

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเข้าถือครองพันธบัตรระยะยาวสหรัฐอเมริกา  
โดยนักลงทุนชาวต่างชาติ และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว  
Relationship Analysis of the U.S. Treasury Bond Holders and  
the U.S. Treasury Yield Rate by Foreign Investors

ชญานันท์ ทัศนवलแสง<sup>1</sup> และ นิสิต พันธมิตร<sup>2</sup>  
Chanyanus Thadnuangsang<sup>1</sup> and Nisit Pantamit<sup>2</sup>

บทคัดย่อ

การค้นคว้าอิสระฉบับนี้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ในส่วนแรกเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐอเมริกาในประเทศญี่ปุ่นกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร พบว่าในส่วนการศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐอเมริกาในประเทศญี่ปุ่นกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปี 7 ปี และ 10 ปี โดยขนาดของการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนอายุ 10 ปี มีขนาดมากที่สุดหากประเทศญี่ปุ่นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐาลดลง 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯในช่วงเวลา 3 เดือนก่อนหน้า จะทำให้การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐฯเพิ่มขึ้น 0.152 เปอร์เซ็นต์ ในอีก 3 เดือนถัดมา ส่วนที่สองเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐอเมริกาในประเทศจีนกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร พบว่ามีความสัมพันธ์แบบแปรผันตรงกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตร โดยหากประเทศจีนมีอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐาลดลง 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯในช่วงเวลา 1 เดือนก่อนหน้า จะทำให้การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปี และ 7 ปี ของสหรัฐาลดลง 0.519 เบสิทพ้อยท์ และ 0.659 เบสิทพ้อยท์ในอีก 1 เดือนถัดมา ตามลำดับ

คำสำคัญ : พันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐอเมริกา, อัตราผลตอบแทนพันธบัตร

ABSTRACT

This independent study is divided in two parts; the first part of this study consists of relationship study of Japan's holdings of U.S. long-term treasury effecting U.S. treasury yield change. In relationship study of Japan's holdings of U.S. long-term treasury effecting U.S. treasury yield change the results showed that Japan's holdings of U.S. long-term treasury amount has inverse relationship with 5 years, 7 years and 10 years U.S. treasury yields . The results also showed that 10 years U.S. treasury yields has more significantly change compared to 5 years and 7 years U.S. treasury yields. The study suggested that if Japan reducing U.S. long-term treasury holding amount by 1 billion U.S. dollars will cause the 10 years U.S. treasury yield to raised 0.152 percent within the next 3 months. The second part of the study involved the relationship study of China's holdings of U.S. long-term treasury effecting U.S. treasury yield change, the results showed that China's holdings of U.S. long-term treasury amount has direct relationship with 5 years and 7 years U.S. treasury yields. The study suggested that if China reducing U.S. long-term treasury holding amount by 1 billion U.S. dollars will cause the

5 years and 7 years U.S. treasury yield to decreased 0.519 and 0.659 basis point respectively within a months.

Key word : U.S. long-term treasury, treasury yield

### ที่มาและความสำคัญ

การออมของโลกได้เพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องเนื่องจากการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจและการพัฒนาในด้านต่างๆ โดยทั่วไปแล้วเงินออมของประเทศจะถูกเรียกในอีกชื่อหนึ่งว่า “ทุนสำรองระหว่างประเทศ” หรือ “Foreign Exchange Reserve” ซึ่งอยู่ในรูปของเงินตราสกุลต่างประเทศ การได้รับเงินตราต่างประเทศมีหลายทาง เช่น การบริการ การท่องเที่ยว และเงินโอน รวมไปถึงการที่ชาวต่างชาติเข้ามาลงทุนในประเทศ และการซื้อผลิตภัณฑ์ทางการเงินอย่าง กองทุน และพันธบัตร ในบรรดาพันธบัตรรัฐบาลของประเทศ พันธบัตรที่เป็นที่นิยมและมีผู้สนใจถือครองเป็นจำนวนมากก็คือ พันธบัตรรัฐบาลของสหรัฐอเมริกา เนื่องจากสกุลเงินดอลลาร์เป็นสกุลเงินหลักที่เป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป ทำให้ประเทศต่างๆ เก็บสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศในรูปแบบของเงินสกุลดอลลาร์ และเมื่อการออมของโลกเพิ่มสูงขึ้น ความต้องการถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกาก็เพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอายุตั้งแต่ 10 ปีขึ้นไป (Treasury Bonds) แต่นับตั้งแต่ช่วงกลางปี ค.ศ.2014 ปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของโลกได้ปรับลดลง โดยเฉพาะทุนสำรองระหว่างประเทศในประเทศจีน ญี่ปุ่น จากการชะลอตัวของการค้าโลก การปรับตัวลดลงของราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ และการแทรกแซงค่าเงินหยวนของจีน ในภาวะที่เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของธนาคารกลางทั่วโลกมีแนวโน้มลดลง ถูกเรียกในอีกชื่อหนึ่งว่า “Quantitative Tightening” หรือ “QT” เพราะเมื่อทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศต่างๆ ลดลง ซึ่งทุนสำรองนี้ส่วนใหญ่อยู่ในรูปของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ดังนั้น การลดลงของทุนสำรองระหว่างประเทศในประเทศที่ถือครองขนาดใหญ่อย่าง จีน ญี่ปุ่น จึงอาจส่งผลให้เกิดแรงขายในตลาดพันธบัตร และทำให้ผลตอบแทนของพันธบัตรปรับเพิ่มขึ้นจนอาจส่งผลกระทบต่อการเงินตั้งตัวในที่สุด โดยประเทศที่มีสัดส่วนการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ สูงสุดคือ จีน ถืออยู่ 20 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ทั้งหมด รองลงมาเป็น ญี่ปุ่น ถืออยู่ 18 เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ตามด้วยอิสราเอล บราซิล และกลุ่มประเทศในหมู่เกาะเคย์แมน ดังนั้นแล้วจากเหตุการณ์ที่ภาวะเงินทุนสำรองระหว่างประเทศของโลกลดลง เป็นผลให้ประเทศขนาดใหญ่ที่มีทุนสำรองมาก และถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ เป็นจำนวนมาก ต้องลดการซื้อพันธบัตรลง จึงเป็นที่สนใจที่จะศึกษาผลกระทบและการเปลี่ยนแปลงของการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอเมริกา ในกลุ่มประเทศที่มีการถือครอง ขนาดใหญ่ต่อการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร หรือดอกเบี้ยของสหรัฐอเมริกาอย่างไร โดยเฉพาะประเทศจีน ญี่ปุ่น ที่มีสัดส่วนการถือครองพันธบัตรสหรัฐฯ เป็นอันดับสูงสุด 2 อันดับแรก ที่ถือพันธบัตรของสหรัฐคิดเป็นสัดส่วนเกิน 20% ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดที่ประเทศสหรัฐฯ จำหน่ายอยู่

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์และผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของสหรัฐอเมริกา ของกลุ่มประเทศที่มีสัดส่วนการถือครองขนาดใหญ่ (Large Holdings of U.S. Treasuries) กับ ผลตอบแทนพันธบัตร (Yield of Treasuries)

### วิธีการศึกษา

#### 1. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาคั้งนี้ผู้วิจัยมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของการเข้าถือครองพันธบัตรระยะยาวสหรัฐฯ และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรโดยมีข้อสมมุติว่า ปัจจัยทั้งดังกล่าวมีผลกระทบซึ่งกันและกัน ไม่สามารถบอกได้ว่าปัจจัยใดเป็นตัวแปรอิสระ และปัจจัยใดเป็นตัวแปรตาม ดังนั้นในการสร้างแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ผู้วิจัยจึงได้นำแบบจำลองทางเศรษฐมิติมาประยุกต์ใช้โดยเลือกแบบจำลอง VAR หรือ Vector Autoregressive Models เนื่องจากแบบจำลอง VAR นั้นช่วยหลีกเลี่ยงปัญหาการกำหนดตัวแปรภายในและภายนอกที่ไม่สอดคล้อง และตัวแปรอาจจะมีผลกระทบซึ่งกันและกันได้ ดังนั้น

การศึกษานี้ได้ยึดแบบจำลองตามแนวคิดของ Warnock (2009), Bertaut (2011) และ Daniel (2012) ที่ว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์กันระหว่างราคาของพันธบัตร และความต้องการเข้าซื้อพันธบัตรของนักลงทุนชาวต่างชาติ โดยแบบจำลองที่ใช้ประกอบไปด้วยตัวแปรดังต่อไปนี้

$$USTB_{it} = f(YILD_{kt})$$

และ

$$YILD_{kt} = f(USTB_{it})$$

โดย	$USTB_{it}$	คือ	ปริมาณการถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐอเมริกาของประเทศ $i$ ณ เดือนที่ $t$ (ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ)
	$YILD_{kt}$	คือ	อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ $k$ ปี ของสหรัฐฯ ณ เดือนที่ $t$ (เปอร์เซ็นต์)
เมื่อ	$t$	คือ	ช่วงเวลาต่างๆตั้งแต่เดือน มกราคม ปี 2556 ถึงเดือน เมษายน 2559
	$i$	คือ	ประเทศที่มีการถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐาคิดเป็นมูลค่าเกิน 20 เปอร์เซ็นต์เมื่อเทียบกับมูลค่าพันธบัตรสหรัฐฯทั้งหมด ได้แก่ จีน ญี่ปุ่น $k$
		คือ	อายุของพันธบัตร ได้แก่ พันธบัตรอายุ 5 ปี , 7 ปี และ 10ปี

## 2. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการถือครองพันธบัตรระยะยาวสหรัฐฯและอัตราผลตอบแทนของพันธบัตร ได้ทำการศึกษา 2 ประเทศ ได้แก่ จีน ญี่ปุ่น เนื่องจาก ทั้งประเทศจีน และประเทศญี่ปุ่น มีการถือครองพันธบัตรของสหรัฐอเมริกาสูงสุดเป็น 2 อันดับแรก โดยมูลค่าที่ถือครองนั้นคิดเป็นมูลค่าเกิน 20% ของมูลค่าพันธบัตรรัฐบาลทั้งหมดที่ประเทศสหรัฐฯจำหน่ายอยู่ ในขณะที่เมื่อเทียบกับประเทศอื่นแล้ว คิดเป็นสัดส่วนไม่ถึง 4% การศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลทศวรรษอนุกรมเวลาแบบรายเดือน ตั้งแต่กุมภาพันธ์ ปี พ.ศ. 2556 ถึงเดือน พฤษภาคม ปี พ.ศ.2559 รวมทั้งสิ้น 40 เดือน ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตร(Yield of Treasury) ได้มีการเก็บข้อมูลโดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทน ณ วันสุดท้าย ของเดือน เพื่อให้สอดคล้องกับการเก็บข้อมูลการถือครองพันธบัตร ที่มีการเก็บข้อมูลทุกสิ้นเดือน ประกอบไปด้วยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปีอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 7 ปี และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี โดยอ้างอิงและรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือ ได้แก่ ธนาคารโลก (World Bank) และธนาคารกลางของสหรัฐอเมริกา (Federal Reserve)

## 3. วิธีการศึกษาข้อมูลและสถิติที่ใช้

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลที่น่าสนใจมีลักษณะเป็นข้อมูลอนุกรมเวลา ซึ่งสถิติที่นำมาศึกษานั้นต้องการข้อมูลอนุกรมเวลาที่มีลักษณะโครงสร้างนิ่ง (Stationary data) ไม่มีการเปลี่ยนแปลงตามเวลา โดยการทดสอบแบบ Augmented Dickey-Fuller เป็นวิธีการทดสอบความนิ่งของข้อมูลที่พัฒนาจากการทดสอบแบบ Dickey-Fuller พิจารณาแบบจำลองของข้อมูลที่มีลักษณะอัตสหสัมพันธ์ (Autoregressive Model) และเมื่อข้อมูลมีลักษณะนิ่งแล้ว จึงนำไปหาความสัมพันธ์ต่อโดยใช้แบบจำลอง VAR ซึ่งการใช้แบบจำลอง VAR นั้นมีการนำค่าตัวแปรล่า มาใช้ในการประมาณค่าด้วย จึงทำให้แบบจำลองมีความสมจริงยิ่งขึ้น นอกจากนี้แบบจำลอง VAR ยังมีข้อดีที่กำหนดให้ตัวแปรทุกตัวในแบบจำลองเป็นตัวแปรภายใน (Endogenous Variables) ทั้งหมด จึงไม่ต้องมากำหนดว่าตัวแปรใดเป็นตัวแปรต้นหรือตัวแปรใดเป็นตัวแปรตาม และจะสอดคล้องกับทฤษฎีหรือไม่ ดังนั้นในการศึกษาความสัมพันธ์ของการเข้าถือครองพันธบัตร และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรนี้จึงเลือกใช้แบบจำลอง VAR

## ผลการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯและการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร โดยใช้แบบจำลอง Vector Autoregressive (VAR) โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่

DCHINA การเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯในประเทศญี่ปุ่น (Japan Holding U.S. Treasury Bond)

DJAPAN การเปลี่ยนแปลงมูลค่าการถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯในประเทศจีน (China Holding U.S. Treasury Bond)

DFIVEY การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯอายุ 5 ปี (5-Year-Bond Yield)

DSEVENY การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯอายุ 7 ปี (7-Year-Bond Yield)

DTENY การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯอายุ 10 ปี (10-Year-Bond Yield)

โดยผลการศึกษาจะแบ่งออกเป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐอเมริกา โดยประเทศ จีน และความสัมพันธ์ของการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐอเมริกา โดยประเทศ ญี่ปุ่น กับการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ซึ่งจะแยกออกเป็น ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปี 7 ปี และ 10 ปี โดยข้อมูลที่เลือกนำมาวิเคราะห์ ได้เลือกใช้ข้อมูลแบบรายเดือน ที่มีการเก็บข้อมูลโดยธนาคารกลางสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่เดือน กุมภาพันธ์ 2556 ถึง เดือน พฤษภาคม 2559

**ส่วนที่ 1** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯในประเทศญี่ปุ่น และการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จากสมการ DFIVEY (การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปี) พบว่าหากประเทศญี่ปุ่นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯลดลง 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯในช่วงเวลา 2 เดือนก่อนหน้า จะทำให้การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปีของสหรัฐฯเพิ่มขึ้น 0.843 เบสิทพ้อยท์ในอีก 2 เดือนถัดมา และในสมการผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 7 ปี หากประเทศญี่ปุ่นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯลดลง 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯในช่วงเวลา 2 เดือนก่อนหน้า จะทำให้การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 7 ปีของสหรัฐฯเพิ่มขึ้น 0.733 เบสิทพ้อยท์ในอีก 2 เดือนถัดมา สุดท้ายในส่วนของสมการ DTENY (การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร อายุ 10 ปี) พบว่าหากประเทศญี่ปุ่นมีอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯลดลง 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯในช่วงเวลา 2 เดือนก่อนหน้า จะทำให้การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐฯลดลง 0.271 เปอร์เซ็นต์ ในอีก 2 เดือนถัดมาสังเกตว่าความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯในประเทศญี่ปุ่น แบ่งได้ออกเป็นสองช่วงเวลาในช่วงระยะสั้น หรือก็คือการเข้าซื้อพันธบัตรในช่วงเวลา 2 เดือนก่อนหน้า มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในทิศทางบวก แต่การเข้าซื้อพันธบัตรในช่วงเวลา 3 เดือน และ 5 เดือน ก่อนหน้า มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในทิศทางลบ สาเหตุเป็นเพราะ ในระยะสั้น เมื่อความต้องการขายพันธบัตรเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี จะได้รับผลกระทบจาก อัตราผลตอบแทนพันธบัตร อายุ 5 ปี และ 7 ปี ที่ปรับเพิ่มขึ้น และเมื่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตร อายุ 5 ปี และ 7 ปี ปรับเพิ่มขึ้น ผลจากการคาดการณ์ดอกเบี้ยในอนาคตจึงทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ปรับ ลดลง ดังนั้น ช่วงระยะสั้นถึงแม้จะมีการเข้าถือครองพันธบัตรสหรัฐฯลดลง (ขายพันธบัตรเพิ่มมากขึ้น) ก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ลดลงตามไปด้วย ความสัมพันธ์จึงเป็นแบบแปรผกผันตรง แต่ระยะยาวก็จะเป็นไปตามทฤษฎีอุปสงค์ในตลาดพันธบัตร (Demand in the Bond Market) เพราะฉะนั้น ในช่วงเวลา 3 และ 5 เดือนก่อนหน้า เมื่อมีการเข้าถือครองพันธบัตรลดลง (ขายพันธบัตรมากขึ้น) จึงทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้น

**ส่วนที่ 2** การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯในประเทศจีน และการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จากสมการ DFIVEY (การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปี) พบว่าหากประเทศจีนมีอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯลดลง 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯในช่วงเวลา 1 เดือนก่อนหน้า จะทำให้การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 5 ปีของสหรัฐฯลดลง 0.519 เบสิทพ้อยท์ในอีก 1 เดือนถัดมา และหากประเทศจีนมีอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล

ระยะยาวสหรัฐฯลดลง 1 พันล้านเหรียญสหรัฐฯในเวลา 1 เดือนก่อนหน้า จะทำให้การเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 7 ปีของสหรัฐฯลดลง 0.659 เบสิทพ้อยท์ในอีก 1 เดือนถัดมา ( 100 เบสิทพ้อยท์ เท่ากับ 0.01 เปอร์เซ็นต์) จะเห็นว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯในประเทศญี่ปุ่น มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตร อายุ 5 ปี และ 7 ปี ในทิศทางบวก ซึ่งเป็นไม่ไปตามทฤษฎีอุปสงค์ในตลาดพันธบัตร (Demand in the Bond Market) ซึ่งแตกต่างจากกรณีการอธิบายของประเทศญี่ปุ่นที่ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯ และการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตร อายุ 5 ปี และ 7 ปี เป็นไปในทิศทางลบ การที่ความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามทฤษฎีนั้นเป็นผลมาจากนโยบายอัตราแลกเปลี่ยนและดุลการค้าของประเทศจีน เนื่องจากประเทศจีนมีการเกินดุลการค้ากับประเทศสหรัฐอเมริกาโดยตลอด (เนื่องจากค่าเงินหยวนของจีนนั้นอ่อนค่ากว่าที่ควรจะเป็น ทำให้สหรัฐฯต้องขาดดุลการค้ากับจีนเป็นจำนวนมากมาโดยตลอด) การดำเนินนโยบายการเงินของประเทศจีนนั้นได้เข้าแทรกแซงค่าเงินโดย เมื่อจีนมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดและทุนสำรองระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น หากปล่อยให้กลไกการตลาดทำงานเงินหยวนก็จะมีค่าแข็งค่าขึ้น ดังนั้นธนาคารกลางจีนจึงเข้ามาแทรกแซงโดยการเข้าซื้อเงินตราสกุลดอลลาร์ (พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯถือเป็นเงินตราสกุลดอลลาร์อย่างหนึ่ง) และเมื่อดึงเงินสกุลดอลลาร์มาเก็บไว้ ก็ทำให้ดอลลาร์มีการหมุนเวียนในตลาดลดลง จนทำให้ดอลลาร์มีค่าสูงขึ้นและหยวนอ่อนค่าลงในที่สุด เพราะฉะนั้นแล้ว ด้วยการแทรกแซงของธนาคารกลางจีนนี้เอง ที่ทำให้การเข้าซื้อสินทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาในประเทศจีน ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอย่างเป็นไปตามทฤษฎี สุดท้ายในส่วนของการ DTENY (การเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตร อายุ 10 ปี) ไม่มีความสัมพันธ์กับการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐอเมริกาในประเทศจีน เพราะประเทศจีนมีการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดอย่างต่อเนื่องจากการค้ากับประเทศสหรัฐอเมริกา ทำให้เมื่อพิจารณาการสะสมทุนสำรองระหว่างประเทศของจีนนั้นเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเมื่อทุนสำรองเพิ่มขึ้น ซึ่งทุนสำรองระหว่างประเทศก็คือเงินตราสกุลต่างประเทศที่ประเทศสะสมอยู่ ประเทศจีนจึงต้องสะสม หรือ เข้าซื้อตราสารของประเทศสหรัฐอเมริกาเพิ่มขึ้นตาม ดังที่ผู้วิจัยได้แสดงให้เห็นก่อนหน้านี้ว่า ทุนสำรองเงินตราต่างประเทศส่วนใหญ่ของแต่ละประเทศถืออยู่มักอยู่ในรูปของพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวของสหรัฐฯ

### ข้อเสนอแนะ

1. ในการศึกษาครั้งนี้ได้ศึกษาเฉพาะผลกระทบที่จะเกิดขึ้น ระหว่างปริมาณการเข้าถือครองพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวสหรัฐฯกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนพันธบัตรเท่านั้น ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นนอกเหนือจากตัวแปรดังกล่าว อย่างเช่น ตัวแปรทางด้านอัตราแลกเปลี่ยน และการดำเนินนโยบายทางการเงินของแต่ละประเทศ ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจรวมตัวแปรดังกล่าวเข้ามาอยู่ในแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา เพื่อที่จะทำให้แบบจำลองมีความน่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น
2. เนื่องจากช่วงเวลาผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูล อยู่ในช่วงปี 2556 ถึง 2559 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่อยู่ระหว่างการเปลี่ยนผ่านนโยบายทางการเงินของสหรัฐอเมริกา กล่าวคือ เป็นช่วงที่สหรัฐฯ เพิ่งจะเริ่มหยุดการใช้นโยบายผ่อนคลายทางการเงิน ลดการพิมพ์เงินเข้าสู่ระบบ ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจโลกหลายอย่าง โดยเฉพาะการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยนโยบายของสหรัฐอเมริกา เพราะช่วงที่สหรัฐฯใช้นโยบายผ่อนคลายทางปริมาณทางการเงิน สหรัฐฯต้องการที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจ จึงไม่สามารถปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยได้ แต่หลังจากปี 2559 เป็นต้นมา ที่ผลของนโยบายทางการเงินได้สิ้นสุดลง การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะสะท้อนถึงสภาพความเป็นจริงทางเศรษฐกิจมากขึ้น ดังนั้นแล้ว จึงเป็นที่น่าสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของความสัมพันธ์ตัวแปรดังกล่าว ในเวลาต่อจากนี้ไป
3. ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาเฉพาะรูปแบบความสัมพันธ์และผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรเท่านั้น ไม่ได้รวมถึงการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว ซึ่งการศึกษาครั้งต่อไป อาจเพิ่มการปรับตัวเข้าสู่ดุลยภาพในระยะยาว (Vector Error Correction Model) และการตอบสนองต่อความแปรปรวน (Impulse Response Function) เข้าไปในการศึกษา เพื่อให้งานวิจัยมีความครอบคลุมมากยิ่งขึ้น

## เอกสารอ้างอิง

จิราภรณ์ ขาววงษ์. (2544). เศรษฐศาสตร์มหภาค แปลและเรียบเรียง Macroeconomics : Theories and Policies ของ Richard T.Froyen กรุงเทพฯ : เพียร์สัน เอดดูเคชั่น อินโดไชน่า จำกัด.

เฉลิมพนธ์ คงเจริญ. (2555). ทฤษฎีและนโยบายการเงิน. คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

ดวงพร แซ่ตั้ง. (2553). ปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์และการเงินที่มีผลกระทบต่ออัตราแลกเปลี่ยนที่แท้จริง. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.

วุฒิชิงษ์ ตาเป้า. (2558). การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างรายจ่ายรัฐบาลและผลิตภัณฑ์มวลรวมของประเทศไทยรายสาขา. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

มันติกา ทาแกง.(2551). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยไทย และอัตราดอกเบี้ยสหรัฐอเมริกา. เชียงใหม่: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.

Daniel, O., Maxwell, K., Jaime, M., Charles, P. (2012). *Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yield*. Retrieved February 23, 2016, from <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/>

Jeffrey, M., Sunwoo, N., Myeongguk, S., Alexander, T. (2013). *Estimating the Impact of U.S. LSAPs on Emerging Market Econometric' Local Currency Bond Markets*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no.595

Monika Piazzsi. (2005). *Bond Yield and the Federal Reserve*. Journal of Political Economy. UniversityOf Chicago

Wang, J., Wu, C., Zhang, F., (2005). *Liquidity, Default, Taxes and Yield on Municipal Bonds*. Whitman School of Management, Syracuse University

Wayne, M., Marc, L. (2013). *China's Holding of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*. Retrieved February 23, 2016, from <http://reserve.policyarchive.org/19987>