



ฉบับส่งสื่อมวลชน

## ความต้องการระดมทุนเพิ่ม...กระทบสภาพคล่องและผลตอบแทนตราสารหนี้

CURRENT ISSUE

ปีที่ 27 ฉบับที่ 3270

วันที่ 22 กันยายน 2564

นับจากเดือนสิงหาคมที่ผ่านมา หนึ่งในประเด็นติดตามสำคัญคงหนีไม่พ้นทิศทางผลตอบแทนตราสารหนี้ไทยที่กลับมาไต่ระดับเพิ่มขึ้นชัดเจน แม้ว่า ธปท.ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายในระดับต่ำทั้งในปีี้และคงจะรวมถึงปีหน้า ท่ามกลางความไม่แน่นอนของการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังมีอยู่ ทั้งนี้ การเพิ่มขึ้นของผลตอบแทนตราสารหนี้ไทยดังกล่าว มาจากหลายสาเหตุทั้งการปรับขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ รับข่าวสัญญาณการเตรียมถอยออกจากระบบการเงินแบบผ่อนคลายนโยบายการเงินแบบการปรับขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ รับข่าวสัญญาณการเตรียมถอยออกจากระบบการเงินแบบผ่อนคลายนโยบายการเงินแบบการปรับขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ รับข่าวสัญญาณการเตรียมถอยออกจากระบบการเงินแบบผ่อนคลายนโยบายการเงินแบบการปรับขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ

โดยคงต้องยอมรับว่า ทิศทางไทยจำเป็นต้องกอบกู้หนี้เพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปีนี้ และต่อเนื่องในปี 2565 เพื่อช่วยประคองเส้นทางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย อย่างไรก็ตามแนวโน้มการระดมทุนของภาครัฐในระดับสูงต่อเนื่อง อาจมีผลต่อเนื่องไปยังตลาดพันธบัตรและประเด็นสภาพคล่องด้วยเช่นกัน

- ภาครัฐมีแนวโน้มออกพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปี 2564 นี้ เพื่อระดมทุนมาใช้สำหรับมาตรการและโครงการช่วยเหลือเยียวยาผู้ที่ได้รับผลกระทบและประคองเศรษฐกิจในภาพรวม อย่างไรก็ตาม มีความเป็นไปได้ที่จะมีการออกพันธบัตรรัฐบาลเป็นวงเงินราว 2.73 แสนล้านบาท ซึ่งสูงกว่าวงเงินการออกพันธบัตร 2.31 แสนล้านบาทในไตรมาสที่ 3/2564 (ไตรมาสสุดท้ายของปี 2564) และสูงกว่าค่าเฉลี่ยของการออก



Disclaimer

รายงานวิจัยนี้จัดทำโดยบริษัท ศูนย์วิจัยกสิกรไทย จำกัด ("KResearch") เพื่อเผยแพร่เป็นการทั่วไป โดยอาศัยแหล่งข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลที่เชื่อในความน่าเชื่อถือที่ปรากฏขณะจัดทำ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละช่วงเวลา ทั้งนี้ KResearch มีอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ ความเหมาะสม ความครบถ้วนสมบูรณ์ หรือความเป็นปัจจุบันของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้ชวน เสนอแนะ ให้คำแนะนำ หรือจูงใจในการตัดสินใจเพื่อดำเนินการใดๆ แต่อย่างใด ดังนั้น ท่านควรศึกษาข้อมูลด้วยความระมัดระวังและใช้วิจารณญาณอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจใดๆ KResearch จะไม่รับผิดชอบในความเสี่ยงใดที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว

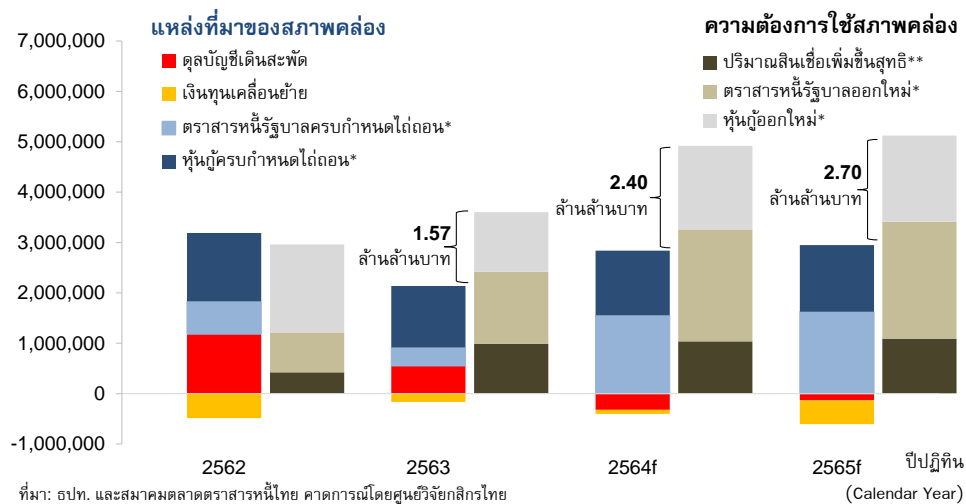
ข้อมูลใดๆ ที่ปรากฏในรายงานวิจัยนี้ถือเป็นทรัพย์สินของ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) การนำข้อมูลดังกล่าว (ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน) ไปใช้ต้องแสดงชื่อและสิทธิความเป็นเจ้าของแก่ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) หรือแหล่งที่มาของข้อมูลนั้นๆ ทั้งนี้ ท่านจะไม่ทำซ้ำ ปรับปรุง ดัดแปลง แก้ไข ส่งต่อ เผยแพร่ หรือกระทำการในลักษณะใดๆ เพื่อวัตถุประสงค์ทางการค้า โดยไม่ได้รับอนุญาตล่วงหน้าเป็นลายลักษณ์อักษรจาก KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี)

ประมวลพันธบัตรรัฐบาลในช่วงหลายๆ ไตรมาสที่ผ่านมา ทั้งนี้ภาพการเตรียมออกพันธบัตรรัฐบาล การเตรียมแผนการบริหารหนี้สาธารณะสำหรับปีงบประมาณ 2565 และการขยายเพดานหนี้ ซึ่งมาในช่วงเวลาเดียวกัน กลายเป็นปัจจัยที่หนุนให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของไทย หรือบอนด์ยีลด์ ททยอยปรับตัวสูงขึ้น โดยบอนด์ยีลด์อายุ 10 ปี ขยับขึ้นมาที่ 1.80% สูงสุดในรอบประมาณ 1 เดือนครึ่ง ส่วนบอนด์ยีลด์อายุ 5 ปี แต่ระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือนที่ 0.95% ในช่วงวันที่ 20 กันยายน 2564 ที่ผ่านมา

- **มองไปข้างหน้า การระดมทุน/ก่อหนี้ของภาครัฐและเอกชนจะยังคงอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในปี 2565 ผนวกกับดุลบัญชีเดินสะพัดและดุลเงินทุนเคลื่อนย้ายที่มีโอกาสติดลบมีผลในการระบายสภาพคล่องออกเพิ่มขึ้นจากในปีนี้**

เพื่อประเมินภาพความสมดุลของสภาพคล่องในภาพรวม โดยวัดจากความต้องการใช้สภาพคล่อง เปรียบเทียบกับแหล่งที่มาของสภาพคล่องนั้น ศูนย์วิจัยกสิกรไทย มอง “ความต้องการใช้สภาพคล่อง” ว่ามาจาก 2 ส่วนหลัก ได้แก่ การออกตราสารหนี้ของภาครัฐและเอกชน และการเพิ่มขึ้นของยอดคงค้างสินเชื่อระบบธ.พ.ไทยและสถาบันการเงินเฉพาะกิจ ขณะที่ “แหล่งที่มาของสภาพคล่อง” ในระหว่างปีจะใช้การประมาณการจาก 2 ส่วน ซึ่งก็คือ สถานะดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินทุนเคลื่อนย้าย (ซึ่งสะท้อนสภาพคล่องที่ได้จากการไหลเข้าสู่สุทธิของเงินตราต่างประเทศ) และปริมาณตราสารหนี้ของรัฐบาลและหุ้นกู้ของภาคเอกชนที่ครบกำหนดไถ่ถอน ซึ่งเป็นการคืนสภาพคล่องกลับมายังผู้ถือตราสาร ณ วันที่ตราสารครบกำหนด

### ความต้องการใช้สภาพคล่องของภาครัฐและเอกชน KResearch



#### Disclaimers

รายงานวิจัยนี้จัดทำโดยบริษัท ศูนย์วิจัยกสิกรไทย จำกัด (“KResearch”) เพื่อเผยแพร่เป็นการทั่วไป โดยอาศัยแหล่งข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลที่เชื่อว่ามีแนวโน้มเชื่อถือได้ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละช่วงเวลา ทั้งนี้ KResearch มิอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ ความเหมาะสม ความครบถ้วนสมบูรณ์ หรือความเป็นปัจจุบันของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้ชวน เสนอแนะ ให้คำแนะนำ หรือจูงใจในการตัดสินใจเพื่อดำเนินการใดๆ แต่อย่างใด ดังนั้น ท่านควรศึกษาข้อมูลด้วยความระมัดระวังและใช้วิจารณญาณอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจใดๆ KResearch จะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว

ข้อมูลใดๆ ที่ปรากฏในรายงานวิจัยนี้เป็นทรัพย์สินของ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) การนำข้อมูลดังกล่าว (ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน) ไปใช้ต้องแสดงข้อความถึงสิทธิความเป็นเจ้าของแก่ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) หรือแหล่งที่มาของข้อมูลนั้นๆ ทั้งนี้ ท่านจะไม่ทำซ้ำ ปรับปรุง ดัดแปลง แก้ไข ส่งต่อ เผยแพร่ หรือกระทำการในลักษณะใดๆ เพื่อวัตถุประสงค์ทางการค้า โดยไม่ได้รับอนุญาตล่วงหน้าเป็นลายลักษณ์อักษรจาก KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี)

บริการทุกระดับประทับใจ

**ศูนย์วิจัยกสิกรไทยพบว่า ความต้องการใช้สภาพคล่องของภาครัฐและเอกชน (ทั้งในส่วนของเงินกู้และการออกตราสารหนี้) ในปี 2565 ยังคงอยู่ในระดับสูง และเป็นวงเงินที่สูงกว่าการเพิ่มขึ้นของสภาพคล่องในระหว่างปี เพราะสถานะดุลบัญชีเดินสะพัดและเงินทุนเคลื่อนย้ายมีโอกาสขาดดุลต่อเนื่อง** ท่ามกลางปัญหาการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว อีกทั้ง โอกาสที่กระแสเงินทุนเคลื่อนย้ายอาจอ่อนไหวมากขึ้นจากการที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ น่าจะดำเนินการทยอยปรับลดวงเงินซื้อพันธบัตรผ่านมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ หรือมาตรการ QE (QE Tapering) ต่อเนื่องจากช่วงปลายปีนี้ และหากเศรษฐกิจสหรัฐฯ สามารถระงับการฟื้นตัวได้ต่อ ก็จะมีแนวโน้มการคาดการณ์เกี่ยวกับจังหวะการคุมเข้มนโยบายการเงินด้วยการปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงปลายปี 2565 **ดังนั้น ภาพต่างๆ ดังกล่าวจึงทำให้ความต้องการใช้สภาพคล่องในภาพรวม น่าจะสูงกว่าฝั่งแหล่งที่มาของสภาพคล่อง อยู่ประมาณ 2.70 ล้านล้านบาท ซึ่งเพิ่มขึ้นจาก 2.40 ล้านล้านบาทในปี 2564**

- **ศูนย์วิจัยกสิกรไทยมองว่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลของไทยยังมีแนวโน้มปรับเพิ่มสูงขึ้นตามความต้องการระดมทุนในประเทศที่เพิ่มขึ้น รวมถึงจังหวะการลดวงเงิน QE ของธนาคารกลางสหรัฐฯ**

ทางการไทยมีแนวโน้มที่จะเร่งระดมทุนผ่านการก่อหนี้ในช่วงไตรมาสที่ 4/2564 (ไตรมาสแรกของปีงบประมาณ 2565) เพื่อนำเม็ดเงินมาใช้สนับสนุน ฟื้นฟูและบรรเทาผลกระทบทางเศรษฐกิจผ่านโครงการต่างๆ ซึ่งวงเงินสำหรับการเตรียมออกพันธบัตรรัฐบาลในไตรมาสที่ 4/2564 น่าจะขยับสูงขึ้นไปอยู่ที่ประมาณ 2.73 แสนล้านบาท และอาจจะมีการกู้ยืมผ่านตราสารหนี้ประเภทอื่นๆ ด้วยเช่นกัน

จากการที่ปริมาณการออกพันธบัตรรัฐบาลของไทยมีวงเงินที่เพิ่มสูงขึ้นในช่วงจังหวะที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ เตรียมส่งสัญญาณลดวงเงินซื้อสินทรัพย์ (อาจกระตุ้นให้นักลงทุนต่างชาติสลับมาเป็นฝั่งขายสุทธิในตลาดพันธบัตรเป็นระยะ) ทำให้**ธนาคารกสิกรไทยคาดว่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของไทยมีแนวโน้มทยอยเพิ่มสูงขึ้น จากระดับประมาณ 1.80% ในปัจจุบัน ไปที่ระดับ 1.90% ในช่วงสิ้นปี 2564 (กรอบคาดการณ์ที่ 1.70-2.10%)**

ส่วนในปี 2565 นั้น ศูนย์วิจัยกสิกรไทยมองว่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ยังมีโอกาสปรับขึ้นต่อ ตามความต้องการระดมทุนในประเทศที่เพิ่มขึ้น รวมถึงการจับสัญญาณเศรษฐกิจสหรัฐฯ และท่าทีเฟดที่จะนำไปสู่การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายภายหลังจาก QE Tapering สิ้นสุดลง โดยสำหรับตัวแปรในประเทศ คงเน้นติดตาม 1) รูปแบบการกู้เงินของภาครัฐผ่านเครื่องมือต่างๆ อาทิ การออกพันธบัตร ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงิน และเงินกู้ยืม จากแผนบริหารหนี้สาธารณะ 2) การจัดสรรจังหวะเวลาการออกตราสารหนี้ ซึ่งคาดว่า ภาครัฐจะทยอยกระจายวงเงินสำหรับการออกพันธบัตรและตราสารหนี้ประเภทอื่นๆ เพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับการระดมทุนของบริษัทเอกชน (Crowding out Effect) รวมถึง

#### Disclaimers

รายงานวิจัยนี้จัดทำโดยบริษัท ศูนย์วิจัยกสิกรไทย จำกัด ("KResearch") เพื่อเผยแพร่เป็นการทั่วไป โดยอาศัยแหล่งข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลที่เชื่อว่ามีแนวโน้มเชื่อถือที่ปรากฏขณะจัดทำ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละขณะเวลา ทั้งนี้ KResearch มิอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ ความเหมาะสม ความครบถ้วนสมบูรณ์ หรือความเป็นปัจจุบันของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้ชวน เสนอแนะ ให้คำแนะนำ หรือจูงใจในการตัดสินใจเพื่อดำเนินการใดๆ แต่อย่างใด ดังนั้น ท่านควรศึกษาข้อมูลด้วยความระมัดระวังและใช้วิจารณญาณอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจใดๆ KResearch จะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว

ข้อมูลใดๆ ที่ปรากฏในรายงานวิจัยนี้ถือเป็นทรัพย์สินของ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) การนำข้อมูลดังกล่าว (ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน) ไปใช้ต้องแสดงข้อความถึงสิทธิความเป็นเจ้าของแก่ KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) หรือแหล่งที่มาของข้อมูลนั้นๆ ทั้งนี้ ท่านจะไม่ทำซ้ำ ปรับปรุง ดัดแปลง แก้ไข ส่งต่อ เผยแพร่ หรือกระทำการในลักษณะใดๆ เพื่อวัตถุประสงค์ทางการค้า โดยไม่ได้รับอนุญาตล่วงหน้าเป็นลายลักษณ์อักษรจาก KResearch และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี)

ผลกระทบต่อผลตอบแทนตราสารหนี้ไทยในภาพรวม ขณะที่ เชื่อว่าธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ยังมีเครื่องมือดูแลบริหารจัดการสภาพคล่อง รวมถึงธนาคารพาณิชย์ยังมีสภาพคล่องสะสมในระดับค่อนข้างสูง ซึ่งน่าจะช่วยให้อัตราผลตอบแทนไม่ขยับขึ้นเร็วและแรงเกินไปจนกระทบต้นทุนของภาคธุรกิจและครัวเรือน รวมถึงเส้นทางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

ทั้งนี้ เครื่องมือของ ธปท. ได้แก่ การทยอยปล่อยสภาพคล่องคืนกลับเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจ โดยการได้ถอนพันธบัตรที่จะครบกำหนดในระยะข้างหน้าบางส่วน (พันธบัตรธปท. ที่จะครบกำหนดระหว่างในช่วงที่เหลือของปีนี้ถึงสิ้นปี 2565 มีอยู่ประมาณ 2.61 ล้านล้านบาท) และชะลอการออกพันธบัตรใหม่ เพื่อช่วยลดความแออัดของของปริมาณการออกตราสารหนี้ของภาครัฐและภาคเอกชน ขณะที่ ยอดคงค้างสภาพคล่องของระบบธนาคารพาณิชย์ ณ เดือนกรกฎาคม 2564 ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 5.25 ล้านล้านบาท ซึ่งในจำนวนนี้ ประมาณ 2.44 ล้านล้านบาทเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องที่ธนาคารพาณิชย์สะสมไว้สูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำของธปท.

ดังนั้น สำหรับภาคธุรกิจ นอกจากจะเตรียมแผนสำหรับธุรกิจในปีหน้าแล้ว คงต้องเตรียมความพร้อมในเรื่องแผนการระดมสภาพคล่อง ช่องทางการกู้เงิน และช่วงเวลาของการออกหุ้นกู้ เพื่อให้สามารถระดมสภาพคล่องได้สำเร็จในวงเงินที่ต้องการ ในจังหวะที่ต้นทุนการออกหุ้นกูกำลังจะทยอยเพิ่มสูงขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล โดยตัวอย่างของการเตรียมรับมือที่มีให้เห็นแล้วนับตั้งแต่ต้นเดือนก.ย. 2564 ที่ผ่านมา อาทิ หลายบริษัทอาศัยจังหวะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรยังขยับขึ้นไม่มาก ทยอยออกหุ้นกู้เพื่อระดมเงินไปใช้ชำระคืนหนี้หุ้นกู้ที่กำลังจะครบกำหนดไถ่ถอนในปี 2565 หรือคืนหนี้เงินกู้ของสถาบันการเงิน ซึ่งทำให้สามารถถลึงต้นทุนการออกหุ้นกู้ในอายุที่ยาวขึ้นแต่มีดอกเบี้ยที่ต่ำลงกว่ารุ่นเดิมที่กำลังจะครบกำหนดได้



#### Disclaimers

รายงานวิจัยนี้จัดทำโดยบริษัท ศูนย์วิจัยกสิกรไทย จำกัด ("KRI Research") เพื่อเผยแพร่เป็นการทั่วไป โดยอาศัยแหล่งข้อมูลสาธารณะหรือข้อมูลที่เชื่อในความน่าเชื่อถือที่ปรากฏขณะจัดทำ ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ในแต่ละช่วงเวลา ทั้งนี้ KRI Research มิอาจรับรองความถูกต้อง ความน่าเชื่อถือ ความเหมาะสม ความครบถ้วนสมบูรณ์ หรือความเป็นปัจจุบันของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้ชวน เสนอแนะ ให้คำแนะนำ หรือจูงใจในการตัดสินใจเพื่อดำเนินการใดๆ แต่อย่างใด ดังนั้น ท่านควรศึกษาข้อมูลด้วยความระมัดระวังและใช้วิจารณญาณอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจใดๆ KRI Research จะไม่รับผิดชอบในความเสียหายใดที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลดังกล่าว

ข้อมูลใดๆ ที่ปรากฏในรายงานวิจัยนี้เป็นทรัพย์สินของ KRI Research และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) การนำข้อมูลดังกล่าว (ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน) ไปใช้ต้องแสดงข้อความถึงสิทธิความเป็นเจ้าของแก่ KRI Research และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี) หรือแหล่งที่มาของข้อมูลนั้นๆ ทั้งนี้ ท่านจะไม่ทำซ้ำ ปรับปรุง ดัดแปลง แก้ไข ส่งต่อ เผยแพร่ หรือกระทำการในลักษณะใดๆ เพื่อวัตถุประสงค์ทางการค้า โดยไม่ได้รับอนุญาตล่วงหน้าเป็นลายลักษณ์อักษรจาก KRI Research และ/หรือบุคคลที่สาม (แล้วแต่กรณี)

บริการทุกระดับประทับใจ