เสถียรภาพบนเส้นด้ายของ สปป. ลาว และกัมพูชา: ความแตกต่าง แนวโน้ม และนัยต่ออาเซียน



มีนาคม 2568 วิจัยกรุงศรี

krungsri Research

เครือ MUFG หนึ่งใน สถาบันการเงินที่ใหญ่ที่สุดของโลก

สารบัญ

บทนำ	3
สปป. ลาว ภายใต้แรงกดดันจากภาระหนี้ต่างประเทศ	4
กัมพูชากับความท้าทายของเสถียรภาพในประเทศ	9
ปัจจัยร่วมและความแตกต่างของปัญหาเสถียรภาพทางการเงินในสปป. ลาว และกัมพูชา	14
มุมมองวิจัยกรุงศรี	17
แหล่งอ้างอิง	19

Subscribe Us

สมัครสมาชิกวิจัยกรุงศรี...

krungsri.research@krungsri.com

คำสงวนสิทธิ์

เนื้อหาและข้อมูลใดๆ ทั้งหมดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ หากมิได้ระบุไว้เป็นอย่างอื่น ถือเป็นลิขสิทธิ์ของวิจัยกรุงศรี ห้ามมิให้ผู้ใดกระทำการใดๆ เกี่ยวข้องกับเนื้อหา อาทิ นำ หรือดัดแปลงแก่บุคคลอื่นโดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากวิจัยกรุงศรี รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยอาศัยข้อมูลจากแหล่งที่เชื่อหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม วิจัยกรุงศรีไม่อาจรับรองความครบถ้วนสมบูรณ์หรือความถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว อีกทั้งไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้หรือเนื้อหาในรายงานฉบับนี้ ข้อมูล ความคิดเห็น และการประมาณการที่ปรากฏในรายงานนี้ถือเป็นความคิดเห็นของวิจัยกรุงศรี ไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับ ธนาคารกรุงศรีอยุธยา จำกัด (มหาชน) และบริษัทในเครือ ความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้เป็นไปตามสถานการณ์ปัจจุบัน ณ วันที่มีการเผยแพร่รายงาน วิจัยกรุงศรีขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงโดยมิต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทนำ

การดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเป็นเรื่องสำคัญสำหรับประเทศกำลังพัฒนา เพราะจะช่วยกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจ พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานตลอดจนอุตสาหกรรมในประเทศ และสร้างโอกาสทางเศรษฐกิจมากมาย อย่างไรก็ตาม เสถียรภาพทางการเงินและเศรษฐกิจเป็นปัจจัยสำคัญที่จะกำหนดศักยภาพของประเทศในการดึงดูดเงินลงทุนดังกล่าว เนื่องจากเป็นเครื่องสะท้อนความมั่นคงของระบบการเงินและเศรษฐกิจ ตลอดจนระดับความเสี่ยงและโอกาสเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในอนาคต

สปป. ลาว และกัมพูชา เป็นประเทศที่มีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของ ASEAN และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของโลก แต่มีความเปราะบางด้านเสถียรภาพทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน โดยสปป. ลาวต้องเผชิญกับปัญหาหนี้สาธารณะและปัญหาเสถียรภาพภายนอก (External stability) ขณะที่กัมพูชากำลังรับมือกับความเปราะบางทางการเงินภายในประเทศ (Domestic financial stability) **ซึ่งความเปราะบางด้านเสถียรภาพเศรษฐกิจนี้พร้อมฉุดรั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจของทั้งสองประเทศได้ทุกเมื่อ**

อันที่จริง ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 ทั้ง สปป. ลาว และกัมพูชาเผชิญความเปราะบางด้านเสถียรภาพการเงินอยู่แล้ว เพียงแต่ปัจจัยกระตุ้นในช่วงโควิด-19 ทำให้ปัญหาดังกล่าวเด่นชัดขึ้นจนกระทบกับภาคเศรษฐกิจจริง ในระยะต่อไป ประเด็นที่น่ากังวลคือหากความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอกเข้ามาซ้ำเติมสถานการณ์ ผลกระทบที่ตามมาอาจรุนแรงยิ่งกว่าเดิม ที่สำคัญปัญหาดังกล่าวอาจไม่เพียงกระทบต่อเศรษฐกิจภายในประเทศเท่านั้น แต่อาจส่งผลกระทบในวงกว้างไปถึงภูมิภาคอาเซียนและไทยได้ ในฐานะที่เป็นภูมิภาคที่มีความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจสูงนั่นเอง

งานศึกษานี้จึงได้วิเคราะห์และเปรียบเทียบปัญหาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจการเงินของสปป. ลาว และกัมพูชา พร้อมกับศึกษาความเชื่อมโยงของปัญหาเสถียรภาพดังกล่าวต่อแนวโน้มเศรษฐกิจจริง รวมถึงประเมินแนวโน้มและผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในภูมิภาคอาเซียน



กฤตพร ศิริใจชิงกุล
นักเศรษฐศาสตร์
krittabhorn.sirichaichingkun@krungsri.com
+662 296 2968

วนิชา ดิเรกอุดมศักดิ์
นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส
wanicha.direkudomsak@krungsri.com
+662 296 4734



สปป. ลาว ภายใต้แรงกดดันจากภาระหนี้ต่างประเทศ

สปป. ลาวเผชิญกับความเปราะบางทางเศรษฐกิจจากภาระหนี้ต่างประเทศที่สูง ซึ่งส่งผลให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ การกังวลเหล่านี้ทำให้ค่าเงินอ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่อง และส่งผลกระทบเชิงลบต่อเศรษฐกิจในประเทศ ทั้งนี้ ปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตามองในระยะต่อไปคือการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้กับประเทศจีน

เศรษฐกิจ สปป. ลาว ด้านอุปทานขับเคลื่อนด้วยภาคบริการเป็นสำคัญ โดยเฉพาะภาคการท่องเที่ยว การขนส่งและโลจิสติกส์ รวมทั้งการส่งออกไฟฟ้าซึ่งถือว่าเป็นแหล่งรายได้หลักของประเทศ ขณะที่ในฝั่งอุปสงค์ สปป. ลาว มีการบริโภคภาคเอกชน เป็นตัวขับเคลื่อนหลัก และมีตลาดส่งออกสำคัญได้แก่ จีน ไทย และเวียดนาม[1/] ขณะที่ด้านเสถียรภาพ สปป. ลาว กำลังประสบวิกฤตหนี้สาธารณะและหนี้ต่างประเทศที่รับประกันโดยรัฐบาล (External public and publicly guaranteed debt: PPG)

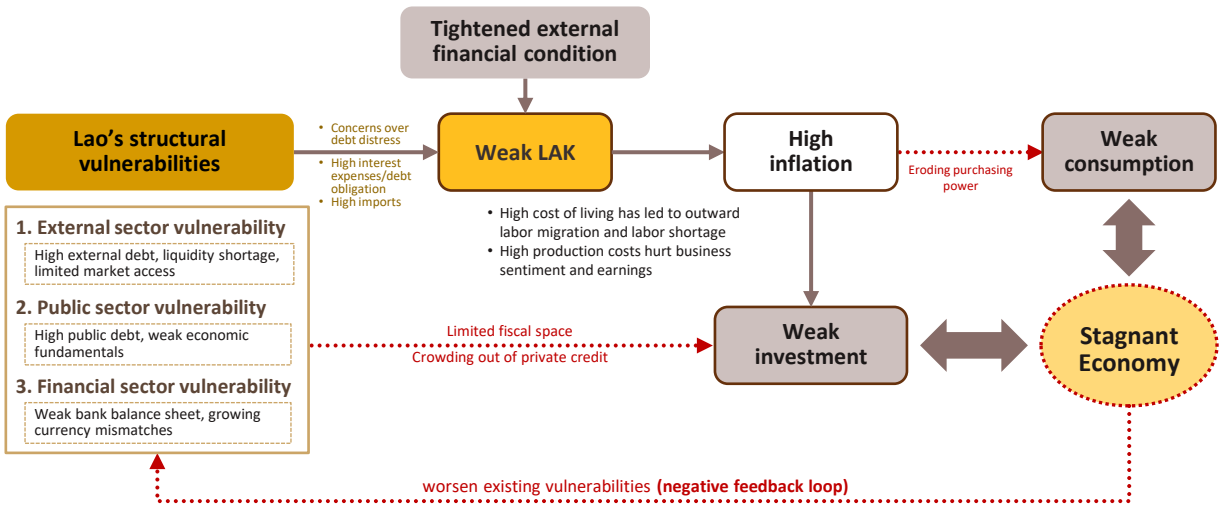
ความเป็นมาของปัญหา และผลต่อภาคเศรษฐกิจจริง

ภาระหนี้ต่างประเทศที่อยู่ในระดับสูงของ สปป. ลาวเป็นปัญหาเรื้อรังมานานตั้งแต่ก่อนช่วงวิกฤตโควิด-19 อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ปี 2565 เศรษฐกิจการเงินโลกที่ผันผวนอย่างรุนแรงหลังวิกฤตโควิด-19 และสงครามรัสเซีย-ยูเครน นำมาซึ่ง**ปัจจัยกระตุ้นต่าง ๆ** ไม่ว่าจะเป็นราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับสูงขึ้น เงินดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าอย่างรวดเร็ว และอุปสงค์ภายนอกที่อ่อนแอ **ล้วนมีส่วนทำให้ความเปราะบางทางการเงินของลาวเด่นชัดขึ้น จนทำให้เงินกีบอ่อนค่าอย่างรุนแรง และส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อภาคเศรษฐกิจจริง**

โดยในช่วง 2565-2567 ค่าเงินกีบได้อ่อนค่าลงราวร้อยละ 88.5 ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนในตลาดคู่ขนาน (Parallel market) อ่อนค่ากว่าอัตราของธนาคารกลางประมาณร้อยละ 15-25 ประกอบกับภาระหนี้ส่วนใหญ่ของ สปป. ลาวเป็นหนี้ต่างประเทศและอยู่ในรูปดอลลาร์สหรัฐ ทำให้ สปป. ลาวต้องรับภาระต้นทุนหนี้ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก จนนำไปสู่**ความกังวลเรื่องความสามารถในการชำระหนี้คืน** (Debt distress) **ยิ่งซ้ำเติมให้ค่าเงินอ่อนค่าลงต่อเนื่อง จนส่งผลกระทบเชิงลบเป็นวงจรต่อภาคเศรษฐกิจจริง** (**ภาพที่** 1)

ภาพที่ 1

ความเปราะบางเชิงโครงสร้างของลาว

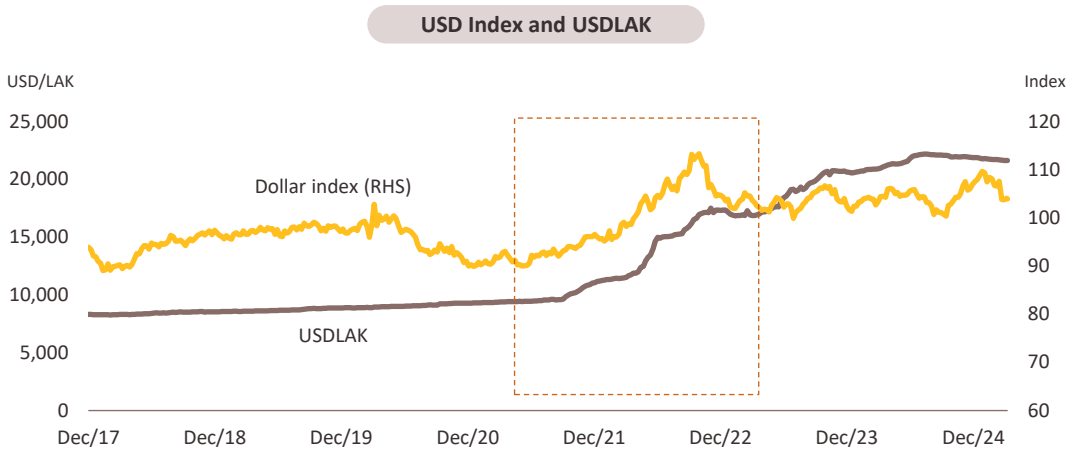


Source: Krungsri Research

1/ โดยมีสัดส่วนการส่งออกสูงถึง 30% 27% และ 24% ของการส่งออกทั้งหมดของสปป. ลาวในปี 2567 ตามลำดับ (อ้างอิงจาก Laos Ministry of Industry and Commerce)

ภาพที่ 2

ดัชนีดอลลาร์สหรัฐ (Dollar Index) และอัตราแลกเปลี่ยนเงินกีบลาว (LAK)

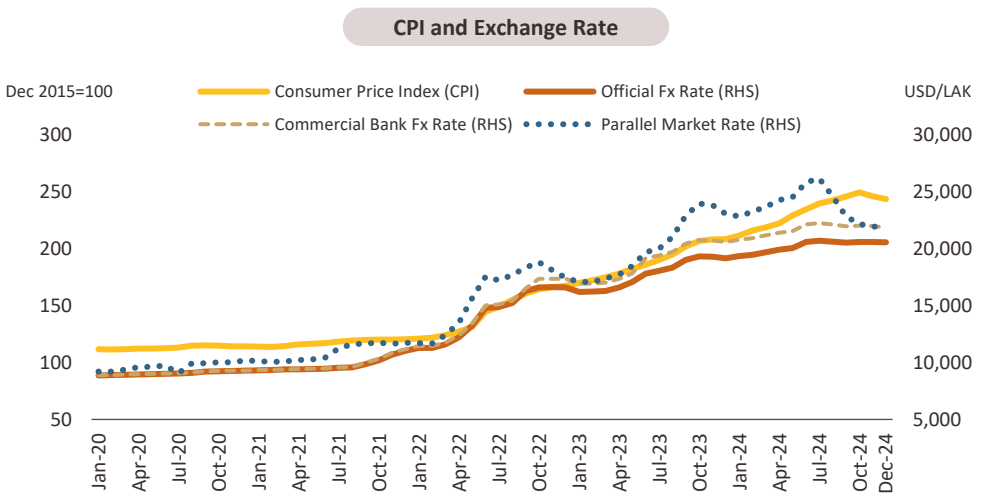


Source: Bloomberg, Krungsri Research

ทั้งนี้ ค่าเงินกีบที่อ่อนค่าอย่างรุนแรงส่งผลให้ค่าครองชีพของประชาชนสูงขึ้นมาก เนื่องจาก สปป. ลาวพึ่งพาการนำเข้าสูงถึงประมาณร้อยละ 50 **ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ** (Gross Domestic Product: GDP) เศรษฐกิจ สปป. ลาว จึงต้องเผชิญกับภาวะเงินเฟ้อสูงเฉลี่ยถึงร้อยละ 26 ในช่วงปี 2565-2567 (ภาพที่ 3) ซึ่งงานศึกษาของธนาคารโลกพบว่าการอ่อนค่าของเงินกีบส่งผลกระทบต่อการบริโภคภาคเอกชน โดยการอ่อนค่าลงร้อยละ 1 อาจทำให้การบริโภคภาคเอกชนลดลงถึงร้อยละ -0.6 **นอกจากนี้ การที่ สปป. ลาวมีพื้นที่ทางการคลัง** (Fiscal space) **จำกัดเนื่องจากภาระหนี้สูง จึงทำให้ไม่สามารถใช้เครื่องมือทางการคลังเพื่อช่วยกระตุ้นการบริโภคและการลงทุนในประเทศได้**

ภาพที่ 3

ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index) และอัตราแลกเปลี่ยน

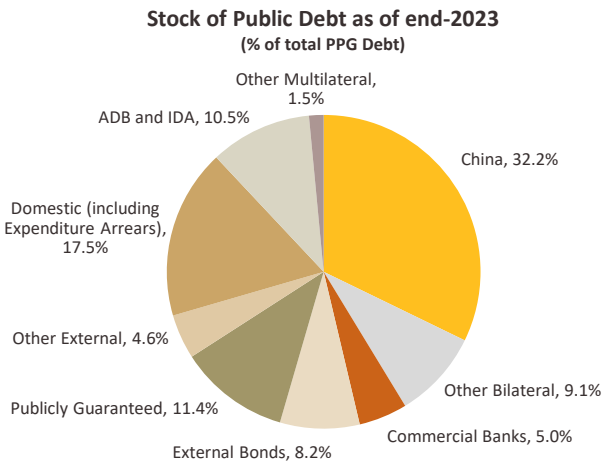


Source: BOL, Lao Statistics Bureau, CEIC, Krungsri Research

ล่าสุด กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (International Monetary Fund: IMF) คาดการณ์ว่าหนี้สาธารณะของลาวจะยังคงเพิ่มขึ้นในระยะ 5 ปีข้างหน้า สู่ระดับร้อยละ 126.7 ต่อ GDP ในปี 2572 จากร้อยละ 108.3 ในปี 2567 ด้วยสัดส่วนหนี้ต่างประเทศถึงร้อยละ 89.6 ของหนี้สาธารณะทั้งหมดในปี 2567 และจะเพิ่มสูงถึงร้อยละ 99.5 ในปี 2572 โดยแหล่งที่มาของเงินกู้ส่วนใหญ่มาจากประเทศจีนในรูปเงินดอลลาร์สหรัฐ อีกทั้ง สปป. ลาวยังมีภาระหนี้อีกส่วนหนึ่งที่ต้องชำระคืนหลังจากที่ได้ขอเลื่อนการชำระหนี้กับจีน (Debt deferrals) ในช่วงปี 2563-2566[2/]

ภาพที่ 4

หนี้สาธารณะสะสมของลาว ณ สิ้นปี 2566



Source: IMF (2024), Krungsri Research

บทบาทของจีนที่มีต่อเสถียรภาพทางการเงินของสปป. ลาว

จีนมีบทบาทสำคัญอย่างมากต่อการพัฒนาทางเศรษฐกิจและเสถียรภาพภาคการเงินของสปป. ลาว ในรูปแบบเงินกู้ยืมที่จีนปล่อยกู้ให้แก่ สปป. ลาว ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเงินทุนสำหรับโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้องกับโครงการหนึ่งแถบหนึ่งเส้นทาง หรือข้อริเริ่มสายแถบและเส้นทาง (Belt and Road Initiative: BRI) เช่น โครงการรถไฟ ทางด่วน และโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ[3/] **ลักษณะการกู้ยืมเป็นแบบทวิภาคี** (Bilateral lending) **เป็นหลัก ซึ่งจีนเป็นเจ้าหนี้รายใหญ่ที่สุด โดย** IMF **ระบุว่า สปป. ลาวกู้ยืมจากจีนประมาณ** 5.5 **พันล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็นร้อยละ** 39 **ของหนี้สาธารณะต่างประเทศทั้งหมด (ณ สิ้นปี** 2566) ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงบทบาทของจีนในฐานะเจ้าหนี้หลักของ สปป. ลาว นอกจากนี้ ในแง่การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment: FDI) จีนเป็นนักลงทุนรายใหญ่ที่สุดใน สปป.ลาวเช่นกัน โดยมีโครงการลงทุนรวมมากกว่า 900 โครงการ เป็นมูลค่ามากกว่า 13 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ[4/]

2/ แม้ว่ารัฐบาลจะไม่ได้เปิดเผยข้อมูลสาธารณะเกี่ยวกับการเลื่อนชำระหนี้ แต่ IMF ประมาณการว่าหนี้ที่ถูกเลื่อนการชำระต่อจีนในช่วงปี 2563 ถึง 2566 สะสมเป็นมูลค่ารวมประมาณ 1.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2566 สปป. ลาวมีกำหนดชำระเงินต้นจำนวน 150 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ขณะที่เงินต้นและดอกเบี้ยที่ยังไม่ได้ชำระในช่วงปี 2563-2565 คาดว่าจะถูกเลื่อนออกไปจนถึงปี 2570 แต่จะได้รับการชำระเต็มจำนวนในระยะยาว

3/ ณ ปลายปี 2563 มีบริษัทจีนลงทุนในโครงการพัฒนาเขื่อนใน สปป. ลาว 11 โครงการ โดยร้อยละ 44 ของกำลังการผลิตติดตั้งดังกล่าวเป็นการขายไฟฟ้าเพื่อใช้ภายในประเทศ นอกจากนี้ ยังมี การพัฒนาภาคธรณีศาสตร์และเหมืองแร่ 79 กิจการ และรัฐบาล สปป. ลาวได้อนุมัติการลงทุนให้นักลงทุนจีนดำเนินการขุดค้นและแปรรูปแร่ธาตุใน 67 กิจการ นอกจากนี้ยังมีการลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน (แสงอาทิตย์และลม) รวมไปถึงเขตเศรษฐกิจพิเศษ 2 แห่ง (https://thaibizlaos.com/lao/news/detail.php?cate=news-hilight&id=22165)

4/ https://kpl.gov.la/EN/detail.aspx?id=78213

อย่างไรก็ตาม สัญญาการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานส่วนใหญ่เป็นลักษณะสัญญาสัมปทาน ซึ่งกำหนดลักษณะการโอนกรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินหลังสิ้นสุดสัญญาในรูปแบบ Build-Operate-Transfer (BOT)[5/] และรูปแบบความร่วมมือระหว่างภาครัฐและเอกชน (Public-Private Partnership: PPP) ดังตาราง 1 แต่บางโครงการโดยเฉพาะโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ กลับไม่สามารถสร้างผลกำไรได้ตามที่คาดหวัง ซึ่งยิ่งเพิ่มภาระหนี้ของ สปป. ลาวให้หนักขึ้นไปอีก **นอกจากนี้ การขาดรายละเอียดเกี่ยวกับข้อตกลงระหว่างสองประเทศ ทำให้เกิดความกังวลอย่างมากต่อสถานะของ สปป. ลาว ที่อาจอยู่ในจุดที่ไม่สามารถชำระหนี้คืนได้ในระยะอันใกล้** (Debt default) **โดยเฉพาะเมื่อสปป. ลาวไม่สามารถชำระหนี้และต้องเลื่อนการชำระหนี้แก่จีนออกไปในช่วงที่ผ่านมา**

ตารางที่ 1

ข้อตกลงระหว่าง สปป. ลาว และจีนในบางโครงการ

โครงการ	ข้อตกลง	ผู้รับผลประโยชน์
ทางรถไฟสายเวียงจันทน์-บ่อเต็น (ทางรถไฟลาว-จีน)	BOT ระยะเวลา 50 ปี โดยกลุ่มบริษัทจีน ก่อนโอนกลับให้ สปป. ลาว และเงินกู้พิเศษสำหรับ สปป. ลาว	กลุ่มบริษัทการรถไฟจีน, กลุ่มบริษัทจีน (Yunnan Construction and Investment Holding Group) และรัฐวิสาหกิจของลาว (SOEs)
ทางด่วนเวียงจันทน์-วังเวียง		
โครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำแม่น้ำอู	BOT ระยะเวลา 29 ปีก่อนโอนกลับให้ สปป. ลาว และเงินกู้พิเศษสำหรับ สปป. ลาว	รัฐวิสาหกิจจีน (Sinohydro) และรัฐวิสาหกิจไฟฟ้าของ สปป. ลาว
ศูนย์โลจิสติกส์เวียงจันทน์	PPP: บริษัทและธนาคารจีนลงทุนและดำเนินการ ขณะที่รัฐบาลลาวให้การสนับสนุนที่ดินและกฎระเบียบ	กลุ่มบริษัทโลจิสติกส์จีนและรัฐวิสาหกิจของ สปป. ลาว
โครงการขยายสนามบินหลวงพระบาง	BOT และเงินกู้พิเศษสำหรับ สปป. ลาว	บริษัทก่อสร้างจีนและหน่วยงานการบินของ สปป. ลาว

Source: China AidData, Krungsri Research

มาตรการเพื่อรับมือปัญหาด้านเสถียรภาพทางการเงิน

ในปัจจุบัน สปป. ลาวพยายามระดมทุนเพื่อใช้หนี้คืนผ่านการขายทรัพย์สินของรัฐ เช่น หุ้นในโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ[6/] ซึ่งเป็นมาตรการที่อาจช่วยลดแรงกดดันทางการเงินในปีนี้ได้ แต่ไม่สามารถแก้ไขปัญหาหนี้อย่างยั่งยืน

นอกจากนี้ มาตรการรับมือของรัฐบาลลาวในปี 2566-2567 ส่วนใหญ่เน้นการขจัดสภาพคล่องส่วนเกินของเงินกีบในระบบการเงินเพื่อลดแรงกดดันต่อการอ่อนค่าของเงินกีบและจัดการกับภาวะเงินเฟ้อสูง[7/] อย่างไรก็ตาม การใช้มาตรการเหล่านี้มีข้อจำกัดเนื่องจาก สปป. ลาวมีการใช้เงินตราต่างประเทศอย่างแพร่หลาย (โดยเฉพาะเงินดอลลาร์สหรัฐและเงินบาท) อีกทั้งโครงสร้างตลาดการเงินที่ยังไม่พัฒนา ทำให้การส่งผ่านนโยบายต่อเศรษฐกิจมีจำกัด **และที่สำคัญที่สุด เสถียรภาพทางเศรษฐกิจของสปป. ลาวจะไม่สามารถปรับดีขึ้นได้จากการดำเนินนโยบายต่าง ๆ ข้างต้น เนื่องจากปัญหาตั้งต้นนั้นมาจากภาระหนี้ต่างประเทศที่สูงซึ่งยังไม่ได้รับการแก้ไขอย่างเป็นระบบ**

5/ รูปแบบการลงทุนที่ให้ภาคเอกชนสร้างและดำเนินการโครงการในช่วงเวลาที่กำหนด ก่อนโอนกลับให้รัฐบาล

6/ รัฐบาลลาวมีแผนการจัดหาเงินทุนเพื่อนำมาใช้ชำระหนี้ในปี 2567-2568 โดยหนึ่งในวิธีหลักนอกเหนือไปจากการเจรจาขยายเวลาชำระหนี้กับจีน คือการขายทรัพย์สินของรัฐ โดยเฉพาะหุ้นในโรงไฟฟ้าพลังน้ำ โดยคาดว่าจะได้เงินจากขายทรัพย์สินของรัฐ 300 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2567 และ 600-700 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2568

7/ มาตรการดังกล่าวรวมถึงการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจาก 6.5% สู่ 10.5% ในระยะเวลา 2 ปีดังกล่าว การเพิ่มอัตราส่วนสำรองของธนาคาร และการออกพันธบัตรระยะสั้นเพื่อช่วยเพิ่มสภาพคล่องในตลาดเงิน

ความเสี่ยงที่จะส่งผลต่อเศรษฐกิจและเสถียรภาพของ สปป. ลาว

เนื่องจาก สปป. ลาว พึ่งพาเศรษฐกิจภายนอกค่อนข้างมาก เนื่องจากมีสัดส่วนการนำเข้าสูงและมีความอ่อนไหวต่อภาวะการเงินโลก ดังนั้น ความเสี่ยงภายนอกที่สำคัญและสามารถส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ ได้แก่ เหตุการณ์ที่ทำให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัว (อาทิ นโยบายการค้าภายใต้รัฐบาลทรัมป์) ราคาสินค้าโภคภัณฑ์รวมถึงน้ำมันดิบปรับสูงขึ้น โดยหากเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้นควบคู่กันไปด้วย จะยิ่งทำให้ภาระหนี้ของ สปป. ลาวสูงขึ้นอย่างเลี่ยงไม่ได้ ปัจจัยข้างต้นจะซ้ำเติมจุดอ่อนของเศรษฐกิจลาว ทั้งหนี้ต่างประเทศที่สูง การขาดแคลนเงินตราต่างประเทศ และภาวะค่าครองชีพสูง

ในระยะปานกลาง ความเสี่ยงที่ สปป. ลาวอาจผิดนัดชำระหนี้ต่างประเทศขึ้นอยู่กับการเจรจากับจีน หากมีการปรับโครงสร้างหนี้ หรือลดภาระหนี้บางส่วน อาจทำให้ความเสี่ยงลดลงได้ อย่างไรก็ตาม หากการเจรจาไม่เป็นผล หรือจีนมีข้อกำหนดที่เข้มงวดขึ้นในการชำระหนี้ สปป. ลาวอาจต้องเผชิญกับวิกฤตหนี้ต่างประเทศอย่างเลี่ยงไม่ได้



Source: www.bangkokpost.com

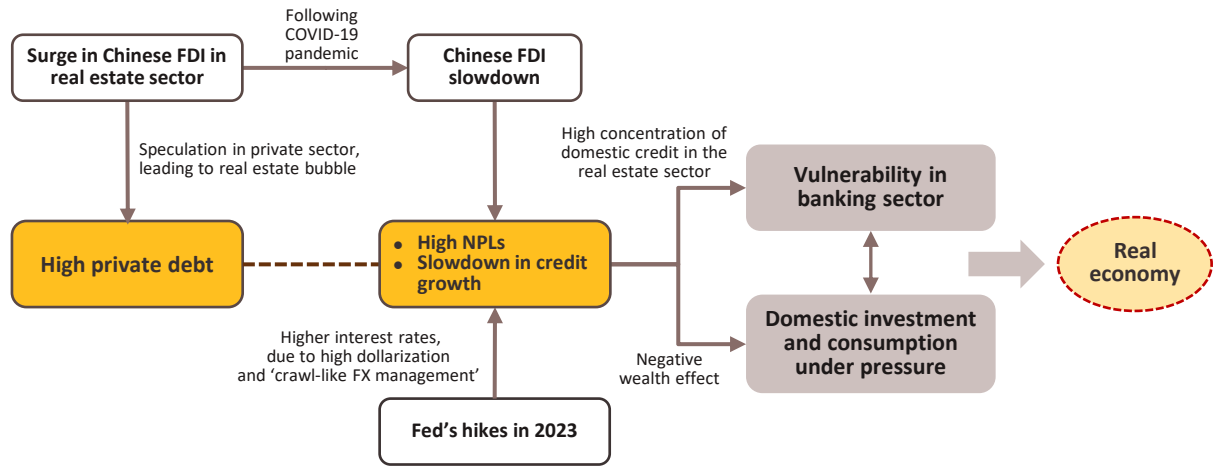
กัมพูชากับความท้าทายของเสถียรภาพในประเทศ

กัมพูชากำลังเผชิญกับการลดลงของการเติบโตในสินเชื่อภาคเอกชนและการเพิ่มขึ้นของสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ซึ่งสะท้อนถึงเสถียรภาพที่เปราะบางในภาคธนาคาร และเป็นผลมาจากภาวะฟองสบู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์ ทั้งนี้ในระยะต่อไป การพึ่งพาการลงทุนจากจีนมากเกินไปและความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ถือเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญต่อเศรษฐกิจ

ในด้านโครงสร้างเศรษฐกิจ เศรษฐกิจกัมพูชาขับเคลื่อนด้วยการส่งออก[8/] และเป็นหนึ่งในประเทศอาเซียนที่เติบโตสูง โดย IMF คาดการณ์ว่าจะมีอัตราการเติบโตเศรษฐกิจสูงราวร้อยละ 6 ในระยะ 5 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม ในภาคการเงิน กัมพูชากำลังเผชิญปัญหาหนี้ภาคเอกชนที่อยู่ในระดับสูง กอปรกับคุณภาพสินทรัพย์ของภาคธนาคารที่ปรับแย่ลง

ภาพที่ 5

ความเปราะบางเชิงโครงสร้างของกัมพูชา



Source: Krungsri Research

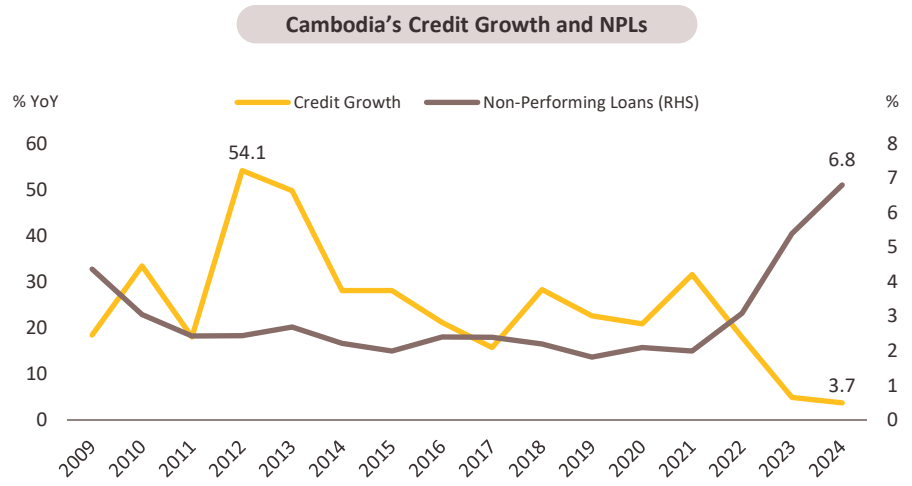
ความเป็นมาของปัญหา และผลต่อภาคเศรษฐกิจจริง

ในช่วงปี 2552-2564 **กัมพูชามีการขยายตัวของสินเชื่อภาคเอกชนอย่างรวดเร็ว (เฉลี่ยที่ร้อยละ** 27.2 **ต่อปี) และกว่าร้อยละ** 30 **ของสินเชื่อทั้งหมดถูกนำไปใช้ในภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง** อย่างไรก็ตาม หลังช่วงวิกฤตโควิด-19 โดยเฉพาะตั้งแต่ปี 2565 เป็นต้นมา การเติบโตของสินเชื่อชะลอลงอย่างรวดเร็ว เหลือเพียงร้อยละ 2.1 ในปลายปี 2567 (ภาพที่ 6) จากกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ที่เริ่มหดตัว และภาวะการเงินของกัมพูชาที่ตึงตัวเพิ่มขึ้น

8/ โดยเฉพาะสิ่งทอและรองเท้า และภาคการท่องเที่ยว โดยมีคู่ค้าอันดับ 1 คือ สหรัฐอเมริกา ตามมาด้วยสหภาพยุโรป

ภาพที่ 6

การเติบโตของสินเชื่อของกัมพูชาและสัดส่วนสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้

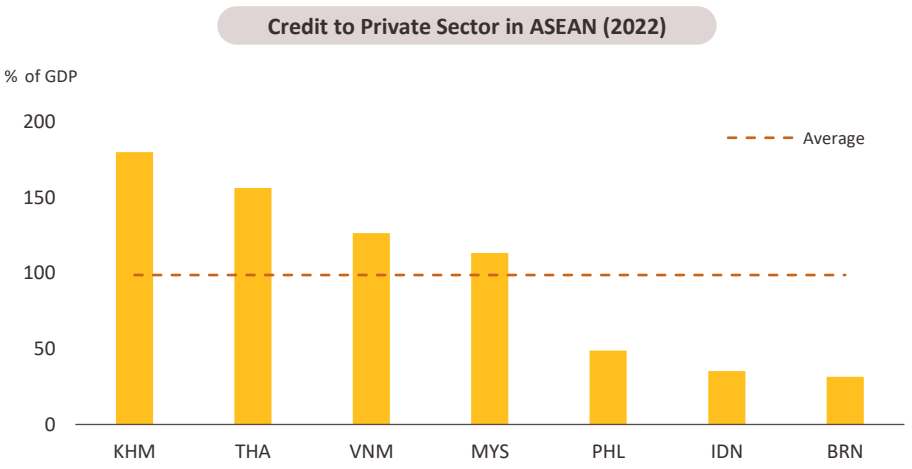


Source: NBC, Krungsri Research

สถานการณ์ดังกล่าวยังส่งผลให้สัดส่วนสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non-Performing Loans: NPLs) **ของธนาคารพาณิชย์เพิ่มขึ้นจากราวร้อยละ** 3 **ในปี** 2565 **สู่ร้อยละ** 6.8 **ในเดือนมิถุนายน** 2567 สะท้อนถึงคุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารที่ปรับแย่ลง นอกจากนี้แม้การเติบโตของสินเชื่อจะชะลอลง แต่สัดส่วนหนี้สินภาคเอกชนต่อ GDP (Private credit to GDP) ยังสูงถึงร้อยละ 173 ในปี 2566 ซึ่งถือว่าเป็นสัดส่วนที่สูงมากเมื่อเทียบกับระดับการพัฒนาของประเทศ (ภาพที่ 7)

ภาพที่ 7

สัดส่วนสินหนี้ภาคเอกชนต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศ

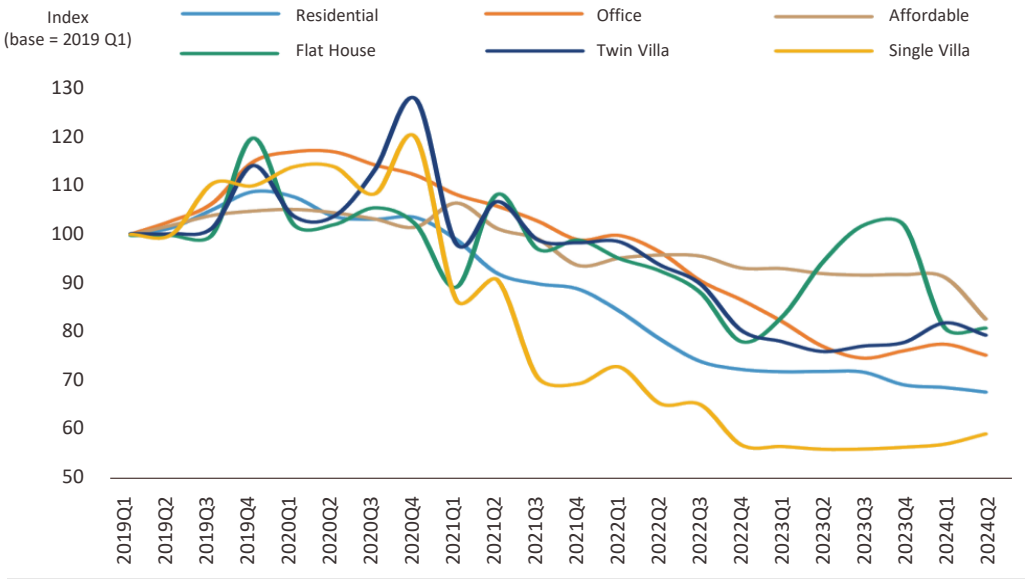


Source: World Bank, Krungsri Research

ความไม่มีเสถียรภาพในภาคการเงินได้ส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะการบริโภคและการลงทุนในประเทศ เนื่องจากการฟื้นตัวของการบริโภคในประเทศ ซึ่งมีสัดส่วนประมาณสองในสามของ GDP จะถูกจำกัดจากภาวะถดถอยในภาคการก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ที่มีแนวโน้มยืดเยื้อ ความมั่งคั่งของประชาชนจึงลดลงตามราคาอสังหาริมทรัพย์ (Negative wealth effect) นอกจากนี้ ภาวะหนี้ครัวเรือนที่สูง โดยภาระการชำระหนี้ (Debt service-to-income: DSTI) ที่คิดเป็นเกือบร้อยละ 50 ของรายได้[9/] คาดว่าจะยังจำกัดการบริโภคต่อไป สำหรับการลงทุนภาคเอกชนโดยรวมชะลอตัวลง โดยเฉพาะในกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ แม้การลงทุนในเมืองสีหนุวิลล์ยังคงเติบโต แต่ยังไม่ใช่การลงทุนที่มีคุณภาพและยั่งยืน

ภาพที่ 8

ภาวะถดถอยในภาคอสังหาริมทรัพย์สะท้อนจากดัชนีราคาอสังหาริมทรัพย์ (Real estate price indexes)



Source: World Bank (2024)

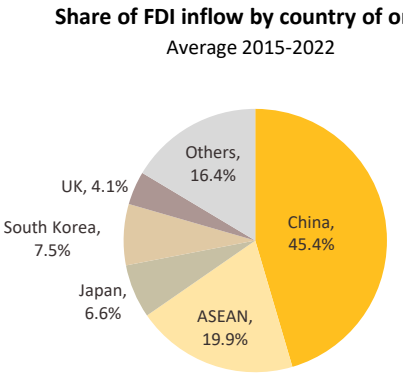
9/ World Bank (December 2024)

บทบาทของจีนที่มีต่อเสถียรภาพทางการเงินของกัมพูชา

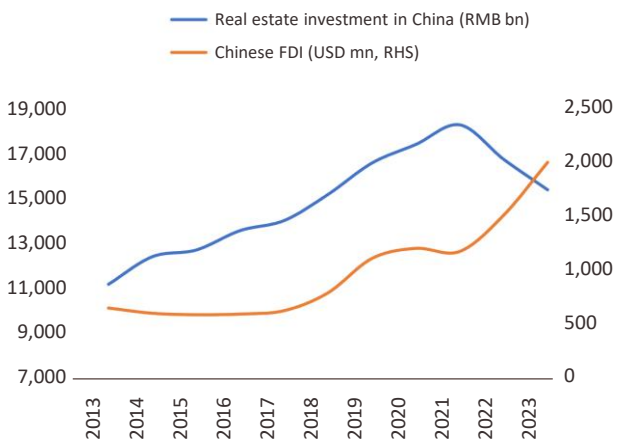
สำหรับกัมพูชาแล้ว จีนเป็นแหล่งสำคัญของการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ โดย FDI จากจีนมีสัดส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของ FDI ทั้งหมดของกัมพูชา ตั้งแต่ช่วงต้นคริสต์ศตวรรษ 2010 กัมพูชาได้รับเม็ดเงินลงทุนจากจีนจำนวนมหาศาลภายใต้โครงการ BRI และในภาคการก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ (ภาพที่ 9)

ภาพที่ 9

การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศของกัมพูชา และการลงทุนในภาคอสังหาริมทรัพย์จากจีน



Source: NBC, IMF (2024), World Bank (2024), Krungsri Research



Source: Cambodian authorities; China's National Bureau of Statistics

การลงทุนจากจีนได้เปลี่ยนแปลงภูมิทัศน์ของตลาดที่พักอาศัย และอสังหาริมทรัพย์ในกัมพูชา โดยเฉพาะในสีหนุวิลล์และกรุงพนมเปญ ซึ่งเผชิญกับการพุ่งสูงขึ้นของราคาที่อยู่อาศัยตั้งแต่ปี 2560 นักพัฒนาอสังหาริมทรัพย์และนักลงทุนรายย่อยจึงพากันกู้เงินจากธนาคารและสถาบันการเงินนอกระบบเพื่อซื้อที่ดินและอสังหาริมทรัพย์ โดยหวังทำกำไรจากราคาที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้หนี้ภาคเอกชนในช่วงเวลาดังกล่าวเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วเกินจุดที่เหมาะสมกับระดับการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศ

อย่างไรก็ตาม **วิกฤตโควิด-19 และการชะลอตัวของการลงทุนจากจีนส่งผลให้ราคาที่อยู่อาศัยร่วงลงอย่างหนัก ทำให้ภาคธนาคารของกัมพูชาเผชิญกับความเสี่ยงด้านเสถียรภาพ ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่าการไหลเข้าของการลงทุนจากจีนนี้แม้จะกระตุ้นการเติบโตของกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้างและอสังหาริมทรัพย์ แต่สร้างความกังวลเกี่ยวกับการพึ่งพาเงินทุนจากจีนมากเกินไป จนก่อให้เกิดความเปราะบางในภาคการเงิน**

มาตรการเพื่อรับมือปัญหาด้านเสถียรภาพทางการเงิน

ทางการกัมพูชายังไม่ได้มีนโยบายที่บรรเทาปัญหาหนี้ภาคเอกชนอย่างเป็นรูปธรรม โดยที่ผ่านมาธนาคารกลางกัมพูชาดำเนินการเพียงประเมินสถานะทางการเงินของครัวเรือนจากอัตราส่วนเงินกู้ต่อมูลค่าหลักประกัน (Loan to value: LTV) และอัตราส่วนการชำระหนี้ต่อรายได้ (DSTI) รวมถึงมีการออกกฎหมายหลายฉบับที่เกี่ยวข้องกับข้อกำหนดด้านทุนเพื่อเสริมสร้างคุณภาพและปริมาณของทุนที่สถาบันการเงินถือครอง

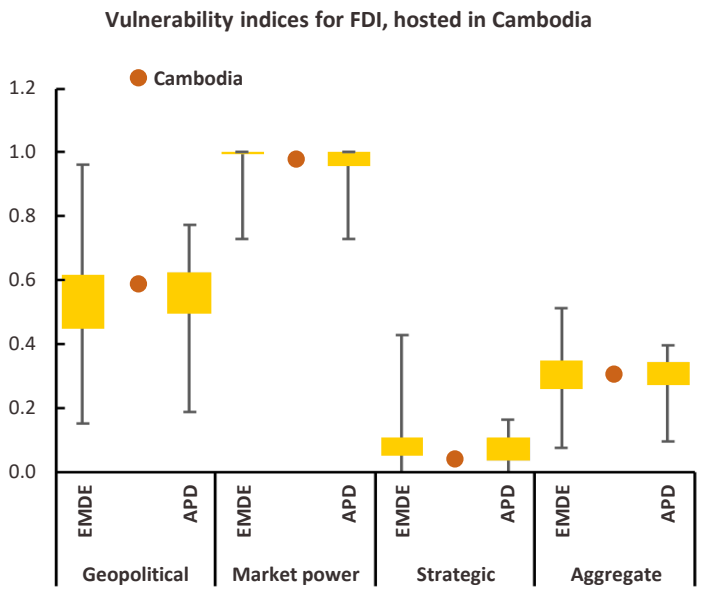
ความเสี่ยงที่จะส่งผลต่อเศรษฐกิจและเสถียรภาพของกัมพูชา

กัมพูชากำลังเผชิญความเสี่ยงจากภาวะฟองสบู่แตกในตลาดอสังหาริมทรัพย์ สะท้อนจากการลดลงของราคาที่ดินที่มาพร้อมกับการชะลอตัวในการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคอสังหาริมทรัพย์ ขณะเดียวกันการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) แสดงถึงเสถียรภาพของภาคธนาคารที่เปราะบาง **นอกจากนี้ การพึ่งพาการลงทุนจากจีนมากเกินไปยังเป็นหนึ่งปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจกัมพูชา** โดยหากจีนตัดสินใจลดการนำเข้าจากกัมพูชาและลดการลงทุนในต่างประเทศลง โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ จะทำให้อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องในประเทศเผชิญภาวะชบเซา และส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริงต่อเนื่อง **จากการศึกษาของธนาคารโลกพบว่า การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนร้อยละ 1 อาจทำให้การเติบโตทางเศรษฐกิจของกัมพูชาลดลงประมาณร้อยละ 0.6 ภายใน 1 ปี**

ยิ่งไปกว่านั้น ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ ตลอดจนความขัดแย้งทางการค้า สามารถส่งผลกระทบต่อ FDI ในกัมพูชาได้เช่นกัน โดยงานศึกษาของ IMF พบว่าเมื่อพิจารณาจากระยะห่างทางภูมิรัฐศาสตร์ (Geo-political distance) และอำนาจทางการตลาด (Market power) **ประเทศกัมพูชามีความเปราะบางต่อการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศมากกว่าประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ และมากกว่าหลายประเทศในเอเชีย (ภาพที่ 10)**

ภาพที่ 10

ดัชนีความเปราะบางต่อการลงทุนทางตรงจากต่างประเทศของกัมพูชา



Source: IMF (2024)



ปัจจัยร่วมและความแตกต่างของปัญหาเสถียรภาพทางการเงินในสปป. ลาว และกัมพูชา

สปป. ลาวและกัมพูชาต่างเผชิญกับปัญหาเสถียรภาพทางการเงินที่ส่งผลกระทบต่อภาคเศรษฐกิจจริง ทั้งสองประเทศมีปัจจัยที่ก่อให้เกิดความเปราะบางปัจจุบันที่ทั้งแตกต่างและคล้ายคลึงกัน ไม่ว่าจะเป็นสาเหตุของปัญหา โครงสร้างของภาคเศรษฐกิจ และความเสี่ยงที่ทั้งสองประเทศอาจต้องเผชิญในอนาคต

ในส่วนนี้จะวิเคราะห์ปัญหาด้านเสถียรภาพทางการเงินของทั้งสองประเทศ ถึงปัจจัยร่วมและความแตกต่างที่ทั้งสองประเทศกำลังเผชิญ ผ่านการวิเคราะห์ตัวชี้วัดสำคัญต่างๆ ดังปรากฏในตารางที่ 2

ตารางที่ 2

ความเปราะบางร่วมของทั้งสองประเทศ

ตัวชี้วัด	สปป. ลาว	กัมพูชา
การพึ่งพาเงินทุนจากจีน	**ในระดับสูงมาก** โดยเฉพาะเงินกู้สำหรับโครงสร้างพื้นฐานภายใต้โครงการ BRI ที่สูงมากกว่า 39% ของ GDP	**ในระดับสูงมาก** ในรูปของ FDI ที่มีสัดส่วนประมาณ 50% ของ FDI ทั้งหมด โดยส่วนใหญ่อยู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์
ความสามารถในการดำเนินนโยบายด้านการเงิน	**จำกัด** เนื่องจากมีภาระหนี้ต่างประเทศสูง ตลาดการเงินยังไม่พัฒนา และมีการใช้เงินดอลลาร์สหรัฐสูง (อัตราการใช้เงินดอลลาร์สหรัฐในระบบเศรษฐกิจอยู่ที่ 68.7% ในปี 2567)	**จำกัด** เนื่องจากมีการใช้เงินดอลลาร์สหรัฐในระดับสูง (อัตราการใช้เงินดอลลาร์สหรัฐในระบบเศรษฐกิจอยู่ที่ 84.5% ในปี 2567)
ความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก	**สูง (พึ่งพาเงินกู้จากต่างประเทศและการส่งออก)** ● หนี้ต่างประเทศรวมประมาณ 139.6% ของ GDP ในปี 2567 (IMF) ● การส่งออกคิดเป็น 55.8% ของ GDP ในปี 2566	**สูง (พึ่งพาการลงทุนจากต่างประเทศและการส่งออก)** ● FDI เฉลี่ยประมาณ 8-10% ของ GDP ● การส่งออกคิดเป็น 58% ของ GDP ในปี 2565
ความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจกับอาเซียน	**มีความเชื่อมโยงสูง** ● การค้ากับอาเซียนในปี 2567 คิดเป็น 52% ของมูลค่าการค้ารวมของลาว ● **การลงทุนจากอาเซียนเฉลี่ยในปี 2564-2566 คิดเป็น 21% ของ FDI ทั้งหมดที่เข้าลาว** (สูงเป็นอันดับที่ 2 รองจากจีน)	**มีความเชื่อมโยงค่อนข้างสูง** ● การค้ากับอาเซียนในปี 2566 คิดเป็น 25.4% ของมูลค่าการค้ารวมของกัมพูชา ● **การลงทุนจากอาเซียนเฉลี่ยในปี 2564-2566 คิดเป็น 14% ของ FDI ทั้งหมด** (สูงเป็นอันดับที่ 2 รองจากจีน)

Source: Krungsri Research

จากตารางข้างบน เราสามารถสรุปความเปราะบางร่วมของ 2 ประเทศ ได้ดังนี้

- **การพึ่งพาเงินทุนจากจีนสูงเกินไป**: แม้รูปแบบการลงทุนจากจีนจะแตกต่างกัน แต่ทั้งสองประเทศพึ่งพาเงินทุนจากจีนในระดับสูง โดยใน สปป. ลาว มีโครงการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับ BRI กว่า 6 ประเภท[10/] หรือมูลค่ามากกว่า 5.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ที่เป็นการกู้ยืมจากจีน ส่วนกัมพูชานั้นมีสัดส่วน FDI จากจีนค่อนข้างสูงมาก โดยมากกว่าครึ่งเป็นเงินทุนที่มาจากจีน และอยู่ในภาคอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้างเป็นหลัก

10/ โครงการ 6 ประเภท ได้แก่ โครงการรถไฟ โครงการก่อสร้างทางหลวง โรงไฟฟ้าพลังงานน้ำ เขตเศรษฐกิจพิเศษ โครงการเหมืองแร่ และโครงการภาคการเกษตร

- **ข้อจำกัดด้านนโยบายการเงิน:** การใช้ดอลลาร์สหรัฐรวมถึงเงินบาทในระดับสูงของ สปป. ลาว และภาระหนี้ต่างประเทศที่สูง เป็นการจำกัดความสามารถของธนาคารกลางในการควบคุมเสถียรภาพด้านราคาในประเทศ นอกจากนี้ การใช้ดอลลาร์สหรัฐในระดับสูงมากของกัมพูชาเช่นกัน ที่ทำให้ธนาคารกลางกัมพูชาต้องดำเนินนโยบายการเงินตามธนาคารกลางสหรัฐฯ และทำให้มีข้อจำกัดอย่างมากในการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อควบคุมดูแลปริมาณเงินในประเทศ
- **มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยภายนอก** (High external exposure): โครงสร้างเศรษฐกิจของทั้งสองประเทศมีความอ่อนไหวกับปัจจัยต่างประเทศอย่างมาก โดย สปป. ลาวมีความอ่อนไหวต่อภาวะการเงินโลกผ่านช่องทางอัตราแลกเปลี่ยน และทั้งสองประเทศยังมีความอ่อนไหวกับการอุปสงค์ภายนอกและการลงทุนจากจีนอีกด้วย

ถึงแม้จะมีปัจจัยความเสี่ยงร่วมดังกล่าว แต่ สปป. ลาว และกัมพูชายังมีมิติความเปราะบางที่แตกต่างกัน ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3

ความแตกต่างของเสถียรภาพทางการเงิน

ตัวชี้วัด	สปป. ลาว	กัมพูชา
ความเสี่ยงหลักด้านเสถียรภาพ	**ความเสี่ยงภายนอก** (ภาระหนี้ต่างประเทศสูง)	**ความเสี่ยงภายในประเทศ** (สินเชื่อภาคเอกชนสูง)
ระบบอัตราแลกเปลี่ยนตามพฤตินัย (de facto)[11/]	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนแบบ Other managed[12/]	ระบบอัตราแลกเปลี่ยนที่เคลื่อนไหวอยู่ในกรอบ (Crawl-like arrangement)[13/]
เสถียรภาพภายนอก		
หนี้สาธารณะต่างประเทศ (% ของ GDP)	**สูงมาก** (IMF ประมาณการไว้ที่ 89.6% ในปี 2567 และจะเพิ่มเป็น 99.5% ในปี 2572)	**ต่ำ** (IMF ประมาณการไว้ที่ 26.6% ในปี 2567 และจะอยู่ประมาณ 27% ในปี 2572
ความเคลื่อนไหวของค่าเงิน	**อ่อนค่าลงประมาณ 88.5%** เทียบกับดอลลาร์สหรัฐในช่วงปี 2565-2567	**คงที่** (มีการใช้เงินดอลลาร์ในระบบการเงินสูง)
สัดส่วนทุนสำรองระหว่างประเทศต่อการนำเข้า (เดือน)	**2.1 เดือนในปี 2567** และอาจลดลงเหลือ 1.3 เดือนในปี 2572 (IMF)	**6.6 เดือน ในปี 2567** และอาจเพิ่มขึ้นเป็น 8.7 เดือนในปี 2572 (IMF)
เสถียรภาพภายในประเทศ		
หนี้สาธารณะ (% ของ GDP) และพื้นที่ทางการคลัง (Fiscal space)	**สูงมาก (108.3% ของ GDP ในปี 2567)** และอาจเพิ่มขึ้นเป็น 126.7% ในปี 2572 (IMF) ซึ่งทำให้พื้นที่ทางการคลังมีข้อจำกัดสูง เนื่องจากภาระชำระหนี้ต่างประเทศสูง	**ค่อนข้างต่ำ (26.8% ของ GDP ในปี 2567)** และประมาณ 27.7% ในปี 2572 (IMF) และพื้นที่ทางการคลังมีความยืดหยุ่นมากกว่า เนื่องจากระดับหนี้ที่ต่ำกว่า
สินเชื่อภาคเอกชน (% ของ GDP)	**อยู่ในระดับปานกลาง** (ประมาณ 57.2% ของ GDP ในปี 2567 ตามประมาณการของ IMF)	**อยู่ในระดับสูง** (ประมาณ 173% ของ GDP ในปี 2566)
สินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs)	NPL **อยู่ที่** 1.82% ณ สิ้นไตรมาส 3 ปี 2567 (BOL)	NPL **อยู่ที่** 6.8% ณ ช่วงกลางปี 2567
อัตราเงินเฟ้อ	**อยู่ในระดับสูง** (อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ย 23.1% ในปี 2567 และเฉลี่ยที่ 25.4% ในช่วงปี 2565-2567)	**อยู่ใน**กรอบเป้าหมายของ NBC ที่ไม่เกิน 5% (อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ย 0.79% ในปี 2567 และเฉลี่ยที่ 2.76% ในช่วงปี 2565-2567

11/ ระบบการจัดการอัตราแลกเปลี่ยนในลักษณะ 'de facto' หรือตามพฤตินัย ถูกกำหนดโดยเจ้าหน้าที่ IMF ซึ่งอาจแตกต่างกับระบบอัตราแลกเปลี่ยนอย่างเป็นทางการ (De jure)

12/ ระบบการจัดการอัตราแลกเปลี่ยนแบบเป็นทางการ (de jure) ของ สปป. ลาว คือระบบลอยตัวแบบมีการจัดการ หรือ Managed float อย่างไรก็ดี แรงกดดันต่อค่าเงินที่มีมากขึ้นตั้งแต่ 2565 ทำให้ธนาคารกลางต้องปล่อยให้ค่าเงินกีบเคลื่อนไหวตามตลาดมากขึ้น ดังนั้น IMF จึงจัดประเภทของอัตราแลกเปลี่ยนในเชิงพฤตินัย (de facto) เป็น 'other managed' ซึ่งเป็นหมวดหมู่การจัดการอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่ตรงตามเกณฑ์ของหมวดหมู่อื่น ๆ และมักจะใช้ในกรณีที่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายบ่อยครั้ง

13/ เนื่องจากการใช้เงินดอลลาร์ในระบบการเงินอยู่ในระดับสูง ธนาคารแห่งชาติกัมพูชาจึงได้เข้าแทรกแซงในตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อรองรับความต้องการเงินเรียลและรักษาเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน ตั้งแต่เดือนมีนาคม 2565 อัตราแลกเปลี่ยนมีแนวโน้มอ่อนค่าลงภายในกรอบ ซึ่งตรงกับหลักเกณฑ์ของรูปแบบการจัดการอัตราแลกเปลี่ยนแบบ 'crawl-like arrangement' ซึ่งกำหนดไว้ว่าอัตราแลกเปลี่ยนในตลาดสปอตถูกควบคุมให้เคลื่อนไหวภายในกรอบร้อยละ 2 เป็นเวลา 6 เดือนขึ้นไป

ตารางที่ 3 (ต่อ)

ความแตกต่างของเสถียรภาพทางการเงิน

ตัวชี้วัด	สปป. ลาว	กัมพูชา
การพึ่งพาจีน		
การพึ่งพาการลงทุนจากจีน	**รัฐเป็นแกนหลัก**ในการพึ่งพาเงินทุนจากจีน โดยเฉพาะในด้านโครงสร้างพื้นฐาน และโครงการ BRI	**ภาคเอกชนเป็นแกนหลัก**ในการพึ่งพาเงินทุนจากจีน โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์ และภาคการท่องเที่ยว
การค้ากับจีน	คู่ค้าอันดับ 2 (รองจากไทย) ● ช่วงปี 2563-2567 สปป. ลาวเกินดุลการค้ากับจีนเล็กน้อย สัดส่วนการค้ากับจีน ในปี 2567 ประมาณ 33% ของมูลค่าการค้ารวมของลาว ● สินค้าส่งออกหลัก: แร่ธาตุ ปุ๋ย ไม้ ผลิตภัณฑ์การเกษตร ● สินค้านำเข้าหลัก: ยานพาหนะ เครื่องจักรและส่วนประกอบ เครื่องใช้ไฟฟ้าและอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ วัสดุก่อสร้าง	คู่ค้าอันดับ 1 ● กัมพูชาขาดดุลการค้ากับจีนต่อเนื่องในช่วงปี 2563-2567 สัดส่วนการค้ากับจีน ในปี 2567 ประมาณ 28% ของมูลค่าการค้ารวมของกัมพูชา ● สินค้าส่งออกหลัก: สิ่งทอและเครื่องหนัง ผลิตภัณฑ์การเกษตร ● สินค้านำเข้าหลัก: เครื่องใช้ไฟฟ้าและอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เครื่องจักรและส่วนประกอบ สิ่งทอ

Source: IMF WEO (October 2024), IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (2023), BOL, NBC, General Department of Customs and Excise (Cambodia), Ministry of Industry and Commerce (Lao PDR), WITS

สำหรับความแตกต่างหลักๆ สามารถสรุปได้จากตารางด้านบน ดังนี้

- **เสถียรภาพภายนอก vs. ภายใน**: สปป. ลาวเผชิญความเปราะบางในภาคเงินที่เกิดจากปัจจัยภายนอกเป็นหลัก โดยเฉพาะหนี้สาธารณะ (ซึ่งเกือบทั้งหมดเป็นหนี้ต่างประเทศ) ที่อยู่ในระดับสูง สะท้อนถึงการพึ่งพาการกู้ยืมจากจีนเพื่อใช้ในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน ในทางกลับกัน กัมพูชามีความเสี่ยงทางการเงินที่เกิดจากภาคเอกชนในประเทศ หลังตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่เติบโตร้อนแรงตามการไหลเข้าของทุนจีน ได้นำไปสู่การเติบโตของสินเชื่อของภาคเอกชนที่หวังลงทุนเพื่อเก็งกำไรอย่างรวดเร็ว
- **ระบบอัตราแลกเปลี่ยนและเสถียรภาพด้านราคา**: การเคลื่อนไหวของค่าเงินกีบที่เคลื่อนไหวสอดคล้องกับตลาด อันเป็นผลส่วนหนึ่งเนื่องจาก สปป. ลาวมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศต่ำ ทำให้ไม่สามารถแทรกแซงค่าเงินได้ ได้นำไปสู่การอ่อนค่าของค่าเงินกีบ ส่งผลให้เกิดแรงกดดันเงินเฟ้อและภาระหนี้ต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน กัมพูชามีระดับการใช้เงินดอลลาร์สหรัฐในระบบเศรษฐกิจสูง (High financial dollarization) ค่าเงินเรียลจึงถูกกำหนดให้อยู่ในระดับที่ค่อนข้างคงที่เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ
- **ความสามารถด้านนโยบายการคลัง**: กัมพูชามีความยืดหยุ่นทางการคลังมากกว่า ขณะที่สปป. ลาว เผชิญข้อจำกัดทางการคลังจากภาระหนี้ที่สูง ส่งผลให้สปป. ลาว มีขีดความสามารถจำกัดทางการคลังอย่างมากในการรับมือกับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว
- **รูปแบบการลงทุนจากจีน**: ใน สปป. ลาว การลงทุนจากจีนส่วนใหญ่ขับเคลื่อนโดยภาครัฐ มุ่งเน้นไปที่โครงการขนาดใหญ่ เช่น โรงไฟฟ้าพลังน้ำและทางรถไฟ ซึ่งดำเนินการโดยรัฐวิสาหกิจของจีน ส่งผลให้ สปป. ลาวมีหนี้ต่อจีนในระดับสูง ในขณะที่กัมพูชาได้รับเงินทุนจากจีนผ่านภาคเอกชนเป็นหลัก โดยมุ่งไปที่อสังหาริมทรัพย์ คาสิโน และการท่องเที่ยวในพื้นที่อย่างสีหนุวิลล์และกรุงพนมเปญ

มุมมองวิจัยกรุงศรี

การดึงดูดเงินทุนจากต่างประเทศเป็นสิ่งสำคัญสำหรับการพัฒนาประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่อย่าง สปป. ลาว และกัมพูชา หากแต่การพึ่งพาการลงทุนจากที่ใดที่หนึ่งมากเกินไป โดยปราศจากการกระจายแหล่งเงินทุนอย่างเหมาะสมและมีคุณภาพ ได้นำมาสู่ความเปราะบางในภาคการเงิน โดยสปป. ลาวเผชิญปัญหาหนี้ต่างประเทศ ขณะที่กัมพูชากำลังเจอกับภาวะหนี้ภาคเอกชนสูง โดยเฉพาะในภาคอสังหาริมทรัพย์

ทั้งนี้ แนวโน้มความเสี่ยงใน สปป. ลาว ยังค่อนข้างสูงและมีความไม่แน่นอน เพราะในปี 2567 รัฐบาลลาวต้องเริ่มจ่ายคืนหนี้จำนวนหนึ่งให้แก่จีนหลังจากที่ขอเลื่อนชำระออกไปในช่วงปี 2563-2566 โดยที่เศรษฐกิจในประเทศยังถูกกดดันจากภาวะค่าครองชีพสูง ขณะที่เศรษฐกิจโลกมีความเสี่ยงมากขึ้น ดังนั้น **ปัจจัยสำคัญคือการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้กับประเทศจีน มิเช่นนั้น อาจผิดนัดชำระหนี้** (Debt default) **ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและเศรษฐกิจโดยรวมในวงกว้าง ทั้งภายในประเทศ และระดับภูมิภาค**

สำหรับเศรษฐกิจของกัมพูชายังคงมีความเปราะบางสูงต่อปัจจัยกระตุ้นที่อาจเกิดขึ้นในระยะข้างหน้า จากระดับหนี้ภาคเอกชนที่อยู่ในระดับสูง และคุณภาพสินทรัพย์ของธนาคารที่แย่ลง ดังนั้น **ในภาคเศรษฐกิจที่มีอัตราการกู้ยืมสูงโดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์และภาคการค้าปลีกค้าส่ง จะมีความเสี่ยงด้านความสามารถในการชำระหนี้** (Solvency risks) **หากมีแรงกดดันจากภาวะอัตราดอกเบี้ยสูงและผลกำไรในภาคดังกล่าวลดลง** ในกรณีนี้มีความเป็นไปได้ที่จะก่อให้เกิดความเสี่ยงเชิงระบบ (Systemic risks) จนส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจและการเงินทั้งหมดของประเทศ

หากความเปราะบางและความเสี่ยงของทั้งสองประเทศเด่นชัดขึ้น อาจส่งผลกระทบต่อไทยและอาเซียนผ่านช่องทางการค้า การลงทุน และความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้ ดังนี้

1. **หากเกิดวิกฤตหนี้ใน สปป. ลาว** การค้าชายแดนและการส่งออกไฟฟ้าให้ประเทศโดยรอบ (อาทิ ไทยและเวียดนาม) จะได้รับผลกระทบ ส่งผลต่อต้นทุนการดำเนินธุรกิจได้ นอกจากนี้ นักลงทุนที่ลงทุนในสปป. ลาว โดยเฉพาะในธุรกิจโลจิสติกส์ พลังงาน และการค้าปลีกค้าส่ง อาจจำเป็นต้องลดการลงทุนเนื่องจากความไม่แน่นอนของนโยบายเศรษฐกิจและอัตราแลกเปลี่ยน

2. **หากเกิดความเสี่ยงเชิงระบบในกัมพูชา** จะนำไปสู่การหดตัวของกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เพราะหากธนาคารพาณิชย์เผชิญการผิดนัดชำระหนี้จำนวนมาก จะทำให้ขาดสภาพคล่องในระบบการเงิน จนส่งผลกระทบต่อการปล่อยสินเชื่อให้ธุรกิจอื่นๆ และอุปการบริโภคในประเทศ เหตุการณ์นี้จะทำให้ไทยและอาเซียนโดยรวมได้รับผลกระทบ เนื่องจากกัมพูชาเป็นตลาดส่งออกและแหล่งลงทุนที่สำคัญสำหรับหลายประเทศในภูมิภาค[14/]

3. **นอกจากนี้ วิกฤตใน สปป. ลาว และกัมพูชา อาจบั่นทอนความเชื่อมั่นต่ออาเซียนในฐานะภูมิภาคที่มีพลวัตและน่าลงทุน แม้ว่าผลกระทบผ่านช่องทางการค้าและการลงทุนไปยังประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคจะมีไม่มาก** เนื่องจากทั้งสองประเทศมีขนาดเศรษฐกิจค่อนข้างเล็ก และมีความเชื่อมโยงทางการเงินกับประเทศอื่นๆ ในอาเซียนจำกัด กอปรกับประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคยังมีปัจจัยภายในประเทศที่ช่วยขับเคลื่อนเศรษฐกิจท่ามกลางเสถียรภาพในระบบการเงินที่อยู่ในเกณฑ์ดี

14/ โดยสินค้าส่งออกของไทยไปยังกัมพูชาหลักๆ ได้แก่ น้ำมันสำเร็จรูป สินค้าอุปโภคบริโภค ยานพาหนะ และวัสดุก่อสร้าง

ดังนั้น หากไม่มีการแก้ปัญหาอย่างเหมาะสม เสถียรภาพที่เสมือนอยู่บนเส้นด้ายของทั้งสองประเทศอาจรอเพียงสถานการณ์และเวลาที่จะเป็นชนวน (Trigger) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจภายในประเทศให้รุนแรงกว่าเดิม แม้ว่าปัญหาดังกล่าวจะเป็นปัญหาเฉพาะภายในประเทศและอาจไม่ลุกลาม (Contagious) แต่ไทยซึ่งมีความเชื่อมโยงทางเศรษฐกิจค่อนข้างสูงกับทั้งสองประเทศ อาจเผชิญกับบทบาทที่ลดลงในฐานะศูนย์กลางของอนุภูมิภาค (Sub-region) และได้รับผลกระทบมากกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคได้ และในท้ายที่สุด ปัญหาด้านเสถียรภาพของสปป. ลาว และกัมพูชา ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่สำคัญและเต็มไปด้วยความไม่แน่นอนสูง อาจส่งผลกระทบต่อมุมมองและความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่ออาเซียน และอาจเป็นปัจจัยที่ฉุดรั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจของภูมิภาคในระยะยาวได้

แหล่งอ้างอิง

International Monetary Fund. (2023, May 22). *Lao People's Democratic Republic: 2023 Article IV Consultation Staff Report.* Retrieved from https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2023/English/1LAOEA2023001.ashx

International Monetary Fund. (2024, December 19). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2023.* doi:https://doi.org/10.5089/9798400260391.012

International Monetary Fund. (2024, January 31). *Cambodia: 2023 Article IV Consultation Staff Report.* Retrieved from https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2024/English/1KHMEA2024001.ashx

International Monetary Fund. (2024, November 8). *Lao People's Democratic Republic: 2024 Article IV Consultation Staff Report.* doi:https://doi.org/10.5089/9798400293283.002

International Monetary Fund. (2025, January 27). *Cambodia: 2024 Article IV Consultation Staff Report.* doi:https://doi.org/10.5089/9798400299711.002

Khaosan Pathet Lao (KPL). (2023, November 15). China investes more than 900 projects in Laos.

Kuik, C.-C., & Rosli, Z. (2023). Laos-China infrastructure cooperation: legitimation and the limits of host-country agency. *Journal of Contemporary East Asia Studies*, 32-58. doi:https://doi.org/10.1080/24761028.2023.2274236

World Bank. (2020). *From Landlocked to Land-Linked: Unlocking the Potential of Lao-China Rail Connectivity.* Retrieved from https://hdl.handle.net/10986/33891

World Bank. (2024, December 16). *Cambodia Economic Update, December 2024: From Recovery to Resilience: Harnessing Tourism and Trade as Drivers of Growth.* Retrieved from http://hdl.handle.net/10986/42539

World Bank. (2024, April 29). *Lao PDR Economic Growth : Accelerating Reforms for Growth - Thematic Section : Education for Growth and Development.* Retrieved from http://documents.worldbank.org/curated/en/099042724011042913

World Bank. (2024, November 7). *Lao PDR Economic Monitor: Reforms for Stability and Growth.* Retrieved from https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5c2594a0cc6846465fe3bafda50ad993-0070062024/related/LEM-October-2024-Final.pdf

ศูนย์ข้อมูลเพื่อธุรกิจไทยในลาว Business Information Center (BIC). (2021, March 1). จีนลงทุนใน 16 เขื่อนผลิตไฟฟ้า และ 79 กิจการเหมืองแร่ใน สปป. ลาว.

วิจัยกรุงศรี

ดร.พิมพ์นารา หิรัญกสิ

ผู้บริหารสายงานวิจัยและหัวหน้าทีมวิจัยเศรษฐกิจ

ทีมวิจัยเศรษฐกิจ

สุจิต ชัยวิชญชาติ

ผู้บริหารทีมวิจัยเศรษฐกิจมหภาค

วนิชา ดิเรกอุดมศักดิ์

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

จุไรลักษณ์ พลศรี

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส (พยากรณ์ตัวเลขเศรษฐกิจ)

ทรรศิน กลิ่นถนอม

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

กฤตพร ศิริใจชิงกุล

นักเศรษฐศาสตร์

ศุภสิน อิทธิพัทธ์วงศ์

นักเศรษฐศาสตร์

ทีมวิเคราะห์และพัฒนางานวิจัย

ดร.พิมพ์นารา หิรัญกสิ

รักษาการผู้บริหารทีมวิเคราะห์และพัฒนางานวิจัย

ณธัญอร รัตนาธรรมวัฒน์

นักวิจัยอาวุโส

นฤชยา สาตแฟง

นักวิจัย

ปริญญา มิ่งสกุล

นักวิจัย

ชณัฐฐา ธาระรส

นักวิจัย

ทีมบริหารระบบข้อมูลวิจัย

ธมณ เสริญสุขสกุล

เจ้าหน้าที่วิเคราะห์ข้อมูล

เชิดศักดิ์ ศรีชัยตัน

เจ้าหน้าที่วิเคราะห์ข้อมูล

วงศกร แก้วอุดทัง

เจ้าหน้าที่วิเคราะห์ข้อมูล

ทีมวิจัยอุตสาหกรรม

ธเนศ มหัทธนาลัย

ผู้บริหารทีมวิจัยอุตสาหกรรม

พูลสุข นิลกิจศรานนท์

นักวิเคราะห์อาวุโส (Healthcare, Mobile Operators)

ปิยะนุช สถาพงศ์ภักดี

นักวิเคราะห์อาวุโส (Transport & Logistics)

เทียร เทียมศักดิ์

นักวิเคราะห์อาวุโส (Energy, Petrochemicals)

ชัยวัช โชวเจริญสุข

นักวิเคราะห์อาวุโส (Agriculture)

นรินทร์ ตันไพบูลย์

นักวิเคราะห์อาวุโส (Power Generation, Modern Trade, Chemicals, Medical Devices)

พุทธชาด ลุนคำ

นักวิเคราะห์อาวุโส (Construction Contractors, Construction Materials, Hotels, Industrial Estate)

พัชรา กลิ่นชวนชื่น

นักวิเคราะห์อาวุโส (Real Estate)

ประพันธ์ ลีน้อย

นักวิเคราะห์ (ESG)

ศุภวัฒน์ โชคสวัสดิ์ไพศาล

นักวิเคราะห์ (Automobile, Electronics & Electrical Appliances)

รพีภูมิ ลาภมาก

นักวิเคราะห์ (Agriculture, Food & Beverages)