

การประเมินแนวโน้มอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์

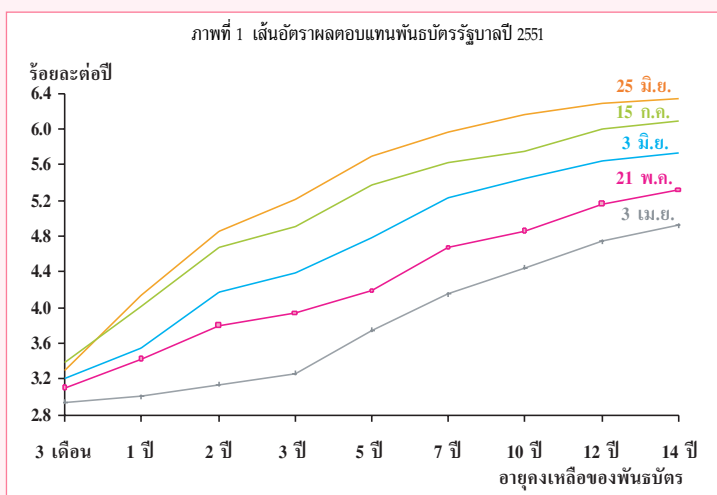
การดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อ (Inflation Targeting) มุ่งเน้นการรักษาเสถียรภาพด้านราคา ซึ่งรวมไปถึงการดูแลเงินเฟ้อคาดการณ์ไม่ให้ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วจนส่งผลกระทบต่อกระบวนการปรับราคาในระบบเศรษฐกิจและทำให้อัตราเงินเฟ้อสูงเกินไปอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ธนาคารกลางจึงให้ความสำคัญกับการประเมินทิศทางของเงินเฟ้อคาดการณ์ ซึ่งการประมาณการเงินเฟ้อคาดการณ์สามารถทำได้หลายวิธี โดยวิธีการหนึ่งได้แก่ การติดตามและศึกษาการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตร ซึ่งเป็นข้อมูลจากธุรกรรมที่เกิดขึ้นจริงในตลาดโดยนักลงทุนที่บริหารกองทุนต่างๆ

บทความนี้มีจุดประสงค์เพื่อสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับการใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรในการประมาณการเงินเฟ้อคาดการณ์ของตลาด

เส้นอัตราผลตอบแทน (Yield Curve)

Yield Curve คือ เส้นที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทน (Yield) กับอายุคงเหลือ (Time to Maturity) ของตราสารหนี้ อาทิ ตราสารหนี้ที่จะครบกำหนดในอีก 3 ปีมีอัตราผลตอบแทนเท่าใด เป็นต้น ซึ่งโดยปกติการสร้าง Yield Curve จะใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลในช่วงอายุคงเหลือต่างๆ ที่มีอยู่ในตลาด

ในระยะ 3-4 เดือนที่ผ่านมา Yield Curve ของพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับสูงและชันขึ้นอย่างต่อเนื่อง ซึ่งการปรับตัวดังกล่าวสะท้อนถึงการคาดการณ์ของตลาดเกี่ยวกับการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ทิศทางของการดำเนินนโยบายการเงิน และการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อในอนาคตไปพร้อมๆ กัน อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงของการคาดการณ์ของตลาดจาก Yield Curve โดยตรงอาจมีข้อจำกัด นอกจากนี้ Yield Curve อาจถูกกระทบจากภาวะอุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรบางรุ่นได้ เนื่องจากตลาดพันธบัตรของไทยยังมีได้มีความลึกมากนัก



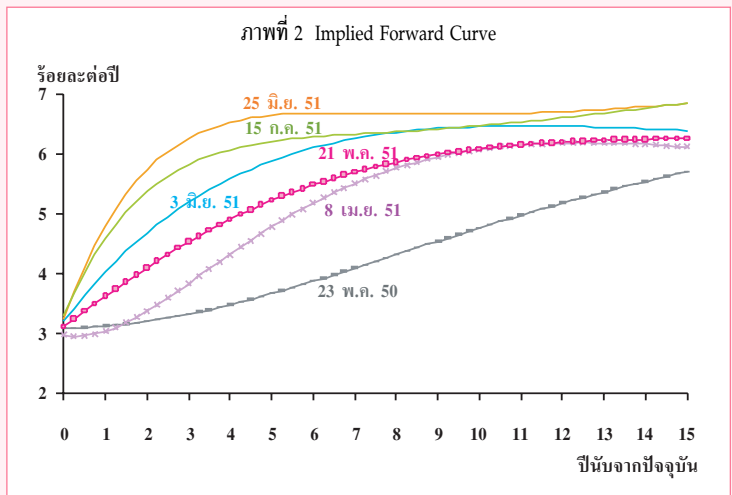
ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ดังนั้น การวิเคราะห์ที่ในลำดับต่อไปจึงใช้ Implied Forward Curve แทน Yield Curve ซึ่งจะสามารถลดผลกระทบจากความบิดเบือนของราคาพันธบัตรจากปัจจัยอุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรบางรุ่นได้ในระดับหนึ่ง อีกทั้งยังสามารถแยกปัจจัยระหว่างคาดการณ์การปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายและการคาดการณ์เงินเฟ้อได้ชัดเจนขึ้นภายใต้ข้อสมมติบางประการดังที่จะกล่าวในลำดับต่อไป

เส้นอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคต (Bond Market Implied Forward Curve)

Implied Forward Curve คือ เส้นที่แสดงแนวโน้ม (Expected Path) ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้น ณ เวลาหนึ่งๆ ในอนาคตตามความเห็นของนักลงทุนในตลาด เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะสั้น 1 วันในอีก 2 ปีข้างหน้าจะเป็นเท่าใด ซึ่งอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน (Yield) ของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือ 2 ปีในลักษณะที่ว่า Yield ของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือ 2 ปีจะเท่ากับอัตราผลตอบแทน

(เฉลี่ยต่อปี) ของอัตราดอกเบี้ยระยะ 1 วันคิดทบไปทุกๆ วันเป็นเวลา 2 ปี เช่นเดียวกับที่ Yield ของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือ 5 ปีจะเท่ากับอัตราผลตอบแทน (เฉลี่ยต่อปี) ของอัตราดอกเบี้ยระยะ 1 วันคิดทบไปทุกๆ วันเป็นเวลา 5 ปี ดังนั้นข้อมูลบน Yield Curve จึงสามารถนำมาสร้าง Implied Forward Curve ได้ โดยแต่ละจุดบน Implied Forward Curve จะคำนวณมาจากข้อมูล Yield ของพันธบัตรรัฐบาลที่มีอยู่ในตลาด โดยอาศัยแบบจำลองของ Svensson (1994)^{1/}



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

อนึ่ง Fisher's Identity^{2/} กำหนดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยและเงินเพื่อ

คาดการณ์ โดยกล่าวว่าอัตราดอกเบี้ยต้องเท่ากับอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงบวกกับอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ปรับด้วยความเสี่ยง ดังนั้น ปัจจัยที่สามารถเปลี่ยนแปลง Implied Forward Curve หรือ Expected Path ของอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในอนาคตได้ก็คือ การเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงต่างๆ (เช่น Forward Term Premium และ Holding Period Term Premium^{3/}) การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง และการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ซึ่งโดยปกติการจำแนกผลขององค์ประกอบทั้งสามตัวทำได้ยากหากไม่มีตัวชี้วัดเงินเฟ้อคาดการณ์ที่ดี เช่น พันธบัตรที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวตามอัตราเงินเฟ้อ (Inflation-linked Bonds)^{4/} อย่างไรก็ตาม Goodfriend (1998) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของ Implied Forward Curve และพบว่าในระยะยาวอัตราดอกเบี้ยแท้จริงมีการเปลี่ยนแปลงน้อยมาก นอกจากนี้ การเคลื่อนไหวของ Implied Forward Curve ในช่วงเวลาที่ไกลจากปัจจุบันมักจะมาจากการคาดการณ์เงินเฟ้อเป็นส่วนใหญ่ (ร้อยละ 80) ซึ่งแตกต่างจากในช่วงเวลาที่ใกล้ปัจจุบันที่การเคลื่อนไหวของ Implied Forward Curve มาจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงเป็นส่วนใหญ่^{5/}

ดังนั้น หากมีข้อสมมติว่า Risk Premium อยู่ในระดับต่ำและไม่เปลี่ยนแปลงมาก อาจสรุปได้ว่า Implied Forward Curve ของไทยที่ปรับขึ้นขึ้นมากใน Short-end ในช่วง 3-4 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนการคาดการณ์ของตลาดว่าภาวะการเงินจะตึงตัวขึ้นในระยะสั้นและปานกลาง หรืออีกนัยหนึ่งคือตลาดคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับสูงขึ้นในไม่ช้า ส่วน Long-end ที่ไม่ได้เปลี่ยนแปลงมาก สะท้อนว่าตลาดคาดว่าอัตราเงินเฟ้อในระยะยาวจะยังไม่เปลี่ยนแปลงมากจากการคาดการณ์เดิมแม้ว่าอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันจะปรับสูงขึ้นมากก็ตาม

^{1/} แบบจำลองที่นำเสนอโดย Svensson (1994) เป็นแบบจำลองที่ปรับปรุงเพิ่มเติมจากแบบจำลองดั้งเดิมของ Nelson and Siegel (1987) โดยการเพิ่มความยืดหยุ่นของ Curve-fitting ในส่วน Short-end ของ Yield Curve วิธีนี้เหมาะสำหรับการหาความสัมพันธ์ที่ต้องการ Robustness และ Smoothness สำหรับรายละเอียดเชิงเทคนิคสามารถดูได้จากบทความต่างๆ ดังนี้ (1) Nelson, C. and Siegel, A., "Parsimonious Modeling of Yield Curve", *Journal of Business*, Vol. 60, October 1987, pp. 473-489 และ (2) Svensson, Lars E., "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 4871, 1994.

^{2/} $i = r + e + risk$ โดย i คืออัตราดอกเบี้ย (Nominal Interest Rate) ขณะที่ r คืออัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) และ e คืออัตราเงินเฟ้อคาดการณ์ (Inflation Expectation)

^{3/} Forward Term Premium คือความเสี่ยงของการไม่สามารถทำนายอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ส่วน Holding Period Term Premium เป็นผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากความผันผวนของราคาพันธบัตรระยะยาว แต่จากการศึกษาของ Svensson (1994) พบว่าความเสี่ยงดังกล่าวมีนัยสำคัญน้อยมาก

^{4/} Sangmanee, A., "Information Content of Financial Markets: Case Study of Thai Foreign Exchange and Bond Markets", Conference paper at the Bank of Thailand, 2001.

^{5/} Goodfriend, M., "Using the Term Structure of Interest Rates for Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 84/3, Summer 1998, pp. 13-30.