นศูนย์กลางทางการเงิน เช่น สหรัฐอเมริกาและลักเซมเบิร์ก ซึ่งผลตอบแทนอยู่ในสกุลดอลลาร์ สรอ. เป็นส่วนใหญ่ โดยในไตรมาสที่ 1 ปี 2566 บริษัทที่ทำการกู้ในสกุลต่างประเทศทั้งหมดมียอดการลงทุนในต่างประเทศอยู่ที่ประมาณ 230 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ซึ่งเป็นจำนวนที่สูงมากเทียบกับยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศที่ราว 44 พันล้านดอลลาร์ สรอ. โดยบริษัทที่มีการลงทุนในต่างประเทศเป็นสัดส่วนที่สูงคือบริษัทขนาดใหญ่ในภาคการผลิตและภาคการส่งออก เช่น ผลิตภัณฑืปิโตรเลียม ผลิตภัณฑืเนื้อสัตว์ และสุราคลื่น เป็นต้น เนื่องจากมีการดำเนินธุรกิจ ในต่างประเทศ และบางส่วนมีการสร้างฐานการผลิตในต่างประเทศอยู่เดิมแล้ว

ภาพที่ 7 สัดส่วนการลงทุนในต่างประเทศรายบริษัทต่อหนี้ต่างประเทศรายบริษัท



## บทสรุป

ในช่วงที่ผ่านมา ประเทศไทยมีพัฒนาการด้านหนี้ต่างประเทศอย่างเห็นได้ชัด แม้ปริมาณการกู้จากต่างประเทศจะปรับเพิ่มสูงขึ้นในช่วงทศวรรษหลัง และพบความเสี่ยงจากการกู้ของภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน (non-financial corporations: NFCs) เพิ่มขึ้น แต่เมื่อประเมินอย่างรอบด้านแล้ว **ความเสี่ยงจากหนี้ต่างประเทศของไทยต่อเสถียรภาพด้านต่างประเทศและเศรษฐกิจไทยยังไม่น่ากังวลมากนัก** เนื่องจาก (1) ยอดคงค้างหนี้ต่างประเทศของไทยมากกว่าครึ่งกระจุกตัวอยู่ในบริษัทขนาดใหญ่เพียงไม่กี่ราย ซึ่งบริษัทขนาดใหญ่เหล่านี้มีการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงที่ครอบคลุม อีกทั้งมีการทำธุรกิจและลงทุนที่มีรายรับเป็นสกุลต่างประเทศที่สามารถนำมาชำระหนี้สกุลต่างประเทศได้ จึงมีความเสี่ยงของ currency mismatch และการผิดนัดชำระหนี้ที่ต่ำ และ (2) สัดส่วนการกู้จากต่างประเทศของบริษัทขนาดใหญ่ส่วนใหญ่เป็นการกู้ระยะยาว สอดคล้องกับระยะเวลาการลงทุนเพื่อหวังผลตอบแทนที่สูงกว่าการระดมเงินที่ต้องชำระ จึงมีความเสี่ยงของ maturity mismatch และ rollover risk ต่ำ ขณะเดียวกัน บริษัทที่มีสัดส่วนการกู้จากต่างประเทศระยะสั้นส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ทำธุรกิจการค้า (trade) ในต่างประเทศและมีรายรับส่วนหนึ่งเป็นสกุลต่างประเทศ จึงมีความสามารถในการชำระหนี้สั้นระยะสั้นได้

**อย่างไรก็ดี ยังควรติดตามพัฒนาการหนี้ต่างประเทศของไทยต่อไปอย่างใกล้ชิด** เนื่องจาก (1) หนี้ต่างประเทศของไทยมีการปรับสูงขึ้นส่วนหนึ่งจากธุรกิจที่มีการกู้สกุลต่างประเทศที่สูงขึ้น โดยเฉพาะหนี้ในสกุลดอลลาร์ สรอ. ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยจากต่างประเทศและก่อให้เกิด interest rate risk เช่น การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศที่ธุรกิจไปกู้เกิดตั้งตัวมากขึ้น ในขณะที่อัตราผลตอบแทนการลงทุนในประเทศไทยต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบ ซึ่งส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยอาจทำให้เกิดความเสี่ยงต่อความสามารถในการชำระหนี้ และ (2) ความสามารถในการเข้าถึงธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงในไทยที่ยังมีจำกัด โดยเฉพาะสำหรับบริษัทขนาดกลางถึงเล็ก ซึ่งหากหนี้ต่างประเทศของบริษัทเหล่านี้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ไม่มีมาตรการกำกับดูแลการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงที่ครอบคลุมมากเพียงพอ อาจส่งผลกระทบต่อสถานะทางการเงินของธุรกิจและนำมาซึ่งความเสี่ยงต่อเสถียรภาพด้านเศรษฐกิจในวงกว้างได้

## เอกสารอ้างอิง

- Beltratti, A., & Stulz, R. M. (2012). The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better?. *Journal of financial economics*, 105(1), 1-17.
- Brunnermeier, M. K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008. *Journal of Economic perspectives*, 23(1), 77-100.
- Chang, R., & Velasco, A. (1999). Liquidity crises in emerging markets: theory and policy. *NBER macroeconomics Annual*, 14, 11-58.
- Gertler, M., & Kiyotaki, N. (2010). Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis. In *Handbook of monetary economics* (Vol. 3, pp. 547-599). Elsevier.
- Herwadkar, S. (2017). Corporate leverage in EMEs: Did the global financial crisis change the determinants?.
- International Monetary Fund. (2015). *Corporate Leverage in Emerging Markets—A Concern?*. Global Financial Stability Report.
- International Monetary Fund (2016). *Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations*.
- International Monetary Fund (2023). *Assessing Reserve Adequacy – ARA* (October 2023).
- International Monetary Fund (2023). *Global Debt Monitor 2023*. Fiscal Affairs Department
- Jeanne, O. (2009). Debt maturity and the international financial architecture. *American Economic Review*, 99(5), 2135-2148.
- Krugman, P. (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International tax and public finance*, 6, 459-472.
- Kuruc, E., Tissot, B., & Turner, P. (2016). *Looking at aggregate currency mismatches and beyond* (Vol. 45). Bank for International Settlements.
- Mendoza, E. G., & Terrones, M. E. (2008). *An anatomy of credit booms: evidence from macro aggregates and micro data* (No. w14049). National Bureau of Economic Research.
- Raddatz, C. E. (2010). *When the rivers run dry: Liquidity and the use of wholesale funds in the transmission of the US subprime crisis*. World Bank Policy Research Working Paper, (5203).
- Radelet, S., & Sachs, J. D. (1998). *The onset of the East Asian financial crisis*.
- Schularick, M., & Taylor, A. M. (2012). Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008. *American Economic Review*, 102(2), 1029-1061.

ธนาคารแห่งประเทศไทย (2017). เรื่อง การลงทุนโดยตรงในต่างประเทศของไทย: ไปที่ไหน ไปเพื่ออะไร? กรุงเทพมหานคร: ธนาคารแห่งประเทศไทย. Available from: [https://www.bot.or.th/th/research-and-publications/articles-and-publications/articles/Article\\_19Dec2017.html](https://www.bot.or.th/th/research-and-publications/articles-and-publications/articles/Article_19Dec2017.html)

ธนาคารแห่งประเทศไทย (2022). เรื่อง การลงทุนในหลักทรัพย์ต่างประเทศปี 2564. กรุงเทพมหานคร: ธนาคารแห่งประเทศไทย. Available from: <https://www.bot.or.th/th/our-roles/financial-markets/foreign-exchange-regulations/foreign-exchange-laws/retail-portfolio-investment-abroad/portfolio-investment-2021.html>

#### ผู้เขียน



กิตตินันท์ เหล่าสุวรรณรัตน์: [kittinal@bot.or.th](mailto:kittinal@bot.or.th)

เศรษฐกร ฝ่ายนโยบายการเงิน สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย ผู้สำเร็จการศึกษาจากคณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ภาค EBA ปัจจุบันมีหน้าที่ติดตามภาวะอัตราแลกเปลี่ยนและเสถียรภาพเศรษฐกิจไทย รวมถึงจัดทำการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.)



มินตราพรรณ แจ้งหล้า: [mintrapc@bot.or.th](mailto:mintrapc@bot.or.th)

เศรษฐกร ฝ่ายนโยบายการเงิน สายนโยบายการเงิน ธนาคารแห่งประเทศไทย ผู้สำเร็จการศึกษาจากคณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ปัจจุบันมีหน้าที่ติดตามภาวะอัตราแลกเปลี่ยนและนัยต่อนโยบายการเงิน รวมถึงจัดทำการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.)

**Disclaimer:** ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) และการกล่าว คัด หรืออ้างอิงข้อมูลบางส่วนตามสมควรในบทความนี้จะต้องกระทำโดยถูกต้องและอ้างอิงถึงผู้เขียนโดยชัดเจน

**Tags:** Financial stability, external stability, external debt, external borrowing, foreign currency debt

**Economic Pulse** เป็นบทความวิชาการขนาดสั้นโดยบุคลากรของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งนำเสนองานวิเคราะห์ด้านเศรษฐกิจการเงินหรือด้านนโยบาย เพื่อสื่อสารต่อสาธารณชน นักวิชาการ และนักวิเคราะห์