

เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) เครื่องมือพยากรณ์ทางเศรษฐกิจ

ที่มา : สุวิทย์ ภูมิวิชัยภักดิ์ไทย อัคร

ในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) ในตลาดตราสารหนี้ของประเทศสหรัฐอเมริกาเป็นประเด็นที่ได้รับความสนใจเป็นอย่างมาก เพราะหลายฝ่ายกำลังกังวลว่ากรณี เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve) ของสหรัฐอเมริกามีลักษณะเป็นแบบวกกลับ (inverted yield curves) ส่งสัญญาณว่าประเทศสหรัฐอเมริกาลงจะเผชิญกับภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจในอนาคตอันใกล้ และเมื่อประเทศสหรัฐอเมริกากลับฟื้นตัวขึ้น เศรษฐกิจก็จะส่งผลกระทบต่ออีกหลาย ประเทศทั่วโลก โดยเฉพาะกับประเทศที่พึ่งพิงเงินกู้จากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำอย่างเช่นประเทศไทย และในวันที่ 21 มิถุนายน มร.อาแลัน กรีนสแปน (Mr. Alan Greenspan) ประธานธนาคารกลางของสหรัฐฯ ได้ปรับขึ้น Fed Funds Rate ขึ้นอีกวาระหนึ่ง โดยขึ้นซึ่งมีอยู่ที่ 6.00% นอกจากนี้ มร.อาแลัน กรีนสแปน ยังได้ให้ความเห็นอีกว่า Fed อาจมีความจำเป็นต้องปรับขึ้น Fed Funds Rate อีกครั้งหนึ่งเพื่อยับยั้งการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกากลับเป็นจริง (overheating economy) ซึ่งจะทำให้ต้นทุนการกู้ยืม (borrowing costs) ขึ้นมาอยู่ในระดับสูงที่สุดในรอบ 5 ปี การปรับเพิ่ม Fed Funds Rate ยังได้ส่งผลให้ตลาดตราสารหนี้ของสหรัฐฯ ตลอดช่วงชั่วคราว ราคาของพันธบัตรสหรัฐฯ ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวต่ำปรับตัวลดลง ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ย (interest rates) และราคา (price of bond instruments) นั้นแสดงถึงความสัมพันธ์แบบผกผัน (inverse relationships) กล่าวคือหากอัตราดอกเบี้ยปรับตัวสูงขึ้น ราคาของพันธบัตรจะปรับตัวลดลง และหากอัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง ราคาของพันธบัตรจะมีค่ามากขึ้น

เส้นอัตราผลตอบแทน (yield curves) เป็นเครื่องมือที่ใช้วัดความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรระยะยาวและระยะสั้น ตามทฤษฎี Expectation Theory อัตราดอกเบี้ยระยะยาวจะถูกกำหนดโดยการคาดการณ์ในทิศทางของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต โดยหากเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curves) มีลักษณะแบบตั้งชันขึ้น (upward sloping) หมายความว่านักลงทุนคาดว่าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นในอนาคต นักลงทุนจึงมักจะลงทุนในพันธบัตรระยะยาวซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทน (yield) ของพันธบัตรระยะยาวขยายตัวสูงตามในขณะเดียวกันเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curves) มีลักษณะแบบตั้งลง (downward sloping) หมายความว่านักลงทุนคาดว่าอัตรา

ดอกเบี้ยระยะสั้นมีแนวโน้มที่จะลดลงในอนาคต นักลงทุนจึงมักจะลงทุนในพันธบัตรระยะยาว ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทน (yield) ของพันธบัตรระยะยาวปรับตัวต่ำลงตาม โดยปกติแล้วเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curves) มีลักษณะแบบ upward sloping เนื่องจากนักลงทุนมักจะเรียกร้องอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเมื่อระยะเวลากการลงทุนยาวนานขึ้น เพื่อที่จะชดเชยกับความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้นและสภาพคล่องที่น้อยลงของการลงทุนระยะยาว อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนคาดว่าเศรษฐกิจจะหดตัวอย่างรุนแรงในระยะเวลา 5 ปี หรือ 10 ปี ผลตอบแทน (yield) ของพันธบัตรระยะยาวจะปรับตัวลดลงอยู่ต่ำกว่าผลตอบแทน (yield) ของพันธบัตรระยะสั้นและระยะสั้น กลายเป็นลักษณะแบบวกกลับหรือ inverted yield curve

นักเศรษฐศาสตร์บางกลุ่มเชื่อว่า yield curve เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการพยากรณ์ทิศทางเศรษฐกิจได้อย่างแม่นยำ ในปี 1989 yield curve ในตลาดตราสารหนี้ของประเทศสหรัฐอเมริกามีลักษณะเป็น inverted yield curve เช่นกัน และในปีต่อมา ระหว่างปี 1990-1991 ประเทศสหรัฐอเมริกากลับมาเผชิญกับภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจ (recession) จริงๆ แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพของ yield curve ในการพยากรณ์ทิศทางเศรษฐกิจล่วงหน้าถึง 1 ปี และในเดือนที่ผ่านมา yield curve ของสหรัฐฯ ได้แสดงถึงความสัมพันธ์แบบ inverted yield อีก โดย ณ วันที่ 21 มิ.ย. 2543 yield curve ของพันธบัตรสหรัฐฯ ระยะ 3 เดือน 6 เดือน 1 ปี 2 ปี 5 ปี 10 ปี และ 30 ปี แสดง yield ในอัตราร้อยละ 5.91 6.12 6.20 6.50 6.44 6.14 และ 5.96 จะเห็นได้ว่า yield ของพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 30 ปี อยู่ในอัตราที่ต่ำกว่า yield ของพันธบัตรอายุ 1 ปี และ 2 ปี แสดงถึงความสัมพันธ์แบบ inverted relationship โดยเส้นอัตราผลตอบแทนเริ่มมีลักษณะแบบวกกลับดังกล่าวมาตั้งแต่ปลายเดือนเมษายนที่ผ่านมา ซึ่งสถานการณ์ดังกล่าวได้สร้างความกังวลให้แก่นักลงทุนว่าเศรษฐกิจของประเทศไทยกำลังเข้าสู่ภาวะถดถอยจริง อย่างไรก็ตาม ศูนย์วิจัยกสิกรไทย เห็นว่าการที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวปรับลดลง โดยมีเหตุผลดังกล่าวดังต่อไปนี้

1. หลังจากที่รัฐบาลสหรัฐอเมริกายุบประมาณเกินดุลเป็นปีที่ 2 ติดต่อกัน U.S. Treasury มีแผนที่จะใช้ลดต้นทุนของหนี้สาธารณะโดยการซื้อคืนพันธบัตรระยะยาวเป็นจำนวน 30 พันล้านภายในปี 2543 รวมทั้ง U.S. Treasury ยังได้ตั้งดอกเบี้ยพันธบัตรอายุ 30 ปี เป็นการชั่วคราวซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทน (yields) ของพันธบัตรระยะยาว

ปรับตัวลดลงต่ำกว่าผลตอบแทนของพันธบัตร (yields) ที่มีอายุสั้นกว่า

2. วิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจในทวีปเอเชียส่งผลให้ความต้องการพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐฯ สูงขึ้นซึ่งทำให้อัตราผลตอบแทน (yields) ลดลง นักลงทุนในตลาดตราสารหนี้ไทยส่วนใหญ่ นั้นจะเป็นนักลงทุนสถาบันการเงิน จุดประสงค์ที่สถาบันการเงินเข้ามาทำธุรกรรมในตลาดตราสารหนี้ก็เพื่อปรับสภาพในทรัพย์สินของตน ดังนั้นนักลงทุนจากสถาบันการเงินจึงไม่นิยมถือตราสารหนี้ไทย โดยนักลงทุนจะนิยมซื้อขายตราสารหนี้ที่อายุระหว่าง 1-2 ปี เมื่อเทียบกับผลตอบแทน (yields) ณ วันที่ 21 มิ.ย. 2543 ระหว่างตลาดตราสารหนี้ไทยและสหรัฐฯ แล้วพบว่า เส้นอัตราผลตอบแทนของไทยมีลักษณะตั้งชันขึ้น (upward sloping) ขณะที่เส้นอัตราผลตอบแทนของสหรัฐอเมริกามีลักษณะแบบวกกลับ (inverted) โดยพันธบัตรไทยอายุ 1 ปี 2 ปี 5 ปี และ 10 ปี ให้ผลตอบแทน (yields) ในอัตราร้อยละ 3.15 3.95 5.64 7.30 ขณะที่พันธบัตรสหรัฐฯ ให้ผลตอบแทน (yields) ของพันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ให้ผลตอบแทนน้อยกว่าพันธบัตรอายุ 1 ปี และ 5 ปี ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้เห็นผลตอบแทน (yield curves) ในตลาดตราสารหนี้สหรัฐฯ มีลักษณะแบบวกกลับหรือ inverted yield curve

ส่วนการที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะสั้นของไทยอยู่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรสหรัฐฯ นั้น เป็นผลสืบเนื่องมาจากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจและภาวะสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินไทย ซึ่งคาดว่าจะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจในไม่ช้า เส้นอัตราผลตอบแทนของไทย ก็คงจะค่อยๆ ปรับตัวขึ้นมาอยู่เหนือเส้นผลตอบแทนของสหรัฐฯ เล็กน้อยเพื่อสะท้อนความเสี่ยงในการลงทุน

อย่างไรก็ตาม สำหรับประเทศไทยเองแล้ว คงไม่สามารถใช้ yield curve ในการพยากรณ์ทางเศรษฐกิจได้อย่างที่ได้นัก เนื่องจากมูลค่าการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ไทยยังมีน้อยเมื่อเทียบกับตลาดในประเทศสหรัฐฯ และนักลงทุนยังให้ความสำคัญในการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ระยะสั้นและระยะยาวค่อนข้างมาก จะเห็นได้ว่าอัตราดอกเบี้ยที่มีการซื้อขายในศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย Thai BDC) พันธบัตรที่มีอายุยาวที่สุดมีอายุเพียง 15 ปีเท่านั้นและมีการซื้อขายที่สนามเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curves) จึงไม่ได้สะท้อนถึงการคาดการณ์ทิศทางอัตราดอกเบี้ย (expectations) ของตลาดอย่างแท้จริง นอกจากนี้ ก่อนที่ประเทศไทยจะประสบวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจ รัฐบาลยังงบประมาณเกินดุลมาตลอดจึงไม่เห็นความจำเป็นต้องออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อบริหารดูแลเศรษฐกิจ แต่ในระยะ 3 ปีที่ผ่านมา รัฐบาลก็ได้ดำเนินนโยบายงบประมาณขาดดุลเพื่อการกระตุ้นเศรษฐกิจซึ่งจะทำให้พันธบัตรเข้ามาในตลาดมากขึ้น และจะส่งผลให้มีการซื้อขายตราสารหนี้ระหว่างนักลงทุนมากขึ้น ■