บทที่ 4

การพัฒนาของตลาดตราสารหนี้และธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรปัจจัยทางเศรษฐกิจ

ในส่วนนี้จะได้กล่าวถึง การพัฒนาของตลาดตราสารหนี้กับภาวการณ์เปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจของประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2529-2546 และความสัมพันธ์ระหว่างภาวะเศรษฐกิจกับธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย ตามที่ได้กล่าวไปแล้วว่าบทบาทของตลาดทุนในการจัดสรรเงินลงทุนมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจและสังคมอย่างมาก หากตลาดทุนสามารถที่จะทำหน้าที่ได้อย่างสมบูรณ์แล้วก็จะทำให้ตลาดเงินของทั้งประเทศมีความแข็งแกร่งและสามารถต่อต้านความผันผวนทางเศรษฐกิจได้มากขึ้น ซึ่งจะเป็นผลดีต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ แต่หากขาดตลาดทุนหรือกลไกของตลาดทุนทำงานอย่างด้อยประสิทธิภาพ การจัดสรรเงินทุนต่างๆย่อมมีแนวโน้มที่จะเป็นไปอย่างสูญเปล่าส่งผลให้เศรษฐกิจของประเทศไม่สามารถขยายตัวได้เต็มที่ และในอนาคตตลาดตราสารหนี้จะเป็นตลาดหนึ่งที่จะมีบทบาท และความสำคัญในตลาดการเงินไทยมากขึ้น

พัฒนาการและผลการดำเนินงานของตลาดตราสารหนี้ไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2529-2546

ที่ผ่านมาสามารถแบ่งพัฒนาการและผลการดำเนินงานของตลาดตราสารหนี้ไทยได้เป็น 3 ช่วง คือ ช่วงที่ 1 ก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจยุคเศรษฐกิจเจริญเติบโต (ปี พ.ศ. 2529-2538) ช่วงที่ 2 ยุควิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (ปี พ.ศ. 2539-2541) และช่วงที่ 3 หลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจหรือยุคแห่งการฟื้นฟู (ปี พ.ศ. 2542-2546) โดยมีรายละเอียดดังนี้

ช่วงที่ 1 ก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ยุคเศรษฐกิจเจริญเติบโต (ปี พ.ศ. 2529-2538)

ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2529 จนถึงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ เศรษฐกิจไทยขยายตัวอย่างต่อเนื่อง คิดเป็นร้อยละ 9.4 ต่อปีโดยเฉลี่ย นับว่าเป็นการเติบโตที่สูงมาก โดยการเติบโตของGDP อยู่ที่ร้อยละ 4.9 ในปี พ.ศ. 2529 ก่อนปรับตัวสูงขึ้นไปถึงร้อยละ 9.5 ในปี พ.ศ. 2530 และขึ้นไปสูงถึงร้อยละ 13.2 ในปี พ.ศ. 2531 หลังจากนั้นการขยายตัวของระบบเศรษฐกิจได้ปรับมาที่ร้อยละ 12.2, 11.2, 8.5, 8, 9, และ 9.3 ตามลำดับภายในระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2532-2538 ปัจจัยที่สนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ ได้แก่ การขยายตัวอย่างรวดเร็วในภาคอุตสาหกรรมของหลายประเภทและมูลค่าการส่งออก ในขณะเดียวกันอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับร้อยละ 5 ต่อปี ซึ่งถือว่าอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ

เมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน ตลอดจนเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มสูงขึ้นโดยตลอดและรัฐบาลดำเนินนโยบายการคลังแบบเข้มงวดส่งผลให้ดุลงบประมาณเกินดุล

ภาวะธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้ของไทยเกิดขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2475 โดยกระทรวงการคลัง เป็นผู้ออกพันธบัตรเป็นครั้งแรก ต่อมาได้มาอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของธนาคารแห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2485 โครงสร้างของตลาดตราสารหนี้โดยทั่วไปแบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ พันธบัตรภาครัฐและตราสารหนี้ภาคเอกชน พันธบัตรภาครัฐสามารถแบ่งได้เป็น พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจและพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย พันธบัตรกองทุนฟื้นฟูและองค์การบริหารสินทรัพย์ โดยในช่วงแรกสัดส่วนพันธบัตรภาครัฐมีมูลค่าสูงกว่าร้อยละ 100 แต่สัดส่วนดังกล่าวได้ลดลงขณะที่สัดส่วนตราสารหนี้ภาคเอกชนมีความสำคัญมากขึ้น ก่อนปี พ.ศ. 2533 รัฐบาลมีการดำเนินนโยบายการคลังแบบขาดดุล โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อพัฒนาภาคอุตสาหกรรมและปรับปรุงโครงสร้างขั้นพื้นฐาน ดังนั้นรัฐบาลจึงระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรรัฐบาล โดยผู้ลงทุนรายสำคัญ คือ กลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทเงินทุน ซึ่งจำเป็นต้องถือพันธบัตรรัฐบาลหรือพันธบัตรรัฐวิสาหกิจไว้เป็นสำรองตามกฎหมาย หลังจากปี พ.ศ. 2533 รัฐบาลมีฐานะการคลังดีขึ้นและมีงบประมาณเกินดุลมาโดยตลอด ทำให้ไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลในช่วงนี้ ส่งผลให้มูลค่าคงค้างของพันธบัตรรัฐบาลที่ออกเริ่มลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 213 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2531 เหลือเพียง 43 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2538 ในขณะเดียวกันได้เริ่มมีการออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมากขึ้น เนื่องจากมีความต้องการเงินทุนลงทุนในด้านโครงสร้างพื้นฐาน ประกอบกับรัฐบาลกำหนดเพดานการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศทำให้มูลค่าคงค้างของพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเพิ่มขึ้นทุกปี โดยเพิ่มจาก 10.5 พันล้านในปี พ.ศ. 2531 เป็น 238.3 พันล้านในปี พ.ศ. 2538 เป็นผลให้พันธบัตรภาครัฐโดยรวมยังคงเพิ่มสูงขึ้น สภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ช่วงนี้ต่ำมาก เพราะพันธบัตรรัฐบาล และพันธบัตรรัฐวิสาหกิจเป็นพันธบัตรที่กระทรวงการคลังค้ำประกันซึ่งสถาบันการเงินจะซื้อไว้เพื่อดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องตามกฎหมายมากกว่าจะนำมาซื้อขายในตลาดรอง

สำหรับเอกชนในช่วงแรกมีการออกตราสารหนี้น้อยมาก เนื่องจากปัญหาทางด้านกฎระเบียบของทางการ และส่วนใหญ่เป็นตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น ตั๋วสัญญาใช้เงินและตั๋วแลกเงิน ตราสารหนี้ภาคเอกชนเริ่มมีการพัฒนาอย่างจริงจังตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา เห็นได้จากปริมาณออกตราสารหนี้ที่เพิ่มขึ้นและมูลค่าคงค้างในตลาดเพิ่มขึ้นกว่า 26 เท่าจาก 5.1 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2535 เป็น 133.6 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2538 เพราะเป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดและมหาชน จำกัด สามารถออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนกับเอกชนโดยตรง ในช่วงปี พ.ศ. 2536-2537 เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์มีการขยายตัวสูง สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงได้ส่งเสริมให้มีการจัดตั้งสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือแห่งแรกของไทยขึ้นในปีพ.ศ. 2536 คือ บริษัทไทยเรทติ้งแอนด์อินฟอเมชั่นเซอร์วิส จำกัด ซึ่งปัจจุบันได้โอนงานให้แก่ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด การซื้อขาย

ตราสารหนี้ในช่วงนั้นมีลักษณะเป็น Over The Counter ซึ่งการซื้อขายจะใช้วิธีติดต่อระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายโดยตรงผ่านทางโทรศัพท์ โดยยังไม่มีศูนย์กลางในการรวบรวมข้อมูลของตราสารหนี้และขาดระบบงานที่อำนวยความสะดวกในการซื้อขาย ตลอดจนตลาดยังเล็กมากไม่สามารถพัฒนาได้เท่าที่ควร สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จึงได้มอบหมายให้สมาคมบริษัทหลักทรัพย์ดำเนินการจัดตั้ง ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealer Club) ขึ้นในวันที่ 1 พฤศจิกายน พ.ศ. 2537 เพื่อเป็นองค์กรกลางในการให้บริการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรอง ซึ่งถือเป็นจุดสำคัญในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ไทย นับตั้งแต่มีการก่อตั้งชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ขึ้นมีจำนวนหลักทรัพย์มาขึ้นทะเบียนเพิ่มขึ้น พร้อมทั้งได้มีการพัฒนาระบบการซื้อขายผ่านสื่ออิเล็กทรอนิกส์ ที่เรียกว่า BONDNET ขึ้นเป็นการซื้อขายแบบไม่เปิดเผยชื่อผู้ค้าทั้งสองฝ่าย ให้บริการในลักษณะ Online แบบ Real Time

<u>ช่วงที่ 2 ยุควิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (ปี พ.ศ. 2539-2541)</u>

สภาพเศรษฐกิจโดยรวมในช่วงปี พ.ศ. 2539-2541 เศรษฐกิจประสบกับภาวะวิกฤตการณ์อย่างหนัก โดยในช่วงเวลาดังกล่าวเศรษฐกิจหดตัวลงเฉลี่ยร้อยละ 2 ต่อปี เปรียบเทียบกับช่วงปี พ.ศ. 2529-2538 ที่ขยายตัวอัตราเฉลี่ยร้อยละ 9 ต่อปี โดยในปี พ.ศ. 2539 เศรษฐกิจไทยเริ่มขยายตัวลดลงเหลือร้อยละ 5.9 เนื่องจากความสามารถในการแข่งขันในการส่งออกสินค้าไทยเริ่มลดลงจากการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อและการแข็งค่าขึ้นของเงินบาทเมื่อเทียบกับค่าเงินอื่นๆ ในภูมิภาค โดยเฉพาะค่าเงินเยนที่อ่อนค่าลง ทั้งนี้เนื่องมาจากที่ค่าเงินบาทผูกติดกับเงินดอลลาร์และเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น ส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของไทยมียอดขาดดุลสูงขึ้นขณะที่ทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง นอกจากนี้การกู้ยืมของภาคเอกชนโดยเฉพาะการกู้ยืมเงินระยะสั้นที่เพิ่มขึ้นจากต่างประเทศประกอบกับเงินที่ยืมมาก็ถูกใช้ไปในกิจกรรมที่ไม่ได้สร้างผลผลิตทางเศรษฐกิจอย่างมีประสิทธิภาพ ในปี พ.ศ. 2540 เศรษฐกิจไทยหดตัวลดลงเป็นครั้งแรกในรอบ 20 ปี ถึงร้อยละ 1.4 ในปี พ.ศ. 2540 อันเนื่องมาจากปัญหาการขาดดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง ตลอดจนปัญหาหนี้สินด้อยคุณภาพจากการที่เงินทุนส่วนใหญ่นำไปใช้อย่างไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้เกิดปัญหาความไม่มั่นคงของสถาบันการเงินและการไหลออกของเงินทุนต่างประเทศ ทำให้อัตราดอกเบี้ยในช่วงเวลาดังกล่าวปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากปัญหาดังกล่าวทำให้ความเชื่อมั่นในปัจจัยพื้นฐานเศรษฐกิจไทยและค่าเงินบาทเริ่มอ่อนลงจนทำให้เกิดการเก็งกำไรค่าเงินบาทส่งผลให้ทางการประกาศใช้อัตราแลกเปลี่ยนแบบลอยตัวเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม พ.ศ. 2540 อย่างไรก็ตาม ปัญหาการขาดความเชื่อมั่นต่อสถาบันการเงินยังคงมีอยู่และยิ่งรุนแรงขึ้นทำให้รัฐบาลต้องปิดกิจการของสถาบันการเงิน 56 แห่งในปี พ.ศ. 2541 เศรษฐกิจไทยเข้าสู่ภาวะตกต่ำอย่างรุนแรง เศรษฐกิจหดตัวลงร้อยละ 10.5 จากปัญหาที่ต่อเนื่องมาจากปีก่อน แต่อย่างไรก็ตามช่วงตุลาคมถึงธันวาคมปี พ.ศ. 2541 อัตราดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อเริ่มปรับตัวลดลง ดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการลดลงของการนำเข้าและ

ตลาดการเงินเริ่มมีเสถียรภาพขึ้นทำให้ค่าเงินบาทเริ่มแข็งขึ้นและเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น

การซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ช่วงนี้ตรงกันข้ามกับตลาดตราสารทุนโดยในช่วงเวลานี้ การระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้เพิ่มขึ้น ส่วนใหญ่เป็นไปในรูปแบบของการเสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัด (PP) มากกว่าการเสนอขายต่อบุคคลทั่วไป (PO) เนื่องจากมีกฎเกณฑ์ข้อบังคับที่น้อยกว่าและทำให้ต้นทุนในการออกทั้งในเรื่องของระยะเวลาและค่าใช้จ่ายน้อยกว่า ตราสารส่วนใหญ่เป็นตราสารหนี้ภาครัฐซึ่งได้เพิ่มปริมาณขึ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจากเป็นช่วงที่รัฐบาลจำเป็นต้องระดมทุนเป็นจำนวนมากด้วยการออกพันธบัตรเพื่อแก้ไขปัญหาในระบบสถาบันการเงินและเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ เช่น การออกพันธบัตรกองทุนฟื้นฟูและองค์การบริหารสินทรัพย์มูลค่า 138.8 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2539, 191.5 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2540 และ 55 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2541 และได้ออกพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 400,000 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2541 ในขณะที่พันธบัตรรัฐวิสาหกิจก็มีการออกอย่างต่อเนื่องทำให้มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้รัฐบาลโดยรวมเพิ่มขึ้นมากจาก 336.9 พันล้านในปี พ.ศ. 2539 เป็น 426.9 พันล้านในปี พ.ศ. 2541 ซึ่งการมีพันธบัตรรัฐบาลออกมามากอย่างต่อเนื่องทำให้เกิดอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อ้างอิง (Benchmark) สำหรับตราสารหนี้ขึ้นเป็นครั้งแรก

สำหรับมูลค่าหุ้นกู้ที่ออกจากภาคเอกชนในประเทศได้ลดลงจาก 47.5 พันล้านในปี พ.ศ. 2538 มาอยู่ที่ 36.2 พันล้านในปี พ.ศ. 2539, 40.9 พันล้านในปี พ.ศ. 2540 และ 37.1 พันล้านในปี พ.ศ. 2541 จากผลกระทบของเศรษฐกิจที่ซบเซา ซึ่งไม่เอื้อต่อการเพิ่มทุนในการขยายกิจการตลาดเงินที่สภาพคล่องตึงตัว และอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูง ส่วนมูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ภาคเอกชนในประเทศเพิ่มขึ้นจาก 133.6 พันล้านในปี พ.ศ. 2538 เป็น 182.4 พันล้าน, 187.6 พันล้านและ 177.6 พันล้านในปี พ.ศ. 2539, 2540 และ 2541 ตามลำดับ ในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจบริษัทเอกชนจำนวนมากนิยมออกหุ้นกู้ หุ้นกู้ด้อยสิทธิ์และหุ้นกู้แปลงสภาพในต่างประเทศ เนื่องจากไทยมีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนโดยอิงกับค่าเงินสกุลต่างๆ ในตะกร้าทำให้อัตราแลกเปลี่ยนไม่ผันผวนมาก ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์สูงถึงร้อยละ 13 ในขณะที่บางบริษัทสามารถระดมทุนโดยการออก Euro Convertible Debenture โดยมีอัตราดอกเบี้ยเพียงร้อยละ 1.75 เท่านั้น ทำให้มีมูลค่าการเสนอขายในต่างประเทศช่วงปี พ.ศ. 2536-2540 สูงถึง 247,000 ล้านบาท หลังจากเกิดวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจและค่าเงินบาทอ่อนลงทำให้บริษัทที่ออกหุ้นกู้ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรง เนื่องจากไม่มีการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนทำให้หลายบริษัทไม่สามารถชำระหนี้ได้ ประกอบกับผลประกอบการที่แย่ลงทำให้ Credit Rating ของบริษัทต่างๆ ถูกปรับลดลงกระทบต่อการซื้อขายส่งผลให้การออกตราสารหนี้ของเอกชนในต่างประเทศลดลงจาก 89.72 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2539 เป็น 28.4 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2540 และไม่มีการออกหุ้นกู้เอกชนในต่างประเทศเลยในปี พ.ศ. 2541 มูลค่าการซื้อขาย

หลักทรัพย์ในตลาดรองที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ในช่วงนี้ลดลงไปอย่างมาก โดยได้รับผลกระทบจากปัญหาเศรษฐกิจ ในปี พ.ศ. 2541 มูลค่าการซื้อขายของพันธบัตรภาครัฐที่ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ได้เพิ่มขึ้นจาก 4.8 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2539 เป็น 15.2 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2540 และ 63.2 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2541 จากการที่รัฐบาลได้ออกพันธบัตรจำนวนมากเพื่อระดมทุนในการแก้ไขปัญหาในภาคการเงิน มูลค่าการซื้อขายพันธบัตรภาคเอกชนในช่วงนี้ลดลงอย่างมากจาก 195.7 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2539 เป็น 90.9 ในปี พ.ศ. 2540 และ 8.8 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2541 ตามลำดับ เนื่องจากธุรกิจต่างๆ ชะลอการลงทุนทำให้จำนวนพันธบัตรที่ออกใหม่ลดลง นอกจากนี้การทำกำไรจากผลประกอบการของบริษัทต่างๆ ลดลงไป ทำให้นักลงทุนเกิดความไม่มั่นใจในความเสี่ยงจาก Credit Risk ประกอบกับการที่มีจำนวนพันธบัตรรัฐบาลออกใหม่จำนวนมาก ทำให้นักลงทุนเลือกที่จะลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลมากกว่าส่งผลให้สภาพคล่องในการซื้อขายลดลงอย่างมาก

<u>ช่วงที่ 3 พัฒนาการของตลาดทุนไทยในช่วงหลังวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ (ปี พ.ศ.2542-2546)</u>

สภาพเศรษฐกิจโดยรวมของไทยเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ 3 เดือนแรกของปี พ.ศ. 2540 เป็นผลมาจากการฟื้นตัวของภาคอุตสาหกรรมซึ่งเติบโตขึ้น รวมทั้งการขยายตัวของอุปสงค์และการส่งออก ตลอดจนการดำเนินนโยบายของรัฐบาลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ได้แก่ การปรับลดอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มจากร้อยละ 10 เป็นร้อยละ 7 การขาดดุลงบประมาณของรัฐซึ่งได้กระตุ้นให้เกิดการใช้จ่ายมาตรการสนับสนุนการลงทุนในภาคเอกชน และการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเพื่อให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง นอกจากนั้นการฟื้นตัวของเศรษฐกิจดังกล่าวยังได้รับแรงสนับสนุนจากภาคการส่งออกที่ขยายตัวถึงร้อยละ 7 ส่งผลให้ GDP ในปี พ.ศ. 2542 ปรับไปสูงถึงร้อยละ 4.2 อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจเริ่มชะลอลงไปในปีพ.ศ. 2543 จากการลดลงของการบริโภคและการลงทุนในประเทศ สภาพคล่องในตลาดมีอยู่สูงจากการเพิ่มขึ้นของเงินฝาก ทั้งที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ โดย Repurchase และ Interbank Rate ในช่วงเวลาดังกล่าวอยู่ที่ 1.22% และ 1.7% ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูง ทำให้เกิดการไหลออกของเงินทุน แต่การส่งออกที่ขยายตัวสูงขึ้นถึงร้อยละ 19.6 ทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลและช่วยการดุลบัญชีทุนบางส่วน การชะลอตัวทางเศรษฐกิจยังคงต่อเนื่องมาถึงปี พ.ศ. 2544 โดยการส่งออกปีนี้ลดลงถึงร้อยละ 7 ประกอบกับการชะลอการลงทุนของเอกชนในปี พ.ศ. 2545 โดยขยายตัวร้อยละ 5.2 เนื่องจากการบริโภคภายในประเทศ อัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในระดับต่ำและนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล การส่งออกขยายตัวร้อยละ 5.7 ส่วนการนำเข้ายังอยู่ระดับต่ำทำให้ดุลการค้าเกินดุล สำหรับภาคการเงิน NPL ลดลงเหลือร้อยละ 10 เมื่อเทียบกับร้อยละ 47.7 ของสินเชื่อทั้งหมด เมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2542 การฝากเงินในธนาคารพาณิชย์เริ่มลดลง และสินเชื่อสามารถขยายตัวได้เป็นครั้งแรกนับจากวิกฤตการณ์ปี พ.ศ. 2540 ในปี พ.ศ. 2546 เศรษฐกิจยังคงขยายตัวอย่างสูงต่อเนื่องโดยเติบโตร้อยละ 6.7 โดยการส่งออกเพิ่มร้อยละ 18.6 การ

บริโภคภายในที่แข็งแกร่ง ความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้นทำให้การลงทุนเริ่มขยายตัว เสถียรภาพทางเศรษฐกิจดีขึ้น ทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้เพิ่มมากขึ้นและส่งผลให้การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์และตลาดตราสารหนี้ขยายตัวขึ้น

ภาวะธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 การซื้อขายในตลาดตราสารหนี้เริ่มได้รับความนิยมมากขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของปริมาณการออกและเสนอขายในตลาดแรกรวมถึงปริมาณการซื้อขายในตลาดรอง โดยปัจจัยบวกที่ช่วยสนับสนุน ได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัว อัตราดอกเบี้ยในประเทศที่อยู่ในระดับต่ำ การออกพันธบัตรเพื่อทดแทนรุ่นที่หมดอายุและรุ่นที่ออกใหม่เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณภาครัฐและการที่ธนาคารเพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อทำให้การระดมทุนเพื่อขยายธุรกิจผ่านการออกหลักทรัพย์ใหม่เป็นที่นิยมมากขึ้น ซึ่งบริษัทส่วนใหญ่จะระดมทุนโดยการออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้ตามมาด้วยการออกหุ้นกู้ในตลาดหลักทรัพย์ โดยหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะออกขายในรูปแบบของ Private Placement เนื่องมาจากสภาพเศรษฐกิจที่ซบเซาที่ส่งผลให้กำลังซื้อและความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ในระบบในปี พ.ศ. 2542 มีปริมาณรวมทั้งสิ้น 1,388.6 ล้านบาท และได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องทุกปี ในปี พ.ศ. 2546 มูลค่าคงค้างของตราสารหนี้ในระบบอยู่ที่ 2,517.98 พันล้านบาท เพิ่มจากปี พ.ศ. 2542 ถึงร้อยละ 81 โดยพันธบัตรภาครัฐมีการเติบโตมาก จาก 986.5 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2542 เป็น 1,910.7 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2546 ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นร้อยละ 94 ส่วนพันธบัตรภาคเอกชนในปี พ.ศ. 2542 มีมูลค่า 402 พันล้านบาทได้เพิ่มเป็น 607.27 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2546 เป็นการเพิ่มขึ้นร้อยละ 51

สำหรับการออกและเสนอขายในตลาดแรกภายในประเทศมีปริมาณ 743.3 พันล้านบาท ในปี พ.ศ. 2542 ลดลงไปอยู่ที่ 597.9 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2543 ซึ่งมาจากการลดลงของปริมาณพันธบัตรรัฐบาล เนื่องมาจากไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อชดเชยภาระของกองทุนฟื้นฟูฯ เช่นในปีก่อน ประกอบกับการลดลงของปริมาณหุ้นกู้ภาคเอกชน โดยในช่วงนี้นับเป็นครั้งแรกที่กระทรวงการคลังได้ปรับอายุตราสารหนี้ภาครัฐที่ออกใหม่ให้มีอายุยาวขึ้นเป็น 7 ปี และ 15 ปี เพื่อกระจายภาระหนี้ออกไป การออกและเสนอขายในตลาดแรกได้เพิ่มขึ้นเป็น 866.9 และ1,139.16 พันล้านในปี พ.ศ. 2544 และ 2545 เป็นผลมาจากการเพิ่มขึ้นของทั้งปริมาณตั๋วเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล ก่อนจะลดลงเล็กน้อยเป็น 933.58 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2546 เนื่องจากการลดลงของพันธบัตรรัฐบาลและตั๋วเงินคลังเมื่อเทียบกับปีก่อน กล่าวได้ว่าสัดส่วนของการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ในประเทศส่วนใหญ่จะยังคงอยู่ในกลุ่มของพันธบัตรภาครัฐ โดยมีสัดส่วนถึงร้อยละ 61, 75, 88, 91 และ 81 ของการออกเสนอขายพันธบัตรในตลาดแรกทั้งหมดในตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 จนถึง 2546 ตามลำดับ ส่วนการออกพันธบัตรของภาคเอกชนได้เพิ่มขึ้นหลังจากวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในปี พ.ศ. 2542 มีมูลค่าถึง 315.85 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2541 ที่มูลค่า 37.05 พันล้านบาทถึงร้อยละ 753 โดยส่วนใหญ่เป็นการออกขายใน

ประเทศถึง 289.33 พันล้านบาท แต่หลังจากนั้นการออกตราสารหนี้ของเอกชนก็ได้ลดลงมาก่อนจะมาอยู่ที่ 181.3 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2546 ส่วนปริมาณการออกขายในต่างประเทศก็ได้กลับเข้ามาเพิ่มอีกครั้ง โดยมีมูลค่า 26.5 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2542 แต่ก็ลดลงไปอย่างต่อเนื่องหลังจากนั้น จากการที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศได้ลดลงอย่างต่อเนื่องส่งผลให้การออกตราสารหนี้ในประเทศมีต้นทุนที่ต่ำกว่า สำหรับปริมาณการซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดรองได้เพิ่มขึ้นทุกปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2542 เป็นต้นมา ทั้งนี้การกระจุกตัวของสภาพคล่องยังคงอยู่ในกลุ่มของพันธบัตรรัฐบาล

<u>ภาวะธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทย</u>

ในส่วนนี้จะสรุปภาวะการเคลื่อนไหวของธุรกิจจัดการกองทุนรวมในประเทศไทยและปัจจัยที่มีผลต่อการเคลื่อนไหวของมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2548 ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

ในช่วงปี พ.ศ. 2545 จากการที่อัตราดอกเบี้ยลดลงอย่างต่อเนื่อง ตามกระแสอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกา (ลดลงถึง 11 ครั้งในระหว่างปี พ.ศ. 2544 คือ จากร้อยละ 6.5 เหลือเพียง 1.75) ทำให้โอกาสการทำกำไรในการลงทุนในตราสารหนี้ในอนาคตลดลง ผลตอบแทนในการลงทุนจึงลดลง นอกจากนี้แล้วยังเกิดความหวั่นวิตกว่า เมื่อเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาฟื้นตัวโอกาสที่อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาอาจจะหวนกลับและปรับตัวสูงขึ้นมีมากและจะส่งผลกระทบถึงอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินทั่วโลก การลงทุนของกองทุนรวมตราสารหนี้จึงเริ่มมีความเสี่ยงสูงในเรื่องอัตราดอกเบี้ยขยับตัวสูงขึ้นในอนาคต เมื่อไม่มีตราสารหนี้ดอกเบี้ยลอยตัวหรือเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง (Hedging Instruments) ผู้จัดการกองทุนจึงต้องลดอายุการลงทุน (Duration) ให้สั้นลง เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงเมื่อดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้นและเมื่ออายุการลงทุนสั้นลงอัตราผลตอบแทนก็จะลดน้อยลงจนเกือบเท่ากับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก จึงกล่าวได้ว่า Risk Premium อาจไม่คุ้มและนักลงทุนอาจชะลอการลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้ในที่สุด ในขณะเดียวกันตลาดหุ้นกลับฟื้นตัวจากผลประกอบการที่ดีขึ้นของบริษัทจดทะเบียน หลังจากมีการปรับโครงสร้างหนี้และเริ่มมีอุปสงค์ในสินค้าและบริการมากขึ้น ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นระดับ 400 จุดในไตรมาสแรกของปี มูลค่าต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารทุนปรับตัวสูงขึ้นตาม แต่ก็ยังไม่สามารถเรียกความไว้วางใจจากผู้ลงทุนให้กลับคืนมาได้ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อนุญาตให้มีการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อลงทุนในต่างประเทศ โดยธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดวงเงินไว้ไม่เกิน 200 ล้านเหรียญดอลลาร์สรอ. เพื่อเป็นการเปิดโอกาสให้นักลงทุนที่สนใจสามารถลงทุนในต่างประเทศได้ โดยผ่านกองทุนรวมที่จัดตั้งและจัดการโดยบริษัทจัดการที่ได้รับการคัดเลือกจากสำนักงาน ก.ล.ต. โดยกองทุนรวมเพื่อลงทุนในต่างประเทศต้องนำหน่วยลงทุนไปจดทะเบียนเพื่อซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นปี พ.ศ. 2545 อยู่ที่ 197,690 ล้านบาท (ไม่รวมกองทุนรวมเฉพาะกิจ)

ในช่วงปี พ.ศ. 2546 ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนดีขึ้น ผลจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย แม้ว่าการท่องเที่ยวจะมีผลกระทบบ้างจากข่าวการแพร่ระบาดของโรคระบบทางเดินหายใจล้มเหลวเฉียบพลัน (SARS) ที่เกิดขึ้นในจีนและอาจแพร่ออกสู่มนุษยชาติ กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวสูงขึ้นโดยตลอดทุกๆ ไตรมาส ทำให้นักลงทุนมีความมั่นใจในปัจจัยพื้นฐานที่ดีขึ้น เมื่อเทียบกับราคาตลาดในขณะนั้น ตลาดหุ้นจึงกลับมาคึกคักอีกครั้งและมีแรงซื้อขายเก็งกำไรเข้ามามาก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงไตรมาสที่สี่ของปี พ.ศ. 2546 กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนปรับตัวสูงขึ้นรวมเกือบ 60% ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นกว่า 116% มูลค่าต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารแห่งทุนปรับตัวสูงขึ้น แต่ก็ยังไม่สามารถเรียกความมั่นใจของผู้ถือหน่วยลงทุนในกองทุนรวมตราสารแห่งทุนคืนมาได้ ในทางตรงกันข้ามตลาดตราสารแห่งหนี้กลับผันผวนและเปราะบาง การคาดเดาว่าอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาจะปรับตัวสูงขึ้นและมีผลให้อัตราดอกเบี้ยทั่วโลกขยับตัวสูงขึ้นตามไปด้วยทำให้อัตราผลตอบแทน (Market Yield) ของการซื้อขายพันธบัตรและหุ้นกู้ระยะสั้นและระยะปานกลางปรับตัวสูงขึ้น ราคาซื้อขายพันธบัตรและหุ้นกู้ปรับตัวลดลงในทุกช่วงอายุ ส่งผลให้มูลค่าต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารแห่งหนี้ลดลง และกระตุ้นให้มีการไถ่ถอนหน่วยลงทุนเป็นวงกว้าง (Spiral Effect) ทำให้การขยายตัวของกองทุนรวมตราสารหนี้มีการชะลอตัวลง ทั้งที่กองทุนรวมตราสารหนี้ส่วนใหญ่มี Duration ค่อนข้างสั้น และโดยความเป็นจริงแล้วไม่น่าจะเกิดผลขาดทุนเมื่อการลงทุนครบกำหนด แต่เนื่องจากเกิดข่าวลือว่ากองทุนรวมตราหนี้ขนาดใหญ่ขาดสภาพคล่อง จนถึงขั้นปิดกองทุน และสำนักงาน ก.ล.ต. คิดให้กองทุนรวมตราสารหนี้ดำรงสภาพคล่องให้เพียงพอกับการไถ่ถอนหน่วยลงทุนที่มีความถี่ในการไถ่ถอนน้อยกว่า 7 วัน ความนิยมของกองทุนรวมตราสารหนี้เริ่มลดลงทั้งที่น่าจะได้รับผลประโยชน์จากการที่อัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และคุณภาพของผู้ออกตราสารหนี้ที่เข้มแข็งขึ้นพร้อมกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย บริษัทจัดการปรับกลยุทธ์ในการลงทุนใหม่โดยการจัดตั้งกองทุนรวมตราสารหนี้ที่มีกำหนดอายุคงที่ (ส่วนใหญ่ไม่เกิน 3 ปี) เพื่อรองรับเงินออมที่จะไหลออกมาจากธนาคารที่ยังคงให้ดอกเบี้ยในอัตราค่อนข้างต่ำ ในปี พ.ศ. 2546 รัฐบาลได้จัดตั้งกองทุนรวมวายุภักษ์ 1 ขึ้นในเดือนธันวาคม เป็นกองทุนรวมผสมแบบยืดหยุ่นที่ลงทุนร่วมกันระหว่างกระทรวงการคลัง หน่วยงานของรัฐและประชาชนทั่วไป วัตถุประสงค์ในการจัดตั้ง คือ เพื่อให้เป็นทางเลือกให้แก่ผู้ที่มีเงินออมในการแสวงหาผลประโยชน์สูงขึ้นจากการลงทุน ในช่วงที่ดอกเบี้ยเงินฝากยังคงอยู่ในระดับต่ำมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวม ณ สิ้นปี พ.ศ. 2546 อยู่ที่ 440,205 ล้านบาท (ไม่รวมกองทุนรวมเฉพาะกิจ)

ในช่วงปี พ.ศ. 2547 ความร้อนแรงของตลาดหุ้นในช่วงไตรมาสที่สี่ของปี พ.ศ. 2546 เริ่มลดลง ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงด้วยแรงขายเก็งกำไรของนักลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งนักลงทุนต่างชาติที่มีความหวั่นไหวกับเหตุการณ์ไม่สงบที่เกิดขึ้นในภาคใต้ การแพร่ระบาดของไข้หวัดนกในไทยที่อาจฉุดการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจ ประกอบกับราคาน้ำมันที่พุ่งทะยานขึ้นสู่ระดับ 50 เหรียญดอลลาร์ สรอ. ต่อบาเรลล์ อาจทำให้เงินเฟ้อพุ่งสูงขึ้นและกระตุ้นให้การขึ้นดอกเบี้ยเร็วขึ้น นักลงทุนต่างชาติยังคงมองเห็นว่าตลาดหุ้นไทยยังเป็นเพียงตลาดสำหรับการซื้อขายระยะสั้น (Trade Market) แม้ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนจะมีกำไรสุทธิรวมเพิ่มขึ้นกว่า 39% ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงกว่า 13% ในปลายปี พ.ศ. 2547 กระทรวงการคลังอนุมัติให้มีการจัดตั้งกองทุนหุ้นระยะยาว โดยมีสิทธิประโยชน์ทางภาษีเพื่อสร้างความมั่นคงของตลาดหุ้น ในขณะที่ตลาดตราสารหนี้ยังคงซบเซาต่อเนื่อง ปริมาณของตราสารหนี้ที่มีสภาพคล่องลดลง Market Yield ปรับตัวสูงขึ้นจากการที่ธนาคารแห่งประเทศไทยปรับอัตราดอกเบี้ยมาตรฐาน 4 ครั้งมาอยู่ที่ 2% ทำให้กองทุนรวมตราสารแห่งหนี้ลดความนิยมลง ยกเว้นกองทุนปิดที่ยังคงออกมาเป็นคราวๆ บริษัทจัดการหันมาเน้นการตลาดโดยการออกกองทุนผสมและกองทุนผสมแบบยืดหยุ่นเพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนได้รับทั้งความมั่นคงในการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีคุณภาพและโอกาสของการทำกำไรจากการลงทุนในหุ้นที่ยังคงมีแนวโน้มทำกำไรที่ดีในระยะยาว

ในช่วงปลายปี พ.ศ. 2547 ต่อเนื่องมาถึงต้นปี พ.ศ. 2548 กองทุนตราสารหนี้ระยะสั้นได้กลายมาเป็นกองทุนที่ได้รับความนิยมเป็นอย่างมากและมีส่วนสำคัญที่ช่วยให้มูลค่าสินทรัพย์สุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้เพิ่มขึ้นจาก 1.17 แสนล้านบาท ณ สิ้นเดือนธันวาคม พ.ศ. 2547 เป็น 1.86 ล้านบาท ณ สิ้นเดือนมีนาคม พ.ศ. 2548 ในทางตรงกันข้ามมูลค่าหน่วยลงทุนสุทธิของกองทุนรวมที่เน้นลงทุนในตราสารทุนได้ปรับลดลงจากระดับ 8.0 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 มาอยู่ที่ระดับ 7.2 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นเดือนมีนาคม พ.ศ. 2548 ทั้งนี้กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้นที่มีการเสนอขายกันมากนั้นมักจะเป็นกองทุนที่มีอายุไม่เกิน 1-2 ปีและมีนโยบายลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐหรือภาคเอกชนที่มีอายุคงเหลือใกล้เคียงกับอายุกองทุนทำให้ลักษณะของการลงทุนในหน่วยลงทุนดังกล่าวมีความคล้ายคลึงกับการฝากประจำกับธนาคารพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม การถือหน่วยลงทุนจะมีความเสี่ยงในการได้รับการชำระคืนเงินต้นตามประเภทของตราสารหนี้ที่กองทุนรวมนำเงินไปลงทุน สำหรับปัจจัยที่ทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้ระยะสั้นได้รับความนิยมอย่างสูง มีอยู่ด้วยกันหลายประการ ดังนี้

1. อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ยังคงอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งเป็นผลมาจากปริมาณสภาพคล่องในระบบการเงินที่ยังคงมีอยู่เป็นจำนวนมาก โดย ณ สิ้นเดือนมีนาคม พ.ศ. 2548 ยอดคงค้างของเงินฝากธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบอยู่ที่ 5.618 ล้านล้านบาท ในขณะที่มียอดคงค้างของสินเชื่อ (ไม่นับรวมกิจการวิเทสธนกิจ) อยู่ที่ 5.197 ล้านล้านบาท ทำให้ผู้ฝากเงินแสวงหาการลงทุนที่ได้รับผลตอบแทนที่มากขึ้น

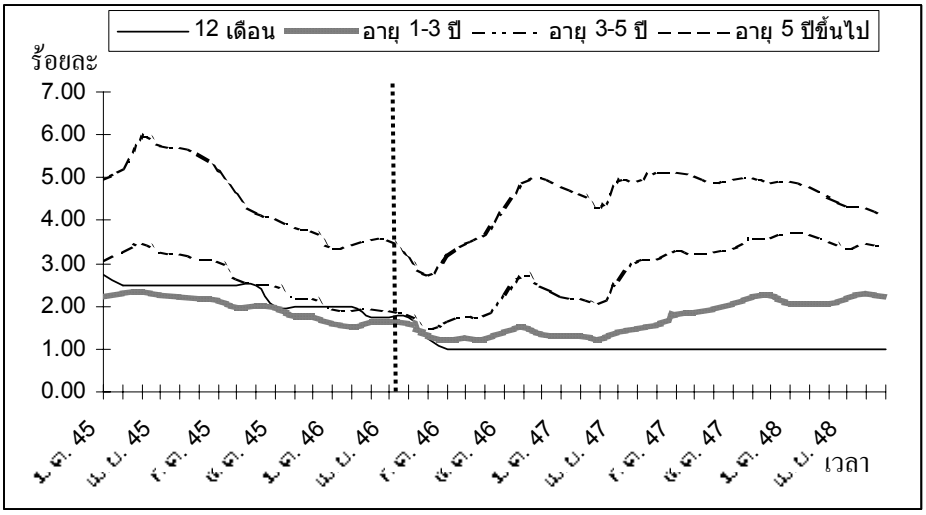
2. อัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ระยะสั้นที่ปรับตัวสูงขึ้นตามภาวะตลาดและทิศทางของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ที่มีการทยอยปรับขึ้นมานับตั้งแต่เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2547 ทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนในตลาดพันธบัตรกับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากปรับตัวสูงขึ้นอย่างชัดเจน

3. ปริมาณตราสารหนี้ระยะสั้นที่ออกสู่ตลาดมีมากขึ้นจากทั้งภาครัฐและเอกชน โดยเฉพาะอย่างยิ่งพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นพันธบัตรระยะสั้นที่โดยมากจะมีอายุไม่เกิน 1 ปี ทั้งนี้ในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2548 ธปท. ได้ประกาศให้มีการประมูลพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยประเภทอายุ 2 ปี เพิ่มเติมขึ้นอีกด้วย

4. ภาวะตลาดหุ้นยังมีความผันผวน ซึ่งมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจ จากผลกระทบของคลื่นยักษ์สึนามิ ความไม่สงบในภาคใต้ การชะลอตัวลงของเศรษฐกิจโลก รวมทั้งราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่ปรับตัวสูงขึ้นด้วย

<u>ภาวะอัตราดอกเบี้ย และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2548</u>

ในส่วนนี้จะสรุปภาวการณ์เคลื่อนไหวของภาวะอัตราดอกเบี้ยและภาวะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้



<u>ภาพที่ 4.1</u> อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ระยะเวลา 12 เดือน และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ1-3 ปี อายุ 3-5 ปี และอายุมากกว่า 5 ปีขึ้นไป

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย (2545-2548), สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2545-2548)

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปี พ.ศ. 2545 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินลดต่ำลงอย่างต่อเนื่อง สาเหตุสำคัญ ได้แก่ สภาพคล่องในระบบการเงินยังอยู่ในระดับสูงและการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกร้อยละ 0.25 ในปลายเดือนมกราคม ทำให้อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินโดยเฉลี่ยปรับตัวลดลงตามทิศทางการส่งสัญญาณของ ธปท. ทั้งนี้ในไตรมาสสุดท้ายของปี พ.ศ. 2545 อัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินยังมีแนวโน้มลดลงสาเหตุสำคัญเนื่องมาจากการที่ธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ลง ซึ่งทำให้สถาบันการเงินคาดว่าคณะกรรมการนโยบายการเงินของไทยจะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยลงด้วย จึงสร้างแรงกดดันต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดการเงินให้อยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้เมื่อมีการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยลงตามการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินได้ลดลงตามการส่งสัญญาณ โดยอัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี เนื่องจากธนาคารพาณิชย์มีการปรับอัตราดอกเบี้ยให้สอดคล้องกับสภาพคล่องของแต่ละธนาคารและสอดคล้องกับการส่งสัญญาณทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท.

ด้านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ในช่วง 4 เดือนแรกของปี อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากปลายปี พ.ศ. 2544 ตามการคาดการณ์แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงแต่เคลื่อนไหวผันผวนบ้างจากการรับรู้กำไรของสถาบันการเงิน ในช่วงพฤษภาคม อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวผันผวนมากขึ้นจากข่าวการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยความเสียหายให้กองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ ที่ยังมีความไม่แน่นอน แต่เมื่อมีการประกาศออกพันธบัตรดังกล่าวอย่างเป็นทางการในเดือนมิถุนายน นักลงทุนมีความเข้าใจว่า การออกพันธบัตรรัฐบาลดังกล่าวไม่มีผลต่อปริมาณพันธบัตรในตลาดรอง ส่งผลให้มีการซื้อขายในตลาดมากขึ้น โดยเฉพาะพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือระยะปานกลาง (5-10 ปี) อัตราผลตอบแทนโดยรวมปรับลดลงมีผลทำให้เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) ปรับแบนราบลง (Flattening) ในช่วงไตรมาสที่ 3 อัตราผลตอบแทนในตลาดรองยังปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากสาเหตุ 2 ประการ คือ 1. การปรับตัวของตลาดพันธบัตรของไทยปรับตัวในทิศทางเดียวกันกับตลาดพันธบัตรของสหรัฐอเมริกาที่มีอัตราผลตอบแทนที่ลดลงอย่างต่อเนื่องและ 2. ปริมาณพันธบัตรรัฐบาลที่ออกประมูลใหม่มีน้อยกว่าความต้องการลงทุนในตราสารหนี้ค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตามในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลยังคงลดลงอย่างต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุสำคัญ คือ 1. การประกาศปริมาณเงินพันธบัตรรัฐบาลที่จะออกประมูลใหม่ในปี พ.ศ. 2546 มีจำนวนน้อยเมื่อเทียบกับความต้องการของนักลงทุน 2. การปรับลดอัตราดอกเบี้ยทั้งเงินฝากและเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 3. การคาดการณ์ว่าธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาจะปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds ลงเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งจะมีผลให้คณะกรรมการนโยบายการเงินของไทยอาจปรับลดอัตราดอกเบี้ยของไทยลงด้วย ทั้งนี้ในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายน คณะกรรมการนโยบายการเงินของไทยได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยลงร้อยละ 0.25 ตามการปรับลดอัตราดอกเบี้ย

ของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของ ธปท. ปี พ.ศ. 2546 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินลดต่ำลง ในไตรมาสแรกของปีได้ปรับลดลงตามสภาพคล่องในระบบธนาคารพาณิชย์ที่มีอยู่สูง ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นสภาพคล่องที่กลับเข้าสู่ระบบหลังผ่านช่วงเทศกาลปีใหม่และตรุษจีน อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินยังคงลดลงและอยู่ในระดับต่ำอย่างต่อเนื่องจนสิ้นไตรมาสสุดท้ายของปี ตั้งแต่การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.5 ต่อปีในวันที่ 27 มิถุนายน ในขณะเดียวกันธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ช่วงเดือนมีนาคม มิถุนายน และกรกฎาคม ซึ่งเป็นการปรับตัวตามการส่งสัญญาณทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. และสอดคล้องกับการบริหารสภาพคล่องของแต่ละธนาคาร โดยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำระยะ 12 เดือน ลดลงจากร้อยละ 2.00 ต่อปี เป็นร้อยละ 1.00 ต่อปี สำหรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ยืมที่แท้จริงในปี พ.ศ. 2546 ปรับลดลงตามการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น

ด้านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ในช่วงไตรมาสแรกมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากปลายปี พ.ศ. 2545 โดยเป็นผลจากแนวโน้มการปรับลดลงอัตราดอกเบี้ยธนาคารพาณิชย์และความต้องการลงทุนของธนาคารพาณิชย์ที่มีอยู่สูง ขณะที่ปริมาณพันธบัตรออกใหม่มีค่อนข้างน้อย ในช่วงต้นเดือนกุมภาพันธ์ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลได้ปรับเพิ่มขึ้นจากการขายทำกำไรของนักลงทุน ในช่วงไตรมาสที่ 2 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทุกระยะปรับเพิ่มขึ้นในเดือนเมษายนตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลได้ปรับลดลงโดยเฉพาะระยะยาวในช่วงเดือนพฤษภาคม ถึงเดือนมิถุนายน เนื่องจากการคาดการณ์ว่า อุปทานพันธบัตรรัฐบาลจะลดลงจากการปรับประมาณการฐานะการคลังจากการขาดดุลเป็นการเกินดุล ประกอบกับการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกาจะลดลงและอาจส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยลดลงด้วย ซึ่งต่อมาเมื่อ ธปท. ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 0.5 ต่อปี อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลก็ปรับลดลงช่วงปลายเดือนมิถุนายน จนถึงต้นเดือนกรกฎาคม หลังจากนั้นอัตราผลตอบแทนได้ปรับตัวสูงขึ้นโดยเฉพาะพันธบัตรระยะยาว เนื่องจากปัจจัยสนับสนุน ได้แก่ การประกาศมาตรการผ่อนคลายการแลกเปลี่ยนเงินตราของ ธปท. ในเดือนกรกฎาคม และประกาศอนุญาตให้นักลงทุนสถาบัน 6 ประเภทสามารถลงทุนในตราสารหนี้ของต่างประเทศในเดือนสิงหาคม รวมทั้งความไม่แน่นอนเรื่องการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยความเสียหายของกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (FIDF) และในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลโดยเฉพาะระยะกลาง และระยะยาวปรับตัวเพิ่มขึ้นมากสาเหตุสำคัญ คือ 1. ข่าวการออกพันธบัตรระยะ 7 ปี เพื่อชดเชยความเสียหายให้ FIDF 2. อุปทานที่เพิ่มขึ้นของพันธบัตรออกใหม่จากทั้งภาครัฐและเอกชน และ 3. การปรับเพิ่มขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทยที่จูงใจให้นักลงทุนย้าย

การลงทุนออกจากตลาดพันธบัตรไปตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่กลางเดือนพฤศจิกายน จนถึงสิ้นเดือนธันวาคม อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลงจากการเลื่อนการประมูลพันธบัตร FIDF และการออกพันธบัตร ธปท.

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของ ธปท. ปี พ.ศ. 2547 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี พ.ศ. 2547 ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ถึง 3 ครั้งในปีนี้ อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2547 ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2546 เนื่องจากสภาพคล่องโดยรวมในตลาดเงินยังคงอยู่ในระดับสูง ในช่วงครึ่งแรกของปีอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินมีแนวโน้มสูงขึ้นเล็กน้อยแต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำสะท้อนสภาพคล่องโดยรวมที่ยังคงอยู่ในระดับสูง ซึ่งธนาคารพาณิชย์ได้นำสภาพคล่องส่วนเกินเข้ามาลงทุนในตลาดเงิน สำหรับช่วงครึ่งปีหลังอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินปรับเพิ่มขึ้นมากตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. รวม 3 ครั้ง จากร้อยละ 1.25 ต่อปี เป็นร้อยละ 2 ต่อปี แม้ว่า ธปท. จะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในเดือนสิงหาคม ตุลาคมและธันวาคม แต่ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ก็ยังไม่ได้ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินให้กู้ยืมตาม ส่วนหนึ่งเพราะสภาพคล่องส่วนเกินในระบบธนาคารพาณิชย์ยังอยู่ในระดับสูง แต่ธนาคารพาณิชย์ขนาดเล็กหลายแห่งเริ่มปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะยาว เพื่อระดมทุนให้สอดคล้องกับการขยายตัวของสินเชื่อ ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน ของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 4 แห่งอยู่ที่ร้อยละ 1.00 ต่อปี การที่ธนาคารขนาดใหญ่ไม่ปรับอัตราดอกเบี้ยในปีนี้ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงภายใต้แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง ซึ่งนับว่ามีส่วนช่วยกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ

ด้านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล โดยรวมในปี พ.ศ. 2547 ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2546 โดยในช่วงไตรมาสแรกอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลงจากปลายปี พ.ศ. 2546 เนื่องจากการแพร่ระบาดของโรคไขหวัดนกในสัตว์ปีก ทำให้ตลาดคาดการณ์ว่า ทิศทางอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับต่ำต่อไป ในช่วงไตรมาสที่ 2 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับเพิ่มขึ้นทุกระยะ โดยเป็นการเคลื่อนไหวตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกาที่ปรับเพิ่มขึ้นจากการที่ตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาออกมาดีเกินคาดและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของสหรัฐอเมริกาที่ปรับเพิ่มขึ้นทำให้นักวิเคราะห์คาดว่า อัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐอเมริกาจะปรับเพิ่มขึ้นในอนาคต ในช่วงไตรมาสที่ 3 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นปรับเพิ่มขึ้นค่อนข้างมากตามการคาดการณ์ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะกลางและระยะยาวปรับเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมีความต้องการลงทุนในพันธบัตรไทยมากขึ้น นอกจากนี้ยังสะท้อนการคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้ออาจลดลงหลังปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในช่วงไตรมาสสุดท้ายอัตราผลตอบแทนปรับเพิ่มขึ้นตามการปรับเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาและ

อัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. อย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและระยะยาวปรับลดลงในช่วงสิ้นปีตามความต้องการลงทุนที่เพิ่มขึ้นของบริษัทประกันชีวิตเพื่อรองรับยอดขายกรมธรรม์ประกันชีวิตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากการขยายวงเงินในการลดหย่อนภาษีเป็น 300,000 บาท

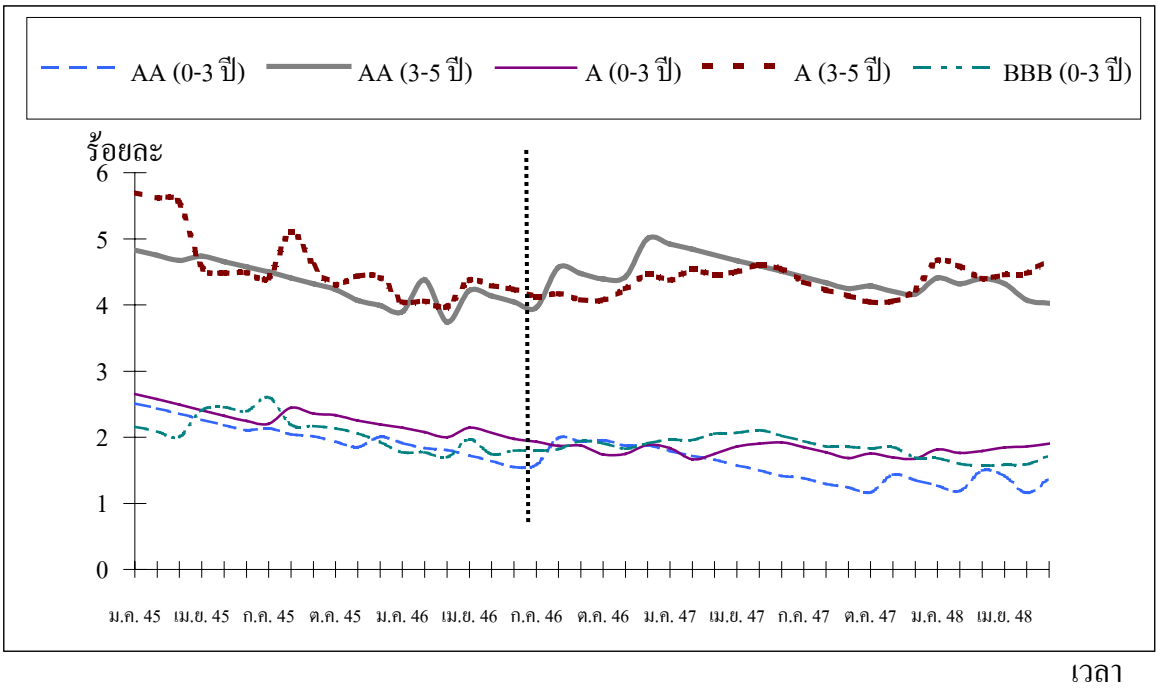
จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของ ธปท. ปี พ.ศ. 2548 สภาพคล่องโดยรวมในช่วงต้นปีมีค่อนข้างมาก เนื่องจากมีเม็ดเงินไหลกลับเข้าสู่ระบบหลังผ่านพ้นช่วงเทศกาลปีใหม่และตรุษจีน ในช่วงไตรมาสแรกของปีอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินปรับลดลง แม้ว่าจะมีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่อวันที่ 2 มีนาคม อันเนื่องมาจากสภาพคล่องที่ยังมีอยู่มากในระบบ ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการปล่อยเงินเข้าสู่ระบบการเงินของภาครัฐ ผ่านโครงการบัตรประกันสุขภาพและการเตรียมเงินเบิกจ่ายของภาครัฐ ในช่วงไตรมาสที่ 2 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินได้มีการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นตามการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยในช่วงก่อนการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน สภาพคล่องในระบบค่อนข้างตึงตัว เนื่องจากธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่คาดว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราดอกเบี้ยของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ในช่วงสองไตรามาสแรกยังคงอยู่ในระดับเดิมทั้งอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ โดยอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 1.00 ต่อปี

ด้านอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ในไตรมาสแรกอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อยตามการคาดการณ์ว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ประกอบด้วยความต้องการลงทุนในพันธบัตรระยะสั้นมีน้อยลงหลังจากปัจจัยการย้ายเงินฝากเพื่อหลีกเลี่ยงการถูกคิดค่าธรรมเนียมของกองทุนฟื้นฟูฯ ได้หมดไป ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและระยะยาวปรับลดลง เนื่องจากยังมีความต้องการลงทุนจากบริษัทประกันชีวิต กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพและกองทุนรวมหุ้นระยะยาว และนักลงทุนในประเทศเร่งลงทุนในพันธบัตรระยะดังกล่าว เพราะมีความกังวลว่าอุปทานจะลดลง ในช่วงไตรมาสที่ 2 เดือนเมษายนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากนักลงทุนชะลอการลงทุนเพื่อรอผลการประชุมของคณะกรรมการนโยบายการเงิน ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรระยะกลางและระยะยาวยังคงปรับตัวลดลง เนื่องจากนักลงทุนมีความต้องการลงทุนมากกว่าอุปทานในตลาดที่มีอยู่ อย่างไรก็ตามในช่วงเดือนพฤษภาคม อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นและปานกลางปรับเพิ่มขึ้น เนื่องมาจากอัตราเงินเฟ้อของไทยที่เพิ่มสูงขึ้น ทำให้ตลาดคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ในทิศทางขาขึ้นรวมทั้งเป็นการปรับขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกา เนื่องมาจากตัวเลขทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาออกมาดีกว่าที่คาดการณ์ไว้ แต่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวยังคงปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ในช่วงปลายไตรมาสที่ 2 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับลดลงทุกระยะเวลา โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะไม่เกิน 1 ปี ลดลง เนื่องมาจากความต้องการลงทุนในตลาดพันธบัตรที่มากขึ้น เนื่องมาจาก

ธนาคารพาณิชย์พยายามลดยอดเงินฝากเพื่อลดภาระการนำส่งค่าธรรมเนียมกองทุนเพื่อการฟื้นฟูฯ ทำให้นักลงทุนต้องย้ายฐานการลงทุนจากเงินฝากมายังตลาดพันธบัตรชั่วคราว สำหรับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวปรับลดลง เพราะความไม่แน่นอนและเป็นการปรับลดลงตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอเมริกา

<u>ภาวะตลาดหุ้นกู้ภาคเอกชน ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2548</u>

ในส่วนนี้จะสรุปภาวการณ์เคลื่อนไหวของหุ้นกู้ภาคเอกชน ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้



<u>ภาพที่ 4.2</u> อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับ AA, A และ BBB ช่วงอายุต่างๆ
ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2545-2548)

จากรายงานสรุปภาวะความเคลื่อนไหวตลาดตราสารหนี้ไทยของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ปี พ.ศ. 2545 พบว่า ภาคเอกชนมีการออกหุ้นกู้ใหม่มูลค่า 98.20 พันล้านบาท ลดลงร้อยละ 7.95 จาก 106.68 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2544 มาเป็น 98.20 พันล้านบาท อย่างไรก็ตาม มูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ภาคเอกชนมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.84 ขึ้นมาอยู่ที่ 542.6 พันล้านบาท จากเดิมที่ 538.09 พันล้านบาท ณ ปลายปีที่ผ่านมา โดยหุ้นกู้หมวดสื่อสารยังคงมีการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้อย่างคึกคัก ทั้งนี้ ลักษณะของการออกหุ้นกู้มีรูปแบบที่หลากหลายมากขึ้น ทั้งลักษณะการจ่ายดอกเบี้ยที่มีการออกหุ้นกู้ประเภทจ่าย

ดอกเบี้ยย้อนทิศ (Inverse Floater) และตราสารที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์นั้นให้เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

ส่วนผลตอบแทนจากการลงทุนของหุ้นกู้ภาคเอกชนในปี พ.ศ. 2545 เท่ากับร้อยละ 9.61 ต่อปี เมื่อพิจารณาจาก Investment Grade Corporate Bond Index ดัชนีดังกล่าวปรับตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดทั้งปี โดยมาปิดสูงสุดในวันที่ 27 ธันวาคมที่ระดับ 116.41 จุด โดยมีอัตราผลตอบแทนโดยรวมเท่ากับร้อยละ 9.61 ต่อปี ปรับลดลงร้อยละ 12.4 ต่อปี ณ ปี พ.ศ. 2544

จากรายงานสรุปภาวะความเคลื่อนไหวตลาดตราสารหนี้ไทยของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ปี พ.ศ. 2546 พบว่า ภาคเอกชนมีการออกหุ้นกู้ใหม่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงแรกของปี โดยมีการออกรวมทั้งสิ้น 163.02 พันล้านบาท ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 87.62 จากมูลค่าการออกทั้งสิ้น 86.90 พันล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2545 ส่วนมูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ภาคเอกชนยังมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 34.57 ขึ้นมาอยู่ที่ 377.26 พันล้านบาท จากเดิมที่ 280.34 พันล้านบาท ณ ปลายปีที่ผ่านมา โดยหุ้นกู้ที่ออกใหม่ในปีนี้รวม 46 หุ้นจาก 35 บริษัท มีขนาดการออกตั้งแต่ 4 พันล้านบาทจนถึง 11.7 พันล้านบาทต่อผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งมีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ AAA จนถึง BBB

ส่วนอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนจากการลงทุนในปี พ.ศ. 2546 เท่ากับร้อยละ 2.25 ต่อปี เมื่อพิจารณาจาก Investment Grade Corporate Bond Index ดัชนีปรับตัวลดลงเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2545 โดยมาปิดที่ระดับ 103.39 ณ วันที่ 31 ธันวาคม โดยมีอัตราผลตอบแทนโดยรวมเท่ากับร้อยละ 2.25 ต่อปี ปรับลดลงจากร้อยละ 9.61 9 ต่อปี ณ ปี พ.ศ. 2545

จากรายงานสรุปภาวะความเคลื่อนไหวตลาดตราสารหนี้ไทยของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ปี พ.ศ. 2547 พบว่า หุ้นกู้ภาคเอกชนมีการออกหุ้นกู้ใหม่ลดลงเมื่อเทียบกับปี พ.ศ. 2546 ที่บริษัทเอกชนต่างเร่งออกเสนอขายหุ้นกู้ใหม่ ในตลาดแรกค่อนข้างสูง ทั้งนี้ปี พ.ศ. 2547 มีปริมาณการออกหุ้นกู้ภาคเอกชนรวมทั้งสิ้น 94.66 พันล้านบาท ปรับตัวลดลงร้อยละ 41.93 จากมูลค่าการออกทั้งสิ้น 163.02 พันล้านบาท ณ สิ้นปี พ.ศ. 2546 ในส่วนของมูลค่าคงค้างของหุ้นกู้ภาคเอกชนมีการขยายตัวเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 2.13 โดยมีมูลค่าคงค้างเท่ากับ 385.28 พันล้านบาท ในปี พ.ศ. 2547 จากเดิมที่ 377.26 พันล้านบาท ณ ปลายปี พ.ศ. 2546 โดยหุ้นกู้ออกใหม่นี้รวม 54 หุ้น จาก 26 บริษัทด้วยกัน มีขนาดการออกตั้งแต่ 0.12 พันล้านบาทจนถึง 15 พันล้านบาทต่อผู้ออกหลักทรัพย์ ซึ่งมีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ระดับ AAA จนถึง BBB

ส่วนอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนจากการลงทุนปี พ.ศ. 2547 เท่ากับร้อยละ 4.03 เมื่อพิจารณาจาก Investment Grade Corporate Bond Index ดัชนีปรับตัวลดลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับ

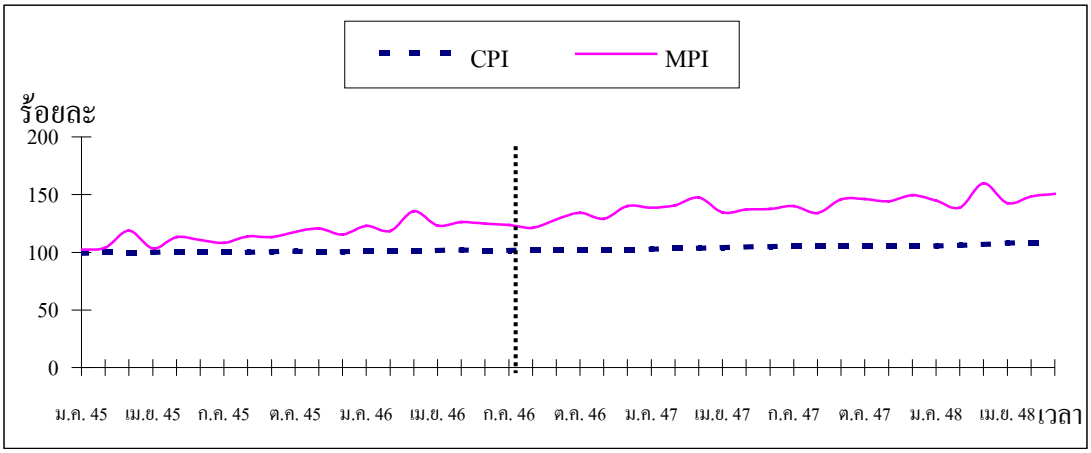
ร้อยละ 103.39 ของปี พ.ศ. 2546 โดยมาปิดที่ระดับ 103.03 ณ สิ้นปี พ.ศ. 2547 ทั้งนี้ผลตอบแทนโดยรวมเท่ากับร้อยละ 4.03 ปรับเพิ่มจากร้อยละ 2.25 ณ สิ้นธันวาคมปี พ.ศ. 2546

จากรายงานสรุปภาวะความเคลื่อนไหวตลาดตราสารหนี้ไทยของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ปี พ.ศ. 2548 พบว่า หุ้นกู้ภาคเอกชนมีการออกเสนอขายหุ้นกู้ภาคเอกชนใหม่เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2547 ร้อยละ 43.08 หรือมีปริมาณการเสนอขายหุ้นกู้ใหม่ทั้งสิ้น 135.44 พันล้านบาท โดยเฉพาะในช่วงครึ่งหลังของปี จะเห็นว่าบริษัทเอกชนมีการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้ค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับช่วงครึ่งแรกของปี โดยหุ้นกู้ที่ออกใหม่ในปีนี้รวม 73 หุ้น จาก 30 บริษัท มีขนาดการออกตั้งแต่ 0.3 พันล้านบาทจนถึง 24 พันล้านบาทต่อผู้ออกหลักทรัพย์ มีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ระดับ AAA จนถึง BBB

ส่วนอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนหุ้นกู้ภาคเอกชนในปี พ.ศ. 2548 เท่ากับร้อยละ 1.17 เมื่อพิจารณาจาก Investment Grade Corporate Bond Index ดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับร้อยละ 1.17 ปรับลดลงจากร้อยละ 4.03 ณ สิ้นธันวาคมปี พ.ศ. 2547

<u>ระดับราคา (อัตราเงินเฟ้อ) และภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรม ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2548</u>

ในส่วนนี้จะกล่าวถึงการเคลื่อนไหวของระดับราคาในประเทศ และภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรม ซึ่งในที่นี้จะใช้ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเป็นตัวสะท้อนถึงอัตราเงินเฟ้อ และดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเป็นตัวสะท้อนภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรม ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้



<u>ภาพที่ 4.3</u> ดัชนีอัตราเงินเฟ้อและดัชนีอัตราผลผลิตภาคอุตสาหกรรม
ที่มา: กระทรวงการคลัง (2545-2548) และ ธนาคารแห่งประเทศไทย (2545-2548)

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของ ธปท. ปี พ.ศ. 2545 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันในปีก่อนร้อยละ 0.7 ตามการเพิ่มขึ้นของราคาในหมวดไม่รวมอาหารและเครื่องดื่ม ส่วนดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานเพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันในปีก่อนร้อยละ 0.4 ซึ่งยังคงอยู่ในเป้าหมายของนโยบายการเงินที่ระดับร้อยละ 0-3.5 ปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำในช่วงที่ผ่านมา ได้แก่

1. อุปสงค์ในประเทศยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ แม้ว่าการบริโภคและการลงทุนในประเทศจะปรับตัวดีขึ้นแต่อัตราการใช้กำลังการผลิตยังคงอยู่ในระดับต่ำ โดยยังต่ำกว่าระดับช่วงก่อนวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ ซึ่งสะท้อนว่าจะยังไม่มีแรงกดดันต่อราคาทางด้านอุปสงค์

2. การที่ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์ สรอ. จากการที่ดอลลาร์ สรอ. อ่อนตัวลง ส่งผลให้สินค้านำเข้าในรูปเงินบาทลดลงโดยเฉพาะราคาน้ำมัน แม้ว่าราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกจะเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.4 แต่ราคาสินค้ากลุ่มพลังงานเพิ่มขึ้นเพียงร้อยละ 0.7

3. ราคาสินค้าเกษตรในตลาดโลกที่ปรับลดลงอย่างต่อเนื่องทำให้ราคาสินค้าในหมวดอาหารสดอยู่ในระดับต่ำ

4. ราคาสินค้าบางรายการที่อยู่ภายใต้มาตรการควบคุมราคาสินค้าที่จำเป็นต่อการดำรงชีพขั้นพื้นฐานของประชาชนทรงตัวหรือลดลง

อย่างไรก็ดียังมีราคาสินค้าบางหมวดที่เพิ่มขึ้นมาก ได้แก่ สินค้าในหมวดพาหนะ การขนส่ง และการสื่อสารซึ่งเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.3 โดยเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้น

ด้านภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2545 ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นร้อยละ 8.4 เร่งขึ้นมากเมื่อเทียบกับปีก่อนโดยอุตสาหกรรมที่ผลิตเพื่อจำหน่ายในประเทศ (ส่งออกน้อยกว่าร้อยละ 30) มีการขยายตัวสูงในอุตสาหกรรมเหล็ก สุรา รถจักรยานยนต์และปูนซีเมนต์ และอุตสาหกรรมที่ผลิตเพื่อส่งออก (ส่งออกมากว่าร้อยละ 60) มีอัตราเพิ่มสูงในอุตสาหกรรมแผงวงจรรวม เครื่องรับโทรทัศน์ และน้ำตาล สำหรับอุตสาหกรรมที่ผลิตทั้งเพื่อส่งออกและจำหน่ายในประเทศ (ส่งออกร้อยละ 30-60) เริ่มขยายตัวเร่งขึ้นในไตรมาสที่ 3 จากการผลิตรถยนต์พาณิชย์ยางรถยนต์ เหล็กแผ่นรีดร้อน รีดเย็นและกระจกแผ่น อัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ยของภาคอุตสาหกรรม (Capacity Utilization) ในปีนี้อยู่ที่ร้อยละ 60.0 เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 53.5 ในปีก่อน

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของ ธปท. ปี พ.ศ. 2546 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.8 เร่งตัวขึ้นร้อยละ 0.7 ในปีก่อน โดยเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาหมวดอาหารและเครื่องดื่มร้อยละ 3.6 และราคาหมวดอื่นๆ ที่ไม่ใช้อาหารร้อยละ 0.7 สำหรับดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (ไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.2 ซึ่งยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายร้อยละ 0-3.5 ของนโยบายการเงิน ปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในเกณฑ์ต่ำ ได้แก่

1. การลดลงอย่างต่อเนื่องของค่าเช่าบ้านในหมวดเคหะสถาน ส่วนหนึ่งเพราะอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ จูงใจให้ประชาชนซื้อบ้านเป็นของตนเองแทนการเช่า

2. ค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นจากเฉลี่ย 43.00 บาทต่อดอลลาร์สรอ. ในปี พ.ศ. 2545 เป็น 41.50 บาทต่อดอลลาร์สรอ. ในปี พ.ศ. 2546 ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าในรูปเงินบาทลดลง

3. ภาวการณ์แข่งขันที่รุนแรงขึ้นทำให้ผู้ประกอบการพยายามตรึงราคาสินค้าไว้เพื่อรักษาส่วนแบ่งการตลาด

4. การที่รัฐเข้ามาดูแลราคาสินค้าพื้นฐานที่จำเป็นต่อการดำรงชีพของประชาชนบางรายการ

โดยรวมอัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังคงอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้ากลุ่มอาหารสดและพลังงานเป็นสำคัญ

ด้านภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2546 เร่งตัวขึ้นจากปีก่อนทั้งในกลุ่มสินค้าที่ผลิตเพื่อจำหน่ายในประเทศและในกลุ่มสินค้าที่ผลิตเพื่อส่งออก ทั้งนี้การขยายตัวของการผลิตแสดงแนวโน้มการกระจายตัวไปสู่สาขาอุตสาหกรรมต่างๆ มากกว่าเมื่อช่วง 2-3 ปีก่อน โดยดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัวร้อยละ 12.3 ในปี พ.ศ. 2546 เร่งขึ้นจากร้อยละ 8.5 ในปีก่อน โดยรายได้และความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่ปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง รวมทั้งอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในเกณฑ์ต่ำ ได้ส่งผลให้อุตสาหกรรมที่ผลิตเพื่อจำหน่ายในประเทศ (ส่งออกน้อยกว่าร้อยละ 30) ขยายตัวได้ดี โดยเฉพาะรถยนต์นั่ง รถจักรยานยนต์ และเครื่องดื่ม ขณะเดียวกันอุปสงค์จากต่างประเทศที่เร่งตัวก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อุตสาหกรรมที่ผลิตเพื่อส่งออก (ส่งออกมากกว่าร้อยละ 60) ขยายตัวสูงกว่าปีก่อนมาก โดยเฉพาะการผลิตแผงวงจรรวม อาหาร และผลิตภัณฑ์ยางแท่ง อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมที่ผลิตทั้งเพื่อส่งออกและจำหน่ายในประเทศ (ส่งออกร้อยละ 30-60) ชะลอตัวจากปีก่อนเล็กน้อยตามการผลิตผลิตภัณฑ์เหล็กและสิ่งทอบางประเภทเป็นสำคัญ ส่วนอัตราการใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Rate) ของภาคอุตสาหกรรมเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 66.3 เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 59.3 ในปีก่อน ซึ่งสอดคล้องกับการเร่งตัวของ

ผลผลิตอุตสาหกรรม

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของ ธปท. ปี พ.ศ. 2547 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.8 ในปีก่อน โดยเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของราคาหมวดอาหารและเครื่องดื่มร้อยละ 4.5 และราคาหมวดอื่นๆ ที่ไม่ใช่อาหารร้อยละ 1.7 สำหรับดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน (ไม่รวมราคาอาหารสดและพลังงาน) เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.4 โดยยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายร้อยละ 0-3.5 ของนโยบายการเงิน ปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราเงินเฟ้อของไทยในช่วงที่ผ่านมาไม่เร่งตัวมากนัก แม้ว่าราคาน้ำมันดิบและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ในตลาดโลกจะเพิ่มสูงขึ้นมาก ได้แก่

1. การที่รัฐบาลเข้ามาดูแลราคาสินค้าพื้นฐานที่จำเป็นต่อการดำรงชีพของประชาชน โดยเฉพาะมาตรการการตรึงราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศให้อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่สูงขึ้นมากและเป็นต้นทุนการผลิตที่สำคัญยังไม่สะท้อนไปที่ราคาสินค้าและบริการในประเทศอย่างเต็มที่

2. การลดลงของค่าเช่าบ้านในหมวดเคหะสถาน ซึ่งมีน้ำหนักร้อยละ 18 ในตะกร้าดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปโดยลดลงจากปีก่อนร้อยละ 0.6

3. ค่าเงินบาทที่แข็งขึ้นจากเฉลี่ย 41.53 บาทต่อดอลลาร์สรอ. ในปี พ.ศ. 2546 เป็น 40.28 บาทต่อดอลลาร์ สรอ. ในปี พ.ศ. 2547 ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าในรูปเงินบาทลดลง

4. การที่รัฐขอความร่วมมือผู้ประกอบการให้ตรึงราคาสินค้า ประกอบกับภาวะการแข่งขันที่รุนแรงทำให้ผู้ประกอบการพยายามตรึงราคาสินค้าไว้เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาด

เนื่องจากสินค้าที่ราคาปรับเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มของอาหารสดและพลังงาน ทำให้อัตราเงินเฟ้อทั่วไปยังคงแตกต่างจากอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน

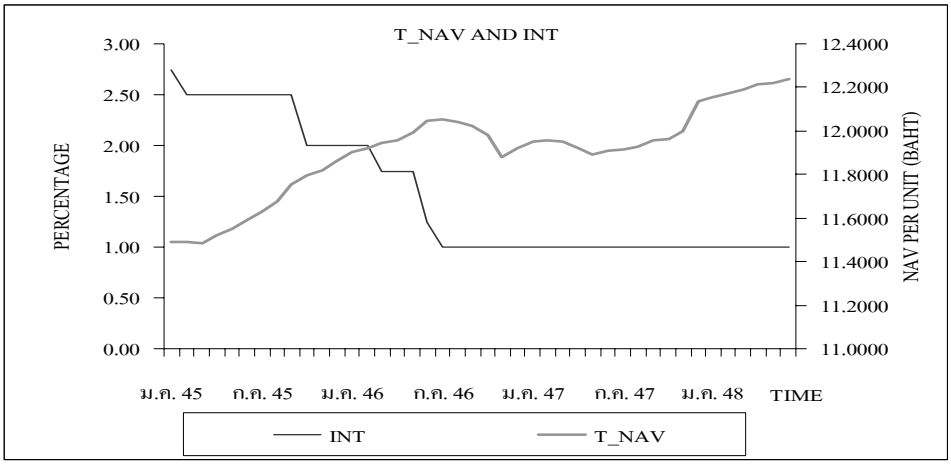
ด้านภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2547 ขยายตัวในอัตราที่ชะลอกว่าในปีก่อนที่ขยายตัวค่อนข้างสูงโดยกลุ่มสินค้าที่ผลิตเพื่อส่งออกชะลอตัวลงมากกลุ่มสินค้าที่ผลิตเพื่อจำหน่ายในประเทศ แม้จะชะลอตัวลง แต่ยังขยายตัวในเกณฑ์ดี ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (Manufacturing Production Index: MPI) ปี พ.ศ. 2547 เพิ่มขึ้นร้อยละ 8.1 ชะลอลงจากร้อยละ 12.3 ในปีก่อน โดยปัญหาต้นทุนการผลิตมีแนวโน้มสูงขึ้นและการขาดแคลนวัตถุดิบ ได้ส่งผลให้หลายอุตสาหกรรมขยายตัวใน

อัตราที่ชะลอลง โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่ผลิตเพื่อส่งออก สำหรับอัตราที่ใช้กำลังการผลิต (Capacity Utilization Rate) ของภาคอุตสาหกรรมโดยรวมในปี พ.ศ. 2547 เฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 72.7 เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 66.3 ในปีก่อน

จากรายงานเศรษฐกิจและการเงินรายปีของ ธปท. ปี พ.ศ. 2548 ในช่วงไตรมาสแรก ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันในปีก่อนร้อยละ 3.2 โดยราคาหมวดอาหารและเครื่องดื่มเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.0 เร่งขึ้นจากเดือนก่อนเล็กน้อยตามความต้องการบริโภคผักและผลไม้สดที่เพิ่มขึ้น และราคาอาหารที่บริโภคในบ้านเพิ่มขึ้นตามราคาอาหารสด สำหรับราคาหมวดที่ไม่รวมอาหารและเครื่องดื่มเพิ่มขึ้นร้อยละ 2.7 ตามราคาขายปลีกน้ำมันเบนซินและน้ำมันดีเซลที่สูงขึ้นมากส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.8 เร่งขึ้นจากเดือนก่อนที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 0.6 ในช่วงไตรมาสที่ 2 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันปีก่อนร้อยละ 3.8 โดยราคาหมวดอาหารและเครื่องดื่มเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.8 จากการเพิ่มขึ้นของราคาเนื้อสัตว์ เป็ด ไก่ ไข่ไก่ และผลิตภัณฑ์นม เนื่องจากผลผลิตมีน้อยขณะที่อุปสงค์ยังคงอยู่ในระดับสูง สำหรับราคาในหมวดที่ไม่ใช่อาหารและเครื่องดื่มเพิ่มขึ้นร้อยละ 3.9 จากผลการปรับขึ้นราคาน้ำมันเชื้อเพลิง ค่าไฟฟ้าอัตโนมัติ (FT) และค่าโดยสารสาธารณะตามต้นทุนค่าเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นซึ่งส่งผลให้อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเร่งตัวขึ้นเป็นร้อยละ 1.3 เทียบกับเดือนก่อน

ด้านภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรม ในปี พ.ศ. 2548 ในช่วง 2 ไตรมาสแรกของปี แม้ว่าผลผลิตภาคอุตสาหกรรมจะมีการชะลอตัวบ้าง เนื่องมาจากการชะลอตัวด้านอุปสงค์และปัจจัยชั่วคราวที่เกิดจากการปิดซ่อมบำรุงโรงงาน ประกอบกับการขาดแคลนวัตถุดิบจากภาวะแล้งในหมวดอาหาร อย่างไรก็ตาม ในครึ่งปีแรกดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมขยายตัวจากระยะเดียวกัน ในปี พ.ศ. 2547 ร้อย 8.8 โดยการผลิตเพื่อการส่งออกยังขยายตัวดีต่อเนื่องโดยเฉพาะหมวดอิเล็กทรอนิกส์และแผงวงจรรวม หมวดยานยนต์ หมวดวัสดุก่อสร้าง รวมทั้งหมวดเหล็กและผลิตภัณฑ์จากเหล็ก ในขณะที่หมวดเครื่องดื่มปรับลดลงเนื่องจากมีการเร่งผลิตมากในช่วงที่ผ่านมา ส่งผลให้สต็อกในปัจจุบันอยู่ในระดับสูง อัตราการใช้กำลังการผลิตของภาคอุตสาหกรรมในสิ้นไตรมาสที่ 2 อยู่ที่ร้อยละ 71.8

<u>ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ยกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้</u>

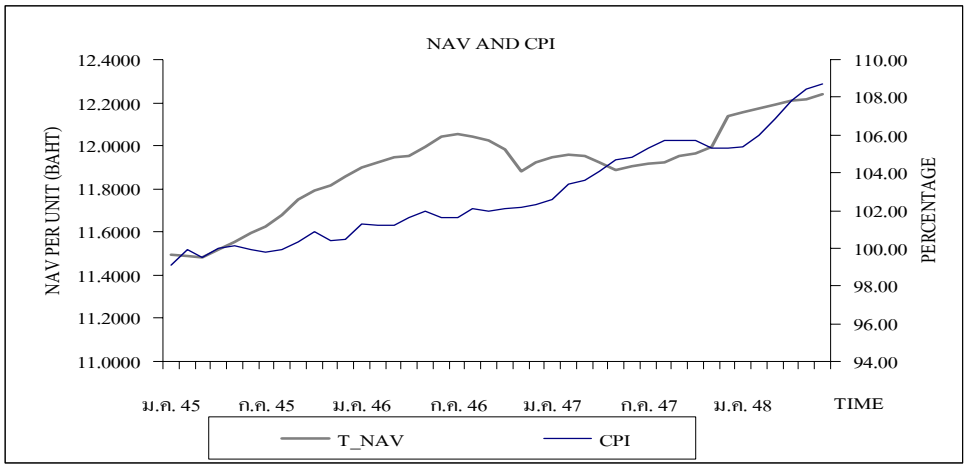


<u>ภาพที่ 4.4</u> ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้ กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนเฉลี่ย ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2548

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทยและบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน

ในช่วงปี พ.ศ. 2545 ที่ผ่านมาจะเห็นว่า มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นและมีความผันผวนเพียงเล็กน้อย เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน มีความผันผวนไม่มากนักและมีทิศทางลดลงอย่างชัดเจน ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการลดลงของอัตราดอกเบี้ยในประเทศและอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา ดังนั้น กองทุนรวมจึงได้รับผลประโยชน์จากการที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินลดลง ในช่วงปลายปี พ.ศ. 2546-2548 เป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินมีความผันผวนตลอดเวลา โดยเฉพาะการประกาศเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาที่เพิ่มสูงขึ้นและการที่ ธปท. มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในทิศทางที่เพิ่มสูงขึ้น แต่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือน กลับลดลงอยู่ในระดับต่ำและมีแนวโน้มคงที่ อันเนื่องมาจากสภาพคล่องของธนาคารที่ยังมากอยู่ ซึ่งทำให้นักลงทุนไม่มั่นใจลงทุนมีการคาดเดาถึงทิศทางอัตราดอกเบี้ยว่าจะปรับตัวอย่างไร ทำให้ผู้ลงทุนชะลอการลงทุนในตราสารหนี้ลงรวมทั้งกองทุนด้วย ดังนั้นการชะลอการลงทุนของกองทุนจึงส่งผลกระทบทำให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้ยังมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น แม้มีความผันผวนอย่างมากก็ตาม

ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีอัตราเงินเฟ้อกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้

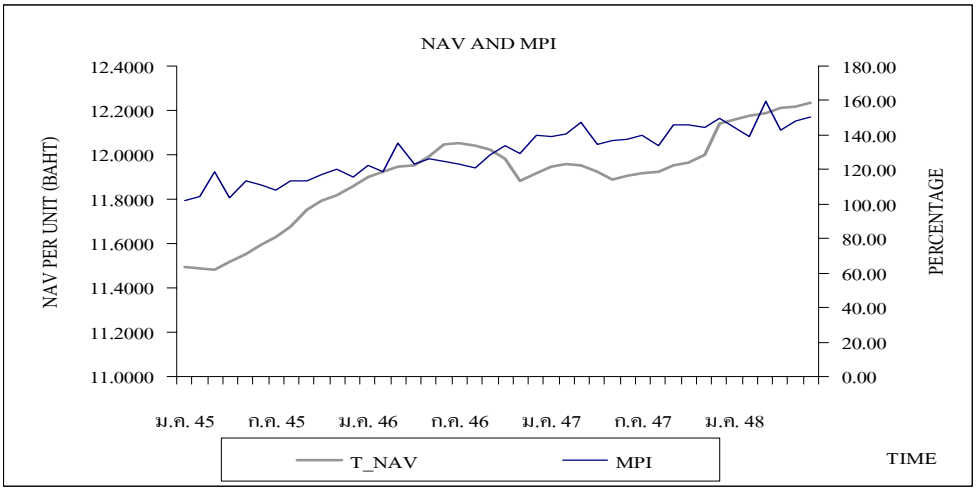


ภาพที่ 4.5 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้ กับดัชนีอัตราเงินเฟ้อ ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึง เดือนมิถุนายน พ.ศ. 2548

ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทยและบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน

ในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึงปลายปี พ.ศ. 2546 ที่ผ่านมาจะเห็นว่า อัตราเงินเฟ้อมีความผันผวนและมีทิศทางที่ไม่ค่อยชัดเจนนัก ส่วนหนึ่งเนื่องมาจากอุปสงค์ในประเทศยังไม่ฟื้นเต็มที่ ประกอบกับค่าเงินบาทมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นและการแข่งขันการขายสินค้าในประเทศอยู่ในระดับสูง ดังนั้น เมื่อเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นไม่มากนัก ทำให้นักลงทุนยังคงคาดเดาว่าอัตราดอกเบี้ยยังคงไม่เพิ่มสูงขึ้นก็จะทำให้นักลงทุนยังคงลงทุน มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่ช่วงปลายปี พ.ศ. 2546-2548 จะพบว่า อัตราเงินเฟ้อมีความผันผวนและมีทิศทางที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นเมื่ออัตราเงินเฟ้อสูงขึ้นนักลงทุนย่อมคาดเดาว่าอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มสูงขึ้น ทำให้นักลงทุนและกองทุนรวมตราสารหนี้ชะลอการลงทุน ส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้เกิดความผันผวน แต่มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยก็ยังมีแนวโน้มที่เพิ่มสูงขึ้น

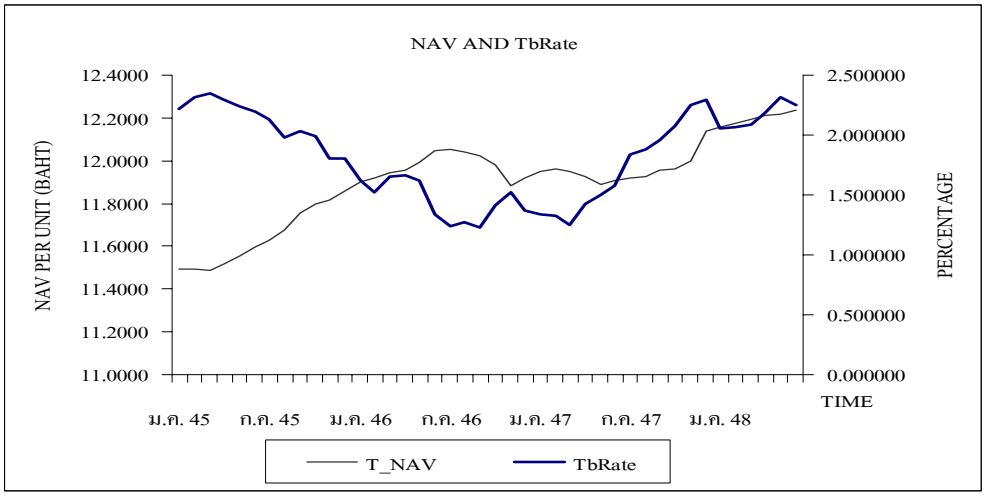
ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้



ภาพที่ 4.6 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้ กับดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2548
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทยและบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน

ในช่วงที่ผ่านมาจะเห็นว่า มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้มีความผันผวนสูง แต่ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งการที่ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเพิ่มสูงขึ้นแสดงว่า ด้านภาวะเศรษฐกิจภาคอุตสาหกรรมขยายตัวค่อนข้างสูง แม้จะประสบปัญหาต้นทุนการผลิตมีแนวโน้มสูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตามจะเห็นว่าการขยายตัวของผลผลิตภาคอุตสาหกรรมยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ซึ่งการเพิ่มขึ้นของดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น แม้มีความผันผวนอยู่บ้างก็ตาม

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1-3 ปีกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้

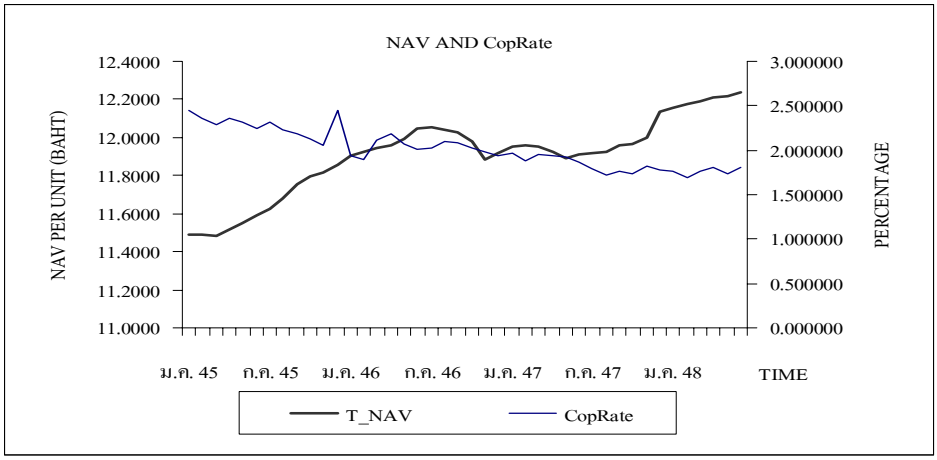


ภาพที่ 4.7 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้ กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1-3 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2548

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยและบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน

ในช่วงที่ผ่านมาจะเห็นว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1-3 ปี มีความผันผวนมากและมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึงปลายปี พ.ศ. 2546 การลดลงของอัตราผลตอบแทนดังกล่าวย่อมทำให้ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดตราสารหนี้เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ในขณะที่ช่วงปลายปี พ.ศ. 2546 ถึงช่วงต้นปี พ.ศ. 2547 อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 1-3 ปี มีความผันผวนอย่างมากและมีทิศทางที่ไม่ชัดเจน ซึ่งความผันผวนดังกล่าวส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ที่ศึกษามีความผันผวนอย่างมากโดยมูลค่าทรัพย์สินสุทธิมีแนวโน้มลดลง ในช่วงกลางปี พ.ศ. 2547-2548 อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ทำให้การลงทุนของกองทุนรวมปรับตัวตามไม่ทัน จึงทำให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้มีความผันผวน ดังนั้น จะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเป็นตัวสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ได้เป็นอย่างดีในกรณีที่กองทุนรวมนั้นเป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ที่เน้นการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

<u>ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับ AAA, AA, A อายุ 1-3 ปีกับมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้</u>



<u>ภาพที่ 4.8</u> ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหน่วยของกองทุนรวมตราสารหนี้ กับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับ AAA, AA, A อายุ 1-3 ปี ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2545 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2548

ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยและบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน

ในช่วงที่ผ่านมาจะเห็นว่า อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นกู้ภาคเอกชนระดับ AAA, AA, A อายุ 1-3 ปี มีความผันผวนอย่างมากและมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545-2548 การลดลงของอัตราผลตอบแทนดังกล่าวย่อมทำให้ราคาซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดตราสารหนี้เพิ่มสูงขึ้น ซึ่งส่งผลให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้น จะเห็นได้ว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเป็นตัวสะท้อนมูลค่าทรัพย์สินสุทธิของกองทุนรวมตราสารหนี้ได้เป็นอย่างดี ในกรณีที่กองทุนรวมนั้นเป็นกองทุนรวมตราสารหนี้ที่เน้นการลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชน