

บทที่ 1

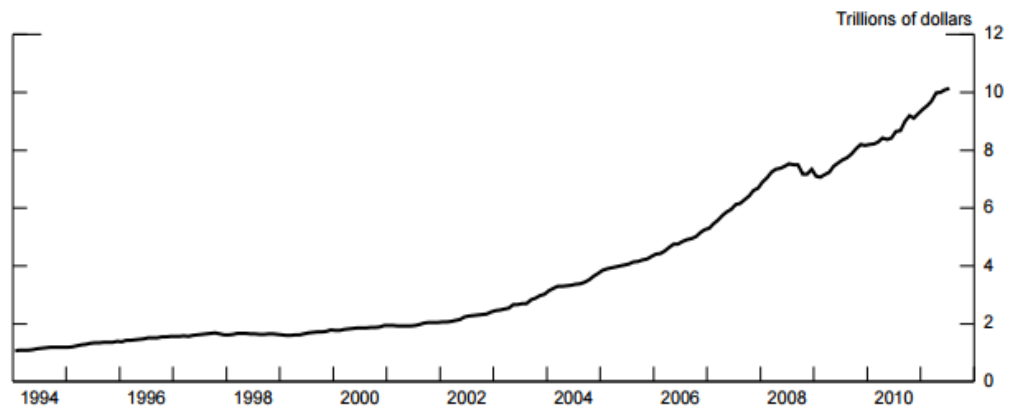
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในอดีตที่ผ่านมา การออมของโลกได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจและการพัฒนาในด้านต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการค้า การลงทุน และการเพิ่มขึ้นของผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่หลากหลาย โดยทั่วไปแล้วเงินออมของประเทศจะถูกเรียกในอีกชื่อหนึ่งว่า “ทุนสำรองระหว่างประเทศ” หรือ “Foreign Exchange Reserve” เนื่องจากทุนสำรองเหล่านี้อยู่ในรูปของเงินตราสกุลต่างประเทศ การจะได้มาซึ่งเงินตราต่างประเทศนั้นมีด้วยกันหลายปัจจัย ยกตัวอย่างเช่น การค้ากับต่างประเทศ หากมีการส่งออกสินค้าไปยังต่างประเทศมากกว่าการนำเข้า ก็จะทำให้การค้าอยู่ในรูปของการเกินดุล เงินตราต่างประเทศที่ได้รับมาก็จะมากกว่าเงินตราต่างประเทศที่เสียไป ทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น นอกจากการค้าแล้ว เรายังได้รับเงินตราต่างประเทศในรูปของการบริการ การท่องเที่ยว และเงินโอน รวมไปถึงการที่ชาวต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศอีกด้วย ซึ่งการลงทุนนั้น ไม่จำกัดเฉพาะการลงทุนในรูปของการผลิตหรืออุตสาหกรรม แต่ยังรวมถึงการลงทุนทางการเงิน การซื้อผลิตภัณฑ์ทางการเงินอย่าง กองทุน และพันธบัตร เป็นต้น ในภาพที่ 1.1 แสดงถึงปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้นของโลก พบว่าตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 เงินทุนสำรองของโลกก็ได้รับเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และโดยส่วนใหญ่ประเทศต่างๆ มักจะออมเงินเก็บไว้ในรูปของสินทรัพย์ปลอดภัยหรือก็คือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่อการผันผวนต่ำเช่นพันธบัตรรัฐบาล

พันธบัตรรัฐบาล หรือ Government Bonds หมายถึงตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาล และมีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป โดยมีข้อผูกมัดว่า ผู้ออกพันธบัตรหรือก็คือรัฐบาล มีหน้าที่ที่จะต้องจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือพันธบัตรตามอัตราและระยะเวลาที่กำหนดไว้ในพันธบัตรหรือสัญญานั้น โดยวัตถุประสงค์ของการออกพันธบัตรก็เพื่อระดมทุนจากนักลงทุนและประชาชนทั่วไป มาใช้จ่ายในกิจกรรมของรัฐบาล ซึ่งพันธบัตรรัฐบาลสามารถแบ่งตามระยะเวลาการถือครองได้ดังนี้ คือ พันธบัตรระยะสั้นอายุ 1 - 5 ปี พันธบัตรระยะกลางอายุ 5 - 10 ปี และพันธบัตรระยะยาว (Treasury Bonds) อายุตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป ส่วนตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลแต่อายุไม่ถึง 12 เดือนนั้นจะเรียกว่า ตั๋วเงินคลัง (Treasury Bills)

Global foreign exchange reserves.

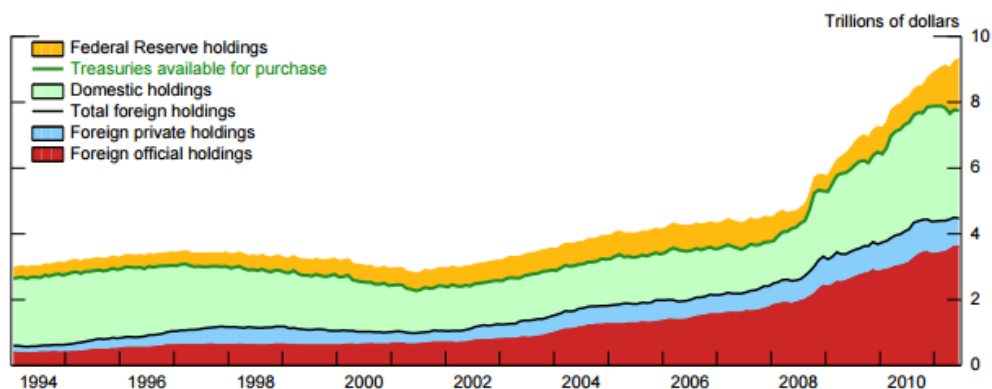


ที่มา www.federalreserve.gov

ภาพที่ 1.1 แสดงมูลค่าทุนสำรองระหว่างประเทศของโลก ตั้งแต่ปี 1994 ถึง ปี 2010

และในบรรดาพันธบัตรรัฐบาลของทุกประเทศ พันธบัตรที่เป็นที่นิยมและมีผู้สนใจถือครองเป็นจำนวนมากก็คือ พันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกา เนื่องจากสกุลเงินดอลลาร์เป็นสกุลเงินหลักที่เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป ทำให้ประเทศต่างๆ เก็บสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศในรูปแบบของเงินสกุลดอลลาร์ และเมื่อการออมของโลกเพิ่มสูงขึ้น ความต้องการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาก็เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอายุตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป (Treasury Bonds)

Supply and demand for U.S. Treasury securities.



ที่มา www.federalreserve.gov

ภาพที่ 1.2 แสดงสัดส่วนความต้องการถือครองพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994 ถึง ค.ศ. 2010

ตารางที่ 1.1 แสดงสัดส่วนการถือครองพันธบัตรระยะยาวของอเมริกาแยกตามประเภทของผู้ถือครอง

Holders of U.S. Treasury Securities (USD Billions)										
	Individuals	Funds	Banking	Insurance	Monetary	Governments	Foreign	Pension Fund	Other	Total
1996	899.3	217.4	203.1	219.4	390.9	257.0	1,121.0	914.0	94.4	4,316.5
1997	804.2	226.5	199.8	181.9	430.7	239.3	1,248.3	964.3	85.0	4,380.0
1998	751.3	240.2	168.4	148.1	452.1	280.8	1,251.0	987.8	86.7	4,366.6
1999	825.1	214.8	111.5	127.6	478.0	304.5	1,152.9	1,034.7	87.5	4,336.7
2000	591.7	213.5	104.2	115.9	511.7	310.0	1,115.5	1,028.5	71.7	4,062.7
2001	443.4	254.7	87.4	115.4	551.7	328.4	1,199.0	1,065.0	73.3	4,118.5
2002	278.1	273.0	101.9	161.3	629.4	354.7	1,402.2	1,098.6	100.7	4,400.1
2003	423.5	274.0	157.4	166.4	666.7	361.5	1,546.9	1,132.5	94.1	4,823.2
2004	476.0	267.4	52.7	188.5	717.8	405.0	1,841.3	1,173.3	104.6	5,226.6
2005	423.7	278.7	24.7	202.3	744.2	511.8	2,012.2	1,214.9	148.3	5,560.9
2006	333.9	278.1	21.0	197.9	778.9	570.9	2,153.0	1,280.2	166.6	5,780.4
2007	199.9	392.5	14.4	141.9	740.6	648.6	2,406.8	1,315.0	191.4	6,051.2
2008	173.5	822.0	260.1	171.4	475.9	600.9	3,288.5	1,394.5	166.7	7,353.5
2009	840.0	747.4	268.0	222.0	776.6	586.5	3,728.1	1,512.8	177.7	8,859.2
2010	1,106.7	815.6	352.8	248.4	1,021.5	595.5	4,519.8	1,626.7	217.5	10,504.4
2011	702.0	989.1	402.8	271.8	1,663.4	561.1	5,064.8	1,766.3	220.6	11,642.0
2012	943.9	1,094.3	517.7	270.6	1,666.1	603.9	5,648.1	1,894.4	184.0	12,822.9
2013	1,144.9	1,031.8	390.1	264.7	2,208.8	586.1	5,860.9	2,018.6	174.8	13,680.6
2014	842.1	1,177.6	517.4	285.4	2,461.4	622.6	6,212.7	2,107.1	190.5	14,416.7
2015	1,123.5	1,398.8	542.3	296.8	2,461.6	686.7	6,217.8	2,200.5	213.2	15,141.1

ที่มา: Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States

จากภาพ 2 และตารางที่ 1 จะเห็นว่าปริมาณของการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐอเมริกาเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 ซึ่งสอดคล้องกับปริมาณทุนสำรองของโลกที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นอาจสรุปได้ว่าปริมาณทุนสำรองของโลกที่เพิ่มสูงขึ้นนั้นมาจากการเพิ่มขึ้นในการถือครองพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐอเมริกา ยิ่งไปกว่านั้น เมื่อเราพิจารณาในสัดส่วนของความต้องการการเข้าถือของพันธบัตรระยะยาวสหรัฐฯที่เพิ่มสูงขึ้น พบว่า สัดส่วนที่เพิ่มสูงขึ้นนั้นมาจากการเข้าถือครองของต่างชาติ มากกว่าการถือครองในประเทศ

Bernanke (2005) เบนันเก้ อดีตประธานธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา เคยออกมาให้สัมภาษณ์ถึงความกังวลเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของอเมริกา(Long-Term Interest Rate) และอัตราดอกเบี้ยของโลกที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากเกินไป โดยพบว่าเงินทุนสำรองต่างประเทศของโลก (Global Foreign Exchange Reserve) มีการเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสัดส่วนสำคัญของการเพิ่มขึ้นในเงินทุนสำรองต่างประเทศของโลกนั้น อยู่ในรูปของการลงทุนในตราสารระยะยาวของอเมริกา (U.S. Treasury Securities) โดย ณ เดือนมิถุนายน ปี 2010 คิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 36 เปอร์เซ็นต์ของเงินทุนสำรองต่างประเทศของโลกทั้งหมดที่ถืออยู่ หรือก็คือสัดส่วนการถือครองตราสารระยะยาวของ

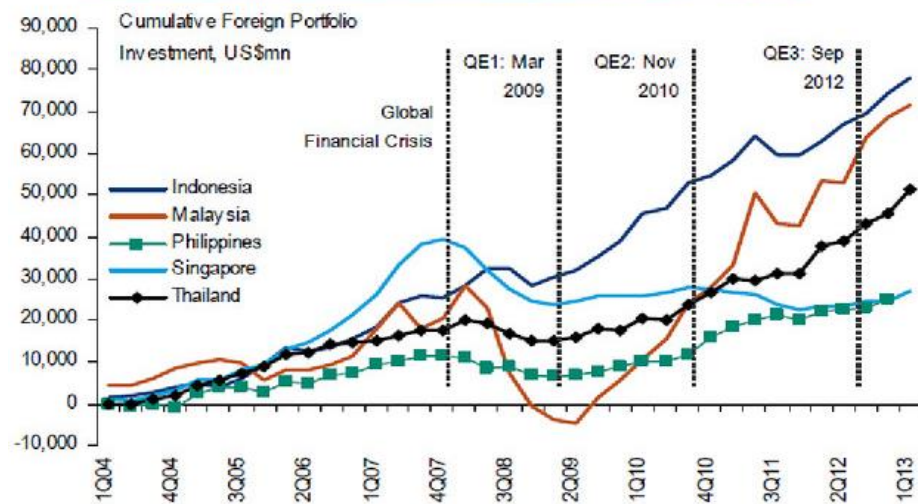
สหรัฐอเมริกาเพิ่มสูงขึ้นจาก 400 พันล้านเหรียญสหรัฐในเดือนมกราคม ปี 1994 เป็น 3 ล้านล้านเหรียญสหรัฐในเดือนมิถุนายน 2010

ส่วนสำคัญที่ทำให้ปริมาณเงินทุนสำรองของโลกเพิ่มสูงขึ้นนั้นมาจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ หรือที่เราเรียกอีกอย่างหนึ่งว่ามาตรการผ่อนคลายในเชิงปริมาณทางการเงิน (Quantitative Easing : QE) ผลของการทำ QE ทำให้ค่าเงินดอลลาร์อ่อนค่าลง เนื่องจากมาตรการดังกล่าวทำให้การพิมพ์เงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ การที่มีเงินไหลเข้าสู่เศรษฐกิจของอเมริกามากขึ้น หรือการที่ปริมาณเงินในระบบเศรษฐกิจเพิ่มสูงขึ้นนั้น ทำให้ค่าเงินของสหรัฐฯ อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินต่างประเทศยิ่งไปกว่านั้นมาตรการดังกล่าวยังทำให้อัตราผลตอบแทน หรืออัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ลดลงอยู่ในระดับต่ำ เพื่อหวังที่จะกระตุ้นภาคการผลิตภายในประเทศ ให้คนกล้าที่จะเอาเงินออกมาลงทุน และให้ประชาชนหันมาบริโภคแทนการออมมากขึ้น

การที่อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ปรับลดลงนั้น จึงเป็นเสมือนสัญญาณให้นักลงทุนเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมการลงทุนเพื่อแสวงหาแหล่งลงทุนที่ให้ผลตอบแทนดีกว่า อย่างเช่น กลุ่มประเทศเกิดใหม่ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และประเทศไทย หรือที่เรียกกันในชื่อของ Emerging Market Economie : EMEs เพราะเมื่อเทียบผลตอบแทนกับประเทศขนาดใหญ่อย่างสหรัฐอเมริกา ประเทศในตลาดเกิดใหม่มีการให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงกว่า

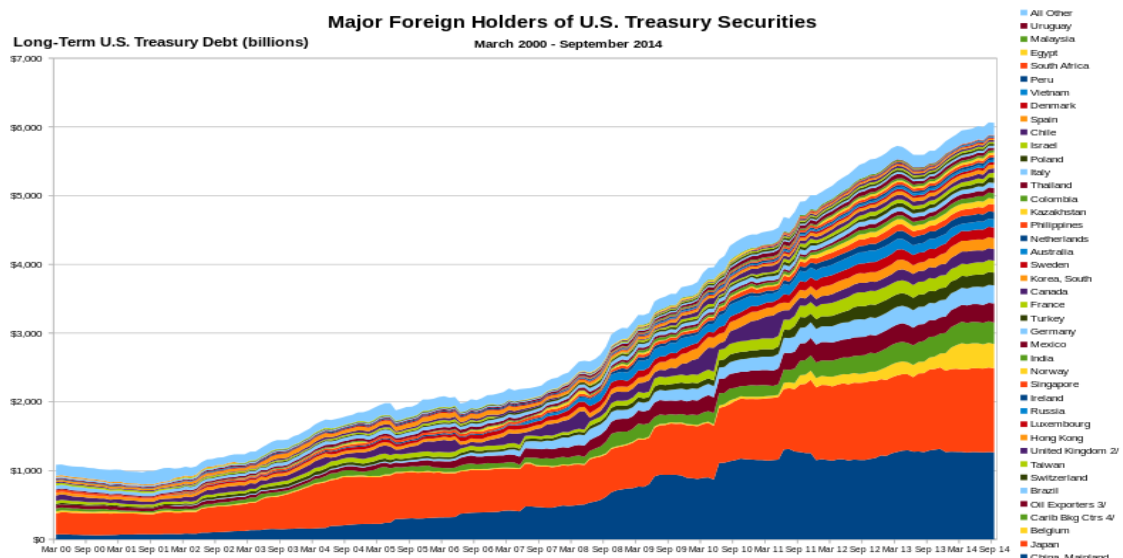
ในภาพที่ 1.3 แสดงให้เห็นว่าเมื่อมีการใช้มาตรการ QE เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา เงินทุนจากต่างประเทศก็ไหลเข้ามาลงทุนในกลุ่มประเทศเกิดใหม่มากขึ้น และเมื่อมีการไหลเข้าของเงินทุนต่างประเทศ (Foreign Capital Inflow) มากขึ้น ก็ทำให้ประเทศเหล่านี้มีการเกินดุลในดุลการชำระเงิน (Balance of Payment Surplus) หรือก็คือทำให้ประเทศมีทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserve) ที่อยู่ในรูปของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับการให้สัมภาษณ์ของเบอนันท์ เบร์นันเก้ (Bernanke (2005) ที่กล่าวว่า การที่สัดส่วนของพันธบัตรระยะยาวของสหรัฐอเมริกาเพิ่มสูงขึ้นนั้นมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากจากการที่กลุ่มประเทศ EME มีการเกินดุลในดุลชำระเงินนั่นเอง

Cumulative foreign portfolio investment in ASEAN (1Q 2004 – 1Q 2013)



ที่มา www.bofam.com/en-us/content/global-research-about.

ภาพที่ 1.3แสดงภาพรวมการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติ กับประเทศในกลุ่มอาเซียน (ASEAN) ปี ค.ศ. 2004-ค.ศ. 2013



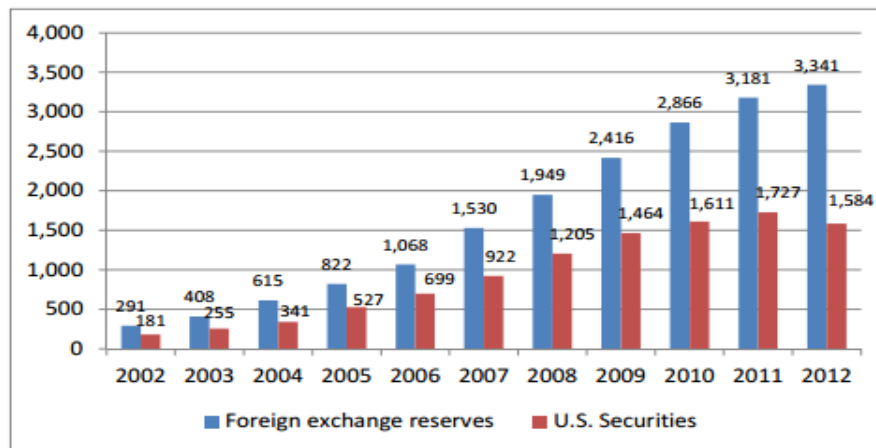
ที่มา <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx>

ภาพที่ 1.4การถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐอเมริกาแยกตามรายประเทศ

เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาล ก็คือตราสารหนี้ประเภทหนึ่ง ผู้ที่ถือพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯก็เปรียบเสมือนเจ้าหนี้ของสหรัฐอเมริกานั้นเอง ซึ่งจากภาพที่ 4. จะเห็นว่าประเทศที่มีการถือครองพันธบัตรของสหรัฐอเมริกาสูงที่สุดนั้น ได้แก่ประเทศจีน และรองลงมาคือประเทศญี่ปุ่น จากรายงานของ Congressional Research Service, Wayne and Marc (2013) จีนมีการถือครองสินทรัพย์ในรูปของ

สกุลเงินดอลลาร์เป็นจำนวนมาก ที่ผ่านมามีการถือครองสินทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาเป็นอันดับหนึ่ง แต่หลังจากเดือนมิถุนายน ปี 2012 จีนกลายเป็นผู้ถือครองสูงสุดเป็นอันดับสองรองจากญี่ปุ่น ซึ่งก็คือประมาณ 1.6 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ลดลงจาก 1.7 ล้านล้านเหรียญสหรัฐ ในช่วงเดียวกันของปีก่อน

China's Foreign Exchange Reserves and Holdings of U.S. Public and Private Securities: 2002-2012
(\$ billions)

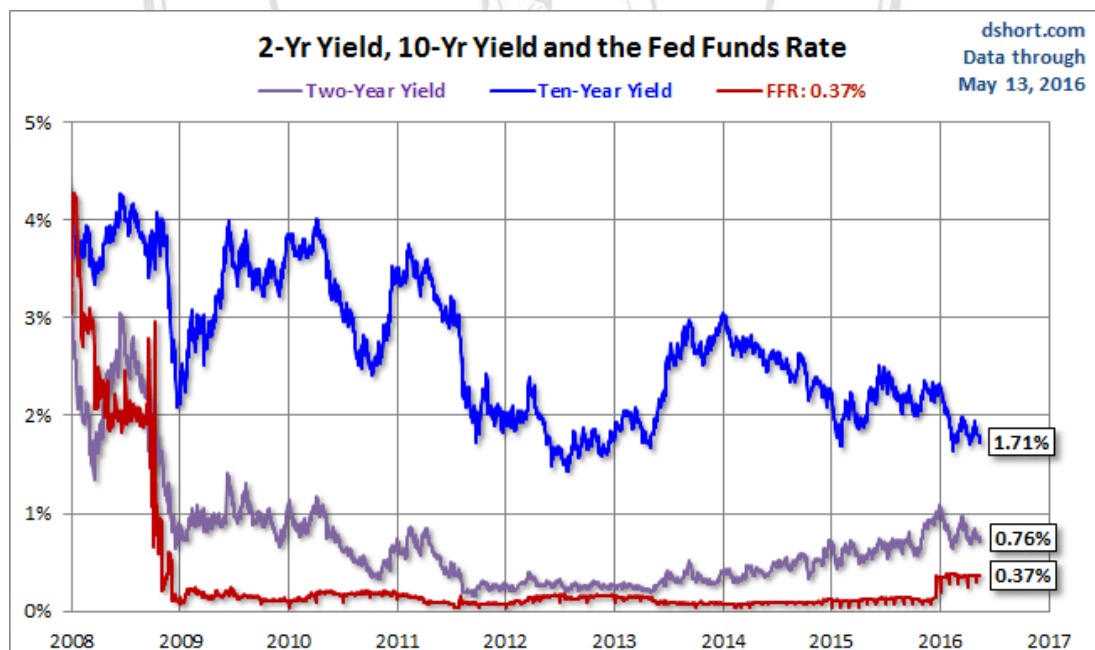


ที่มา www.fas.org/sgp/crs/mise

ภาพที่ 1.5 แสดงถึงเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนที่ถืออยู่ในรูปของสินทรัพย์สหรัฐฯ

นอกจากนั้นแล้วการที่ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลง ยังส่งผลกระทบต่อ การถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐอเมริกาของ ประเทศจีน WenJiabao (2009) ผู้ดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีของ ประเทศจีนเคยออกมาแสดงความกังวลจากเหตุการณ์การอ่อนค่าของค่าเงินดอลลาร์ว่าเป็นสาเหตุที่ทำให้มูลค่าของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่จีนถือครองอยู่นั้นมีมูลค่าลดลง และจากการที่จีนมีการถือครองเงินทุนสำรองต่างประเทศในรูปพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก ผลกระทบของการอ่อนค่าของเงินดอลลาร์จึงมีมูลค่ามหาศาล ทำให้นักวิเคราะห์ของประเทศจีนส่วนหนึ่งออกมาเสนอความคิดเห็นให้ลดการถือครองสินทรัพย์ที่อยู่ในรูปเงินสกุลดอลลาร์ลง เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากค่าเงิน การออกมาแสดงความเห็นของนักวิเคราะห์ดังกล่าวเพิ่มความกังวลต่อเศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาเช่นกัน เพราะหากจีนทำการขายสินทรัพย์ขนาดใหญ่ในสกุลเงินดอลลาร์ออกมา ย่อมส่งผลกระทบต่อความมั่นคงของเศรษฐกิจสหรัฐอย่างแน่นอน

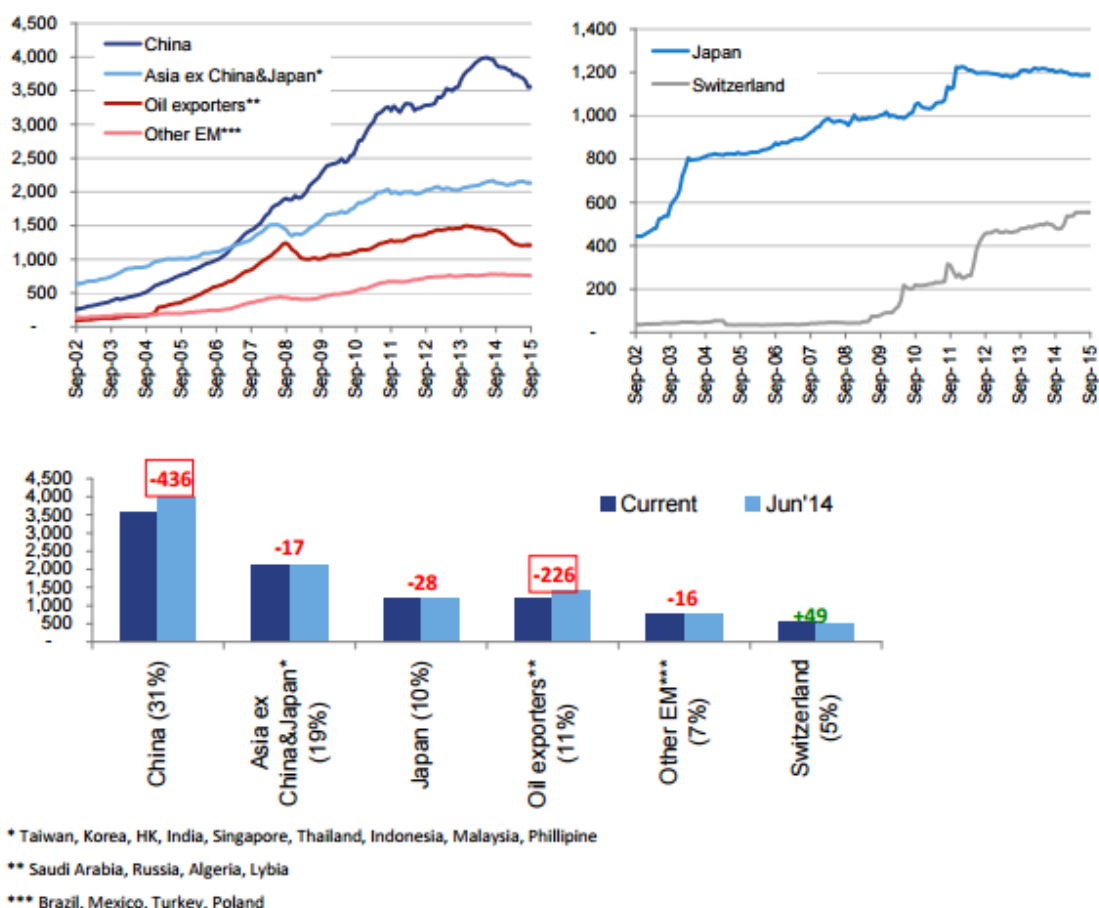
หลังจากที่ใช้นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจมาอย่างยาวนาน มาตรการ QE ของสหรัฐอเมริกาที่เริ่มเป็นผลเมื่อเศรษฐกิจของสหรัฐเริ่มฟื้นตัวเป็นไปตามคาด ทำให้ปี ค.ศ.2016 สหรัฐอเมริกาก็ได้ยุติการใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เมื่อเศรษฐกิจของสหรัฐเริ่มกลับมามีแนวโน้มดีอีกครั้ง อัตราดอกเบี้ยที่เคยอยู่ในระดับต่ำมาโดยตลอดตั้งแต่ปี ค.ศ.2009 ก็เริ่มมีแนวโน้มฟื้นตัวตามไปด้วย จากภาพที่ 6. แสดงถึงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นและระยะยาว และอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาพบว่า ตั้งแต่ปี ค.ศ.2009 ที่สหรัฐเริ่มมีการใช้มาตรการQE อัตราดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกา (Fed Fund Rate:FFR) ก็อยู่ในระดับต่ำมาโดยตลอด เช่นเดียวกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุสองปี (Two-Year Yield) และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุสิบปี (Ten-Year Yield) แต่หลังจากปี ค.ศ. 2015 ที่เศรษฐกิจสหรัฐอเมริกาดีขึ้นจนสามารถหยุดใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจลงได้อัตราดอกเบี้ยและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลก็กลับมามีทิศทางที่ดีขึ้น โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุสองปีที่ปรับเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรอายุสิบปีมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากระดับไม่ถึง 2 เปอร์เซ็นต์ในช่วงปลายปี ค.ศ.2015 เป็น 2.5 เปอร์เซ็นต์ในช่วงกลางปี ก่อนจะกลับมาทรงตัวอีกครั้งในปี ค.ศ.2016



ที่มา <http://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/Treasury-Yield-Snapshot>

ภาพที่ 1.6 แสดงอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นและอัตราดอกเบี้ยระยะยาวของสหรัฐอเมริกา

ผลที่ตามมาจากการที่เศรษฐกิจสหรัฐฯฟื้นตัว และอัตราดอกเบี้ยที่กำลังจะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นนั้น แน่นอนว่าต้องกระทบกับกระแสเงินทุนที่หมุนเวียนทั่วโลก เนื่องจากนักลงทุนมีพฤติกรรมการลงทุนในประเทศที่ให้ผลตอบแทนสูง หากดอกเบี้ยของสหรัฐฯปรับตัวเพิ่มขึ้น จะเป็นการดึงเงินทุนที่เคยออกนอกประเทศให้กลับเข้ามายังเศรษฐกิจสหรัฐฯอีกครั้ง และนอกจากนี้ ผลพวงจากการใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมาอย่างยาวนานของสหรัฐฯ ยังกระทบเศรษฐกิจของประเทศต่างๆทั่วโลกอีกด้วย

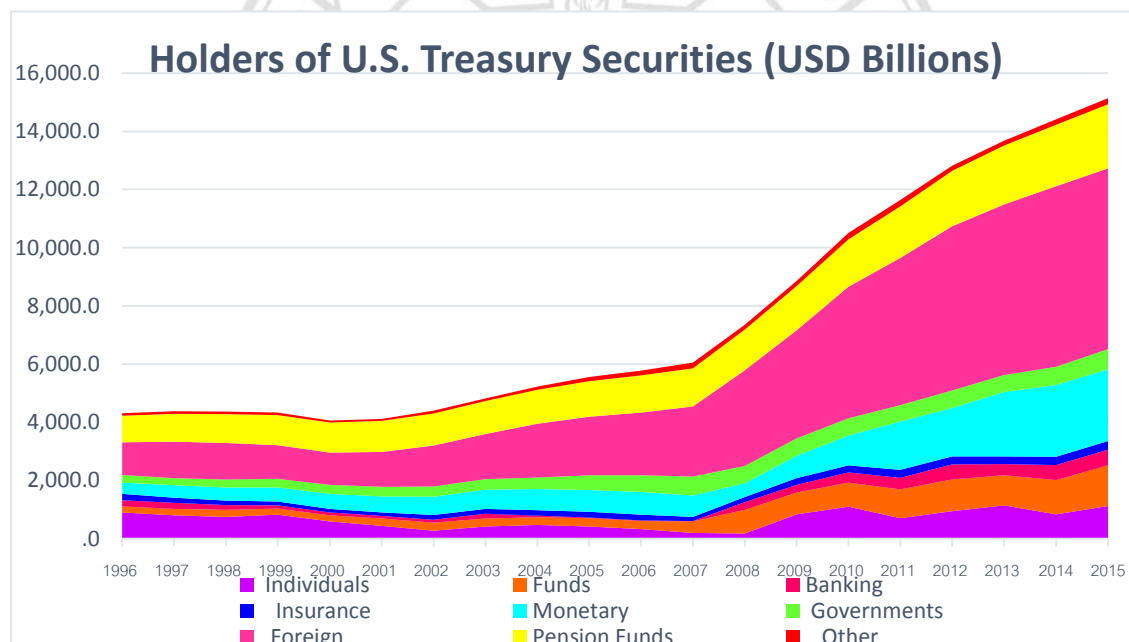


ที่มา Bloomberg, TISCO Economic Strategy Unit (ESU)

ภาพที่ 1.7 ทุนสำรองระหว่างประเทศ (USD, bn) ของจีนกลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมันเริ่มมีแนวโน้มลดลงตั้งแต่กลางปี 2014 ในขณะที่ทุนสำรองสวิตส์แลนด์และญี่ปุ่นเริ่มทรงตัว

นับตั้งแต่ช่วงกลางปี ค.ศ. 2014 ปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของโลกได้ปรับลดลง โดยเฉพาะทุนสำรองระหว่างประเทศในประเทศจีน ญี่ปุ่น กลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมัน และประเทศสวิตเซอร์แลนด์ สาเหตุสำคัญที่ทำให้ปริมาณทุนสำรองระหว่างประเทศลดลงเกิดจาก 1.) การแทรกแซงค่าเงินหยวนของจีน เพื่อไม่ให้ค่าเงินหยวนอ่อนค่าเร็วเกินไป ธนาคารกลางจีนได้เข้าแทรกแซงด้วยการขายเงินสกุลต่างประเทศ (สกุลเงินดอลลาร์) และซื้อคืนเงินหยวน ทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ในรูปเงินสกุลดอลลาร์ลดลง 2.) การชะลอตัวของการค้าโลก ทำให้ประเทศต่างๆ

ที่เคยมีการส่งออกเกินดุลในบัญชีเดินสะพัดลดลง 3.) การปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ เนื่องจากจีนเป็นผู้นำเข้าสุทธิของสินค้าโภคภัณฑ์ ทำให้พอค่าเงินหยวนอ่อนค่ากลุ่มประเทศที่ส่งออกไปจีนก็ส่งออกได้น้อยลง ทุนสำรองระหว่างประเทศจึงลดลงตามไปด้วย 4.) ภาวะเงินทุนไหลออกจากตลาดเกิดใหม่ จากการยุติการใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกา ทำให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่า และอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ ปรับเพิ่มขึ้น ทำให้เงินทุนมีแนวโน้มเคลื่อนย้ายกลับไปยังสหรัฐอเมริกา เงินทุนที่เคยอยู่ในกลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่จึงลดลง ทำให้ประเทศเหล่านี้มีทุนสำรองระหว่างประเทศลดลง 5.) การลดการแทรกแซงค่าเงินของธนาคารกลางสวิสเซอร์แลนด์และญี่ปุ่น จากที่สวิสเซอร์แลนด์เคยประกาศตรึงค่าเงินสวิสฟรังก์ก็ได้เปลี่ยนมาเป็นยกเลิกการตรึงค่าเงิน ทำให้ทุนสำรองระหว่างประเทศที่เคยเพิ่มสูงขึ้นจากความกลัวในวิกฤตินี้ยุโรปก็ได้กลับมาสู่ภาวะปกติแทน (กำพล, 2558)



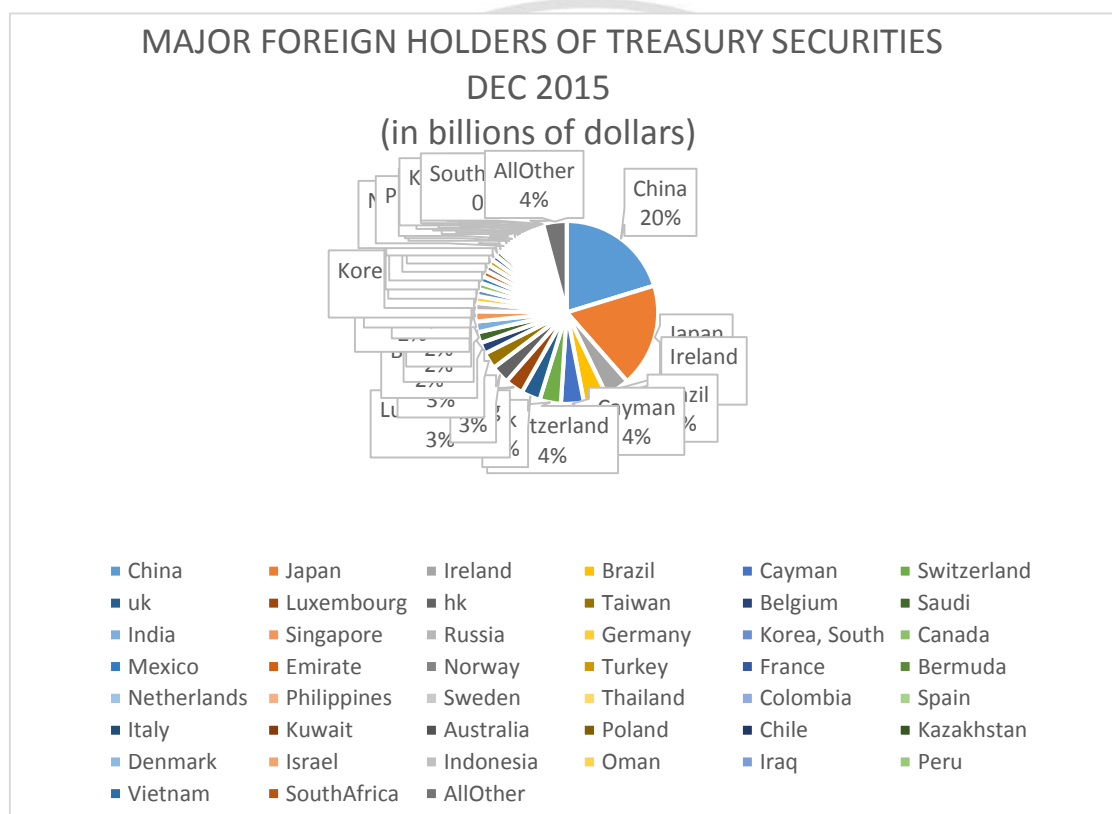
ที่มา Federal Reserve System, Financial Accounts of the United States

ภาพที่ 1.8 สัดส่วนการถือครองพันธบัตรระยะยาวของอเมริกาแยกตามประเภทของผู้ถือครอง

ในภาวะที่เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางทั่วโลกมีแนวโน้มลดลง ถูกเรียกในอีกชื่อหนึ่งว่า “Quantitative Tightening” หรือ “QT” เพราะเมื่อทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศต่างๆ ลดลง ซึ่งทุนสำรองนี้ส่วนใหญ่อยู่ในรูปของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และจากภาพ 8. พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ โดยส่วนใหญ่ก็ถือครองโดยต่างประเทศมากกว่าในประเทศ การลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศในประเทศที่ถือครองขนาดใหญ่อย่าง จีน ญี่ปุ่น กลุ่มประเทศผู้ส่งออก

น้ำมัน และสวิตเซอร์แลนด์ จึงอาจส่งผลให้เกิดแรงขายในตลาดพันธบัตร และทำให้ผลตอบแทนของพันธบัตรปรับเพิ่มขึ้นจนอาจส่งผลต่อการเงินตั้งตัวในที่สุด

จากภาพที่ 1.9 แสดงสัดส่วนการถือครองพันธบัตรสหรัฐอเมริกา ณ เดือนธันวาคม ปี 2015 พบว่า ประเทศที่มีสัดส่วนการถือครองพันธบัตรสูงสุดคือ จีน ถืออยู่ 20 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯทั้งหมด รองลงมาเป็น ญี่ปุ่น ถืออยู่ 18 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ตามด้วยอิสราเอล บราซิล และกลุ่มประเทศในหมู่เกาะเคย์แมน



ที่มา <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx>

ภาพที่ 1.9 แสดงสัดส่วนการถือครองพันธบัตรสหรัฐอเมริกา ณ เดือนธันวาคม ปี 2015

ดังนั้นแล้วจากเหตุการณ์ที่ภาวะเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของโลกลดลง เป็นผลให้ประเทศขนาดใหญ่ที่มีทุนสำรองมาก และถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯเป็นจำนวนมาก ต้องลดการถือครองพันธบัตรลง จึงเป็นที่สนใจที่จะศึกษาผลกระทบและการเปลี่ยนแปลงของการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ในกลุ่มประเทศที่มีการถือครองขนาดใหญ่ต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร หรือดอกเบี้ยของสหรัฐฯอย่างไร โดยเฉพาะประเทศจีน ญี่ปุ่น ที่มีสัดส่วนการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ เป็นอันดับสูงสุด 2 อันดับแรก โดยคิดจากค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี (ตั้งแต่ปี 2006-2016) ประเทศจีน ถือพันธบัตรของสหรัฐฯคิดเป็นสัดส่วนเกิน 20% ของ

มูลค่าพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดที่ประเทศสหรัฐฯ จำหน่ายอยู่ ส่วนประเทศญี่ปุ่นนั้น คิดเป็นสัดส่วนเกิน 18%

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์และผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงการถือครองพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของสหรัฐอเมริกา ของกลุ่มประเทศที่มีสัดส่วนการถือครองขนาดใหญ่ (Large Holdings of U.S. Treasuries) กับ ผลตอบแทนพันธบัตร (Yield of Treasuries)

1.3 ประโยชน์ที่จะได้รับการศึกษา

1. เพื่อให้ภาครัฐและประชาชน ทราบถึงความสัมพันธ์และผลกระทบ จากการเปลี่ยนแปลงการถือครองพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของสหรัฐอเมริกา ของกลุ่มประเทศที่มีสัดส่วนการถือครองขนาดใหญ่ (Large Holdings of U.S. Treasuries) กับ การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนพันธบัตร (Yield of Treasuries) เพื่อให้เกิดการเตรียมการรับมือ ถึงการเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจที่จะเกิดขึ้น

2. เพื่อเป็นข้อมูลให้นักลงทุน ใช้ในการประกอบการตัดสินใจการลงทุนในตลาดตราสารหนี้ และ ตลาดตราสารทุน

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษาความสัมพันธ์ของการถือครองพันธบัตรระยะยาวสหรัฐฯ และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร โดยในการศึกษานี้ได้มีข้อสมมุติฐานที่ว่า อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะยาวสหรัฐฯ และปริมาณการถือครองพันธบัตร มีผลกระทบซึ่งกันและกัน สำหรับข้อมูลการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯ นั้นได้เลือกใช้ข้อมูลทศวรรษแบบอนุกรมเวลา รายเดือน ตั้งแต่กุมภาพันธ์ ปี พ.ศ. 2556 ถึงเดือน พฤษภาคม ปี พ.ศ. 2559 รวมทั้งสิ้น 40 เดือน โดยอ้างอิงและรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือ ได้แก่ ธนาคารโลก (World Bank) และธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา (Federal Reserve) โดยประเทศที่นำมาวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์นั้น ได้ทำการเลือกจากประเทศที่มีมูลค่าการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐฯ อเมริกาสูงสุด 2 อันดับแรก ได้แก่ จีน ญี่ปุ่น เนื่องจากทั้งประเทศจีนและประเทศญี่ปุ่น ในช่วงเวลาดังกล่าว ตั้งแต่ เดือนกุมภาพันธ์ 2556 ถึง เดือน พฤษภาคม 2559 ทั้งสองประเทศมีการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 20% ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดที่สหรัฐฯ จำหน่ายอยู่ ส่วนประเทศอื่นคิดเป็นสัดส่วนไม่ถึง 4%

ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรบัตร (Yield of Treasury) ผู้ศึกษาได้เลือกอัตราผลตอบแทนระยะกลางถึงยาว มาใช้ในการเปรียบเทียบ ประกอบไปด้วย อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปี อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 7 ปี และ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ทั้งนี้ ได้ใช้วิธีการเก็บข้อมูลโดยเลือกข้อมูลอัตราผลตอบแทนพันธบัตร ณ วันสุดท้ายของเดือน เพื่อจะได้สอดคล้องกับข้อมูลการเข้าถือครองพันธบัตรที่มีการเก็บรวบรวมข้อมูล ณ สิ้นวันสุดท้ายของเดือนเช่นกัน

1.5 นิยามศัพท์

พันธบัตรรัฐบาล (Government Bonds) หมายถึงตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาล และมีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป โดยมีข้อผูกมัดว่า ผู้ออกพันธบัตรหรือก็คือรัฐบาล มีหน้าที่ที่จะต้องจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือพันธบัตรตามอัตราและระยะเวลาที่กำหนดไว้ในพันธบัตรหรือสัญญานั้น

มูลค่าการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯของนักลงทุนชาวต่างชาติ (Foreign Holding U.S. Treasury) หมายถึง มูลค่าหรือจำนวนเงินทั้งหมดที่ประเทศใช้เพื่อเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯในช่วงเวลาในเวลานึง ซึ่งโดยทั่วไปจะมีการเก็บข้อมูลสถิติในรูปแบบรายเดือน และเนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯมีความน่าเชื่อถือ และถือเป็นหนึ่งสินทรัพย์ปลอดภัยของโลก ดังนั้นแล้วพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯจึงมักถูกเก็บสะสมอยู่ในรูปของเงินทุนสำรองระหว่างประเทศ

เงินทุนสำรองระหว่างประเทศ (Foreign Exchange Reserve) คือเงินทุนที่ประเทศเก็บสะสมไว้เป็นทุนสำรอง ซึ่งอยู่ในรูปตราสารทางการเงินในสกุลเงินต่างประเทศ ตัวอย่างเช่น หากประเทศมีการส่งออกมากกว่าการนำเข้า แปลว่า ประเทศมีการได้มาซึ่งเงินตราสกุลต่างประเทศมากกว่าการเสียไปของเงินตราสกุลต่างประเทศ ดังนั้นจึงเป็นรายรับสุทธิ กรณีนี้จะทำให้เงินตราสกุลต่างประเทศเพิ่มขึ้น หรือก็คือ ประเทศมีเงินทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น

อัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield of Treasury) หมายถึง ผลตอบแทนจากการถือครองพันธบัตรเมื่อถือครองจนถึงวันสิ้นสุดอายุสัญญา โดยคิดให้อยู่ในรูปร้อยละหรือ เปอร์เซ็นต์