

วิเคราะห์เศรษฐกิจและตลาดตราสารหนี้ไทย ช่วงครึ่งหลังปี 2553

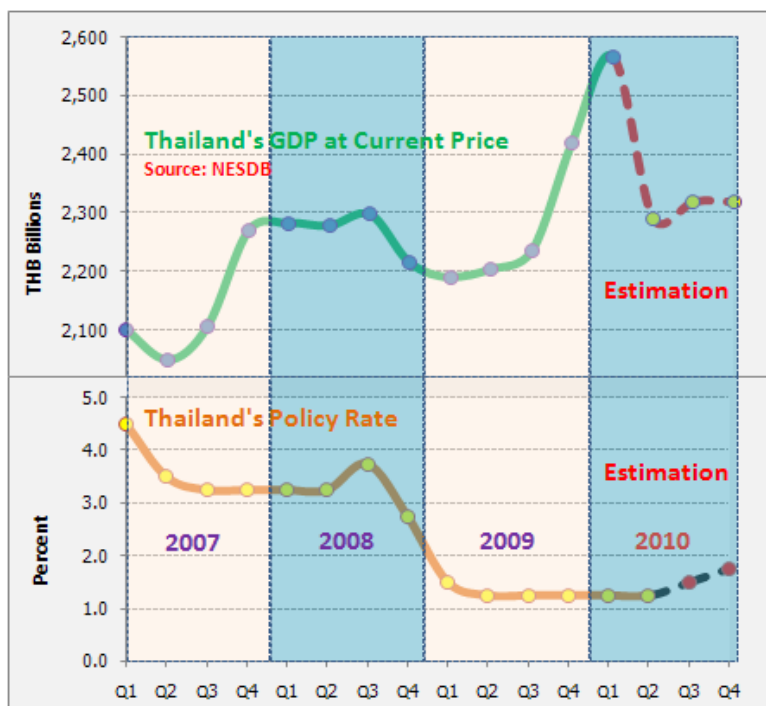
สุชาติ ธนจิตติพันธ์

ฝ่ายวิจัยและพัฒนา สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ต้องยอมรับว่าเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา นั้น น่าจะถือได้ว่าสอบผ่านหรืออยู่ในเกณฑ์ที่น่าพอใจเมื่อเปรียบเทียบกับประเทศอื่นๆในภูมิภาคเดียวกันครับ เพราะนอกจากไทยจะต้องเผชิญกับวิกฤติทางการเงินของกลุ่มประเทศสหภาพยุโรป (EU) เหมือนกับประเทศอื่นๆแล้ว ประเทศไทยยังต้องฝ่าฝืนกับปัญหาการเมืองภายในประเทศที่ยืดเยื้อ และสร้างความเสียหายให้กับเศรษฐกิจไปพร้อมๆกันอีกด้านหนึ่งด้วย

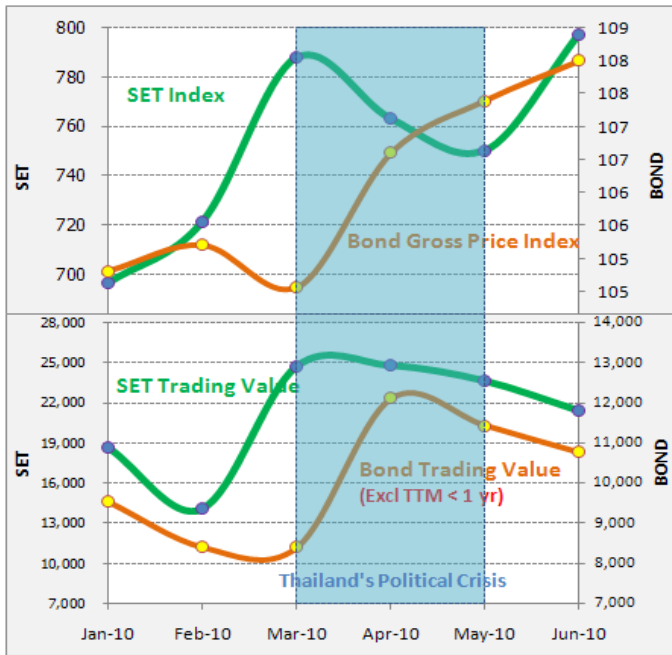
และถึงแม้ว่าความวิตกกังวลต่อสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศกรีซและฮังการี ซึ่งถือเป็นสมาชิกของกลุ่ม EU นั้น จะไม่ได้ส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจของไทย แต่อย่างไรก็ตามแล้วเราต้องไม่ลืมว่าทั้งกรีซและฮังการีกำลังได้รับความช่วยเหลือทางการเงิน จากประเทศอื่นๆในกลุ่ม EU และที่สำคัญไปกว่านั้น ทั้ง 2 ประเทศนี้ต่างก็ก่อหนี้สาธารณะโดยการออกพันธบัตรรัฐบาล และขายให้กับประเทศอื่นๆในกลุ่ม EU ด้วยกันอีกด้วย ซึ่งจากปัญหาทางการเงินที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน มีผลทำให้พันธบัตรรัฐบาลของทั้ง 2 ประเทศนี้ถูกลดอันดับความน่าเชื่อถือลงสู่ระดับ “junk” หรือพูดให้ง่ายขึ้นก็คือ ประเทศอื่นๆที่ถือครองพันธบัตรของกรีซและฮังการีไว้ มีความเสี่ยงสูงมากที่จะไม่ได้รับชำระดอกเบี้ยและเงินต้นคืนนั่นเองครับ

ซึ่งถ้าหากเป็นเช่นนั้นแล้ว แน่หนอนว่าวิกฤติที่เกิดขึ้นกับกลุ่ม EU ที่มีประเทศสมาชิกถึง 27 ประเทศ และมี GDP รวมทั้งกลุ่มคิดเป็น 30% ของ GDP ทุกๆประเทศในโลกรวมกัน ย่อมส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยและประเทศอื่นๆทั่วโลกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ และทั้งหมดนี้จึงเป็นเหตุผลว่า ทำไมองค์กรการเงินระหว่างประเทศอย่าง IMF หรือธนาคารกลางยุโรป (ECB) จึงต้องพยายามทุ่มเงินจำนวนมหาศาลเพื่อช่วยเหลือกรีซและฮังการี ให้ผ่านพ้นวิกฤติในครั้งนี้ไปได้ นอกจากนี้แล้วยังออกมาตรารอคัดต้นให้ประเทศอื่นๆในกลุ่ม EU เข้มงวดกับสถานะการเงินของตนเองมากขึ้น ซึ่งต้องถือเป็นความพยายามที่ช่วยทำให้ปัญหาทั้งหมดคลี่คลายลงได้ในระดับหนึ่ง



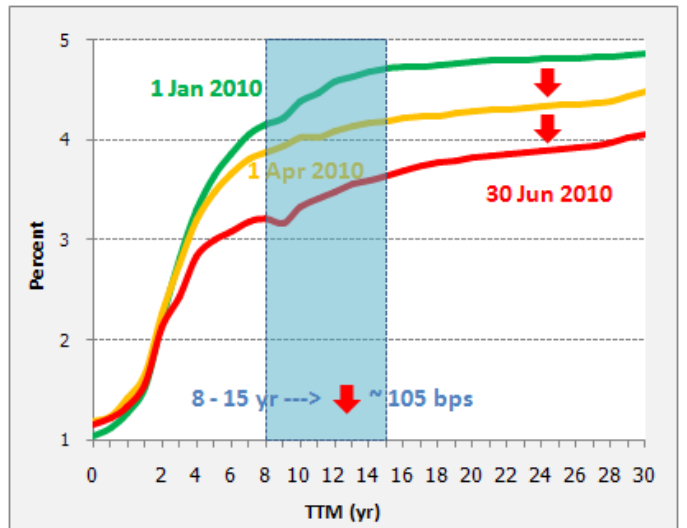
ส่วนทางด้านสถานการณ์ทางการเมืองภายในประเทศไทยที่ค่อนข้างรุนแรงในช่วงเดือนพฤษภาคมที่ผ่านมา ที่ทำให้เกิดความกังวลว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการจ้างงาน ทำให้ทั้งธนาคารแห่งประเทศไทย และกระทรวงการคลังต่างก็พยายามเร่งดำเนินทั้งนโยบายการเงินและการคลัง เพื่อกระตุ้นไม่ให้เศรษฐกิจของประเทศต้องตกอยู่ในภาวะชะงักงัน ซึ่งจะเห็นได้จากมาตรการคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำของ ธปท. เพื่อกระตุ้นให้ภาคเอกชนทำการลงทุน (I) อย่างต่อเนื่อง รวมไปถึงการดูแลเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยน เพื่อไม่ให้ส่งผลกระทบต่อการส่งออกและนำเข้า (X-M) หรือแม้แต่การใช้งบประมาณภาครัฐของกระทรวงการคลัง เพื่อให้เกิดการใช้จ่าย (G) และการบริโภค (C) มากขึ้น และทั้งหมดนี้ช่วยส่งผลทำให้เศรษฐกิจไทยในช่วงไตรมาสที่ 1 เมื่อวัดจากตัวเลขผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (GDP) ขยายตัวสูงถึง 12% เมื่อเทียบกับในช่วงเดียวกันของปีก่อน (yoy)

ผลกระทบต่อตลาดตราสารหนี้ไทยในช่วงครึ่งปีแรก



เราอาจจะสังเกตได้ว่าเหตุการณ์ต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งในหรือนอกประเทศก็ตาม ไม่ได้แสดงผลกระทบให้เห็นในรูปของตัวเลขทางเศรษฐกิจมากนัก แต่ที่สังเกตเห็นได้ชัดเจนกว่าก็คือการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมของนักลงทุน จากที่เคยลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง เช่นตลาดหุ้นแล้วหันมาลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่า เช่นตลาดตราสารหนี้กันมากขึ้น โดยเราจะเห็นได้จากการปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องของดัชนีราคาตราสารหนี้ (Government Bond Gross Price Index) นับตั้งแต่เดือนมีนาคม ซึ่งเป็นช่วงที่เหตุการณ์ทางการเมืองภายในประเทศเริ่มทวีความรุนแรงขึ้น และในขณะเดียวกันเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond Yield Curve) ก็ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกัน ทั้งหมดนี้สะท้อนให้ถึงความต้องการที่จะลงทุนในตราสารหนี้ของนักลงทุนในตลาดมีมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งตราสารที่มีอายุคงเหลืออยู่ในช่วงประมาณ 8 – 15 ปีนั้น มีการปรับตัวลดลงของอัตราผลตอบแทน (Yield) กว่า 105 basis points (1.05%)

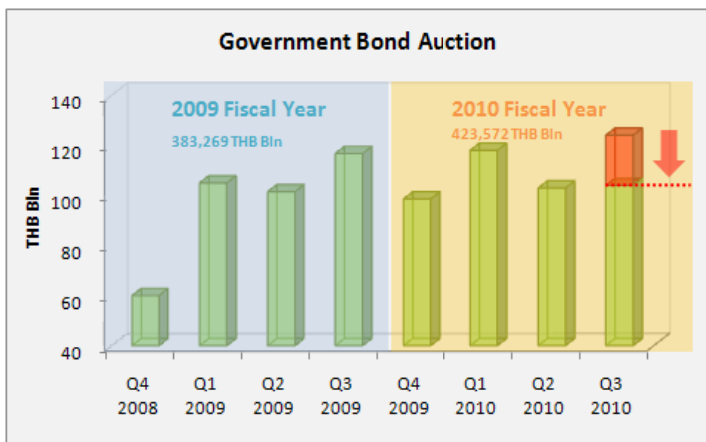
แต่เมื่อพิจารณาถึงประเภทของตราสาร ที่มีสัดส่วนของการซื้อขายสูงที่สุดในตลาดรองแล้ว เราพบว่ายังคงเป็นตราสารที่มีอายุคงเหลือ **ไม่เกิน 1 ปี** (คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 84% ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมดที่เกิดขึ้น) เนื่องจากสถานการณ์ต่างๆ ยังคงมีความไม่แน่นอน ดังนั้นนักลงทุนจึงเลือกที่จะถือครองตราสารที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด และสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้รวดเร็วที่สุดนั่นเอง และจากความต้องการของนักลงทุนที่จะทำการลงทุนในช่วงระยะเวลาที่สั้นลง ก็เป็นอีกเหตุผลหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนให้ธุรกรรมการกู้ยืมภาคเอกชน (Private Repo) ขยายตัวอย่างมากในช่วงครึ่งแรกของปี 2553 ด้วยครับ เนื่องจากผู้ลงทุนที่มีเงินออม (เปรียบเสมือนผู้ให้กู้) สามารถหาผลตอบแทนระยะสั้นจากธุรกรรม Repo ได้ดีกว่าการลงทุนในทางเลือกอื่น ในขณะที่ผู้ถือครองหลักทรัพย์ที่ต้องการเงินออม (เปรียบเสมือนผู้กู้ยืม) สามารถนำตราสารหนี้ที่ตนเองถือครองไว้ ไปแลกกับการนำเงินทุนระยะสั้นมาใช้ โดยมีต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้ยืมในช่องทางอื่นๆ ด้วยเช่นกัน



## คาดการณ์เศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งปีหลัง

ถึงแม้ว่าเศรษฐกิจในไตรมาสที่ 1 ของไทยจะเติบโตไปกว่าที่คาดการณ์ไว้ค่อนข้างมาก แต่อย่างไรก็ตามเรายังคงคาดว่าปัญหาการเมืองภายในประเทศ และการเริ่มใช้นโยบายทางการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นของหลายๆประเทศทั่วโลก น่าจะมีผลทำให้เศรษฐกิจไทยในอีก 3 ไตรมาสที่เหลือของปีนี้ ชะลอตัวลงจากไตรมาสที่ 1 พอสมควรครับ แต่อย่างไรก็ตามถ้าหากเรามองจากตัวเลขโดยรวมของทั้งปีแล้ว หน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับภาคเศรษฐกิจไทยหลายหน่วยงานเช่น สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) หรือแม้แต่นาการแห่งประเทศไทย ต่างก็คาดว่าเศรษฐกิจไทยน่าจะขยายตัวได้ในระดับที่ดีกว่าปีก่อนหน้านี้ ประมาณ 4% – 5%

ด้านการค้าระหว่างประเทศ ที่หลายๆฝ่ายคาดว่าจะได้รับแรงกดดันจากความต้องการซื้อที่ลดลง (Demand) ของประเทศในกลุ่ม EU จนอาจจะกระทบต่อการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในที่สุด แต่อย่างไรก็ตามเราต้องไม่ลืมว่าประเทศไทยยังคงส่งออกสินค้าไปยังประเทศอื่นๆ นอกเหนือจากประเทศประเทศในกลุ่ม EU (ปัจจุบันไทยส่งออกไปยัง EU คิดเป็น 12% ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมด) โดยเฉพาะการส่งออกไปยังประเทศจีน และประเทศอื่นๆในกลุ่มอาเซียนด้วยกัน (คิดเป็น 42% ของมูลค่าส่งออกทั้งหมด) โดยสถานการณ์ล่าสุดของประเทศไทยคู่ค้าหลักของไทยล้วนแต่มีแนวโน้มของการเติบโตในทิศทางที่ดีขึ้น ซึ่งทั้งหมดนี้น่าจะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สนับสนุนให้เศรษฐกิจไทยยังคงขยายตัวได้ในระดับที่คาดการณ์ไว้ และถ้าหากเป็นเช่นนั้นแล้วตัวเลขเงินเฟ้อของไทยในช่วงนับจากนี้ไป น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจนส่งผลทำให้ กระทบ. ต้องพิจารณาแนวทางการดำเนินนโยบายทางการเงินใหม่ด้วยการปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยของไทยให้สูงขึ้นตามไปด้วย ในขณะที่แนวทางการดำเนินนโยบายการคลังของภาครัฐนั้น ยังคงเน้นไปที่การกระตุ้นการใช้จ่ายของทั้งภาครัฐและภาคครัวเรือนอยู่เช่นเดิมครับ



สำหรับปัจจัยทางเศรษฐกิจที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อตลาดตราสารหนี้ในช่วงครึ่งหลังของปี 2553 นี้ จะเน้นไปในเรื่องของการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ย และการจัดเก็บรายได้ของภาครัฐซึ่งสามารถทำได้สูงกว่าที่คาดการณ์เอาไว้ค่อนข้างมาก จนมีผลทำให้กระทรวงการคลังไม่จำเป็นต้องออกตราสารหนี้ในปริมาณเดิมตามที่วางแผนไว้ ซึ่งสถานการณ์ดังกล่าวถือเป็นมุมมองที่ดีต่อภาพเศรษฐกิจโดยรวมของไทย แต่อาจจะส่งผลทำให้ปริมาณการซื้อขายหรือสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ ลดลงไปบ้างเล็กน้อยครับ

## แนวโน้มตลาดตราสารหนี้ในช่วงเดือน กรกฎาคม – ธันวาคม 2553

ถ้าหากเศรษฐกิจไทยในช่วงครึ่งหลังของปี 2553 เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้แล้ว ย่อมจะส่งผลทำให้สถานการณ์ต่างๆในตลาดตราสารหนี้ไทย เปลี่ยนแปลงไปในด้านต่างๆดังต่อไปนี้

### ➤ มูลค่าการซื้อขาย

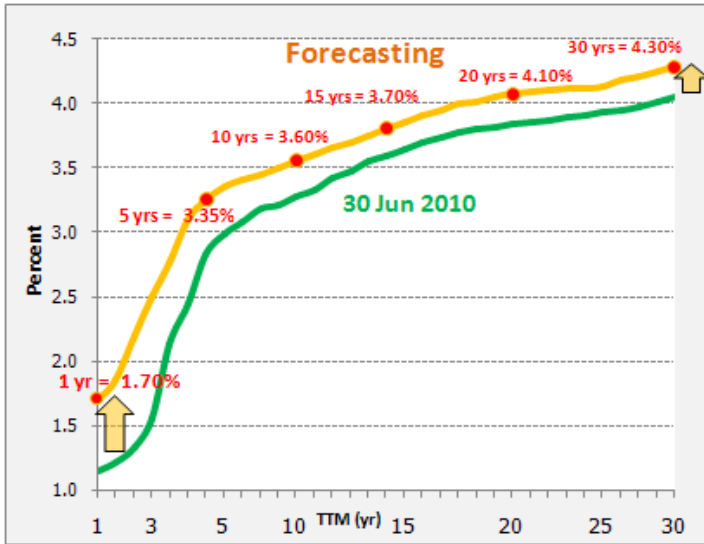
เนื่องจากปริมาณตราสารหนี้ที่จะออกใหม่ในตลาดแรก (ทั้งภาครัฐ และเอกชน) มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลง น่าจะเป็นผลทำให้ปริมาณการซื้อขายที่เกิดขึ้นในตลาดรอง ปรับตัวลดลงจากเดิมเช่นกัน และมูลค่าการซื้อขายโดยส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในตลาดแรก หรือในวันที่มีการประมูลมากกว่าที่จะเป็นการซื้อขายเพื่อเปลี่ยนมือหลังจากที่ผ่านพ้นวันประมูลไปแล้ว

### ➤ ช่วงอายุของตราสารหนี้ ที่นิยมซื้อขายในตลาด

ยังคงเน้นไปในตราสารที่มีอายุคงเหลือสั้น (ไม่เกิน 1 ปี) เนื่องจากมีความเสี่ยงต่ำ ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดมีการเปลี่ยนแปลง ในขณะที่อีกส่วนหนึ่งจะเน้นไปในตราสารที่มีอายุคงเหลือในช่วง 5 – 10 ปี เนื่องจากถือเป็นตราสารที่มีสภาพคล่องสูง และเป็นช่วงอายุของตราสารที่

ใช้เป็นพันธบัตรอ้างอิง (Benchmark Bond) อีกด้วย อีกทั้งพันธบัตรรัฐบาลที่กระทรวงการคลังจะเปิดให้มีการประมูลในตลาดแรกสำหรับช่วงที่เหลือของปีนี้ ส่วนใหญ่แล้วมีอายุคงเหลืออยู่ในช่วงระยะเวลาดังกล่าวด้วยเช่นกันครับ

➢ ความเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทน (Yield Movement)



จากการคาดการณ์ว่า ธปท. จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ในช่วงประมาณ 50 – 75 Basis points ภายในสิ้นปี 2553 นี้ จึงมีผลทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทย (Government Bond Yield Curve) ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย แต่อย่างไรก็ตามคาดว่าจะเป็นการปรับตัวในลักษณะที่เส้น Curve มีความแบนราบมากขึ้น (Bearish Flattening) แทนที่จะปรับตัวในลักษณะเพิ่มขึ้นเท่าๆกันตลอดทั้งเส้น (Parallel Shift) ครับ เนื่องจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย จะส่งผลทำให้ Yield ของพันธบัตรอายุคงเหลือสั้นๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามในระดับที่ใกล้เคียงกัน ส่วน Yield ของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือยาวขึ้น ยังคงได้รับแรงกดดันจากการคาดการณ์ว่ากระทรวงการคลังจะทำการออกพันธบัตรใหม่ (Supply) ในปริมาณที่ลดลง จึงไม่น่าจะ

ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นมากนัก ซึ่งจากผลการสำรวจความคิดเห็นของผู้ร่วมตลาดหลายราย ล้วนมองไปในทิศทางเดียวกันว่าเส้น Yield Curve ของไทย น่าจะปรับตัวในลักษณะดังรูปครับ

➢ ความน่าสนใจสำหรับการลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชน

เนื่องจากสถานการณ์ของอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยกำลังอยู่ในช่วงของการปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งจะมีผลทำให้ต้นทุนของการออกหุ้นกู้ใหม่ในอนาคตอยู่ในระดับที่สูงขึ้นตามไปด้วยครับ ดังนั้นสถานการณ์ในตลาดแรก ผู้ออกหุ้นกู้หลายรายจึงยังคงรอดูท่าทีและความชัดเจนของทิศทางอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่เหลือของปี 2553 ก่อน ซึ่งทั้งหมดนี้มีผลทำให้ปริมาณของหุ้นกู้ที่ออกใหม่ทั้งปี 2553 อาจจะไม่สูงนักเมื่อเทียบกับมูลค่ารวมของหุ้นกู้ที่ออกใหม่ในปีที่ผ่านมา (ปี 2552 มีหุ้นกู้ออกใหม่รวมทั้งสิ้น 389,110 ล้านบาท ในขณะที่ครั้งแรกของปี 2553 มีหุ้นกู้ออกใหม่แล้วกว่า 156,850 ล้านบาท) แต่อย่างไรก็ตามถ้าหากว่าอัตราดอกเบี้ยไม่ได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ก็ยังคงมีความเป็นไปได้ที่ปริมาณการออกหุ้นกู้ในช่วงที่เหลือของปี 2553 นี้ จะอยู่ในระดับประมาณ 130,000 - 150,000 ล้านบาท ซึ่งจะทำให้มูลค่าหุ้นกู้ที่ออกใหม่ทั้งปี 2553 อยู่ที่ประมาณ 280,000 – 300,000 ล้านบาท สูงกว่าตัวเลขที่ ThaiBMA เคยประมาณการไว้ในช่วงก่อนหน้านี้เล็กน้อยครับ

แต่ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับการซื้อขายหุ้นกู้ในตลาดรองนั้น คาดว่าการปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลทำให้มูลค่าการซื้อขาย รวมไปถึงสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นกู้ปรับตัวลดลง และจะมีผลทำให้นักลงทุนมีความสนใจที่จะเข้ามาซื้อขายหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้น้อยลงด้วยเช่นกัน เนื่องจากผลตอบแทนจากการลงทุนในทางเลือกอื่นๆ จะสูงกว่าดอกเบี้ย (Coupon) ที่ได้รับจากการลงทุนในหุ้นกู้เพียงอย่างเดียว โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าหากภาพรวมของภาวะเศรษฐกิจไทยปรับตัวดีขึ้น จนส่งผลกระทบต่อราคาตราสารทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแล้ว (SET) ก็จะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ดึงดูดให้นักลงทุนหันไปลงทุนในสินทรัพย์อื่นมากขึ้น และสนใจหุ้นกู้เอกชนน้อยลง