



รายงานการศึกษาส่วนบุคคล
(Individual Study)

เรื่อง แนวทางการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาล
เพื่อเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศ

จัดทำโดย นางสาวอุปมา ใจหงษ์
รหัส 9006

รายงานนี้เป็นส่วนหนึ่งของการฝึกอบรม
หลักสูตรนักบริหารการทูต รุ่นที่ 9 ปี 2560
สถาบันการต่างประเทศเทวะวงศ์วโรปการ กระทรวงการต่างประเทศ
ลิขสิทธิ์ของกระทรวงการต่างประเทศ



รายงานการศึกษาส่วนบุคคล
(Individual Study)

เรื่อง แนวทางการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาล
เพื่อเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศ

จัดทำโดย นางสาวอุปมา ใจหงษ์
รหัส 9006

หลักสูตรนักบริหารการทูต รุ่นที่ 9 ปี 2560
สถาบันการต่างประเทศเทวะวงศ์วโรปการ กระทรวงการต่างประเทศ
รายงานนี้เป็นความคิดเห็นเฉพาะบุคคลของผู้ศึกษา



เอกสารรายงานการศึกษาส่วนบุคคลนี้ อนุมัติให้เป็นส่วนหนึ่งของการฝึกอบรม
หลักสูตรนักบริหารการทูตของกระทรวงการต่างประเทศ

ลงชื่อ.....

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภัทเรศ สรโชติ)

อาจารย์ที่ปรึกษา

ลงชื่อ.....

(เอกอัครราชทูต ดร. อภิชาติ ชินวรรณโณ)

อาจารย์ที่ปรึกษา

ลงชื่อ.....

(รองศาสตราจารย์ ดร. กฤตินี ณัฏฐวุฒิสิทธิ์)

อาจารย์ที่ปรึกษา

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร

ตลาดตราสารหนี้ไทยเติบโตขึ้นอย่างมากภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจเมื่อปี 2540 โดยปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ไทยมีมูลค่าถึงร้อยละ 75 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเปรียบเทียบกับร้อยละ 12 เมื่อปี 2540 และนับเป็นแหล่งระดมทุนหลักของภาครัฐและเอกชนเช่นเดียวกับตลาดหลักทรัพย์และตลาดสินเชื่อ การเติบโตของตลาดตราสารหนี้เกิดขึ้นจากความพยายามของผู้เกี่ยวข้องทั้งหน่วยงานภาครัฐและภาคเอกชน โดยในส่วนของกระทรวงการคลังได้มีความพยายามดำเนินการในมิติต่าง ๆ ทั้งในด้านการเพิ่มอุปทานในตลาดตราสารหนี้ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ การขยายฐานนักลงทุน การสร้างสภาพคล่องในตลาดรอง และการพัฒนาระบบผู้ค้า เป็นต้น

จากความพยายามของกระทรวงการคลังและผู้เกี่ยวข้องในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ทำให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเติบโตอย่างรวดเร็วและได้รับความน่าเชื่อถือตลอดจนความสนใจจากนักลงทุนต่างประเทศมากขึ้น โดยมีนักลงทุนต่างประเทศสนใจลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่อง สัดส่วนนักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 1.22 ในปี 2546 เป็นร้อยละ 16 ในปัจจุบัน แต่เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น สัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศยังคงไม่สูงนัก การศึกษาแนวทางการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลเพื่อเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศจึงมีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนการขยายฐานนักลงทุนและการกระจายความเสี่ยงของการระดมทุน นอกจากนี้ แม้ว่าในปัจจุบันสภาพคล่องในประเทศยังอยู่ในระดับสูงด้วยการลงทุนในโครงการลงทุนใหม่ ๆ ยังชะลอตัวทำให้ความต้องการลงทุนในตราสารหนี้มากกว่าปริมาณตราสารหนี้ที่ออกขาย อย่างไรก็ตาม ภาวะดังกล่าวเป็นเหตุการณ์ที่มีความไม่แน่นอน โดยมีการคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาจะทยอยปรับขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่อง ประกอบกับมีการชะลอการใช้มาตรการ Quantitative Easing ในประเทศต่าง ๆ ซึ่งอาจจะส่งผลให้มีการเคลื่อนย้ายการลงทุนออกจากตลาดตราสารหนี้ไทยได้ ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงเป็นการเตรียมแผนรองรับหากตลาดเกิดความผันผวน ซึ่งจะช่วยให้รัฐบาลสามารถวางแผนการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลได้อย่างมีประสิทธิภาพและส่งเสริมการระดมทุนของรัฐบาลให้ยั่งยืน

จากการรวบรวมวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องจากแหล่งต่าง ๆ รวมถึงการสัมภาษณ์ผู้ค้าตราสารหนี้และนักลงทุนต่างประเทศเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศ โดยนำแนวคิดเกี่ยวกับตลาดการเงินและตลาดตราสารหนี้ และแนวคิดทฤษฎีด้านการลงทุนในต่างประเทศ ได้แก่ ทฤษฎีการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (International Capital Movement) การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย (Pure Interest Rate Expectation) ความพึงพอใจในสภาพคล่อง (Liquidity Preference) และการแบ่งตลาด (Market

Segmentation หรือ Preferred Habitat) พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนในตราสารหนี้ไทยของ นักลงทุนต่างประเทศ ได้แก่ (1) ภาวะเศรษฐกิจและการดำเนินนโยบายของรัฐบาลทั้งในประเทศและ ต่างประเทศ อันจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ ซึ่งจะส่งผลต่อ เนื่องไปยังการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน (2) อัตราผลตอบแทน โดยหากความเสี่ยงเท่ากันแล้วนักลงทุน จะเคลื่อนย้ายเงินทุนไปที่ที่มีผลตอบแทนสูงกว่า (3) สภาพคล่อง นักลงทุนจะเลือกลงทุนในสินทรัพย์ ที่สามารถแปรสภาพเป็นเงินสดได้สะดวกรวดเร็วเพื่อความคล่องตัวในการเคลื่อนย้ายเงินทุน (4) รุ่น อายุของตราสารหนี้ นักลงทุนในกลุ่มต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการ กองทุน บริษัทประกัน หรือองค์กรอื่น ๆ มีความต้องการลงทุนแตกต่างกันโดยจะให้น้ำหนักการลงทุน ในตราสารที่มีรุ่นอายุที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการดำเนินกิจการของตน (5) ดัชนีตราสารหนี้ (Bond Index) เป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่นักลงทุนต่างประเทศใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนใน ตราสารหนี้ (6) Credit Rating ควรจะต้องอยู่ในระดับที่น่าลงทุน (Investment Grade) และ (7) อัตรา แลกเปลี่ยน ความมีเสถียรภาพของค่าเงินเป็นปัจจัยสำคัญประการหนึ่งที่นักลงทุนต่างประเทศ ตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ไทย

เมื่อพิจารณาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ แล้ว การพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลเพื่อให้เป็นที่สนใจของนักลงทุนต่างประเทศสามารถดำเนินการได้ ดังนี้ (1) การให้ความสนับสนุนด้านภาษีพื้นฐานแก่นักลงทุนต่างประเทศเพื่อให้ผลตอบแทนที่แท้จริง สูงขึ้น (2) การพัฒนาเครื่องมือและตลาดเพื่อบริหารความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของค่าเงิน (3) การเผยแพร่ข่าวสารและข้อมูล รวมทั้งแผนการระดมทุนของรัฐบาลให้กับนักลงทุนอย่างทั่วถึงและ สม่าเสมอเพื่อให้ นักลงทุนวางแผนการลงทุนได้ล่วงหน้า (4) การรวบรวมข้อมูลของนักลงทุน ต่างประเทศเพื่อจัดทำกลยุทธ์การระดมทุนให้ตรงกับกลุ่มเป้าหมาย (5) การสนับสนุนการพัฒนาตลาด ตราสารหนี้และเสริมสร้างความแข็งแกร่งของตลาดตราสารหนี้ในประเทศเพื่อขยายกลุ่มผู้เล่นและเพิ่ม สภาพคล่องในตลาดรอง (6) การพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลเพื่อให้สามารถเข้าไปอยู่ในดัชนีตราสารหนี้ และ (7) การสนับสนุนความร่วมมือกับต่างประเทศ

การพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลเพื่อเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศจะเป็นประโยชน์ในการ พัฒนาตลาดตราสารหนี้ในอนาคต อย่างไรก็ตาม การดำเนินการจะต้องติดตามสถานการณ์ด้าน เศรษฐกิจการเงินอย่างใกล้ชิด เนื่องจากนักลงทุนจากต่างประเทศส่วนใหญ่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้ อย่างรวดเร็วและสามารถนำเงินกลับคืนได้ทันทีหากมีเหตุการณ์ที่สื่อเค้าถึงความไม่มั่นคง ซึ่งจะส่งผล กระทบโดยตรงต่ออัตราผลตอบแทน การลงทุนของนักลงทุนในประเทศ และต้นทุนการกู้เงินของ รัฐบาลได้ทันที ดังนั้น กระทรวงการคลังและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องจะต้องติดตามการไหลเข้าออกของ เงินทุนอย่างใกล้ชิดเพื่อไม่ให้เกิดการเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนต่างชาติเกิดผลกระทบต่อตลาด ตราสารหนี้ไทย

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาส่วนบุคคลฉบับนี้สำเร็จได้อย่างราบรื่นด้วยความสนับสนุนชี้แนะและอนุเคราะห์จากหลายท่าน ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ภัทเรศ สรโชติ อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก ที่กรุณาให้แนวทางการศึกษาวิเคราะห์ รวมถึงข้อแนะนำในเรื่องข้อมูลและประเด็นต่าง ๆ เพื่อให้การศึกษามีแนวทางและประเด็นการศึกษาที่ชัดเจนยิ่งขึ้น ขอขอบพระคุณอาจารย์ที่ปรึกษาร่วมทั้ง 2 ท่าน เอกอัครราชทูต ดร. อภิชาติ ชินวรรณโณ และรองศาสตราจารย์ ดร. กฤตินี ณัฏฐวุฒิสิทธิ์ กรุณาตั้งคำถามและชี้แนะมุมมองเพิ่มเติมเพื่อให้การศึกษามีความสมบูรณ์มากขึ้น

ผู้เขียนขอขอบพระคุณผู้บังคับบัญชา นายสุวิชัย โจรจนวานิช ผู้อำนวยการสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ และนายธีรชัย อ้วนวานิช ที่ปรึกษาด้านตลาดตราสารหนี้ ที่ให้โอกาสในการศึกษาและเพิ่มพูนความรู้และทักษะในการเข้าร่วมการอบรมในหลักสูตรนักบริหารการทูตรุ่นที่ 9 และเพื่อนร่วมงานหลายท่านที่สนับสนุนการเข้ารับการอบรม รวมถึงข้อมูลด้านวิชาการและงานราชการในสำนักงานเป็นอย่างดี

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนขอขอบพระคุณผู้บริหารและเจ้าหน้าที่สถาบันเทววงศ์วโรปการที่ให้โอกาสการเข้ารับการอบรม และให้ความช่วยเหลือผู้เข้ารับการอบรมอย่างเต็มใจตลอดระยะเวลาการศึกษา ขอขอบคุณเพื่อนร่วมหลักสูตรทุกท่านสำหรับความร่วมมือร่วมใจในการแลกเปลี่ยนความคิดเห็นและการดำเนินกิจกรรมต่าง ๆ ตั้งแต่ต้นจนจบการฝึกอบรม ซึ่งผู้เขียนหวังเป็นอย่างยิ่งว่าความรู้ทักษะผลงานการศึกษา ตลอดจนความสัมพันธ์อันดีระหว่างเพื่อนร่วมรุ่นและสถาบันจะเพิ่มพูนและยั่งยืนตลอดไป

อุปมา ใจหงษ์

สิงหาคม 2560

สารบัญ

บทสรุปสำหรับผู้บริหาร	ง
กิตติกรรมประกาศ	ฉ
สารบัญ	ช
สารบัญตาราง	ซ
สารบัญแผนภาพ	ฅ
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	4
1.3 ขอบเขตการศึกษา	4
1.4 ระเบียบวิธีการศึกษา	4
1.5 ประโยชน์ของการศึกษา	4
บทที่ 2 แนวคิดทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 แนวคิดทฤษฎี	6
2.2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	10
2.3 สรุปกรอบแนวคิด	13
บทที่ 3 ผลการศึกษา	14
3.1 การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย	14
3.2 การลงทุนในตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ	18
3.3 ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนในตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ	19
3.4 สรุปผลการศึกษา	35
บทที่ 4 บทสรุปและข้อเสนอแนะ	38
บรรณานุกรม	50
ประวัติผู้เขียน	52

สารบัญตาราง

ตารางที่ 3.1	ตัวอย่าง Regional Bond Index ที่นักลงทุนใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน	32
ตารางที่ 3.2	รายละเอียดรุ่นพันธบัตรรัฐบาลไทยที่ถูกจัดอยู่ใน GBI-EM Global Index	32
ตารางที่ 3.3	จำนวนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศ	33
ตารางที่ 3.4	อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยตั้งแต่ปี 2556-2560	34
ตารางที่ 3.5	จำนวนการถือครองตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ ตั้งแต่ปี 2556-มี.ย. 2560	36
ตารางที่ 4.1	แผนงานของคณะทำงานภายใต้มาตรการ ABMI	48

สารบัญแผนภาพ

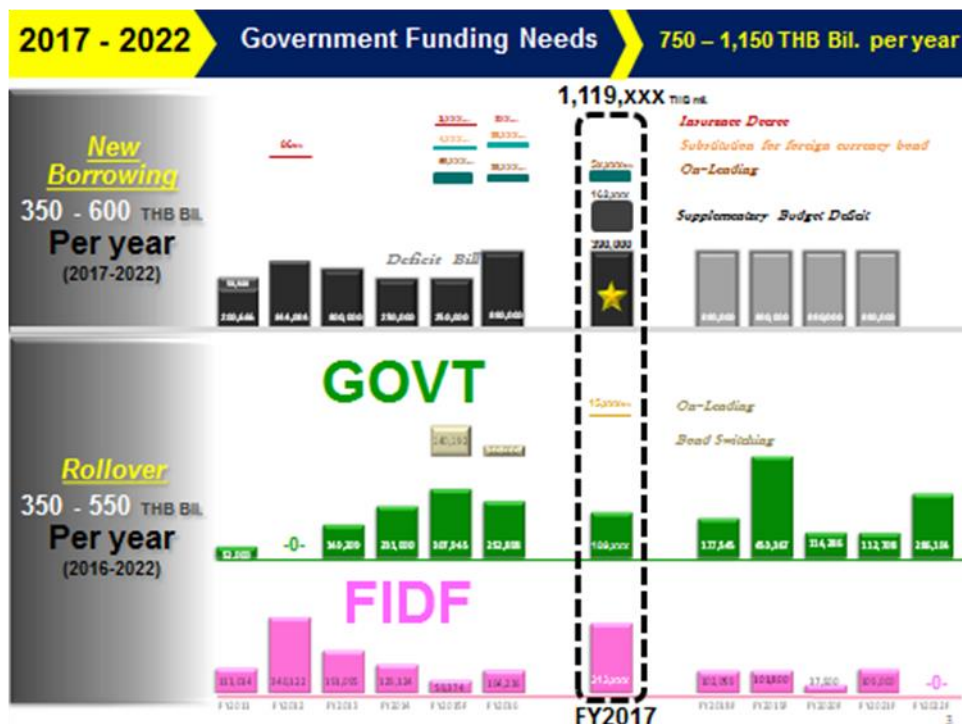
แผนภาพที่ 1.1	ประมาณการความต้องการกู้เงินของรัฐบาล	1
แผนภาพที่ 1.2	การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ไทย	2
แผนภาพที่ 1.3	สัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศในประเทศต่าง ๆ	3
แผนภาพที่ 2.1	โครงสร้างตลาดการเงิน	7
แผนภาพที่ 2.2	การถือครองตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างชาติ	13
แผนภาพที่ 3.1	เปรียบเทียบตลาดเงิน ตลาดทุน และตลาดตราสารหนี้	15
แผนภาพที่ 3.2	การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ไทย	18
แผนภาพที่ 3.3	การเพิ่มขึ้นของนักลงทุนต่างชาติที่ถือครองพันธบัตรรัฐบาล	19
แผนภาพที่ 3.4	อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 10 ปี ในประเทศต่าง ๆ	20
แผนภาพที่ 3.5	กระแสเงินทุนจากต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย	21
แผนภาพที่ 3.6	อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลในช่วงปี 2556-2560	24
แผนภาพที่ 3.7	ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ไทยในตลาดรองหรือ Liquidity ในช่วงปี 2556-2560	25
แผนภาพที่ 3.8	สัดส่วนการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลตามช่วงอายุตั้งแต่ปี 2556-2560	26
แผนภาพที่ 3.9	มูลค่าการซื้อขายในตลาดรองของประเทศต่าง ๆ	28
แผนภาพที่ 3.10	รุ่นอายุตราสารหนี้ที่นักลงทุนแต่ละประเภทลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	29
แผนภาพที่ 3.11	ประเภทของนักลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล	30
แผนภาพที่ 3.12	สัดส่วนการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศ	31
แผนภาพที่ 3.13	การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Market	35
แผนภาพที่ 4.1	อัตราภาษีเงินได้จากการลงทุนในตราสารหนี้ไทย	39
แผนภาพที่ 4.2	ธุรกรรม Interest Rate Swap	41
แผนภาพที่ 4.3	ธุรกรรม Cross Currency Swap	41
แผนภาพที่ 4.4	โครงสร้างการดำเนินงานภายใต้มาตรการ ABMI	46

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

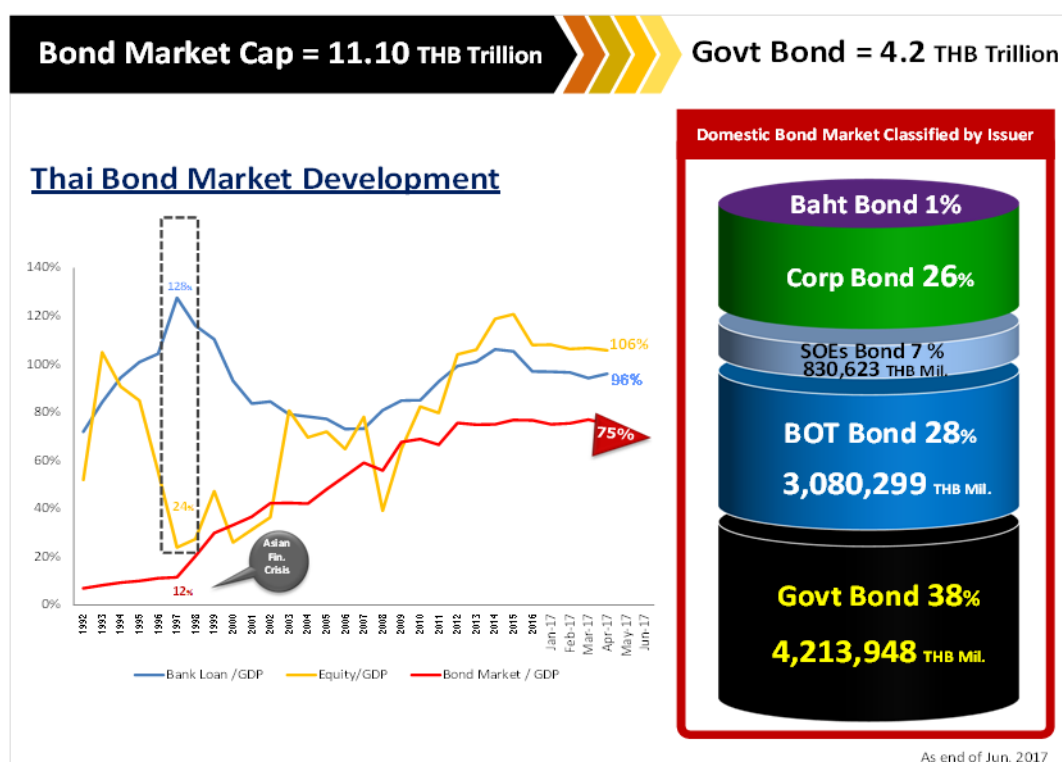
ประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการคลังแบบขาดดุลติดต่อกันเป็นเวลายาวนานตั้งแต่ปี 2550 โดยในช่วงที่ผ่านมารัฐบาลยังมีความจำเป็นต้องกู้เงินเพื่อการกระตุ้นและฟื้นฟูเศรษฐกิจในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ รวมถึงการดำเนินการพัฒนาประเทศอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ การกู้เงินของรัฐบาลในแต่ละปีตามวัตถุประสงค์ต่าง ๆ รวมกันแล้วมีจำนวนสูงถึงหนึ่งล้านล้านบาทซึ่งประกอบด้วย การกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ การกู้เงินเพื่อลงทุนโครงการโครงสร้างพื้นฐาน และการกู้เงินเพื่อเร่งปฏิรูปและพัฒนาเศรษฐกิจภายในประเทศให้สามารถแข่งขันกับนานาประเทศได้อย่างเท่าเทียมตามแผนยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปี และรวมถึงการที่รัฐบาลยังมีภาระที่จะต้องกู้เงินเพื่อบริหารจัดการหนี้โดยการกู้เงินใหม่เพื่อปรับโครงสร้างหนี้เดิม (Refinance) อีกปีละประมาณ 350,000-500,000 ล้านบาท ดังรายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 1.1



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 1.1 ประมาณการความต้องการกู้เงินของรัฐบาล

ในการจัดหาเงินกู้เพื่อการลงทุนพัฒนาประเทศในอดีตที่ผ่านมา รัฐบาลได้กู้เงินจากแหล่งเงินกู้ในต่างประเทศเป็นหลัก โดยกู้ยืมจากรัฐบาลต่างประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ และตลาดทุนต่างประเทศ ต่อมาภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี 2540 และ 2551 รัฐบาลจำเป็นต้องกู้เงินจำนวนมากเพื่อแก้ไขและฟื้นฟูระบบสถาบันการเงิน รวมถึงการกระตุ้นเศรษฐกิจและการจ้างงาน รัฐบาลจึงต้องระดมทุนจากในประเทศและได้พัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศให้เป็นแหล่งระดมทุนที่ยั่งยืนของประเทศ มีผลให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเติบโตขึ้นอย่างมากในช่วง 20 ปี จากร้อยละ 12 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) เป็นร้อยละ 75 ในปัจจุบัน ดังปรากฏตามแผนภาพที่ 1.2



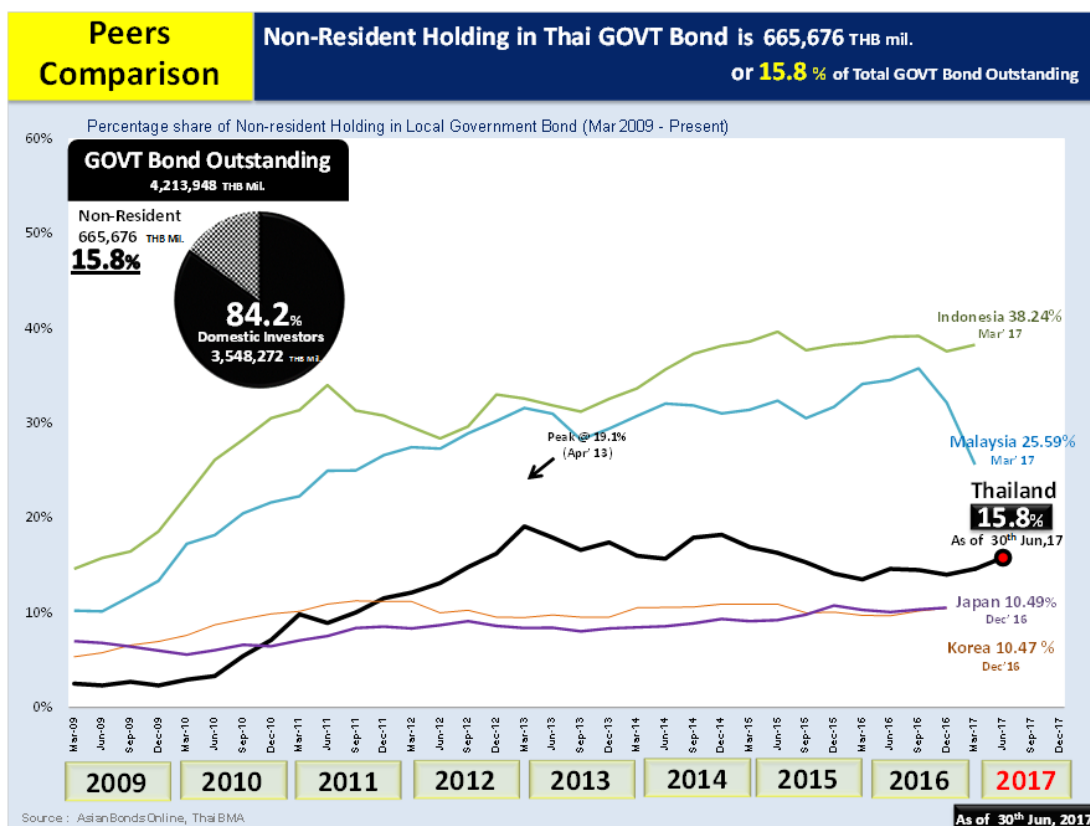
ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 1.2 การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ไทย

ปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ไทยมีขนาด (Market Capitalization) 11.10 ล้านล้านบาท โดยมีสัดส่วนของนักลงทุนต่างประเทศเท่ากับร้อยละ 6.42 อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาเฉพาะพันธบัตรรัฐบาลซึ่งมียอดคงค้าง 4.2 ล้านล้านบาท สัดส่วนของนักลงทุนต่างประเทศมีประมาณร้อยละ 15.5 และเมื่อเปรียบเทียบกับสัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศในประเทศอื่นๆ แล้วพบว่าสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศในประเทศไทยยังค่อนข้างต่ำ เช่น สัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศที่ถือพันธบัตรรัฐบาลของประเทศอินโดนีเซียอยู่ที่ร้อยละ 38.24 และของประเทศ

มาเลเซียอยู่ที่ร้อยละ 25.59 (แผนภาพที่ 1.3) สาเหตุเป็นเพราะประเทศไทยมีอัตราผลตอบแทนที่ค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่น อย่างไรก็ตาม นักลงทุนต่างประเทศยังคงสนใจลงทุนในตราสารหนี้ไทยด้วยสาเหตุความมีเสถียรภาพของเศรษฐกิจและค่าเงินบาท

ปัจจุบันด้วยสภาพคล่องของประเทศไทยยังอยู่ในระดับสูง การลงทุนในโครงการใหม่ ๆ ยังชะลอตัว ความต้องการลงทุนในตราสารหนี้จึงมากกว่าปริมาณตราสารหนี้ที่ออกขาย อย่างไรก็ตาม ภาวะดังกล่าวอาจเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วทั้งจากปัจจัยภายนอกและปัจจัยภายในประเทศ รวมถึงการที่ยังมีตราสารที่มีความมั่นคงอื่น ๆ ออกเพื่อระดมทุนในประเทศจำนวนมาก เช่น ตราสารหนี้ที่ออกโดยธนาคารแห่งประเทศไทย รัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชน ดังนั้นหากรัฐบาลสามารถเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศได้ก็จะเป็นการกระจายความเสี่ยงหากเกิดกรณีที่สภาพคล่องในประเทศลดต่ำลง ซึ่งการศึกษาแนวทางการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลเพื่อเพิ่มสัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศจะช่วยให้รัฐบาลสามารถวางแผนการระดมทุนและพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลให้มีความน่าสนใจต่อนักลงทุนต่างประเทศมากขึ้นได้ ซึ่งจะเป็นการขยายฐานนักลงทุนและส่งเสริมการระดมทุนของรัฐบาลให้มีประสิทธิภาพและมีความยั่งยืนมากขึ้น



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 1.3 สัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศในประเทศต่าง ๆ

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

- 1.2.1 เพื่อศึกษาปัจจัยที่นักลงทุนต่างประเทศใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศ
- 1.2.2 เพื่อกำหนดทิศทางและแนวทางการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลให้เป็นที่สนใจของนักลงทุนต่างประเทศ และดึงดูดให้นักลงทุนต่างประเทศมาลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยมากขึ้น
- 1.2.3 เพื่อจัดทำแผนการระดมทุนในเชิงรุกของรัฐบาล
- 1.2.4 เพื่อสนับสนุนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยให้มีความแข็งแกร่ง และเป็นแหล่งระดมทุนที่ยั่งยืนแม้ในช่วงวิกฤติ

1.3 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาจะครอบคลุมถึงข้อมูลการถือครองตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างประเทศ การเปลี่ยนแปลงของตัวแปรต่าง ๆ เช่น อัตราผลตอบแทน (Yield) สภาพคล่องของพันธบัตร (Liquidity) อายุคงเหลือ (Time to Maturity) ดัชนีตราสารหนี้ (Bond Index) อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate) อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) และอัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate) เพื่อนำมาใช้เป็นข้อมูลประกอบการวิเคราะห์ปัจจัยที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาล โดยการศึกษาข้อมูลที่เผยแพร่จากหน่วยงานที่เกี่ยวข้องด้านตราสารหนี้ทั้งในประเทศและต่างประเทศ และจากการสัมภาษณ์ผู้ค้าตราสารหนี้หรือนักลงทุนต่างประเทศ โดยข้อมูลที่ใช้ทำการศึกษาจะอยู่ภายในช่วงระยะเวลา 3-5 ปี

1.4 ระเบียบวิธีการศึกษา

การศึกษาจะเป็นการศึกษาเชิงคุณภาพ (Qualitative Data) และเชิงปริมาณ (Quantitative Data) โดยรวบรวมข้อมูลต่าง ๆ ที่เผยแพร่บนเว็บไซต์และเอกสารของธนาคารแห่งประเทศไทย กระทรวงการคลัง สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย และหน่วยงานต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจะประกอบไปด้วย ข้อมูลด้านตราสารหนี้และข้อมูลเศรษฐกิจอื่น ๆ รวมถึงการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลจากสื่อต่าง ๆ การสัมภาษณ์ และปาฐกถาของผู้เกี่ยวข้อง และนำข้อมูลที่ได้รวบรวมทั้งหมดมาใช้ประกอบการวิเคราะห์และประมวลผลถึงปัจจัยที่นักลงทุนต่างประเทศใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาล

1.5 ประโยชน์ของการศึกษา

การศึกษาดังกล่าวจะทำให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการวางแผนระดมทุนและพัฒนาตลาดตราสารหนี้มีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับพฤติกรรมการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุน

ต่างประเทศและวิธีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อไปลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อให้ผู้เกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลไปใช้ในการพิจารณากำหนดกลยุทธ์การระดมทุน และแนวทางการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ เพื่อให้สามารถดึงดูดและสอดคล้องกับความต้องการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศได้อย่างเหมาะสม ซึ่งจะช่วยส่งเสริมความสามารถในการกู้เงินของทั้งรัฐบาลและเอกชนให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น สามารถระดมทุนได้ในสภาวะที่ตลาดการเงินในประเทศขาดสภาพคล่อง ช่วยขยายฐานนักลงทุนให้มีจำนวนมากราย สร้างความมั่นคงและยั่งยืนของตลาดตราสารหนี้ในประเทศ นอกจากนี้ ยังเป็นการเพิ่มพูนความรู้ความเข้าใจให้กับนักลงทุนและบุคคลทั่วไปให้สามารถเข้าใจถึงวิธีการพิจารณาตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศผู้ซึ่งมีความเชี่ยวชาญในการเคลื่อนย้ายเงินทุน สามารถนำวิธีการพิจารณาตัดสินใจลงทุนดังกล่าวมาประยุกต์ใช้ในการวางแผนการลงทุนของตนเองได้อีกด้วย

บทที่ 2

แนวคิดทฤษฎีและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การตัดสินใจลงทุนในต่างประเทศของนักลงทุนประกอบด้วยปัจจัยหลายประการ ไม่ว่าจะเป็นปัจจัยด้านเศรษฐกิจ การเงิน ความมีเสถียรภาพทางการเมือง และปัจจัยอื่น ๆ ในบทที่ 2 จะกล่าวถึงแนวคิดทฤษฎีที่ใช้อธิบายพฤติกรรมการลงทุนในต่างประเทศของนักลงทุนจากต่างประเทศโดยแบ่งเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ แนวคิดเกี่ยวกับตลาดการเงินและแนวคิดเกี่ยวกับการลงทุน จากนั้นจะนำเสนอผลงานการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับพฤติกรรมของนักลงทุนต่างประเทศ เพื่อสรุปกรอบแนวคิดที่จะนำมาอธิบายการศึกษาในครั้งนี้

2.1 แนวคิดทฤษฎี

แนวคิดทฤษฎีที่จะนำมาประกอบการวิเคราะห์แบ่งออกได้เป็น 2 กลุ่ม ได้แก่

2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับตลาดการเงินและตลาดตราสารหนี้

สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย¹ กล่าวถึงตลาดการเงินว่า ตลาดการเงินมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อระบบเศรษฐกิจ กล่าวคือ เป็นช่องทางการส่งผ่านเงินทุนระหว่างผู้ที่มีเงินทุนเหลือ (ผู้มีเงินออม) กับผู้ต้องการเงินทุนที่จะนำเงินทุนเหล่านั้นไปประกอบกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่าง ๆ

ธนาคารแห่งประเทศไทย² ได้แบ่งตลาดการเงินออกเป็น ตลาดเงิน ตลาดทุน ตลาดเงินตราต่างประเทศ และตลาดอนุพันธ์ โดยตลาดเงินเป็นตลาดสำหรับการกู้ยืมและการลงทุนระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี ในขณะที่ตลาดทุนเป็นแหล่งการระดมทุนและการลงทุนระยะยาวกว่า 1 ปี ซึ่งสามารถแบ่งได้ตามประเภทของตราสารหรือสิทธิที่ผู้ลงทุนได้รับ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นช่องทางการระดมทุนของภาคธุรกิจผ่านการออกจำหน่ายหุ้นสามัญ โดยผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของ และตลาดตราสารหนี้ ซึ่งผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ โดยตราสารที่ใช้ซื้อขายแลกเปลี่ยนมีทั้งพันธบัตรที่ภาครัฐเป็นผู้ออกและหุ้นกู้ที่ภาคเอกชนเป็นผู้ออก ส่วนตลาดเงินตราต่างประเทศเป็นแหล่งซื้อขายแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศสกุลต่าง ๆ เพื่อการค้าและการลงทุนระหว่างประเทศ และตลาดอนุพันธ์เป็นตลาดสำหรับซื้อขายตราสารทางการเงินที่ราคาขึ้นกับสินทรัพย์อ้างอิง ประเภทของตลาดการเงินแสดงตามแผนภาพที่ 2.1

¹ http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba_knowledge_ed1.pdf

² <https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/ThaiFinancialMarketStructure/Pages/default.aspx>



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

แผนภาพที่ 2.1 โครงสร้างตลาดการเงิน

จรุงพร หุ่นศิริ (2560) อดีตผู้จัดการของชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยในปัจจุบัน) กล่าวถึงการเติบโตของตลาดตราสารหนี้ว่า การซื้อขายตราสารหนี้ในประเทศไทยเกิดขึ้นมานานก่อนการก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์ แต่มีการออกตราสารหนี้และซื้อขายกันน้อยมาก เนื่องจากภาคธุรกิจมุ่งระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นทางเลือกรองจากการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์มากกว่าการออกตราสารหนี้ โดยในช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจปี 2540 การซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ไทยก็ยังไม่คึกคักด้วยรัฐบาลมีสถานะการคลังเกินดุลจึงยังไม่มีความต้องการออกพันธบัตร ภาคเอกชนก็ยังไม่นิยมออกตราสารหนี้ จนกระทั่งเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ภาคธนาคารพาณิชย์ประสบปัญหาอย่างไม่ฟื้นตัว ตลาดหุ้นปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง จึงเป็นโอกาสให้ตลาดตราสารหนี้เข้ามามีบทบาทมากขึ้นในการเป็นแหล่งระดมทุนให้กับภาคธุรกิจและพยุงและเศรษฐกิจให้ขับเคลื่อนต่อไปได้ ในช่วงเวลาดังกล่าวกระทรวงการคลังและธนาคารแห่งประเทศไทยเริ่มออกตราสารหนี้มากขึ้นเพื่อนำเงินมาแก้ปัญหาเศรษฐกิจ ตลาดตราสารหนี้ไทยจึงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง จนปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ไทยมีขนาดใหญ่ใกล้เคียงกับตลาดหุ้นและเป็นรองจากขนาดของตลาดสินเชื่อธนาคารพาณิชย์เพียงเล็กน้อย

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้ลงเรื่องดังกล่าวใน Website ของสมาคมเมื่อวันที่ 7 กรกฎาคม 2560³ ว่า บทเรียนที่สำคัญอย่างหนึ่งที่ได้รับจากวิกฤติต้มยำกุ้ง คือ 3 เสาหลักทางการเงิน คือ ตลาดสินเชื่อ ตลาดหุ้น และตลาดตราสารหนี้ควรมีความสมดุลกัน หากไม่มีความสมดุลแล้วเมื่อเสาใดเสาหนึ่งล้มลง เศรษฐกิจไทยก็ล้มครืนลงได้

³ www.thaibma.or.th

2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับการลงทุน

2.1.2.1 การเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ (International Capital Movement)

เมริกา เทพบรรหาร (2555) ได้ประมาณค่าความผันผวนสำหรับอัตราผลตอบแทนของสัญญาฟิวเจอร์สที่อ้างอิงกับดัชนี 50 โดยใช้แบบจำลอง GARCH-X และกล่าวถึงการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศว่า เงินทุนจะเคลื่อนย้ายจากประเทศหนึ่งซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำไปสู่อีกประเทศหนึ่งซึ่งให้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ซึ่งจะทำให้ผลตอบแทนของเงินทุนหน่วยสุดท้ายที่เพิ่มในประเทศที่เงินทุนไหลเข้ามีอัตราการเพิ่มที่ลดลงตามกฎ Law of Diminishing Return ขณะที่ผลตอบแทนของเงินทุนหน่วยสุดท้ายที่เหลืออยู่ในประเทศที่เงินทุนไหลออกจะมีอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นจนในที่สุดผลตอบแทนของทั้ง 2 ประเทศจะเท่ากัน จึงเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนในลักษณะการลงทุนโดยตรงจะเป็นสิ่งจูงใจให้ประเทศที่มีเงินทุนไปลงทุนในต่างประเทศในขณะเดียวกันอัตราดอกเบี้ยก็จะเป็นตัวกำหนดความต้องการกู้ยืมของประเทศที่ต้องการเงินทุน ทำให้เห็นได้ว่า อัตราผลตอบแทนจะเป็นตัวกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุน ในกรณีการกู้ยืมเงินระหว่างประเทศ การตัดสินใจให้กู้ยืมของผู้ให้กู้ นอกจากจะต้องพิจารณาในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว จะต้องพิจารณาอัตราดอกเบี้ยในอนาคตและปัจจัยอื่น ๆ ของประเทศที่รับการลงทุนด้วย ซึ่งปัจจัยนั้น ได้แก่ (1) สภาพคล่อง (Liquidity) ของประเทศที่รับการลงทุน (2) อัตราผลตอบแทน (Rate of Return) ที่คาดว่าจะได้รับการลงทุนในโครงการต่าง ๆ (3) นโยบายของรัฐบาล เช่น นโยบายด้านภาษีอากร (4) นโยบายในการส่งเสริมการลงทุน (5) ความสัมพันธ์ระหว่างผลผลิตและความสามารถในการผลิต และ (6) ปัจจัยอื่น ๆ ที่เป็นตัวกำหนดการตัดสินใจเข้ามาลงทุนของชาวต่างชาติ ได้แก่ ความมีเสถียรภาพของนโยบายเศรษฐกิจ สังคมและการเมือง ทั้งในอดีต ปัจจุบันและแนวโน้มในอนาคตของประเทศที่จะเข้าไปลงทุนนโยบายและกฎเกณฑ์ว่าด้วยการเข้ามาลงทุนของชาวต่างชาติ ปริมาณและคุณภาพบริการขั้นพื้นฐาน (Infrastructure) สถานการณ์และสิ่งอำนวยความสะดวกในด้านการเงินระหว่างประเทศ อาทิ ภาวะเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ย จำนวนธนาคารท้องถิ่น สาขาของธนาคารต่างประเทศ การปริวรรตเงินตราต่างประเทศ เสถียรภาพค่าเงินเสถียรภาพทางการเมือง และระดับการพัฒนาทางด้านเทคโนโลยีของประเทศผู้รับการลงทุนด้วย

2.1.2.2 การคาดการณ์อัตราดอกเบี้ย (Pure Interest Rate Expectation)

ทฤษฎี Pure Interest Rate Expectation theory อธิบายว่าผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาว (Long-term Bond Yield) เกิดจากค่าเฉลี่ยของคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต (Expected Future Short-term Interest Rate) กล่าวคือ พันธบัตรอายุ 2 ปีจะมีอัตราผลตอบแทนเท่ากับการลงทุนในพันธบัตรอายุ 1 ปี 2 รอบ ซึ่งทำให้ผู้เกี่ยวข้อง

สามารถทราบมุมมองของตลาด ว่าคาดการณ์อัตราผลตอบแทนระยะ 1 ปี (ในอนาคต) ไว้อย่างไร เช่น ปัจจุบันพันธบัตรอายุ 1 ปี และ 2 ปีมีอัตราผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 1 และ 2 ตามลำดับ แสดงว่า นักลงทุนคาดการณ์ว่าในปีหน้าพันธบัตรอายุ 1 ปีจะมีผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 3 ($2 = (1+3) / 2$) การเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยระยะยาวจึงควรเคลื่อนไหวไปในทางเดียวกับอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น หรืออัตราผลตอบแทนระยะยาวเป็นค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนระยะสั้นในอนาคตที่คาดการณ์จากปัจจุบัน

2.1.2.3 ความพึงพอใจในสภาพคล่อง (Liquidity Preference)

ทฤษฎีความพึงพอใจในสภาพคล่องของ John Maynard Keynes อธิบายว่า อัตราดอกเบี้ยดุลยภาพในตลาดถูกกำหนดจากความต้องการถือเงินกับอุปทานของเงิน โดยความต้องการถือเงินหรืออุปสงค์ของเงินแบ่งได้เป็น 3 ประเภท ตามเหตุจูงใจหรือวัตถุประสงค์ ประเภทที่ 1 คือ อุปสงค์ของเงินเพื่อใช้จ่ายใช้สอย (Transaction Demand for Money) ประเภทที่ 2 คืออุปสงค์ของเงินเพื่อใช้จ่ายฉุกเฉิน (Precautionary Demand for Money) ปัจจัยที่มีผลต่ออุปสงค์ของเงินเพื่อใช้จ่ายใช้สอยและเพื่อใช้จ่ายฉุกเฉินขึ้นอยู่กับรายได้ โดยเป็นความสัมพันธ์ในทางเดียวกัน แต่จะมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือถ้าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรสูง การถือเงินไว้ใช้จ่ายฉุกเฉินมากก็จะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนจากพันธบัตรมาก และอุปสงค์ประเภทที่ 3 คือ อุปสงค์ของการถือเงินเพื่อเก็งกำไร (Speculative Demand for Money) เคนส์ เห็นว่า อุปสงค์ของการถือเงินเพื่อเก็งกำไรเป็นผลมาจากความไม่แน่นอนของผลตอบแทนของการลงทุนในพันธบัตร ซึ่งขึ้นอยู่กับความไม่แน่นอนของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ถ้ามีการคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้น (ราคาพันธบัตรต่ำลง) ผู้ถือก็จะขาดทุนจากการลงทุนในพันธบัตร (Capital Loss) แรงจูงใจที่จะถือพันธบัตรไว้เพื่อรับดอกเบี้ยจะต่ำ จึงเลือกที่จะถือเงินไว้แทน หากคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะต่ำลง (ราคาพันธบัตรสูงขึ้น) คนจะลดการถือเงินและซื้อพันธบัตรแทน ดังนั้น อุปสงค์การถือเงินเพื่อเก็งกำไรจึงมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยในทางตรงกันข้าม ทฤษฎีนี้พัฒนาจาก Expectation Theory เรียกอีกอย่างหนึ่งว่า ทฤษฎีส่วนเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium Theory) กล่าวคือ นักลงทุนมักจะยินดีให้กู้ระยะสั้นมากกว่าระยะยาว เนื่องจากกังวลเรื่องความไม่แน่นอนหรือความเสี่ยงในด้านต่าง ๆ ดังนั้น ผู้กู้จึงควรให้ส่วนเพิ่มของอัตราผลตอบแทน (Risk Premium) แก่ผู้ลงทุนเพื่อชดเชยความเสี่ยง หรืออีกนัยหนึ่งคือ ผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ระยะยาวควรจะมีมากกว่าผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ระยะสั้น ซึ่งหากปัจจัยอื่น ๆ ไม่แตกต่างกันแล้ว นักลงทุนจะต้องการถือเงินสดหรือตราสารที่มีสภาพคล่องสูง

2.1.2.4 การแบ่งตลาด (Market Segmentation หรือ Preferred Habitat)

ทฤษฎีนี้กล่าวว่า นักลงทุนจะพยายามบริหารสินทรัพย์และหนี้สินให้สอดคล้องกันตลอดเวลา โดยจะเลือกลงทุนในช่วงอายุของตราสารที่สอดคล้องกับภาระของผู้ลงทุน (Assets–Liabilities Matching) กล่าวคือ หากนักลงทุนทราบกำหนดการชำระหนี้หรือเวลาที่ต้องใช้เงินสดที่แน่นอน ก็จะลงทุนในสินทรัพย์ที่มีระยะเวลาใกล้เคียงกับระยะเวลาที่จะใช้เงิน ซึ่งจะ เป็นพฤติกรรมที่สามารถแบ่งแยกกลุ่มนักลงทุนแต่ละประเภทได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม ทฤษฎี Market Segmentation จะแตกต่างกับทฤษฎี Preferred Habitat ที่นักลงทุนแต่ละประเภทจะยึดติดกับช่วงอายุของตราสาร ผู้ที่ลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวก็จะลงทุนแต่เฉพาะตราสารหนี้ระยะยาว และจะไม่ลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้น และในทำนองเดียวกันผู้ที่ลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นก็จะไม่ลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว ในขณะที่ทฤษฎี Preferred Habitat กล่าวว่า ผู้ลงทุนสามารถลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นหรือระยะยาวทดแทนกันได้ หากได้รับอัตราผลตอบแทนที่มากกว่าหรือมีความเสี่ยงที่น้อยกว่าในเชิงเปรียบเทียบระหว่างตราสารหนี้ระยะสั้นและตราสารหนี้ระยะยาว กล่าวคือ เช่น นักลงทุนบางกลุ่มอาจมองว่าอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ระยะยาวให้อัตราผลตอบแทนที่สูงและคุ้มค่าเมื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในอนาคต นักลงทุนกลุ่มนั้นก็มีความต้องการซื้อตราสารหนี้ระยะยาว แต่ถ้าตราสารหนี้ระยะยาวมีอัตราผลตอบแทนสูงแต่ไม่คุ้มค่ากับความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต นักลงทุนกลุ่มดังกล่าวก็จะไม่ลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวแต่ลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นแทน

2.2 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

พีรพล อีระตันติกุล และบัณฑิต ชัยวิชญชาติ (2553) ได้จัดทำงานวิจัยเรื่อง ความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Volatility of Foreign Portfolio Investment in Thailand) โดยศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดนโยบายการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์ไทยและสาเหตุของความผันผวนของการลงทุนดังกล่าว โดยใช้แบบจำลอง GARCH–M ซึ่งเป็นระบบสมการต่อเนื่อง และการประมาณค่าด้วย Maximum Likelihood Estimator โดยใช้ข้อมูลรายเดือน ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2551 จากการวิจัยสรุปได้ว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ อัตราแลกเปลี่ยน ระดับราคาน้ำมัน และความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งปัจจัยหนึ่งที่สำคัญคือความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองส่งผลกระทบต่อการลงทุนจากต่างชาติในไทยในทางลบ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระดับราคาน้ำมัน และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศกับต่างประเทศมีความสัมพันธ์กับการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในทางบวก โดยที่ส่วน

ต่างระหว่างความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ดัชนีราคาผู้บริโภค และอัตราส่วนราคาปิดต่อกำไรสุทธิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้เป็นปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับการวิเคราะห์สาเหตุของความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกล่าวได้ว่า ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองส่งผลต่อความเชื่อมั่นในการลงทุนของนักลงทุนจากต่างชาติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับพฤติกรรมของนักลงทุนจากต่างชาติที่เป็นแบบเก็งกำไรในระยะสั้น ซึ่งสะท้อนจากปัจจัยที่นักลงทุนต่างชาติเลือกพิจารณาการลงทุนนั้นส่วนใหญ่จะเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับได้ในทางตรง ในขณะที่กลุ่มตัวแปรที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับได้ในทางอ้อมไม่มีผลต่อการเลือกลงทุนของนักลงทุนต่างชาติจากพฤติกรรมดังกล่าว ทำให้การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติมีความผันผวนอยู่ตลอดเวลา ซึ่งพฤติกรรมของนักลงทุนเป็นสิ่งที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้และการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองในประเทศไทยก็เป็นสิ่งที่ป้องกันให้เกิดขึ้นไม่ได้ดังนั้น การลดการพึ่งพิงเงินทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์ไทยที่มีลักษณะเป็นเงินร้อน (Hot Money Flows) จะทำให้การเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของไทยเป็นไปได้อย่างราบรื่นโดยไม่ต้องรับความเสี่ยงในเรื่องของความผันผวนของเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์และเลือกพึ่งพิงเงินทุนที่มีความผันผวนน้อยกว่า เช่น เงินลงทุนทางตรง เป็นต้นในส่วน of นักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนสถาบันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถรับรู้ถึงความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับได้ดีขึ้น ทำให้สามารถกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ ได้อย่างเหมาะสม และจากที่ทราบว่าปัจจัยใดบ้างที่มีอิทธิพลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนต่างชาติทำให้ผู้ลงทุนสามารถคาดการณ์ในราคาหลักทรัพย์ที่จะเปลี่ยนแปลงไปจากปัจจัยต่าง ๆ ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างโอกาสในการทำกำไรจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้มากขึ้น อีกทั้งผู้ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังสามารถเลือกช่วงเวลาในการระดมทุนที่เหมาะสมขึ้นได้

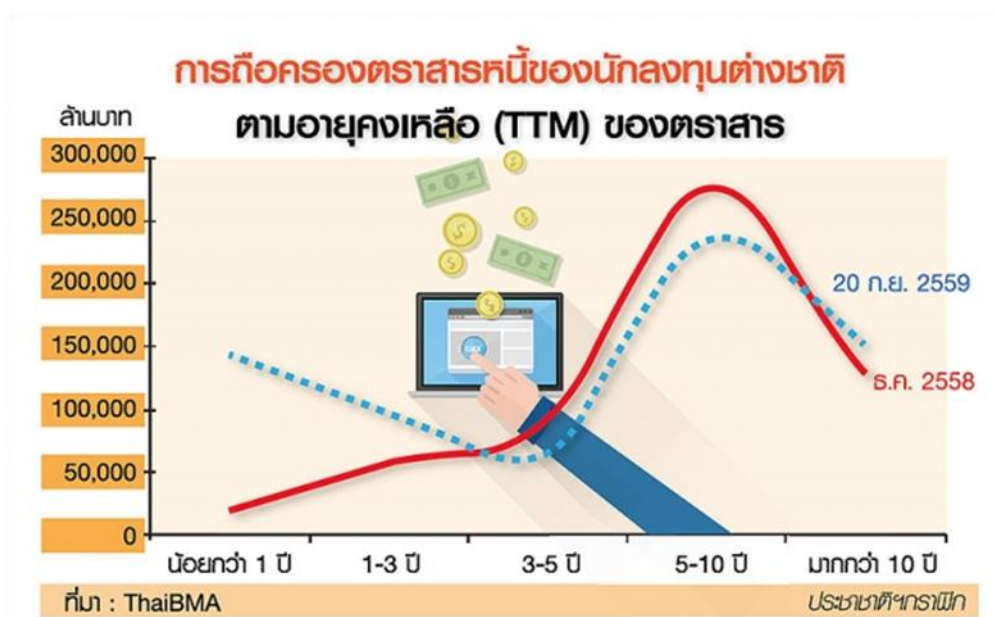
ชลิตา แท่งเพชร และอวิกา พุทธานุภาพ (2558) ศึกษาบทบาทของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารหนี้กับความท้าทายข้างหน้า โดยวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของตลาดการเงินไทย โครงสร้างตลาดตราสารหนี้ทั้งในด้านขนาด สภาพคล่อง และผู้ลงทุน และพฤติกรรมของนักลงทุนต่างชาติในส่วนที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ใช้ในการตัดสินใจลงทุน ผลลัพธ์ที่นักนักลงทุนต่างชาติลงทุนสรุปได้ว่า ตลาดตราสารหนี้ไทยเติบโตอย่างต่อเนื่องและมีขนาดตลาดใกล้เคียงกับสิงคโปร์และฮ่องกง ส่วนสภาพคล่องมีระดับใกล้เคียงกับสิงคโปร์และมาเลเซีย แต่ยังมีผู้ลงทุนในตลาดนี้ยังไม่ค่อยหลากหลายโดยกระจุกตัวในกลุ่มสถาบันการเงินสูง นักลงทุนต่างชาติมีบทบาทในตลาดตราสารหนี้ไทยเพิ่มขึ้นเป็นลำดับ ค่าผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (risk-adjusted return) ของตราสารหนี้ไทยอยู่ใน

ระดับกลาง ๆ ค่อนข้างต่ำ สอดคล้องกับระดับเงินทุนไหลเข้าตลาดตราสารหนี้ไทยที่มีปริมาณน้อยกว่าประเทศอื่น ๆ ในภูมิภาค อย่างไรก็ตาม นักลงทุนต่างชาติมีพฤติกรรมถือครองตราสารหนี้ระยะยาวเป็นหลัก และยังมีสัดส่วนการถือครองต่อตราสารหนี้ทั้งหมดไม่สูงนัก ทำให้ความเสี่ยงจากการไหลเข้าออกฉับพลันของนักลงทุนต่างชาติมีไม่มาก จากการศึกษาพบว่าปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนให้ความสำคัญอันดับแรก คือ ระดับการพัฒนาทางเศรษฐกิจ ซึ่งเป็นความท้าทายสำคัญของการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อดึงดูดนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างชาติในช่วงที่การระดมทุนทางเศรษฐกิจของไทยอยู่ในระดับต่ำในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม มองมุมกลับถือว่าเป็นโอกาสที่จะส่งเสริมความรู้ทางการเงินให้แก่การลงทุนในประเทศรายย่อยให้หันมาลงทุนในตลาดตราสารหนี้มากขึ้น เพื่อเป็นแหล่งรายได้ประจำที่แน่นอน มั่นคงปลอดภัย กระจายความเสี่ยง รวมทั้งสามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้ โดยเฉพาะเป็นการหาผลตอบแทนที่ดีในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากอยู่ในระดับต่ำ เป็นการสร้างวินัยการออมการลงทุนในระยะยาวขณะเดียวกันจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืมของผู้ออกตราสารหนี้ต่ำลงเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้กู้ยืมไปพร้อม ๆ กัน

ศิรินารถ อมรธรรม และพัชร ภัชชานันท์⁴ กล่าวว่า การทดสอบทางสถิติจะพบว่ามูลค่าการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในระดับต่ำ (ข้อมูลตั้งแต่ปี 2551 ค่าสหสัมพันธ์เพียง 0.07-0.1 กับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 2 ปี และ 10 ปี) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนในตลาดก็ยังให้ความสนใจติดตามข้อมูลการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศอย่างสม่ำเสมอ โดยปีที่ผ่านมานักลงทุนต่างชาติถือครองตราสารหนี้ไทยลงทั้งสิ้น 110,130 ล้านบาท ส่วนใหญ่กว่าร้อยละ 80 เป็นการลดลงในตราสารหนี้ระยะสั้น โดยจะถือไว้จนกว่าตราสารจะหมดอายุและไถ่ถอนคืนที่ราคาพาร์ ซึ่งจะไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในตลาด ส่วนอีกร้อยละ 20 เป็นการลดลงในตราสารหนี้ระยะยาวส่งผลให้ ณ ปลายปี 2558 ยอดการถือครองสุทธิของนักลงทุนต่างชาติทั้งหมดอยู่ที่ 568,227 ล้านบาท โดยร้อยละ 97 ของมูลค่าการถือครองทั้งหมดเป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยกระทรวงการคลัง และอีกร้อยละ 3 เป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) สำหรับตราสารหนี้ที่ออกโดยกระทรวงการคลัง ร้อยละ 96 เป็นการถือครองในพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว และร้อยละ 1 เป็นการถือครองในตั๋วเงินคลัง ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น ส่วนตราสารหนี้ที่ออกโดยธนาคารแห่งประเทศไทย มีการถือครองในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกันระหว่างตั๋วเงิน ธปท. ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น และพันธบัตร ธปท. ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะยาวส่วนปีนั้นจนถึงวันที่ 20 กันยายน 2559 นักลงทุนต่างชาติเข้าซื้อตราสารหนี้ไทยเพิ่มขึ้นถึง 123,412 ล้านบาท เป็นการซื้อสุทธิตราสารหนี้ระยะสั้น 76,848 ล้านบาท (ร้อยละ 62 ของเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น) และตราสารหนี้ระยะยาว 46,564 ล้านบาท (ร้อยละ 38) เงินลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตราสารหนี้ไทยจึงเพิ่มขึ้นเป็น 691,430 ล้านบาท โดยสัดส่วนการถือครองตราสารหนี้

⁴หนังสือพิมพ์ประชาชาติธุรกิจ ฉบับ Online วันที่ 11 กรกฎาคม 2560

มีการเปลี่ยนแปลงไป คือ ตราสารหนี้ที่ออกโดยกระทรวงการคลังมีสัดส่วนลดลงที่ร้อยละ 84 เป็นพันธบัตรรัฐบาล ร้อยละ 79 และตัวเงินคลัง ร้อยละ 5 ส่วนตราสารหนี้ที่ออกโดย ธปท. มีสัดส่วนเพิ่มขึ้นที่ร้อยละ 16 ส่วนใหญ่กว่าร้อยละ 15 เป็นตัวเงิน ธปท. และเพียงร้อยละ 1 เป็นพันธบัตร ธปท. จากข้อมูลที่ผ่านมาพบว่า การถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างชาติถือว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว ในช่วงระหว่าง 483,775–600,223 ล้านบาทต่อเดือน หรือเฉลี่ยที่ 557,426 ล้านบาทต่อเดือน นับตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นมา ในขณะที่การถือครองตัวเงิน ธปท. ค่อนข้างจะมีความผันผวนต่อปัจจัยต่าง ๆ มากกว่า โดยมูลค่าการลงทุนต่ำสุดและสูงสุด คือ 9,037–205,255 ล้านบาทต่อเดือน หรือเฉลี่ยที่ 84,769 ล้านบาทต่อเดือนในช่วงเวลาเดียวกัน



แผนภาพที่ 2.2 การถือครองตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างชาติ

2.3 สรุปกรอบแนวคิด

ในการศึกษาจะนำทฤษฎีที่กล่าวในข้างต้นใช้วิเคราะห์ประกอบกับข้อมูลการศึกษาปัจจัยที่คาดว่าจะมีผลต่อการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในพันธบัตรของนักลงทุนต่างประเทศ นักลงทุนต่างชาติจะลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดและมีความเสี่ยงในระดับที่ยอมรับได้ โดยปัจจัยที่ต้องคำนึงถึง ได้แก่ ผลตอบแทนจะได้รับ อายุคงเหลือ สภาพคล่องในตลาดรอง และอันดับความน่าเชื่อถือของสินทรัพย์ เป็นต้น รวมถึงอัตราภาษีและอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นอุปสรรคในการเคลื่อนย้ายเงินข้ามประเทศของนักลงทุน นอกจากนี้ การบริหารจัดการพอร์ตการลงทุนของตน (Investment Portfolio) ให้เหมาะสมและสอดคล้องกับกระแสเงินทุน (Cash Flow) ยังเป็นปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ

บทที่ 3

ผลการศึกษา

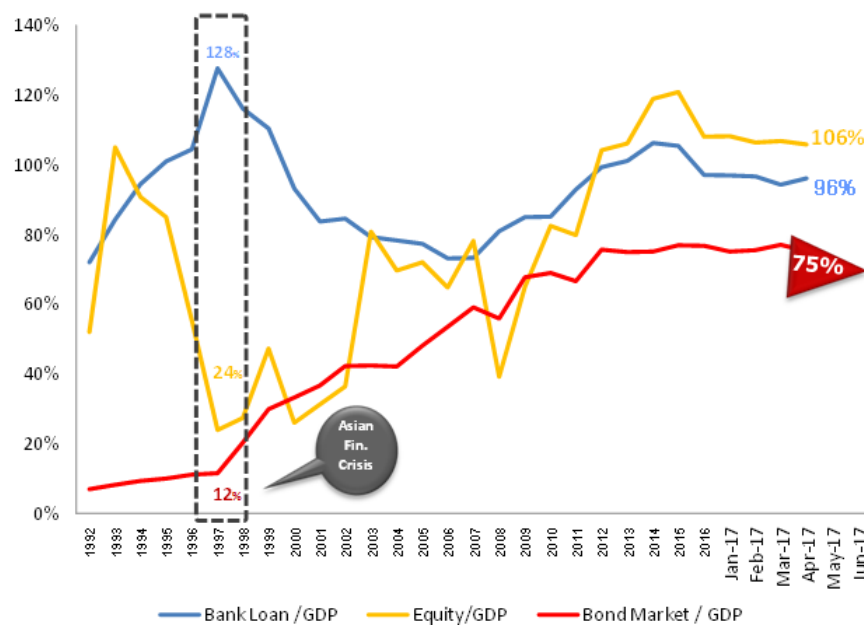
บทที่ 3 จะกล่าวถึงผลจากการศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้อง โดยจะอธิบายถึงการเติบโตของตลาดตราสารหนี้ไทย กลยุทธ์การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยในการเป็นแหล่งระดมทุนหลักของรัฐบาล การขยายตัวของนักลงทุน สัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศในประเทศไทย และปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนจากต่างประเทศ

3.1 การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย

ก่อนที่ประเทศไทยเผชิญกับวิกฤติทางการเงินปี 2540 ตลาดตราสารหนี้ไทยในขณะนั้นมีขนาดเล็กมากเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดสินเชื่อ (Loan Market) และตลาดหุ้น (Equity Market) การกู้เงินของรัฐบาลส่วนใหญ่มาจากการกู้เงินจากแหล่งต่างประเทศเป็นหลัก ไม่ว่าจะเป็นแหล่งทางการ เช่น รัฐบาลต่างประเทศ สถาบันการเงินระหว่างประเทศ สถาบันการเงินต่างประเทศ หรือการออกตราสารหนี้ในตลาดทุน ตลาดตราสารหนี้ไทยในขณะนั้นยังมีขนาดเล็ก มีจำนวนผู้เล่นจำกัด ผลิตภัณฑ์ในตลาดมีจำนวนน้อยและไม่หลากหลาย รัฐบาลดำเนินนโยบายการคลังแบบสมดุลจนกระทั่งเกิดวิกฤติทางการเงินในภูมิภาคเอเชียหรือที่รู้จักกันในชื่อ “วิกฤติเศรษฐกิจต้มยำกุ้ง” เมื่อปี 2540 ตลาดตราสารหนี้ยังคงมีสัดส่วนมีสัดส่วนเพียงร้อยละ 12 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) ในขณะที่ตลาดสินเชื่อมีสัดส่วนร้อยละ 128 ของ GDP ส่วนตลาดหุ้นในขณะนั้นนักลงทุนขาดความเชื่อมั่นจึงลดขนาดมาอยู่ที่ร้อยละ 24 ของ GDP รัฐบาลและเอกชนต่างพึ่งพาการระดมทุนจากตลาดสินเชื่อเป็นหลัก โดยสัดส่วนตลาดการเงินในประเทศปรากฏตามแผนภาพที่ 3.1

ภายหลังวิกฤติเศรษฐกิจดังกล่าว หน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนจำเป็นต้องหาแหล่งทุนเพื่อการดำเนินการลงทุนและฟื้นฟูกิจการ โดยเฉพาะรัฐบาลต้องระดมทุนจำนวนมากเพื่อกระตุ้นและแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจและสังคม โดยการจัดทำนโยบายการคลังแบบขาดดุล รวมถึงความจำเป็นที่ต้องกู้เงินเพื่อชดเชยความเสียหายให้กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงินที่เกิดขึ้นจากการช่วยเหลือสถาบันการเงินที่ขาดสภาพคล่องและการจ่ายเงินผู้ฝากเงินและเจ้าหนี้จำนวน 500,000 ล้านบาทในปี 2541 ต่อมาภายหลังรัฐบาลได้ค้าประกันให้กองทุนฯ 112,000 ล้านบาท และกู้เพิ่มเติม 780,000 ล้านบาท ในปี 2543 และ 2545 ตามลำดับ รัฐบาลโดยกระทรวงการคลังจึงมีแนวคิดที่จะ

พัฒนาตลาดตราสารหนี้เพื่อให้เป็นแหล่งระดมทุนที่จะเป็นเสาหลักในด้านตลาดการเงินควบคู่ไปกับตลาดสินเชื่อและตลาดหุ้น ซึ่งตลาดตราสารหนี้ในขณะนั้นยังคงมีขนาดเล็กและยังไม่แข็งแกร่งเพียงพอที่จะเป็นแหล่งลงทุนของภาคเอกชนและประชาชนได้ จึงเป็นโอกาสที่รัฐบาลได้ดำเนินการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศให้เป็นแหล่งระดมทุนที่ยั่งยืนเป็นทางเลือกให้แก่ผู้ลงทุนและผู้ที่ต้องการระดมทุนในประเทศ



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.1 เปรียบเทียบตลาดเงิน ตลาดทุน และตลาดตราสารหนี้

ตั้งแต่ปี 2541 เป็นต้นมา กระทรวงการคลังได้ดำเนินการกู้เงินโดยใช้พันธบัตรรัฐบาลเป็นเครื่องมือหลักในการระดมทุนต่าง ๆ เช่น การกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ การกู้เงินเพื่อชดใช้ความเสียหายให้กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน การกู้เงินเพื่อการบริหารจัดการหนี้ รวมถึงการกู้เงินเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน และเพื่อปฏิรูปและพัฒนาเศรษฐกิจภายในประเทศ การกู้เงินจำนวนมากดังกล่าวเป็นโอกาสที่รัฐบาลได้เพิ่มอุปทาน (Supply) ให้กับตลาดตราสารหนี้ โดยในการดำเนินการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ นอกจากจะเพิ่มด้าน Supply แล้ว กระทรวงการคลังได้ดำเนินการในมิติต่าง ๆ ทั้งการพัฒนาผลิตภัณฑ์ การขยายฐานนักลงทุน การสร้างสภาพคล่องในตลาดรอง การพัฒนาระบบผู้ค้า การพัฒนาเครื่องมือการบริหารหนี้ และส่งเสริมความร่วมมือระหว่างผู้ร่วมตลาด โดยมีรายละเอียดดังนี้

3.1.1 การพัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน

กระทรวงการคลังได้ดำเนินการออกพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้ในการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark Bond) อย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ โดยมีวัตถุประสงค์ในการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Reference Rate) ที่มีประสิทธิภาพให้กับหน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนที่มีความต้องการกู้เงิน โดยกระทรวงการคลังได้ดำเนินการออก Benchmark Bond จำนวน 8 รุ่นอายุ ได้แก่ รุ่นอายุ 3 5 7 10 15 20 30 และ 50 ปี ซึ่งครอบคลุมความต้องการของนักลงทุนทุกกลุ่ม นอกจากนี้ยังได้พัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงินอื่น ๆ เช่น พันธบัตรรัฐบาลประเภทอัตราดอกเบี้ยแปรผันตามการเปลี่ยนแปลงของเงินเฟ้อ (Inflation-Linked Bond: ILB) พันธบัตรรัฐบาลประเภททยอยชำระคืนเงินต้น (Amortized Bond: LBA) พันธบัตรออมทรัพย์ (Savings Bond: SB) ตัวเงินคลัง (Treasury Bill: T-Bill) และตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note: PN) เป็นต้น เพื่อขยายฐานนักลงทุน และลดการพึ่งพานักลงทุนกลุ่มใดกลุ่มหนึ่ง กลุ่มนักลงทุนในปัจจุบันจึงมีความหลากหลาย อันประกอบไปด้วยธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงิน บริษัทประกัน กองทุนต่าง ๆ มูลนิธิ สหกรณ์ ประชาชน และนักลงทุนต่างประเทศ เป็นต้น นอกจากนี้ การพัฒนาเครื่องมือในการระดมทุนใหม่ ๆ หลายประเภทของรัฐบาลยังเป็นแนวทางให้รัฐวิสาหกิจและเอกชนที่ต้องการระดมทุนสามารถนำเครื่องมือในการระดมทุนของรัฐบาลมาใช้เป็นแบบอย่างได้

3.1.2 การพัฒนาสภาพคล่องในตลาดรองและพัฒนาระบบผู้ค้า

กระทรวงการคลังได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาสภาพคล่องในตลาดรอง เพื่อให้ตลาดตราสารหนี้ไทยมีโครงสร้างตลาดที่มั่นคงและแข็งแกร่งมากขึ้น โดยจากข้อมูลในการซื้อขายตราสารหนี้ พบว่า พันธบัตรรัฐบาลรุ่นที่มียอดหนี้คงค้างจำนวนมากและมีช่วงอายุที่เหมาะสมกับความต้องการของนักลงทุนจะมีสภาพคล่องที่สูง เนื่องจากนักลงทุนจะสามารถหาพันธบัตรและคู่ค้าเพื่อทำการซื้อขายในตลาดรองได้ง่ายขึ้น นอกจากนี้ การพัฒนาสภาพคล่องของตลาดรองยังเป็นการส่งเสริมความเชื่อมั่น สร้างความน่าสนใจในการลงทุน และช่วยลดต้นทุนการระดมทุนของรัฐบาลได้ด้วย เนื่องจากความเสี่ยงด้านการลงทุนใหม่ (Reinvestment Risk) และความเสี่ยงในด้านสภาพคล่อง (Liquidity Risk) จะไม่ถูกนำมาคำนวณรวม (Price in) ในมูลค่าของตราสารหนี้ โดยกระทรวงการคลังได้ออกพันธบัตรที่ใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark Bond) ในรุ่นอายุที่สอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุนอย่างสม่ำเสมอและมีจำนวนมากเพียงพอเพื่อให้มียอดคงค้างมากพอที่จะดึงดูดผู้เล่นในตลาดให้ทำการซื้อขายได้

นอกจากนี้ กระทรวงการคลังยังได้พัฒนาระบบผู้ค้าหลักสำหรับธุรกรรมประเภทซื้อขายขาดของกระทรวงการคลัง (Primary Dealer System) โดยกระตุ้นให้ Primary Dealer มีบทบาทในฐานะผู้สร้างตลาด (Market Maker) ทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง เพื่อให้เป็นกลไกสำคัญในการผลักดันการพัฒนาตลาดรองในระยะต่อไป โดยให้สิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ควบคู่ไปกับการทำ

หน้าที่เพื่อสร้างแรงจูงใจในการดำเนินงาน ซึ่งถือเป็นการสนับสนุนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยในระยะยาวได้อย่างแท้จริง รวมถึงการผลักดันให้พันธบัตรรัฐบาลเข้าไปรวมในดัชนีตราสารหนี้ (Bond Index) เนื่องจากสถาบันการเงินหลายแห่งได้ใช้ Bond Index ในการพิจารณาประกอบกับการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ประเภทต่าง ๆ นอกจากนี้ กระทรวงการคลังยังได้พัฒนาธุรกรรมต่าง ๆ ที่จะช่วยส่งเสริมการเพิ่มสภาพคล่องของพันธบัตรรัฐบาล เช่น ธุรกรรมเพื่อเสริมสร้างสภาพคล่องในตลาดรอง (Mini Auction) เพื่อให้กระทรวงการคลังสามารถเพิ่มปริมาณพันธบัตรรัฐบาล (Bond Supply) ให้กับตลาดตราสารหนี้ในสภาวะที่ตลาดมีความผันผวน และการพัฒนาธุรกรรมแยกเงินต้นและดอกเบี้ยออกจากพันธบัตรรัฐบาล (Bond Stripping) ซึ่งจะเป็นการเพิ่มช่องทางในการซื้อขายเงินต้นและดอกเบี้ยในตลาดรองให้กับนักลงทุน

3.1.3 การพัฒนาเครื่องมือในการบริหารจัดการหนี้

จากการกู้เงินและเพิ่มยอดหนี้คงค้างของพันธบัตรรัฐบาลให้สูงขึ้นเพื่อสร้าง Reference Rate เพิ่มสภาพคล่องและขยายฐานนักลงทุนอย่างต่อเนื่อง กระทรวงการคลังได้พัฒนาเครื่องมือในการบริหารจัดการหนี้ของรัฐบาลให้มีประสิทธิภาพควบคู่กัน เพื่อสร้างความมั่นใจและความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุน ซึ่งนักลงทุนจะมั่นใจได้ว่า กระทรวงการคลังมีความสามารถเพียงพอในการชำระเงินกู้และดอกเบี้ยตามเวลาที่กำหนด โดยในปัจจุบันกระทรวงการคลังมีเครื่องมือในการบริหารจัดการหนี้จำนวนมากที่ครบกำหนดในช่วงเดียวกัน 3 เครื่องมือหลัก ได้แก่ การกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ในวันที่ครบกำหนด (Back-to-Back) การกู้เงินล่วงหน้าเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ (Pre-Funding) โดยสามารถกู้ล่วงหน้าได้ไม่เกิน 1 ปี และธุรกรรมแลกเปลี่ยนพันธบัตร (Bond Switching) ซึ่งเครื่องมือดังกล่าวข้างต้นเพียงพอต่อการบริหารจัดการหนี้รัฐบาลให้มีประสิทธิภาพได้ อย่างไรก็ตาม กระทรวงการคลังยังคงมุ่งมั่นในการพัฒนาต่อยอดและเพิ่มขีดความสามารถในการบริหารจัดการหนี้ของรัฐบาล โดยกระทรวงการคลังอยู่ระหว่างทำการศึกษาธุรกรรมซื้อคืนพันธบัตร (Bond Buy-Back Transaction) เพื่อเพิ่มช่องทางการบริหารเงินสดและงบชำระหนี้ของรัฐบาลให้เกิดประโยชน์สูงสุด และสร้างความยืดหยุ่นให้กับกระทรวงการคลังเองในการวางแผนการระดมทุนได้

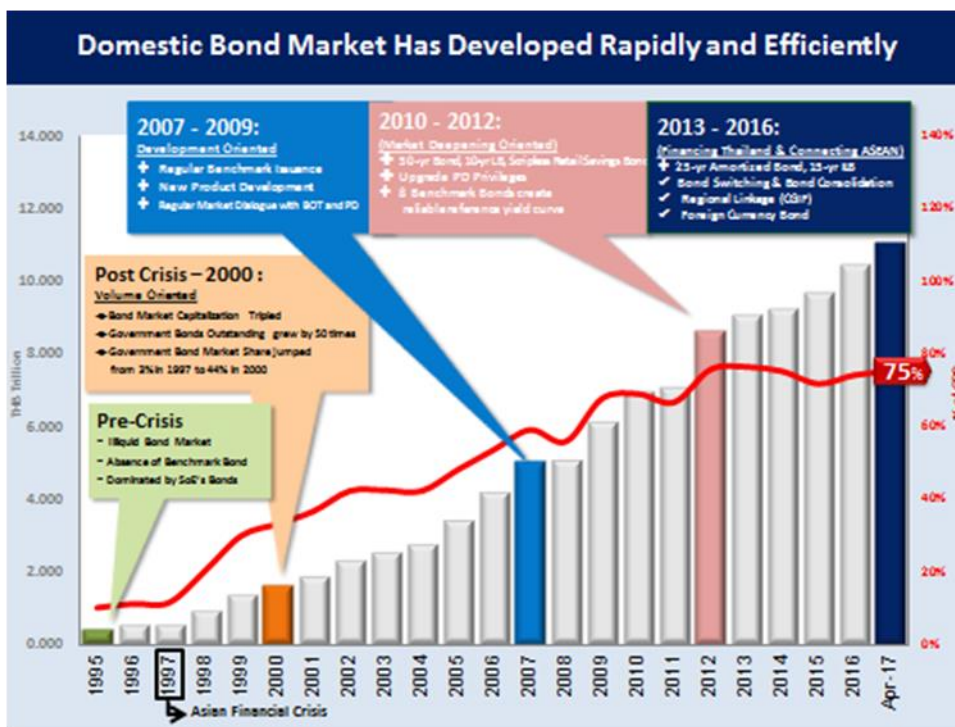
3.1.4 การพัฒนาด้านความร่วมมือกับหน่วยงานต่าง ๆ

เนื่องจากการพัฒนาตลาดตราสารหนี้จำเป็นต้องได้รับความร่วมมือจากทุกฝ่าย ทั้งภาครัฐและเอกชน กระทรวงการคลังได้ดำเนินการหรือร่วมกับธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ในฐานะผู้ออกตราสารหนี้ในการแบ่งช่วงอายุการออกพันธบัตรเพื่อลดความสับสนให้กับนักลงทุน สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (Thai Bond Market Association: ThaiBMA) ในการร่วมกันพัฒนา ศูนย์ข้อมูลตลาดตราสารหนี้ไทย (Information Center) รวมถึงสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในเรื่องกฎเกณฑ์และระเบียบที่เกี่ยวข้อง และการหารือกับนักลงทุนเพื่อสอบถามความต้องการลงทุนและประชาสัมพันธ์แผนการระดมทุนของรัฐบาลเพื่อให้นัก

ลงทุนสามารถวางแผนการลงทุนได้อย่างเหมาะสม โดยกระทรวงการคลังได้หารือกับทุกฝ่ายอย่างต่อเนื่องและสม่ำเสมอ เพื่อให้สามารถติดตามการเปลี่ยนแปลงของตลาดการเงินได้ทันทั่วทั้งที่

3.2 การลงทุนในตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ

จากความมุ่งมั่นในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยให้เป็นแหล่งระดมทุนที่ยั่งยืน (Sustainable Source of Fund) เพื่อให้สามารถรองรับความต้องการกู้เงินของทั้งภาครัฐและเอกชนให้มีประสิทธิภาพได้ ตลาดตราสารหนี้ไทยได้รับการพัฒนาอย่างก้าวกระโดด โดยตลาดตราสารหนี้ได้เติบโตจากร้อยละ 12 ของ GDP เป็นร้อยละ 75 ในปัจจุบัน ดังแสดงในแผนภาพที่ 3.2



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

แผนภาพที่ 3.2 การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ไทย

การที่ตลาดตราสารหนี้ไทยเติบโตอย่างมั่นคง ทำให้ได้รับความน่าเชื่อถือและความสนใจจากนักลงทุนต่างประเทศมากขึ้น โดยนักลงทุนต่างประเทศได้สนใจลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลอย่างต่อเนื่องสัดส่วนนักลงทุนต่างชาติที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 1.22 ในปี 2546 เป็นร้อยละ 16 ในปัจจุบัน ดังแสดงตามแผนภาพที่ 3.3



แผนภาพที่ 3.3 การเพิ่มขึ้นของนักลงทุนต่างชาติที่ถือครองพันธบัตรรัฐบาล

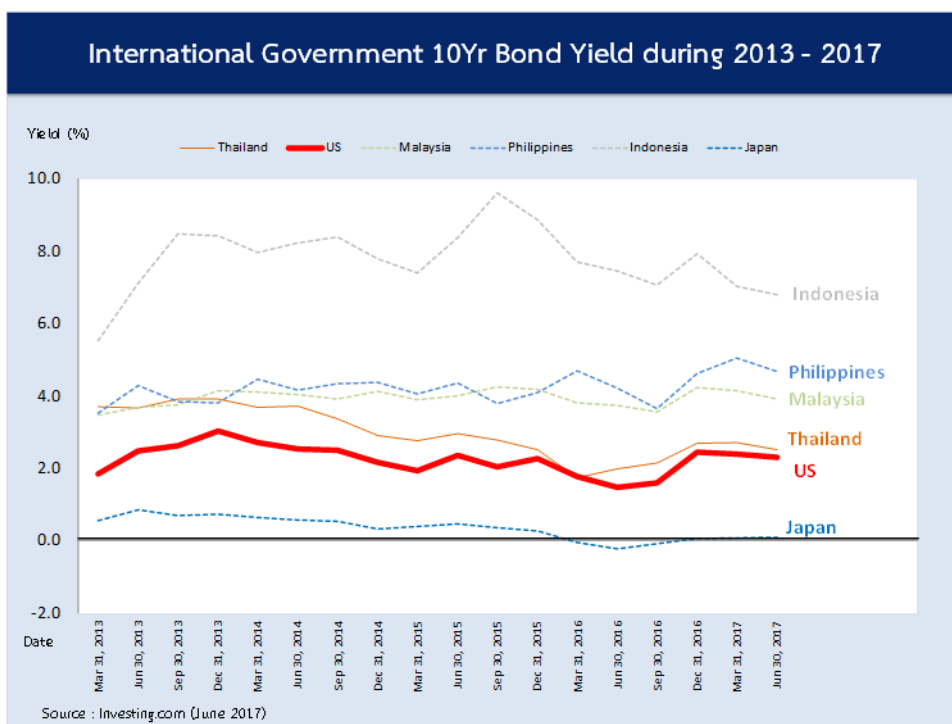
เมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นสัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศยังคงค่อนข้างต่ำ เช่น สัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศที่ถือพันธบัตรรัฐบาลอินโดนีเซียอยู่ที่ร้อยละ 38.24 และมาเลเซีย ร้อยละ 25.59 ซึ่งประเทศไทยยังมีศักยภาพที่จะสามารถเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติได้เป็นอย่างดี ในหัวข้อ 3.3 จะเป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลไทยของนักลงทุนต่างประเทศ

3.3 ปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุนในตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศ

3.3.1 สถานะเศรษฐกิจ

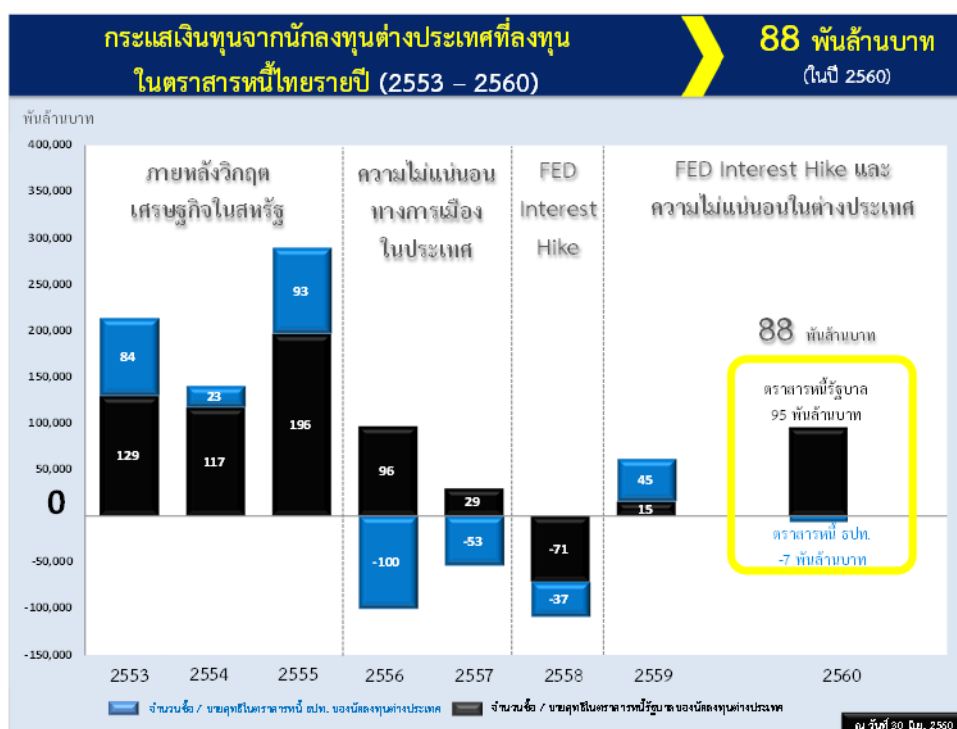
ตั้งแต่ปี 2551 เป็นต้นมา สหรัฐอเมริกาได้เผชิญวิกฤติเศรษฐกิจหรือที่เรียกว่า “วิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis)” เนื่องจากการบริหารจัดการสินเชื่อภาคอสังหาริมทรัพย์ และการกำกับดูแลกลุ่มวาณิชธนกิจ (Investment Banking) ไม่รัดกุม เกิดการเก็งกำไรในอสังหาริมทรัพย์ ธนาคารพาณิชย์มีการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยง่ายและมีจำนวนมากเกินความต้องการซื้อของประชาชนทำให้เกิดการผิมนัดชำระหนี้และการยึดทรัพย์จำนวนมาก ซึ่งปัญหาการผิมนัดชำระหนี้ดังกล่าวได้ส่งผลให้สถาบันการเงินและบริษัทหลายแห่งในสหรัฐต้องล้มละลายและปิดกิจการลง ทำให้นักลงทุนที่ลงทุนในสหรัฐเริ่มหาช่องทางลงทุนอื่น ๆ เพื่อลดความเสี่ยงในการผิมนัดชำระหนี้ (Default Risk) ของสถาบันการเงิน และแสวงหาแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ วิกฤติเศรษฐกิจดังกล่าวยังลุกลามเป็นลูกโซ่และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจด้านอื่น ๆ เช่น

การส่งออก การจ้างงาน และเกิดภาวะเงินฝืด เป็นต้น อีกทั้งยังขยายและส่งผลกระทบต่อระบบการเงินทั่วโลกเป็นมุกกว้างดั่งนั้น ธนาคารกลางสหรัฐ (Federal Reserve Bank: FED) จึงได้ดำเนินนโยบายการเงินต่าง ๆ ทั้งการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายใกล้ศูนย์ (Zero Interest Rate Policy) และการดำเนินนโยบายเชิงผ่อนคลายนปริมาณ (Quantitative Easing: QE) เพื่อบรรเทาและฟื้นฟูเศรษฐกิจในประเทศ โดย FED คาดหวังว่าจะมีเงินทุนไหลกลับเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจมากขึ้น เพื่อกระตุ้นการลงทุนของภาคเอกชน และการใช้จ่ายของประชาชน ซึ่งจะสามารถทำให้เกิดเงินเฟ้อตามที่ FED คาดการณ์ได้ อย่างไรก็ตาม จากการที่ FED ได้อัดฉีดเงินทุนจำนวนมหาศาลเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ ทำให้มีกระแสเงินทุนจำนวนมากไหลออกจากสหรัฐไปยังกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) เพื่อลงทุนในสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการลงทุนในสหรัฐซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำจากมาตรการ Zero Interest Rate Policy ซึ่งหากพิจารณาอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 10 ปี จะเห็นได้ว่า ประเทศในกลุ่ม Emerging Market เช่น ประเทศไทย อินโดนีเซีย มาเลเซีย และฟิลิปปินส์ เป็นต้น ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่ากลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วทั้งสหรัฐและญี่ปุ่น ตามแผนภาพที่ 3.4



แผนภาพที่ 3.4 อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 10 ปี ในประเทศต่าง ๆ

ในช่วงปี 2553–2555 มีนักลงทุนจากต่างประเทศทั่วโลกมาลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นจำนวนมากถึง 642,000 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) 442,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 69 ของการลงทุนในตราสารหนี้ของนักลงทุนต่างประเทศ และลงทุนในพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย (BOT Bond) จำนวนรวม 200,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 31 ตามแผนภาพที่ 3.5



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ และ ThaiBMA

หมายเหตุ: 1. ตราสารหนี้ในรูปภาพรวมทั้งพันธบัตรและตั๋วเงินคลัง

2. ไม่รวมพันธบัตรของรัฐวิสาหกิจและเอกชนเนื่องจากมีจำนวนน้อยกว่า 1,000 ล้านบาท

แผนภาพที่ 3.5 กระแสเงินทุนจากต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย

อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนไม่ใช่ว่าปัจจัยหลักเพียงอย่างเดียวที่จะดึงดูดการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ จากการศึกษาของ Burger and Warnock (2549) พบว่าปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้คือ ระดับการพัฒนาทางเศรษฐกิจของประเทศผู้ออกตราสาร ฐานะการคลัง ปัจจัยด้านสถาบัน รวมถึงนโยบายต่าง ๆ เช่น การเปิดเสรีการเคลื่อนย้ายเงินทุน เป็นต้น ซึ่งในกรณีประเทศไทย จากการศึกษาพบว่าในช่วงปี 2556–2557 นักลงทุนต่างประเทศได้ทยอยขายตราสารหนี้ไทยอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศ

มีความกังวลต่อความไม่แน่นอนทางการเมืองในประเทศไทยที่อาจจะส่งผลให้เศรษฐกิจภายในประเทศชะลอตัว เกิดภาวะเงินฝืด และภาคเอกชนขาดความเชื่อมั่นในการลงทุนซึ่งจะเป็นเหตุผลที่ทำให้การเติบโตของเศรษฐกิจไม่เป็นไปตามที่คาด นอกจากนี้ นักลงทุนยังได้คาดการณ์อีกว่าความไม่แน่นอนดังกล่าวจะทำให้อัตราผลตอบแทนคงอยู่ในระดับเดิมต่อไป นักลงทุนต่างประเทศจึงได้ทยอยขายตราสารหนี้ไทยโดยเฉพาะอย่างยิ่งพันธบัตร ธปท. เป็นจำนวน 100,000 และ 53,000 ล้านบาท ตามลำดับ และนำไปลงทุนในสินทรัพย์อื่น เช่น พันธบัตรรัฐบาลไทย และพันธบัตรรัฐบาลในกลุ่มประเทศ Emerging Markets โดยในช่วงปี 2556–2557 นักลงทุนต่างประเทศได้ซื้อพันธบัตรรัฐบาลเป็นจำนวน 96,000 และ 29,000 ล้านบาท ตามลำดับ

ต่อมาในปี 2558 นักลงทุนต่างประเทศได้คาดการณ์ว่า FED จะดำเนินการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบาย (Interest Expectation) เป็นครั้งแรกตั้งแต่ที่ได้ปรับขึ้นล่าสุดในปี 2554 จากร้อยละ 0.00–0.25 เป็นร้อยละ 0.25–0.50 เนื่องจากตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐได้ปรับตัวดีขึ้นภายหลังการดำเนินนโยบายทางการเงินของ FED เช่น อัตราจ้างงานนอกภาคเกษตร และสินเชื่อที่อยู่อาศัย เป็นต้น รวมถึงอัตราเงินเฟ้อได้ปรับตัวสูงขึ้น และเข้าใกล้เป้าหมายที่ FED คาดการณ์ไว้ที่ระดับร้อยละ 2.00 โดยภายหลังที่ FED ได้ปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายแล้ว พบว่า มีกระแสเงินทุนไหลออกจากกลุ่มประเทศ Emerging Market รวมถึงประเทศไทยเป็นจำนวน 108,000 ล้านบาท โดยจำแนกเป็นพันธบัตรรัฐบาลและธปท. จำนวน 71,000 และ 37,000 ล้านบาท เพื่อเคลื่อนย้ายเงินทุนกลับไปลงทุนในสหรัฐ

อย่างไรก็ตามตลาดการเงินโลกเผชิญกับความผันผวนอย่างสูงตลอดปี 2559 ทั้งจากเหตุการณ์ต่าง ๆ เช่น การผิวนด์ชำระหนี้ของประเทศกรีซ การแยกตัวออกจากสหภาพยุโรปของสหราชอาณาจักร (Brexit) ในเดือนมิถุนายน นักลงทุนต่างประเทศจึงพิจารณาเคลื่อนย้ายเงินทุนไปลงทุนในกลุ่ม Emerging Market แทนการลงทุนในสหรัฐและสหภาพยุโรป เพื่อลดความเสี่ยงในการลงทุนและหลีกเลี่ยงความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นได้เนื่องจากปัจจัยความไม่แน่นอนทั้งในทั้งสหรัฐและยุโรปอาจจะส่งผลต่อการพิจารณาดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อค่าเงินและมูลค่าพันธบัตรของนักลงทุนได้ และภายหลังการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐในเดือนพฤศจิกายน และการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายของ FED ในเดือนธันวาคม นักลงทุนได้ขายสุทธิตราสารหนี้ไทยทั้งพันธบัตรรัฐบาลและ ธปท. โดย ณ สิ้นเดือนธันวาคม นักลงทุนต่างประเทศได้ลงทุนในตราสารหนี้ไทยจำนวน 60,000 ล้านบาท โดยจำแนกเป็นพันธบัตรรัฐบาลและ ธปท. เป็นจำนวน 15,000 และ 45,000 ล้านบาท ตามลำดับ

ในปี 2560 ตลาดการเงินโลกยังคงเผชิญกับความผันผวนอย่างต่อเนื่องจากเหตุการณ์ต่าง ๆ เช่น FED ส่งสัญญาณที่จะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอย่างค่อยเป็นค่อยไปตลอดปี 2560 และความล่าช้าของนโยบายของประธานาธิบดีทรัมป์ ทั้งมาตรการด้านภาษี และการเร่งกระตุ้น

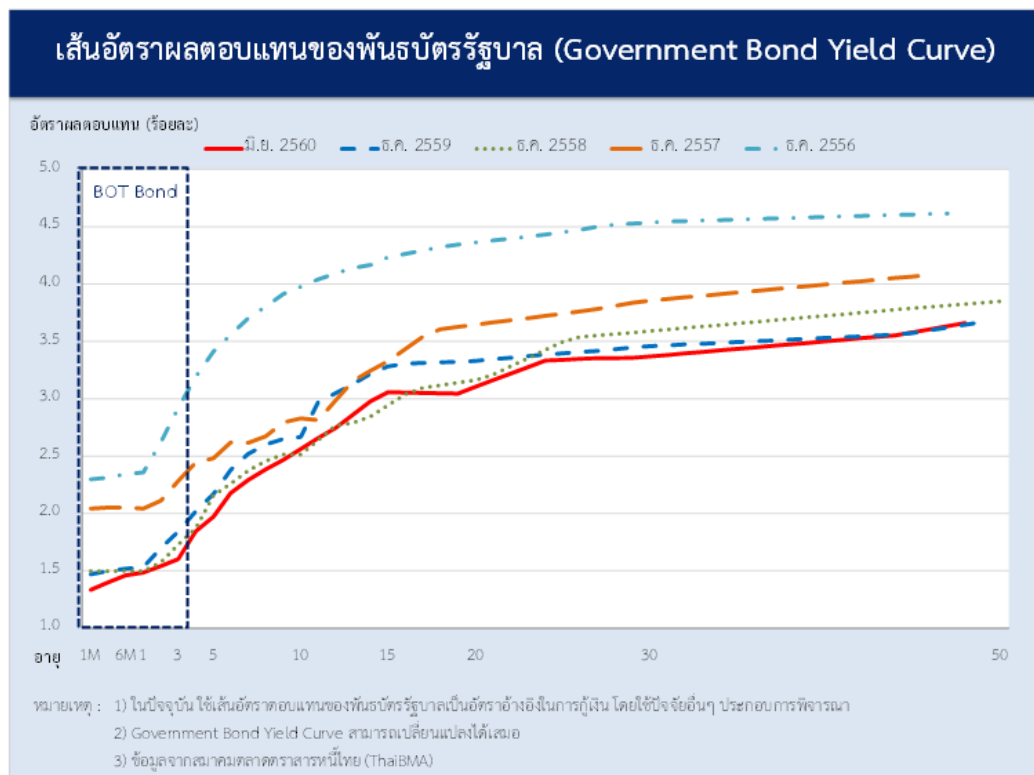
เศรษฐกิจภายในประเทศ การเลือกตั้งประธานาธิบดีฝรั่งเศสและความชัดเจนของแผน Brexit เป็นต้น ซึ่งเหตุการณ์ต่าง ๆ ข้างต้นสร้างความผิดหวังและความไม่แน่นอนให้กับนักลงทุนอีกครั้ง ส่งผลให้เกิดกระแสเงินทุนไหลออกจากกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วและไหลเข้าประเทศในกลุ่ม Emerging Markets ทั้งในตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ เพื่อรอความชัดเจนของเหตุการณ์ต่าง ๆ ซึ่งนักลงทุนต่างประเทศจะยังสามารถพิจารณาวางแผนการลงทุนในอนาคตได้ อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศไทยแล้ว ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 2560 พบว่า มีกระแสเงินทุนไหลเข้าตลาดตราสารหนี้จำนวน 88,000 ล้านบาทและตลาดหุ้นจำนวน 5,000 ล้านบาท โดยนักลงทุนต่างประเทศตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้มากกว่าลงทุนในตลาดหุ้น เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยจะยังคงอยู่ในระดับต่ำ การลงทุนและการขยายกิจการยังคงค่อยเป็นค่อยไป ราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ยังมีแนวโน้มไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก โดยพิจารณาจากตัวเลขของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) ของประเทศไทยในปี 2559 ที่เติบโตในระดับร้อยละ 3.2 ซึ่งต่ำกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์และต่ำกว่าประเทศเพื่อนบ้าน ทั้งอินโดนีเซียและมาเลเซียที่เติบโตในระดับร้อยละ 5.0 และ 4.2 ตามลำดับ โดยการเติบโตที่ต่ำกว่าประมาณการของประเทศไทยดังกล่าวจะเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยยังคงอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งนักลงทุนต่างประเทศลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยมากขึ้นด้วยมองว่าโอกาสที่จะปรับขึ้นดอกเบี้ยมีน้อย ส่งผลให้มีความเสี่ยงในการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าของตราสารหนี้ที่น้อยตาม

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าเหตุการณ์ความไม่แน่นอนต่าง ๆ ในภาพรวมที่เกิดขึ้นที่จะเป็นส่วนหนึ่งของปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนต่างประเทศแล้ว แต่ยังคงมีปัจจัยในด้านของคุณภาพของตราสารหนี้ที่ทำให้ให้นักลงทุนต่างประเทศใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย ได้แก่

3.3.2 ผลตอบแทน (Yield)

โดยทั่วไปแล้วนักลงทุนทุกกลุ่มจะพิจารณาลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูงสุดโดยมีความเสี่ยงในระดับที่ตนเองจะยอมรับได้ จากการศึกษาของ เมริซา เทพบรรหาร (2555) อัตราผลตอบแทนในลักษณะการลงทุนโดยตรงจะเป็นสิ่งจูงใจให้ประเทศที่มีเงินทุนไปลงทุนในต่างประเทศ ในขณะที่เดียวกันอัตราดอกเบี้ยก็จะเป็นตัวกำหนดความต้องการกู้ยืมของประเทศที่ต้องการเงินทุน ทำให้เห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนจะเป็นตัวกำหนดการเคลื่อนย้ายเงินทุน ปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อ Yield จากการลงทุนในตราสารหนี้คือ อายุของตราสารหนี้ ซึ่งนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทน (Yield) ที่สูงหากนักลงทุนตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว และนักลงทุนจะได้รับ Yield ที่ต่ำหากนักลงทุนตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้น ตัวอย่างเช่นพันธบัตรรัฐบาลมีอายุยาวกว่าพันธบัตร ฐปท. เนื่องจากกระทรวงการคลังมีวัตถุประสงค์ในการกู้เงินเพื่อนำเงินไปใช้จ่ายในด้านต่าง ๆ ของรัฐบาลจึงดำเนินการออกพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุมากกว่า 3 ปี ในขณะที่

ธนาคารแห่งประเทศไทยมีวัตถุประสงค์ในการกู้เงินเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงิน จึงดำเนินการออกพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีอายุน้อยกว่า 3 ปี ทำให้นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในตราสารรุ่นอายุต่าง ๆ จึงสนใจลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่มีผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตร ธปท. โดยรายละเอียดของอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับปรากฏตามแผนภาพที่ 3.6



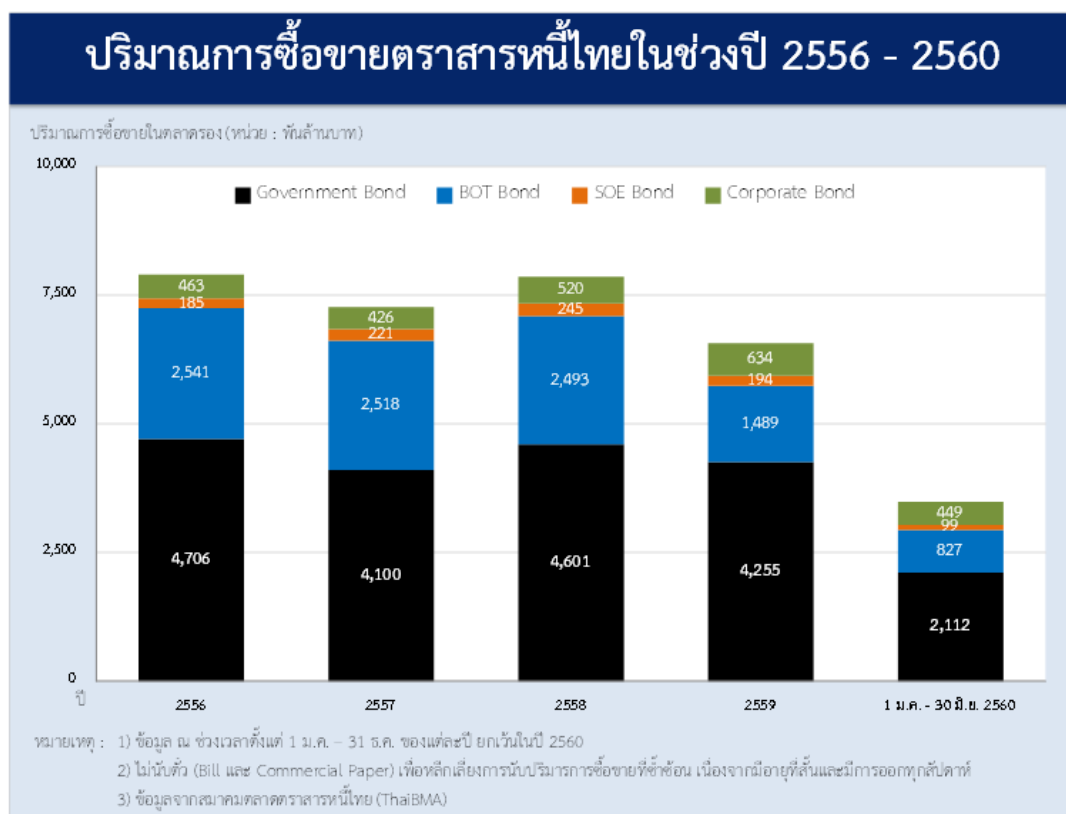
แผนภาพที่ 3.6 อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลในช่วงปี 2556–2560

ทั้งนี้ เมื่อเปรียบเทียบอายุและผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนระหว่าง พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตร ธปท. แล้วจะพบว่า พันธบัตรรัฐบาลจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ยที่ร้อยละ 3.93 โดยมีอายุเฉลี่ยที่ 17.31 ปี และพันธบัตร ธปท. มีผลตอบแทนเฉลี่ยที่ร้อยละ 2.68 โดยมีอายุเฉลี่ยที่ 1.60 ปี (ใช้ข้อมูล ณ ม.ค. 2560 ในการคำนวณค่าเฉลี่ย)

3.3.3 สภาพคล่อง (Liquidity)

นักลงทุนส่วนใหญ่มีความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่สามารถแปรสภาพเป็นเงินสดได้สะดวกและรวดเร็ว เพื่อให้สามารถเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างคล่องตัวและสามารถบริหารจัดการพอร์ตการลงทุน (Investment Portfolio) ได้อย่างมีประสิทธิภาพ จากการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างต่อเนื่องของกระทรวงการคลังและผู้ร่วมตลาด ทำให้ตลาดตราสารหนี้ไทย

มีปริมาณการซื้อขายพันธบัตรในตลาดรองหรือมีสภาพคล่องสูงขึ้น โดยในช่วงปี 2556–2560 ตลาดตราสารหนี้ไทยมีปริมาณการซื้อขายพันธบัตรจำนวน 7.3 ล้านล้านบาทต่อปีโดยเฉลี่ย โดยรายละเอียดของปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ไทยในตลาดรองปรากฏตามแผนภาพที่ 3.7

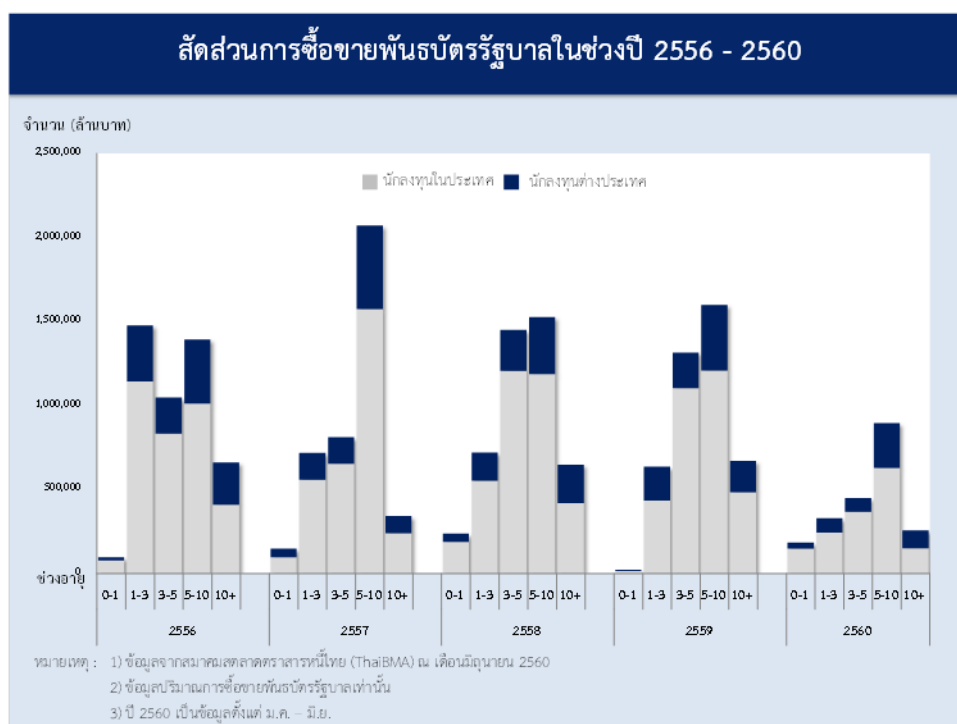


แผนภาพที่ 3.7 ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ไทยในตลาดรองหรือ Liquidity ในช่วงปี 2556–2560

หากพิจารณาการซื้อขายตราสารหนี้ไทยจากตารางข้างต้นจะพบว่า ปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ไทยในตลาดรองส่วนมากจะมาจากตราสารหนี้ของรัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทย โดยจำแนกเป็นพันธบัตรรัฐบาลมีปริมาณการซื้อขายในตลาดรองสูงที่สุดคิดเป็นค่าเฉลี่ยตลอด 5 ปี ที่ระดับ 4.3 ล้านล้านบาท หรือร้อยละ 60 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมดของตลาดตราสารหนี้ไทย และพันธบัตร ธปท. มีปริมาณการซื้อขายในตลาดรองเป็นอันดับสอง คิดเป็นค่าเฉลี่ยตลอด 5 ปี ที่ระดับ 2.1 ล้านล้านบาท หรือร้อยละ 29 ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมดของตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งตราสารหนี้ของรัฐบาลและ ธปท. มีสภาพคล่องที่ค่อนข้างสูง เนื่องจากรัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินการออกตราสารหนี้อย่างต่อเนื่องเพื่อเพิ่มยอดหนี้คงค้างของพันธบัตรในรุ่นเดิม (Re-open) ยกตัวอย่างเช่น รัฐบาลได้ทำการออกพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้ในการสร้างอัตราดอกเบี้ย

อ้างอิง (Benchmark Bond) อย่างสม่ำเสมอจนมียอดหนี้คงค้างที่สูงถึง 150,000–300,000 ล้านบาท ซึ่งเป็นการเพิ่มจำนวนและประเภทของนักลงทุนในตราสารหนี้รุ่นนั้น ๆ ให้มากขึ้น ทำให้นักลงทุนสามารถซื้อขายพันธบัตรในตลาดรองได้ง่ายและสะดวกยิ่งขึ้นโดยยอดหนี้คงค้างเฉลี่ยต่อรุ่นของพันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตร ธปท. อยู่ที่ 71,000 และ 83,000 ล้านบาท ตามลำดับ ในขณะที่ตราสารหนี้ของวิสาหกิจและเอกชนจะมีสภาพคล่องที่ต่ำ เนื่องจากมียอดหนี้คงค้างน้อยหรือคิดเป็นค่าเฉลี่ยต่อรุ่นเพียง 1,000 และ 2,000 ล้านบาท ตามลำดับ

นอกจากนี้ หากพิจารณาปริมาณการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุระหว่างปี 2556–2560 จะพบว่า มีนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลประมาณ 4.2 ล้านล้านบาทต่อปี (ไม่นับรวมพันธบัตรออมทรัพย์) โดยส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุไม่เกิน 10 ปี หรือคิดเป็นร้อยละ 84–92 ของปริมาณการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดโดยรายละเอียดของสภาพคล่องตามช่วงอายุปรากฏตามแผนภาพที่ 3.8



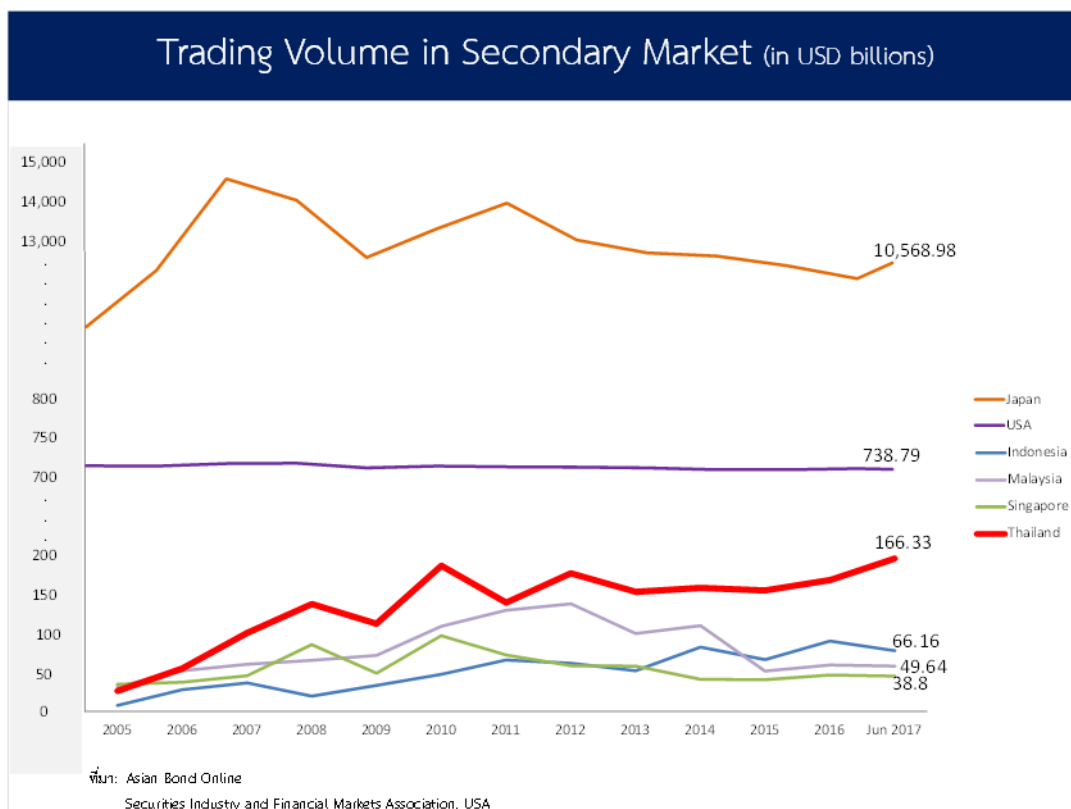
แผนภาพที่ 3.8 สัดส่วนการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลตามช่วงอายุตั้งแต่ปี 2556–2560

ทั้งนี้ จะเห็นได้ว่าพันธบัตรรัฐบาลที่มีสภาพคล่องสูงที่สุดจะเป็นพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุ 5–10 ปี เนื่องจากรัฐบาลได้มุ่งเน้นการออกพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 5 ปี และ 10 ปี เพื่อสร้าง Reference Rate ให้กับตลาดตราสารหนี้อย่างต่อเนื่อง ทำให้นักลงทุนมีจำนวนพันธบัตร

(Bond Supply) เพื่อทำการซื้อขายในตลาดรองมากขึ้น นอกจากนี้ พันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุ 1–3 ปี และ 3–5 ปี ยังคงเป็นรุ่นที่นักลงทุนทั้งในและต่างประเทศให้ความสนใจ เนื่องจากมีอายุคงเหลือ (Time-to-Maturity) ต่ำและยังคงมียอดหนี้คงค้างที่สูง อย่างไรก็ตาม พันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุมากกว่า 10 ปีขึ้นไป จะมีสภาพคล่องต่ำเนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่ที่ถือครองพันธบัตรในช่วงอายุนี้เป็นนักลงทุนระยะยาว และจะถือครองจนครบกำหนดชำระ (Hold-to-Maturity)

การที่นักลงทุนต่างประเทศส่วนใหญ่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุไม่เกิน 10 ปี สาเหตุเนื่องมาจากมีปริมาณการซื้อขายในตลาดรองที่ค่อนข้างสูง มีความเสี่ยงในการลงทุนใหม่ (Reinvestment Risk) ที่ต่ำ และมีอายุครบกำหนดสั้น รวมถึงมีกลุ่มนักลงทุนที่ลงทุนในช่วงอายุนี้จำนวนมาก ทำให้สามารถหาซื้อขายในตลาดรองได้ง่าย ซึ่งนักลงทุนต่างประเทศมีสัดส่วนการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดประมาณ 1 ล้านล้านบาทต่อปี หรือคิดเป็นค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 24 ของปริมาณการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมด ทั้งนี้ หากพิจารณาในรายช่วงอายุจะพบว่า นักลงทุนต่างประเทศจะลงทุนมากที่สุดจะอยู่ในช่วง 5–10 ปี ซึ่งเป็นช่วงที่มี Bond Supply และ Liquidity สูงที่สุด โดยสัดส่วนการลงทุนในช่วงอายุนี้ของนักลงทุนต่างประเทศมีจำนวนเฉลี่ยมากถึง 400,000 ล้านบาทต่อปี หรือคิดเป็นค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 34 ต่อปี ซึ่งพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน (Investor Behavior) สอดคล้องกับทฤษฎีความพึงพอใจในสภาพคล่องที่นักลงทุนต้องการสภาพคล่องสูงเพื่อจะสามารถแลกเปลี่ยนเป็นเงินสดหรือเพื่อการเคลื่อนย้ายเงินทุนไปลงทุนในสินทรัพย์อื่น ๆ ตลอดระยะเวลาการลงทุนเพื่อแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น

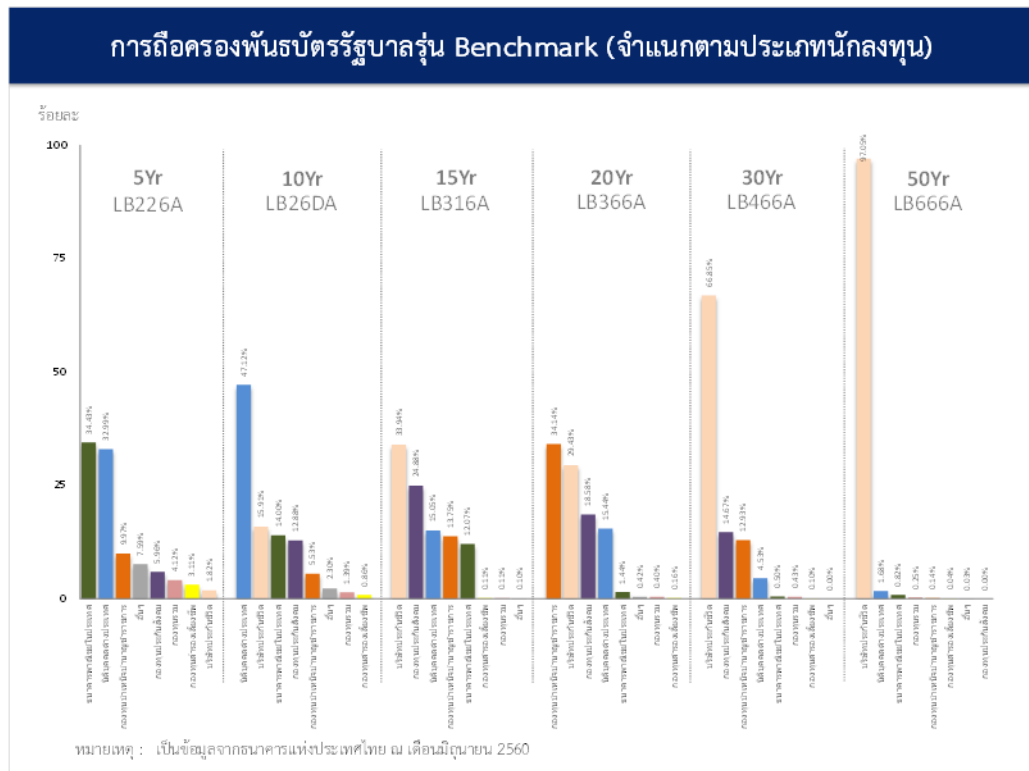
เมื่อพิจารณาสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้ไทยเปรียบเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค ตลาดตราสารหนี้ไทยยังคงมีสภาพคล่องสูง เนื่องจากมีการออกตราสารหนี้อย่างสม่ำเสมอ และมีการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ต่อเนื่อง โดยเฉพาะการออก Benchmark Bond ในปริมาณที่มากเพียงพอ แต่สภาพคล่องยังคงต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น ดังปรากฏตามแผนภาพที่ 3.9



แผนภาพที่ 3.9 มูลค่าการซื้อขายในตลาดรองของประเทศต่าง ๆ

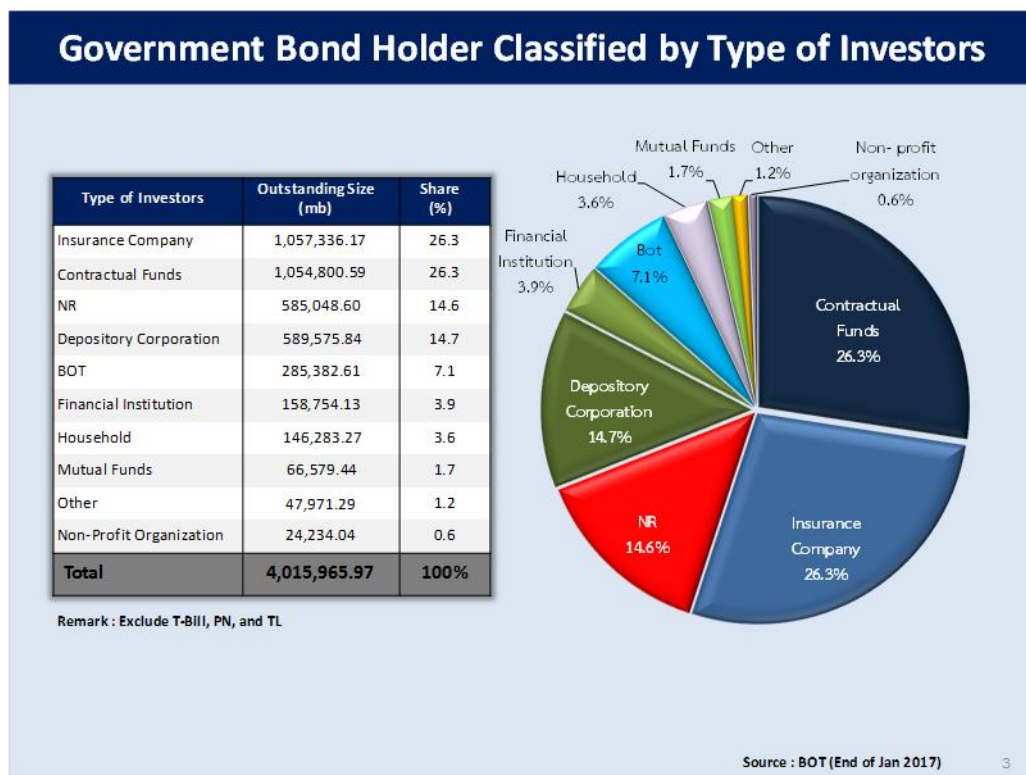
3.3.4 รุนอายุของตราสารหนี้ (Tenor)

นักลงทุนที่ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยประกอบด้วยนักลงทุนหลายกลุ่ม เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน บริษัทประกัน และองค์กรต่าง ๆ เป็นต้น ซึ่งมีแนวทางการลงทุนที่แตกต่างกัน ยกตัวอย่างเช่น บริษัทประกันจะมีความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาว เพื่อให้สอดคล้องกับกระแสเงินทุนของกรมธรรม์และเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนสูง หรือกลุ่มธนาคารพาณิชย์จะเลือกลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นที่มีสภาพคล่อง หรือ Liquidity สูง ซึ่งเป็นการแบ่งส่วนการลงทุน (Market Segmentation) ที่ชัดเจน โดยรายละเอียดการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลปรากฏตามแผนภาพที่ 3.10



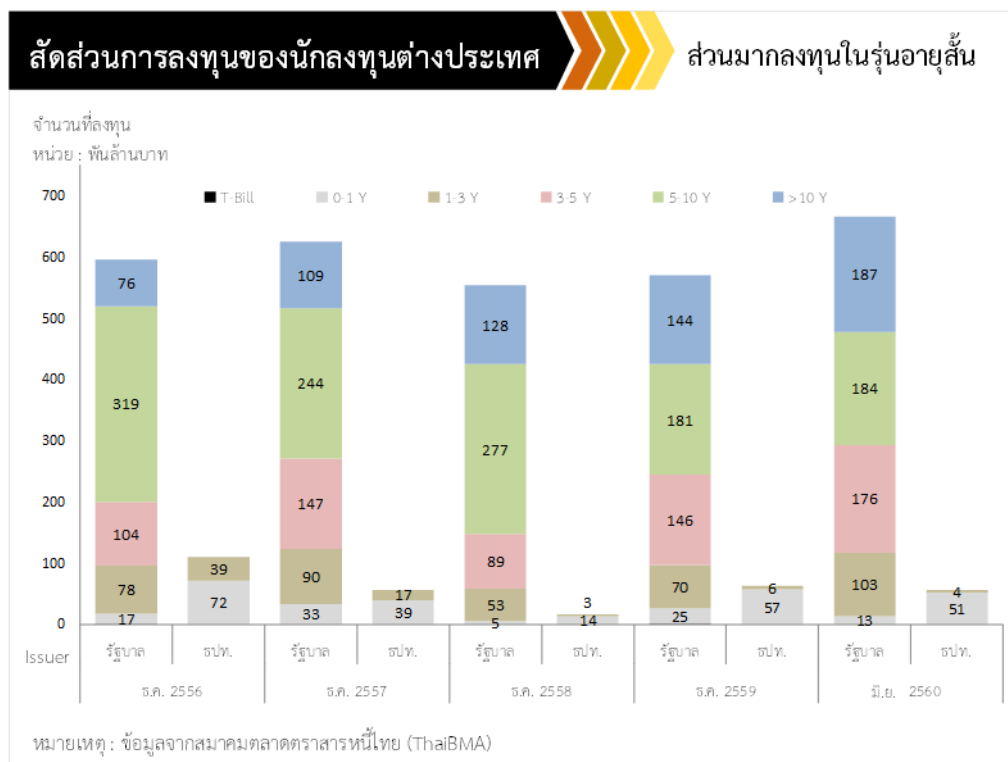
แผนภาพที่ 3.10 รุ่นอายุตราสารหนี้ที่นักลงทุนแต่ละประเภทลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

นักลงทุนแต่ละกลุ่มจะลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในทุกรุ่นอายุ แต่จะให้น้ำหนักการลงทุนมากที่สุดที่รุ่นที่เหมาะสมหรือสอดคล้องกับวัตถุประสงค์ในการลงทุนของนักลงทุน ยกตัวอย่างเช่น นักลงทุนกลุ่มบริษัทประกันชีวิตส่วนใหญ่จะลงทุนในพันธบัตรรุ่นอายุยาว ได้แก่ รุ่น 30 และ 50 ปี โดยมีสัดส่วนเป็นร้อยละ 67 และ 97 ของจำนวนพันธบัตรรุ่นดังกล่าวทั้งหมดตามลำดับ ในขณะที่นักลงทุนกลุ่มธนาคารพาณิชย์จะมุ่งเน้นในการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในรุ่นอายุสั้น แต่ยังคงพบเห็นว่า มีนักลงทุนกลุ่มธนาคารพาณิชย์ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุยาวในสัดส่วนที่น้อย ในปัจจุบันกลุ่มนักลงทุนที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ประกอบด้วย ธนาคารพาณิชย์ สำนักงานประกันสังคม กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ บริษัทประกันชีวิต สถาบันการเงินต่าง ๆ กองทุนรวม ธนาคารแห่งประเทศไทย นักลงทุนต่างประเทศ ประชาชน สหกรณ์ มูลนิธิ และองค์กรไม่แสวงหาผลกำไร โดยรายละเอียดการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล ปรากฏตามรูปภาพที่ 3.11



แผนภาพที่ 3.11 ประเภทของนักลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

จากแผนภาพ 3.11 จะเห็นได้ว่า นักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล มีสัดส่วนร้อยละ 14.6 (ข้อมูล ธปท. ณ มกราคม 2560) ทั้งนี้ หากพิจารณาสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในเชิงลึกจะพบว่า นักลงทุนต่างประเทศส่วนมากจะตัดสินใจลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุไม่เกิน 10 ปี ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องสูง เพื่อที่จะสามารถเคลื่อนย้ายเงินทุนได้อย่างคล่องตัว โดยมีวงเงินลงทุนสูงเป็นจำนวนประมาณ 470,000 ล้านบาท หรือเฉลี่ยที่ร้อยละ 79 ของสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมด โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุ 3-5 ปี คิดเป็นจำนวนประมาณ 260,000 ล้านบาท หรือเฉลี่ยที่ร้อยละ 40 ของสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดอย่างไรก็ตาม สัดส่วนการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุมากกว่า 10 ปี เริ่มมีจำนวนเพิ่มขึ้น เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ไทยอยู่ในระดับต่ำจึงทำให้มีนักลงทุนต่างประเทศบางกลุ่มลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นโดยรายละเอียดการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศปรากฏตามแผนภาพที่ 3.12



แผนภาพที่ 3.12 สัดส่วนการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศ

3.3.5 ดัชนีตราสารหนี้ (Bond Index)

Bond Index เป็นเครื่องมือชนิดหนึ่งที่นักลงทุนจะใช้ติดตามความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้ในภาพรวม หรือตราสารหนี้ในรุ่นที่น่าลงทุน (Investment Grade) โดยผู้จัดอันดับ Bond Index จะเป็นหน่วยงานต่าง ๆ จากภาคเอกชน เช่น ธนาคารพาณิชย์ และกองทุนต่างๆ เป็นต้น โดยจะรวบรวมข้อมูลและเผยแพร่ Bond Index ให้นักลงทุนที่เป็นลูกค้าของตนทราบ ทั้งนี้ Bond Index ที่เผยแพร่จะมีรูปแบบที่หลากหลายเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการลงทุนของนักลงทุนแต่ละราย อาทิ ดัชนีตราสารหนี้รัฐบาล (Government Bond Index) ดัชนีตราสารหนี้รัฐวิสาหกิจ (SOE Bond Index) และดัชนีตราสารหนี้เอกชน (Corporate Bond Index) รวมถึงยังมีการเปรียบเทียบความน่าลงทุนของตราสารหนี้ในภาพรวม ทั้งดัชนีตราสารหนี้ในโลก (Global Bond Index) และดัชนีตราสารหนี้ในภูมิภาค (Regional Bond Index) โดย Bond Index ที่นักลงทุนต่างประเทศใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ไทยมีรายละเอียดตามตารางที่ 3.1

Regional Bond Index เป็น Index ที่จัดทำและเผยแพร่โดยสถาบันการเงินต่าง ๆ จะระบุ Market Weight ที่เปรียบเทียบกับต่างประเทศในภูมิภาค อาทิ สิงคโปร์ ฮองกง อินโดนีเซีย มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ เป็นต้น เพื่อให้นักลงทุนต่างประเทศสามารถแบ่งสัดส่วนการ

ลงทุนไปยังประเทศต่าง ๆ ในภูมิภาคได้อย่างเหมาะสม โดยตราสารหนี้ไทยส่วนมากที่ถูกจัดอันดับใน Bond Index จะเป็นพันธบัตรรัฐบาลเนื่องจากได้รับความน่าเชื่อถือจากนักลงทุน มีสภาพคล่องสูง และให้ผลตอบแทนที่เหมาะสม

ตารางที่ 3.1 ตัวอย่าง Regional Bond Index ที่นักลงทุนใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน

น้ำหนักการลงทุน (Market Weight)					
Bond Index	มิ.ย. 2558	ธ.ค. 2558	มิ.ย. 2559	ธ.ค. 2559	มิ.ย.2560
GBI-EM Global	7.7%	9.0%	8.0%	7.5%	7.4%
MarkitiBoxx Asia ex-Japan	9.5%	9.8%	9.6%	10.1%	10.8%
Asian Local Markets*	7.9%	7.9%	8.0%		
AGBI	10.4	10.3	10.1	9.9%	9.9%

หมายเหตุ: * หยุดการเผยแพร่ Bond Index

นอกจากนี้ ทางธนาคาร JPMorgan Chase ซึ่งเป็นผู้เผยแพร่ GBI-EM Global Index ที่ได้รับความนิยมจากนักลงทุนต่างประเทศเป็นอย่างสูง ได้ทำการเผยแพร่รุ่นของ พันธบัตรรัฐบาลที่น่าสนใจลงทุนใน GBI-EM Global Index โดยรุ่นของพันธบัตรรัฐบาลของไทยที่น่าสนใจลงทุน ณ เดือนมิถุนายน 2560 มีรายละเอียดตามตารางที่ 3.2

ตารางที่ 3.2 รายละเอียดรุ่นพันธบัตรรัฐบาลไทยที่ถูกจัดอยู่ใน GBI-EM Global Index

Market Weight (%)	
30-Jun-17	
LB193A	0.25
LB196A	1.11
LB206A	0.68
LB21DA	1.16
LB226A	0.69
LB236A	0.76
LB25DA	0.76
LB26DA	0.32
LB296A	0.96
LB316A	0.35
LB366A	0.37
Total	7.42

ที่มา: ข้อมูลจาก J.P. Morgan ณ เดือนมิถุนายน 2560

พันธบัตรรัฐบาลที่ถูกจัดอันดับตามตารางข้างต้น เป็นพันธบัตรรัฐบาลรุ่นที่มียอดหนี้คงค้างสูง มีสภาพคล่อง และมีอายุคงเหลือที่เหมาะสม ซึ่งหากพิจารณาจำนวนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศจะพบว่า มีนักลงทุนต่างประเทศถือครองพันธบัตรรัฐบาลในรุ่นที่อยู่ใน GBI-EM Global Index เป็นจำนวน 512 พันล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 77 ของพันธบัตรรัฐบาลที่ถือครองโดยนักลงทุนต่างประเทศทั้งหมด โดยรายละเอียดปรากฏตามตารางที่ 3.3

จากข้อมูลตามตาราง 3.3 จะเห็นว่า นักลงทุนต่างประเทศให้น้ำหนักกับ Bond Index เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้เป็นอย่างมาก เนื่องจากสถาบันการเงินผู้เผยแพร่ Bond Index ได้ทำการสำรวจความคุ้มค่าในการลงทุนในตราสารหนี้ ซึ่งพันธบัตรที่จะถูกจัดอันดับใน Bond Index จะต้องมียอดประกอบที่ครบถ้วนทั้งสภาพคล่อง ผลตอบแทน รุ่นอายุ และอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสารหนี้ที่เหมาะสม

ตารางที่ 3.3 จำนวนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนต่างประเทศ

อายุ รุ่น	คงเหลือ (ปี)	จำนวนที่ ถือครองโดย NR (พันล้านบาท)	อายุ รุ่น	คงเหลือ (ปี)	จำนวนที่ ถือครองโดย NR (พันล้านบาท)	อายุ รุ่น	คงเหลือ (ปี)	จำนวนที่ ถือครองโดย NR (พันล้านบาท)	อายุ รุ่น	คงเหลือ (ปี)	จำนวนที่ ถือครองโดย NR (พันล้านบาท)
LB170A	0.28	5.9	LB214A	3.78	0.1	LB267A	9.02	0.7	LB383A	20.72	0.1
LB183A	0.68	0.3	LB217A	4.04	35.3	LB26DA	9.47	52.0	LB396A	21.97	0.0
LB183B	0.70	6.8	LB21DA	4.47	77.1	LB27DA	10.47	13.9	LB406A	22.99	0.1
LB191A	1.54	3.9	LB226A	4.97	60.2	LB283A	10.71	42.1	LB416A	23.97	2.1
LB193A	1.69	10.9	LB22NA	5.36	0.2	LB283A	10.71	1.3	LB446A	27.02	7.8
LB196A	1.95	60.5	LB233A	5.70	1.2	LB296A	11.99	47.8	LB466A	28.98	5.3
LB198A	2.12	0.3	LB236A	5.96	60.0	LB316A	13.98	30.5	LB616A	43.99	3.8
LB19DA	2.43	0.2	LB244A	6.78	0.7	LB326A	15.00	5.0	LB666A	49.00	2.3
LB206A	2.99	28.0	LB24DA	7.48	2.7	LB366A	18.98	17.0			
LB213A	3.75	3.6	LB25DA	8.46	67.5	LBA37DA	20.47	8.2			

■ รุ่นที่ถูกจัดอยู่ใน GBI-EM Global Index

ที่มา: ข้อมูล สบн. ณ เดือนมิถุนายน 2560

3.3.6 อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating)

Credit Rating เป็นปัจจัยสำคัญที่นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ เนื่องจาก Credit Rating เป็นเครื่องมือที่ใช้วัดความเสี่ยงและความสามารถในการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยของผู้ออกตราสารหนี้ โดยทั่วไปแล้ว อันดับความน่าเชื่อถือจะถูกจัดตั้งตั้งแต่ระดับ AAA ซึ่งเป็นอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุด และจะลดลงจนถึงระดับ D ซึ่งเป็นระดับต่ำที่สุด โดยอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ BBB-ขึ้นไปจะถูกจัดอันดับในระดับน่าสนใจลงทุน (Investment

Grade) โดยปัจจัยที่ผู้จัดอันดับ Credit Rating จะทำการวิเคราะห์ศักยภาพและความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสารหนี้อย่างรอบด้าน เช่น นโยบายการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ รายได้ รายจ่าย การระจุกตัวของหนี้ เครื่องมือในการบริหารจัดการหนี้ อัตราเงินเฟ้อ และมุมมองต่อเศรษฐกิจในประเทศนั้น ๆ เป็นต้น

ในปัจจุบัน ผู้จัดอันดับ Credit Rating ที่ได้รับความน่าเชื่อถือจากสถาบันการเงินต่าง ๆ ได้แก่ Moody's Investors Service, Standard & Poor's และ Fitch Ratings ได้จัดอันดับ Credit Ratings ให้กับประเทศไทยให้อยู่ระดับ BBB+ หรือ Investment Grade ทำให้นักลงทุนต่างประเทศให้ความไว้วางใจในการลงทุนในตราสารหนี้ไทย โดยมีความมั่นใจว่ารัฐบาลไทยมีศักยภาพในการชำระหนี้ต้นและดอกเบี้ยได้ โดยรายละเอียด Credit Rating ของประเทศไทยตั้งแต่ปี 2556–2560 ปรากฏตามตารางที่ 3.4

ตารางที่ 3.4 อันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยตั้งแต่ปี 2556–2560

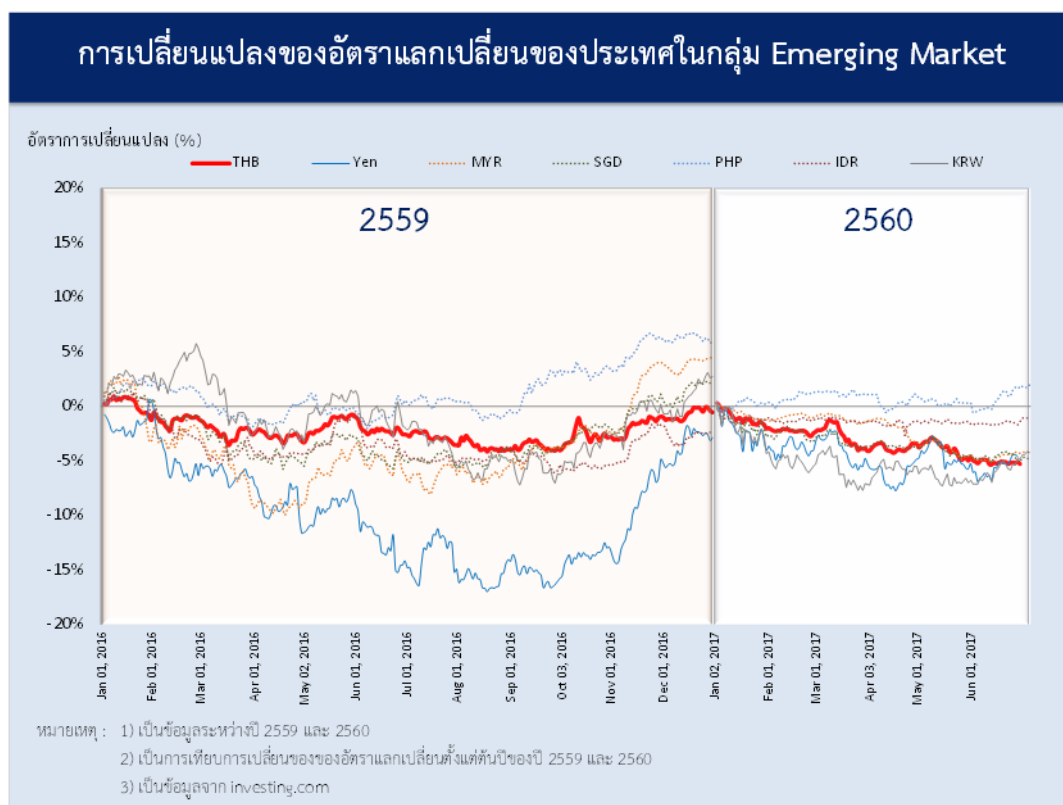
ผู้จัดอันดับ	ธ.ค. 2556	ธ.ค. 2557	ธ.ค. 2558	ธ.ค. 2559	มิ.ย. 2560
Moody's Investors Service	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1	Baa1
Standard & Poor's	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Fitch Ratings	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+

จากตารางดังกล่าวจะเห็นว่า ผู้จัดอันดับ Credit Rating มีความมั่นใจต่อเสถียรภาพของตลาดตราสารหนี้ไทย โดยจัดให้ประเทศไทยอยู่ในระดับ Investment Grade ตลอดตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน

3.3.7 อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ (Foreign Currency Exchange)

ในตลาดแบบเปิด (Open Market) นักลงทุนต่างประเทศจะมีการเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อไปลงทุนในตลาดตราสารหนี้ต่างประเทศที่ให้ผลตอบแทนที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม การลงทุนในต่างประเทศเกือบทั้งสิ้นจะเป็นรูปแบบการเคลื่อนย้ายเงินทุนที่ไม่สมบูรณ์ (Imperfect Capital Mobility) กล่าวคือ การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากประเทศหนึ่งไปสู่อีกประเทศหนึ่ง โดยมีอัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินเป็นปัจจัยความเสี่ยง ซึ่งนอกจากนักลงทุนจะต้องพิจารณาความคุ้มค่าของตราสารหนี้ที่ลงทุนแล้ว นักลงทุนยังคงต้องพิจารณาถึงผลตอบแทนที่จะได้รับภายหลังการแปลงมูลค่าจากสกุลเงินที่ลงทุนกลับมาเป็นสกุลเงินของนักลงทุนเอง

ประเทศไทยเป็นประเทศหนึ่งในกลุ่ม Emerging Market ที่นักลงทุนต่างประเทศให้ความสนใจลงทุน เนื่องจากเงินบาทของประเทศไทยค่อนข้างมีเสถียรภาพ มีความผันผวนต่ำเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่น ๆ ในกลุ่มประเทศ Emerging Market โดยรายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 3.13



แผนภาพที่ 3.13 การเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนเทียบกับประเทศในกลุ่ม Emerging Market

จากแผนภาพที่ 3.13 จะเห็นได้ว่า ตลอดปี 2559 อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยมีการเปลี่ยนแปลงเพียงร้อยละ 0.54 ซึ่งเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน เช่น มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนถึงร้อยละ 4.29 2.34 และ 5.58 ตามลำดับ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงที่น้อยจะช่วยลดอุปสรรคในการเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนได้ อย่างไรก็ตาม ในปี 2560 ตลาดการเงินทั่วโลกยังมีความผันผวนและความไม่แน่นอนสูง นักลงทุนต่างประเทศจะต้องติดตามการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนอย่างใกล้ชิด

3.4 สรุปผลการศึกษา

จะเห็นได้ว่านอกจากสถานการณ์ความไม่แน่นอนต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อการศึกษาตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศแล้ว คุณภาพของตราสารนี้เองยังเป็นปัจจัยที่สำคัญที่

นักลงทุนต่างประเทศใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อไปลงทุน หากพิจารณาจำนวนการถือครองตราสารหนี้ไทยจะพบว่า มีนักลงทุนต่างประเทศถือครองพันธบัตรรัฐบาลและ ธปท. เป็นจำนวนสูงสุดโดยมีค่าเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2556–2560 อยู่ที่จำนวนประมาณ 600,000 ล้านบาท และ 60,000 ล้านบาท ตามลำดับ เนื่องจากเป็นตราสารหนี้ที่มี Liquidity สูง นักลงทุนต่างประเทศสามารถโยกย้ายเงินทุนไปลงทุนในตราสารหนี้อื่น ๆ เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงของ ความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นได้ง่าย อีกทั้งยังมีความน่าเชื่อถือและให้ผลตอบแทนในระดับที่ เหมาะสม จึงทำให้มีนักลงทุนต่างประเทศลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลและ ธปท. อย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าตราสารหนี้ของรัฐวิสาหกิจและภาคเอกชนจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล และ ธปท. และได้รับ Credit Rating ในระดับ Investment Grade แต่ตราสารหนี้ของรัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชนมี Liquidity ที่ต่ำ จึงทำให้มีสัดส่วนการลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศที่น้อย รายละเอียดการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศปรากฏตามตารางที่ 3.5

ตารางที่ 3.5 จำนวนการถือครองตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างประเทศตั้งแต่ปี 2556–มิ.ย. 2560

ตราสารหนี้	จำนวนตราสารหนี้ไทยที่นักลงทุนต่างประเทศถือครอง (พันล้านบาท)				
	ธ.ค. 2556	ธ.ค.2557	ธ.ค.2558	ธ.ค.2559	มิ.ย.2560
Government Bond	595	625	553	570	665
BOT Bond	110	56	16	63	56
SOE Bond	–	–	–	6	–
Corporate Bond	1	<1	<1	<1	<1

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)

เมื่อพิจารณาตารางที่ 3.5 แล้วจะพบว่า นักลงทุนต่างประเทศมีสัดส่วนการลงทุนใน พันธบัตรรัฐบาลสูงกว่าพันธบัตร ธปท. เพราะนอกจาก Liquidity ที่สูงของทั้งพันธบัตรรัฐบาลและ ธปท. แล้ว นักลงทุนต่างประเทศจะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าหากลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลซึ่งมีอายุที่ยาวกว่า โดยเฉลี่ย อย่างไรก็ตาม อัตราแลกเปลี่ยนยังคงเป็นปัจจัยหลักที่นักลงทุนต่างประเทศจะต้องใช้ ประกอบการพิจารณาตัดสินใจเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อมาลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยเสมอ

จากการศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศในตราสารหนี้ รัฐบาล สรุปได้ว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนประกอบด้วย สภาพเศรษฐกิจและความมี เสถียรภาพ อัตราผลตอบแทน สภาพคล่อง รุ่นอายุของตราสารหนี้ ดัชนีชี้วัดตราสาร อันดับความ

น่าเชื่อถือ และอัตราแลกเปลี่ยน การลงทุนของนักลงทุนต่างชาติในตราสารหนี้ไทยจะช่วยเพิ่มทั้งความต้องการหรือ Demand ในตราสารหนี้และจำนวนผู้เล่นในตลาดตราสารหนี้ไทย อันจะเป็นผลให้ตลาดมีขนาดใหญ่ขึ้น ผลตอบแทนในตลาดลดลง อันจะทำให้ต้นทุนของผู้ออกตราสารโดยเฉพาะรัฐบาลที่มีความจำเป็นต้องกู้เงินและบริหารหนี้จำนวนมหาศาลทุกปีต่ำลงด้วย นอกจากนี้ การเข้ามาของนักลงทุนต่างประเทศทำให้การซื้อขายในตลาดรองเพิ่มขึ้น ตลาดมีสภาพคล่องมากขึ้น และจะดึงดูดให้มีผู้สนใจเข้าร่วมตลาดมากขึ้น อย่างไรก็ตาม รัฐบาลจะต้องคำนึงถึงความเสี่ยงหากนักลงทุนต่างชาติมีการซื้อหรือขายพันธบัตรจำนวนมากทันทีอาจส่งผลกระทบต่อค่าเงิน ต้นทุน และเสถียรภาพของการเงินไทยได้ ในบทที่ 4 ผู้ศึกษาจะนำผลการศึกษามาใช้เพื่อจัดทำข้อเสนอแนะเชิงนโยบายเกี่ยวกับการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติต่อไป

บทที่ 4

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ถึงแม้ว่าตลาดตราสารหนี้ไทยจะได้รับความสนใจลงทุนจากนักลงทุนต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยมีปัจจัยสนับสนุนไม่ว่าจะเป็นเรื่องความมีเสถียรภาพด้านเศรษฐกิจการเมือง รวมถึงเสถียรภาพของค่าเงินบาท ตลอดจนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างจริงจังของภาครัฐ ทั้งในเรื่องโครงสร้างพื้นฐานและผลิตภัณฑ์ตราสารหนี้ที่หลากหลาย อย่างไรก็ตาม ตลาดตราสารหนี้ไทยยังคงมีศักยภาพเพียงพอที่จะสามารถเพิ่มสัดส่วนการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศได้ ซึ่งจะเป็นการเพิ่มฐานนักลงทุนต่างประเทศให้มีความหลากหลายมากยิ่งขึ้น เพิ่มปริมาณการซื้อขายในตลาดรอง สนับสนุนการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Reference Rate) และสามารถลดการแย่งชิงทรัพยากรทางการเงินในประเทศ (Crowding-out Effect) และเพื่อให้เพียงพอต่อความต้องการใช้เงินในยามวิกฤติได้ ซึ่งหากพิจารณาแล้วจะพบว่า นอกจากสถานะตลาดการเงินและคุณสมบัติของตราสารหนี้ที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ไทยแล้ว การพัฒนาโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้ไทยยังเป็นสิ่งที่เป็นประโยชน์ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนต่างประเทศมาลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยมากขึ้นได้ เช่น การอำนวยความสะดวกทางด้านภาษีให้กับนักลงทุน การพัฒนาเครื่องมือการลงทุน การเสริมสร้างความแข็งแกร่งของตลาดตราสารหนี้ในประเทศ และการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารให้ทั่วถึง โดยมีรายละเอียดดังนี้

4.1 การสนับสนุนด้านภาษีเงินได้จากการลงทุนในตราสารหนี้ไทยเพื่อให้ผลตอบแทนที่แท้จริงสูงขึ้น

โดยทั่วไปแล้วนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศจะต้องเสียภาษีเงินได้พึงประเมินจากการลงทุนในตราสารหนี้ไทยทั้งของภาครัฐและเอกชนตามมาตรา 40 (ก) แห่งประมวลกฎหมายรัษฎากร ซึ่งประกอบด้วยดอกเบี้ยของพันธบัตร (Interest Rate) กำไรจากการขาย (Capital Gain) และส่วนลดจากการซื้อ (Discount) โดยรายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 4.1

เมื่อพิจารณาภาษีเงินได้ที่เก็บจากนักลงทุนต่างประเทศจะพบว่า นักลงทุนต่างประเทศจะได้รับยกเว้นกรณีรายได้พึงประเมินเป็นดอกเบี้ยจากตราสารหนี้รัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศไทยที่จัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงินเพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรม หรืออุตสาหกรรมตามมาตรา 70 วรรคสอง แห่งประมวลรัษฎากร ทั้งนี้ นักลงทุนต่างประเทศยังคงเสีย

ภาษีในส่วนของ Capital Gain และ Discount ในอัตราภาษีตามแผนภาพที่ 4.1 อย่างไรก็ตาม ใน การคำนวณภาษีสำหรับ Capital Gain จะต้องนำอนุสัญญาภาษีซ้อน (Double Tax Agreement: DTA) มาเพื่อพิจารณาประกอบ นักลงทุนต่างประเทศที่มาจากประเทศที่มีสนธิสัญญาภาษีซ้อน ระหว่างกัน เช่น สิงคโปร์ จะได้รับยกเว้นในกรณีเงินได้พึงประเมินสำหรับ Capital Gain

ภาษีเงินได้จากการลงทุนในตราสารหนี้

ประเภทนักลงทุน	ประเภทตราสาร	ตราสารหนี้ (หุ้นกู้ และพันธบัตร)		ตราสารหนี้ - กรณีไม่มีดอกเบี้ย (หุ้นกู้ และพันธบัตร)	
		ประเภทเงินได้	ดอกเบี้ย (ม. 40(4)(ก))	กำไรจากการขาย (ม. 40(4)(ข))	ส่วนลด (ม. 40(4)(ก))
นักลงทุนไทย	บุคคลธรรมดา	เลือก WHT 15% หรือรวม คำนวณ (ม. 48(3)(ก))	เลือก WHT 15% หรือรวม คำนวณ (ม. 48(3)(ค))	เลือก WHT 15% หรือนำไปรวม คำนวณเฉพาะผู้ทรงคนแรก (ม. 50(2)(ค) และกฎกระทรวงฯ 126 ข้อ 2 (30))	ยกเว้น
	นิติบุคคล	WHT 1% และรวมคำนวณ (ข้อ 4 ทป.4/2558)	รวมคำนวณ	WHT 1% และรวมคำนวณ (ข้อ 4 ทป.4/2558)	รวมคำนวณ
นักลงทุนต่างประเทศ	บุคคลธรรมดา	เหมือนนักลงทุนไทย	เหมือนนักลงทุนไทย	เหมือนนักลงทุนไทย	เหมือนนักลงทุนไทย
	นิติบุคคล	WHT 15% (ม.70)	WHT 15% (ม.70)	WHT 15% (ม.70)	WHT 15% (ม.70)

ยกเว้นกรณีได้รับเงินได้พึงประเมินที่เป็นดอกเบี้ยจากรัฐบาล หรือสถาบันการเงินที่มีกฎหมายโดยเฉพาะของประเทศไทยจัดตั้งขึ้นสำหรับให้กู้ยืมเงิน เพื่อส่งเสริมเกษตรกรรม พาณิชยกรรม หรืออุตสาหกรรม (มาตรา 70 วรรคสอง แห่งประมวลรัษฎากร)

ที่มา: ข้อมูลสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง

แผนภาพที่ 4.1 อัตราภาษีเงินได้จากการลงทุนในตราสารหนี้ไทย

หากพิจารณาในด้านโครงสร้างทางภาษีจะพบว่า นักลงทุนต่างประเทศส่วนมากจะมาจาก ประเทศสิงคโปร์และตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐ เนื่องจากได้รับยกเว้นในส่วนของภาษีเงินได้ พึงประเมินจากมาตรา 70 วรรคสอง แห่งประมวลกฎหมายรัษฎากร และจาก DTA ระหว่างประเทศ ไทยและประเทศสิงคโปร์ ซึ่งในกรณีนี้ นับรวมนักลงทุนจากประเทศอื่น ๆ ที่ใช้สถาบันการเงินที่จัดตั้ง ขึ้นในประเทศสิงคโปร์เป็นช่องทางเพื่อมาลงทุนในประเทศไทยและได้รับยกเว้นด้านภาษี ดังนั้น หากมี การจัดเก็บภาษีสำหรับนักลงทุนต่างประเทศที่ไม่ได้มาจากประเทศสิงคโปร์ในส่วนของตราสารหนี้ทั้ง ของภาครัฐและเอกชนในอัตราที่เท่ากัน จะเป็นการส่งเสริมให้นักลงทุนต่างประเทศสามารถเข้าถึงตรา สารหนี้ไทยมากยิ่งขึ้น

4.2 การพัฒนาเครื่องมือในการลดความเสี่ยงการลงทุน (Hedging Instrument)

การที่นักลงทุนต่างประเทศจะเคลื่อนย้ายเงินทุนที่ลงทุนในประเทศหนึ่งหรือจากสกุลเงินหนึ่งเพื่อไปลงทุนและได้รับผลตอบแทนในอีกประเทศที่มีเงินต่างสกุลกัน ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจะมีโอกาสเปลี่ยนแปลงเป็นได้ทั้งกำไรและขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงค่าเงินที่อาจมีความผันผวน ซึ่งส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์และความสามารถขององค์กรในภาพรวม นักลงทุนต่างประเทศจึงใช้เครื่องมือต่าง ๆ เพื่อปิดความเสี่ยงในการลงทุน ได้แก่

4.2.1 รุกรกรรมสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Forward Contract)

การทำธุรกรรมซื้อขายล่วงหน้าเป็นการทำสัญญาล่วงหน้ากับธนาคารโดยกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนและจำนวนเงินที่ตกลงกันไว้ ณ ปัจจุบัน และจะมีการส่งมอบภายในอนาคต โดยนักลงทุนสามารถลดความเสี่ยงของการเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนในอนาคตซึ่งอาจจะมีการเปลี่ยนแปลงจากเหตุการณ์ความไม่แน่นอนต่าง ๆ ได้

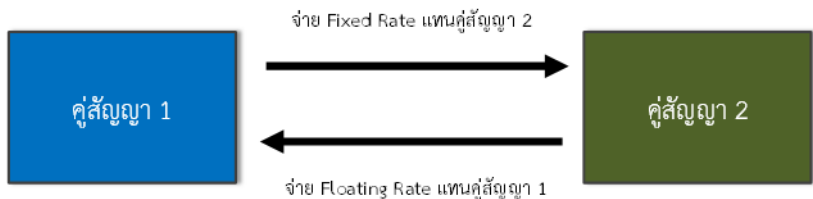
4.2.2 รุกรกรรมสัญญาแลกเปลี่ยน (Swap Contract)

Swap Contract เป็นการทำธุรกรรมสัญญาแลกเปลี่ยนระหว่างคู่สัญญา 2 ฝ่าย โดยมีธนาคารเป็นตัวกลางในการแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดระหว่างกันเพื่อให้เหมาะสมกับความต้องการใช้เงิน โดยก่อให้เกิดภาระผูกพันที่คู่สัญญาจะต้องปฏิบัติตามในการส่งมอบกระแสเงินสดระหว่างกัน ตามงวดที่กำหนดตลอดอายุของสัญญา ในปัจจุบันการทำ Swap แบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

4.2.2.1 รุกรกรรมสัญญาแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Swap)

การทำสัญญาแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยที่คู่สัญญาทั้ง 2 ฝ่ายจะตกลงแลกดอกเบี้ยซึ่งกันและกันภายในระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งจะเป็นส่วนของอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น โดยจะมีฝ่ายหนึ่งเป็นผู้จ่ายดอกเบี้ยคงที่ ณ ระยะเวลาที่กำหนด (Fixed Rate Payer) และจะมีอีกฝ่ายหนึ่งเป็นผู้จ่ายอัตราดอกเบี้ยที่แปรผันตามดัชนี (Floating Rate Payer) ตลอดอายุข้อตกลงของสัญญา รายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 4.2

ธุรกรรม Interest Rate Swap



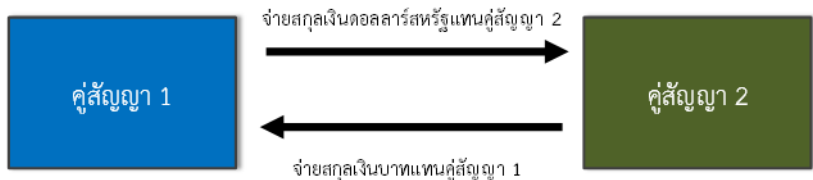
การได้เสียของคู่สัญญา Interest Rate Swap		
คู่สัญญา	อัตราดอกเบี้ย	
	ลดลง	เพิ่มขึ้น
Fixed Rate Payer	ขาดทุน	กำไร
Floating Rate Payer	กำไร	ขาดทุน

แผนภาพที่ 4.2 ธุรกรรม Interest Rate Swap

4.2.2.2 ธุรกรรมสัญญาแลกเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยน (Cross Currency Swap)

การทำสัญญาแลกเปลี่ยนอัตราแลกเปลี่ยนที่คู่สัญญาทั้ง 2 ฝ่ายตกลงแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดระหว่างกันทั้งในส่วนของดอกเบี้ยและเงินต้น จากสกุลเงินต่างประเทศหนึ่งอีกสกุลเงินต่างประเทศตลอดจนครบอายุสัญญา โดยผู้ทำสัญญาจะไม่มีความเสี่ยงในด้านอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อกำหนดครบชำระหนี้ โดยรายละเอียดปรากฏตามแผนภาพที่ 4.3

ธุรกรรม Cross Currency Swap



แผนภาพที่ 4.3 ธุรกรรม Cross Currency Swap

ในปัจจุบันประเทศไทยได้พัฒนา Hedging Instrument ให้มีความก้าวหน้าและแพร่หลายตอบสนองกับความต้องการของนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งจะมีการเคลื่อนย้าย

เงินทุนเข้ามาลงทุนในประเทศไทยและย้ายออกไปลงทุนที่ต่างประเทศ โดย Hedging Instrument ดังกล่าว นอกจากจะมีประโยชน์ต่อตลาดตราสารหนี้ไทยแล้ว ยังเป็นประโยชน์ต่อผู้ประกอบการที่มีการนำเข้าและส่งออกสินค้าซึ่งจะสามารถป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม Hedging Instrument ดังกล่าวยังมีข้อจำกัดที่เป็นอุปสรรคต่อการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ เนื่องจากมีจำนวนผู้ใช้ Hedging Instrument เฉพาะบางกลุ่มและยังไม่แพร่หลาย ซึ่งนักลงทุนต่างประเทศอาจจะต้องใช้เวลา 1-2 วันล่วงหน้า การแจ้งความประสงค์ในการทำธุรกรรม Swap ให้กับธนาคารตัวกลางทราบ นอกจากนี้ ธนาคารตัวกลางยังได้กำหนดวงเงินขั้นต่ำสำหรับการทำธุรกรรม Swap ไว้ที่ประมาณ 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งทำให้นักลงทุนรายย่อยและสถาบันการเงินขนาดเล็กทั้งในและต่างประเทศไม่สามารถเข้าถึงการใช้ธุรกรรม Hedging Instrument นี้ได้

ดังนั้น การส่งเสริมให้ภาคเอกชนมีการใช้ Hedging Instrument มากขึ้นจะเป็นการช่วยพัฒนาให้ตลาดธุรกรรม Forward Contract และ Swap Contract ให้เติบโตมากขึ้นจนสามารถรองรับความต้องการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศจำนวนมากพร้อมกันได้ นอกจากนี้ การขอความร่วมมือจากธนาคารพาณิชย์ในฐานะที่เป็นตัวกลางของธุรกรรม Hedging Instrument ในการลดวงเงินขั้นต่ำในการทำธุรกรรม จะช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนรายย่อยและสถาบันการเงินขนาดเล็กสามารถเข้ามาลงทุนในตราสารหนี้ไทยได้

4.3 การเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารแผนการระดมทุนและข้อมูลอื่น ๆ ให้ทั่วถึงและสม่ำเสมอ

ในการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ นักลงทุนมีความจำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีความรู้ข้อมูลประกอบการพิจารณาวางแผนการลงทุนเพื่อให้ผลตอบแทนตามที่ต้องการ ซึ่งการได้รับข้อมูลไม่ครบถ้วน ล่าช้า หรือไม่ถูกต้องอาจก่อให้เกิดความเสียหายแก่นักลงทุนได้ ในแต่ละปีนักลงทุนต่างประเทศจะเดินทางไปสอบถามถึงข้อมูลภาวะตลาดตราสารหนี้ในประเทศที่ตนสนใจจะลงทุนและแผนการระดมทุนของจากทั้งภาครัฐและเอกชนตามแหล่งลงทุนตามภูมิภาคต่าง ๆ ทั่วโลก เพื่อนำมาประกอบการพิจารณาตัดสินใจลงทุนในประเทศนั้น ๆ

จากการสอบถามความคิดเห็นจากนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยอย่างต่อเนื่องพบว่า นักลงทุนต่างประเทศได้รับข้อมูลเกี่ยวกับแผนการระดมทุนของรัฐบาลน้อยกว่านักลงทุนในประเทศ และมีจำนวนบ่อยครั้งที่นักลงทุนต่างประเทศติดต่อทางกระทรวงการคลังเพื่อขอพบและสอบถามถึงแผนการระดมทุนของรัฐบาล ซึ่งการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันทำให้นักลงทุนต่างประเทศไม่สามารถตัดสินใจวางแผนการลงทุนในตราสารหนี้ไทยได้ ถึงแม้ว่ากระทรวงการคลังจะมีการจัดประชุมอย่างต่อเนื่อง ทั้งการหารือรายไตรมาสร่วมกับ MOF Outright

Primary Dealers และการประชุมประจำปี Annual Market Dialogue เพื่อประชาสัมพันธ์แผนการระดมทุน แต่นักลงทุนต่างประเทศยังคงไม่สามารถเข้าถึงการประชาสัมพันธ์ข้อมูลดังกล่าวได้

ดังนั้น การเพิ่มช่องทางการประชาสัมพันธ์ และการกำหนดกลยุทธ์ในการเข้าถึงนักลงทุนต่างประเทศในเชิงรุก เช่น การประชาสัมพันธ์แผนการระดมทุนผ่านเว็บไซต์ของ ThaiBMA ซึ่งเป็นที่รู้จักอย่างแพร่หลายของนักลงทุนต่างประเทศ และการทำประชาสัมพันธ์ประจำปีในต่างประเทศ (Annual International Roadshow) ที่เป็นศูนย์กลางตลาดการเงิน (Financial Center) ทั้ง สิงคโปร์ ฮองกง ญี่ปุ่น แพรงเฟิร์ต และลอนดอน จะช่วยให้นักลงทุนสามารถรับรู้ข้อมูลได้อย่างเท่าเทียมกับนักลงทุนในประเทศได้

4.4 การรวบรวมข้อมูลนักลงทุนต่างประเทศเพื่อจัดทำกลยุทธ์การระดมทุนให้เหมาะกับกลุ่มเป้าหมาย

เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศที่ลงทุนในตราสารหนี้ทั่วโลกจะใช้ผู้รับฝากสินทรัพย์ (Custodian) ที่อยู่ตามภูมิภาคต่าง ๆ เป็นผู้ลงทุนในตราสารหนี้แทนตนเอง ซึ่งจะทำให้ผู้ออกตราสารหนี้หรือธนาคารกลางไม่สามารถรับทราบข้อมูลต่าง ๆ ของนักลงทุนต่างประเทศที่เป็นผู้รับผลประโยชน์ที่แท้จริง (End-Beneficial Investor) ทั้งประเทศของนักลงทุน ประเภทของนักลงทุน และรายชื่อของนักลงทุน เพื่อนำมาเป็นข้อมูลประกอบการพิจารณาวางแผนการระดมทุนที่สอดคล้องกับความต้องการลงทุนจริงของนักลงทุนต่างประเทศได้ ซึ่งในปัจจุบันผู้ออกตราสารหนี้ และ ธปท. จะทราบข้อมูลของนักลงทุนต่างประเทศเพียงรายชื่อของ Custodian และวงเงินที่ลงทุน

ธปท. ได้ออกประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ที่ สรช. 8/2559 เรื่องการจัดส่งข้อมูลผู้ได้รับผลประโยชน์ที่แท้จริงจากการลงทุนในตราสารหนี้เพื่อการจัดทำสถิติดุลการชำระเงินและฐานะการลงทุนระหว่างประเทศ โดยให้ธนาคารพาณิชย์และ Custodian รายงานข้อมูลของ End-Beneficial Investor ให้กับ ธปท. ทราบเป็นรายเดือน อย่างไรก็ตาม ธนาคารพาณิชย์และ Custodian ไม่สามารถรายงานข้อมูลของ End-Beneficial Investor ได้ตามที่กำหนด เนื่องจากนักลงทุนต่างประเทศมีกฎหมายคุ้มครองในการเปิดเผยข้อมูลของ End-Beneficial Investor (Personal Data Protection Act) ระหว่าง End-Beneficial Investor และ Custodian เช่น ประเทศสิงคโปร์ ประเทศในสหภาพยุโรป และสหราชอาณาจักร เป็นต้น ซึ่งจะต้องได้รับความยินยอมจากนักลงทุนก่อนที่จะสามารถเผยแพร่ถึงบุคคลที่สามได้ อีกทั้งมีขั้นตอนดำเนินการจำนวนมากในการรวบรวมข้อมูลของ End-Beneficial Investor เพื่อรายงานข้อมูลเป็นรายเดือนให้กับ ธปท. ได้ทันเวลาที่กำหนด นอกจากนี้ประกาศของ ธปท. ดังกล่าวได้สร้างความกังวลให้กับนักลงทุนต่างประเทศในการตัดสินใจลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งอาจทำให้นักลงทุนต่างประเทศบางส่วนเคลื่อนย้ายเงินทุนเพื่อไปลงทุนในประเทศอื่น ๆ ได้

อย่างไรก็ตาม ข้อมูลการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศยังคงเป็นประโยชน์อย่างมากต่อกระทรวงการคลัง ซึ่งจะสามารถนำมาประกอบแผนการระดมทุนที่ตรงตามความต้องการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศได้ ดังนั้น การได้รับข้อมูลเพียงภูมิภาคที่มาจากนักลงทุน และประเภทของนักลงทุนซึ่งเพียงพอและจะเป็นผลดีต่อทั้งกระทรวงการคลังในการวางแผนการระดมทุน และนักลงทุนต่างประเทศในการได้รับประโยชน์จากแผนการระดมทุนที่ตรงตามความต้องการได้ ทั้งนี้ จะต้องมีการสื่อสารกับนักลงทุนต่างประเทศอย่างใกล้ชิด เพื่อให้ทราบถึงวัตถุประสงค์ในการรวบรวมข้อมูล และขั้นตอนการเก็บข้อมูลชั้นความลับ (Restricted Information) ซึ่งจะช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนต่างประเทศในการเผยแพร่ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ให้กับกระทรวงการคลังและ ธปท. ได้

4.5 การสนับสนุนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ

การเสริมสร้างความแข็งแกร่งของโครงสร้างตลาดตราสารหนี้ไทยในประเทศยังคงเป็นส่วนหนึ่งที่จะช่วยสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศได้เป็นอย่างมาก ตัวอย่างเช่น การพัฒนาเส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรประเภทไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Zero-Coupon Bond Yield Curve) ให้มีช่วงอายุที่อายุขึ้น เพื่อนำมาช่วยในการคำนวณมูลค่าของตราสารหนี้ได้อย่างมีประสิทธิภาพและสามารถสะท้อนราคาของตราสารหนี้ที่แท้จริงได้ (Real Valuation) ซึ่งในปัจจุบันตราสารหนี้ประเภท Zero-Coupon Bond ที่ออกมีอายุยาวไม่เกิน 1 ปี ไม่สามารถนำมาใช้ในการคำนวณมูลค่าของตราสารหนี้ที่มีอายุยาวกว่าได้ นอกจากนี้ หากมีการพัฒนาตลาดซื้อขายพันธบัตรในอนาคต (Bond Future) ให้มีการใช้อย่างแพร่หลายยังคงเป็นอีกหนึ่งช่องทางที่จะช่วยอำนวยความสะดวกให้กับนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศให้สามารถซื้อขายพันธบัตรได้อย่างอิสระมากขึ้น

ในปัจจุบันกระทรวงการคลังมุ่งมั่นที่จะพัฒนาโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้ให้มีความแข็งแกร่งอย่างสม่ำเสมอ จึงทำการศึกษาธุรกรรมแยกเงินต้นและดอกเบี้ยออกจากพันธบัตร (Bond Stripping) โดยการแยกพันธบัตรรัฐบาลในรุ่นอายุยาวให้เป็น Zero-Coupon Bond โดยมีวงเงินและอายุตามดอกเบี้ยที่จ่าย ทั้งนี้ นักลงทุนจะสามารถซื้อขาย Zero-Coupon Bond ได้อย่างอิสระ ซึ่งจะช่วยให้เกิดสภาพคล่องกับ Zero-Coupon Bond ในรุ่นอายุยาว และจะสามารถสร้าง Zero-Coupon Bond Yield Curve ได้ นอกจากนี้ กระทรวงการคลังยังได้ผลักดันให้นักลงทุนในประเทศมีส่วนร่วมในการซื้อขายพันธบัตรในตลาด Bond Future มากขึ้น เพื่อให้มีสภาพคล่องและสามารถสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุนต่างประเทศ

อย่างไรก็ตาม ความมุ่งมั่นในการพัฒนาโครงสร้างของตลาดตราสารหนี้ไทยของกระทรวงการคลังจะต้องได้รับการสนับสนุนจากนักลงทุนทั้งในและต่างประเทศ และผู้ร่วมตลาด

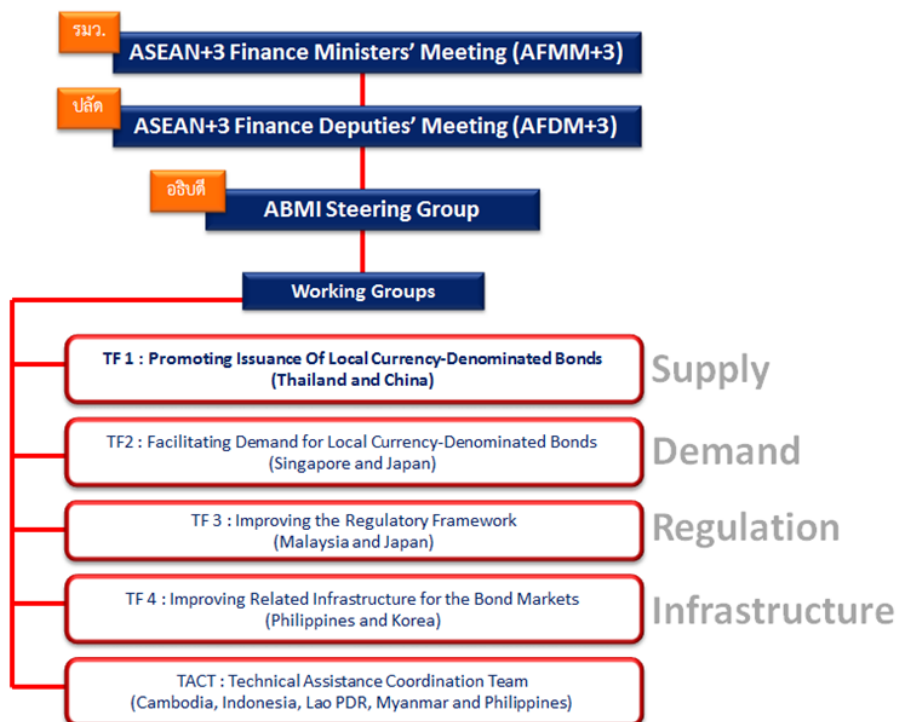
ตราสารหนี้ทุกฝ่ายในการผลักดันให้ตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุนต่างประเทศ เพื่อจะสามารถดึงดูดให้นักลงทุนต่างประเทศมาลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยมากยิ่งขึ้น

4.6 การพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลเพื่อให้สามารถเข้าไปอยู่ใน Bond Index

กระทรวงการคลังควรหารือกับสถาบันการเงินผู้จัดทำ Bond Index เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยและจัดทำแผนเพื่อผลักดันให้ตราสารหนี้ไทยเข้าไปอยู่ใน Bond Index เพื่อให้ให้นักลงทุนสนใจลงทุนในตราสารหนี้รัฐบาลเพิ่มมากขึ้น ซึ่งโดยทั่วไปตราสารหนี้ที่อยู่ใน Index มีสภาพคล่องสูง มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในระดับที่น่าลงทุนขึ้นไป มีอายุ และผลตอบแทนที่เหมาะสมเมื่อเปรียบเทียบกับความเสี่ยง

4.7 การสนับสนุนความร่วมมือกับต่างประเทศ

กระทรวงการคลังให้ความสำคัญกับความร่วมมือกับต่างประเทศในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในภูมิภาคให้เติบโตและพัฒนาเป็นแหล่งระดมทุนหลักสำหรับประเทศในภูมิภาคเอเชีย โดยมาตรการริเริ่มพัฒนาตลาดพันธบัตรเอเชีย (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) เป็นหนึ่งในมาตรการริเริ่มหลักของความร่วมมือทางด้านเศรษฐกิจและการเงินระหว่างประเทศสมาชิกอาเซียน+3 ซึ่งริเริ่มขึ้นภายหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจการเงินของภูมิภาคเอเชีย ในปี 2540 เพื่อลดความเสี่ยงจากความเหลื่อมล้ำของระยะเวลาการให้กู้ยืมและระยะเวลาลงทุน (Maturity Mismatch) และความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน โดยสนับสนุนให้มีการนำเงินออมในภูมิภาคมาลงทุนระยะยาวภายในภูมิภาคด้วยการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ของภูมิภาคให้มีความแข็งแกร่ง สามารถเป็นทางเลือกในการลงทุนของผู้มีเงินออมและเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวให้แก่ทั้งภาครัฐและภาคเอกชน โดยในปี 2546 ที่ประชุมรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการคลังอาเซียน+3 ได้เห็นชอบให้ดำเนินการมาตรการ ABMI อย่างเป็นทางการ ซึ่งถือได้ว่าเป็นการเสริมสร้างความร่วมมือทางการเงินระหว่างประเทศภายในภูมิภาคอย่างเป็นรูปธรรมโดยมาตรการ ABMI ประกอบด้วยคณะทำงานย่อย 4 คณะตามแผนภาพที่ 4.4 ดังนี้



แผนภาพที่ 4.4 โครงสร้างการดำเนินงานภายใต้มาตรการ ABMI

4.7.1 **คณะทำงานที่ 1** ดำเนินการเรื่องส่งเสริมการออกตราสารหนี้ที่เป็นสกุลเงินท้องถิ่นในตลาดภูมิภาคเพื่อเพิ่มอุปทานของตลาดตราสารหนี้ โดยได้มีการจัดตั้ง Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF) เพื่อทำหน้าที่ค้ำประกันตราสารหนี้ให้กับภาคเอกชนที่มีฐานที่ตั้งอยู่ในประเทศในภูมิภาค ASEAN+3 เพื่อให้ตราสารหนี้เหล่านี้มีอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงขึ้น อันจะช่วยลดต้นทุนการระดมทุนของผู้ออกตราสารหนี้ ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเสนอให้ผู้ถือหุ้นเห็นชอบการเพิ่มทุน 500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อขยายธุรกิจการค้ำประกันของ CGIF โดยรักษาระดับ Credit Rating ขององค์กรไว้ที่ระดับ AA ทั้งนี้ ในปี 2560–2567 CGIF มีแผนการดำเนินงานที่มุ่งเน้นในเรื่อง (1) ขยายฐานนักลงทุน (2) พัฒนาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น พันธบัตรสำหรับโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Project) และพันธบัตรที่ใช้ในการระดมทุนเพื่อพัฒนาพลังงานทดแทน (Green Bond) เป็นต้น (3) ส่งเสริมการทำ Securitization เช่น การทำ Solar Bond โดยใช้กระแสเงินสดจากกระบวนการผลิตไฟฟ้าจากแผงพลังงานแสงอาทิตย์ (4) ผลักดันให้นักลงทุนจากประเทศ +3 (สาธารณรัฐประชาชนจีน ญี่ปุ่น และสาธารณรัฐเกาหลี) เข้ามาระดมทุนใน ASEAN6 (สาธารณรัฐสิงคโปร์ ราชอาณาจักรไทย สาธารณรัฐสังคมนิยมเวียดนามสหพันธรัฐมาเลเซีย สาธารณรัฐอินโดนีเซีย สาธารณรัฐฟิลิปปินส์) มากขึ้น (5) จัดตั้งและส่งเสริมให้มีการออก Local Bond ในตลาด BCLM (เน

การราบรู้ในดารุสซาลาม ราชอาณาจักรกัมพูชา สาธารณรัฐประชาธิปไตยประชาชนลาว (สปป. ลาว) สาธารณรัฐแห่งสหภาพเมียนมาร์)

4.7.2 **คณะทำงานที่ 2** มุ่งเน้นการอำนวยความสะดวกเพื่อเอื้ออำนวยให้มีอุปสงค์ในการลงทุนในตราสารหนี้สกุลเงินท้องถิ่น มีการจัด Asian Bond Markets Summit ซึ่งเป็นเวทีให้ภาคเอกชนและภาครัฐหารือแนวทางการพัฒนาตลาดทุนของเอเชียเป็นประจำทุกปี นอกจากนี้ ยังจัดทำเว็บไซต์ Asian Bond Online (ABO) และการออก Asia Bond Monitor (ABM) เพื่อเป็นแหล่งข้อมูลและบทวิเคราะห์เกี่ยวกับตลาดพันธบัตรสกุลเงินท้องถิ่นสำหรับนักลงทุน

4.7.3 **คณะทำงานที่ 3** มุ่งเน้นการปรับปรุงกฎระเบียบด้านการกำกับดูแลให้เป็นมาตรฐานสากล และให้มีความสอดคล้องเป็นไปในทางเดียวกัน โดยคณะทำงานที่ 3 ได้ปรับปรุงกฎเกณฑ์ภาครัฐให้เอื้ออำนวยต่อการลงทุนผ่านกรอบความร่วมมือ ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF) และแบ่งคณะทำงานกลุ่มย่อยเป็น 2 คณะ ได้แก่

(1) คณะทำงานกลุ่มย่อยที่ 1 สนับสนุนการจัดตั้ง ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework (AMBIF) โดยได้มีการหารือร่วมกันระหว่างประเทศที่เข้าร่วม ได้แก่ ญี่ปุ่น ฮองกง เกาหลี มาเลเซีย สิงคโปร์ และไทย และมีเป้าหมายในการกำหนดมาตรฐานการออกตราสารหนี้ภายในภูมิภาค โดยในปี 2558 Mizuho Bank ได้ประสบความสำเร็จในการออก Baht Bond วงเงิน 3,000 ล้านบาท อายุ 3 ปี มีอัตราผลตอบแทนที่ร้อยละ 2.33 ต่อปี เป็นรายแรก

(2) คณะทำงานกลุ่มย่อยที่ 2 มีการรายงานผลการศึกษาเรื่อง Harmonization and Standardization of Bond Market Infrastructures in ASEAN+3 เกี่ยวกับการปรับปรุงกฎเกณฑ์และการวางมาตรฐานการออกพันธบัตร เพื่อให้เป็นแนวทาง/รูปแบบของการออกพันธบัตรในภูมิภาค

4.7.4 **คณะทำงานที่ 4** มุ่งเน้นเรื่องการพัฒนาปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาตลาดตราสารหนี้เน้นการจัดตั้งตัวกลางในการชำระหนี้ในภูมิภาค (Regional Settlement Intermediary: RSI) โดยได้มีการจัดตั้ง Cross-Border Settlement Infrastructure Forum (CSIF) เพื่อหารือเกี่ยวกับการจัดตั้งต้นแบบของ RSI ที่เหมาะสมเพื่อสนับสนุนการเชื่อมโยงโครงข่ายข้อมูลระหว่างภูมิภาคต่าง ๆ

สำหรับแผนงานในอนาคตของคณะทำงานชุดต่าง ๆ สรุปได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 แผนงานของคณะกรรมการภายใต้มาตรการ ABMI

คณะกรรมการ	ประเทศ ผู้รับผิดชอบหลัก	แผนงานในอนาคต	
		กิจกรรมที่ดำเนินการต่อเนื่อง	กิจกรรมใหม่
คณะกรรมการที่ 1: การเพิ่มอุปทาน ของพันธบัตรสกุล เงินท้องถิ่น (Local Bond)	จีนและไทย	1. การเพิ่มความสามารถในการค้า ประกันและขยายการดำเนินงาน ของ CGIF 2. การสนับสนุนการออก Local Bond ของเทศบาลเพื่อพัฒนา โครงสร้างพื้นฐานในชุมชนเมือง	1. ส่งเสริม Green Bond เพื่อการระดมทุนสำหรับ โครงการโครงสร้างพื้นฐาน
คณะกรรมการที่ 2: การสร้างอุปสงค์ ของ Local Bond	ญี่ปุ่นและสิงคโปร์	1. การจัดทำฐานข้อมูลกลางของ Local Bond ผ่านทางเว็บไซต์ asianbondonline.com 2. การสร้างความเข้มแข็งในตลาด การเงินและการอำนวยความสะดวก สะดวกในการลงทุน Local Bond	1. ขยายการใช้ Local Bond และส่งเสริมการออก Covered Bond ⁵
คณะกรรมการที่ 3: การปรับปรุง กฎระเบียบตาม มาตรฐานสากล	ญี่ปุ่นและ มาเลเซีย	1. สนับสนุนการดำเนินงานของ AMBIF 2. ส่งเสริมธุรกรรมด้านพันธบัตร ระหว่างประเทศและการลงทุน ภายใต้ตลาดพันธบัตรในภูมิภาค 3. ส่งเสริมการใช้มาตรฐานสากลใน การปฏิบัติงานและขั้นตอนภาษี สำหรับธุรกรรมพันธบัตรระหว่าง ประเทศ	–

⁵ Covered Bond คือ ตราสารหนี้ที่ออกโดยสถาบันการเงินที่มีสินทรัพย์ประเภทสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย หรือสินเชื่อ
ที่ได้รับการค้ำประกันจากสถาบันการเงินผู้ออกตราสารเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน โดยผู้ถือตราสารจะมีสิทธิเรียกร้อง
หรือมีบุริมสิทธิในสินทรัพย์ดังกล่าวหากสถาบันการเงินล้มละลายแต่จะแตกต่างจาก Securitization ที่ Covered
Bond ไม่มีการตั้ง SPV แยกความเป็นเจ้าของสินทรัพย์และยังบันทึกในงบดุล (On-Balance Sheet) ของผู้ออก
ตราสารหนี้

คณะทำงาน	ประเทศ ผู้รับผิดชอบหลัก	แผนงานในอนาคต	
		กิจกรรมที่ดำเนินการต่อเนื่อง	กิจกรรมใหม่
คณะทำงานที่ 4: การพัฒนา โครงสร้างพื้นฐาน ของตลาด ตราสารหนี้	เกาหลีและ ฟิลิปปินส์	1. ปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานของ ตลาดพันธบัตรระหว่างประเทศ	1. ศึกษาความเป็นไปได้ใน การเพิ่มเงื่อนไขของ หลักประกันสินทรัพย์ สำหรับธุรกรรมระหว่าง ประเทศในตลาดซื้อคืน

การศึกษาแนวทางการเพิ่มการพัฒนาพันธบัตรรัฐบาลเพื่อเพิ่มสัดส่วนนักลงทุนต่างประเทศ นอกจากจะเป็นการขยายกลุ่มผู้ลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยแล้ว ยังเป็นแนวทางหนึ่งในการเตรียมการรองรับในกรณีที่เกิดตลาดการเงินในประเทศเกิดปัญหา อย่างไรก็ตาม กระทรวงการคลังจะต้องดำเนินการด้วยความระมัดระวังเนื่องจากนักลงทุนจากต่างประเทศส่วนใหญ่มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนได้ตลอดเวลา โดยนักลงทุนสามารถนำเงินกลับได้ทันทีหากมีเหตุการณ์ที่สื่อเค้าถึงความไม่มั่นคงในด้านต่าง ๆ ภายในประเทศหรือแม้แต่เหตุการณ์ในตลาดโลก อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังนักลงทุนต่างประเทศได้ลงทุนในตราสารหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจมองได้ว่า นักลงทุนต่างประเทศมีความมั่นใจที่จะลงทุนระยะยาวในประเทศไทย ซึ่งกระทรวงการคลังจะต้องติดตามการไหลเข้าออกของเงินอย่างใกล้ชิด เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทน การลงทุนของนักลงทุนในประเทศ และต้นทุนการกู้เงินของรัฐบาลอย่างรวดเร็ว

บรรณานุกรม

- จรุงพร หุ่นศิริ. 20 ปีวิกฤตต้มยำกุ้ง พลิกสู่การเติบโตของตลาดตราสารหนี้ไทย. สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: <http://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Individual/Blog/2017/04072017.aspx> [4 กรกฎาคม 2560].
- ชลิดา แห่งเพชร และอวิกา พุทธานภาพ. บทบาทของนักลงทุนต่างชาติในตลาดตราสารหนี้กับความท้าทายข้างหน้า. FOCUSED AND QUICK (FAQ) ฉบับ 101. ธนาคารแห่งประเทศไทย. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/ArticleAndResearch/FAQ/FAQ_101.pdf [2 มิถุนายน 2558].
- ณพล สุกใส. หลักเศรษฐศาสตร์มหภาค. เอกสารประกอบคำบรรยายวิชา ศ. 212 หลักเศรษฐศาสตร์มหภาค (2/2556) . [ออนไลน์]. 2556. แหล่งที่มา: http://econ.tu.ac.th/archan/Napon/EC212_2-56/Lecture/EC212_2_56_Chapter5.pdf.
- ทรงศนิย์ ศรีนิวล. ปัจจัยที่มีผลต่อการไหลเข้าของเงินลงทุนในหลักทรัพย์ของภาคเอกชนต่างประเทศ. การศึกษาเฉพาะบุคคล หลักสูตรบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยมหิดล, 2552.
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. โครงสร้างตลาดการเงิน. [ออนไลน์]. 2560. แหล่งที่มา: <https://www.bot.or.th/Thai/FinancialMarkets/FinancialMarketDevelopment/ThaiFinancialMarketStructure/Pages/default.aspx>.
- นพดล จรเจริญ. โครงสร้างผลตอบแทนตามระยะเวลาใกล้ก่อนหลักทรัพย์ (Term Structure of Interest Rates) และเครื่องชี้วัดทางเศรษฐกิจที่สำคัญของไทย. คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2542.
- ผ่องพรรณ ไกรสรสวัสดิ์. ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์. การศึกษาอิสระปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยขอนแก่น, 2554.
- พีรพล ธีระตันติกุล และบัณฑิต ชัยวิษณุชาติ. ความผันผวนของการลงทุนจากต่างประเทศในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Volatility of Foreign Portfolio Investment in Thailand). วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ.
- เมริษา เทพบรรหาร. การประมาณค่าความผันผวนสำหรับอัตราผลตอบแทนของสัญญาฟิวเจอร์สที่อ้างอิงกับดัชนี 50 หลักทรัพย์โดยใช้แบบจำลอง GARCH-X. รายงานการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น, 2555.

- ศิรินารถ อมรรธรรม และพัชร์ ลัธฉันท. การลงทุนของต่างชาติในตลาดตราสารหนี้ไทย. ประชาชาติธุรกิจ. สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: https://www.prachachat.net/news_detail.php?newsid=1475062347 [11 กรกฎาคม 2560].
- สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ไทย. ความรู้เกี่ยวกับตลาดการเงิน. [ออนไลน์]. แหล่งที่มา: http://www.asco.or.th/uploads/upfiles/files/iba_knowledge_ed1.pdf. 2560.
- อภิญญา วนเศรษฐ. ความไม่สมดุลของการเงินโลก. มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช. [ออนไลน์]. 2557. แหล่งที่มา: <http://www.stou.ac.th/stouonline/lom/data/sec/Lom12/02-03.html>.
- Asian Development Bank. AsianBondsOnline. [Online]. 2017. Available from: <https://asianbondsonline.adb.org>.
- Burger, John D and Warnock, Francis E. Foreign participation in local currency bond markets. Review of Financial Economics 16 (2007).

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ-สกุล	อุปมา ใจหงษ์
ประวัติการศึกษา	<ul style="list-style-type: none"> - เศรษฐศาสตร์บัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ - เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ - M.A. (Economics) Indiana State University (USA)
ประวัติการทำงาน	
พ.ศ. 2541-2546	เศรษฐกร สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง
พ.ศ. 2546-2551	เศรษฐกร สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
พ.ศ. 2551-2554	ผู้อำนวยการส่วนแผนการระดมทุนโครงการลงทุนภาครัฐ
พ.ศ. 2554-2556	ผู้อำนวยการส่วนความร่วมมือระหว่างประเทศ
พ.ศ. 2556-2557	ผู้อำนวยการกลุ่มตรวจสอบภายใน สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
พ.ศ. 2558	ผู้เชี่ยวชาญเฉพาะด้านหนี้สาธารณะและเงินคงคลัง
พ.ศ. 2558-ปัจจุบัน	ผู้อำนวยการสำนักพัฒนาตลาดตราสารหนี้ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ
ตำแหน่งปัจจุบัน	ผู้อำนวยการสำนักพัฒนาตลาดตราสารหนี้ สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ กระทรวงการคลัง