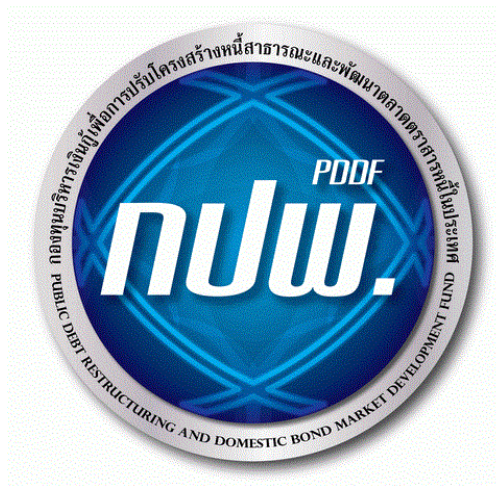


ผลการศึกษาแนวทางการลงทุน
เพื่อเสริมสภาพคล่องตลาดตราสารหนี้ในประเทศ



กองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ
และพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ

คำนำ

กองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ (กปพ.) มีภารกิจในการบริหารเงินที่ได้รับจากการกู้ยืมเงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้พันธบัตรรัฐบาลตามมาตรา 24/1 และบริหารเงินที่ได้รับจากการกู้เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศตามมาตรา 25/1 แห่งพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548 และที่แก้ไขเพิ่มเติม ซึ่ง กปพ. มีส่วนร่วมในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศโดยดำเนินการผ่านการลงทุนจากเงินที่ได้รับจากการปรับโครงสร้างหนี้ล่วงหน้าตามมาตรา 24/1 ซึ่งการปรับโครงสร้างหนี้ล่วงหน้าเป็นหนึ่งในเครื่องมือการบริหารจัดการหนี้เชิงรุกของกระทรวงการคลัง โดยสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.) ซึ่ง สบน. มีนโยบายที่สำคัญในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อย่างต่อเนื่องโดยการออก Benchmark ขนาดใหญ่ เพื่อสร้างสภาพคล่องในตลาด โดยในปัจจุบันมีรุ่นที่มีขนาดใหญ่สูงถึง 300,000 ล้านบาท ซึ่งอาจจะทำให้มีความเสี่ยงในการปรับโครงสร้างหนี้ที่จะครบกำหนด (Refinancing Risk) ดังนั้น กปพ. จึงมีบทบาทสำคัญในการเป็นเครื่องมือสำหรับการบริหารความเสี่ยงจากการออกพันธบัตรขนาดใหญ่เพื่อเสริมสภาพคล่องและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ดังกล่าว

การศึกษาแนวทางการลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องตลาดตราสารหนี้ในประเทศเป็นการวางแผนและกำหนดเป้าหมายวัตถุประสงค์เพื่อให้ กปพ. สามารถมีส่วนร่วมในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ได้อย่างมีแบบแผนและมีประสิทธิภาพและครบทุกมิติ เพื่อรองรับการดำเนินงานในอนาคต ในการนี้ กปพ. จึงได้ศึกษาแนวทางการลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องตลาดตราสารหนี้ในประเทศขึ้น เพื่อใช้เป็นแนวทางปฏิบัติงานตามยุทธศาสตร์ที่ 2 ด้านการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศของ กปพ. โดยให้ผู้บริหาร บุคลากรของ กปพ. ได้รับทราบต่อไป

กองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ
และพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมา

กองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ (กปพ.) จัดตั้งขึ้นตามพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2551 (พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ) มีฐานะเป็นหน่วยงานของรัฐ ภายใต้สังกัดกระทรวงการคลัง โดย กปพ. ดำเนินการภายใต้การกำกับของคณะกรรมการกองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ (คณะกรรมการกองทุนฯ) และผู้อำนวยการสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ เป็นผู้จัดการกองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ (ผู้จัดการกองทุนฯ) โดยตำแหน่ง ซึ่ง กปพ. ทำหน้าที่ในการบริหารจัดการเงินลงทุนที่ได้รับจาก พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ ดังนี้

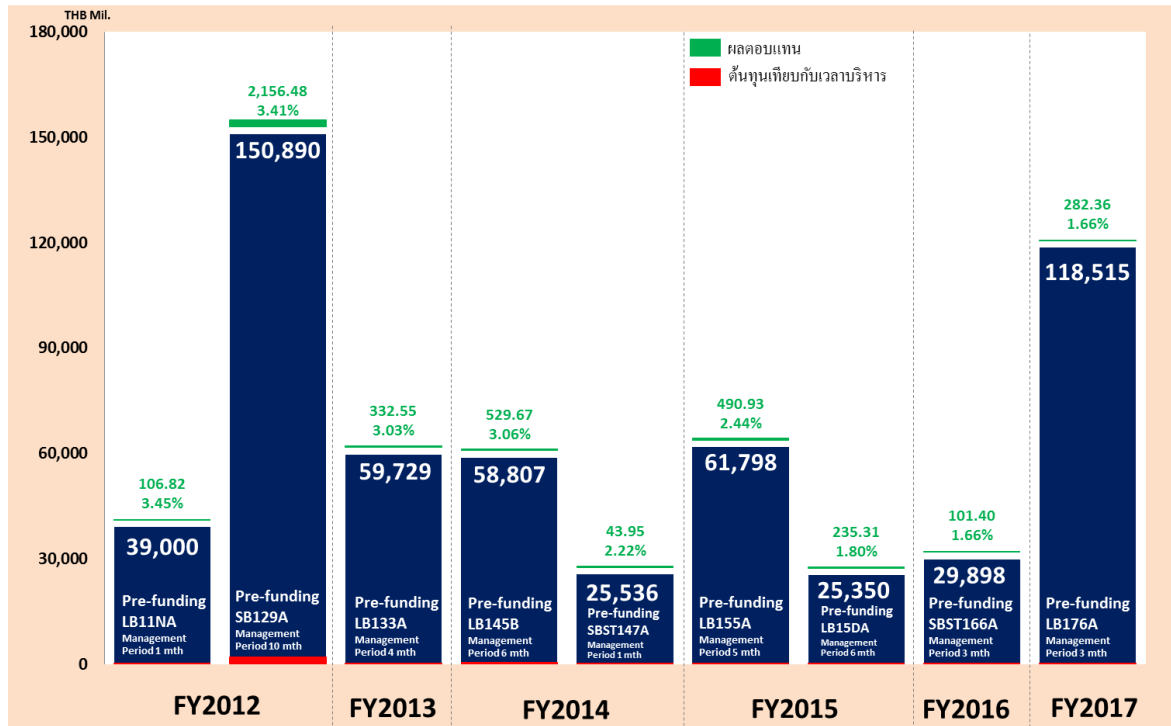
- เงินจากการกู้ล่วงหน้าเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ (Pre – Funding)

ตามมาตรา 24/1

- เงินกู้เพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ ตามมาตรา 25/1

กปพ. เริ่มบริหารจัดการการลงทุนจากเงินที่ได้รับจากการกู้ล่วงหน้าเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะตามมาตรา 24/1 ตั้งแต่ปีงบประมาณ พ.ศ. 2555 เป็นต้นมา โดย กปพ. ทำหน้าที่เป็นเครื่องมือสนับสนุนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศของสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.) ซึ่งมีนโยบายสำคัญในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อย่างต่อเนื่องโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลที่เป็นอัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิง (Benchmark Bond) ขนาดใหญ่ เพื่อสร้างสภาพคล่องในตลาด โดยในปัจจุบันมีรุ่นที่มียอดคงค้างสูงถึง 300,000 ล้านบาท ซึ่งทำให้มีความเสี่ยงในการปรับโครงสร้างหนี้ที่จะครบกำหนด (Refinancing Risk) ดังนั้น สบน. ในฐานะหน่วยงานที่บริหารจัดการหนี้สาธารณะจึงได้พัฒนาเครื่องมือในการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะที่จะครบกำหนดซึ่งมีขนาดใหญ่มากกว่า 50,000 ล้านบาท โดยใช้วิธีกู้ล่วงหน้าเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ ตามมาตรา 24/1 ในกรณีหนี้สาธารณะที่จะทำการปรับโครงสร้างมีจำนวนมากและ สบน. เห็นว่าไม่สมควรกู้เงินดังกล่าวในคราวเดียวกัน สบน. สามารถทยอยกู้เงินเป็นการล่วงหน้าได้ไม่เกิน 12 เดือน ก่อนวันที่หนี้ถึงกำหนดชำระและมอบเงินให้ กปพ. บริหารจัดการ ทั้งนี้ ตั้งแต่ปีงบประมาณ พ.ศ. 2555 – 2560 กปพ. บริหารเงินแล้วจำนวนมากกว่า 569,523 ล้านบาท และได้รับผลตอบแทนสูงถึง 4,280 ล้านบาท ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 1.1

ภาพที่ 1.1: ผลการดำเนินงานของ กปพ. ตั้งแต่ปีงบประมาณ พ.ศ. 2559 - 2560



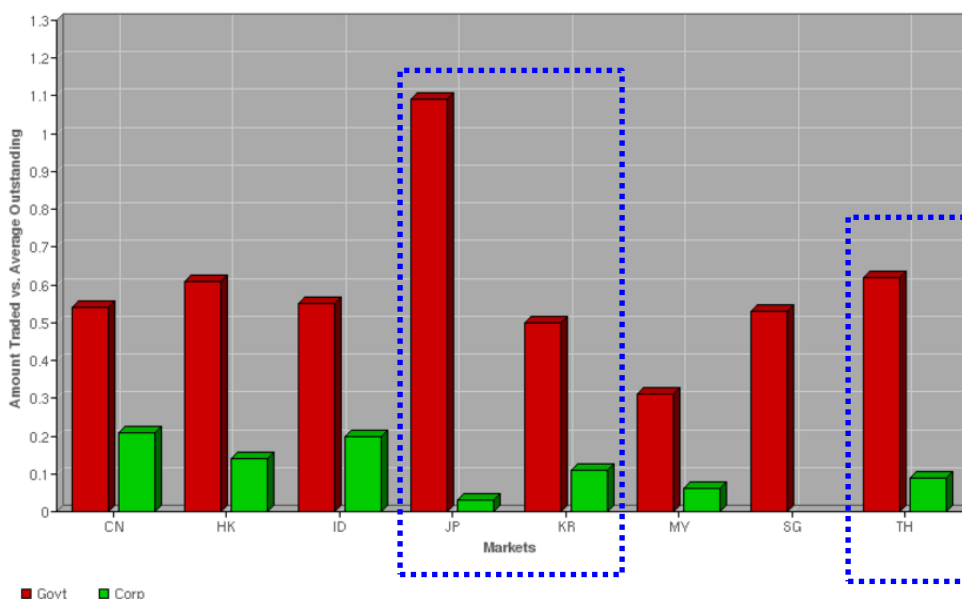
โดยผลตอบแทนดังกล่าวสามารถนำไปช่วยชำระหนี้และลดต้นทุนที่เกิดจากการกู้ยืมเงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ได้ ซึ่งการบริหารเงินกู้ยืมเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะเป็นการบริหารเงินระยะสั้นไม่เกิน 12 เดือน โดยที่ผ่านมา กปพ. บริหารเงินเฉลี่ยเป็นระยะเวลา 6 เดือน สำหรับการบริหารจัดการการลงทุนดังกล่าว ตามมาตรา 36/16 แห่ง พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ กำหนดว่า ผู้จัดการกองทุนฯ โดยความเห็นชอบของคณะกรรมการกองทุนฯ อาจว่าจ้างผู้บริหารสินทรัพย์ของ กปพ. เพื่อทำหน้าที่บริหารเงินและทรัพย์สินของ กปพ. ในกรณีนี้ คณะกรรมการกองทุนฯ จึงเห็นชอบให้ กปพ. ว่าจ้างผู้บริหารสินทรัพย์ (Asset Manager: AM) ทำหน้าที่เป็นผู้บริหารจัดการเงินลงทุนของ ตั้งแต่ปีงบประมาณ พ.ศ. 2555 เป็นต้นมา อย่างไรก็ตาม ที่ผ่านมามี กปพ. ได้รับมอบเงินเฉพาะจากการกู้ยืมเงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ตามมาตรา 24/1 โดยมีผู้บริหารสินทรัพย์ที่ทำหน้าที่ในการบริหารเงินให้กับ กปพ. ตามเป้าหมายและกรอบการลงทุนที่ กปพ. กำหนด ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 1.2

ภาพที่ 1.2: กรอบการลงทุนของ กปฟ.

60	:	40	
กปฟ. มอบหมายให้ผู้บริหารสินทรัพย์บริหาร		กปฟ. ฝากเงินเอง	
สัดส่วนการลงทุน	ประเภทของธุรกรรม	สัดส่วนการลงทุน	ประเภทของธุรกรรม
≥60 ของมูลค่าธุรกรรม ของเงินลงทุน	ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความมั่นคงสูง <ul style="list-style-type: none"> ตราสารหนี้ที่ออกหรือค้ำประกันโดยกระทรวงการคลัง ตราสารหนี้ที่ออกหรือค้ำประกันโดยรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินของรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินระหว่างประเทศ ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุด การทำธุรกรรม Reverse Repo 	≤40 ของเงินที่ได้รับจาก กระทรวงการคลัง	ฝากเงินในธนาคารที่เป็นรัฐวิสาหกิจ หรือธนาคารพาณิชย์ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด
≤40 ของมูลค่าธุรกรรม ของเงินลงทุน	ลงทุนในหลักทรัพย์อื่น <ul style="list-style-type: none"> ตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุด เช่น พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และตราสารหนี้ภาคเอกชน 		
≤10 ของมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ	ฝากเงิน <ul style="list-style-type: none"> ฝากเงินในธนาคารที่เป็นรัฐวิสาหกิจ หรือธนาคารพาณิชย์ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด 		

การลงทุนของ กปฟ. เน้นการลงทุนในตราสารหนี้เพื่อรักษาความสมดุลระหว่างความปลอดภัยของเงินต้น (Preservation of Capital) กับผลตอบแทนจากการลงทุนภายใต้ระดับความเสี่ยงที่กำหนด นอกจากนี้ การลงทุนของ กปฟ. ยังมีส่วนช่วยในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้โดยการเพิ่มสภาพคล่องในตลาดรองอีกด้วย โดย ณ เดือนมิถุนายน 2560 พันธบัตรรัฐบาลไทยและหุ้นกู้เอกชนไทยมีอัตราการหมุนเวียนซื้อขายหลักทรัพย์ (Turnover Ratio) 0.65 เท่า และ 0.11 เท่า ตามลำดับ ซึ่งต่ำกว่าประเทศที่ตลาดตราสารหนี้พัฒนาแล้วเช่นญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 1.3

ภาพที่ 1.3: Bonds Turnover Ratio



ในการนี้ จึงเห็นควรศึกษาแนวทางการลงทุนของ กปพ. เพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ไทย เพื่อเป็นการสนับสนุนการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ตามยุทธศาสตร์หลักของ กปพ.

1.2 วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาแนวทางการลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ของ กปพ. จากการบริหารจัดการการลงทุนตามมาตรา 24/1 แห่ง พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ

1.3 ขอบเขตการดำเนินงาน

1.3.1 ศึกษาแนวทางการลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ภายใต้นโยบายและกรอบการลงทุนปัจจุบันที่กำหนดให้ลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทมั่นคงสูงไม่ต่ำกว่าร้อยละ 60 และลงทุนในหลักทรัพย์อื่นไม่เกินร้อยละ 40

1.3.2 กรณีศึกษาสมมติฐานการบริหารจัดการการลงทุนเงิน Pre – Funding พันธบัตรรัฐบาล รุ่น LB196A วงเงินบริหารรวม 50,000 ล้านบาท ระยะเวลาบริหาร 345 วัน

บทที่ 2

กฎหมาย ระเบียบ และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.1 กฎหมายและระเบียบที่เกี่ยวข้อง

การบริหารจัดการเงินลงทุนที่ได้รับมอบจากกระทรวงการคลังสำหรับการ Pre – Funding ของ กปพ. ต้องดำเนินการภายใต้กฎหมาย ระเบียบที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

2.1.1 พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ

หมวด 2 หนี้ที่รัฐบาลกู้

มาตรา 24 การกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ ให้กระทำได้เฉพาะเพื่อเป็นการประหยัด ลดความเสี่ยงในอัตราแลกเปลี่ยน หรือกระจายภาระการชำระหนี้ โดยให้กระทรวงการคลังดำเนินการดังต่อไปนี้

(1) กู้เงินเพื่อชำระหนี้เงินกู้ของกระทรวงการคลังไม่เกินจำนวนเงินกู้ที่ยังค้างชำระ หรือ

(2) กู้เงินเพื่อชำระหนี้ที่กระทรวงการคลังค้ำประกันไม่เกินจำนวนเงินที่ยังมีภาระการค้ำประกันอยู่

เงินกู้ตาม (2) ให้นับรวมในวงเงินตามมาตรา 21 หรือมาตรา 22 แล้วแต่กรณี การกู้เงินตามวรรคหนึ่ง หากเป็นการกู้เงินรายใหม่เพื่อปรับโครงสร้างหนี้เงินกู้ที่เป็นเงินบาทให้กู้เป็นเงินบาทเท่านั้น

การดำเนินการตามวรรคหนึ่ง ถ้าเป็นการกู้เงินที่มีระยะเวลาการชำระหนี้เกินสิบสองเดือน ให้รายงานคณะรัฐมนตรีเพื่อทราบ

มาตรา 24/1 ในกรณีที่หนี้สาธารณะซึ่งจะทำการปรับโครงสร้างหนี้มีจำนวนเงินมาก และกระทรวงการคลังเห็นว่าไม่สมควรกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ดังกล่าวในคราวเดียวกัน

กระทรวงการคลังอาจทยอยกู้เงินเป็นการล่วงหน้าได้ไม่เกินสิบสองเดือนก่อนวันที่หนี้ถึงกำหนดชำระ

เงินที่ได้รับจากการกู้เงินตามวรรคหนึ่ง ให้นำส่งเข้ากองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ

หมวด 5 กองทุนบริหารเงินกู้เพื่อการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะและพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ

มาตรา 36/8 กำหนดว่า ในระหว่างที่ยังไม่มีความจำเป็นต้องนำเงินของกองทุนไปใช้จ่ายตามมาตรา 36/6 และมาตรา 36/7 เงินของกองทุนอาจนำไปลงทุนได้ ดังต่อไปนี้

1) กรณีการลงทุนในประเทศ

(ก) ลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกหรือค้ำประกันโดยกระทรวงการคลังหรือตราสารหนี้อื่นที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุดจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

(ข) ทำธุรกรรมซื้อโดยมีสัญญาจะขายคืนซึ่งตราสารหนี้ที่ออกโดยกระทรวงการคลัง

2) กรณีการลงทุนในต่างประเทศ ให้นำไปลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกเป็นเงินตราสกุลหลัก และออกหรือค้ำประกันโดยรัฐบาลต่างประเทศ สถาบันการเงินของรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินระหว่างประเทศ ทั้งนี้ ตราสารหนี้ดังกล่าวจะต้องได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุดจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

การลงทุนตามวรรคหนึ่ง ให้คำนึงถึงความมั่นคง ผลตอบแทน และความเสี่ยงที่เหมาะสมโดยให้สามารถทำธุรกรรมเพื่อป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนได้ ทั้งนี้ ให้คณะกรรมการกองทุนกำหนดหลักเกณฑ์และเงื่อนไขเกี่ยวกับการลงทุน รวมทั้งรายชื่อเงินตราสกุลหลัก และสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

2.1.2 ระเบียบคณะกรรมการกองทุนฯ ว่าด้วยหลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไขในการลงทุน และการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง พ.ศ. 2554

หมวด 2 การจัดการลงทุน

ข้อ 11 เงินของกองทุนให้นำไปลงทุนในสัดส่วนดังต่อไปนี้

(1) ลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีความมั่นคงสูงอย่างหนึ่งอย่างใด ดังต่อไปนี้ในสัดส่วนไม่น้อยกว่าร้อยละหกสิบของเงินกองทุน

- (ก) ตราสารหนี้ที่ออกหรือค้ำประกันโดยกระทรวงการคลัง
- (ข) ตราสารหนี้ที่ออกเป็นเงินตราสกุลหลักและออกหรือค้ำประกันโดยรัฐบาลต่างประเทศ สถาบันการเงินของรัฐบาลต่างประเทศ หรือสถาบันการเงินระหว่างประเทศ ทั้งนี้ ตราสารหนี้ดังกล่าวจะต้องได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุดจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ
- (ค) ทำธุรกรรมซื้อโดยมีสัญญาจะขายคืนซึ่งตราสารหนี้ที่ออกโดยกระทรวงการคลัง

(2) ลงทุนในตราสารหนี้อื่นที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือสูงสุดจากสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ในสัดส่วนไม่เกินร้อยละสี่สิบของเงินกองทุน

เงินตราสกุลหลักตามวรรคหนึ่ง ได้แก่ สกุลเงิน ดังต่อไปนี้

Australian dollar (AUD), British pound (GBP), Canadian dollar (CAD), Danish krone (DKK), Euro (EUR), Japanese yen (JPY), Swedish krone (SEK), Swiss franc (CHF), US dollar (USD) เมื่อวันที่ 9 มีนาคม 2558 คณะกรรมการกองทุนฯ ได้ประกาศสกุลเงินเพิ่ม 3 สกุลเงิน ได้แก่ China Offshore Yuan (CNH), Hong Kong Dollar (HKD), Singapore Dollar (SGD) หรือสกุลเงินอื่นที่คณะกรรมการกองทุนฯ ประกาศกำหนดเพิ่มเติม

ข้อ 12 ในระหว่างที่ยังมิได้นำเงินของกองทุนไปลงทุนตามข้อ 11 ให้นำไปฝากไว้ที่ธนาคารที่เป็นรัฐวิสาหกิจ หรือธนาคารพาณิชย์ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด

การคัดเลือกธนาคารพาณิชย์ตามวรรคหนึ่งให้เป็นไปตามหลักเกณฑ์

ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด และให้ผู้จัดการกองทุนเสนอบัญชีรายชื่อธนาคารพาณิชย์ที่ผ่านการคัดเลือกตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวต่อคณะกรรมการกองทุนเพื่อพิจารณาให้ความเห็นชอบและประกาศกำหนด

ให้ผู้จัดการกองทุนทบทวนบัญชีรายชื่อธนาคารพาณิชย์ตามวรรคสองอย่างน้อยทุกปีงบประมาณ หรือเมื่อภาวะเศรษฐกิจการเงินมีการเปลี่ยนแปลงและอาจมีผลกระทบต่อการฝากเงินของกองทุนอย่างมีนัยสำคัญ

ข้อ 13 การจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้ตามข้อ 11 จะใช้อันดับความน่าเชื่อถือที่ดีที่สุดของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือรายหนึ่งรายใด ได้แก่ Standard and Poor's, Moody's Investors Service Inc., Fitch Ratings, Fitch Ratings (Thailand) หรือ บริษัททริส เรทติ้ง จำกัด หรือสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือรายอื่นซึ่งเป็นที่ยอมรับจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ตามที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด

ข้อ 14 การทำธุรกรรมซื้อโดยมีสัญญาขายคืนตามข้อ 11 ให้กองทุนดำเนินการตามแนวปฏิบัติที่สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หรือธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนด ทั้งนี้ ภายใต้หลักเกณฑ์และวิธีการ ดังต่อไปนี้

(1) หลักทรัพย์ค้ำประกันที่ใช้ในการทำธุรกรรมต้องเป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยกระทรวงการคลังเท่านั้น และต้องมีอายุคงเหลือของหลักทรัพย์มากกว่าอายุสัญญาของธุรกรรม

(2) อายุของสัญญาขายคืนในตราสารหนี้ที่ออกโดยกระทรวงการคลังต้องไม่เกิน 183 วัน

(3) ในการทำธุรกรรมให้กองทุนใช้สัญญามาตรฐานที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ให้ความเห็นชอบ หรือสัญญามาตรฐานอื่นตามที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด

ข้อ 15 เพื่อประโยชน์ในการจัดการลงทุนของกองทุน คณะกรรมการกองทุนอาจแบ่งเงินของกองทุนออกเป็นกองทุนย่อย โดยแต่ละกองทุนย่อยให้มีมูลค่าและนโยบายการลงทุนตามที่คณะกรรมการกองทุนกำหนดก็ได้

ข้อ 16 ในการจัดการลงทุน กองทุนอาจดำเนินการเอง หรือว่าจ้างผู้บริหารสินทรัพย์รายเดียวหรือหลายรายเพื่อทำหน้าที่บริหารเงินของกองทุนย่อยกองทุนหนึ่งหรือหลายกองทุนก็ได้

การว่าจ้างผู้บริหารสินทรัพย์สินตามวรรคหนึ่งให้ดำเนินการตามระเบียบว่าด้วยหลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไขในการคัดเลือก และคุณสมบัติของผู้บริหารสินทรัพย์ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด

ข้อ 17 ในกรณีกองทุนดำเนินการลงทุนเอง ให้กองทุนจัดทำหลักเกณฑ์การคัดเลือกตราสารหนี้ กำหนดวงเงินลงทุนในตราสารหนี้ คัดเลือกคู่ค้า และกำหนดวงเงินในการทำธุรกรรมด้านต่างๆ กับคู่ค้าแต่ละราย รวมถึงกำหนดรูปแบบการส่งคำสั่งซื้อขายตราสารหนี้และวิธีปฏิบัติอื่นใดที่เกี่ยวกับการลงทุนตามความจำเป็นและเหมาะสม

ข้อ 18 ในกรณีที่กองทุนได้ลงทุนไว้ตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดในข้อ 11 แล้ว หากต่อมาปรากฏว่า

- (1) ตราสารหนี้ที่ลงทุนไว้ถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ และ/หรือ
- (2) สัดส่วนการลงทุนไม่เป็นไปตามเงื่อนไขที่กำหนดในข้อ 11

อันเนื่องมาจากจำนวนเงินของกองทุนมีการเปลี่ยนแปลง หรือมีการปรับมูลค่าเพิ่มขึ้นของตราสารหนี้ ที่ลงทุนตามราคาตลาด

2.1.3 ประกาศคณะกรรมการกองทุนฯ เรื่อง บัญชีรายชื่อธนาคารพาณิชย์เพื่อฝากเงิน

ระเบียบคณะกรรมการกองทุนฯ ว่าด้วย หลักเกณฑ์ วิธีการและเงื่อนไขในการลงทุน และการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยง พ.ศ. 2554 หมวด 2 การจัดการลงทุน ข้อ 12 กำหนดให้ ในระหว่างที่ยังมิได้นำเงินของกองทุนไปลงทุนตามข้อ 11 ให้นำไปฝากไว้ที่ธนาคารที่เป็นรัฐวิสาหกิจ หรือธนาคารพาณิชย์ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด โดยการคัดเลือกธนาคารพาณิชย์ให้เป็นไปตาม หลักเกณฑ์ที่คณะกรรมการกองทุนกำหนด และให้ผู้จัดการกองทุนเสนอบัญชีรายชื่อธนาคารพาณิชย์ ที่ผ่านการคัดเลือกตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวต่อคณะกรรมการกองทุนฯ เพื่อพิจารณาให้ความเห็นชอบ และประกาศกำหนด เพื่อรองรับการดำเนินการลงทุนของกองทุนต่อไป

2.2 แนวคิดที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 แนวคิดเกี่ยวกับการบริหารหนี้สาธารณะ

- 1) การกำหนดแผนการบริหารหนี้สาธารณะ

สบน. ทำหน้าที่กำหนดกลยุทธ์และวางแผน การออกตราสารหนี้เพื่อปรับโครงสร้างหนี้ ที่ครบกำหนดชำระ รวมถึงวางแผนการทยอยกู้เงินล่วงหน้าและเสนอให้คณะกรรมการพิจารณาโดย ประกอบด้วยคณะกรรมการ ดังนี้

- (1) คณะกรรมการนโยบายและกำกับการบริหารหนี้สาธารณะ (กพน.) ทำหน้าที่อนุมัติ แผนการบริหารหนี้สาธารณะที่ครอบคลุมการก่อหนี้ใหม่ การบริหารหนี้ของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ และรายงานผลการบริหารหนี้สาธารณะเสนอต่อคณะรัฐมนตรี

- (2) คณะทำงานเพื่อการกู้เงินและบริหารเงินกู้เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ ทำหน้าที่พิจารณาแผนและแนวทางการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อการชดเชยการขาดดุลงบประมาณ โดยพิจารณาตารางการออกพันธบัตร กลยุทธ์ ในการออกพันธบัตร เพื่อชดเชยการขาดดุลและ แผนการปรับโครงสร้างหนี้ในพันธบัตรที่ครบกำหนดที่เกิดจากการกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุล

- (3) คณะทำงานพิจารณาการกู้เงินและบริหารเงินกู้เพื่อช่วยเหลือกองทุนเพื่อการฟื้นฟู และพัฒนาระบบสถาบันการเงิน (Financial Institution Development Fund: FIDF) ปฏิบัติหน้าที่ เช่นเดียวกับคณะทำงานเพื่อการกู้เงินและบริหารเงินกู้เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ โดยพิจารณา เฉพาะการออกพันธบัตรเพื่อชดเชยและปรับโครงสร้างหนี้ FIDF

2) เครื่องมือการบริหารหนี้สาธารณะและการบริหารความเสี่ยง

สบน. มีนโยบายสำคัญในการพัฒนาตลาดตราสารหนี้อย่างต่อเนื่องโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลที่เป็นอัตราดอกเบี้ยสำหรับใช้อ้างอิง (Benchmark Bond) ขนาดใหญ่ เพื่อสร้างสภาพคล่องในตลาด โดยในปัจจุบันมีรุ่นที่มีขนาดใหญ่สูงถึง 300,000 ล้านบาท ซึ่งทำให้มีความเสี่ยงในการปรับโครงสร้างหนี้ที่จะครบกำหนด (Refinancing Risk) ดังนั้น สบน. ในฐานะหน่วยงานที่บริหารจัดการหนี้สาธารณะจึงได้พัฒนาเครื่องมือในการปรับโครงสร้างหนี้ เพื่อเป็นอีกหนึ่งทางเลือกที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ล่วงหน้า โดยเฉพาะหนี้สาธารณะที่จะครบกำหนดซึ่งมีขนาดใหญ่มากกว่า 50,000 ล้านบาท ดังนั้น กระทรวงการคลัง โดย สบน. จึงได้มีการพัฒนานวัตกรรมใหม่ๆ อย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันมีเครื่องมือสำหรับการปรับโครงสร้างหนี้ 3 เครื่องมือ ได้แก่

(1) การกู้เงินในวันที่จะครบกำหนดชำระ (Back to Back) โดยที่ผ่านมา สบน. สามารถทำ Back to Back สำหรับพันธบัตรรัฐบาลที่มีวงเงินครบกำหนดชำระมูลค่าประมาณ 50,000 ล้านบาท ทั้งนี้ ความสามารถในการทำธุรกรรม Back to Back จะขึ้นกับตลาดและอัตราดอกเบี้ยในช่วงนั้น

(2) การปรับโครงสร้างหนี้ล่วงหน้า (Pre - Funding) เครื่องมือนี้จะใช้ในกรณีที่พันธบัตรรัฐบาลมีวงเงินครบกำหนดชำระมีจำนวนสูงกว่าความสามารถในการทำ Back to Back ของ สบน. ที่ประมาณ 50,000 ล้านบาท ซึ่ง สบน. จะดำเนินการทยอยกู้ล่วงหน้าไม่เกิน 12 เดือน และมอบเงินให้ กปพ. บริหารจัดการการลงทุน และเมื่อครบกำหนดชำระ กปพ. จะส่งเงินต้นคืนให้กับ สบน. โดยเก็บผลตอบแทนไว้เพื่อชำระดอกเบี้ยและต้นทุนที่เกิดจากการกู้ล่วงหน้าต่อไป

(3) ธุรกรรมแลกเปลี่ยนพันธบัตร (Bond Switching) เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ควบคู่กับการทำ Pre - Funding ซึ่งธุรกรรมดังกล่าว คือ การให้นักลงทุนมีทางเลือกในการแลกเปลี่ยนพันธบัตรที่จะครบกำหนดชำระเพื่อไปถือครองพันธบัตรรุ่นอื่นๆ (Destination Bond) ตามที่ สบน. กำหนด โดยธุรกรรมดังกล่าวดำเนินการครั้งแรกเมื่อเดือนพฤศจิกายน 2557 และได้รับการตอบรับจากนักลงทุนเป็นอย่างดี

2.2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้ล่วงหน้า (Pre - Funding)

การปรับโครงสร้างหนี้ล่วงหน้า (Pre - Funding) หมายถึง การดำเนินการกู้เงินเพื่อนำไปใช้ปรับโครงสร้างหนี้ก่อนเวลาที่ตราสารหนี้จะครบกำหนดชำระคืนเงินต้น ซึ่งการปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะล่วงหน้าตามมาตรา 24/1 ของ พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ ซึ่งกำหนดให้ดำเนินการได้ไม่เกิน 12 เดือน ก่อนวันที่หนี้ถึงกำหนดชำระ โดยเงินที่ได้รับจากการกู้เงินให้นำส่งเข้า กปพ. เพื่อบริหารจัดการต่อไป ในกรณีที่หนี้สาธารณะซึ่งจะทำการปรับโครงสร้างหนี้มีวงเงินสูงมากและกระทรวงการคลังเห็นว่าไม่ควรกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ในคราวเดียวกัน

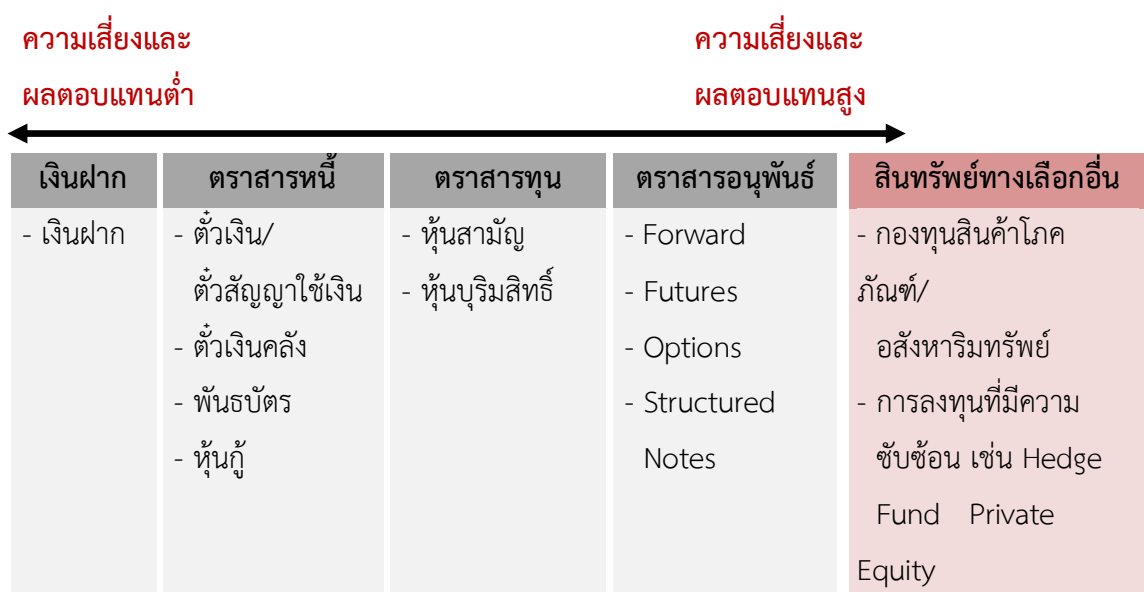
ดังนั้น ในการปรับโครงสร้างหนี้ที่จะครบกำหนดชำระคืนที่มีจำนวนเงินสูง จำเป็นจะต้องมีการเตรียมเงินไว้ล่วงหน้าสำหรับชำระหนี้ที่จะครบกำหนด ซึ่งในการดำเนินการที่ผ่านมาเมื่อนี้ครบกำหนดชำระคืน กระทรวงการคลังจะดำเนินการปรับโครงสร้างหนี้โดยการกู้เงินระยะสั้น (Bridge Loan)

เพื่อชำระหนี้พันธบัตรที่ครบกำหนดชำระคืน แล้วจึงออกพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวเพื่อชำระคืนเงินกู้ระยะสั้นดังกล่าวอีกครั้งหนึ่ง โดยที่ผ่านมา สบн. สามารถกู้เงินระยะสั้นจากสถาบันการเงินภายในวันเดียวได้ในวงเงินประมาณ 50,000 ล้านบาท ซึ่งอาจทำให้เกิดความเสี่ยงที่ไม่สามารถกู้ได้ครบตามจำนวน อาจทำให้เกิดการผิดชำระหนี้ได้ ดังนั้น วิธีการเช่นนี้จึงมีข้อจำกัดเมื่อสภาพคล่องในตลาดดิ่งตัวและทำให้มีต้นทุนการปรับโครงสร้างหนี้ที่สูงมากกระทรวงการคลังโดย สบн. จึงได้จัดตั้ง กบฟ. ซึ่งเป็นเครื่องมือทางการเงินที่พัฒนาขึ้นมาในการบริหารหนี้สาธารณะโดยกระบวนการกู้เงินล่วงหน้าเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ของ สบн. และมอบเงินให้ กบฟ. บริหารจัดการ

2.2.3 แนวคิดการบริหารพอร์ตการลงทุน (Portfolio Management)

ในการบริหารพอร์ตการลงทุนจะต้องมีการกำหนดเป้าหมายการลงทุน ระยะเวลาการลงทุน และระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ เพื่อให้สามารถจัดสรรเงินลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยจะต้องมีการระบุถึงความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้น การประเมินความเสี่ยงทั้งเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ การจัดอันดับความสำคัญของความเสี่ยงเพื่อวางแผนแก้ไขและป้องกันความเสี่ยง และการติดตามผลการป้องกันความเสี่ยง รวมทั้งต้องทำความเข้าใจลักษณะ เงื่อนไข และปัจจัยเสี่ยงที่มีผลต่อราคาและผลตอบแทนของผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่จะลงทุน เนื่องจากการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินแต่ละประเภทมีผลตอบแทนและความเสี่ยงแตกต่างกัน โดยการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความเสี่ยงต่ำจะได้รับผลตอบแทนต่ำ ในทางกลับกันการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความเสี่ยงสูงจะมีโอกาสได้รับผลตอบแทนสูง ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 2.1

ภาพที่ 2.1 แสดงระดับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่คาดหวังของผลิตภัณฑ์ทางการเงินต่างๆ



ทั้งนี้ การลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่กล่าวข้างต้นมีความเสี่ยงหลักที่จะกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหรือราคาของตราสาร ดังนี้

1. ความเสี่ยงด้านตลาด (Market Risk) เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาวะแวดล้อมการลงทุน เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจ หรืออัตราดอกเบี้ย เป็นต้น โดยที่ปัจจัยเฉพาะของสินทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลง ซึ่งจะทำให้การลงทุนมีความผันผวนมากขึ้นโดยเฉพาะในระยะสั้น ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน

2. ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน ซึ่งส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น ราคาของตราสารหนี้จะเปลี่ยนไปในทิศทางผกผันกับอัตราดอกเบี้ยของตลาดหากมีการขายคืนหรือขายในตลาดรอง เป็นต้น โดยระดับและทิศทางของการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเป็นผลต่อเนื่องมาจากปัจจัยทางเศรษฐกิจของประเทศ โดยทั่วไปอัตราดอกเบี้ยมักจะปรับตัวสูงขึ้นเมื่อเศรษฐกิจขยายตัว และปรับตัวลดลงเมื่อเศรษฐกิจชะลอตัว ปัจจัยที่สำคัญอีกประการที่มีผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ย คือ อัตราเงินเฟ้อ เมื่อระดับของอัตราเงินเฟ้อเพิ่มสูงขึ้นจะส่งผล ทำให้รัฐบาลดำเนินนโยบายปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่ถ้าอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ต่ำมักนำไปสู่การลดต่ำลงของอัตราดอกเบี้ย

3. ความเสี่ยงด้านเครดิตหรือความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ (Credit Risk) เกิดจากการที่ผู้ออกผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น เงินฝาก ตราสารหนี้ เป็นต้น ไม่สามารถชำระดอกเบี้ยหรือชำระคืนเงินต้นได้ตามที่กำหนดไว้ โดยพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานต่างๆ ของบริษัท เช่น ผลประกอบการ ความมั่นคงทางการเงิน สภาพคล่องทางการเงิน และความสามารถในการบริหารจัดการ เป็นต้น

4. ความเสี่ยงจากการขาดสภาพคล่องในการซื้อขาย (Liquidity Risk) เกิดจากการขาดสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือของผลิตภัณฑ์ทางการเงิน ซึ่งมักสะท้อนที่ส่วนต่างของราคาเสนอซื้อเสนอขายตราสารนั้นๆ ทำให้ไม่สามารถซื้อขายตราสารในจังหวะเวลาและราคาที่เหมาะสมได้ หรือหากต้องการจะซื้อขายจริงต้องมีการเพิ่มหรือลดราคาเพื่อดึงดูดให้มีการตกลงซื้อขายเกิดขึ้น

5. ความเสี่ยงทางอุตสาหกรรม (Industry Risk) เกิดจากลักษณะหรือคุณสมบัติเฉพาะของอุตสาหกรรมนั้น ซึ่งอาจเปราะบางถูกกระทบได้ง่ายและมีผลต่อมูลค่าผลิตภัณฑ์ทางการเงิน เช่น ธุรกิจบางประเภทจะเสื่อมไปตามเวลา คือ วัตถุดิบจะหมดไปไม่สามารถสร้างทดแทนได้ในระยะสั้น เช่น เหมืองแร่ น้ำมัน เป็นต้น หรืออุตสาหกรรมที่ราคาขึ้นลงตามราคาในตลาดโลก เช่น เหล็ก ทอง ปิโตรเคมี เป็นต้น

6. ความเสี่ยงเฉพาะของบริษัท (Company Risk) คือ ความเสี่ยงจากการดำเนินงานของบริษัท เกิดจากปัจจัยภายในและภายนอกซึ่งมีผลต่อการดำเนินธุรกิจ เช่น การเปลี่ยนผู้บริหาร การถูกฟ้องร้อง ที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เป็นต้น

7. ความเสี่ยงด้านคู่สัญญา (Counterparty Risk) คือ ความเสี่ยงที่คู่สัญญาจะไม่ส่งมอบผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือชำระเงินตามที่ตกลงกันไว้ หรือไม่สามารถดำเนินการใดๆ ตามที่ตกลงกันไว้ได้

8. ความเสี่ยงด้านกฎหมาย (Legal Risk) เกิดจากความไม่เข้าใจหรือเกิดจากการทำผิดกฎระเบียบและข้อกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน ทำให้เกิดความเสียหายจากการถูกฟ้องร้องหรือเสียค่าปรับได้ หรืออาจเกิดขึ้นเมื่อรัฐบาลหรือหน่วยงานที่กำกับดูแลด้านตลาดทุนเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ต่าง ๆ เช่น การลดภาษีซึ่งมีผลต่อการบิดเบือนโครงสร้างอัตราผลตอบแทนไปจากเดิม เป็นต้น

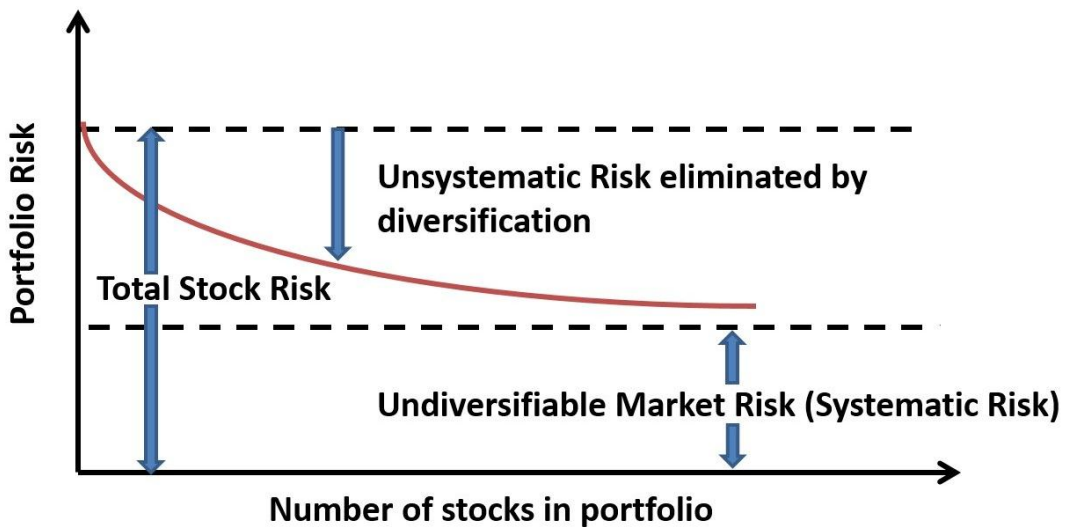
9. ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange Risk) เกิดจากการเคลื่อนไหวของอัตราแลกเปลี่ยนซึ่งเป็นผลจากการลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินสกุลเงินตราต่างประเทศ หากอัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงไปในทางลบ ผลตอบแทนรวมอาจลดลงหรือขาดทุนทั้งที่การลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์นั้นมียกไร ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนก็อาจกระทบทางตรงหรือทางอ้อมจากการแข็งหรืออ่อนตัวของค่าเงินด้วย

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาถึงความเสี่ยงจากการลงทุน ซึ่งหมายถึงความเสี่ยงที่อาจจะไม่ได้รับผลตอบแทนตามที่คาดไว้ โดยทั่วไปจะแบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

1. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้ ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เช่น การเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ การเมือง และสังคม เป็นต้น

2. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk) คือ ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นกับธุรกิจใดธุรกิจหนึ่งหรืออุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่งเท่านั้น ซึ่งเมื่อเกิดเหตุการณ์นี้แล้วจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจนั้นไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อื่นในตลาด ซึ่งความเสี่ยงประเภทนี้สามารถลดลงได้โดยการกระจายการลงทุนอย่างเหมาะสม ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 2.2

ภาพที่ 2.2 แสดงความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบสามารถลดลงได้โดยการกระจายการลงทุน

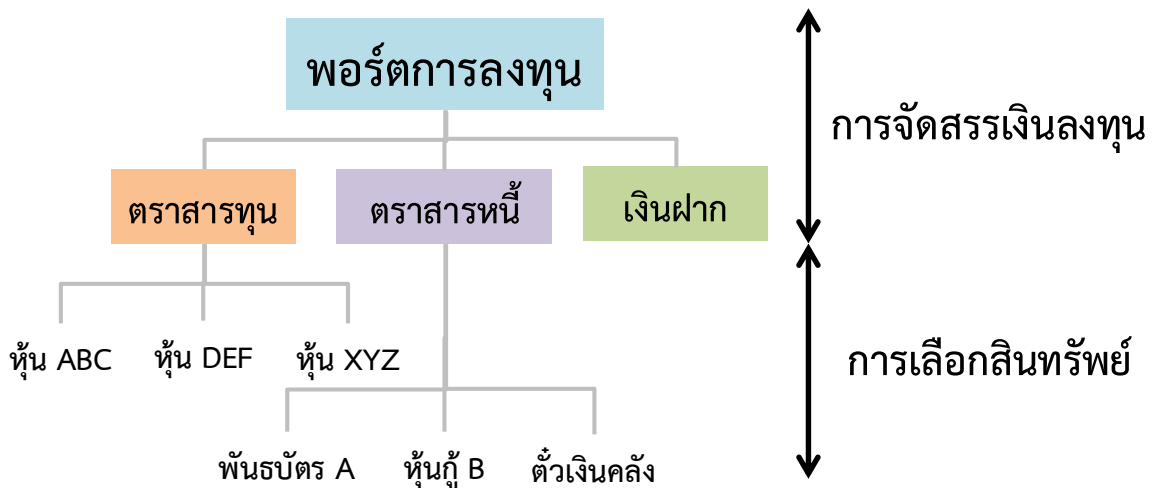


ที่มา: Investopedia

2.2.4 แนวคิดการจัดสรรเงินลงทุน (Asset Allocation)

การจัดสรรสินทรัพย์ในการลงทุนเพื่อให้สามารถลดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ จะสามารถแบ่งได้เป็น 2 ขั้นตอนหลักๆ คือ การจัดสรรเงินลงทุน (Asset Allocation) และการเลือกหลักทรัพย์ (Security Selection) โดยการจัดสรรเงินลงทุน คือ การจัดสรรแบ่งเงินลงทุนไปลงในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ เช่น ตราสารหนี้ ตราสารทุน และอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น โดยมีวัตถุประสงค์หลักเป็นการหาผลตอบแทนที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ โดยเน้นการลงทุนในหลายสินทรัพย์ เพื่อให้ได้รับประโยชน์สูงสุดจากการกระจายความเสี่ยง ส่วนการเลือกหลักทรัพย์เป็นการนำสินทรัพย์ที่แบ่งไว้ในตอนแรกไปเลือกลงทุนในตราสารหนี้หรือตราสารทุนรายตัวที่มีโอกาสที่จะให้ผลตอบแทนได้สูงในอนาคต ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 2.3

ภาพที่ 2.3 แสดงตัวอย่างการจัดสรรเงินลงทุนและการเลือกหลักทรัพย์



ในการลงทุนควรให้ความสำคัญต่อการกระจายการลงทุนเพื่อลดระดับความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนโดยลงทุนในผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ทางสถิติต่ำเพื่อลดความผันผวนในอัตราผลตอบแทน

บทที่ 3

การวิเคราะห์แนวโน้มเศรษฐกิจและสถานะตลาดตราสารหนี้

3.1 สถานะเศรษฐกิจโลก

ในช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2563 คาดว่าเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มขยายตัวในอัตราร้อยละ 3.0 – 3.5 โดยการขยายตัวของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วจะยังคงอยู่ในระดับต่ำ ประเทศสหรัฐอเมริกาอยู่ในช่วงฟื้นตัว โดยคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาจะขยายตัวร้อยละ 2.5 – 3.0 จากการบริโภคในประเทศและภาคอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับตัวดีขึ้น อัตราการจ้างงานใหม่เพิ่มขึ้นทำให้นาครกลางสหรัฐอเมริกา (Federal Reserve System: Fed) ลดการใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นค่อยเป็นค่อยไป ส่วนประเทศในกลุ่มยูโรโซนเศรษฐกิจยังมีแนวโน้มขยายตัวต่ำต่อเนื่องอีกหลายปีเนื่องจากปัญหาหนี้สาธารณะและอัตราการว่างงานที่อยู่ระดับสูง รวมทั้งปัญหาธนาคารพาณิชย์ที่มีหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้ค่อนข้างสูงจะส่งผลให้เศรษฐกิจไม่สามารถฟื้นตัวได้เร็ว ประเทศญี่ปุ่นใช้นโยบายผ่อนคลายทางการเงินอย่างมาก โดยตั้งเป้าผลักดันให้เกิดเงินเฟ้อร้อยละ 2.0 ทำให้เงินเยนอ่อนค่าลงอย่างรวดเร็ว การส่งออกคาดว่าจะเพิ่มขึ้น โดยคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะขยายตัวร้อยละ 1.5 – 2.2 สำหรับประเทศที่กำลังพัฒนาคาดว่าจะเติบโตช้าลงจากอดีต เนื่องจากเศรษฐกิจของประเทศในกลุ่ม BRIC (ประกอบด้วยประเทศบราซิล (Brazil) รัสเซีย (Russia) อินเดีย (India) และจีน (China)) มีทิศทางชะลอตัวลง ประเทศจีนซึ่งเป็นประเทศขับเคลื่อนสำคัญของกลุ่มมีแนวโน้มจะขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงสู่ระดับร้อยละ 6.0 – 7.0 ในช่วง 2 – 3 ปีข้างหน้า จากปัญหาสถาบันการเงินที่มีหนี้ไม่ก่อให้เกิดรายได้จำนวนมาก รวมทั้งการจำกัดการขยายสินเชื่อนอกภาคธนาคารของทางการ (Shadow Banking) ที่สร้างปัญหาให้กับเสถียรภาพของระบบการเงิน การมีกำลังการผลิตส่วนเกินในระบบ รวมทั้งนโยบายรัฐบาลที่ต้องการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมากกว่ามุ่งให้มีการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงเหมือนในอดีตสำหรับประเทศบราซิล อินเดีย และรัสเซีย คาดว่าจะได้รับผลกระทบจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ต่ำลง

3.2 สถานะเศรษฐกิจไทย

คาดการณ์ว่า เศรษฐกิจไทยในช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2561 จะเติบโตเฉลี่ยในอัตราร้อยละ 3.0 – 4.0 ปัจจัยที่ส่งผลให้เศรษฐกิจไทยชะลอตัว ได้แก่ ปัญหาหนี้ครัวเรือนที่อยู่ระดับสูง ปัญหาโครงสร้างการผลิตที่กระจุกตัว และไม่สามารถปรับตัวได้โดยเฉพาะภาคอิเล็กทรอนิกส์ ส่วนปัญหาระยะยาว ได้แก่ ปัญหาโครงสร้างประชากรที่คนสูงอายุจะเพิ่มขึ้นอย่างมากในอีก 10 ปีข้างหน้า ทำให้อาจเกิดปัญหาแรงงานขาดแคลน นอกจากนี้ ปัญหาด้านการวิจัยและพัฒนา (Research and Development: R&D) ที่อยู่ในระดับต่ำมากเทียบกับผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) ทำให้การพัฒนานวัตกรรมใหม่ๆ ไม่ทันกับคู่แข่ง รวมทั้งปัญหาระบบการศึกษาที่ยังไม่เกิดประสิทธิผลอย่างเป็นรูปธรรมของไทย อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่จะเป็นแรงขับเคลื่อนทางเศรษฐกิจคือการลงทุนภาคเอกชน

และการลงทุนของภาครัฐที่ส่งผลต่อเศรษฐกิจไทยในปี พ.ศ. 2560 เป็นต้นไป ด้านการส่งออกคาดว่าจะขยายตัวเล็กน้อยที่ร้อยละ 2.0 – 4.0 เนื่องจากเศรษฐกิจประเทศคู่ค้าที่ชะลอตัวลงโดยเฉพาะประเทศจีน

ในช่วงปี พ.ศ. 2562 – 2563 คาดว่า การขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นจากภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา และกลุ่มยูโรโซนที่จะฟื้นตัวขึ้นได้อย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยระบบเศรษฐกิจน่าจะเริ่มปรับตัวในทางบวกมากขึ้น ในส่วนของสถาบันการเงินหลังจากที่มีการแก้ไขฐานะการเงินโดยการสนับสนุนของภาครัฐ จะเริ่มฟื้นตัวและสามารถกลับมาขยายสินเชื่อได้อีก ส่งผลต่อเนื่องไปยังภาคเศรษฐกิจจริงให้ฟื้นตัวทั้งในด้านการผลิต การบริโภค การลงทุน และการจ้างงาน ขณะที่ปริมาณเงินจากโครงการลงทุนภาครัฐของไทยจะส่งผลให้เศรษฐกิจไทยมีการเร่งตัวขึ้น

สำหรับช่วงปี พ.ศ. 2564 – 2573 คาดว่า เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวร้อยละ 3.0 – 4.0 เนื่องจากประชากรในประเทศจะเข้าสู่วัยสูงอายุเพิ่มขึ้นร้อยละ 20 ทำให้การบริโภคภายในประเทศขยายตัวไม่มากประกอบกับสัดส่วนการลงทุนใน R&D เทียบกับ GDP ค่อนข้างต่ำไม่ถึงร้อยละ 1.0 ของ GDP ทำให้ขีดความสามารถในการแข่งขันลดลงประกอบกับประชากรวัยสูงอายุเพิ่มขึ้นทำให้อัตราการขยายตัวของผู้บริโภคน่าจะไม่สูงมาก จึงคาดว่าอัตราเงินเฟ้อในประเทศอาจจะไม่สูงมากทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะค่อยๆ ปรับเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ

3.3 แนวโน้มสถานะตลาดตราสารหนี้ในปี พ.ศ. 2560 – 2563

สถานะเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวในระดับที่ไม่สูงนักและอัตราเงินเฟ้อทั่วโลกยังคงอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากกำลังการผลิตส่วนเกินที่มีอยู่มากโดยเฉพาะในประเทศจีนและกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว รวมทั้งการผลิตพลังงานจำนวนมากจากแหล่งก๊าซธรรมชาติ (Shale Gas) เช่น ในสหรัฐอเมริกา ที่กำหนดไม่ให้ราคาพลังงานปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วหรือมากเกินไป สำหรับช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2563 คาดว่า ภาวะเศรษฐกิจจะปรับตัวดีขึ้นตามลำดับ ส่งผลให้ทิศทางอัตราเงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้น ส่งผลให้คณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ททยอยปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยนโยบายให้กลับมาสู่ระดับปกติได้ ซึ่งจะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับเพิ่มขึ้นได้ในทุกช่วงอายุ โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นจะปรับขึ้นอย่างต่อเนื่องตามทิศทางอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ถูกปรับเพิ่มขึ้นส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วยแต่ในอัตราที่น้อยกว่าเนื่องจาก Yield และความชันของ Curve ที่อยู่ในระดับสูงมากแล้วในช่วงก่อน

บทที่ 4

แนวทางการลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้

กพพ. ได้นำแนวคิดและกฎระเบียบที่เกี่ยวข้อง และแนวโน้มเศรษฐกิจและสถานะตลาดตราสารหนี้มาวิเคราะห์เพื่อจัดทำแนวทางการลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ในประเทศ โดยมีแนวคิดในการกำหนดนโยบายการลงทุน กระบวนการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ และกลยุทธ์การลงทุน ดังนี้

4.1 นโยบายการลงทุน

นโยบายการลงทุนของ กพพ. เพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ในประเทศ ควรมุ่งเน้น และให้ความสำคัญในเรื่องของความสมดุลระหว่าง "ความปลอดภัยของเงินต้น (Preservation of Capital)" กับ "ผลตอบแทนจากการลงทุน" ภายใต้ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ โดยมีกลยุทธ์การลงทุน และโครงสร้างการตัดสินใจลงทุน ดังนี้

4.1.1 กลยุทธ์การลงทุน

(1) กระจายการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงและเพิ่มโอกาสสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาวโดยใช้กลยุทธ์ Strategic Asset Allocation คือ การผสมผสานการลงทุนในหลากหลายรูปแบบเพื่อลดระดับความเสี่ยงแต่ยังคงรักษาระดับผลตอบแทนโดยรวมในระยะยาวให้สูงขึ้น ร่วมกับกลยุทธ์ Tactical Asset Allocation คือ การปรับสัดส่วนการลงทุนในระยะสั้นหรือการโยกย้ายเงินลงทุนที่จัดสรรไว้ให้เหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจและสภาพของตลาดที่เปลี่ยนแปลงไป เพื่อเพิ่มโอกาสในการสร้างมูลค่าเพิ่มของการลงทุน

(2) กำหนดเป้าหมายและผลการดำเนินงาน ดัชนีวัดผลการลงทุน (Benchmark) และแผนการลงทุนให้ชัดเจนควบคู่ไปกับการกำกับดูแลและการประเมินผลที่มีประสิทธิภาพเพื่อให้การลงทุนเป็นไปตามแนวทางปฏิบัติที่ดี

(3) ทบทวนและประเมินผลการดำเนินงานของกองทุนฯ ทุกเดือนหรือเมื่อมีเหตุการณ์เปลี่ยนแปลงและมีผลกระทบต่อการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ

(4) จัดจ้างบริษัทจัดการกองทุนที่ชำนาญการบริหารการลงทุนสำหรับสินทรัพย์ต่างๆ ตามประเภทของความเชี่ยวชาญ เพื่อเป็นการผสมผสานความเชี่ยวชาญของผู้จัดการกองทุนที่หลากหลาย

(5) กำหนดกระบวนการจัดการลงทุนที่ชัดเจน โปร่งใส และมีระบบกำกับตรวจสอบการดำเนินงานให้เป็นไปตามกฎหมายและข้อกำหนดการลงทุนอย่างเคร่งครัด

4.1.2 โครงสร้างการตัดสินใจลงทุน

กระบวนการตัดสินใจลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ในประเทศของ กปพ. สำหรับเงินกู้ที่ได้รับจากการกู้เงินล่วงหน้าเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ (มาตรา 24/1) เป็นไปตามโครงสร้างการตัดสินใจลงทุนในปัจจุบันของ กปพ. ดังนี้

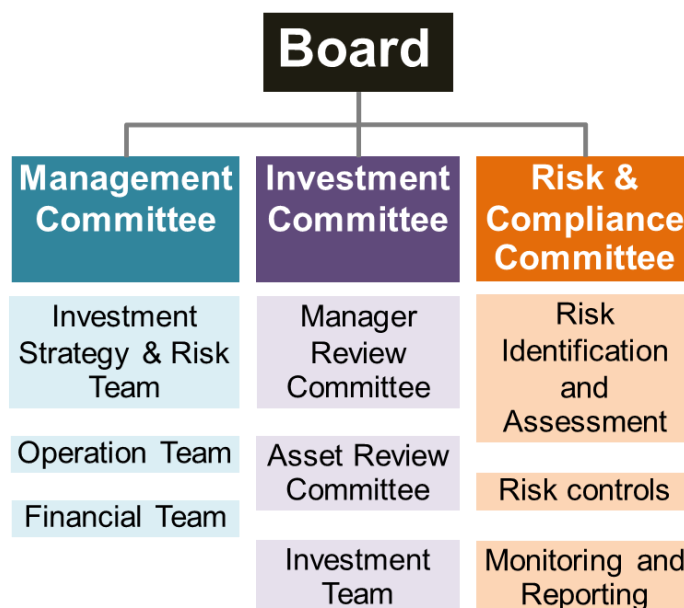
(1) คณะกรรมการ (Board) ทำหน้าที่วางนโยบายการลงทุน กำกับดูแลและควบคุมการลงทุนให้เป็นไปตามกฎหมาย นโยบาย และเป้าหมายที่กำหนด โดยการจัดทำแผนจัดสรรการลงทุนระยะยาว (Strategic Asset Allocation) ครอบคลุมความเสี่ยง ระยะเวลาลงทุน และกำหนดดัชนีชี้วัดผลการลงทุน (Benchmark)

(2) คณะทำงานที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Committee) ทำหน้าที่กำหนดกลยุทธ์การลงทุน กรอบและเงื่อนไขที่จะต้องดำเนินการภายใต้นโยบาย กรอบการลงทุน และกรอบความเสี่ยงที่คณะกรรมการกำหนด โดยการจัดทำแผนการปรับสัดส่วนการลงทุนในระยะสั้น (Tactical Asset Allocation) และกำกับ ติดตามและประเมินผลการลงทุนของผู้บริหารสินทรัพย์

(3) คณะทำงานจัดการลงทุน (Management Committee) ทำหน้าที่ควบคุมการดำเนินงานด้านการลงทุน การปฏิบัติงาน การเงินและการบัญชีของกองทุน

(4) คณะทำงานด้านการบริหารความเสี่ยงและการปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ (Risk and Compliance Committee) ทำหน้าที่ระบุถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น ประเมินความเสี่ยงทั้งเชิงคุณภาพและเชิงปริมาณ จัดอันดับความสำคัญของความเสี่ยงเพื่อวางแผนการบริหารความเสี่ยง และการติดตามผลการบริหารความเสี่ยง พร้อมทั้งควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหารสินทรัพย์ให้เป็นไปตามกฎ ระเบียบและข้อบังคับอย่างถูกต้องครบถ้วนสอดคล้องกับหลักปฏิบัติสากลในการเป็นองค์กรที่มีการกำกับดูแลที่ดี ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 4.1

ภาพที่ 4.1 แสดงโครงสร้างการตัดสินใจลงทุนของ กปพ.



4.2 กระบวนการลงทุนในตราสารหนี้ (Fixed Income Investment Process)

4.2.1 กระบวนการวิเคราะห์ วิจัย และคาดการณ์ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการลงทุนตราสารหนี้

1) วิเคราะห์สถานการณ์เศรษฐกิจและตลาดตราสารหนี้ในปัจจุบัน ตลอดจนการคาดการณ์ในอนาคตทั้งในระยะสั้น 1-3 เดือน ระยะปานกลาง 3 – 12 เดือน และในระยะยาว 1-3 ปี โดยครอบคลุมทุกปัจจัยที่มีผลต่อกระทบต่อตลาดตราสารหนี้

2) วิเคราะห์ คาดการณ์ทิศทางการเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย และเส้นอัตราผลตอบแทน (Yield curve) ปัจจัยต่างๆ ได้แก่ ดัชนีทางเศรษฐกิจ เช่น ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย อัตราแลกเปลี่ยน การออกพันธบัตรของภาครัฐ และเอกชน นโยบายการเงินและการคลัง เงินลงทุนต่างชาติ (Fund Flow) รวมถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจภายนอกประเทศที่เกี่ยวข้อง

4.2.2 กระบวนการวิเคราะห์และติดตามองค์ประกอบของตัวเทียบวัด (Benchmark)

เนื่องจากดัชนีเทียบวัดมีความเคลื่อนไหวตลอดเวลา โดยอาจมีตราสารที่เข้าใหม่ หรือครบกำหนดอายุ หรือเพิ่มสัดส่วน โดยจะทำให้ผลตอบแทนของดัชนีเทียบวัดเปลี่ยนแปลงไปด้วย เพื่อให้เกิดการบริหารพอร์ตลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพจำเป็นต้องมีการติดตามความเคลื่อนไหวของดัชนี เช่น นำตารางประมูลพันธบัตรมาคำนวณหาค่าทางสถิติของดัชนีเทียบวัดล่วงหน้า (Duration, Yield) เป็นต้น

4.2.3 กระบวนการจัดสรรสินทรัพย์แยกกลุ่มตราสารหนี้ และการทำประมาณการ

1) วิเคราะห์ตราสารหนี้อย่างละเอียด โดยกำหนดสัดส่วนการลงทุนจะแบ่งตราสารหนี้ออกเป็น 3 ประเภทหลัก คือ ตราสารหนี้ภาครัฐ สถาบันการเงิน และภาคเอกชน

2) ทำแบบจำลองพอร์ตการลงทุน และทำประมาณการผลตอบแทน รวมถึงการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของพอร์ต (Sensitivity Analysis) เช่น อัตราผลตอบแทนในตลาดเปลี่ยนแปลงไป จะมีผลกระทบต่อพอร์ตการลงทุนอย่างไรและเท่าไร ทั้งนี้ แบบจำลองจะต้องสอดคล้องกับนโยบายการลงทุน ตัวชี้วัด ความเสี่ยงที่ยอมรับได้ และข้อจำกัดต่างๆ ในการลงทุนของ กปพ.

4.2.4 การบริหารการลงทุนในตราสารหนี้แบบเชิงรุก (Active Management) โดยผสมผสานวิธีการบริหารจัดการตราสารหนี้หลากหลายรูปแบบเพื่อลดผลกระทบต่อกองทุนในกรณีที่ผลลัพธ์จากการลงทุนในบางกลยุทธ์ไม่เป็นไปตามค่าที่คาดหวัง นอกจากนี้ การบริหารการลงทุนในตราสารหนี้แบบเชิงรุกยังเพิ่มผลตอบแทนให้กองทุนโดยการหาผลตอบแทนส่วนเพิ่ม (Alpha sourcing) เพิ่มเติมอีก 5 แนวทาง และพยายามกระจายกลยุทธ์ในการลงทุนเพื่อลดผลกระทบในกรณีที่กลยุทธ์การลงทุนไม่เป็นไปอย่างที่คาดการณ์

1) การสร้างอัตราผลตอบแทนส่วนเพิ่มสำหรับการลงทุน (Yield enhancement/ Credit) การพิจารณาเลือกปรับเพิ่มหรือลดสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชนตามความเหมาะสม โดยพิจารณาถึงระดับ Credit Spread เปรียบเทียบกับพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือใกล้เคียงกัน

และเปรียบเทียบระหว่างตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทเอกชนด้วยกันเอง นอกจากนี้ กปพ. จะมีการกระจายเงินลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ประเภทเงินฝาก และตราสารที่ออกโดยสถาบันการเงิน ทั้งนี้ การลงทุนต้องผ่านกระบวนการวิเคราะห์ความเสี่ยงตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ และกรอบความเสี่ยงที่ กปพ. กำหนด

เครื่องมือ:

- Credit Spread Analysis: การวิเคราะห์ราคาของผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนของอันดับเครดิตต่างๆ โดยอาศัยข้อมูลเชิงสถิติ

2) การกำหนดอายุการลงทุนเป้าหมาย (Target Portfolio Duration) ตามทิศทางของอัตราดอกเบี้ย เช่น กำหนดอายุการลงทุนให้สั้นกว่าดัชนีเทียบวัดในกรณีมีการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น หรือกำหนดอายุการลงทุนให้ยาวกว่าดัชนีเทียบวัดในกรณีมีการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มปรับตัวลดลง เป็นต้น

เครื่องมือ:

- Fundamental Analysis: การวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

- Economic Scoring: การวิเคราะห์ปัจจัยเศรษฐกิจเชิงมหภาคต่างๆ โดยเปรียบเทียบกับมุมมองตลาด (Consensus) แล้วจัดทำค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักในแต่ละปัจจัย เพื่อกำหนดกลยุทธ์การลงทุนตราสารหนี้

- Forward Rate Forecast: การพยากรณ์อัตราดอกเบี้ยนโยบายโดยอาศัยข้อมูลราคาพันธบัตรในตลาด

3) การเลือกกลุ่มตราสารที่จะลงทุน Curve/Bucket: โดยการวิเคราะห์ทิศทางการปรับเปลี่ยนของเส้นอัตราผลตอบแทน ความลาดชัน (Slope) ในแต่ละช่วงกลุ่มอายุของพันธบัตร เช่น อายุ 0 - 3 ปี 3 - 7 ปี และ 7 - 10 ปี โดยจะทำการคำนวณหาผลตอบแทนในช่วงเวลาที่ถือครอง (Holding Period Return) ซึ่งเป็นผลรวมของดอกเบี้ยรับและการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารหนี้ เพื่อเน้นน้ำหนักการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดในแต่ละกลุ่ม แต่ละช่วงเวลา และ ลงทุนให้เหมาะสมกับความเสี่ยง

เครื่องมือ:

- Yield Curve Forecast: การพยากรณ์เส้นโค้งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในอนาคต

- Holding Period/Total Return Analysis: การคำนวณผลตอบแทนรวมแต่ละช่วงกลุ่มอายุ โดยรวมทั้งดอกเบี้ยรับและการเปลี่ยนแปลงของราคา

- Curve Risk Analysis: การวิเคราะห์ความถูกแพงของแต่ละช่วงอายุด้วยความชันของเส้นโค้งอัตราผลตอบแทน

4) การเลือกตราสารที่จะลงทุน (Selection) โดยการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนตลาดเปรียบเทียบระหว่างตราสารที่มีอายุ หรือ ระดับความเสี่ยงในระดับใกล้เคียงกัน

เครื่องมือ:

- Holding Period/Total Return Analysis: การคำนวณผลตอบแทนรวมแต่ละช่วงกลุ่มอายุ โดยรวมทั้งดอกเบี้ยรับและการเปลี่ยนแปลงของราคา
- Relative Value Analysis: การเปรียบเทียบราคาของผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรรัฐบาลด้วยกันเองและพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยที่มีอายุคงเหลือใกล้เคียงกัน ภายใต้สถานการณ์ต่างๆ เช่น อัตราดอกเบี้ยปรับเพิ่มขึ้น/ลดลง 10 - 20 bps เป็นต้น

5) Trading: เนื่องจากราคาตราสารนี้อาจเกิดความผันผวนไปตามภาวะตลาด และปัจจัยต่างๆ ในบางช่วงเวลา ซึ่งจะทำให้เกิดโอกาส หรือจังหวะในการซื้อขายทำกำไรพันธบัตรในระยะสั้นได้ เช่น การซื้อพันธบัตรในช่วงที่อัตราผลตอบแทนในตลาดปรับตัวสูงขึ้นเกินกว่าปัจจัยพื้นฐานที่เหมาะสม (Panic Sell) และขายทำกำไรในช่วงที่อัตราผลตอบแทนปรับตัวลดลง หรือ การ Trading ระหว่างพันธบัตรรัฐบาล (LB) และตราสารหนี้เอกชนก็จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนเพิ่มให้กับกองทุนได้เช่นกัน เช่น ในช่วงที่ spread ของตราสารหนี้เอกชนอยู่สูงกว่า LB มากกว่าระดับที่ควรจะเป็น กองทุนสามารถขาย LB และ ลงทุนในตราสารหนี้เอกชนที่มีอายุคงเหลือเท่ากันได้ แต่ทั้งนี้การ Trading ต้องอยู่ภายใต้กรอบความเสี่ยงที่กำหนด

เครื่องมือ:

- Relative Value Analysis: การเปรียบเทียบราคาของผลตอบแทนระหว่างพันธบัตรรัฐบาลด้วยกันเองและตราสารหนี้เอกชนที่มีอายุคงเหลือใกล้เคียงกัน โดยอาศัยข้อมูลเชิงสถิติ ดังรายละเอียดปรากฏตามภาพที่ 4.2

ภาพที่ 4.2 แนวทางการบริหารการลงทุนในตราสารหนี้แบบเชิงรุก



4.3 กลยุทธ์การลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ในประเทศ

4.3.1 สมมติฐานการลงทุน

- อัตราดอกเบี้ยนโยบายในปี 2560 ทรงตัวที่ร้อยละ 1.50 ต่อปี และปรับตัวเพิ่มขึ้นปี 2561-2562 ร้อยละ 0.25 ต่อปี อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ร้อยละ 1.75 - 2.00 ต่อปี
- อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นในอนาคตจะมีผลต่าง (Spread) จากดอกเบี้ยนโยบายเท่ากับค่าเฉลี่ยในปัจจุบัน เนื่องจากมุมมองว่าอัตราดอกเบี้ยจะทรงตัวและปรับตัวขึ้นในอนาคต
- อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ภาคเอกชนในอนาคตจะมีผลต่าง (Spread) จากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลประมาณร้อยละ 0.20 - 0.36 ตราสารต่างประเทศให้ผลตอบแทนมากกว่าตราสารภาครัฐในประเทศประมาณร้อยละ 0.05-0.10
- เงินฝากมีส่วนต่างจากอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้นประมาณร้อยละ 0.05 - 0.15

4.3.2 แผนการลงทุน

ประเภทหลักทรัพย์	กรอบการลงทุน	แผนการลงทุน		
		อายุตราสาร (เดือน)	สัดส่วนการลงทุน (%)	ประมาณการผลตอบแทน (%)
1. ตราสารหนี้รัฐบาลไทย	ไม่น้อยกว่า 60%	1 – 12	24 – 85	1.40 – 1.50
2. ตราสารหนี้ต่างประเทศ		1 – 12	0 – 30	1.45 – 1.55
3. Reverse Repo		0 – 12	0 – 15	N/A
4. ตราสารหนี้อื่นๆ	ไม่มากกว่า 40%	3 -36	10 – 36	1.60 – 1.80
5. เงินฝาก	ไม่น้อยกว่า 10%	1 – 12	5 - 10	1.25 – 1.45
พอร์ตการลงทุน				1.55 – 1.70

หลักทรัพย์มั่นคงสูง (>60%): ลงทุนในตั๋วเงินคลัง หรือพันธบัตรรัฐบาลหรือพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน โดยอาจจะพิจารณาลงทุนในพันธบัตรที่มีอายุยาวกว่ากองทุน และจะพิจารณาให้มีการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย (Bond Forward) หากตราสารนั้นมีอายุยาวกว่ากองทุนมากกว่า 12 เดือน นอกจากนี้อาจจะแบ่งเงินบางส่วนไม่เกินร้อยละ 15 เพื่อเข้าทำธุรกรรมซื้อโดยมีสัญญาขายคืน (Reverse Repurchase Agreement) เพื่อใช้พักเงินระยะสั้นหากได้รับผลตอบแทนที่ดีกว่าฝากเงินไว้ในบัญชีออมทรัพย์ หรือเข้าซื้อตราสารที่ออกเป็นเงินตราสกุลหลักที่ออกหรือค้ำประกันโดยรัฐบาลต่างประเทศที่มีการป้องกันความเสี่ยงในด้านค่าเงิน 100% (Fully Hedged) หากผลตอบแทนในขณะนั้นดีกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐในประเทศ

หลักทรัพย์อื่น (<40%): เน้นลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชน หรือภาคธนาคารที่มีอันดับเครดิตระยะสั้นของตราสารอยู่ในระดับสูงสุด โดยประเภทตราสารที่จะเข้าลงทุนได้แก่ หุ้นกู้ระยะสั้น ตัวแลกเงินของธนาคาร หรือตั๋วสัญญาใช้เงินของธนาคารที่เป็นรัฐวิสาหกิจ

แนวทางในการบริหารกลยุทธ์เชิงรุก รวมถึงการซื้อขายเพื่อทำกำไรระยะสั้น เพื่อเพิ่มผลตอบแทนในระยะสั้นจากการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลซึ่งในบางช่วงเวลาอัตราผลตอบแทนอาจปรับตัวสูงขึ้นมากเกินไปในระยะสั้น จาก Demand Supply ในตลาด หรือ จากมุมมองดอกเบี้ยในแต่ละช่วงเวลา จึงมีโอกาสในการซื้อขายขายสลับเปลี่ยนตัวลงทุน เพื่อหาโอกาสเพิ่มผลตอบแทนในระยะสั้น

อายุเฉลี่ยตราสาร: อยู่ที่ประมาณ 6 - 9 เดือน ในช่วงแรกของการจัดตั้งกองทุน กำหนดอายุการลงทุนเฉลี่ย (duration) ให้สั้นกว่า จากสมมติฐานอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2561 และปรับเพิ่มขึ้นอีกครั้งในปี 2562 เน้นลงทุนในช่วงอายุที่ให้ผลตอบแทนสูงที่สุดใกล้เคียงกับอายุกองทุนให้มากที่สุด อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่เงินลงทุนเข้ามา กบพ. จะมีการวิเคราะห์ผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยในแต่ละช่วงอายุว่าอัตราดอกเบี้ยช่วงไหนจะให้ผลตอบแทนดีที่สุดเมื่อรวมถึงการคาดการณ์ผลตอบแทนที่เกิดจากการ Roll ตราสารดังกล่าว

ประมาณการผลตอบแทน ประมาณการอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยพอร์ต (Yield to Maturity) = 1.55 – 1.70% ต่อปี อายุเฉลี่ยตราสาร (Duration) อยู่ที่ประมาณ 0.50 - 0.75 ปี

บทที่ 5

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

5.1 บทสรุป

แนวทางการลงทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ในประเทศของ กปพ. สำหรับบริหารเงินลงทุนที่ได้รับจากการกู้เงินล่วงหน้าเพื่อปรับโครงสร้างหนี้สาธารณะ (มาตรา 24/1) ควรมุ่งเน้นและให้ความสำคัญในเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างความปลอดภัยของเงินต้น (Preservation of Capital) กับผลตอบแทนจากการลงทุน ภายใต้ระดับความเสี่ยงที่กำหนด โดยจะเป็นการลงทุนเชิงรุกที่มีการซื้อขายเพื่อทำกำไรระยะสั้น เพื่อเพิ่มผลตอบแทนส่วนเพิ่มและสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ โดยมีการกระจายการลงทุนโดยใช้กลยุทธ์ Strategic Asset Allocation คือ การผสมผสานการลงทุนในหลากหลายรูปแบบเพื่อลดระดับความเสี่ยงแต่ยังคงรักษาระดับผลตอบแทนโดยรวมในระยะยาวให้สูงขึ้น ร่วมกับกลยุทธ์ Tactical Asset Allocation คือ การปรับสัดส่วนการลงทุนในระยะสั้นหรือการโยกย้ายเงินลงทุนที่จัดสรรไว้ให้เหมาะสมกับสภาพเศรษฐกิจและสภาพของตลาดที่เปลี่ยนไป เพื่อเพิ่มโอกาสในการสร้างมูลค่าเพิ่มของการลงทุน โดยมีผลที่คาดว่าจะได้รับ ดังนี้

- 1) จากกระแสเงินทุนที่ไหลเข้าสู่ตลาดตราสารหนี้ในช่วงระยะเวลาโดยประมาณ 1 ปี จะส่งเสริมให้เกิดสภาพคล่องในตลาดให้มากยิ่งขึ้น มีผู้เล่นในตลาดมากขึ้น เพิ่มปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดแรกและตลาดรองให้มากยิ่งขึ้น ส่งผลให้ตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น
- 2) ภาครัฐสามารถออกพันธบัตรเพื่อใช้ในการดูแลปริมาณเงินในระบบให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม และส่งเสริมเศรษฐกิจในประเทศให้มีการเติบโต อย่างยั่งยืนและมีเสถียรภาพ
- 3) ภาคเอกชนจะเป็นการส่งเสริมเงินทุนให้กับภาคธุรกิจที่ต้องการเงินทุนอีกช่องทางหนึ่ง ซึ่งในตลาดตราสารหนี้ไทยยังคงเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่สำคัญในหลายภาคส่วนในระบบเศรษฐกิจ
- 4) ด้านต่างประเทศการขยายขนาดตลาดตราสารหนี้ให้มีขนาดใหญ่ขึ้นทำให้ดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนต่างชาติให้เข้ามาลงทุนในประเทศไทยมากขึ้น เสริมสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนต่างชาติ ในศักยภาพตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย

5.2 ข้อเสนอแนะ

- 1) การพิจารณาอันดับความน่าเชื่อถือที่ตราสารหนี้ ผู้ออกตราสาร หรือผู้ค้ำประกัน (Guarantor Rating)

การพิจารณาอันดับความน่าเชื่อถือตราสารหนี้เอกชนในประเทศ และตราสารหนี้ต่างประเทศ โดยพิจารณาการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ที่ตราสารหนี้ ที่ผู้ออกตราสาร (Issuer Rating) และ/หรือ ผู้ค้ำประกัน (Guarantor Rating) จะส่งผลดีต่อการลงทุนของ กปพ. ทำให้มีทางเลือกมากขึ้น สามารถกระจายการลงทุนได้มากขึ้น

2) การขยายกรอบการลงทุนในตราสารหนี้ที่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ต่ำกว่า A-

การขยายกรอบการลงทุนให้ กบพ. สามารถลงทุนในตราสารหนี้เอกชนในประเทศ และตราสารหนี้ต่างประเทศ โดยพิจารณาตราสารหนี้ที่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ต่ำกว่า A- เป็นการเพิ่ม Investment Universe ในการลงทุนให้มากขึ้น ช่วยกระจายความเสี่ยงในการลงทุน และส่งผลให้เป็นการเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยงจากการกระจายการลงทุนไปในทรัพย์สินต่างๆ ทางความเสี่ยงด้านเครดิตตราสารหนี้ที่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือไม่ต่ำกว่า A- ถือว่ามีความเสี่ยงในระดับต่ำ บริษัทมีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูง อีกทั้งด้านการบริหารความเสี่ยงนั้นทางผู้จัดการกองทุนมีกระบวนการในการคัดเลือกผู้ออกตราสารที่มีคุณภาพดี มีการติดตามผลการดำเนินงานและความสามารถในการชำระหนี้ของผู้ออกตราสารอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ความเสี่ยงของกองทุนโดยรวมจึงยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงเดิมไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก

3) การขยายสัดส่วนการลงทุนในเงินฝาก และตราสารหนี้ภาคเอกชน

กบพ.อาจพิจารณาเพิ่มสัดส่วนการลงทุนในเงินฝาก และตราสารหนี้ภาคเอกชน จากระดับปัจจุบันที่กำหนดไว้ การขยายสัดส่วนการลงทุนในเงินฝาก และตราสารหนี้ภาคเอกชน ช่วยเพิ่มโอกาสและผลตอบแทนจากการลงทุนให้มากขึ้น

4) การกระจายเงินลงทุนทั้งในส่วนขาเข้าและขาออก

กบพ.อาจพิจารณาการกระจายเงินลงทุน ทั้งในส่วนขาเข้าและขาออก ในกรณีที่เงินลงทุนมีจำนวนมากที่เข้ามาลงทุนในตลาดในคราวเดียว การกระจายเงินลงทุน และการกระจายสัดส่วนการครบกำหนดจะช่วยให้ตลาดปรับตัวให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมอัตราผลตอบแทนในตลาดไม่เกิดความผันผวนมากเกินไป

