



การศึกษาเปรียบเทียบเรื่องสภาพคล่อง

ระหว่างตราสารหนี้ On-the-run vs. Off-the-run

โดยฝ่ายกำกับดูแล ThaiBMA

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ตลาดตราสารหนี้ในประเทศไทยได้เติบโตอย่างต่อเนื่อง ทั้งในแง่มูลค่าการออก มูลค่าคงค้าง และมูลค่าการซื้อขาย สภาพคล่องในการซื้อขายของตราสารหนี้ก็นับเป็นเรื่องหนึ่งที่น่าสนใจ โดยในตลาดตราสารหนี้ของประเทศต่างๆได้มีการศึกษาเปรียบเทียบถึงสภาพคล่องในการซื้อขายตราสารหนี้ในช่วง On-the-run และ Off-the-run ว่ามีความแตกต่างกันในเรื่องของราคาและปริมาณการซื้อขายหรือไม่

อะไรคือ On-the-run และ Off-the-run

ก่อนอื่น เรามาทำความเข้าใจถึงคำว่า **On-the-run** และ **Off-the-run** กันก่อน การซื้อขายในช่วง On-the-run ก็คือการซื้อขายตราสารหนี้หรือพันธบัตรรุ่นใหม่เพิ่งมีการประมูลออกมา โดยจะเป็นการซื้อขายตั้งแต่หลังการประมูลจนถึงการประมูลพันธบัตรรุ่นใหม่ในครั้งต่อไป ซึ่งจะมีระยะเวลาสั้นเท่าไรก็ขึ้นอยู่กับกำหนดการประมูลในครั้งหน้า โดยทั่วไปมักจะมีเวลาประมาณ 1-2 สัปดาห์ หรือ 1 เดือน เป็นต้น ส่วนการซื้อขายในช่วง Off-the-run ก็คือการซื้อขายพันธบัตรรุ่นเก่าที่ออกมานานแล้วในตลาด

ในต่างประเทศได้มีการศึกษาเปรียบเทียบและพบว่าสภาพคล่องการซื้อขายระหว่าง **On-the-run** และ **Off-the-run** มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยตราสารในช่วง On-the-run มีสภาพคล่องสูงกว่า มีปริมาณการซื้อขายที่สูงกว่าหลายเท่า และในราคาที่สูงหรือแพงกว่าอย่างชัดเจน ซึ่งอธิบายได้ว่า ตราสารหนี้ที่ออกมาใหม่มีความต้องการจากนักลงทุนจำนวนมาก ทำให้มีสภาพที่ซื้อขายคล่อง เป็นที่ต้องการของตลาด ราคาเฉลี่ยในการเสนอซื้อและเสนอขาย (bid-offer spread) จึงไม่ต่างกันมากนัก

On-the-run และ Off-the-run ในตลาดตราสารหนี้ไทย

ThaiBMA ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบสภาพคล่องระหว่างตราสารสองประเภทดังกล่าวในประเทศไทย เพื่อดูว่าจะมีข้อเท็จจริงหรือสภาพตลาดที่เหมือนหรือแตกต่างไปจากตลาดตราสารหนี้ในประเทศอื่นๆที่พัฒนาแล้วหรือไม่ ในการศึกษาจำเป็นต้องเลือกใช้ข้อมูลของตราสารหนี้ที่มีกำหนดการประมูลอย่างสม่ำเสมอ โดยในกลุ่มของตราสารหนี้ระยะสั้นไม่เกิน 1 ปี ก็คือ ตั๋วเงินคลัง (Treasury Bills - TB) และพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย (Central Bank Bill - CB) และสำหรับตราสารหนี้อายุมากกว่า 1 ปีขึ้นไปจนถึง 20 ปี ได้เลือกใช้ข้อมูลของพันธบัตรรัฐบาล (Loan bond - LB) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายจริงที่รายงานมายัง ThaiBMA ทั้งหมดในปี 2549 และทำการเปรียบเทียบระหว่าง On-the-run และ off-the-run ที่มีอายุเทียบเท่ากัน ใน 3 ประเด็นหลักเพื่อนำไปสู่การพิจารณาในเรื่องสภาพคล่องของการซื้อขาย คือ

- ราคา หรือ อัตราผลตอบแทนมีความแตกต่างกันหรือไม่
- ปริมาณการซื้อขายมีความแตกต่างกันหรือไม่
- ส่วนต่างของราคาเสนอซื้อและเสนอขาย (Bid-offer spread) แตกต่างกันหรือไม่



การศึกษาเปรียบเทียบ On-the-run และ Off-the-run

ตั๋วเงินคลัง

พบว่า การซื้อขายตั๋วเงินคลังในช่วง On-the-run มีราคาโดยเฉลี่ยสูงกว่าเล็กน้อย โดยต่างกันประมาณ 4 สตางค์ต่อหน่วย หรือหากมองในรูปของอัตราผลตอบแทน (yield) แล้ว ตั๋วเงินคลังในช่วง On-the-run มี Yield โดยเฉลี่ยต่ำกว่าประมาณ 0.03%

เมื่อเปรียบเทียบด้านปริมาณการซื้อขาย พบว่าในช่วง On-the-run มีปริมาณการซื้อขายมากกว่า Off-the-run ประมาณ 5 เท่า (หรือ 84% ของทั้งหมด) ทั้งหมดที่มีมูลค่าค้างค้าง (Outstanding) เพียง 1 ใน 3 ของมูลค่าตั๋วเงินคลังทั้งหมด

ตารางที่ 1: สัดส่วนการซื้อขาย On-the-run และ Off-the-run ของตั๋วเงินคลังในปี 2549

เดือน	ปริมาณการซื้อขาย (ล้านบาท)		ปริมาณการซื้อขาย (%)	
	On-the-run	Off-the-run	On-the-run	Off-the-run
ม.ค.	43,100	3,432	93%	7%
ก.พ.	26,630	4,714	85%	15%
มี.ค.	25,498	4,421	85%	15%
เม.ย.	38,916	8,650	82%	18%
พ.ค.	39,088	8,644	82%	18%
มิ.ย.	30,797	8,648	78%	22%
ก.ค.	57,853	9,355	86%	14%
ส.ค.	41,803	9,469	82%	18%
ก.ย.	48,740	7,973	86%	14%
ต.ค.	37,355	8,288	82%	18%
รวม	389,780	73,594	84%	16%

พันธบัตรรัฐบาล

พบว่า การซื้อขายพันธบัตรรัฐบาล (LB series) ในช่วง On-the-run มีราคาแตกต่างจากตราสารในช่วง Off-the-run ที่อายุเท่ากัน ประมาณ 5 – 10 บาทต่อหน่วย โดยมีราคาสูงกว่าบ้าง ต่ำกว่าบ้าง ไม่แน่นอน และหากมองในรูปของ Yield พบว่า Yield ของพันธบัตรรัฐบาลในช่วง On-the-run ต่างจาก Off-the-run ที่อายุเท่ากันโดยเฉลี่ยประมาณ 0.08%

เมื่อพิจารณาส่วนต่างของราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (Bid-offer spread) ของพันธบัตรแต่ละรุ่นแล้ว พบว่า Bid-offer spread ของช่วง On-the-run จะแคบกว่าของพันธบัตรในช่วง Off-the-run เล็กน้อยโดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 0.05% ในขณะที่ตราสารในช่วง Off-the-run มี Bid-offer spread เฉลี่ย 0.07% ซึ่งเป็นตัวสะท้อนให้เห็นว่าการซื้อขายในช่วง On-the-run มีสภาพคล่องสูงกว่ันเอง

ตารางที่ 2: ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนเสนอซื้อ/เสนอขาย (bid-offer spread) ของพันธบัตรรัฐบาล

ปี	รุ่นพันธบัตร รัฐบาล	ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนเสนอซื้อ/ขาย (%)	
		On-the-run	Off-the-run
2547	LB10	0.03	0.06
	LB11	0.05	0.08
2548	LB08	0.04	0.08
	LB12	0.03	0.06
2549	LB09	0.06	0.07
	LB13	0.07	0.08
2550	LB14	0.06	0.06
	LB17	0.05	0.05
	LB19	0.05	0.06
เฉลี่ย		0.05	0.07



และเมื่อเปรียบเทียบด้านปริมาณการซื้อขาย จะได้ผลสรุปคล้ายกับตัวเงินค้ำ โดยพันธบัตรในช่วง On-the-run มีการซื้อขายกันมากกว่า Off-the-run ประมาณ 3 เท่า ทั้งๆที่มีมูลค่าค้างค้างเพียง 1 ใน 5 ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมด

สรุปผลการศึกษา

จากการศึกษาข้างต้นสามารถสรุปได้ว่า ในตลาดตราสารหนี้ของไทย ตราสารหนี้ที่อยู่ในช่วง On-the-run มีสภาพคล่องสูงกว่าช่วง Off-the-run ซึ่งสอดคล้องกับตลาดตราสารหนี้ในตลาดที่พัฒนาแล้วอื่นๆ ทั้งนี้โดยการพิจารณาจาก

- 1) **ด้านปริมาณการซื้อขาย (Trading value)** พบว่าตราสาร On-the-run ทั้งในกรณีตัวเงินค้ำและพันธบัตรรัฐบาล มีปริมาณการซื้อขายสูงกว่า Off-the-run อย่างชัดเจน โดยตัวเงินค้ำช่วง On-the-run มีการซื้อขายสูงกว่าช่วง Off-the-run ประมาณ 5 เท่า และพันธบัตรรัฐบาลช่วง On-the-run มีการซื้อขายสูงกว่าช่วง Off-the-run ประมาณ 3 เท่า
- 2) **ด้านราคา/อัตราผลตอบแทนของการซื้อขาย** ราคาและอัตราผลตอบแทนของตราสาร On-the-run และ Off-the-run มีความแตกต่างกันไม่มากนักและเป็นไปในทิศทางที่ไม่แน่นอน
- 3) **Bid-Offer spread** พันธบัตรรัฐบาลช่วง On-the-run มีส่วนต่างของราคาเสนอซื้อและเสนอขายแคบกว่า โดยมี Bid-Offer Spread เฉลี่ยต่ำกว่า Off-the-run ประมาณ 2 bp (ไม่สามารถศึกษากรณีของตัวเงินค้ำได้ เนื่องจากไม่มีราคา Offer)