



ผลกระทบของการยกเลิกมาตรการกันสำรองร้อยละ 30

- ◆ สรุปรายละเอียดมาตรการที่ยกเลิกและมาตรการเสริม
- ◆ การเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทและแนวโน้มในอนาคต
- ◆ การปรับตัวของอัตราดอกเบี้ยในประเทศ

สรุปรายละเอียด มาตรการที่ยกเลิก

■ ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้ประกาศยกเลิกมาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำชำระระยะสั้น โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 3 มีนาคม 2551¹ โดยได้มีการยกเลิกประกาศที่เกี่ยวข้องกับมาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำชำระระยะสั้นและประกาศเจ้าพนักงานควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินที่เกี่ยวข้องกับมาตรการดังกล่าวรวม 6 ฉบับ โดยสาระสำคัญ ได้แก่ การประกาศยกเลิกให้เงินทุนสำรองเงินนำชำระระยะสั้นไม่ต้องถูกกันสำรองร้อยละ 30 หรือไม่จำเป็นต้องทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงเต็มจำนวน (Fully hedge) ในทุกกรณี นอกจากนี้ธปท. ยังได้ออกมาตรการเสริมโดยมีทั้งการปรับปรุงมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทและมาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการรายย่อย (SMEs) อีกด้วย

■ ในส่วนของมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทนั้น โดยหลักการแล้วสามารถแบ่งออกได้เป็น 4 มาตรการย่อยด้วยกัน อันได้แก่

1. มาตรการจำกัดการปล่อยสภาพคล่องเงินบาท
2. มาตรการดูแลเงินทุนนำเข้า
3. มาตรการดูแล Non-resident Baht Account (NRBA) และ Non-resident Baht Account for Securities (NRBS)
4. มาตรการดูแลธุรกรรม Non-Deliverable Forward

โดยมาตรการเสริมที่ธปท. ประกาศออกมาพร้อมกับการยกเลิกมาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำชำระระยะสั้นนั้น ได้มีการแก้ไขเปลี่ยนแปลงมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาทใน 2 ส่วนด้วยกัน กล่าวคือ ในส่วนแรก ได้มีการปรับหลักเกณฑ์การกักเงินบาทของสถาบันการเงินภายในประเทศจาก Non-resident (NR) โดยลดวงเงินที่สถาบันการเงินในประเทศสามารถกู้ยืมเงินบาทจาก NR โดยไม่มีธุรกรรมรองรับ (underlying) ทุกอายุสัญญาโดยให้มียอดคงค้างได้ไม่เกิน 10 ล้านบาทต่อกลุ่ม NR นอกจากนี้ยังได้ทำการปรับหลัก

¹ สำหรับรายละเอียดของประกาศฉบับดังกล่าวสามารถดูได้ทาง www.bot.or.th



เกณฑ์ในส่วนของมาตรการจำกัดการปล่อยสภาพคล่องเงินบาทของสถาบันการเงินในประเทศให้แก่ NR โดยสถาบันการเงินในประเทศสามารถปล่อยสภาพคล่องเงินบาทให้แก่ NR โดยไม่มีธุรกรรมรองรับ (underlying) โดยให้มียอดคงค้างไม่เกิน 300 ล้านบาทต่อกลุ่ม NR สำหรับแต่ละธนาคาร

■ ธปท. ยังได้มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างบัญชีเงินบาทของ Non-resident โดยได้ยกเลิกบัญชี Special Non-resident Baht Account for Securities (SNS), Special Non-resident Baht Account for Debt Securities (SND) และ Special Non-resident Baht Account for Trade and Services (SNT) และให้ใช้บัญชี Non-resident Baht Account for Securities (NRBS) และ Non-resident Baht Account (NRBA) แทน²

มาตรการเสริมเพื่อช่วยเหลือผู้ประกอบการ SMEs

■ นอกเหนือไปจากการปรับปรุงมาตรการป้องปรามการเก็งกำไรค่าเงินบาท และการปรับโครงสร้างบัญชีเงินบาทของ Non-resident แล้วนั้น ธปท. ยังได้ออกมาตรการเสริมเพื่อสนับสนุนการปรับตัว และเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของผู้ประกอบการรายย่อย (SMEs) เป็นการชั่วคราว โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. โครงการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของผู้ประกอบการรายย่อย เป็นเวลา 3 ปี โดยการให้สินเชื่อดอกเบี้ยผ่อนปรน ผ่านสถาบันการเงินในวงเงินรวม 40,000 ล้านบาท
2. โครงการรับซื้อต่อเงินต่างประเทศล่วงหน้าสำหรับผู้ประกอบการรายย่อยขายผ่านสถาบันการเงิน เป็นเวลา 6 เดือน

การเคลื่อนไหวค่าเงินบาท

ตลาดได้คาดการณ์ล่วงหน้าถึง 2 ครั้งก่อนการประกาศยกเลิกมาตรการของธปท.

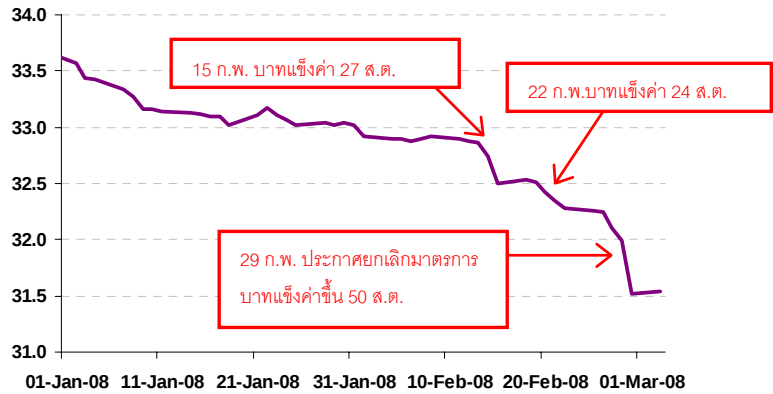
■ ค่าเงิน USD/THB ได้ปรับตัวแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องภายหลังที่ตลาดการเงินได้คาดการณ์การประกาศยกเลิกมาตรการกันสำรองของธปท. โดยมีการปรับลดลงอย่างชัดเจนถึง 2 ครั้งก่อนหน้านี้ที่ธปท. จะจัดแถลงข่าวเมื่อเย็นวันศุกร์ที่ 29 กุมภาพันธ์ ที่ผ่านมา เนื่องจากตลาดเงินได้คาดการณ์ไว้ล่วงหน้าแล้วว่า เมื่อมีการประกาศยกเลิกมาตรการกันสำรองร้อยละ 30 ของธปท. จะส่งผลให้อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB On-shore และ Off-shore รวมกันเป็นอัตราเดียวกัน โดยในรายงานฉบับก่อนหน้านี้ เราได้คาดไว้ว่าอัตราแลกเปลี่ยน On-shore จะปรับลดลงประมาณ 30 ส.ต. ซึ่งการปรับลดในวันที่ 15 และ 22 กุมภาพันธ์นั้นได้สะท้อนการถึงการคาดการณ์ดังกล่าวได้เป็นอย่างดี

² NRBS คือ บัญชีเงินบาทสำหรับผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศไทยเพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์ และตราสารทางการเงินอื่น เช่น หลักทรัพย์ พันธบัตร สัญญาล่วงหน้า ดอกเบี้ยรับจากการลงทุน หรือ เงินประกันที่เกี่ยวข้องกับสัญญาล่วงหน้า ส่วน NRBA คือ บัญชีเงินบาทของผู้มีถิ่นฐานนอกประเทศไทยเพื่อวัตถุประสงค์อื่น เช่น ค่าสินค้า, บริการ, เงินลงทุนโดยตรง, การซื้อขายอสังหาริมทรัพย์, เงินกู้ยืม หรือ เงินเพื่อการชำระธุรกรรมอื่นๆ เป็นต้น



USD/THB Movement

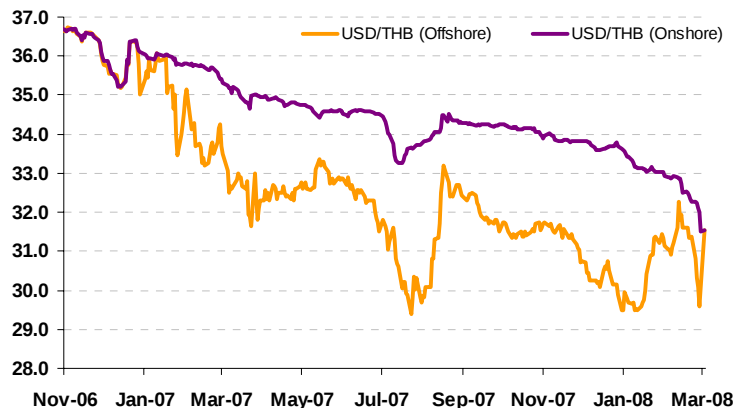
Source: Reuters



■ อย่างไรก็ตามภายหลังจากการประกาศยกเลิกมาตรการดังกล่าวในเย็นวันที่ 29 กุมภาพันธ์ ที่ผ่านมานั้น อัตราแลกเปลี่ยน USD/THB ได้ปรับลดลงถึงกว่า 50 ส.ต. ซึ่งมากกว่าที่เราได้คาดการณ์ไว้ โดยค่าเงิน USD/THB ได้ปรับลดลงต่ำสุดที่ระดับ 31.40 โดยเป็นการปรับตัวในลักษณะที่เรียกว่า Overshoot กล่าวคือ เป็นการปรับตัวของราคาสินทรัพย์ใด ๆ ที่มากกว่าความเป็นจริงในช่วงภาวะตลาดไม่ปกติ

USD/THB On-shore and Off-shore

Source: Reuters



ค่าเงิน Off-shore เคลื่อนไหว
มาอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับ
ค่าเงิน On-shore

■ นอกจากนี้การปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยน Off-shore นั้นได้เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ล่วงหน้า กล่าวคือ อัตราแลกเปลี่ยน Off-shore ได้ปรับตัวเข้าหาอัตราแลกเปลี่ยน On-shore ดังแผนภูมิด้านบน โดยล่าสุดในวันจันทร์ที่ 3 มีนาคมที่ผ่านมา ภายหลังจากประกาศของรพท. ได้มีผลบังคับใช้แล้วนั้น ค่าเงินบาททั้ง On-shore และ Off-shore rate ได้เคลื่อนไหวในระดับที่ใกล้เคียงกันมากแทบจะเท่ากันในทุกช่วงเวลา ทั้งนี้หากพิจารณาถึงผลของการปรับตัวของอัตราแลกเปลี่ยน On-shore rate ที่ได้มีการปรับตัวไปแล้วถึง 2 ครั้งก่อนหน้านี้ อีกทั้งอัตราแลกเปลี่ยน USD/THB On-shore และ Off-shore rate ที่จะรวมกันเป็นอัตราแลกเปลี่ยนเดียวกัน เราได้ประเมินค่าเงินบาทที่ควรจะเป็นภายหลังจากการรวมอัตราแลกเปลี่ยนไว้ที่ระดับประมาณ 31.40 – 31.70



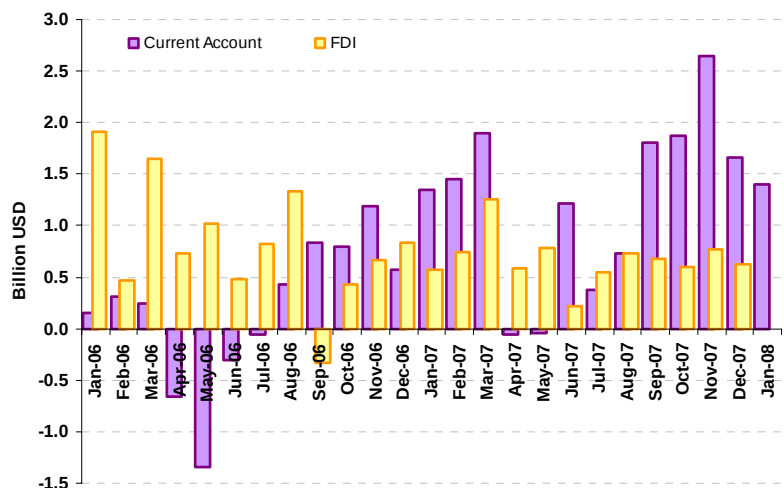
แนวโน้มในอนาคตของ ค่าเงิน USD/THB

ดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลใน
ปริมาณสูงกดดันให้ค่าเงิน
บาทแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง

■ แนวโน้มในอนาคตของค่าเงิน USD/THB ภายหลังการประกาศยกเลิก
มาตรการกันสำรองของธปท. นั้นยังคงมีแนวโน้มเช่นเดิม กล่าวคือ ค่าเงินบาท
ยังคงมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ทั้งนี้
เนื่องจากปัจจัยหลายประการที่กดดันค่าเงินบาทให้แข็งค่าขึ้นในช่วงที่ผ่านมา
มายังไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม ปัจจัยต่าง ๆ เหล่านั้น ได้แก่

1. การเกินดุลบัญชีเดินสะพัด (Current Account Surplus) และ
การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Foreign Direct Investment) ของไทยยังคงมีทิศทางเกินดุลอย่างต่อเนื่อง โดย
ในปี 2550 ที่ผ่านมามีประเทศไทยมียอดเกินดุลบัญชีเดินสะพัด
สูงถึง 14.9 พันล้านเหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นจากปี
ก่อนหน้าที่เกินดุลบัญชีเดินสะพัดเพียงแค่ 3.2 พันล้านเหรียญ
ดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่ยอดเงินลงทุนโดยตรงที่ไหลเข้ามาใน
ประเทศไทยในรอบ 2-3 ปีที่ผ่านมาเฉลี่ยอยู่ที่ระดับ 10 พันล้าน
เหรียญดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อปี ดังแสดงในแผนภูมิด้านล่าง

Current A/C and FDI
Source: BoT



ทั้งนี้จากการประเมินแนวโน้มในอนาคตนั้น คาดว่าดุลบัญชีเดิน
สะพัดของไทยจะยังคงเกินดุลอย่างต่อเนื่อง โดยส่วนใหญ่
แล้วเป็นผลมาจากการเกินดุลการค้า ทั้งนี้ถึงแม้ว่าการส่งออก
ไปยังประเทศกลุ่ม G3³ จะมีแนวโน้มชะลอตัวลงอันเป็นผลมา
จากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศดังกล่าว แต่
การขยายตัวด้านการส่งออกของไทยไปยังกลุ่มตลาดใหม่ อาทิ
เช่น จีน รัสเซีย อินเดีย ออสเตรเลีย หรือกลุ่มประเทศในภูมิภาค
ตะวันออกกลาง ยังคงมีแนวโน้มขยายตัวในระดับสูงต่อเนื่อง

³ กลุ่มประเทศ G3 ได้แก่ ประเทศสหรัฐอเมริกา กลุ่มสหภาพยุโรป (EA15) และประเทศ
ญี่ปุ่น



ราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นจะส่ง
ผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกิน
ดุลลดลง และลดแรงกดดันต่อ
ค่าเงินบาทได้บางส่วน

และจะยังคงส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลต่อเนื่องในปี 2551 เพียงแต่อาจจะเกินดุลในระดับที่ต่ำกว่าปีที่ผ่านมา นอก จากนี้ราคาน้ำมันที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมาจะเป็นอีกปัจจัย หนึ่งที่ส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุลในระดับที่ต่ำกว่า ปีก่อนหน้า โดยภายใต้สมมติฐานว่าราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยใน ปี 2551 จะอยู่ประมาณ US\$90/bbl และค่าเงินบาทเฉลี่ยทั้งปี จะแข็งขึ้นจากปีก่อนหน้าประมาณร้อยละ 10 พบว่าจะส่งผลให้ ดุลบัญชีเดินสะพัดเปลี่ยนแปลงถึง -5.6 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ดังแสดงในตารางด้านล่าง

	2548	2549	2550	2551*
ราคาน้ำมันดิบดูไบโดยเฉลี่ย (USD/bbl)	49.0	61.1	68.3	90.0
เปลี่ยนแปลง (%YoY)		24.7%	11.7%	31.8%
ค่าเงิน USD/THB โดยเฉลี่ย (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ)	40.3	37.9	34.5	31.0
เปลี่ยนแปลง (%YoY)		-5.9%	-8.9%	-10.2%
มูลค่าการนำเข้าน้ำมันและเชื้อเพลิง (พันล้าน USD)	20.8	25.0	25.7	31.3
เปลี่ยนแปลง (พันล้าน USD)		4.2	0.7	5.6
เปลี่ยนแปลง (%YoY)		20.3%	2.8%	21.6%

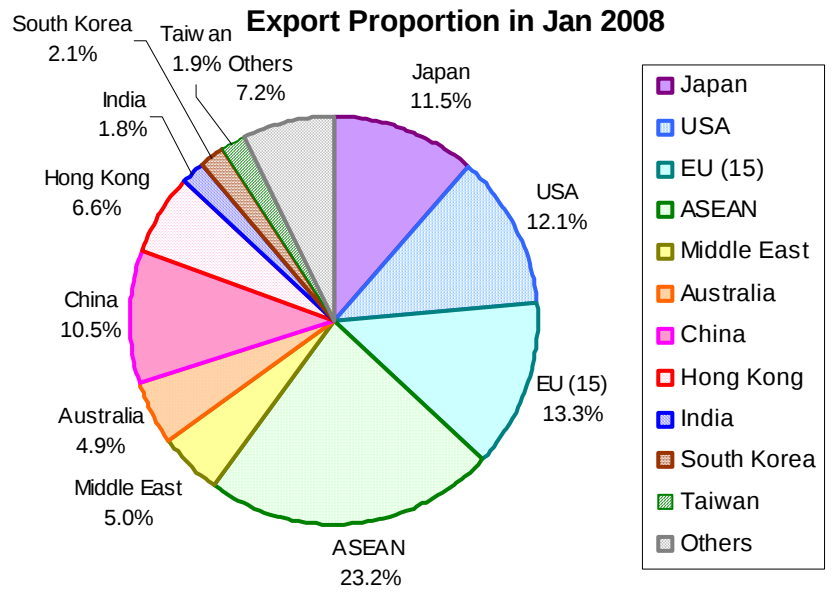
* ตัวเลขประมาณการ

ทั้งนี้โดยสรุปแล้วเรายังคงคาดการณ์ว่าดุลบัญชีเดินสะพัดยัง คงจะเกินดุลอย่างต่อเนื่องในปีนี้ แต่เป็นการเกินดุลในปริมาณ ที่ลดลงอย่างปีก่อนหน้า เนื่องจากการชะลอตัวของการส่งออก ไปยังประเทศในกลุ่ม G3 และการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมันใน ตลาดโลก ในขณะที่การไหลเข้าของเงินลงทุนโดยตรงจะมีอยู่ อย่างต่อเนื่องและมีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ในระดับเฉลี่ยดังใน ช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ปัจจัยดังกล่าวจะยังคงกดดันให้ค่า เงินบาทแข็งค่าขึ้นเป็นลำดับเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ

ค่าเงินในภูมิภาคเอเชียยังคงมี
แนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง
เมื่อเทียบกับค่าเงิน
ดอลลาร์สหรัฐฯ

2. การปรับตัวของค่าเงินในภูมิภาคเอเชียยังคงเป็นไปในทิศทาง แข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โดย เฉพาะค่าเงินหยวนของจีนที่ปรับตัวแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วใน ช่วง 3-4 เดือนที่ผ่านมา กอปรกับการที่ประเทศในภูมิภาค เอเชียหันมาทำการค้าขายภายในภูมิภาคมากขึ้น รวมไปถึง ประเทศไทยด้วยเช่นเดียวกัน โดยสัดส่วนการค้าระหว่าง ประเทศของไทยกับประเทศในเอเชียและจีนรวมแล้วสูงถึงกว่า ร้อยละ 50⁴ ดังแสดงในแผนภูมิด้านล่าง

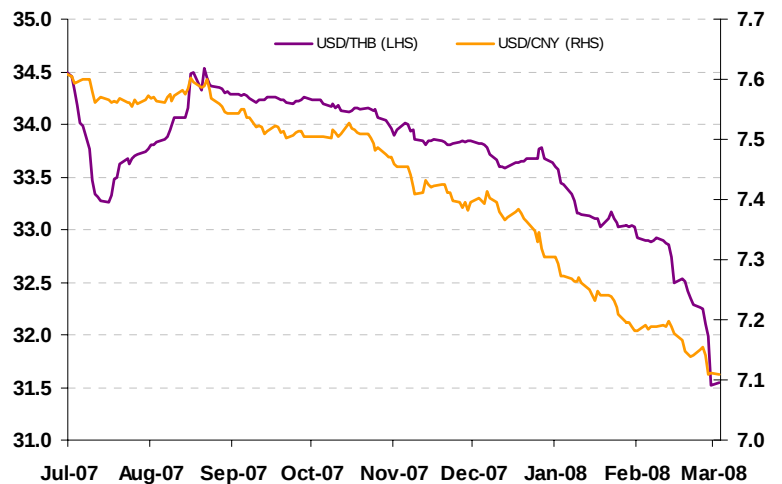
⁴ คำนวณจากยอดส่งออกในเดือนมกราคม 2551 เท่านั้น (ไม่ได้รวมยอดการนำเข้า)



จากแผนภูมิดังกล่าวพบว่าหากรวมยอดการส่งออกสินค้าของไทยไปยังประเทศในกลุ่มทวีปเอเชียทั้งหมดรวมถึงประเทศจีนด้วยแล้ว จะมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 57 ของยอดส่งออกทั้งหมด ทั้งนี้การค้าระหว่างประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นดังกล่าวส่งผลให้การเคลื่อนไหวของเงินสกุลในภูมิภาคเอเชียเริ่มมีความสัมพันธ์กันมากขึ้น โดยเฉพาะกับค่าเงินหยวนของจีน โดยจากการคำนวณล่าสุดพบว่าค่าเงินบาทของไทยและค่าเงินหยวนของจีนมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันอย่างชัดเจนอีกทั้งยังมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์สูงถึงร้อยละ 90 ในรอบ 3 เดือนที่ผ่านมา

USD/THB and USD/CNY

Source: Reuters

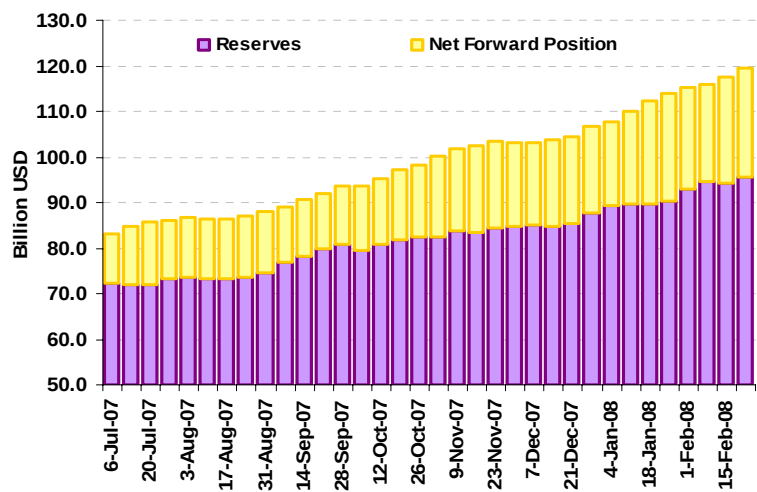




การดูแลเสถียรภาพค่าเงิน
ของบาท. อาจส่งผลให้บาท
แข็งค่าขึ้นช้าลง

3. การดูแลเสถียรภาพค่าเงินบาทของบาท. ในช่วงที่ผ่านมา โดย
หากพิจารณาจากปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศของบาท.
ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่กลางปีที่ผ่านมา จะพบว่าบาท. ได้
ทำการดูแลเสถียรภาพของอัตราแลกเปลี่ยนผ่านช่องทางการ
ทำธุรกรรม SPOT และ FX SWAP อย่างต่อเนื่อง แต่ค่าเงินบาท
ยังคงแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นเดียวกัน โดยหากบาท. ยังคง
ดำเนินนโยบายการดูแลเสถียรภาพค่าเงินบาทในระดับนี้ต่อไป
ค่าเงินบาทจะยังคงมีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นเช่นเดิม แต่อาจจะแข็ง
ค่าขึ้นในอัตราที่ช้าลงได้

International Reserves
Source: BoT



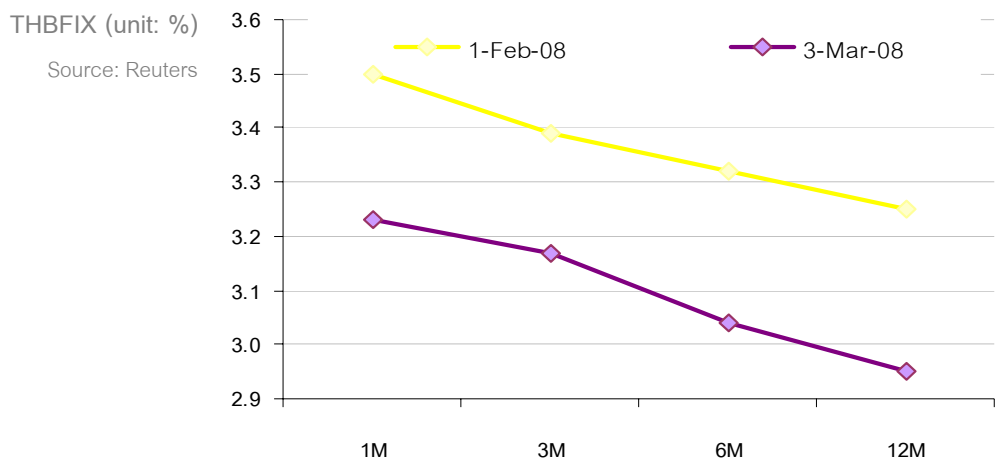
คาดว่าค่าเงิน USD/THB
ณ สิ้นปี 2551 จะอยู่ที่ระดับ
30 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ

ทั้งนี้หากพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ ข้างต้นแล้วจะพบว่าแนวโน้มค่าเงินบาทยังคง
มีแนวโน้มแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยคาดว่าค่าเงินบาท ณ สิ้นปี จะแข็งค่า
ขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 31.60 อีกประมาณร้อยละ 5 ทั้งนี้จะอยู่ที่ระดับ
ประมาณ 30 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐฯ (ซึ่งจะส่งผลให้ค่าเงินบาททั้งปีแข็งค่า
ขึ้นประมาณร้อยละ 11)



ผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยและแนวโน้ม

■ เราคาดว่าภายหลังจากที่ธปท. ได้ประกาศยกเลิกมาตรการกันสำรองแล้วนั้นจะส่งผลให้มีเงินลงทุนจากนักลงทุนต่างชาติไหลเข้ามาลงทุนในประเทศไทยมากขึ้นในตลาดการเงินของไทย โดยเฉพาะตลาดตราสารหนี้และกองทุนอสังหาริมทรัพย์ซึ่งเคยถูกจำกัดไว้ก่อนหน้านี้ นอกจากนี้ยังจะส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติมีความยืดหยุ่นมากขึ้นในการโยกย้ายเงินระหว่างตลาดต่าง ๆ เช่น ตลาดทุน ตลาดตราสารหนี้ หรือกองทุนรวมต่าง ๆ ซึ่งจะทำให้สภาพคล่องในตลาดเงินเพิ่มสูงขึ้น อีกทั้งนักลงทุนต่างชาติยังสามารถทำธุรกรรม Buy-Sell Back กับสถาบันการเงินได้ ซึ่งการทำธุรกรรมดังกล่าวถึงแม้จะไม่ส่งผลโดยตรงต่ออัตราดอกเบี้ยดอกเบียในตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repurchase Market) แต่จะส่งผลกดดันให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินปรับตัวลดลงได้ ซึ่งจากข้อมูลอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินล่าสุดได้มีการปรับตัวลดลงบ้างแล้ว โดยอัตราดอกเบี้ย THBFIX ในทุกช่วงอายุได้ปรับลดลงประมาณ 10-15 bps ในวันที่ 3 มีนาคมที่ผ่านมา และปรับลดลงประมาณ 30 bps จากต้นเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา ดังแสดงในแผนภูมิด้านล่าง

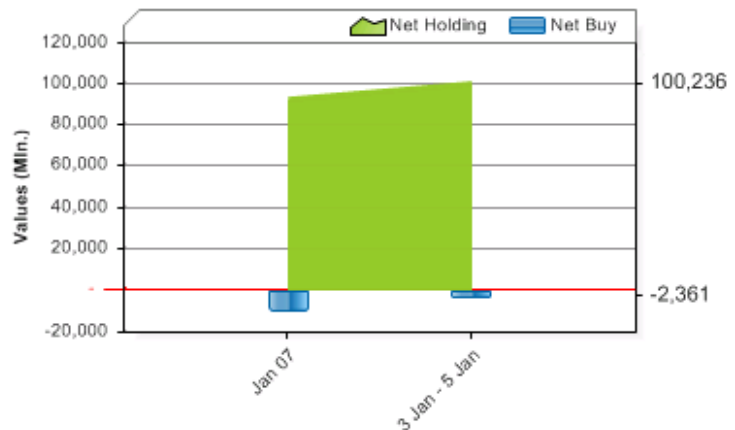


■ นอกจากนี้เงินทุนที่คาดว่าจะไหลเข้ามาดังกล่าวนอกจากจะส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินปรับลดลงด้วยแล้ว ยังจะกดดันให้ธปท. ต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกด้วย เพื่อชะลอการไหลเข้ามาทำกำไรระยะสั้นผ่านตลาดเงินในปริมาณที่มากเกินไป โดยคาดว่าจะธปท. มีโอกาสปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงได้ไม่เกิน 50 bps ภายในครึ่งปีแรกของปีนี้ เนื่องจากแรงกดดันทางด้านเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับที่สูง ซึ่งนับว่าเป็นเรื่องท้าทายอย่างยิ่งต่อการดำเนินนโยบายทางการเงินของธปท. ในอนาคต

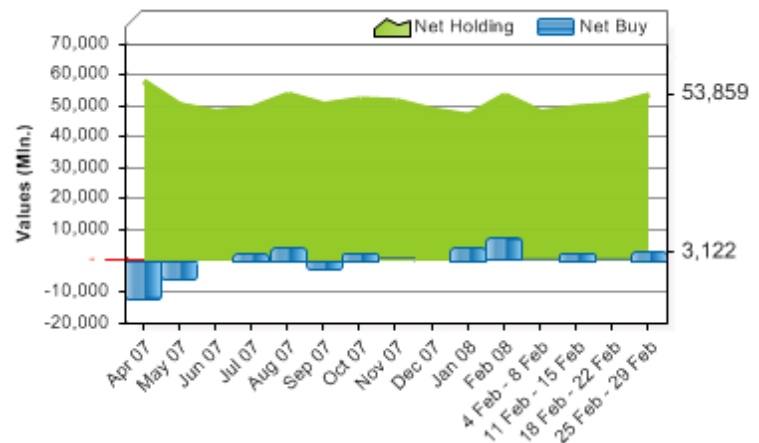


■ นอกจากอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นจะได้รับผลกระทบแล้ว เรายังคาดว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจะได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน โดยคาดว่าจะมีเงินลงทุนไหลเข้ามาลงทุนในตลาดพันธบัตรมากขึ้น ซึ่งก่อนหน้านี้เงินลงทุนจากต่างชาติได้ถูกจำกัดไว้ด้วยมาตรการดำรงเงินสำรองเงินทุนนำเข้าระยะสั้นที่บังคับให้นักลงทุนต่างชาติที่ต้องการลงทุนในตราสารหนี้ต้องทำ Fully hedge เต็มจำนวนอย่างน้อย 1 ปี โดยหากพิจารณายอดคงค้างของนักลงทุนต่างชาติในช่วงประกาศมาตรการใหม่ ๆ เทียบกับข้อมูลล่าสุด พบว่าสัดส่วนนักลงทุนต่างชาติที่ถือครองตราสารในรูปพันธบัตรรัฐบาลไทยมีปริมาณทั้งสิ้น 100,236 ล้านบาท ณ วันที่ 5 มกราคม 2550 และลดลงเหลือเพียง 53,859 ล้านบาท ณ วันที่ 29 กุมภาพันธ์ 2551 ดังแสดงในแผนภูมิด้านล่าง

Net Foreign Holding as of
5 January 2007
Source: ThaiBMA



Net Foreign Holding as of
29 February 2008
Source: ThaiBMA



■ ทั้งนี้คาดว่านักลงทุนต่างชาติจะกลับเข้ามาลงทุนในตลาดพันธบัตรของไทยเพิ่มสูงขึ้นหลังจากการยกเลิกมาตรการดังกล่าวที่มีผลบังคับใช้ในวันที่ 3 มีนาคม 2551 เนื่องจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยยังคงอยู่ในระดับที่สูง อีกทั้งยังมีแนวโน้มที่รพท. จะทำการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในอนาคต โดยคาดว่าจะมีเม็ดเงินใหม่ไหลเข้ามาลงทุนในตลาดตราสารหนี้อย่างน้อย 40,000 – 50,000 ล้านบาท อย่างไรก็ตามปริมาณเงินที่



คาดว่าจะไหลเข้ามาลงทุนในตลาดตราสารหนี้ในขนาดต่ออาจจะไม่ส่งผลกระทบให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Yield Curve) ปรับลดลงได้มากนัก เนื่องจากในไตรมาสที่ 2 และ 3 ของปีนี้ คาดว่ากระทรวงการคลังจะทำการประมูลพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มมากขึ้นกว่าไตรมาสก่อนหน้า เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ และระดมทุนเพื่อการลงทุนในโครงการการลงทุนขนาดใหญ่ (Mega Projects) ดังแสดงดังตารางด้านล่าง

Supply Expectation

Source: SCB Forecast

Tenor	Q1-08			Q2-08			Total
	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	
5Y		13,000		10,000	7,500	10,000	40,500
10Y	10,000		10,000	10,000	15,000	10,000	55,000
15Y		6,000					6,000
20Y	6,000		5,950	7,500		7,500	11,950
Total	16,000	19,000	15,950	27,500	22,500	27,500	113,450
		50,950			77,500		
Refinancing Matured Bond		34,950*			15,000**		
Funding Budget	16,000				62,500		

* LB082A matured on February 12, 2008

** LB085A (FIDF) will mature on May 14, 2008

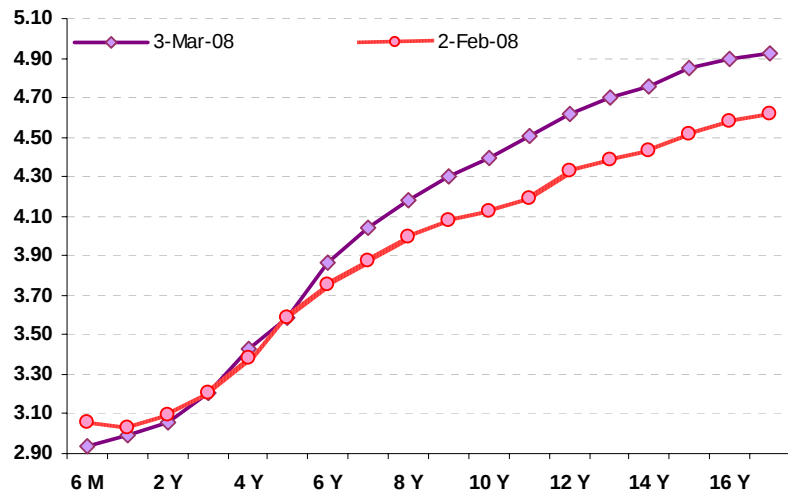
■ จากตารางข้างต้นพบว่าในไตรมาสแรกของปีนี้ มีปริมาณพันธบัตรที่กระทรวงการคลังนำออกประมูลทั้งสิ้น 50,950 ล้านบาท โดยในจำนวนนี้เป็นพันธบัตรที่ออกมาเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ตราสารเดิมที่ครบกำหนดอายุ (Roll-over) จำนวน 34,950 ล้านบาท และเป็นพันธบัตรชดเชยการขาดดุลเพียง 16,000 ล้านบาท เมื่อนับรวมกับพันธบัตรที่นำออกประมูลเพื่อชดเชยการขาดดุลในไตรมาสที่สี่ของปีก่อนหน้าจำนวน 41,000 ล้านบาท จะพบว่ายังมีความจำเป็นต้องออกพันธบัตรเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณปี 2550-51 อีกกว่า 125,000 ล้านบาท⁵ ซึ่งคาดว่าจะนำออกประมูลในไตรมาสที่ 2 และ 3 ไตรมาสละ 62,500 ล้านบาท ทั้งนี้เมื่อนับรวมปริมาณพันธบัตรทั้งหมดที่คาดว่าจะออกประมูลในไตรมาสที่ 2 จะมีมูลค่ารวมประมาณ 77,500 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากไตรมาสที่ 1 จำนวน 26,550 ล้านบาท ซึ่งส่วนต่างจำนวนนี้จะถูกชดเชยจากอุปสงค์ใหม่จากนักลงทุนต่างชาติที่จะเข้ามาลงทุนเพิ่มภายหลังมาตรการดำรงเงินสำรองเงินทุนนำเข้าระยะสั้นได้ถูกยกเลิกไป และจะส่งผลให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย (Yield Curve) ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นได้ไม่มากนัก

⁵ คาดว่ารัฐบาลจะดำเนินนโยบายขาดดุลงบประมาณทั้งสิ้น 185,000 ล้านบาทในปีงบประมาณ 2550-2551 ซึ่งเริ่มตั้งแต่เดือนตุลาคม 2550 ถึงเดือนธันวาคม 2551



Government Yield Curve

Source: Reuters



■ นอกจากนี้แล้วแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ยังจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับตัวลดลงเช่นเดียวกัน โดยสรุปแล้วจะส่งผลให้เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงได้ในช่วงอายุต่ำกว่า 2 ปี และเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจะมีความชันอยู่ในช่วง 2 ปีถึง 10 ปี (Steepening Curve for Short-term) ส่วนเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะมีความชันน้อยหรือไม่มีเลย (Flattening for Long-term Curve)



อัตราแลกเปลี่ยน
และอัตราดอกเบี้ย

ณัฐวุฒิ ศัจจพุทธวงศ์

Tel 0.2544.4964

nattawut.sachabudhawong@scb.co.th

ปรากรม ปฐมบุญ

Tel 0.2544.5684

pragrom.pathomboorn@scb.co.th

บดี วรรณสินธ์

Tel 0.2544.5082

bodee.wannasinthop@scb.co.th



ธนาคารไทยพาณิชย์
SIAM COMMERCIAL BANK

Disclaimer This document is prepared for information and discussion purposes only. It does not represent or constitutes an advice, offer, recommendation or solicitation by us and should not be relied as such. We assume no responsibility for this presentation. You are advised to make your own independent judgment with respect to all matters contained herein. For further information, please contact Nattawut Sachabudhawong, (nattawut.sachabudhawong@scb.co.th) at 02-544-4964