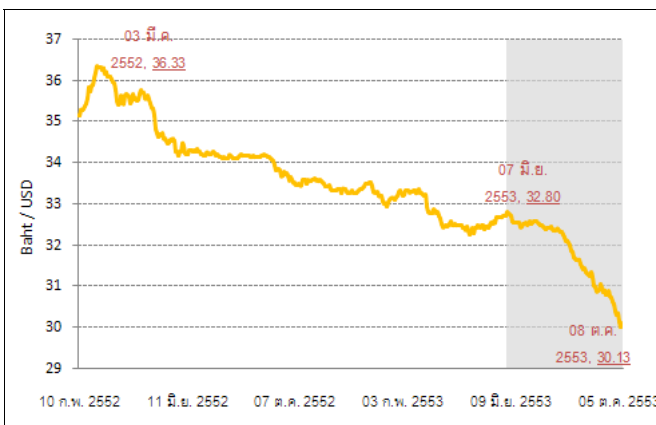


## มาตรการภาษี (ในตลาดตราสารหนี้) แก้ปัญหาค่าเงินบาทได้จริงหรือ ??

โดย สุชาติ ธนฐิติพันธ์

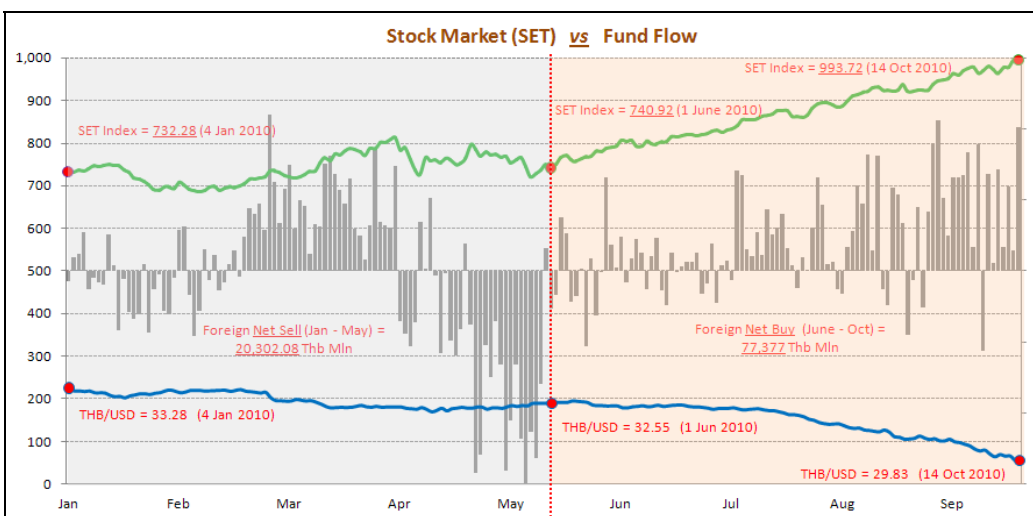
เมื่อวันอังคารที่ 12 ตุลาคมที่ผ่านมา ที่ประชุมคณะรัฐมนตรีได้มีมติเห็นชอบในข้อเสนอเพื่อแก้ปัญหาเงินบาทที่แข็งค่าเร็วเกินไป โดยให้กระทรวงการคลังเริ่มทำการจัดเก็บภาษีกับนักลงทุนต่างชาติ สำหรับการซื้อขายตราสารหนี้ทุกประเภทในตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งแต่เดิมนั้น นักลงทุนต่างชาติได้รับการยกเว้นให้ไม่ต้องเสียภาษีหัก ณ ที่จ่าย 15% สำหรับผลประโยชน์ทุกประเภทที่ได้รับจากการลงทุนในตราสารหนี้ ไม่ว่าจะเป็น 1.กำไรจากราคาซื้อ-ขาย (Capital Gain) 2.รายรับจากดอกเบี้ย (Coupon Interest) และ 3.ส่วนลดจากตราสารหนี้ที่ไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Discount) (ในขณะที่นักลงทุนในประเทศกลับต้องเสียภาษีหัก ณ ที่จ่าย 15% สำหรับผลประโยชน์ทั้ง 3 ข้อข้างต้นครับ) แต่ทั้งนี้คำถามที่ตามมาหลังการประกาศใช้มาตรการดังกล่าวของกระทรวงการคลังก็คือ มาตรการที่ว่าจะสามารถแก้ไขปัญหาค่าเงินบาทได้จริงหรือไม่นั่นเองครับ



ซึ่งถ้าหากเราย้อนกลับไปพิจารณาถึงความเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทในช่วง 1 - 2 ปีที่ผ่านมา จะพบว่ามีทิศทางที่แข็งค่าขึ้นเรื่อยๆ ครับ แต่ทั้งนี้ทั้งนั้นก็ยังคงเป็นการแข็งค่าแบบค่อยเป็นค่อยไป จนกระทั่งในช่วงตั้งแต่เดือนมิถุนายนเป็นต้นมา ค่าเงินบาทได้แข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็ว จากที่ระดับประมาณ 32.80 บาท/USD มาอยู่ที่ระดับประมาณ 30.13 บาท/USD ในช่วงต้นเดือนตุลาคม (หรือคิดเป็นการแข็งค่าขึ้นถึง 8% ภายในช่วงระยะเวลาเพียง 4 เดือน) และแน่นอนครับ เหตุการณ์ในครั้งนี้มีสาเหตุมาจากเม็ดเงินต่างชาติที่ไหลเข้ามาลงทุนทั้งในส่วนของตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้เป็น

ปริมาณมากนั่นเอง จนหลายๆฝ่ายเกิดความกังวลว่าอาจจะรูปแบบของการเก็งกำไรค่าเงินบาทวิธีหนึ่ง ซึ่งการแข็งค่าของเงินบาทอย่างรวดเร็วในรอบนี้นอกจากจะส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกของไทยแล้ว หากปล่อยให้สถานการณ์ต่างๆดำเนินอย่างยืดเยื้อต่อไปในที่สุดแล้วอาจจะส่งผลกระทบต่อระบบเศรษฐกิจอย่างรุนแรงเมื่อเช่นเหตุการณ์ในปี 2540 ก็เป็นได้ครับ

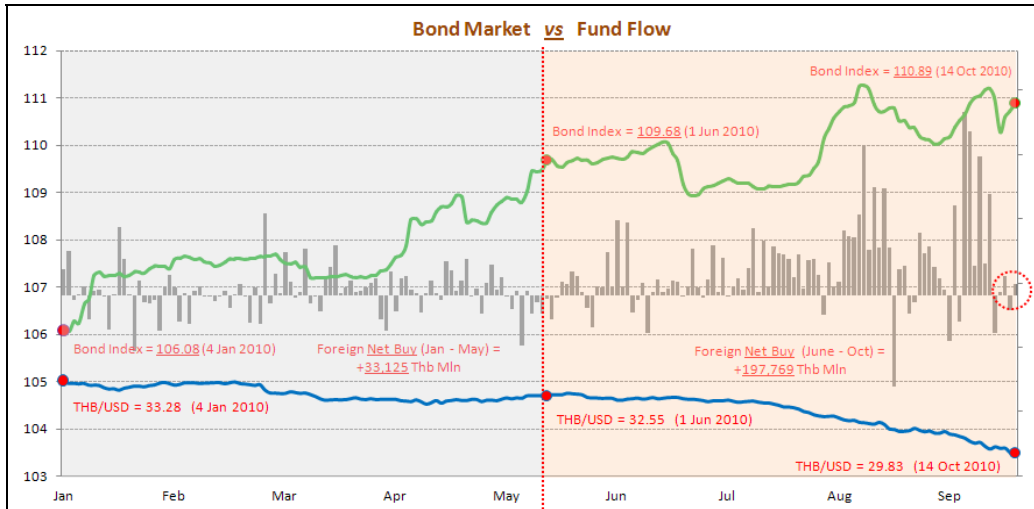
## เม็ดเงินต่างชาติ กับตลาดหุ้นไทย



เราจะพบว่าดัชนีตลาดหลักทรัพย์ไทย (SET Index) ได้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ในช่วงเวลาที่สอดคล้องกับการแข็งค่าของเงินบาทด้วยเช่นกันครับ (ม.ย. - ต.ค.) หรือคิดเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 34% ด้วยแรงซื้อสุทธิจากนักลงทุนต่างชาติกว่า 77,300 ล้าน

บาท แต่อย่างไรก็ตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียต่างก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นกันถ้วนหน้า ไม่ว่าจะเป็นฮ่องกง (+22%) เกาหลีใต้ (+17%) สิงคโปร์ (+18%) ฟิลิปปินส์ (+29%) จีน (+12%) ซึ่งถ้าพิจารณาจากตัวเลขในเบื้องต้นนี้ เราจะเห็นว่าตลาดหุ้นไทยปรับตัวเพิ่มสูงกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคนี้ครับ

### เม็ดเงินต่างชาติ กับตลาดตราสารหนี้ไทย



เรากลับได้ข้อมูลที่น่าสนใจอีกว่า ดัชนีตลาดตราสารหนี้ (Composite Bond Index - Gross Price) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 1% (ม.ย. - ต.ค.) ในขณะที่มีเม็ดเงินจากต่างชาติไหลเข้ามาสู่ตลาดตราสารหนี้เป็นปริมาณสูงถึง **197,000** ล้านบาทเลยทีเดียว ซึ่งสาเหตุที่

ดัชนีปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย ในขณะที่มีเม็ดเงินไหลเข้าสู่ตลาดเป็นจำนวนมากนั้น สามารถอธิบายได้ด้วยเหตุผล 2 ประการคือ

1. **เป็นธรรมชาติของตราสารหนี้ ที่ดัชนีมีการเคลื่อนไหวน้อยอยู่แล้ว** เนื่องจากลักษณะเฉพาะตัวของตราสารหนี้ ที่การเปลี่ยนแปลงของราคาจะขึ้นอยู่กับ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย หรือ Yield เป็นหลัก และโดยปกติ Yield มักจะไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงถ้าหากไม่มีเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยอย่างเห็นได้ชัด ด้วยเหตุนี้จึงส่งผลทำให้ดัชนีไม่ค่อยมีการเปลี่ยนแปลงตามไปด้วย
2. **เม็ดเงินไหลเข้าสู่ตราสารหนี้ตัวที่ไม่มีผลกับดัชนีมากนัก** เช่นตัวเงินคลัง ซึ่งถือเป็นตราสารอายุไม่เกิน 1 ปี จึงไม่ค่อยมีผลต่อการคำนวณดัชนีมากนัก หรือพันธบัตรระยะสั้นที่ออกโดยธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งไม่มีผลต่อการคำนวณดัชนีเลย และด้วยเหตุผลดังกล่าวนี้เอง ที่น่าจะทำให้กระทรวงการคลังนำไปใช้ประกอบการพิจารณาเพื่อออกมาตรการควบคุมการเก็งกำไรค่าเงินบาทผ่านตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากในช่วง 3 - 4 เดือนที่ผ่านมา เม็ดเงินกว่าครึ่งหนึ่ง (หรือประมาณ 56%) ของต่างชาติที่เข้ามาในตลาดตราสารหนี้ จะเป็นการซื้อสุทธิในตราสารระยะสั้น (อายุไม่เกิน 1 ปี) ส่วนเม็ดเงินที่เหลืออีกประมาณ 44% เป็นการซื้อสุทธิในตราสารที่มีอายุมากกว่า 1 ปีขึ้นไป

อย่างไรก็ตามเราคงไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่า เม็ดเงินที่ไหลเข้าสู่ตลาดตราสารหนี้ในช่วง 3 - 4 เดือนที่ผ่านมา เป็นการเข้ามาเพื่อเก็งกำไรเป็นหลักหรือไม่ เพราะถึงแม้ว่ายอดซื้อสุทธิในตราสารหนี้ระยะสั้นจะมีสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงก็ตาม แต่เราก็ยังคงเห็นได้ว่าการซื้อสุทธิในตราสารระยะยาวก็มีมูลค่าที่ไม่น้อยเช่นเดียวกันครับ แต่สิ่งหนึ่งที่เราค่อนข้างจะเห็นภาพได้ชัดเจนมากขึ้นในช่วงระยะเวลาต่อจากนี้ไปก็คือ มาตรการของกระทรวงการคลังในครั้งนี้น่าจะมีผลทำให้เม็ดเงินที่ไหลเข้าสู่ตราสารหนี้ระยะสั้นปรับตัวลดลงไปจากเดิม เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติอาจจะต้องเริ่มชั่งน้ำหนักระหว่างกำไรที่จะได้จากการลงทุนเมื่อหักด้วยภาษีอีก 15% แล้ว จะยังคงดึงดูดใจหรือมีความคุ้มค่าพอที่จะเข้ามาลงทุนอีกหรือไม่นั่นเองครับ



และสถานการณ์ล่าสุดหลังจากที่มาตรการภาษีในครั้งนี้ได้มีผลบังคับใช้มาแล้ว 4 วัน (เริ่มตั้งแต่วันที่ 13 ต.ค.) เราพบว่าค่าเงินบาท (วันที่ 18 ต.ค.) ยังคงทรงตัวอยู่ที่ระดับประมาณ 29.80 บาท/USD ซึ่งเป็นค่าที่ใกล้เคียงกับวันที่มาตรการดังกล่าวมีผลบังคับใช้เป็นวันแรกครับ และเราคงต้องติดตามกันต่อไปครับว่าเงินบาทจะมีทิศทางที่อ่อนค่าลงตามที่หลายๆฝ่ายตั้งใจไว้หรือไม่ หรือเม็ดเงินจากต่างชาติจะยังคงไหลเข้าสู่ตลาดตราสารหนี้เหมือนเช่นในช่วงที่ผ่านมา จนอาจนำไปสู่การเก็งกำไรในค่าเงินบาทที่รุนแรงมากขึ้น และทำให้ทางการอาจจะต้องมีมาตรการอย่างใดอย่างอื่นตามมาอีกหรือไม่

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

[www.thaibma.or.th](http://www.thaibma.or.th)

สุชาติ ธนฐิติพันธ์

[suchart@thaibma.or.th](mailto:suchart@thaibma.or.th), 02-252-3336 Ext.113