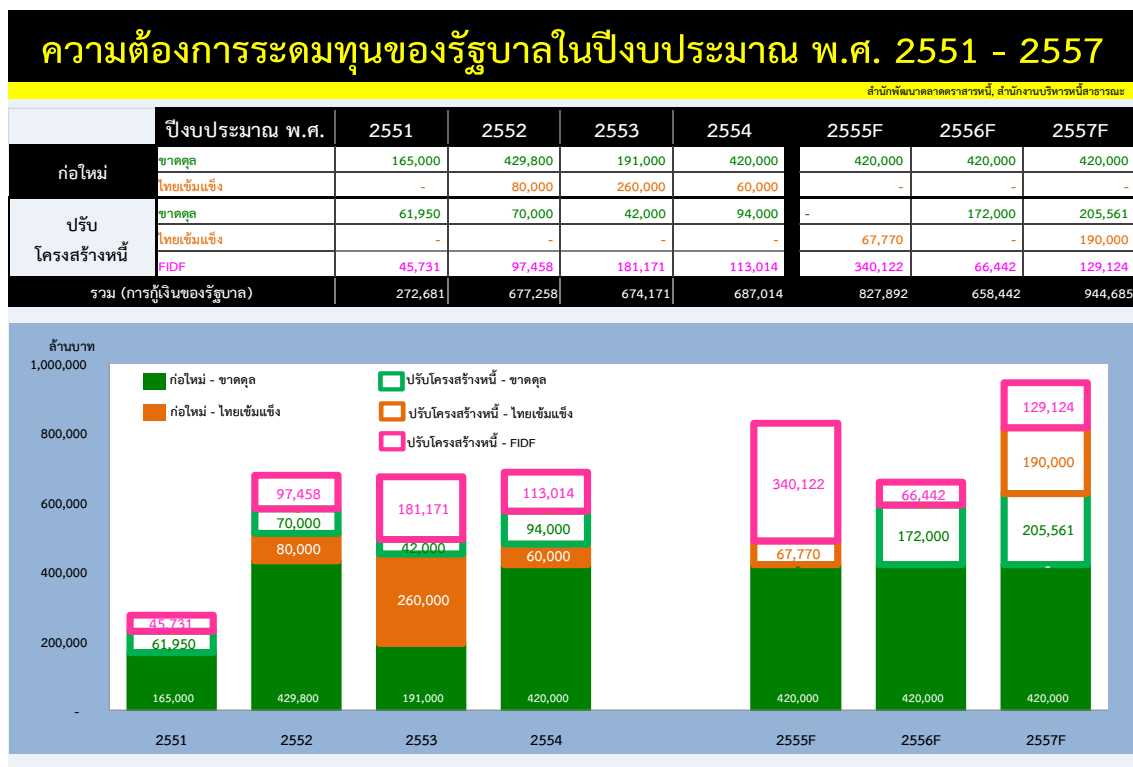


## Inflation Linked Bond

### 1. ปัญหา อุปสรรค และความจำเป็น

สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.) นับเป็นหน่วยงานที่มีหน้าที่หลักในการระดมทุนตามความต้องการของรัฐบาลในแต่ละปี ทั้งเพื่อการกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ การกู้เงินเพื่อปรับโครงสร้างหนี้ที่ครบกำหนด และการกู้เงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจในคราวที่จำเป็น โดยในปีงบประมาณ พ.ศ. 2552 รัฐบาลมีความจำเป็นต้องกู้เงินจากตลาดการเงินในประเทศเป็นเงินเพิ่มขึ้นอย่างมหาศาล จากภาวะถดถอยของเศรษฐกิจทั่วโลก ทำให้การจัดเก็บรายได้ต่ำกว่าประมาณการจำนวนมาก ส่งผลให้ความต้องการกู้เงินเพิ่มขึ้นกว่า 3 เท่า จากในปีงบประมาณ พ.ศ. 2551 จำนวน 272,681 ล้านบาท เป็น 677,258 ล้านบาท ในปีงบประมาณ พ.ศ. 2552 และยังมีความต้องการกู้เงินสูงอย่างต่อเนื่องในปีงบประมาณ พ.ศ. 2553 และ 2554 เป็นจำนวนกว่า 674,171 และ 687,014 ล้านบาท ตามลำดับ และในอนาคตอีก 2-3 ปีข้างหน้า คาดว่ามีความจำเป็นต้องกู้เงินในระดับที่สูงอย่างต่อเนื่องอีกทั้งภายใต้กฎหมายปัจจุบัน วงเงินทั้งหมดจะต้องกู้ในประเทศ ซึ่งความเสี่ยงก็คือ จะสามารถกู้เงินจำนวนดังกล่าวได้ครบตามต้องการหรือไม่และมีต้นทุนที่เหมาะสมเพียงใด

นอกจากนี้ การกระจุกตัวของหนี้รัฐบาลที่ครบกำหนดชำระยังเป็นอีกหนึ่งปัจจัยเสี่ยงสำหรับรัฐบาลในการกู้เงินเพื่อชำระหนี้ หรือการปรับโครงสร้างหนี้ด้วย โดยในระหว่างปีงบประมาณ พ.ศ. 2554 - 2556 รัฐบาลจะมีหนี้ครบกำหนดจำนวนเป็นจำนวนถึง 253,964 ล้านบาท 370,122 ล้านบาท และ 345,325 ล้านบาท ตามลำดับ ปัญหาที่มีหนี้ครบกำหนดเป็นจำนวนมากพร้อมกับมีความต้องการกู้เงินใหม่ในเวลาเดียวกัน จะทำให้ Refinancing Risk เพิ่มสูงมากขึ้น และเป็นข้อจำกัดในการกู้เงิน คือไม่สามารถใช้เครื่องมือกู้เงินระยะสั้นได้ เนื่องจากเป็นการเพิ่ม Refinancing Risk ในอนาคตอีก



ในการนี้ สบ. ได้ดำเนินการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศอย่างต่อเนื่อง โดยการพัฒนาแนวทางการออกพันธบัตรรัฐบาลสำหรับการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark Bond) ให้มีสภาพคล่องสูงขึ้น สอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุน และสามารถสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงให้กับตลาดตราสารหนี้ในประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งรุ่นอายุของ Benchmark Bond ที่ สบ. ได้ดำเนินการออกมาอย่างต่อเนื่อง ได้แก่รุ่นอายุ 5 ปี 10 ปี 15 ปี 20 ปี และ 30 ปี สามารถระดมทุนได้ในแต่ละปีเป็นวงเงินรวมกว่า 300,000 ล้านบาท ซึ่งได้ดำเนินการมาตั้งแต่ปีงบประมาณ พ.ศ. 2551 และเพิ่มวงเงินขึ้นเรื่อยมา

อย่างไรก็ตาม จากความต้องการระดมทุนที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดดในปี 2552 ทำให้ สบ. ต้องดำเนินการพัฒนาเครื่องมือในการระดมทุนอื่นควบคู่ไปด้วย ซึ่งในปีงบประมาณ พ.ศ. 2552 ที่รัฐบาลมีความต้องการระดมทุนกว่า 677,258 ล้านบาท และเศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย อัตราดอกเบี้ยปรับตัวต่ำลงอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้ สบ. จำเป็นต้องพัฒนาการเครื่องมือในการระดมทุนต่างๆ ดังนี้

- พันธบัตรรัฐบาลประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัว อ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะสั้นในตลาดกรุงเทพ (BIBOR) รุ่นอายุ 6 เดือน ที่ได้รับการพัฒนาโดยธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) เป็นอีกหนึ่งเครื่องมือหลักในการระดมทุน เพื่อให้มีความสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยต่ำในขณะนั้น รวมทั้งเพิ่มฐานนักลงทุนในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ซึ่งสามารถระดมทุนได้กว่าปีละ 50,000 ล้านบาท

- พันธบัตรออมทรัพย์ประเภทอัตราดอกเบี้ยขั้นบันได เพื่อรักษาและขยายฐานนักลงทุนรายย่อยและประชาชน รวมทั้งเพื่อเป็นการสร้างช่องทางให้ประชาชนสามารถเข้าถึงการลงทุนที่มีความปลอดภัยสูง และมีผลตอบแทนที่สูงกว่าการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์ อีกทั้ง อัตราดอกเบี้ยแบบขั้นบันได ยังสามารถช่วยปกป้องนักลงทุนไม่ได้รับผลตอบแทนที่ต่ำเกินไป ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคตอีกด้วย โดยวงเงินที่สามารถระดมทุนผ่านพันธบัตรออมทรัพย์ได้นั้น มีประมาณปีละ 100,000 ล้านบาท

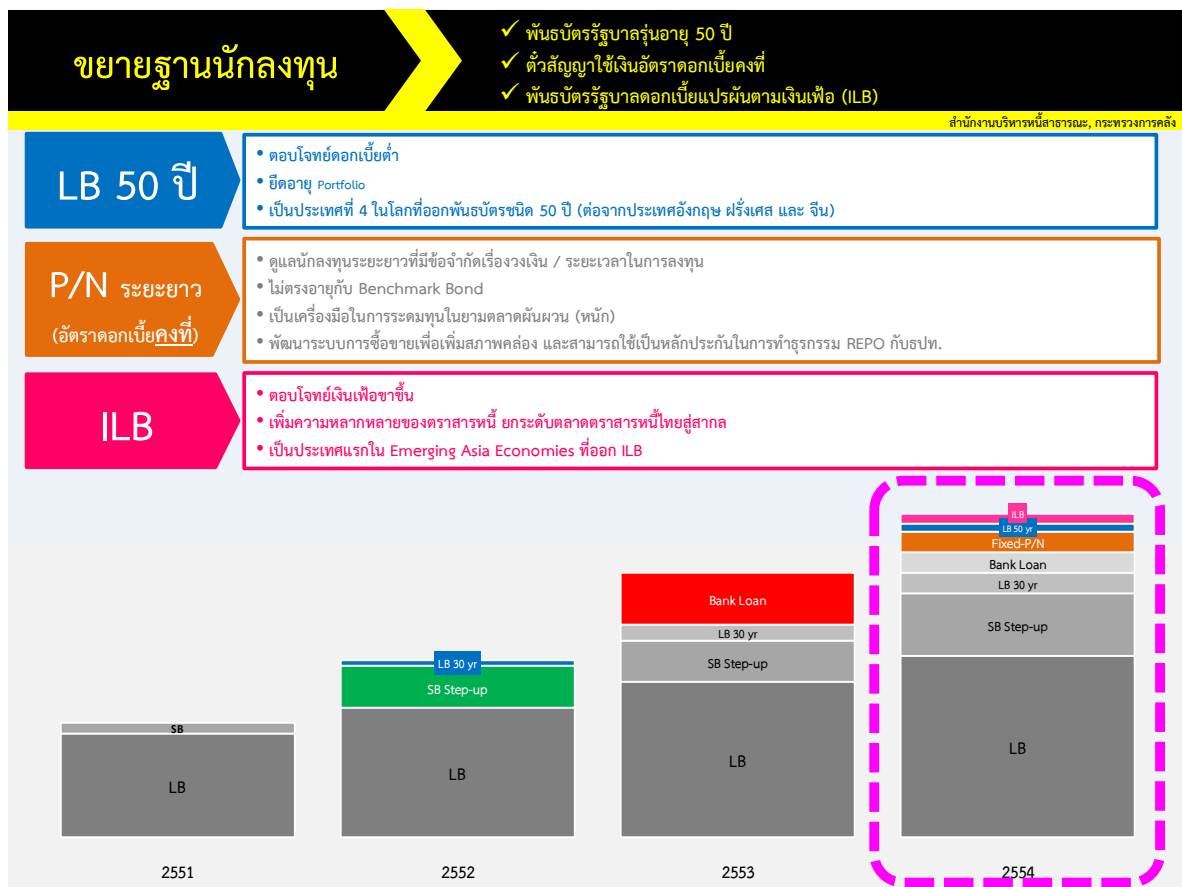
- สัญญาเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์ เพื่อใช้ในการกู้เงินภายใต้โครงการไทยเข้มแข็ง 2555 ซึ่งมีลักษณะการเบิกจ่ายที่มีวงเงินเล็กและมีความถี่สูง ทำให้ สบ. วางกลยุทธ์ในการใช้ธนาคารพาณิชย์เป็นกลไกในการบริหารเงินสด โดย สบ. ดำเนินการเปิดวงเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์ และเบิกมาเป็นงวดๆ ตามการเบิกจ่ายของโครงการต่างๆ ซึ่งธนาคารฯ จะคิดดอกเบี้ยเฉพาะส่วนที่ดำเนินการเบิกจ่ายไปแล้วเท่านั้น ส่งผลให้ สบ. สามารถประหยัดต้นทุนการกู้เงิน และบริหารเงินสดได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ทั้งนี้ สบ. จะดำเนินการปรับโครงสร้างหนี้สัญญาเงินกู้ของธนาคารพาณิชย์ให้เป็นตราสารหนี้ระยะยาวต่อไป เพื่อลดความเสี่ยงของการกระจุกตัวของหนี้ที่ครบกำหนดในแต่ละปี

นอกจากนี้ สบ. ยังใช้เครื่องมือการระดมทุนอื่นๆ เช่น ตัวเงินคลังและตัวสัญญาใช้เงิน เพื่อสนับสนุนเครื่องมือหลัก ในช่วงที่มีความต้องการระดมทุนสูงเป็นพิเศษ เช่น ช่วงเดือนกุมภาพันธ์ – พฤษภาคม ในทุกๆ ปี เนื่องจากเป็นช่วงที่รัฐบาลมีรายได้จากภาษีน้อย และมีรายจ่ายสูง ทำให้ขาดดุลเงินสด และต้องดำเนินการกู้เงินมากเป็นพิเศษ

อย่างไรก็ตาม จากการใช้วงเงินการระดมทุนที่สูงอย่างต่อเนื่อง การกระจุกตัวของหนี้ที่ครบกำหนด (หนี้รัฐบาลมีอายุเฉลี่ยเท่ากับ 6 ปี โดยกว่าร้อยละ 50 ครบกำหนดภายใน 5 ปีข้างหน้า) และข้อจำกัดของการกู้เงินไม่ให้ผสมกันระหว่าง 3 กฎหมาย (พ.ร.บ. หนี้ พ.ร.ก. FIDF และ พ.ร.ก. ไทยเข้มแข็ง) ทำให้ สบ. ต้อง

ดำเนินการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีความกว้างและความลึกมากยิ่งขึ้น โดยการพัฒนาเครื่องมือการระดมทุนเพิ่มขึ้น และการขยายฐานนักลงทุนให้มีความหลากหลายมากขึ้น เพื่อการสนับสนุนการระดมทุนเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล และการลดความเสี่ยงของการกระจุกตัวของภาระหนี้ โดยในปีงบประมาณ พ.ศ. 2554 สบн. ได้วางแผนการพัฒนาตราสารหนี้ชนิดใหม่รวม 3 ชนิด ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 50 ปี ตัวสัญญาใช้เงินอัตราดอกเบี้ยคงที่ และพันธบัตรรัฐบาลประเภทผลตอบแทนแปรผันตามเงินเฟ้อ (Inflation Linked Bond: ILB)

## 2. แนวคิดและรูปแบบของนวัตกรรม

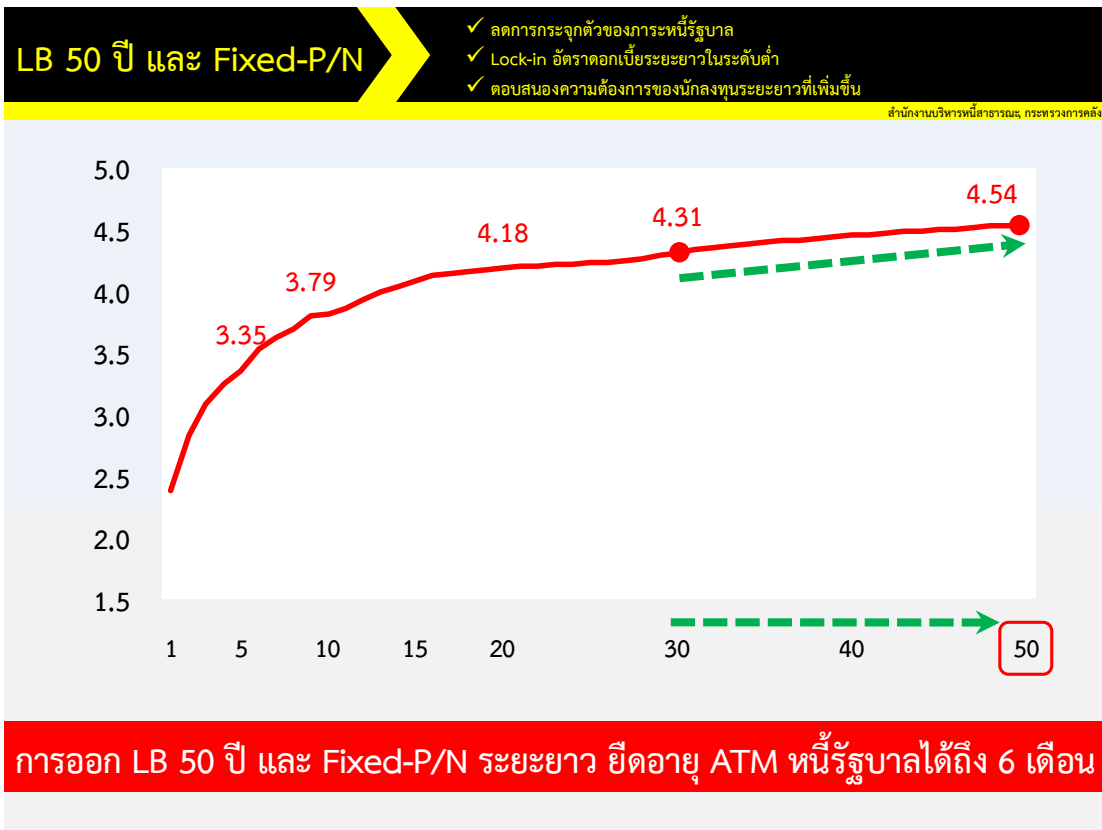


จากการที่รัฐบาลมีความต้องการระดมทุนที่สูงอย่างต่อเนื่อง สบн. จำเป็นต้องดูแลรักษาเครื่องมือ พื้นฐาน เช่น พันธบัตร Benchmark พันธบัตรรัฐบาลประเภทอัตราดอกเบี้ยลอยตัว พันธบัตรออมทรัพย์ ตัวสัญญาใช้เงิน ตัวเงินคลัง และเงินกู้จากธนาคารพาณิชย์ ให้เป็นเครื่องมือหลักในการกู้เงิน และสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่น่าเชื่อถือ ขณะเดียวกันสบн. จำเป็นต้องหันมาให้ความสำคัญกับการพัฒนาเครื่องมือที่มีความ ซับซ้อน และมุ่งเน้นการขยายฐานนักลงทุนให้ครอบคลุม ถึงนักลงทุน ระยะยาวและนักลงทุน ต่างชาติให้มากขึ้นด้วย ทั้งนี้เพื่อเป็นการยกระดับการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศให้ทัดเทียมกับสากล ซึ่งเป็น หนึ่งในยุทธศาสตร์ของ สบн.

## 2.1 พันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 50 ปี

การพัฒนาพันธบัตรรุ่นอายุ 50 ปี จะสามารถสนับสนุนการลงทุนของนักลงทุนระยะยาวใน พันธบัตรของรัฐบาล ซึ่งจะสามารถช่วยให้ให้นักลงทุนระยะยาว เช่น บริษัทประกันชีวิต สามารถบริหาร Asset – Liability Management ได้ดียิ่งขึ้น ในด้านของรัฐบาล การออกพันธบัตรรุ่นอายุ 50 ปี จะทำให้ กระทรวงการคลังได้รับต้นทุนระยะยาวที่อยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์เช่นในปัจจุบัน (ประมาณการต้นทุน ของพันธบัตรรุ่นอายุ 50 ปี = 4.5%) ซึ่งส่งผลดีในการบริหารต้นทุนในการระดมทุนของรัฐบาล และจะทำให้ ประเทศไทยเป็นประเทศลำดับที่ 4 ในโลกที่สามารถออกพันธบัตรรุ่นอายุ 50 ปีได้ ต่อจากสหราชอาณาจักร ฝรั่งเศส และสาธารณรัฐประชาชนจีน

อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันตลาดตราสารหนี้ในประเทศมีเส้นอัตราผลตอบแทนยาวที่สุดเพียง 30 ปี ซึ่งการออกพันธบัตรรุ่นอายุ 50 ปี สบ. จำเป็นต้องกำหนดอัตราดอกเบี้ยหน้าพันธบัตร (Coupon) ให้ เหมาะสม ดังนั้น สบ. จึงได้ประสานงานกับธนาคารแห่งประเทศไทย และสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยในการ สร้างแบบจำลองสำหรับการคำนวณอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 50 ปี จากนั้น จึงได้จัดทำ การจำลองการประมูลพันธบัตรฯ กับนักลงทุนกลุ่มเป้าหมาย (บริษัทประกันชีวิต กองทุนบำเหน็จบำนาญ ข้าราชการ และกองทุนประกันสังคม) ในทุกสัปดาห์ก่อนการประมูลจริง ไม่น้อยกว่า 1 เดือน เพื่อเปรียบเทียบ อัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากแบบจำลองกับการคาดการณ์ของผู้ร่วมตลาด ซึ่งจะทำให้ สบ. สามารถกำหนด อัตรา coupon ได้เหมาะสมมากยิ่งขึ้น และสามารถสะท้อนต้นทุนที่แท้จริงของการกู้เงินรุ่นอายุ 50 ปีได้



นอกจากนี้ การออกพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 50 ปี ในวงเงินประมาณ 10,000 ล้านบาท (ร้อยละ 3 ของความต้องการกู้เงินในแต่ละปี) จะทำให้ สบ. สามารถยืดอายุเฉลี่ยของหนี้รัฐบาลไปได้กว่า 6 เดือน อีกทั้ง การออกพันธบัตรรัฐบาลรุ่นอายุ 50 ปี จะสามารถยืดเส้นอัตราผลตอบแทนของรัฐบาลจาก 30 ปี เป็น 50

ปีได้ ซึ่งถ้าได้รับการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง จะทำให้อัตราผลตอบแทนรุ่นอายุ 50 ปี สามารถใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับการออกตราสารหนี้ของรัฐวิสาหกิจ หรือภาคเอกชนต่อไปได้ในอนาคต

## 2.2 ตัวสัญญาใช้เงินระยะยาว ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่

สบน. ได้ดำเนินการออกตัวสัญญาใช้เงินระยะยาว ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่ เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้เงินกู้ภายใต้ พ.ร.ก. ไทยเข้มแข็ง ที่ได้ใช้เงินกู้จากธนาคารพาณิชย์ระยะสั้นเพื่อเพิ่มความคล่องตัวในการเบิกจ่ายให้กับแต่ละโครงการฯ และลดต้นทุนในการกู้เงิน อย่างไรก็ตาม เงินกู้จากธนาคารพาณิชย์เป็นเงินกู้ที่มีอายุไม่เกิน 4 ปี ทำให้จำเป็นต้องได้รับการปรับโครงสร้างหนี้เป็นตราสารหนี้ระยะยาวเพื่อลดความเสี่ยงในการกระจุกตัวของหนี้ที่จะครบกำหนดชำระในปีต่อไป

การดำเนินงานในการออกตัวสัญญาใช้เงินระยะยาว ประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่ สำหรับปรับโครงสร้างหนี้เงินกู้ระยะสั้น นั้น สบน. ได้เชิญกลุ่มนักลงทุนระยะยาว เช่น บริษัทประกันชีวิต กองทุนประกันสังคม และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ เพื่อเข้าหารือถึงความเป็นไปได้ และรูปแบบในการประมูล การกำหนดอัตราดอกเบี้ย และวงเงินที่เหมาะสมในการจำหน่ายแต่ละครั้ง ซึ่งนักลงทุนเห็นด้วยกับแนวทางในการออกตัวสัญญาใช้เงินระยะยาว อย่างไรก็ตาม นักลงทุนกลุ่มดังกล่าว ยังไม่มีความคุ้นเคยกับการลงทุนในตัวสัญญาใช้เงิน รวมถึงจำเป็นต้องมีการแก้ไขระเบียบการลงทุนเพื่อให้สามารถลงทุนในตัวสัญญาใช้เงินได้

สบน. จึงได้ประสานงานกับสำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัย (คปภ.) เพื่อขอความร่วมมือในการแก้ไขระเบียบการลงทุนดังกล่าว ให้เปิดช่องให้นักลงทุนประกันชีวิตสามารถลงทุนในตัวสัญญาใช้เงิน (ซึ่งเป็นตราสารหนี้ของรัฐบาลเช่นเดียวกับพันธบัตร และไม่เป็นการเพิ่มความเสี่ยงของนักลงทุน) โดย คปภ. ได้ให้ความร่วมมือในการแก้ไขดังกล่าว และได้ดำเนินการแล้วเสร็จไปเมื่อเดือนกันยายน 2553 ผ่านมา

จากนั้น สบน. ได้ประสานงานกับกลุ่มนักลงทุนเป้าหมายเพื่อดำเนินการจำลองการประมูลตัวสัญญาใช้เงินฯ เพื่อประมาณการความต้องการและอัตราผลตอบแทนของนักลงทุน รวมถึงซักซ้อมวิธีประมูลตัวสัญญาใช้เงินฯ ให้นักลงทุนมีความคุ้นเคยและมีความเข้าใจตรงกัน ซึ่งได้รับการตอบรับเป็นอย่างดี

ทั้งนี้ สบน. ได้จัดการประมูลตัวสัญญาใช้เงินดังกล่าวไปแล้วเมื่อวันที่ 22 ธันวาคม 2553 ที่ผ่าน มา โดยสามารถปรับโครงสร้างหนี้เงินกู้ระยะสั้นไปได้เป็นวงเงินรวม 34,600 ล้านบาท โดยเป็นรุ่นอายุ 12 ปี 18,900 ล้านบาท และรุ่นอายุ 18 ปี 15,700 ล้านบาท อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยร้อยละ 4.42 ซึ่งสามารถยืดอายุเฉลี่ยของหนี้เงินกู้ภายใต้ พ.ร.ก. ไทยเข้มแข็ง จากเดิม 4.1 ปี เป็น 5.0 ปี

นอกจากนี้ สบน. ยังมีแผนการออกตัวสัญญาใช้เงินระยะยาวหรือเครื่องมือระยะยาวอื่นเพิ่มเติมอีกในอนาคต เพื่อเพิ่มอายุเฉลี่ยของหนี้เงินกู้ภายใต้ พ.ร.ก. ไทยเข้มแข็ง ทั้งนี้ สบน. จะพิจารณาจากความต้องการลงทุนของนักลงทุนในแต่ละประเภทเพื่อเลือกใช้เครื่องมือให้เหมาะสม รวมถึงกำหนดวงเงิน และช่วงเวลาในการจำหน่ายให้สอดคล้องกับความต้องการลงทุนของนักลงทุนให้มากที่สุด

### 2.3 Inflation Linked Bond

ILB คือพันธบัตรที่มีผลตอบแทนแปรผันตามอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินเฟ้อ มีหลักการพื้นฐานจากทฤษฎีดอกเบี้ยของศาสตราจารย์ Irving Fisher ซึ่งกำหนดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยทั่วไป (Nominal Rate) กับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Rate) และอัตราเงินเฟ้อ (Inflation Premium) โดยมีรูปแบบสมการระบุไว้ ดังนี้

$$(1+\text{Nominal Rate}) = (1+\text{Real Rate}) \times (1+\text{Inflation Premium})$$

ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของ ILB ผู้ออกจะกำหนดให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนในอัตราคงที่เหนืออัตราเงินเฟ้อในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งผลตอบแทนในส่วนแรกคือ อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง เป็นอัตราคงที่ และส่วนที่สองคือ ส่วนชดเชยเงินเฟ้อ ซึ่งจะผันแปรตามเงินเฟ้อในแต่ละช่วงเวลา

จากแนวทางในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตร ILB ดังกล่าว ทำให้ ILB เป็นพันธบัตรที่เหมาะสมกับการลงทุนของนักลงทุนที่ต้องการปิดความเสี่ยงในเรื่องของความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อ และต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่าเงินเฟ้อในทุกๆ ช่วงเวลา รวมถึงรักษาอำนาจซื้อของทั้งเงินต้นและดอกเบี้ยของเงินที่ได้ลงทุนไป

ในปี 2552 สบ. ได้เริ่มศึกษาการออก ILB ในต่างประเทศเพื่อพัฒนาตลาดตราสารหนี้ให้มีเครื่องมือที่หลากหลายและสามารถรองรับความต้องการระดมทุนที่เพิ่มขึ้นได้ จากนั้น ในปีงบประมาณ พ.ศ. 2553 สบ. จึงได้บรรจุการออก ILB เป็น 1 ในการส่งเสริมพันธกิจที่ 2 (พัฒนาคุณภาพและความหลากหลายของสินค้าและบริการ) ตามมาตรการที่ 8 (การพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศ) ของแผนพัฒนาตลาดทุนไทย และโดยที่ปัจจัยด้านเงินเฟ้อขึ้นอยู่กับราคาสินค้าอุปโภค-บริโภค ที่มีความผันผวนและไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ราคาน้ำมัน ดังนั้น ILB จึงเป็นตราสารหนี้ที่นักลงทุนให้ความสนใจเป็นอย่างมาก เพราะสามารถรักษาอำนาจซื้อของเงินลงทุนได้อย่างสมบูรณ์ ซึ่งในประเทศที่พัฒนาแล้วและมีตลาดตราสารหนี้ที่มีทั้งความกว้างและความลึก มีนักลงทุนหลากหลาย และมีมูลค่าตลาดมหาศาล จึงมีการออก ILB อย่างแพร่หลาย (ดังแสดงในตารางที่ 1) ซึ่งถ้าประเทศไทยสามารถออก ILB จะเป็นประเทศแรกในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และเป็นประเทศที่ 3 ในเอเชีย (ต่อจากประเทศญี่ปุ่น และสาธารณรัฐเกาหลี) ที่มีการออก ILB

ตาราง: สัดส่วน ILB ต่อตราสารหนี้คงค้างที่ออกโดยรัฐบาล

ประเทศ	ยอดคงค้าง (ล้านดอลลาร์สหรัฐ)	สัดส่วน ILB ต่อตราสารหนี้ คงค้างทั้งหมดที่ออกโดยรัฐบาล	เงินเฟ้อเฉลี่ย (ปี2007- 2009)
สหรัฐอเมริกา	550,000	8%	2.09%
สหราชอาณาจักร	253,700	19%	2.62%
สหพันธ์สาธารณรัฐบราซิล	219,590	27%	4.72%
สาธารณรัฐฝรั่งเศส	193,830	19%	1.70%
สาธารณรัฐอิตาลี	140,960	7%	2.10%
ญี่ปุ่น	86,730	1%	0.09%
สหพันธ์สาธารณรัฐเยอรมนี	40,190	3%	1.72%
ราชอาณาจักรสวีเดน	27,880	18%	2.41%
แคนาดา	27,840	8%	1.55%
สาธารณรัฐเกาหลี	2,200	1%	3.27%
<b>รวม</b>	<b>1,542,920</b>		

รวบรวมโดย:สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ

## รูปแบบของ ILB : Capital Indexed Bond (CIB)

ILB ประเภท CIB จะกำหนดอัตราดอกเบี้ยหน้าตัว (Coupon Rate) ในอัตราคงที่เท่ากับ Real Rate โดยจะจ่ายดอกเบี้ยแต่ละงวดเท่ากับ Coupon Rate คูณด้วยเงินต้นที่ปรับตามดัชนีเงินเฟ้อ และในวันครบกำหนดไถ่ถอนจะจ่ายเงินให้แก่ผู้ถือครองพันธบัตร แบ่งออกเป็น 3 ส่วนคือ 1.) ส่วนของดอกเบี้ยดังที่กล่าวข้างต้น 2.) เงินต้น ณ ราคาหน้าตัว (par) และ 3.) ส่วนต่างของเงินต้นที่ปรับตามดัชนีเงินเฟ้อลบด้วยเงินต้น ณ ราคาหน้าตัว (ส่วนชดเชยเงินเฟ้อที่เงินต้น)

พันธบัตร CIB มีลักษณะที่มีการจ่ายดอกเบี้ยที่ต่ำ แต่จะมีการชำระคืนเงินต้นที่สูง เนื่องจากเงินต้นดังกล่าว ได้ถูกรวมส่วนชดเชยเงินเฟ้อตลอดระยะเวลาของ ILB รุ่นนั้นๆ และดำเนินการจ่ายออกไปเพียงครั้งเดียวเมื่อพันธบัตรฯ ครบกำหนดชำระ ทำให้ CIB สามารถรักษอำนาจซื้อของนักลงทุนได้อย่างสมบูรณ์ รวมถึงให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าเงินเฟ้อตลอดเวลา จากคุณสมบัติดังกล่าว ทำให้การออก ILB ในต่างประเทศกว่าร้อยละ 95 เป็นการออกในรูปแบบของ CIB

อย่างไรก็ตาม ลักษณะในการจ่ายเงินของ CIB จะทำให้จำนวนเงินที่ต้องคืนเมื่อครบกำหนดมีวงเงินที่สูงกว่าพันธบัตรทั่วไป (เป็นผลมาจากเงินเฟ้อที่ชดเชยตลอดอายุของ CIB) ซึ่งอาจส่งผลให้วงเงินของภาระการชำระหนี้ของรัฐบาลในปีที่ CIB ครบกำหนด มีจำนวนที่สูงกว่าปีอื่นๆ ดังนั้น การดำเนินการออก CIB จำเป็นต้องมีการวางแผน และการประมาณการภาระการชำระหนี้ในปีที่ครบกำหนดอย่างดี เพื่อไม่ให้เกิดการกระจุกตัวของภาระการชำระหนี้ในอนาคต

นอกจากนี้ การกำหนดอัตราเงินเฟ้ออ้างอิงของ ILB ก็เป็นอีกประเด็นหนึ่งที่ต้องมีการประสานงานกับหน่วยงานที่ดูแลด้านอัตราเงินเฟ้อโดยเฉพาะ ได้แก่ สำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ เนื่องจากแผนการออก ILB มีวงเงินรวมกว่า 10,000 ล้านบาทในปีแรก และจะมีการเพิ่มขึ้นทุกๆ ปี ดังนั้น การคำนวณอัตราเงินเฟ้อและผลตอบแทนของ ILB จึงจำเป็นต้องมีความละเอียดมากขึ้น ดังนั้น สบ. จึงขอความร่วมมือสำนักดัชนีเศรษฐกิจการค้า ในการประกาศอัตราเงินเฟ้อให้มีจุดทศนิยมเพิ่มขึ้น จาก 1 ตำแหน่งเป็น 2 ตำแหน่ง เพื่อให้เวลาคำนวณอัตราผลตอบแทนแล้ว จะสามารถทำให้คำนวณได้แม่นยำ และสอดคล้องกับมาตรฐานของ ILB ในต่างประเทศ

## ประโยชน์ในการออก ILB ในประเทศไทย

### ด้านการระดมทุนของรัฐบาล

การออก ILB ถือเป็นการพัฒนาตลาดตราสารหนี้ในประเทศในเชิงลึก เพื่อให้สามารถรองรับความผันผวนของสถานะตลาดเงินทั้งในประเทศ และต่างประเทศ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อแผนการกู้เงินของรัฐบาลในระยะอันใกล้ ดังนี้

1) แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยในประเทศอยู่ในช่วงขาขึ้น อาจส่งผลให้นักลงทุนชะลอการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาลประเภทอัตราดอกเบี้ยคงที่ โดยเฉพาะพันธบัตรฯ ระยะยาว (รุ่นอายุ 10 ปี ขึ้นไป) ทำให้การกู้เงินของรัฐบาลด้วยพันธบัตรรัฐบาลอัตราดอกเบี้ยคงที่ อาจมีต้นทุนที่สูงขึ้น

2) การปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราเงินเฟ้อทั่วโลก เป็นผลมาจากราคาน้ำมัน และสินค้าอุปโภคบริโภคต่างๆ ทำให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในเครื่องมือที่สามารถปิดความเสี่ยงด้านความผันผวนของอัตราเงินเฟ้อได้

## ด้านนักลงทุน

ILB เป็นพันธบัตรที่มีคุณสมบัติโดดเด่นแตกต่างจากพันธบัตรทั่วไปคือการรักษากำลังซื้อของเงินที่ลงทุน ซึ่งเหมาะกับนักลงทุนระยะยาวที่ต้องการผลตอบแทนสูงกว่าเงินเพื่อ เช่น กองทุนบำเหน็จธนาภิบาลข้าราชการ(กบข.) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ บริษัทประกันชีวิต และนักลงทุนรายย่อยที่ต้องการออมเพื่อเกษียณอายุ นอกจากนี้ ILB จะช่วยให้นักลงทุนสามารถบริหารจัดการ และกระจายความเสี่ยงของ Portfolio ได้ดีขึ้น

อย่างไรก็ตาม ตามสถิติการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของนักลงทุนสถาบันดังกล่าว ณ สิ้นปี พ.ศ. 2552 พบว่าอายุเฉลี่ยของพันธบัตรรัฐบาลที่ กบข. ถือครองอยู่มีอายุเฉลี่ยเพียง 3.71 ปี และกองทุนประกันสังคมมีอายุเฉลี่ยเพียง 3.2 ปี ซึ่งไม่สอดคล้องกับภาระผูกพันของนักลงทุนสถาบันประเภทนี้ที่มีต่อลูกค้า ทั้งนี้ เนื่องมาจากภาวะอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบัน ที่อยู่ในระดับต่ำและเข้าสู่ช่วงขาขึ้น (สาเหตุหนึ่งมาจากการปรับเพิ่มของเงินเฟ้อ) ทำให้นักลงทุนระยะยาวต้องหันมาลงทุนในตราสารระยะสั้น และได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เพื่อลดความเสี่ยงของการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในตลาด ซึ่งจะส่งผลให้นักลงทุนมีมูลค่าลดลงในอนาคต ดังนั้น การออก ILB ที่มีลักษณะการจ่ายดอกเบี้ยที่ขึ้นลงตามสภาวะของเงินเฟ้อ ทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนแท้จริงที่สูงกว่าเงินเฟ้อตลอดเวลา จะสามารถลดความเสี่ยงของนักลงทุนที่เกิดขึ้นจากการปรับตัวของดอกเบี้ยอันเนื่องมาจากเงินเฟ้อได้อย่างมีประสิทธิภาพ

## ความสอดคล้องด้านนโยบาย

ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) มีนโยบายการเงินในการควบคุมเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) โดยที่ ธปท. จะกำหนดกรอบอัตราเงินเฟ้อระยะ 1-2 ปี ข้างหน้า เพื่อใช้เป็นเป้าหมายหลักในการดำเนินนโยบายการเงิน ซึ่งการที่กระทรวงการคลังดำเนินการออก ILB ที่มีการจ่ายดอกเบี้ยที่เปลี่ยนแปลงไปตามเงินเฟ้อ จะเป็นการเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุนและประชาชนทั่วไป ว่ากระทรวงการคลังจะดำเนินนโยบายทางการเงินให้มีความสอดคล้องและไปในทิศทางเดียวกับนโยบายทางการเงินของ ธปท.

นอกจากนี้ การมี ILB ที่ซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ จะช่วยให้ ธปท. สามารถทราบถึงอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของประเทศ (Real Yield) ที่แม่นยำมากขึ้น รวมถึงระดับเงินเฟ้อที่นักลงทุนคาดการณ์ (Expected Inflation) โดยจะสามารถคำนวณได้จากอัตราผลตอบแทนของ ILB ที่ซื้อขายกันในตลาดรอง ซึ่งจะสามารถช่วยให้ ธปท. ดำเนินนโยบาย Inflation Targeting ได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น