

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความสำคัญของอัตราเงินเฟ้อต่อระบบเศรษฐกิจ

อัตราเงินเฟ้อเป็นตัวแปรสำคัญในระบบเศรษฐกิจ ที่ทั้งภาครัฐและภาคเอกชนต้องพิจารณาในการตัดสินใจกระทำการกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เนื่องจากเงินเฟ้อมีต้นทุนหรือผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจได้หลายรูปแบบ ดังนี้

- 1) Manu Cost คือ ต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายสำหรับผู้ผลิตในการปรับเปลี่ยนราคาสินค้าอันเนื่องมาจากเงินเฟ้อ
- 2) Shoe Leather Cost คือ ต้นทุนในการทำธุรกรรมทางการเงินที่เกิดขึ้นในรูปของเวลาและค่าเสียโอกาสอันเนื่องมาจากเงินเฟ้อ
- 3) Redistribution Effect คือ การเกิดความได้เปรียบเสียเปรียบระหว่างลูกหนี้กับเจ้าหนี้ กล่าวคือ ในช่วงเงินเฟ้อสูง ลูกหนี้จะได้เปรียบเพราะเงินกู้ยืมที่จะต้องจ่ายคืนในอนาคตมีมูลค่าเงินที่แท้จริงลดลง ในขณะที่เจ้าหนี้จะเสียเปรียบเพราะเงินต้นที่ต้องได้รับคืนเมื่อครบกำหนดมีมูลค่าที่แท้จริงลดลง จึงทำให้ความต้องการกู้เงินเพิ่มขึ้นแต่ปริมาณการให้กู้เงินลดลง
- 4) เงินเฟ้ออาจส่งผลกระทบต่อผู้มีรายได้จากดอกเบี้ย เนื่องจากดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินที่ได้รับจะถูกคิดเป็นฐานภาษีเงินได้ ดังนั้น ในช่วงที่ภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้น นอกจากจะทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง¹ ลดลงแล้ว ยังต้องมีภาระภาษีจากรายได้ของดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินด้วย
- 5) ภายใต้อุปสงค์และอุปทาน (Price) จะเป็นสัญญาณในการจัดสรรทรัพยากรในระบบเศรษฐกิจ ดังนั้น ถ้าในช่วงที่อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ความผันผวนของเงินเฟ้อจะสูงด้วยเช่นกัน เนื่องจากความผันผวนของเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราเงินเฟ้อ นั่นหมายถึง

¹ อัตราดอกเบี้ยตามปกติในตลาดการเงินจะกำหนดเป็นร้อยละของเงินต้นในรูปตัวเงิน เรียกว่า อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน (Nominal Interest Rate) ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) อยู่ในรูปของสินค้าและบริการ ซึ่งเป็นการขจัดอิทธิพลของอัตราเงินเฟ้อออกจากอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินนั่นเอง (เวรศ อุปปาทิก, 2541)

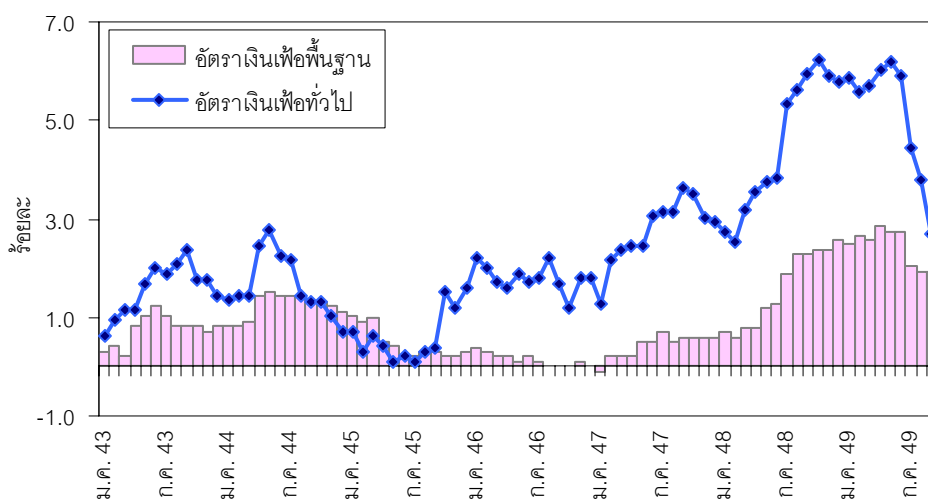
ระดับราคาในกลไกตลาดมีความผันผวน จึงทำให้การจัดสรรทรัพยากรเกิดการบิดเบือน และส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจของประเทศ

นอกจากนี้ งานศึกษาของ Brudekin, Denzau, Keil, Sitthiyot and Willett (2004) กล่าวว่า ผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อที่มีต่ออัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศแสดงให้เห็นได้ชัดถ้าอัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้น และระดับความเสียหายที่เกิดขึ้นยังมีความแตกต่างกันระหว่างประเทศอุตสาหกรรมกับประเทศกำลังพัฒนาอีกด้วย

หากพิจารณาข้อมูลอัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา จากภาพที่ 1.1 แสดงให้เห็นแนวโน้มของอัตราเงินเฟ้อ พบว่า ในช่วงปี พ.ศ. 2543 ถึงปี พ.ศ. 2547 อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (วัดโดยดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป) อยู่ในระดับต่ำและมีเสถียรภาพ โดยเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงร้อยละ 0 ถึง 3.0 ต่อปี แต่หลังจากนั้น อัตราเงินเฟ้อทั่วไปได้ปรับตัวสูงขึ้น โดยเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงร้อยละ 3.0 ถึง 6.0 ต่อปี ซึ่งในช่วงดังกล่าว อัตราเงินเฟ้อทั่วไปสูงสุด ณ เดือนตุลาคม พ.ศ. 2548 เท่ากับร้อยละ 6.24 ต่อปี จากรายงานของธนาคารแห่งประเทศไทย (2547) แนวโน้มอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มสูงขึ้นเนื่องมาจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงต่อเนื่อง การปรับตัวสูงขึ้นของราคาน้ำมันในประเทศ ซึ่งเป็นผลจากภาวะราคาน้ำมันในตลาดโลกปรับตัวสูงขึ้น และจากตลาดแรงงานที่เริ่มตึงตัวขึ้น ซึ่งจะก่อให้เกิดผลเสียต่อระบบเศรษฐกิจ ไม่ว่าจะเป็นภาคเศรษฐกิจจริง ภาคการเงิน รวมถึงการดำเนินนโยบายของภาครัฐด้วย

ภาพที่ 1.1

อัตราเงินเฟ้อทั่วไป และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานของประเทศไทย
ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549



ที่มา: สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

หมายเหตุ: ดัชนีราคาผู้บริโภค (Consumer Price Index: CPI) แบ่งเป็น ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป เป็นดัชนีชี้วัดอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของประเทศไทย และดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน เป็นดัชนีชี้วัดอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน โดยดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐาน คือ ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปที่หักรายการสินค้ากลุ่มอาหารสดและสินค้ากลุ่มพลังงานออก ซึ่งใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดเป้าหมาย วิเคราะห์และติดตามนโยบายการเงินของธนาคารแห่งประเทศไทย

1.2 อัตราเงินเฟ้อกับผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดการเงิน

ตามที่ได้กล่าวแล้วว่า ภาวะเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นส่งผลต่อระบบเศรษฐกิจได้หลายรูปแบบ และหากกล่าวถึงตลาดการเงินซึ่งเป็นกลไกหนึ่งในระบบเศรษฐกิจแล้ว อัตราเงินเฟ้อยังส่งผลต่อพฤติกรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องในตลาดการเงิน กล่าวคือ ในกรณีที่คาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะสูงขึ้นในอนาคต หรือหมายความว่า ระดับราคาสินค้าและบริการโดยทั่วไปจะสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ภายใต้สภาวะเช่นนี้ อาจทำให้ความต้องการกู้เงินเพิ่มขึ้น เพราะภาวะเงินเฟ้อ หมายถึง ค่าของเงินจะ

ลดลงทำให้ลูกหนี้หรือผู้ขอู้เกิดความได้เปรียบ เพราะเงินต้นที่ต้องจ่ายคืนมีมูลค่าที่แท้จริงลดลง และอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่จ่ายจากการกู้ยืมก็ลดลงด้วย

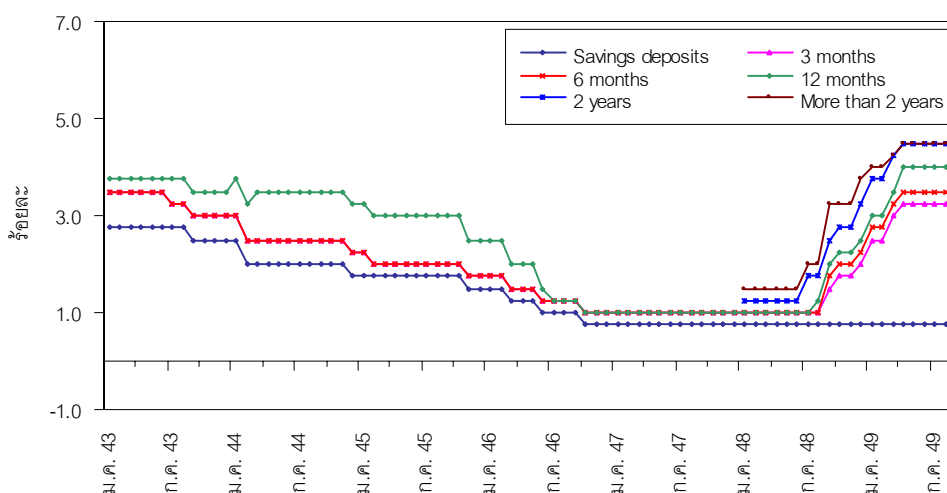
ในขณะเดียวกัน หากอัตราภาวะเงินเฟ้อที่คาดการณ์ยิ่งสูงขึ้น ปริมาณความต้องการให้กู้ อาจจะลดลง ทั้งนี้เพราะค่าของเงินในอนาคตลดลงและผู้เป็นเจ้าของหนี้จะเสียเปรียบ เนื่องจากเงินต้นที่ต้องได้รับคืนเมื่อครบกำหนดมีมูลค่าที่แท้จริงลดลง ขณะเดียวกันอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ได้รับจากการให้กู้ยืมก็ลดลงด้วย

ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดการเงิน ไม่ว่าจะเป็นรูปแบบของการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ หรือการลงทุนในตราสารทางการเงินต่าง ๆ อัตราดอกเบี้ยตามปกติที่ได้จากการลงทุนในตลาดการเงินจะกำหนดเป็นร้อยละของเงินต้นในรูปตัวเงิน ซึ่งเรียกว่า อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ดังนั้น หากต้องการทราบอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ได้รับ จะต้องขจัดอิทธิพลของเงินเฟ้อออกไปจากอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินก่อน ซึ่งหากอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ได้รับจะสูง ในทางตรงกันข้าม หากอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ได้รับจะอยู่ในระดับต่ำ

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์เป็นอัตราดอกเบี้ยประเภทหนึ่งในตลาดการเงิน ภาพที่ 1.2 แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ พบว่า อัตราดอกเบี้ยเงินฝากตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 ถึงปี พ.ศ. 2549 อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำโดยเปรียบเทียบกับอดีตที่ผ่านมา อัตราดอกเบี้ยที่สูงสุดอยู่ที่ระดับไม่เกินร้อยละ 5.0 ต่อปี ทั้งนี้ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ในช่วงปลายปี พ.ศ. 2546 ถึงต้นปี พ.ศ. 2548 อยู่ในระดับต่ำที่สุด คือ ร้อยละ 0.75 ถึง 1.0 ต่อปีเท่านั้น หลังจากนั้น ได้เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ยังคงอยู่ในระดับต่ำ

ภาพที่ 1.2

อัตราดอกเบี้ยเงินฝากธนาคารพาณิชย์ประเภทออมทรัพย์ และฝากประจำ
ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

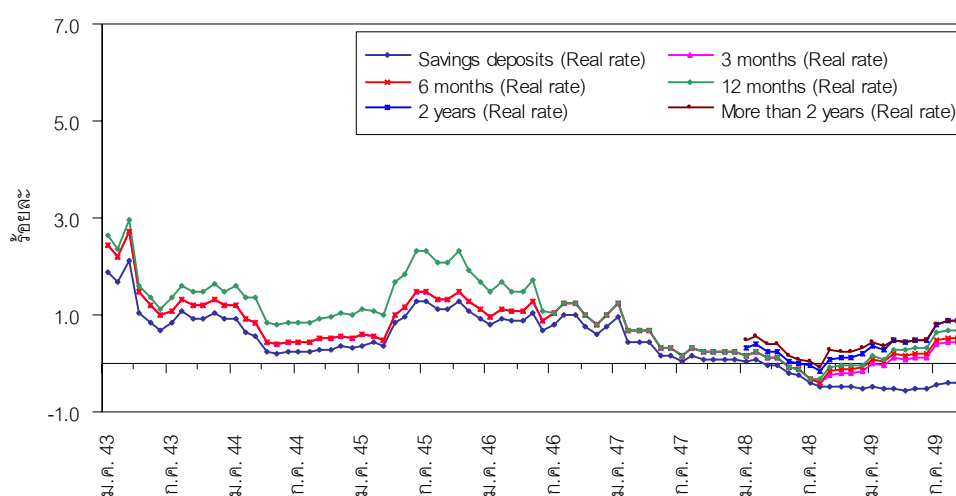
จากภาพที่ 1.1 พบว่า แนวโน้มของอัตราเงินเพื่อเพิ่มขึ้น (ในปี พ.ศ. 2547 ถึงปี พ.ศ. 2549) และภาพที่ 1.2 ระดับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากโดยรวมอยู่ในระดับต่ำ ทำให้ทั้งภาครัฐและเอกชนได้มองเห็นถึงผลกระทบของเงินเฟ้อที่มีต่ออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในตลาดการเงิน ที่อาจทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงลดลงหรือติดลบได้

ภาพที่ 1.3 แสดงให้เห็นถึงอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ซึ่งเกิดจากการขจัดผลของอัตราเงินเพื่อออกจากอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน พบว่า อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ในระดับต่ำมาก โดยมีค่าสูงสุดไม่เกินร้อยละ 3.0 ต่อปี โดยเฉพาะในช่วงที่อัตราเงินเพื่อมีแนวโน้มสูงขึ้น (ปี พ.ศ. 2547 ถึงปี พ.ศ. 2548) อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงจะมีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ เข้าใกล้ร้อยละ 0 ต่อปี จนกระทั่งเดือนมีนาคม พ.ศ. 2548 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินฝากประเภทออมทรัพย์เริ่มติดลบ และในเดือนถัดมา อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินฝากประเภทฝากประจำก็เริ่มติดลบเช่นกัน หลังจากนั้น ในช่วงปลายปี พ.ศ. 2548 เป็นต้นมา ผลจากการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และการปรับตัวลดลงเล็กน้อยของอัตราเงินเพื่อทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกลับเป็นบวกขึ้นมาได้ อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงก็ยังอยู่ในระดับต่ำ

ซึ่งใกล้เคียงกับร้อยละ 0 ต่อปี นอกจากนี้ ยังมีความผันผวนตามอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน และอัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นด้วย

ภาพที่ 1.3

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของเงินฝากธนาคารพาณิชย์ประเภทออมทรัพย์และประจำ
ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: สูตรการคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง² เป็นดังนี้

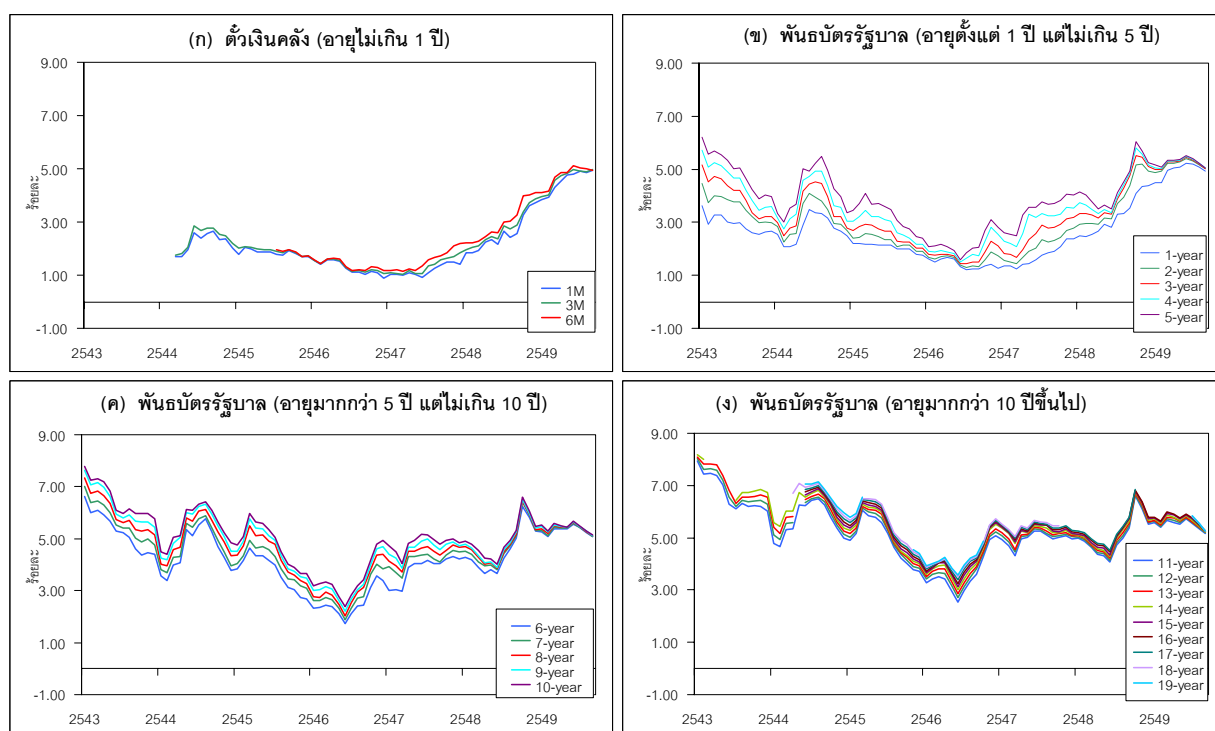
$$\text{อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง} = \frac{\text{อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน} - \text{อัตราเงินเฟ้อ}}{1 + \text{อัตราเงินเฟ้อ}}$$

นอกจากการออมในตลาดการเงินในรูปแบบของการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ ซึ่งได้รับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากตามที่อธิบายไว้ข้างต้นแล้ว การลงทุนในตราสารหนี้จัดเป็นทางเลือกหนึ่งของการลงทุนที่สำคัญในตลาดการเงิน ซึ่งถือเป็นการลงทุนที่ให้รายได้ประจำ (Fixed Income Investment) กล่าวคือ ตราสารหนี้จะจ่ายกระแสเงินสดตามจำนวนเงินและเวลาที่ได้กำหนดไว้ก่อนเป็นการล่วงหน้าแล้วให้แก่ผู้ลงทุน

² อธิบายในบทที่ 4 หัวข้อ 4.1.3 แนวคิดเรื่องการคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง

ภาพที่ 1.4 แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล³ ที่มีอายุไถ่ถอนต่าง ๆ กัน (ตั้งแต่ 3 เดือนถึง 19 ปี) ในช่วงปี พ.ศ. 2543 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549 พบว่า ทรสารหนี้ที่มีอายุไถ่ถอนสั้นกว่าจะมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบ และการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ยในช่วงเวลาดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยเริ่มต้นที่ประมาณร้อยละ 3.5 ถึง 7.5 ต่อปี แล้วปรับตัวลดลงเรื่อย ๆ จนต่ำสุดที่ในปี พ.ศ. 2547 อยู่ที่ระดับประมาณร้อยละ 1.0 ต่อปี จากนั้น จึงเริ่มปรับตัวสูงขึ้นอีกจนกระทั่งเคลื่อนไหวอยู่ระดับใกล้เคียงกันที่ประมาณร้อยละ 4.9 ถึง 5.1 ต่อปีในเดือนกันยายน พ.ศ. 2549

ภาพที่ 1.4
อัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลัง และพันธบัตรรัฐบาล
ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549



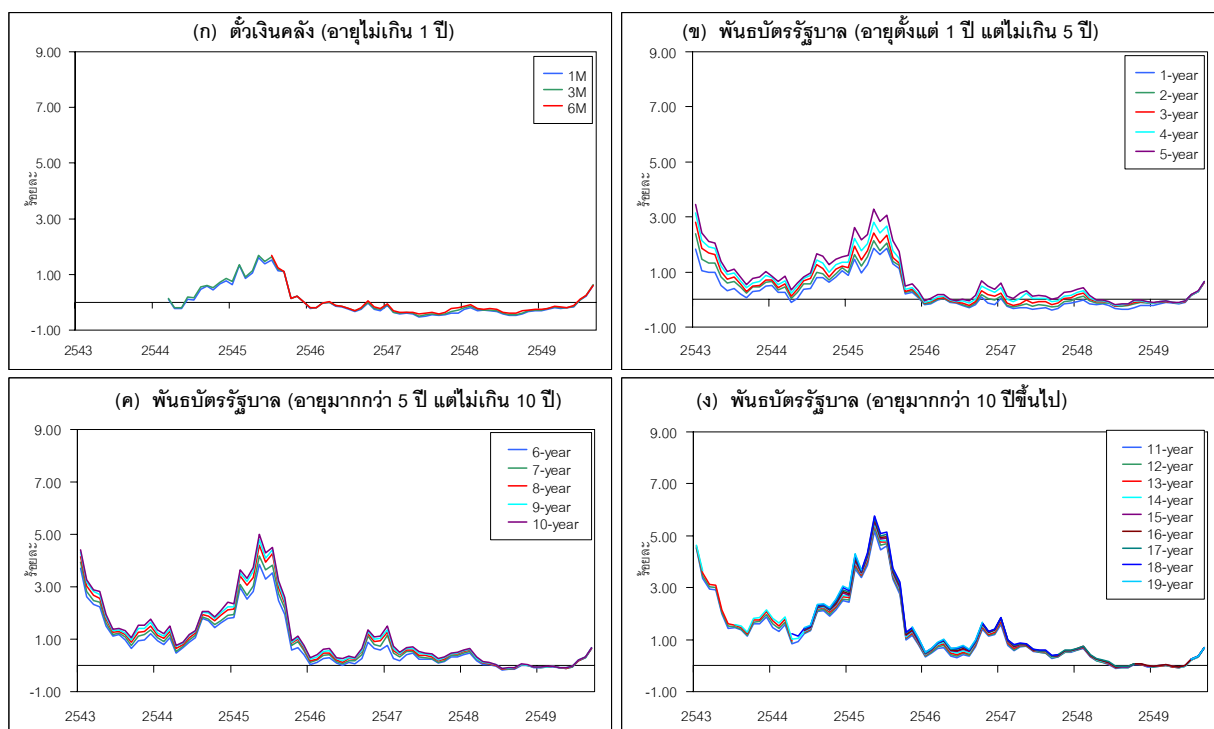
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

³ ตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาลจัดเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่ง ซึ่งผู้ออกตราสาร คือ รัฐบาล โดยหน่วยงานที่มีหน้าที่ออกพันธบัตรรัฐบาล คือ กระทรวงการคลัง

หากพิจารณาอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของพันธบัตรรัฐบาลโดยจัดผลของอัตราเงินเฟ้อออกจากอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน ดังภาพที่ 1.5 ซึ่งแสดงให้เห็นถึงอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล พบว่า อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเริ่มต้นอยู่ในระดับร้อยละ 3.5 ถึง 4.5 ต่อปี จากนั้น จึงค่อย ๆ ปรับตัวลดลงและเริ่มติดลบในเดือนมกราคม พ.ศ. 2546 เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อและการลดลงของอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน หลังจากนั้น อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงกลับมาเป็นบวกอีกครั้งในเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2549 และล่าสุดเดือนกันยายน พ.ศ. 2549 อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ที่ร้อยละ 0.6 ถึง 0.7 ต่อปี อย่างไรก็ตาม อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงก็ยังอยู่ในระดับต่ำซึ่งใกล้เคียงกับร้อยละ 0 ต่อปี และมีความผันผวนไปตามอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน และอัตราเงินเฟ้อเช่นกัน

ภาพที่ 1.5

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของตัวเงินคลัง และพันธบัตรรัฐบาล
ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2543 ถึงเดือนกันยายน พ.ศ. 2549



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

หมายเหตุ: สูตรการคำนวณอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เป็นดังนี้

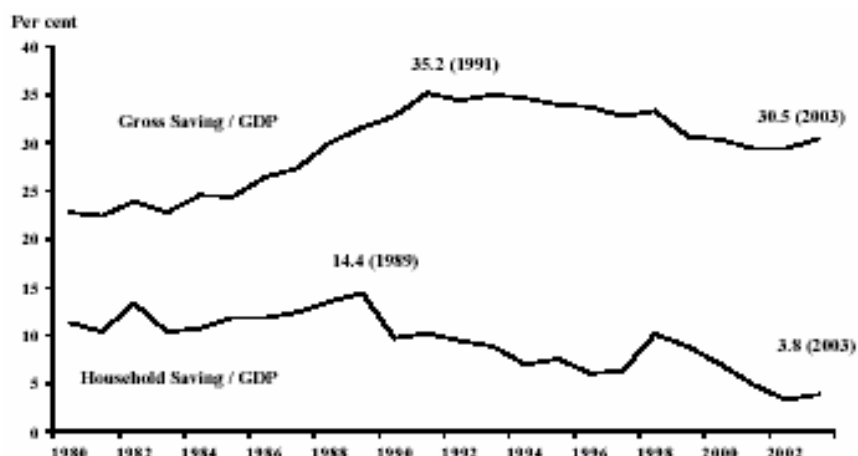
อัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงิน - อัตราเงินเฟ้อ

อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง = $\frac{\text{อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง} + \text{อัตราเงินเฟ้อ}}{1 + \text{อัตราเงินเฟ้อ}}$
 ความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมามีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงในตลาดการเงินลดลงจนถึงขั้นติดลบ ทำให้อำนาจซื้อ (Purchasing Power) ของผู้ที่มีรายได้จากเงินฝากประจำและของผู้ที่ลงทุนในตราสารหนี้ที่ได้รับผลตอบแทนที่นั้นลดลง ในขณะที่หลายประเทศได้มีการใช้เครื่องมือทางการเงิน ที่เรียกว่า Inflation-indexed Bond ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยและเงินต้นไปตามดัชนีราคาตัวหนึ่งซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดอัตราเงินเฟ้อเพื่อคุ้มครองความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2546) แต่ประเทศไทยยังไม่มีเครื่องมือทางการเงินใดที่จะทำให้ผู้ลงทุนหรือผู้ออมสามารถปกป้องความเสี่ยงจากเงินเฟ้อ หรือช่วยรักษาระดับอำนาจซื้อและระดับผลตอบแทนที่แท้จริงให้แก่ผู้ลงทุนได้

ด้วยเหตุนี้ งานวิจัยเฉพาะเรื่องฉบับนี้ จึงมุ่งศึกษาเพื่อทำความเข้าใจในลักษณะและรูปแบบต่าง ๆ ของ Inflation-indexed Bond โดยทั่วไป กรณีตัวอย่างการใช้ Inflation-indexed Bond ในต่างประเทศ และกรณีศึกษาการเปรียบเทียบผลตอบแทนต่าง ๆ จากการเลือกลงทุนในตราสารหนี้ปกติกับ Inflation-indexed Bond ภายใต้สถานการณ์อัตราเงินเฟ้อที่แตกต่างกัน โดยสร้างแบบจำลองของ Inflation-indexed Bond ขึ้นจากรูปแบบของตราสารหนี้ปกติที่มีอยู่ในตลาดตราสารหนี้ไทยเป็นพื้นฐาน พร้อมทั้งศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจของไทยที่อาจเอื้ออำนวยหรืออาจเป็นอุปสรรคต่อการมีตราสารหนี้ประเภทนี้ในตลาดตราสารหนี้ไทย

การมี Inflation-indexed Bond อาจช่วยให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนมากขึ้น โดยเฉพาะผู้ลงทุนรายย่อยที่ไม่มีทางเลือกในการลงทุนหรือความสามารถในการบริหารเงินมากนัก และอาจมีประโยชน์ในการช่วยยกระดับการออมภาคครัวเรือนให้เพิ่มขึ้นได้ เนื่องจากสัดส่วนการออมต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศได้ลดลง จากที่เคยมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 14.4 ในปี พ.ศ. 2532 กลับมีแนวโน้มลดลงเรื่อย ๆ มาอยู่ที่ร้อยละ 3.8 ในปี พ.ศ. 2547 (ภาพที่ 1.6) ซึ่งการมี Inflation-indexed Bond อาจจะเป็นทางเลือกในการออมให้ประชาชน เนื่องจากผู้ออมจะได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงคงที่ และรักษาระดับอำนาจซื้อให้แก่ผู้ออมได้

ภาพที่ 1.6
แนวโน้มการออมในประเทศไทย
ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523 (ค.ศ. 1980) ถึงปี พ.ศ. 2546 (ค.ศ. 2003)



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ

1.3 วัตถุประสงค์และขอบเขตของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาลักษณะและรูปแบบต่าง ๆ ของ Inflation-indexed Bond โดยทั่วไป และกรณีตัวอย่างการใช้ Inflation-indexed Bond ในต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักร
2. เพื่อศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการเลือกลงทุนในตราสารหนี้ปกติกับ Inflation-indexed Bond ภายใต้สถานการณ์อัตราเงินเฟ้อที่แตกต่างกัน โดยสร้างแบบจำลองของ Inflation-indexed Bond ขึ้นจากรูปแบบของตราสารหนี้ปกติที่มีอยู่ในตลาดตราสารหนี้ไทย และวิเคราะห์ปัจจัยต่าง ๆ ในระบบเศรษฐกิจไทยที่อาจเอื้ออำนวยหรือเป็นอุปสรรคต่อการมี Inflation-indexed Bond ในตลาดตราสารหนี้ไทย

1.4 ประโยชน์ที่ได้รับ

1. ทำให้ทราบลักษณะและรูปแบบของ Inflation-indexed Bond และแนวทางการใช้ Inflation-indexed Bond ในตลาดตราสารหนี้ โดยใช้ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์งานศึกษาในอดีต และตัวอย่างจากต่างประเทศมาประยุกต์ใช้ในการวิเคราะห์

2. ทำให้ทราบถึงผลตอบแทนในเชิงเปรียบเทียบที่ได้รับจากการเลือกลงทุนในตราสารหนี้ปกติกับ Inflation-indexed Bond ภายใต้สถานการณ์อัตราเงินเฟ้อที่แตกต่างกัน และปัจจัยต่าง ๆ ทางเศรษฐกิจต่อการมี Inflation-indexed Bond เพื่อเป็นแนวทางเบื้องต้นของผู้ที่สนใจต่อไป พร้อมแนวทางที่เป็นข้อเสนอแนะเพื่อเตรียมความพร้อมรองรับการมี Inflation-indexed Bond ในตลาดตราสารหนี้ไทย

1.5 แหล่งที่มาของข้อมูล

1. ข้อมูลปฐมภูมิ โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้ต้องการระดมทุนผู้ลงทุน และผู้ที่มีบทบาทเกี่ยวข้องในตลาดตราสารหนี้ไทยทั้งภาครัฐบาลและภาคเอกชนเกี่ยวกับการให้ความสำคัญกับปัจจัยด้านเงินเฟ้อต่อการตัดสินใจออกตราสารหนี้ของผู้ต้องการระดมทุน และการลงทุนของผู้ลงทุนตราสารหนี้ในตลาดตราสารหนี้ไทย และความคิดเห็นต่อการมี Inflation-indexed Bond ในตลาดตราสารหนี้ไทย

2. ข้อมูลทุติยภูมิ จากงานวิจัย วิทยานิพนธ์ สารนิพนธ์ เอกสารทางราชการ ข้อมูลทางสถิติต่าง ๆ รายงานข่าวจากหนังสือพิมพ์ นิตยสาร และจากสื่ออิเล็กทรอนิกส์ทั้งในประเทศและต่างประเทศ

1.6 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยเฉพาะเรื่องนี้ ได้ทบทวนงานศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องเพื่อใช้เป็นแนวทางการสนับสนุนแนวคิดและการทำวิจัย โดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราเงินเฟ้อต่ออัตราดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทน หรือราคาตราสารหนี้ และส่วนที่ 2 งานวิจัยเกี่ยวกับการใช้ Inflation-indexed Bond ของต่างประเทศ ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

1. งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราเงินเฟ้อ กับอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้
อัตราผลตอบแทนในตลาดตราสารหนี้ หรือราคาตราสารหนี้

อัตราเงินเฟ้อเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ อัตราผลตอบแทนในตลาดตราสารหนี้ รวมถึงราคาของตราสารหนี้ ทั้งนี้ ในช่วงเวลาที่แตกต่างกัน รูปแบบของความสัมพันธ์อาจแตกต่างกันได้ และหากแยกประเภทพิจารณาระหว่างตราสารหนี้ ภาครัฐบาลกับตราสารหนี้ภาคเอกชน ปัจจัยด้านเงินเฟ้ออาจส่งผลกระทบต่อตราสารหนี้แต่ละประเภทแตกต่างกัน ภาสวรรณ วัฒนสิน (2540) ได้ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง โดยใช้ข้อมูลในช่วงตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2535 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2539 พบว่า อัตราเงินเฟ้อเป็นปัจจัยที่ไม่มีนัยสำคัญในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดแรก แต่เป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดรอง ในขณะที่ วนิดา จริยวรมเท (2543) ได้ศึกษาจากข้อมูลทุดิถีภูมิรายเดือนตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ. 2540 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2543 พบว่า อัตราเงินเฟ้อในช่วงเวลาที่ผ่านมาเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนในประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้ ประชา เสงมัยชัย (2547) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดราคาพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรอง โดยใช้ข้อมูลทุดิถีภูมิรายเดือนตั้งแต่เดือนเมษายน พ.ศ. 2545 ถึงเดือนเมษายน พ.ศ. 2547 พบว่า อัตราเงินเฟ้อเป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาพันธบัตรรัฐบาลในทิศทางตรงกันข้าม

จากงานวิจัยข้างต้น ที่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราเงินเฟ้อกับอัตราดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทน และราคาของตราสารหนี้ แสดงให้เห็นถึงความไม่แน่นอนหรือความเสี่ยงของอัตราเงินเฟ้อที่มีต่อการลงทุนในตราสารหนี้ ยิ่งไปกว่านั้น ในช่วงที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ยังไม่มีการวิจัยว่า ผู้ออกตราสารหนี้หรือผู้ลงทุนในตราสารหนี้ของตลาดตราสารหนี้ไทยจะสามารถป้องกันความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อได้อย่างไร ขณะที่ในตลาดตราสารหนี้ต่างประเทศมีเครื่องมือทางการเงิน ที่เรียกว่า Inflation-indexed Bond ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยและเงินต้นไปตามดัชนีราคาตัวหนึ่งซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดอัตราเงินเฟ้อเพื่อแก้ไขความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อได้ ซึ่งยังไม่เคยปรากฏว่า มีการใช้ตราสารหนี้ประเภทนี้ในตลาดตราสารหนี้ไทยมาก่อน

2. งานวิจัยเกี่ยวกับ Inflation-indexed Bond ของต่างประเทศ

Inflation-indexed Bond ได้มีการใช้กันในหลายประเทศ การใช้ Inflation-indexed Bond ในบางประเทศประสบผลสำเร็จและเป็นที่ยอมรับ ในขณะที่การใช้ Inflation-indexed Bond ในบางประเทศไม่ได้เป็นที่ยอมรับหรือนิยมของผู้ออกตราสารหรือผู้ลงทุน เนื่องจากหลายสาเหตุ Townend (1997) กล่าวว่า สหราชอาณาจักร (United Kingdom: UK) เริ่มใช้ Inflation-indexed Bond ครั้งแรกในปี ค.ศ. 1981 เหตุผลที่รัฐบาล UK เริ่มใช้ Inflation-indexed Bond มีอยู่ 3 ประการ คือ 1) ประหยัดต้นทุนการจัดหาเงินทุนจาก Inflation Risk Premium ที่ลดลง 2) ป้องกันความเสี่ยงจากต้นทุนการกู้ยืมที่แท้จริงสูงขึ้นกว่าที่คาดการณ์ และ 3) ส่งเสริมความเชื่อมั่นในการดำเนินนโยบายการเงิน

ผลที่เกิดขึ้นทางปฏิบัติ พบว่า UK มีการใช้ Inflation-indexed Bond ในสัดส่วนที่สูง และในช่วงที่ผ่านมา รัฐบาลมีการออกตราสารหนี้ประเภทนี้เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ เห็นได้จากสัดส่วนของ Inflation-indexed Bond ต่อยอดคงค้างหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้น โดยในปี ค.ศ. 1995 มีสัดส่วนถึงร้อยละ 17 เนื่องจาก Inflation-indexed Bond เป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีประโยชน์ต่อผู้ลงทุนหลายกลุ่มทั้งผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายย่อย ผลการศึกษาสรุปว่า ปริมาณของ Inflation-indexed Bond ที่เพิ่มขึ้น แสดงถึงการบรรลุวัตถุประสงค์ที่จะลดต้นทุนการกู้ยืมของรัฐบาลได้จริง และลดความเสี่ยงลงด้วย เนื่องจากการออก Inflation-indexed Bond ทำให้ส่วนปรับอัตราเงินเฟ้อสำหรับ Inflation-indexed Bond โดยเฉลี่ยต่ำกว่าอัตราเงินเฟ้อที่ถูกบวกเข้าไปเพื่อกำหนดผลตอบแทนของตราสารหนี้ปกติ และยังเป็นการเพิ่มสภาพคล่องด้วย

นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อที่เกิดขึ้นยังลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงตั้งแต่มีการใช้ Inflation-indexed Bond เป็นต้นมา แต่ทั้งนี้ ยังไม่มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ที่พิสูจน์ให้เห็นว่าการลดลงของอัตราเงินเฟ้อเป็นผลมากจากการใช้ Inflation-indexed Bond แม้รัฐบาลจะเชื่อว่าการออก Inflation-indexed Bond จะช่วยทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลง และเสริมความน่าเชื่อถือของนโยบายการเงิน แต่การวัดผลที่แท้จริงเป็นไปได้ยากมาก และยากที่จะเชื่อว่า ความน่าเชื่อถือที่เกิดขึ้นเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายบริหารหนี้สาธารณะเพียงอย่างเดียว

จากกรณีศึกษาของสหราชอาณาจักรที่มีการใช้ Inflation-indexed Bond ที่ค่อนข้างประสบความสำเร็จ ในขณะเดียวกัน มีกรณีศึกษาของบางประเทศที่มีการใช้ตราสารหนี้ประเภทนี้ แต่ไม่ประสบความสำเร็จหรือเป็นที่ยอมรับ เช่น ประเทศนิวซีแลนด์ เป็นต้น Watt and Reddell

(1997) ได้ศึกษาถึงการที่รัฐบาลประเทศนิวซีแลนด์นำ Inflation-indexed Bond กลับมาใช้ในการระดมทุนอีกครั้งในปี ค.ศ. 1995 พบว่า รัฐบาลประเทศนิวซีแลนด์ได้เคยออก Inflation-indexed Bond ในช่วงปี ค.ศ. 1977 ถึงปี ค.ศ. 1985 โดยมียอดคงค้างสูงสุดในปี ค.ศ. 1984 คิดเป็นร้อยละ 15 ของหนี้สินภาครัฐภายในประเทศ แต่เมื่อมีการเปลี่ยนรัฐบาลในปี ค.ศ. 1984 รัฐบาลชุดใหม่ได้ออกตราสารหนี้ปกติระยะสั้นจำนวนมาก นำไปสู่ความไม่แน่นอนของระดับราคาที่สูงขึ้น และรัฐบาลยังมีความเสี่ยงที่จะต้องไถ่ถอนตราสารหนี้บ่อยขึ้น รัฐบาลจึงได้หันกลับมาใช้ Inflation-indexed Bond อีกครั้งในเดือนพฤศจิกายน ค.ศ. 1995 เหตุผลสนับสนุน คือ การลดต้นทุนการกู้ยืมโดยรวม การจับคู่รายได้และรายจ่าย (Matching) ของรัฐบาลได้ดีขึ้น และการส่งเสริมความเชื่อมั่นต่อนโยบายเสถียรภาพด้านราคา แต่ปรากฏว่า ในปี ค.ศ. 1997 มีการออก Inflation-indexed Bond เพียงประมาณ 700 ล้านเหรียญดอลลาร์นิวซีแลนด์ ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 3 ของหนี้สินภาครัฐภายในประเทศ สาเหตุที่ตราสารหนี้ประเภทนี้ไม่ค่อยได้รับความนิยม คือ

1) ตลาดรองของ Inflation-indexed Bond ในประเทศนิวซีแลนด์มีสภาพคล่องต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดรองของตราสารหนี้ปกติ

2) มีผู้ลงทุนรายย่อยเพียงจำนวนน้อยที่ลงทุนใน Inflation-indexed Bond เนื่องจาก

- ความแปลกใหม่ของเครื่องมือทางการเงิน
- การขาดสภาพคล่อง
- ไม่ได้ป้องกันความเสี่ยงของผลตอบแทนหลังหักภาษี
- ส่วนปรับอัตราเงินเฟ้อสำหรับดอกเบี้ยและเงินต้นเป็นฐานในการคิดภาษี
- อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเริ่มต้น (ก่อนบวกอัตราเงินเฟ้อ) ถูกกำหนดไว้ต่ำ

3) Inflation-indexed Bond ส่วนใหญ่ถูกถือครองโดยผู้ลงทุนต่างชาติซึ่งเผชิญความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมากกว่าความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อในประเทศ ดังนั้น การลงทุนใน Inflation-indexed Bond หรือตราสารหนี้ปกติของผู้ลงทุนต่างชาติจึงไม่มีความแตกต่างกัน ทำให้ผู้ลงทุนต่างชาติลงทุนใน Inflation-indexed Bond เพียงเพื่อกระจายความเสี่ยงในผลตอบแทนของการลงทุนเท่านั้น

4) การเพิ่มขึ้นในผลตอบแทนของตราสารหนี้ปกติ ไม่ได้สะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงในอัตราเงินเฟ้อที่คาดการณ์ แต่กลับสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงในท่าทีของนโยบายการเงินที่ต้องการรักษาเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ

5) การออก Inflation-indexed Bond โดยภาคเอกชนยังไม่ปรากฏในประเทศนิวซีแลนด์ โดยมีสาเหตุคือ

- การขาดศักยภาพและความชำนาญของภาคเอกชน
- ภาคเอกชนเชื่อว่า ระดับราคาจะค่อนข้างมีเสถียรภาพในระยะยาวและต้นทุนของความเสียด้านเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ
- ผู้ลงทุนไม่เห็นถึงความได้เปรียบที่ชัดเจนของการลงทุนใน Inflation-indexed Bond รวมถึงเป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีความซับซ้อน และยากต่อการทำความเข้าใจในเรื่องของผลตอบแทน จึงทำให้ไม่ดึงดูดผู้ลงทุน
- ระบบภาษีของประเทศนิวซีแลนด์ที่ไม่ได้สร้างความได้เปรียบให้กับการลงทุนใน Inflation-indexed Bond เมื่อเปรียบเทียบกับการลงทุนอื่น
- การใช้ Inflation-indexed Bond ยังมีความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงในองค์ประกอบภายในของดัชนีที่ใช้อ้างอิงด้วย

จากการศึกษากรณีตัวอย่างของต่างประเทศที่มีใช้ Inflation-indexed Bond พบว่าการที่รัฐบาลเริ่มต้นใช้ตราสารหนี้ประเภทนี้ เนื่องจากคาดว่าจะส่งผลดีหลายด้านตามหลักการ เช่น การลดต้นทุนการระดมทุนของภาครัฐ ลดความเสี่ยง และส่งเสริมความเชื่อมั่นในการดำเนินนโยบายการเงิน แต่ภายใต้สถานการณ์และปัจจัยพื้นฐานของประเทศที่แตกต่างกัน ทำให้เมื่อมีการใช้ Inflation-indexed Bond จริงในทางปฏิบัติ อาจเกิดผลที่น่าพึงพอใจดังตัวอย่างของสหราชอาณาจักร หรืออาจไม่ได้ผลอย่างที่คาดไว้ดังตัวอย่างของประเทศนิวซีแลนด์ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อของประเทศอยู่ในระดับต่ำ ทำให้ความกังวลในเรื่องความเสี่ยงจากอัตราเงินเฟ้อมีอยู่น้อย อีกทั้ง รัฐบาลไม่ได้มีมาตรการเพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนเห็นข้อได้เปรียบในเชิงเปรียบเทียบกับการลงทุนในตราสารหนี้ปกติหรือหลักทรัพย์อื่น ๆ (ดูสรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องได้ในตารางที่ 1.1)

งานศึกษาที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศสามารถใช้เป็นแนวทางในงานวิจัยเฉพาะเรื่องนี้ ที่ทำให้เห็นพัฒนาการและเหตุผลสนับสนุนให้เกิดการตัดสินใจใช้ Inflation-indexed Bond นโยบายที่ส่งเสริมสนับสนุนให้ตราสารหนี้ประเภทนี้เติบโตและประสบความสำเร็จ รวมถึงผลดีต่อระบบเศรษฐกิจ ในขณะเดียวกัน แม้ Inflation-indexed Bond จะมีข้อดีที่ผู้ระดมทุน

⁴ การออก Inflation-indexed Bond โดยภาคเอกชนเกิดขึ้นเป็นปกติในตลาดตราสารหนี้ที่มีการพัฒนาแล้ว เช่น ประเทศออสเตรเลีย และสหรัฐอเมริกา เป็นต้น

ควรใช้ตราสารหนี้ประเภทนี้ในการระดมทุนและผู้ลงทุนก็ควรที่จะลงทุน แต่การใช้ Inflation-indexed Bond ภายใต้สภาพแวดล้อมที่ต่างกัน สามารถทำให้ผลสำเร็จของการใช้ Inflation-indexed Bond แตกต่างกันได้ด้วย ดังนั้น จำเป็นต้องอาศัยปัจจัยแวดล้อมที่เอื้ออำนวย นโยบายการสนับสนุนที่ดีและต่อเนื่อง เพื่อการพัฒนาตลาด Inflation-indexed Bond และทำให้ผลดีของการใช้ Inflation-indexed Bond ต่อระบบเศรษฐกิจสามารถสัมฤทธิ์ผลได้จริง

งานวิจัยเฉพาะเรื่องนี้ แบ่งออกเป็น 6 บท ในส่วนของบทที่ 2 ซึ่งต่อกับบทนำ เป็นการอธิบายความรู้เกี่ยวกับตราสารหนี้ประเภท Inflation-indexed Bond รวมถึงกรณีตัวอย่างจากต่างประเทศ บทที่ 3 กล่าวถึงความรู้ทั่วไปและภาพรวมเกี่ยวกับตลาดตราสารหนี้ไทย บทที่ 4 อ้างถึงทฤษฎีหรือแนวคิดและวิธีการศึกษาเพื่อสร้างแบบจำลองของ Inflation-indexed Bond และวิธีการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารหนี้ปกติกับ Inflation-indexed Bond บทที่ 5 กล่าวถึงผลการศึกษการสร้างแบบจำลองและเปรียบเทียบผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุน รวมถึงนำเสนอประเด็นต่าง ๆ ทั้งหมดมาวิเคราะห์ปัจจัยทางเศรษฐกิจและตลาดการเงินของไทยกับ Inflation-indexed Bond บทสุดท้าย คือ บทที่ 6 เป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะเชิงนโยบายอันจะเป็นประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจศึกษาต่อไป

ในบทต่อไป จะได้กล่าวถึงความรู้ความเข้าใจต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับ Inflation-indexed Bond คำนิยาม ลักษณะ ความเป็นมา รูปแบบต่าง ๆ ของกระแสเงินสดของ Inflation-indexed Bond และประเด็นสำคัญ ๆ ของตราสารหนี้ประเภทนี้ รวมถึงกรณีตัวอย่างของการใช้ Inflation-indexed Bond ในต่างประเทศ ได้แก่ สหรัฐอเมริกา และสหราชอาณาจักร

ตารางที่ 1.1
สรุปผลการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ชื่อผู้ศึกษา	ปีที่ศึกษา	หัวข้อเรื่อง	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
<u>ส่วนที่ 1 งานวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราเงินเฟ้อ กับอัตราดอกเบี้ย อัตราผลตอบแทน หรือราคาตราสารหนี้</u>				
1) ภาสวรรณ วัฒนสิน	พ.ศ. 2540	การกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนในประเทศไทย	Theory of Investment of the Firm และ Theory of Asset Demand	ในตลาดแรกอัตราเงินเฟ้อไม่ได้เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ ในตลาดรองตัวแปรดังกล่าวมีอิทธิพลต่อการกำหนดอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อย่างมีนัยสำคัญ
2) วนิตา จริยาวรเมท	พ.ศ. 2543	ปัจจัยกำหนดอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้	สมการถดถอยพหุเชิงซ้อน	อัตราเงินเฟ้อในช่วงเวลาที่ผ่านมา เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ภาคเอกชนในประเทศไทยในทิศทางเดียวกัน
3) ประชา เสงี่ยมชัย	พ.ศ. 2547	ปัจจัยกำหนดราคาพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรอง	วิธีกำลังสองน้อยที่สุด	อัตราเงินเฟ้อ เป็นปัจจัยที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดราคาพันธบัตรรัฐบาลในทิศทางตรงกันข้าม

ชื่อผู้ศึกษา	ปีที่ศึกษา	หัวข้อเรื่อง	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา
<u>ส่วนที่ 2 งานวิจัยเกี่ยวกับ Inflation-indexed Bond ของต่างประเทศ</u>				
1) Townend	ค.ศ. 1997	Index-linked Government Securities: the UK Experience and Perspective	พรรณนา	รัฐบาล UK มีการใช้ Inflation-indexed Bond เพื่อการบริหารหนี้สาธารณะ ในการลดต้นทุน ลดความเสี่ยง และส่งเสริมความเชื่อในนโยบายการเงิน ซึ่งสามารถลดต้นทุนการกู้ยืมและความเสี่ยงได้ อัตราเงินเฟ้อลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และเสริมความน่าเชื่อถือของนโยบายการเงิน
2) Watt and Reddell	ค.ศ. 1997	Some Perspectives on Inflation-indexed Bonds	พรรณนา	สำหรับประเทศนิวซีแลนด์ พบว่า Inflation-indexed Bond จะออกโดยรัฐบาลเท่านั้น แต่ไม่เป็นที่นิยมของภาคเอกชน และผู้ลงทุนในประเทศ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับต่ำ การขาดสภาพคล่อง และระบบการคิดภาษีที่ไม่สร้างความได้เปรียบในการลงทุน