

## บทที่ 2

### ตลาดตราสารหนี้ เส้นอัตราผลตอบแทน และอัตราเงินเฟ้อในประเทศไทย

ในบทนี้จะเป็นการกล่าวถึงสภาพตลาดตราสารหนี้ไทย เส้นอัตราผลตอบแทนที่มีในประเทศไทย วิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงเส้นอัตราผลตอบแทน รวมทั้งวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อ ในช่วงปี พ.ศ.2541-พ.ศ.2544

#### 2.1 ตลาดตราสารหนี้ไทย

ตราสารหนี้ของประเทศไทยเกิดขึ้นเมื่อปี พ.ศ.2476 โดยกระทรวงการคลังเป็นผู้ออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมเงินทุนจากภายในประเทศเป็นครั้งแรก แต่หลังจากมีการก่อตั้งธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ขึ้นในปี พ.ศ. 2485 ธปท.จึงได้เข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลแทน โดยในช่วงต้นของตลาดตราสารหนี้ไทยสัดส่วนของพันธบัตรภาครัฐมีมูลค่าสูงกว่าร้อยละ 90 ของมูลค่าตลาดรวม

การระดมทุนของภาครัฐโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลมีปริมาณเพิ่มมากขึ้นเมื่อประเทศไทยเริ่มใช้แผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติตั้งแต่ปี พ.ศ. 2504 เป็นต้นมา โดยได้มีการกำหนดแนวนโยบายที่มุ่งเน้นด้านการพัฒนาภาคอุตสาหกรรมและปรับปรุงด้านโครงสร้างพื้นฐานเป็นหลัก รัฐบาลในช่วงนั้นจึงมีรายจ่ายสูงกว่าการจัดเก็บภาษีเป็นจำนวนมาก ซึ่งส่งผลให้งบประมาณของรัฐบาลขาดดุลอย่างต่อเนื่อง และมีความจำเป็นต้องระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรรัฐบาลแทบทุกปี มูลค่าพันธบัตรรัฐบาลที่ออกในช่วงปี พ.ศ. 2523 -พ.ศ.2526 มีอัตราการขยายตัวที่สูงถึงร้อยละ 17 ต่อปี

ทั้งนี้ผู้ลงทุนรายสำคัญที่สุดคือ กลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทเงินทุน ซึ่งธนาคารแห่งประเทศไทยกำหนดให้สถาบันการเงินเหล่านี้ต้องถือพันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน หรือพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ธนาคารแห่งประเทศไทยให้ความเห็นชอบไว้เป็นสำรองตามกฎหมายและเป็นเงื่อนไขในการขอเปิดสาขาใหม่ในสัดส่วนร้อยละ 16 ของเงินฝาก เพื่อเป็นการสร้างอุปสงค์ต่อพันธบัตรรัฐบาลขึ้น อย่างไรก็ตาม ข้อกำหนดเรื่องการดำรงพันธบัตรไว้เพื่อการขอเปิดสาขาใหม่นั้นได้ยกเลิกไปเมื่อเดือนพฤษภาคม พ.ศ.2536

นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2533 จนถึงก่อนปี พ.ศ. 2541 รัฐบาลเริ่มมีฐานะการคลังดีขึ้น และมีงบประมาณเกินดุลโดยตลอด รัฐบาลจึงไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลมาสู่ตลาดอีกเลย

ประกอบกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงที่ผ่านมาที่มีอัตราที่สูงทำให้ความต้องการพันธบัตรรัฐบาลมีอัตราที่สูงตามไปด้วย อุปทานตราสารหนี้ภาครัฐจึงเริ่มหดหายไปเป็นลำดับทั้งนี้เพราะสถาบันการเงินไม่ว่าจะเป็นธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน มีความจำเป็นต้องถือครองพันธบัตรรัฐบาลหรือพันธบัตรรัฐวิสาหกิจไว้ในสัดส่วนอย่างต่ำร้อยละ 1.5 และ 4.5 ของเงินฝากตามลำดับเพื่อดำรงเป็นสำรองตามกฎหมาย สถาบันการเงินส่วนใหญ่จึงเก็บพันธบัตรรัฐบาลไว้มากกว่าที่จะนำออกมาซื้อขายในตลาดรองทำให้สภาพตลาดพันธบัตรรัฐบาลมีสภาพคล่องต่ำมาก

จนกระทั่งในเดือนมิถุนายน พ.ศ.2541 กระทรวงการคลังได้ออกพระราชกำหนดให้อำนาจกระทรวงการคลังสามารถออกพันธบัตรเพื่อช่วยเหลือกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงิน วงเงิน 500,000 ล้านบาท โดยพันธบัตรรัฐบาลเมื่อแรกออกมีอายุตั้งแต่ 1 ปี ถึง 15 ปี ส่งผลให้มีพันธบัตรรัฐบาลไหลออกสู่ตลาดรอง นับเป็นการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญต่อพฤติกรรมกรรมการลงทุนของนักลงทุน โดยในปี พ.ศ. 2544 มีพันธบัตรรัฐบาลที่ยังไม่ครบกำหนดไถ่ถอน 706.4 พันล้านบาท

ในขณะที่พันธบัตรรัฐวิสาหกิจเริ่มมีบทบาทในตลาดตราสารหนี้มากขึ้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 เนื่องจากความต้องการเงินลงทุนในโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่และจากที่รัฐบาลจำกัดเขตแดนการกู้ยืมเงินจากต่างประเทศของหน่วยงานรัฐวิสาหกิจ มูลค่าพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ยังไม่ครบกำหนดไถ่ถอนในปี พ.ศ. 2544 มีมูลค่า 416.1 พันล้านบาท

สำหรับตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนในอดีตมีการระดมทุนโดยการออกตราสารหนี้ในอ้อยมากและส่วนใหญ่จะเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น เช่น ตั๋วสัญญาใช้เงิน (promissory note) ตั๋วแลกเงิน (bill of exchange) เนื่องจากปัญหาด้านกฎระเบียบของทางราชการมีความยุ่งยาก ในขณะที่ผู้ลงทุนยังขาดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับตราสารหนี้ แต่มาเริ่มพัฒนากันอย่างจริงจังเมื่อมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 ขึ้นเมื่อวันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ.2535 เพราะเป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัดสามารถออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนจากประชาชนได้โดยตรง ซึ่งต่างจากเดิมที่การออกตราสารหนี้ภาคเอกชนนั้นจำกัดอยู่แต่เฉพาะบริษัทมหาชนและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ทั้งนี้การระดมทุนโดยออกตราสารหนี้ของภาคเอกชนมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจาก 26.3 พันล้านบาทในปี พ.ศ. 2536 เป็น 538.1 พันล้านบาท ในปี พ.ศ. 2544

ตารางที่ 2.1 ขนาดตลาดการเงินในประเทศไทย

หน่วย : พันล้านบาท

ประเภท \ ปี	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544
Bank Loans	2,669.1	3,430.5	4,230.5	4,825.1	6,037.5	5,372.3	5,119.0	4,585.9	4,337.76 (Nov.)
หุ้น (SET mkt. cap)	3,325.4	3,300.8	3,564.6	2,559.6	1,133.3	1,268.2	2,193.1	1,279.2	1,607.31
พันธบัตรในประเทศ (at par)	262.0	339.0	424.4	519.3	546.8	941.3	1,388.6	1,634.8	1,882.9
GDP (current price)	6,170.3	3,634.5	4,192.7	4,622.8	4,740.3	4,628.4	4,615.4	4,900.3	5,057.1

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2.2 มูลค่าพันธบัตรในตลาดแรกภายในประเทศ (issuance of domestic bonds)

หน่วย : พันล้านบาท

ประเภท \ ปี	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544
พันธบัตรรัฐบาล	-	-	-	-	-	400.0	333.7	94.1	149.2
ตั๋วเงินคลัง	-	-	-	-	-	-	77	240.9	441.4
พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	60.4	57.1	55.2	57.4	49.3	46.7	95.3	111.7	57.6
- รัฐบาลรับประกัน	n.a	50.8	55.2	43.1	41.3	46.7	90.1	90.4	57.5
- รัฐบาลไม่รับประกัน	n.a.	6.3	-	14.3	8.0	-	5.1	21.3	0.1
TBDC/FIDF/PLMO Bonds	-	-	29.5	138.8	191.5	55.0	-	-	112.0
ตราสารหนี้เอกชน	21.1	59.8	47.5	36.2	40.9	37.8	289.3	151.2	106.7
รวม	81.5	116.9	132.2	232.4	281.7	539.5	795.3	597.9	886.9

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

ตารางที่ 2.3 มูลค่าพันธบัตรในประเทศที่ยังไม่ครบกำหนดไถ่ถอน

หน่วย : พันล้านบาท

ประเภท \ ปี	2536	2537	2538	2539	2540	2541	2542	2543	2544
พันธบัตรรัฐบาล	100.7	62.5	43.0	18.0	13.8	426.9	587.1	658.7	706.4
ตัวเงินคลัง	-	-	-	-	-	-	25.0	62.0	110.0
พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ	135.0	190.4	238.3	278.4	293.8	300.6	356.4	408.8	416.1
- รัฐบาลรับประกัน	109.7	159.8	208.7	239.7	247.3	255.7	309.1	345.3	357.3
- รัฐบาลไม่รับประกัน	25.3	30.6	29.6	38.7	46.5	44.9	47.3	63.5	58.8
TBDC/FIDF/PLMO Bonds	-	-	9.5	40.5	51.6	36.2	18.1	4.1	112.3
ตราสารหนี้เอกชน	26.3	86.1	133.6	182.4	187.6	177.6	402.0	501.2	538.1
รวม	262.0	339.0	424.4	519.3	546.8	941.3	1,388.6	1,634.8	1,882.9

ที่มา : ธนาคารแห่งประเทศไทย

## 2.2 เส้นอัตราผลตอบแทนที่มีอยู่ในประเทศไทย

แบ่งออกเป็น ยุคก่อนกันยายน พ.ศ.2541และตั้งแต่วันที่กันยายน พ.ศ.2541-ปัจจุบัน

### 2.2.1 เส้นอัตราผลตอบแทนก่อนกันยายน พ.ศ.2541

เนื่องจากขาดพันธบัตรรัฐบาลทั้งด้านลึกและด้านกว้าง ทำให้การสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนทำได้ยาก สถาบันการเงินซึ่งจำเป็นต้องใช้เส้นอัตราผลตอบแทนเพื่อบันทึกมูลค่าทางบัญชีของตราสารหนี้ (mark to market) และใช้เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจลงทุนและวางกลยุทธ์การลงทุนในอนาคต แต่ไม่มีเส้นอัตราผลตอบแทนของภาครัฐบาล ดังนั้น สถาบันการเงินต่างๆ จึงต้องสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนขึ้นเอง โดยมีวิธีการที่แตกต่างกันดังนี้

#### 2.2.1.1 การสร้างโดยใช้ทฤษฎี Interest Rate Parity เป็นหลัก

สถาบันที่ใช้วิธีการนี้ในการสร้างเส้นอัตราผลตอบแทน ได้แก่ ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน) โดยเส้นอัตราผลตอบแทนระยะสั้นสร้างขึ้นมาจาก Interbank Currency Swap หรือ Interbank Money Market และระยะยาวสร้างขึ้นมาจาก US\$/Baht Interest Rate Swap โดยใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรภาครัฐบาลเป็นหลัก

#### 2.2.1.2 การสร้างโดยใช้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรภาครัฐบาลเป็นหลัก

สถาบันที่ใช้วิธีการนี้ ได้แก่ บริษัทเงินทุนเอกชนกิจ จำกัด (มหาชน) ซึ่งสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนจากการประมูลล่าสุดของพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย ผลการประมูลล่าสุดของพันธบัตรรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจ และอัตราผลตอบแทนในตลาดรองตราสารหนี้ โดยใช้ผลตอบแทนล่าสุดที่มีการซื้อขายในเดือนนั้นๆ ในกรณีที่ในเดือนนั้นๆ ไม่มีการซื้อขายจะคิดอัตราผลตอบแทนจากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเสนอซื้อ (bid yield) และอัตราผลตอบแทนเสนอขาย (offer yield)

#### 2.2.1.3 การสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนแบบผสม

สถาบันที่ใช้วิธีการนี้ ได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) โดยอัตราผลตอบแทนระยะสั้นจะได้มาจาก Swap Rate อัตราผลตอบแทนจากตลาดซื้อคืน (repo rate) และผลตอบแทนจากการประมูลพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย ส่วนอัตราผลตอบแทนระยะยาวได้มาจาก On-Shore Cross Currency Swap และผลจากการประมูลพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ โดยจะให้น้ำหนักกับผลการประมูลพันธบัตรรัฐวิสาหกิจมากกว่า Swap

#### 2.2.1.4 การสร้างเส้นอัตราผลตอบแทนจากหุ้นกู้ภาคเอกชน

สถาบันวิจัยเอกอรรถได้พัฒนาเส้นอัตราผลตอบแทน โดยอาศัยแนวคิดว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนซึ่งมีความเสี่ยงด้านความน่าเชื่อถือประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรภาครัฐบวกกับค่าชดเชยความเสี่ยงด้านความน่าเชื่อถือ หากระบุได้ว่าค่าชดเชยความเสี่ยงของหุ้นกู้เป็นเท่าไร ก็สามารถระบุอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรได้

#### 2.2.2 เส้นอัตราผลตอบแทนตั้งแต่กันยายน พ.ศ.2541-ปัจจุบัน

เมื่อมีพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มจำนวนขึ้น ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้สร้างและเผยแพร่เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (Thai BDC Government Bond Yield Curve) ตั้งแต่เดือนกันยายน พ.ศ.2541 โดยระยะแรก (กันยายน พ.ศ.2541 – 15 กันยายน พ.ศ.2542) เป็นการสร้างจากอัตราผลตอบแทนที่มีการซื้อขายจริงของพันธบัตรเงินกู้ของรัฐบาล โดยใช้อัตราผลตอบแทนของการซื้อขายพันธบัตรรัฐบาลในตลาดรองตราสารหนี้เฉลี่ยถ่วงน้ำหนักตามมูลค่าการซื้อขาย (weighted average executed yield) ในระยะแรกนั้น เส้นอัตราผลตอบแทนที่ได้จะครอบคลุมช่วงอายุตราสารหนี้ระหว่าง 1-3 ปีเท่านั้น แต่หลังจากที่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุปานกลางถึงยาวมากขึ้น ทำให้เส้นอัตราผลตอบแทนที่ได้สามารถแสดงอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ตามช่วงอายุคงเหลือได้ตั้งแต่ 1- 15 ปี

ในเดือนสิงหาคม พ.ศ. 2542 คณะทำงานย่อย “กลุ่มพัฒนาตลาดรองพันธบัตร” ภายในคณะทำงานเพื่อการพัฒนาตลาดพันธบัตรในประเทศ กระทรวงการคลังได้เสนอให้มีการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงกลางสำหรับตลาดตราสารหนี้ของไทยโดยความร่วมมือจากธนาคารแห่งประเทศไทย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย และสถาบันการเงินต่างๆ โดยมีหลักเกณฑ์การสร้างดังนี้

- ใช้ bid yield ของพันธบัตรรัฐบาลประเภท Loan Bond (LB) ทุกรุ่น
- เป็น bid yield ของมูลค่าการเสนอซื้อตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป
- ในการสร้าง yield curve จะใช้ average bid yield โดยตัดราคาสูงสุดและต่ำสุดอย่างละ 1 ตัวออก

- ให้คู่ค้าตราสารหนี้ของธนาคารแห่งประเทศไทย (ปัจจุบันมี 9 บริษัท ประกอบด้วยธนาคารพาณิชย์ 8 แห่งและบริษัทหลักทรัพย์ 1 แห่ง) ส่ง bid yield ดังกล่าวให้ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยในเวลา 16.00 น. ของทุกวันทำการ

- ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยเป็นผู้นำออกเผยแพร่เป็นทางการทั่วไปในทุกสิ้นวันทำการภายในเวลา 16.30 น. พร้อมจัดส่งข้อมูลดิบให้ธนาคารแห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เพื่อการตรวจสอบและติดตามผล

ดังนั้น ตั้งแต่วันที่ 15 กันยายน พ.ศ.2542 เป็นต้นมา ศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทยได้เปลี่ยนแปลงวิธีการสร้าง Government Bond Yield Curve จากการใช้ weighted average executed yield มาเป็นการใช้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของการเสนอซื้อ (bid yield) ที่ได้จากสถาบันการเงินคู่ค้าพันธบัตรของธนาคารแห่งประเทศไทย

สำหรับ Repo & TBDC Government Bond Yield Curve เป็นเส้นอัตราผลตอบแทนที่รายงานโดยธนาคารแห่งประเทศไทย เป็นการผสมระหว่างอัตราผลตอบแทนจากตลาดซื้อคืนพันธบัตร (repurchase rate) ของธนาคารแห่งประเทศไทยกับ TBDC Government Bond Yield Curve ของศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย ซึ่งตั้งแต่ 1 มีนาคม พ.ศ. 2544 ได้มีการยกเลิก Repo & TBDC Government Bond Yield Curve และเปลี่ยนเป็น T-Bill & Government Bond Yield Curve

### 2.3 การเปลี่ยนแปลงของเส้นอัตราผลตอบแทน ระหว่างปี พ.ศ. 2541 – พ.ศ. 2544

นับตั้งแต่ปี พ.ศ.2542 อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาดลดลงจากปี พ.ศ. 2541 ทุกระดับอายุ แต่กลับมีการปรับตัวสูงขึ้นในไตรมาส 3 เนื่องจากความกังวลของนักลงทุนที่มีต่อการปรับอัตราดอกเบี้ยของตลาดการเงินเริ่มมีมากขึ้นในช่วงปลายปี โดยเฉพาะพันธบัตรช่วงอายุปานกลางถึงยาว (3-10 ปี) อัตราผลตอบแทน ณ 30 ธันวาคม พ.ศ.2542 มีการปรับตัวสูงขึ้นกว่าเดิมเมื่อเทียบกับไตรมาสแรกของปี อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาเส้นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาล (TBDC Government Bond Yield Curve) อัตราผลตอบแทน ณ 30 ธันวาคม พ.ศ.2542 เทียบกับ 30 ธันวาคม พ.ศ.2541 จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนลดลงทุกระดับอายุ โดยเฉพาะพันธบัตรระยะสั้นถึงปานกลาง (1-3 ปี) ที่มีการปรับลดลงกว่า 50-100 bps.

นับตั้งแต่ต้นปี พ.ศ.2543 ต่อเนื่องจนถึงสิ้นปี อัตราผลตอบแทนโดยรวมของตลาดลดลงทุกระดับอายุ เนื่องจากมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยหลายตัวในรอบปี และระบบการ



เงินในประเทศยังคงมีสภาพคล่องอยู่มาก เมื่อพิจารณาการเคลื่อนไหวระหว่างปีจะพบว่าอัตราผลตอบแทนเคลื่อนไหวดลดลงในช่วงต้นปีค่อนข้างแรงเนื่องจากการคาดการณ์ในทิศทางดอกเบี้ยว่าจะปรับลดลง เมื่อเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนพันธบัตรทุกช่วงอายุ ณ สิ้นปี พ.ศ.2543 กับ ณ สิ้นปี พ.ศ.2542 พบว่า อัตราผลตอบแทนทุกระยะปรับตัวลดลง 92-251 bps. พันธบัตรระยะกลางอายุ 5-7 ปี ปรับตัวลดลงมากที่สุด 249-251 bps. ในขณะที่พันธบัตรระยะยาวอายุ 10-14 ปี ปรับตัวลดลง 156-216 bps. และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นอายุ 1-3 ปี ปรับตัวลดลงน้อยที่สุด คือ 92-204 bps.

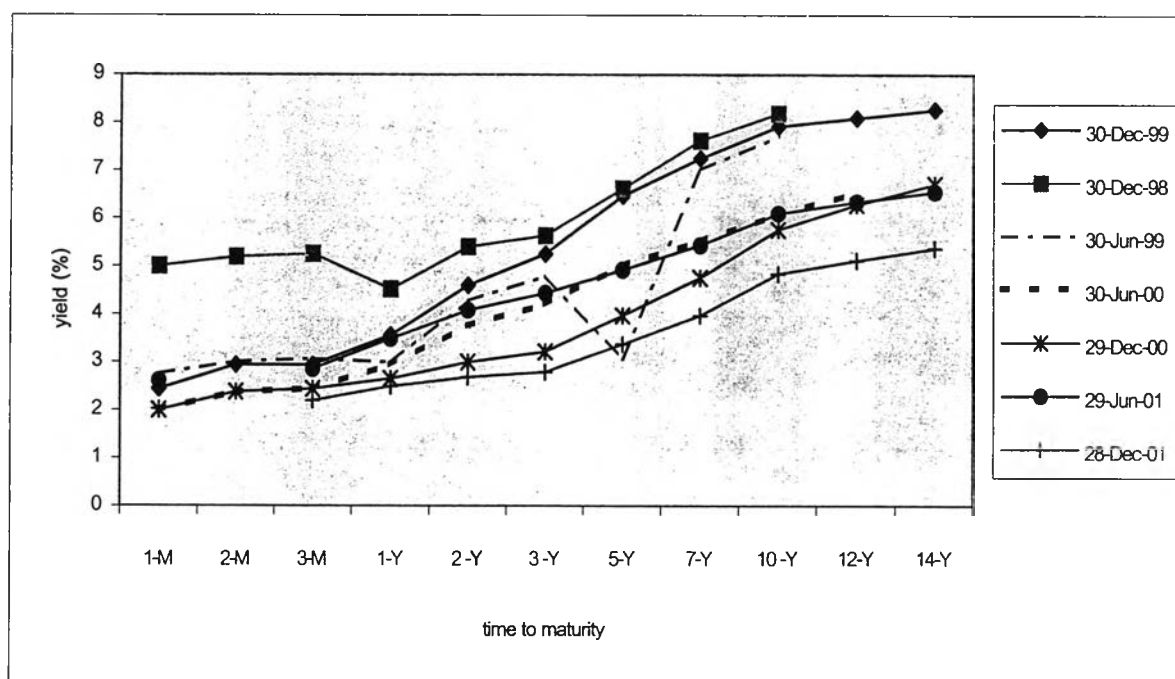
ในปี พ.ศ.2544 การเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงจากปี พ.ศ.2543 ทุกช่วงอายุ โดยพันธบัตรระยะกลางถึงยาวอายุ 7-14 ปี ปรับตัวลดลงมากที่สุด 79- 135 bps. ระยะยาวอายุ 14-20 ปี ปรับตัวลดลง 64-85 bps. ตามด้วยอายุ 3-5 ปี ปรับลดลง 42-60 bps. ส่วนระยะสั้นอายุ 1-3 ปี ปรับตัวลดลงเพียง 16-31 bps. โดยเส้นอัตราผลตอบแทนมีความผันผวนค่อนข้างสูง เมื่อพิจารณาทิศทางของการเคลื่อนไหวของเส้นอัตราผลตอบแทนในรอบปี พบว่า เส้นอัตราผลตอบแทนปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วในช่วง 2 เดือนแรกแต่ปรับตัวสูงขึ้นในเดือนมีนาคม พ.ศ.2544 เนื่องจากการขายทำกำไรและความตื่นตระหนกของนักลงทุนและปรับตัวสูงขึ้นอย่างรุนแรงในช่วงปลายพฤษภาคม พ.ศ.2544 อันเป็นผลจากการเปลี่ยนผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้เส้นอัตราผลตอบแทน ณ สิ้นเดือนมิถุนายน พ.ศ.2544 อยู่สูงกว่าเส้นอัตราผลตอบแทน ณ สิ้นปี พ.ศ.2543 และมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในลักษณะผันผวนเนื่องจากความไม่แน่ใจของนักลงทุนจากความไม่แน่นอนของการออกพันธบัตรกองทุนฟื้นฟู ฯ จำนวน 320 พันล้านบาท อย่างไรก็ตามเส้นอัตราผลตอบแทนมีการปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะระยะกลางถึงยาวปรับลดลงอย่างต่อเนื่องจนถึงสิ้นปี พ.ศ.2544 หลังจากเกิดเหตุการณ์ก่อวินาศกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกาในเดือนกันยายน พ.ศ.2544 ซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจทั่วโลกและภาคการส่งออกของไทย

ความเปลี่ยนแปลงของเส้นอัตราผลตอบแทนดังกล่าวแสดงในตารางที่ 2.4 และรูปที่ 2.1

ตารางที่ 2.4 อัตราผลตอบแทนระหว่างปี พ.ศ.2541 - พ.ศ.2544

date \ yield	1-M	2-M	3-M	1-Y	2-Y	3-Y	5-Y	7-Y	10-Y	12-Y	14-Y
30-Dec-98	5	5.19	5.25	4.52	5.4	5.63	6.62	7.62	8.19	-	-
30-Jun-99	2.75	3	3.06	2.99	4.28	4.79	3.06	7.02	7.71	-	-
30-Dec-99	2.438	2.938	2.938	3.56	4.60	5.25	6.47	7.25	7.92	8.10	8.27
30-Jun-00	2	2.38	2.44	2.94	3.76	4.21	5.02	5.52	6.08	6.54	-
29-Dec-00	2	2.38	2.44	2.65	2.99	3.21	3.97	4.76	5.76	6.28	6.72
29-Jun-01	2.60	-	2.85	3.49	4.08	4.44	4.92	5.43	6.10	6.34	6.56
28-Dec-01	2.02	-	2.19	2.49	2.68	2.79	3.37	3.97	4.84	5.12	5.37

รูปที่ 2.1 เส้นอัตราผลตอบแทนระหว่างปี พ.ศ.2541 - พ.ศ.2544



## 2.4 ดัชนีราคาผู้บริโภคในประเทศไทย

การจัดทำดัชนีราคาในประเทศไทย ได้เริ่มขึ้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2486 โดยกรมการสนเทศ แต่เป็นการจัดทำเพื่อใช้ภายในหน่วยงานราชการเท่านั้น ต่อมาได้มีการปรับปรุงและพัฒนาเป็นลำดับจนได้เผยแพร่ครั้งแรกปี พ.ศ. 2491 โดยใช้ปี พ.ศ. 2491 เป็นฐานในการพัฒนาปรับปรุงการจัดทำดัชนีราคาจนมาเป็นดัชนีราคาผู้บริโภคในปัจจุบันนี้ สามารถแบ่งคร่าวๆ ได้เป็น 3 ระยะ ดังนี้

### 2.4.1 ระยะที่ 1 ระยะเริ่มต้น (พ.ศ.2486 - พ.ศ.2504)

ได้มีการจัดทำดัชนีราคา ที่เรียกว่า ดัชนีค่าครองชีพ และดัชนีราคาขายปลีก

2.4.1.1 ดัชนีค่าครองชีพ การจัดทำดัชนีค่าครองชีพมีวัตถุประสงค์เพื่อวัดการเปลี่ยนแปลงค่าใช้จ่ายของคณงาน และข้าราชการที่มีรายได้น้อยในกรุงเทพฯ มีรายการสินค้าที่สำรวจเพียง 21 รายการเท่านั้น ดัชนีชุดนี้มีการคำนวณเผยแพร่ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2491 และพัฒนามาเป็นดัชนีราคาผู้บริโภคในปัจจุบัน

2.4.1.2 ดัชนีราคาขายปลีก เป็นการคำนวณดัชนีราคาอย่างง่าย โดยไม่มีการถ่วงน้ำหนัก เป็นราคาเฉลี่ยสัมพัทธ์ของสินค้า 58 ชนิด ที่ซื้อขายในกรุงเทพฯ โดยดัชนีชุดนี้มีการจัดทำตั้งแต่ปี พ.ศ.2491 ถึงปี พ.ศ.2505

### 2.4.2 ระยะที่ 2 ระยะพัฒนา (พ.ศ.2505 – พ.ศ.2519)

ในช่วงต้นของยุคนี้ได้มีการปฏิรูปการจัดทำดัชนีราคาผู้บริโภคของประเทศไทย ครั้งใหญ่ให้มีการจัดทำตามระบบสากลมากขึ้น การปฏิรูปครั้งนั้นประสบความสำเร็จเนื่องจากปัจจัย 2 ประการ คือสำนักงานสถิติแห่งชาติ ได้เริ่มสำรวจรายจ่ายของครอบครัวในเขตกรุงเทพฯ และธนบุรีในปี พ.ศ.2505 ซึ่งกรมการสนเทศได้นำข้อมูลดังกล่าวมาคำนวณน้ำหนักในการทำดัชนีราคาผู้บริโภค และได้อาศัยข้อมูลการสำรวจค่าใช้จ่ายครัวเรือนของสำนักงานสถิติแห่งชาติ มาใช้ในการจัดทำและปรับปรุงดัชนีราคาผู้บริโภคมาจนถึงปัจจุบัน โดยในปี พ.ศ.2505 รัฐบาลไทยได้รับความช่วยเหลือจากประเทศสหรัฐอเมริกา ให้นายแอบเนอร์ เฮอริวิทซ์ (Mr.Abner Hurwitz) ผู้เชี่ยวชาญด้านสถิติมาช่วยปรับปรุงงานสถิติให้แก่สำนักงานสถิติแห่งชาติ และในโอกาสนี้ก็ได้มาช่วยให้คำแนะนำและปรับปรุงการจัดทำดัชนีราคาของกรมการสนเทศด้วย โดยการนำผลการสำรวจค่าใช้จ่ายในปี พ.ศ.2505 มาใช้และเพิ่มรายการสินค้าเป็น 232 รายการ และเปลี่ยนชื่อจากดัชนีราคาค่าครองชีพ มาเป็นดัชนีราคาผู้บริโภคด้วย นอกจากนี้ได้ยกเลิกการจัดทำดัชนีราคาขาย

ปลีก และต่อมาในปี พ.ศ.2507 ได้ขยายขอบเขตการจัดทำดัชนีราคาให้ครอบคลุมไปสู่ภูมิภาคทั้ง 4 ภาค โดยเพิ่มจังหวัดที่มีการสืบราคาอีก 20 จังหวัด

### 2.4.3 ระยะที่ 3 ระยะสืบสานและก้าวหน้า (พ.ศ.2519 - ปัจจุบัน)

ระยะนี้เป็นระยะที่มีการจัดทำดัชนีราคาผู้บริโภคเข้าสู่ระบบสากลแล้ว มีการปรับปรุงน้ำหนัก และรายการสินค้าเป็นระยะๆ เพื่อให้สอดคล้องกับพฤติกรรมกรรมการบริโภคที่เปลี่ยนไป มีการปรับปรุงการจัดทำดัชนีราคาผู้บริโภคให้ทันสมัยอยู่ตลอดเวลาตามวิทยาการที่ก้าวหน้าขึ้น มีการปรับปรุงน้ำหนักและรายการสินค้า ดังนี้

1) ได้มีการปรับปรุงน้ำหนักและรายการสินค้า โดยใช้ข้อมูลการสำรวจค่าใช้จ่ายครัวเรือน ปี พ.ศ.2519 และเปลี่ยนปีฐานเป็นปี พ.ศ.2519 ลดรายการสินค้าที่ใช้คำนวณดัชนีราคาผู้บริโภคจาก 232 รายการ เหลือ 214 รายการ และเพิ่มจังหวัดที่จัดเก็บราคาในภูมิภาคเป็น 24 จังหวัด

2) ในปี พ.ศ.2528 ได้มีการปรับปรุงน้ำหนักที่ใช้ในการคำนวณดัชนีราคาผู้บริโภคใหม่โดยใช้ข้อมูลการสำรวจค่าใช้จ่ายครัวเรือนปี พ.ศ.2524 และเรียกดัชนีราคาผู้บริโภคเดิมว่า ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป เพื่อให้แตกต่างจากดัชนีราคาผู้บริโภคที่จัดทำใหม่อีก 2 ชุด คือ ดัชนีราคาผู้บริโภครายได้น้อย และดัชนีราคาผู้บริโภคเขตชนบท เพิ่มจำนวนรายการสินค้าเป็น 216 รายการ ปีฐานยังคงใช้ปี พ.ศ. 2519

3) ในปี พ.ศ. 2533 ได้มีการปรับปรุงน้ำหนักอีกครั้งหนึ่งโดยใช้ข้อมูลการสำรวจค่าใช้จ่ายครัวเรือน ปี พ.ศ.2529 ด้วย มีการเพิ่มรายการสินค้าเป็น 238 รายการ และขยายจังหวัดที่จัดเก็บราคาในส่วนภูมิภาคเป็น 37 จังหวัด

4) ในปี พ.ศ.2538 ได้มีการปรับปรุงน้ำหนักตามข้อมูลการสำรวจค่าใช้จ่ายครัวเรือนปี พ.ศ.2533 และเปลี่ยนปีฐานเป็นปี พ.ศ.2533 และมีการเปลี่ยนแปลงรายการสินค้า (เพิ่มและลดสินค้าบางรายการ) เป็น 248 รายการ

5) ในปี พ.ศ.2540 ได้มีการปรับปรุงน้ำหนักตามข้อมูลการสำรวจค่าใช้จ่ายครัวเรือน ปี พ.ศ.2539 และเปลี่ยนปีฐานเป็นปี พ.ศ.2537 และปรับเปลี่ยนรายการสินค้าเป็น 260 รายการ โดยเฉลี่ยของทั้งกรุงเทพฯ และภูมิภาค 4 ภาค

6) ล่าสุดในปี พ.ศ.2544 ได้มีการปรับปรุงน้ำหนักตามข้อมูลการสำรวจค่าใช้จ่ายครัวเรือน ปี พ.ศ.2541 และเปลี่ยนปีฐานเป็นปี พ.ศ.2541

## 2.5 การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินเฟ้อระหว่าง พ.ศ.2541 - พ.ศ.2544

เงินเฟ้อเฉลี่ยรายปีระหว่างปี พ.ศ.2541 - พ.ศ.2544 แสดงดังรูปที่ 2.2 สามารถวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงได้ดังนี้

ปี พ.ศ.2541 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั้งประเทศเพิ่มขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 8.1 เทียบกับร้อยละ 5.6 ในปี พ.ศ.2540 โดยเพิ่มมากขึ้นถึงร้อยละ 9.7 ในช่วงครึ่งแรกของปี ก่อนปรับลดลงเหลือเฉลี่ยร้อยละ 6.5 ในช่วงครึ่งปีหลังของปี พ.ศ.2541 ปัจจัยที่ทำให้เงินเฟ้อในปี พ.ศ.2541 เพิ่มขึ้นคือการอ่อนตัวของอัตราแลกเปลี่ยนจากเฉลี่ย 31.37 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ.2540 เป็นเฉลี่ย 41.37 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ.2541 ราคาสินค้าเกษตรที่สูงขึ้นต้นปีตามราคาในตลาดโลก รวมทั้งการขึ้นอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มและภาษีสรรพสามิตบางรายการตั้งแต่ครึ่งหลังของปี พ.ศ.2540 และการปรับราคาน้ำมันสูงขึ้นในเดือนกุมภาพันธ์ 2541 อย่างไรก็ตามอัตราเงินเฟ้อได้อ่อนตัวลงมากในช่วงครึ่งหลังของปี พ.ศ.2541 เนื่องจากค่าเงินบาทมีเสถียรภาพและแข็งขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปี กำลังซื้อของประชาชนลดลงจากภาวะเศรษฐกิจที่ซบเซา การเลิกจ้างงาน และความไม่มั่นคงในงาน ตลอดจนปัญหาสภาพคล่องตั้งตัวของภาคธุรกิจราคาน้ำมันในตลาดโลกปี พ.ศ.2541 ที่ลดลงจากปี พ.ศ.2540 ถึงร้อยละ 30.5 ตามอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมัน ในขณะที่ราคาสินค้านำเข้าที่มีใช้น้ำมันในรูปดอลลาร์สหรัฐอเมริกาลดลงตามการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก รวมทั้งทางการได้ดูแลให้การปรับราคาสินค้าสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของต้นทุน ดังนั้นเมื่อค่าเงินบาทปรับตัวแข็งต่อเนื่องในช่วงครึ่งหลังของปีจึงมีการประกาศลดราคาสินค้าอุปโภคบริโภคหลายรายการ

ในปี พ.ศ.2542 อัตราเงินเฟ้อวัดโดยดัชนีราคาผู้บริโภคเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.3 เทียบกับร้อยละ 8.1 ในปี พ.ศ.2541 โดยอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ต้นปี พ.ศ.2542 และติดลบในช่วงเดือนพฤษภาคมถึงเดือนตุลาคม เหตุผลหลักเนื่องจากการปรับลดอัตราภาษีมูลค่าเพิ่มในเดือนเมษายน พ.ศ.2542 จากร้อยละ 10 เหลือร้อยละ 7 รวมทั้งการแข็งขึ้นต่อเนื่องของค่าเงินบาทในครึ่งแรกของปี พ.ศ.2542 และมีเสถียรภาพต่อเนื่องตลอดทั้งปี ประกอบกับราคาน้ำมันในตลาดโลกในช่วงต้นปียังลดลงต่อเนื่องจากปลายปี พ.ศ.2541 ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าในรูปเงินบาทปรับตัวลดลง ราคาสินค้าเกษตรในปี พ.ศ.2542 ปรับลดลง รวมทั้งอุปสงค์ภายในประเทศซบเซา

ในปี พ.ศ.2543 ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไปเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.6 จากระยะเดียวกันของปี พ.ศ.2542 โดยมีสาเหตุหลักคือการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกตั้งแต่ต้นปีถึงเดือนพฤศจิกายน พ.ศ.2543 ส่งผลให้ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงในประเทศปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งทำให้ค่ากระแสไฟฟ้าปรับเพิ่มขึ้นตามต้นทุนราคาเชื้อเพลิงที่ใช้ในการผลิต การอ่อนตัวต่อเนื่องของค่าเงินบาท โดยค่าเงินอ่อนตัวลดลงจากเฉลี่ย 37.84 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ.2542 เป็น 40.16 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ.2543 ส่งผลให้ราคาสินค้านำเข้าในรูปแบบบาทปรับสูงขึ้น อย่างไรก็ตามอัตราเงินเฟ้อในช่วงเวลาดังกล่าวยังปรับตัวสูงขึ้นไม่มากนัก เนื่องจากราคาสินค้าหมวดอาหารและเครื่องดื่มลดลงจากระยะเดียวกันของปีก่อนต่อเนื่องตลอดปี ตามปริมาณผลผลิตเกษตรบางประเภทที่ออกสู่ตลาดมากขึ้น เช่น ผัก ผลไม้ ไข่ไก่สด และหมูเนื้อแดง เนื่องจากสภาพอากาศที่เอื้ออำนวย

ในปี พ.ศ.2544 อัตราเงินเฟ้อวัดจากดัชนีราคาผู้บริโภคอยู่ที่ร้อยละ 1.6 เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของสินค้าหมวดผักผลไม้ โดยเฉพาะในช่วงเทศกาลตรุษจีนที่มีความต้องการบริโภคมาก และเดือนเมษายนและกรกฎาคมปริมาณผลผลิตผักและผลไม้ออกสู่ตลาดน้อย รวมทั้งการเพิ่มขึ้นของราคายาสูบและเครื่องดื่มที่มีแอลกอฮอล์ตามการขึ้นภาษีสรรพสามิตสุราและยาสูบเมื่อปลายเดือนมีนาคม รวมทั้งการเพิ่มของราคาน้ำมันขายปลีกในประเทศที่ปรับตัวสูงขึ้นตามภาวะราคาน้ำมันในตลาดโลก

รูปที่ 2.2 อัตราเงินเฟ้อระหว่างปี พ.ศ.2540 – พ.ศ.2544

