

เอกสารเพิ่มเติม

ข้อมูลที่เกี่ยวข้อง

- แนวโน้มตลาดตราสารหนี้: มาตรการ ธปท. เพื่อลดการขาดแคลนสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้



แนวโน้มตลาดตราสารหนี้: มาตรการ ธปท. เพื่อลดการขาดแคลนสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้

- ▶ ตลาดตราสารหนี้ไทยผันผวนสูงตั้งแต่เดือนมีนาคมเป็นต้นมา และนักลงทุนต่างชาติและบริษัทบริหารสินทรัพย์ขายตราสารหนี้ไทยปริมาณมหาศาล ขณะที่รายย่อยขายกองทุนรวมตราสารหนี้จนทำให้กองทุนบางแห่งขาดสภาพคล่อง
- ▶ ความกังวลว่าวิกฤตการแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนาจะกลายเป็นวิกฤตเศรษฐกิจโลกคือมูลเหตุสำคัญ
- ▶ ตราสารหนี้ภาคเอกชนของไทยเสี่ยงมากที่สุดที่จะผิมนัดชำระหนี้ เนื่องจากต้นทุนการกู้เงินของเอกชนที่พุ่งขึ้นรุนแรง ขนาดของหุ้นกู้เอกชนระยะยาวเพิ่มขึ้นมาก โดยเฉพาะ Non-rated และรายย่อยเป็นผู้ที่ถือครองหุ้นกู้รายใหญ่
- ▶ มาตรการการเงินที่ประกาศในวันนี้ (7 เมษายน) สะท้อนว่า ธปท. ต้องการลดอุปสรรคด้านการส่งผ่านของมาตรการ และจะช่วยเหลือผู้ประกอบการและประชาชนได้เร็วขึ้น โดยคาดว่าจะทำให้ (1) มีโอกาสปล่อยสินเชื่อจริงมากขึ้น (2) ต้นทุนของสถาบันการเงินที่รับเงินฝากต่ำลง (3) ช่วยลดความขาดแคลนอุปสงค์ในตลาดตราสารหนี้ แต่แต่หุ้นกู้บางส่วนยังคงเสี่ยงผิมนัดชำระหนี้ เนื่องจากมาตรการไม่ครอบคลุมตราสารหนี้ที่ความน่าเชื่อถือต่ำกว่า BBB- และ Non-rated และอุปสงค์ในตลาดยังต่ำ

กอบสิทธิ์ ศิลปชัย CFA

kobsidthi.s@kasikornbank.com

พีรพรรณ สุวรรณรัตน์

Peerapan.s@kasikornbank.com

วรินทร์ ภูทอง

Warunthorn.p@kasikornbank.com

สรศักดิ์ อรรถรังสรรค์

San.a@kasikornbank.com

ตลาดตราสารหนี้ไทยผันผวนสูงและขาดสภาพคล่อง

ตลาดตราสารหนี้ไทยผันผวนสูงตั้งแต่เดือนมีนาคมเป็นต้นมา โดยนักลงทุนขายตราสารหนี้ไทยปริมาณมหาศาล โดยเฉพาะต่างชาติขายสุทธิถึง 9.2 หมื่นล้านบาท มากที่สุดตั้งแต่มีการบันทึกข้อมูลในปี 2009 และทำให้สัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของต่างชาติในเดือนมีนาคมลดลงเหลือเพียง 15% จากสูงสุดที่ 18.9% ส่วนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (Asset Management Companies) ซื้อสุทธิเพียง 7.5 หมื่นล้านบาท ต่ำกว่ามูลค่าซื้อเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2009 ที่กว่า 3 แสนล้านบาทต่อเดือน (รูปที่ 1)

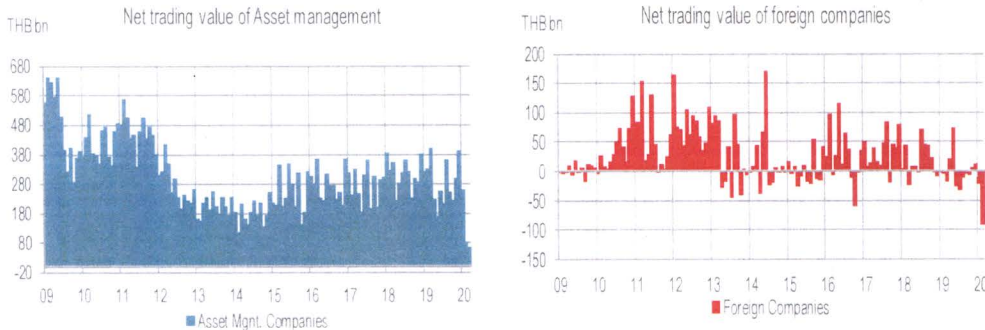
นักลงทุนขายกองทุนรวมตราสารหนี้ไทยตั้งแต่กลางเดือนมีนาคม ทำให้กองทุนจำเป็นต้องขายตราสารหนี้ที่ถือครองออกมา จนสินทรัพย์ของกองทุนรวมโดยรวมลดลงกว่า 13% เพียงในช่วงครึ่งเดือน (รูปที่ 2) ราคาตราสารหนี้ลดลง และอัตราผลตอบแทนพุ่งขึ้นมาก จนทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้ 4 แห่งตัดสินใจปิดกองทุนลง

ในตลาดแรก มีพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยถึง 2 รุ่นที่ออกประมูลแต่มีผู้ซื้อไม่เต็มวงเงิน นั่นคือ รุ่นอายุ 3 เดือนและ 3 ปี โดยมีมูลค่าประมูลเพียง 1.45 และ 0.99 หมื่นล้านบาทจากวงเงินที่รุ่นละ 4.5 หมื่นล้านบาท จากปกติที่สามารถออกพันธบัตรได้ตามจำนวนวงเงินทุกรุ่น สะท้อนว่าความต้องการในตราสารหนี้ไทยลดลง



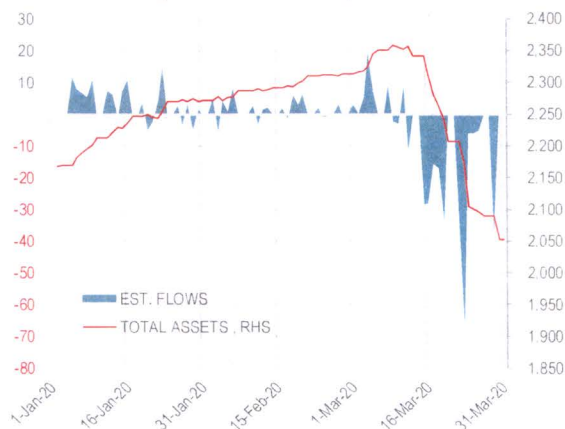
อย่างไรก็ตาม สถานการณ์เทขายตราสารหนี้ไทยค่อย ๆ บรรเทาลงเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ออกมาตรการเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ไทยเมื่อวันที่ 22 มีนาคมที่ผ่านมา

รูปที่ 1 มูลค่าซื้อขายสุทธิตราสารหนี้ไทยของบริษัทบริหารสินทรัพย์ไทยและนักลงทุนต่างชาติ



ที่มา: CEIC และธนาคารกสิกรไทย

รูปที่ 2 สินทรัพย์และประมาณมูลค่าขายจากกองทุนรวมตราสารหนี้ไทย (พันล้านบาท)



ที่มา: Bloomberg และประมาณการโดยธนาคารกสิกรไทย

ความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลก คือ มูลเหตุของของปัญหา

ตลาดเริ่มกังวลว่าวิกฤตด้านสาธารณสุขครั้งนี้อาจบานปลายกลายเป็นวิกฤตเศรษฐกิจโลกครั้งใหม่ เนื่องจากการแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนาทั่วโลกยังรุนแรงและยังไม่มีวัคซีนป้องกัน โดยองค์การการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ยังยืนยันว่าเศรษฐกิจโลกกำลังเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีนี้อาจรุนแรงมากกว่าช่วงวิกฤตซับไพร์มในปี 2008-2009 ด้วย

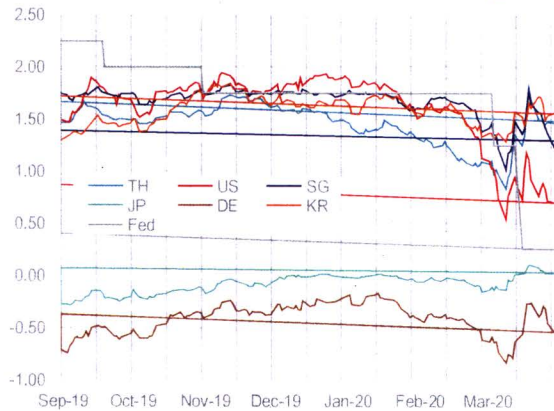
ความกังวลดังกล่าวทำให้นักลงทุนทั่วโลกต้องการถือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำโดยเฉพาะเงินดอลลาร์ และเทขายสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ออกมาทั้งหมดรวมทั้งจากสินทรัพย์ทางการเงินของไทย ไม่วั้นแม้แต่พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่ถือว่าเป็นสินทรัพย์ทางการเงินที่มีความเสี่ยงต่ำมาก สะท้อนจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทั่วโลกที่พุ่งขึ้นและผันผวนมากในช่วงเดือนมีนาคม (รูปที่ 3)

ตลาดผันผวนสูงตามปริมาณเงินทั่วโลกที่สูงกว่าช่วงวิกฤตซับไพร์มมาก ขนาดสินทรัพย์ของธนาคารกลางหลัก 3 แห่ง (เฟด อีซีบี และบีโอเจ) เพิ่มขึ้นจากก่อนวิกฤต 2008 กว่า 3.5 เท่ามาอยู่ที่ 14.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน และมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นเป็นมากกว่า 17 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



ณ สิ้นปี 2020 และยังทำให้นักลงทุนต่างชาติสะสมพันธบัตรรัฐบาลไทยเพิ่มขึ้นมาจาก 2% ของยอดคงค้างพันธบัตรมาสูงที่สุดที่ 18.9% ดังนั้น เมื่อความเสี่ยงในตลาดโลกเพิ่มสูงขึ้น จึงทำให้มีเงินทุนไหลออกจากตราสารหนี้ไทยในปริมาณมาก

รูปที่ 3 การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี



ที่มา: CEIC และธนาคารกสิกรไทย

ตราสารหนี้ภาคเอกชนเสี่ยงผิมนัดชำระหนี้

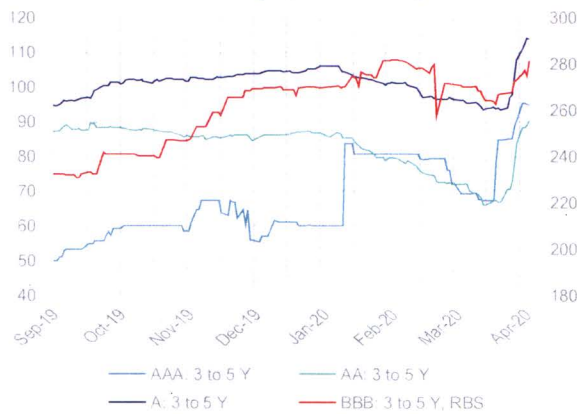
ตราสารหนี้ภาคเอกชนเสี่ยงผิมนัดชำระหนี้ เนื่องจากผลกระทบของภาคธุรกิจจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 และผลของภาษีนำเข้าสหรัฐฯ-จีนที่ยังบังคับใช้ทำให้เงินทุนหมุนเวียนและรายได้ของภาคธุรกิจลดลง ประกอบกับสถานการณ์ของหุ้นกู้ที่ทำให้ความเสี่ยงสูงขึ้น กล่าวคือ

1. **ต้นทุนการกู้เงินของเอกชนที่พุ่งสูงขึ้นตั้งแต่กลางมีนาคม (รูปที่ 4)** เนื่องจากนักลงทุนลดการถือครองสินทรัพย์เสี่ยง ทำให้ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้ภาคเอกชนกว้างขึ้นมาก
2. **ภาคเอกชนออกหุ้นกู้เยอะขึ้นมากในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา** ทำให้ยอดคงค้างของหุ้นกู้ภาคเอกชนระยะยาวของไทยเพิ่มสูงขึ้นมากจาก 2.1 ล้านล้านบาทมาอยู่ที่ 3.4 ล้านล้านบาทในปัจจุบัน (+62%) (รูปที่ 5a) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนในช่วงที่ผ่านมาต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคาร และน่าสังเกตว่าหุ้นกู้ที่ไม่จัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Non-rated) ซึ่งมีความเสี่ยงสูงเพิ่มขึ้นมากกว่า 2 เท่า และมีสัดส่วนถึง 14% ของยอดคงค้าง
3. **หุ้นกู้เสี่ยงต่ออายุตราสารหนี้ไม่ได้เต็มจำนวน** เนื่องจากไม่มีความต้องการในตลาดที่มากพอ โดยเฉพาะเมื่อนักลงทุนรายย่อยคือผู้ซื้อหลัก (รูปที่ 5b) และก่อนหน้านี้เทขายกองทุนรวมตลาดเงิน (Money market fund: MMF) จนทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้ต้องขายสินทรัพย์ในกองทุนออกมาด้วย ทั้งนี้ นักลงทุนรายย่อยและกองทุนรวมตลาดเงินถือครองหุ้นกู้ภาคเอกชนระยะยาวถึง 39% ของยอดคงค้าง ทำให้เสี่ยงที่หุ้นกู้เหล่านี้จะต่ออายุหุ้นกู้ได้ (Roll-over)

ในทางกลับกัน หากหุ้นกู้ผิมนัดชำระหนี้จะส่งผลกระทบต่อตลาดตราสารหนี้อย่างมาก เนื่องจาก นักลงทุนรายย่อย บริษัทประกัน กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวม และกองทุนรวมตลาดเงินถือครองตราสารหนี้ในระดับสูง



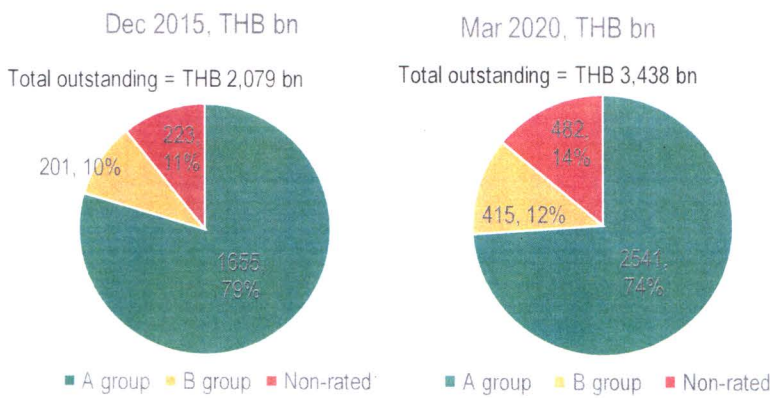
รูปที่ 4 ค่าเฉลี่ยส่วนต่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ของไทยอายุ 3-5 ปีตามอันดับความน่าเชื่อถือ



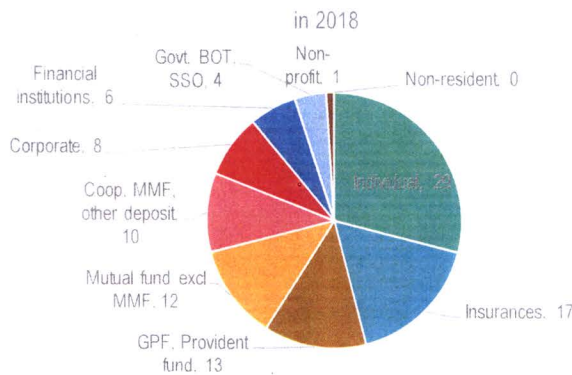
ที่มา: CEIC และธนาคารกสิกรไทย

รูปที่ 5 ยอดคงค้างหุ้นกู้ภาคเอกชนระยะยาวเทียบปัจจุบันกับ 5 ปีก่อนหน้า

(a) จำแนกตามความน่าเชื่อถือ



(b) จำแนกตามผู้ถือครองตราสาร



ที่มา: ThaiBMA และธนาคารกสิกรไทย



ธปท. ออกมาตรการเสริมสภาพคล่องตลาดตราสารหนี้

ในเดือนมีนาคม ธปท. ออกมาตรการเพิ่มสภาพคล่องให้ตราสารหนี้แบ่งเป็น 3 ประเภทตราสาร คือ

1. พันธบัตร: ธปท. ซื้อพันธบัตรรัฐบาลมาแล้วกว่า 1 แสนล้านบาทในช่วงวันที่ 16-19 มีนาคม และลดวงเงินประมูลพันธบัตร ธปท. อายุ 3 และ 6 เดือนในเดือนเมษายนลงจาก 4.5 เป็น 3.0 หมื่นล้านบาทต่อสัปดาห์ วงเงินประมูลของพันธบัตรอายุ 14 วันและ 1 ปีลดลงจาก 5 เหลือ 2 หมื่นล้านบาท อีกทั้งหยุดประมูลพันธบัตรอายุ 14 วันตั้งแต่ 2 เมษายนเป็นต้นมา จากปกติที่มีการประมูลทุกสัปดาห์
2. กองทุนรวมตลาดเงิน: อนุญาตให้สถาบันการเงินที่ซื้อหรือให้ความช่วยเหลือกองทุนรวมตลาดเงินที่ความน่าเชื่อถือ BBB- ขึ้นไป (คุณภาพดี) สามารถนำกองทุนนั้น ตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล หรือตราสารหนี้ภาคเอกชนสกุลเงินบาทที่ความน่าเชื่อถือ BBB- ขึ้นไปมาเป็นหลักประกันเพื่อขอสภาพคล่องตามธุรกรรม Repurchase agreement กับ ธปท. ได้ โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายลบ 50bps
3. ตราสารหนี้และหุ้นกู้ภาคเอกชน: ตั้งกองทุนรวมเสริมสภาพคล่อง (Corporate Bond Liquidity Stabilization Fund: BSF) วงเงิน 70,000-100,000 ล้านบาท เพื่อซื้อหุ้นกู้ให้สามารถต่ออายุตราสาร (roll-over) ได้เต็มจำนวน โดยต้องมีความน่าเชื่อถือ BBB- ขึ้นไปและฐานะการดำเนินงานดี ทั้งนี้ กองทุน BSF จำกัดวงเงินซื้อไว้สูงสุดที่ 50% ปริมาณตราสารหนี้และหุ้นกู้ภาคเอกชนที่จะหมดอายุลงในไตรมาสที่ 2 สูงถึง 2.8 แสนล้านบาท โดยที่กองทุน BSF มีวงเงินซื้อสูงสุดเพียง 1 แสนล้านบาท ทำให้ ในวันที่ 7 เมษายน คณะรัฐมนตรีได้ออกพระราชกำหนดเพิ่มขนาดของกองทุนเป็น 4 แสนล้านบาทและให้ ธปท. ซื้อขายหน่วยลงทุนดังกล่าว (รายละเอียดในส่วนถัดไป)

ห้องค้ำกสิกรไทยประเมินว่ามาตรการนี้จะช่วยบรรเทาภาวะขาดสภาพคล่องได้บางส่วน โดยมูลค่าขายของนักลงทุนต่างชาติต่อวันลดลงจากวันละ 15 พันล้านบาทในช่วงวันที่ 12-13 มีนาคมอยู่ที่ประมาณ 6 พันล้านบาทในสัปดาห์ถัดมา และลดลงเรื่อยๆ ลดเหลือประมาณ 1-3 พันล้านบาท

มาตรการล่าสุดที่ประกาศในวันที่ 7 เมษายน

คณะรัฐมนตรีอนุมัติมาตรการการเงินการคลังมูลค่า 1.9 ล้านล้านบาท คิดเป็นประมาณ 12% ของจีดีพี โดยในส่วนของมาตรการการเงินมีวงเงิน 9 แสนล้านบาท ดังนี้

1. พระราชกำหนดให้อำนาจ ธปท. ทำโครงการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (soft loan) เหมือนที่เคยทำในปี 2012 เพื่อช่วยเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนในกับภาคธุรกิจ SMEs ที่ประสบภาวะภัยแล้งและภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ ในอัตราดอกเบี้ย 2% วงเงินรวม 5 แสนล้านบาท รวมทั้งพักชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยแก่ SMEs เป็นเวลา 6 เดือน
2. พระราชกำหนดให้อำนาจ ธปท. สามารถซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุน BSF เพื่อช่วยซื้อตราสารหนี้เอกชนที่ครบกำหนดและต้องการต่ออายุได้ วงเงิน 4 แสนล้านบาท
3. ขยายระยะเวลาคุ้มครองเงินฝากที่ 5 ล้านบาทต่อไปอีก 1 ปีจากที่สิ้นสุดในเดือนสิงหาคมปีนี้



4. ลดการนำเงินส่งกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและสถาบันการเงินของสถาบันการเงินลงครึ่งหนึ่งจาก 46 bps เป็น 23 bps เป็นเวลา 2 ปี

ห้องค้ำกสิกรไทยวิเคราะห์ว่า มาตรการดังกล่าวสะท้อนว่า ธปท. ต้องการลดอุปสรรคด้านการส่งผ่านของมาตรการ และจะช่วยเหลือผู้ประกอบการและประชาชนได้เร็วขึ้น กล่าวคือ

1. **มีโอกาสปล่อยสินเชื่อจริงมากขึ้น** เนื่องจากสถาบันการเงินได้รับดอกเบี้ยต่ำพิเศษจาก ธปท. ที่ผ่านมา ธปท. เคยออกมาตรการดังกล่าวมาแล้ว 6 ครั้ง คือ โครงการช่วงใช้วิกฤต สีนามิ ช่วยเหลือ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ ช่วยเหลือสงขลาและสตูล ช่วยเหลือ SMEs ที่ได้รับผลกระทบจากค่าเงินบาท และล่าสุด ในช่วงมหาอุทกภัยปี 2554 โดยสินเชื่อที่ได้รับการอนุมัติจริงสูงถึง 70-95% ของวงเงิน
2. **ต้นทุนของสถาบันการเงินที่รับเงินฝากต่ำลง** เนื่องจาก ธปท. ลดค่าธรรมเนียมนำส่งกองทุน FIDF ลงครึ่งหนึ่ง และอาจเป็นสัญญาณที่ชัดเจนขึ้นว่า ธปท. มีแนวโน้มที่จะลดดอกเบี้ยนโยบายลงอีกครั้งในปีนี้ โดยห้องค้ำกสิกรไทยประเมินว่า ธปท. จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 25 bps มาอยู่ที่ระดับ 0.50% ในการประชุมเดือนพฤษภาคมนี้

กองทุน BSF ช่วยลดความขาดแคลนอุปสงค์ในตลาดตราสารหนี้ได้ แต่หุ้นกู้บางส่วนยังคงเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ เนื่องจาก ธปท. สามารถซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ต้องการต่ออายุตราสารหนี้ของตนเองได้ครอบคลุมมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังคงมีความเสี่ยงจาก (1) **มีโอกาสจะมีผู้ซื้อไม่มากพอ** หรือหุ้นกู้ที่ต้องการต่ออายุมีผู้ซื้อในตลาดไม่ถึง 50% ขณะที่ ธปท. สามารถซื้อหุ้นกู้ได้สูงสุดเพียง 50% โดยเฉพาะเมื่อนักลงทุนรายย่อยคือผู้ถือครองหุ้นกู้รายใหญ่ที่สุดในช่วงที่ผ่านมา และ (2) **กองทุน BSF ไม่ครอบคลุมตราสารหนี้ที่มีความน่าเชื่อถือต่ำกว่า BBB- และ Non-rated** ซึ่งเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้มากที่สุด