

บทที่ ๓

ตลาดพันธบัตรยุโรป

(The Euro - Bond Market)

พันธบัตรระหว่างประเทศ หมายถึง พันธบัตรที่ออกไปอยู่นอกประเทศ ซึ่งเป็นผู้ออกพันธบัตรนั้น พันธบัตรระหว่างประเทศสามารถแยกออกได้เป็น ๒ ชนิดคือ พันธบัตรต่างประเทศ (Foreign bonds) และพันธบัตรยูโร (Euro - bonds) พันธบัตรต่างประเทศคือพันธบัตรที่ออกโดยผู้ออกในต่างประเทศโดยออกเป็นเงินตราสกุลของประเทศผู้ให้ ส่วนพันธบัตรยูโรก็คือพันธบัตรที่นำออกขายในประเทศต่าง ๆ มากกว่าหนึ่งประเทศขึ้นไป โดยผ่านศูนย์จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ระหว่างประเทศ (international syndicate) หรือผ่านตัวแทนขายพันธบัตร (selling agent)

ในระยะก่อนปี ๒๕๓๓ ขนาดของตลาดพันธบัตรยุโรปเล็กมากเมื่อเทียบกับขนาดของตลาดพันธบัตรต่างประเทศ กล่าวคือระหว่างปี ๒๕๒๖ - ๒๕๓๓ พันธบัตรยุโรปมีจำนวนเพียง .๔ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในขณะที่พันธบัตรต่างประเทศมีจำนวน ๕.๓ พันล้านดอลลาร์ สรอ.

ในระยะหลังกล่าวคือตั้งแต่เดือนกรกฎาคม ๒๕๐๓ เป็นต้นมา เมื่อสหรัฐอเมริกาเริ่มใช้โครงการเก็บภาษีพันธบัตรต่างประเทศ รวมทั้งเงินหักทศรัย และหนี้สินของชาวอเมริกัน หรือที่เรียกว่า Interest Equalization Tax (IET) และเริ่มใช้วิธีการควบคุมเงินทุน โดยเฉพาะโครงการ Foreign Direct Investment Program ได้ทำให้ตลาดพันธบัตรยุโรปเจริญเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วทั้งนี้เพราะว่า ผู้ยกยืมส่วนใหญ่ในประเทศทางตะวันตกรวมทั้งญี่ปุ่น และสหรัฐอเมริกา ได้หันมาแสวงหาแหล่งทุนนอกสหรัฐฯ มากขึ้น ในช่วง ๕ ปี ปริมาณพันธบัตรยุโรปที่ออกใหม่ได้เพิ่มจาก .๒ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี ๒๕๒๖ เป็น ๖.๓ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี ๒๕๓๕ (ตามตารางที่ ๑๑) แต่ในระยะเดียวกันนี้พันธบัตรต่างประเทศที่ออกในนิวยอร์กกลับมีระดับคงที่คือประมาณ ๑ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ตั้งแต่ปี ๒๕๓๓ จนกระทั่งถึงระยะที่ทางการสหรัฐฯ ทยอยเลิก

พันธบัตรยุโรปและพันธบัตรทางประเทศที่ออกนอกสหรัฐอเมริกา
(จำนวนพันล้านดอลลาร์ สรอ.)

	๒๕๖๒	๒๕๖๓	๒๕๖๔	๒๕๖๕	๒๕๖๖	๒๕๖๗	๒๕๖๘	๒๕๖๙	๒๕๗๐	๒๕๗๑	๒๕๗๒	๒๕๗๓	๒๕๗๔	๒๕๗๕	๒๕๗๖	๒๕๗๗	ครึ่งปีแรก ๒๕๗๘
พันธบัตรยุโรป	๖๖๔	๗๖๙	๑,๐๔๑	๑,๑๔๖	๒,๐๖๒	๓,๕๙๓	๓,๑๕๖	๒,๕๖๖	๓,๖๕๖	๒,๓๓๕	๔,๖๒๙	๒,๖๕๓	๔,๖๙๔				
ตามชนิดของผู้ออก																	
บริษัทสหรัฐ ฯ	-	-	๓๕๘	๔๓๙	๕๖๒	๒,๐๕๖	๑,๖๖๕	๓๔๖	๑,๕๕๘	๑,๕๙๒	๘๓๔	๑๑๐	๑๐๓				
บริษัทอื่น ๆ	๒๕	๑๖๘	๓๖๙	๓๓๖	๕๙๕	๖๐๓	๘๑๓	๑,๖๖๕	๑,๑๗๗	๑,๗๔๓	๑,๓๖๙	๖๒๕	๑,๓๖๖				
รัฐบาล	๘๐	๑๘๕	๑๑๐	๑๑๘	๔๖๒	๓๕๙	๖๘๒	๕๙๔	๘๘๘	๑,๑๓๐	๕๖๓	๕๓๔	๑,๓๒๓				
รัฐบาล	๕๓	๒๙๓	๑๘๙	๑๖๘	๓๖๓	๕๖๖	๕๘๘	๓๕๑	๔๓๙	๑,๖๖๙	๖๕๙	๔๖๓	๖๘๖				
องค์การระหว่างประเทศ	๖	๑๓๓	๖๕	๑๐๑	๑๖๖	๒๕	๖๘	๒๑๕	๕๘	๓๙๕	๕๖๔	๓๙๓	๕๖๖				
ตามชนิดของเงินตรา																	
ดอลลาร์สหรัฐ	๑๖๖	๕๕๕	๗๒๖	๕๖๖	๑,๓๘๖	๒,๕๕๔	๑,๓๒๓	๑,๓๓๕	๒,๖๖๑	๓,๕๖๘	๒,๕๖๓	๕๕๖	๑,๓๖๖				
มาร์กเยอรมัน	-	๒๐๐	๒๖๓	๑๕๓	๑๓๑	๕๖๔	๑,๓๓๘	๖๘๘	๓๕๖	๑,๖๖๙	๑,๖๖๑	๓๖๓	๑,๕๓๕				
อื่น ๆ	๖๖	๓๔	๑๑๒	๓๔	๕๑	๑๖๕	๕๕	๕๖๓	๖๓๕	๑,๖๖๔	๓๖๑	๓๖๓	๑,๖๖๓				
ตามชนิดของหลักทรัพย์																	
ชนิดธรรมดา	๑๔๔	๖๖๓	๕๓๑	๕๖๖	๑,๓๕๖	๑,๖๖๓	๒,๐๖๕	๒,๓๖๘	๓,๓๖๓	๕,๑๑๕	๓,๕๖๖	๖,๕๖๘	๕,๖๖๘				
ชนิดแลกเปลี่ยนเป็นหุ้นได้	๒๖	๕๖	๑๑๐	๒๕๖	๒๖๐	๑,๕๖๖	๑,๑๓๑	๒๖๘	๒๖๕	๑,๖๖๐	๖๕๓	๕๕๕	๕๕๕				
พันธบัตรทางประเทศ	๓๘๙	๒๖๔	๓๓๖	๓๓๘	๕๐๓	๑,๑๓๕	๘๖๓	๓๓๘	๑,๕๖๖	๒,๖๖๐	๒,๖๕๐	๑,๑๕๓	๘๕๙				
รวมพันธบัตรทางประเทศและ																	
พันธบัตรยุโรป	๕๕๓	๕๕๓	๑,๔๓๓	๑,๕๖๖	๒,๕๖๕	๔,๓๖๘	๓,๕๘๓	๓,๓๖๔	๕,๑๓๘	๘,๓๓๕	๖,๕๑๙	๓,๖๖๖	๕,๑๕๓				

ที่มา : World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company, New York.

การควบคุมเงินทุนในปี ๒๕๖๓

การที่ตลาดพันธบัตรยุโรปเจริญเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็ว เท่ากับว่าเป็นการทดแทนที่เพียงพอในการขยายตัวของตลาดพันธบัตรทางประเทศในทวีปยุโรป ในขณะที่สหรัฐอเมริกา ภายใต้อิทธิพลของการควบคุมเงินทุนนั้น เป็นที่หวาดเกรงกันว่าจะทำให้ตลาดพันธบัตรยุโรปขยายตัวในมากก็ แต่ความจริงแล้วปรากฏว่า ตลาดพันธบัตรยุโรปยังคงขยายตัวออกมาโดยเฉพาะในระยะ ๑ - ๒ ปีต่อมา ในตลาดที่ระหว่างประเทศ สำหรับในครั้งแรกของปี ๒๕๖๓ ได้มีการออกพันธบัตรยุโรปใหม่ ๆ มากกว่าจำนวนที่เคยมีมาในปีก่อน ซึ่งทำให้การคาดการณ์ของผู้สังเกตการณ์ต่าง ๆ ผิด ๆ ไป

โครงสร้างของตลาดพันธบัตรยุโรป

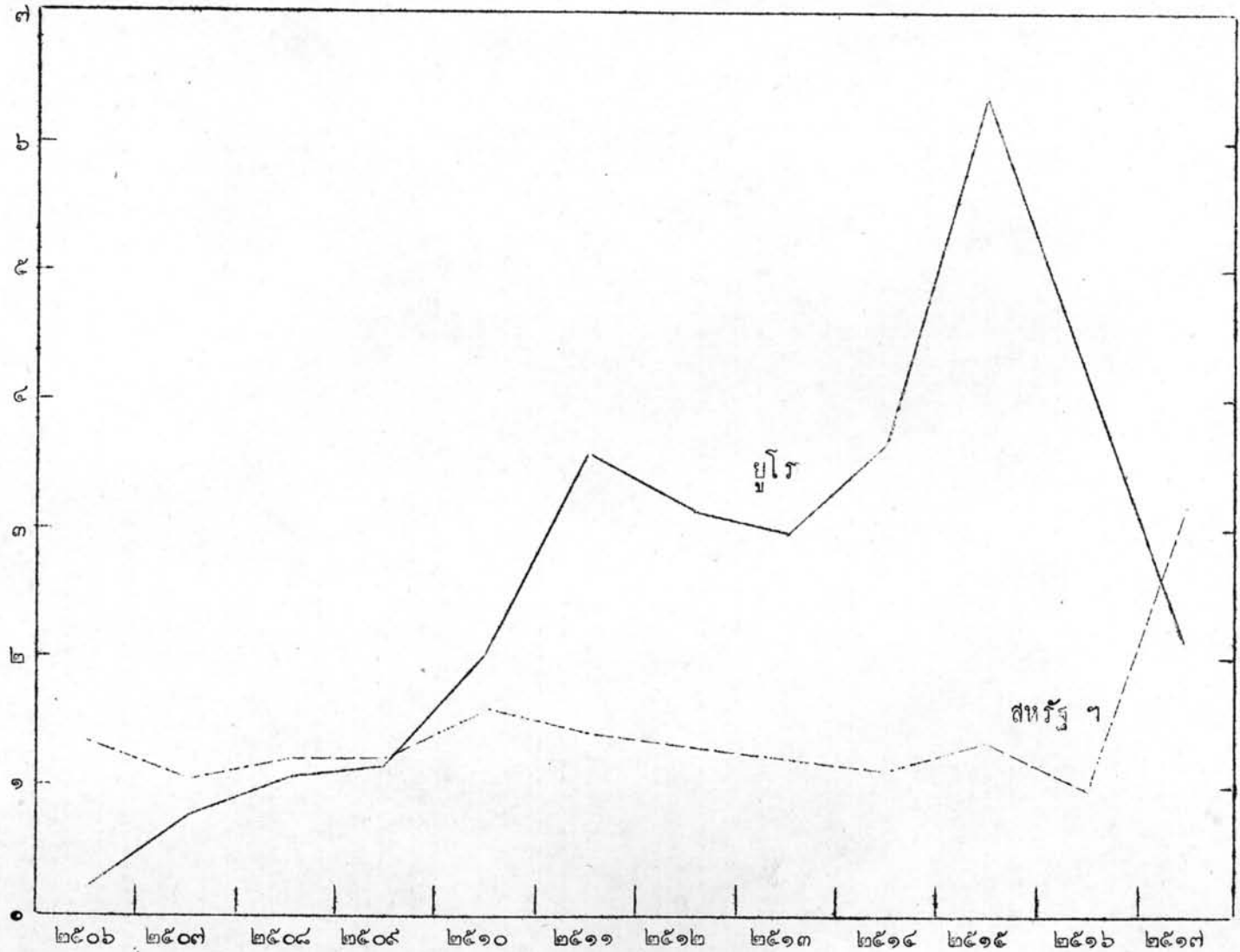
ผู้ลงทุนและผู้รับชื้อหนี้ (Underwriters) ในตลาดพันธบัตรยุโรป

โดยปกติ ตลาดพันธบัตรในประเทศทั่วไป จะประกอบด้วยผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันเป็นส่วนใหญ่ เช่น กองทุนบำนาญ บริษัทประกันภัย และสถาบันอื่น ๆ ที่การดำเนินงานมีลักษณะคล้ายคลึงกัน ซึ่งถือค่าเงินงานเกี่ยวข้องกับตลาดเงินทุนในประเทศ และคงอยู่ภายใต้กำหนดกฎเกณฑ์ต่าง ๆ ของประเทศนั้น ๆ ด้วย แต่ตลาดสำหรับพันธบัตรยุโรป จะแตกต่างออกไปและขึ้นอยู่กับข้อบังคับหรือหลักเกณฑ์อื่น ๆ การออกพันธบัตรยุโรปจะเป็นไปอย่างเปิดเผย และประกาศให้ทราบกันอย่างแพร่หลายซึ่งส่วนใหญ่แล้วธนาคารเพื่อการลงทุนจะรับซื้อและเป็นผู้จัดจำหน่ายพันธบัตรนั้น เป็นส่วนใหญ่ ซึ่งคงทำให้เกิดตลาดรอง (secondary market) ที่มีประสิทธิภาพจึงจะทำให้ตลาดพันธบัตรยุโรปขยายตัวได้อย่างรวดเร็ว รูปแบบโดยทั่วไปของการดำเนินงานของพันธบัตรยุโรปจะแบ่งเป็น ๓ กลุ่ม คือ ผู้จัดการ ผู้รับซื้อหนี้ และผู้ขาย ธนาคารเพื่อการลงทุนจะทำหน้าที่เช่นเดียวกับผู้จัดการที่จะเลือกกลุ่มที่จะได้รับซื้อและจำหน่ายหนี้ โดยการติดต่อหาประเทศต่าง ๆ และตัวแทนต่าง ๆ ในสหรัฐอเมริกา การดำเนินงานเพื่อจัดจำหน่ายพันธบัตรของธนาคารลงทุน ผู้รับซื้อหนี้แต่ละแห่งคงติดต่อโดยตรงกับผู้ชื้อ (borrowers) ถึงแม้ว่า ผู้รับซื้อหนี้จะยังไม่รับซื้อผู้ก็ตามกฎหมาย จนกว่าจะมีการตกลง เช่นสัญญาเงินกู้กับผู้ชื้อ ซึ่งสัญญานี้จะเกิดขึ้นภายหลังจากที่ทำการขายในครั้งแรกแล้ว หากการขาย

ผังที่ ๗

การขยายตัวของตลาดพันธบัตรยุโรป และตลาดพันธบัตรต่างประเทศในสหรัฐ ฯ

พันล้านดอลลาร์ สรอ.



ที่มา. World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company of New York.

ในระยะแรกไม่เป็นที่พอใจ เงินไหลทาง ๆ ของเงินกู้มักจะเปลี่ยนแปลงไปได้ สำหรับในกรณีของการลงทุนของธนาคารอังกฤษ วิธีการต่าง ๆ จะแตกต่างกันไปในระหว่างธนาคารแต่ละแห่ง แต่โดยทั่วไปก็จะใช้ธนาคารที่จัดการมากความออกซึ่งติดต่อโดยตรงกับผู้รับซื้อ ในทางที่ผู้จัดการที่ได้รับอนุญาตจะกำหนดราคา และเข้าไปเกี่ยวข้องกับ ผู้รับซื้อตั้งแต่ระยะเริ่มขายอย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติ ผู้รับซื้อในลอนดอนก็จะสามารถยึดหยุ่นได้จนกว่าจะมีการเป็นสัญญาเกิดขึ้น

ตามเหตุนี้ ผู้รับซื้อ และตัวแทนการขาย เป็นจำนวนมากที่เข้ามาเกี่ยวข้องกับกิจการออกพันธบัตรยุโรปในตลาดพันธบัตรยุโรป จึงทำให้การประเมินความสนใจของตลาดเกี่ยวกับพันธบัตรที่ออกใหม่เป็นไปด้วยความลำบาก โดยทั่วไปพันธบัตรที่เข้ามาเสนอขายจะถูกขายให้แก่ธนาคารผู้จัดหาหลักทรัพย์ (security dealers) และผู้ลงทุนโดยอาชีพ ก่อนที่จะมีการประกาศขายพันธบัตรใหม่ให้แก่สาธารณชน ต้นทุนของการจำหน่ายพันธบัตรซึ่งประกอบด้วยการค่านายหน้า การธรรมเนียมในการจัดการและจำหน่ายในตลาดพันธบัตรยุโรปก็จะสูงกว่าต้นทุนของสหรัฐ ฯ เพราะโครงสร้างของกลุ่มธนาคารผู้ขายพันธบัตรยุโรปตามปกติมักจะขาดความกว้างของพันธบัตรที่จัดขายในสหรัฐ ฯ ^๒

ผู้ออกในตลาดพันธบัตรยุโรป

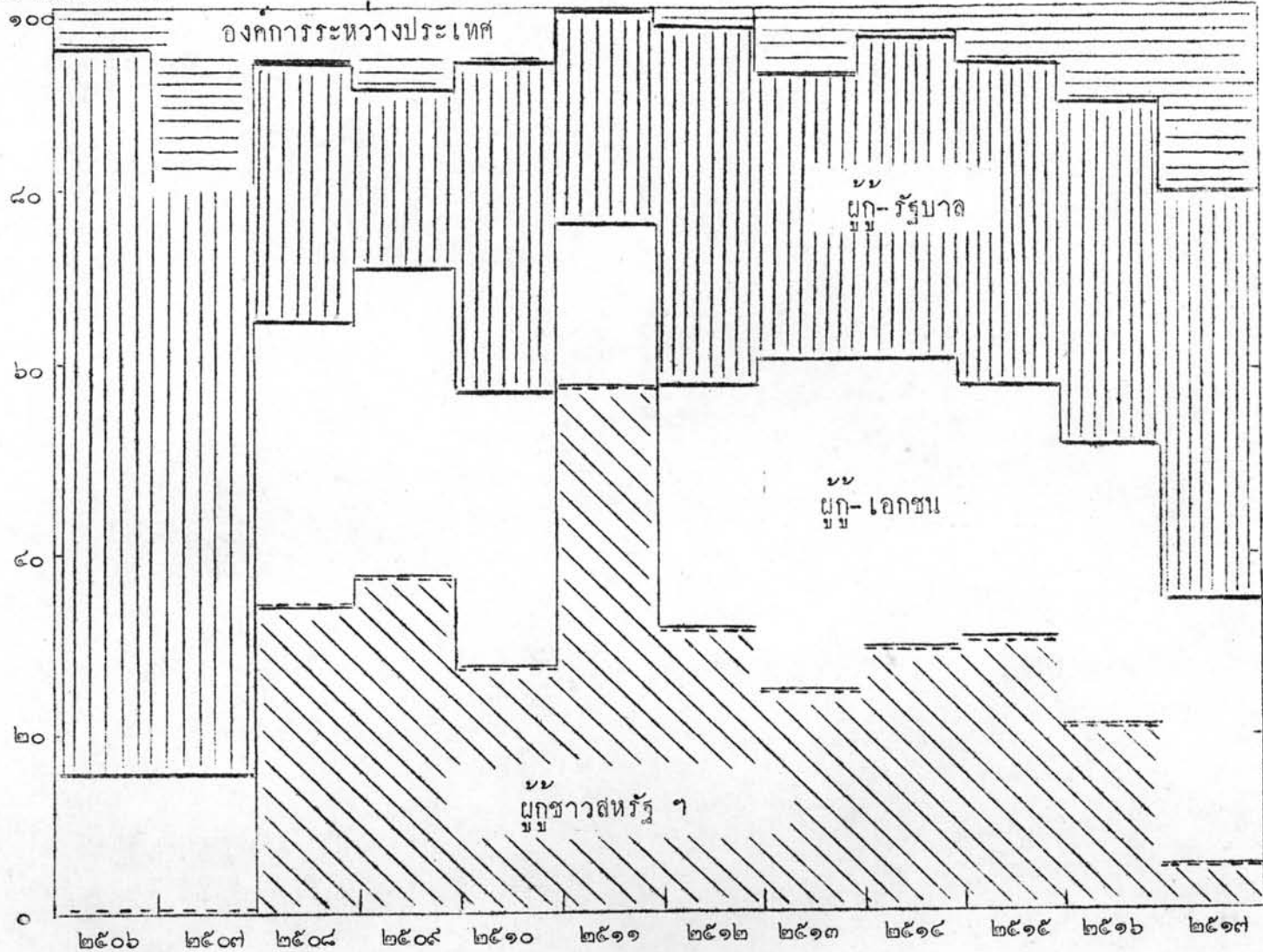
ในระยะเริ่มต้น ตลาดพันธบัตรยุโรปเป็นตลาดที่ให้เงินกู้แก่รัฐบาล และสถาบันของทางการเท่านั้น แต่ในระยะประมาณปี ๒๕๕ บริษัทเอกชนก็เข้ามาจับบทบาทมากขึ้นในฐานะเป็นผู้ออกรายใหม่รายหนึ่ง สักส่วนของบริษัทเอกชนสหรัฐ ฯ เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จากปี ๒๕๕๕ จนถึงปี ๒๕๖๖ กล่าวคือได้เพิ่มขึ้นถึง ๓.๖ พันล้านดอลลาร์ สรอ. หรือร้อยละ ๕.๕ ของจำนวนพันธบัตรทั้งหมดในระยะที่มีการควบคุมการชำระหนี้เงินของสหรัฐ ฯ หรือในรายที่ FDIP ซึ่งโตขึ้นทำให้เงินทุนจากการดำเนิน

^๒ Gunter Rischer (1972), p.6, Investment and Property Studies, Ltd, (1973), p.9.

ผังที่ ๘

ผู้
ใน
ตลาด
พันธบัตร
ยุโรป

จำนวนเปอร์เซ็นต์



ที่มา. World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company of New York.

งานกลางประเทศของชนโดยผ่านพันธบัตรยุโรป ในตลาดเงินตรายุโรป สักส่วนของรัฐบาลและสถาบันของ
 ทาง การที่ก่อพันธบัตรยุโรปอยู่ยังคงอยู่ในระดับสูงคือราว ๆ ร้อยละ ๔๐ - ๕๐ พันธบัตรยุโรปที่บริษัท
 สหรัฐถืออยู่ได้ตกลงภายหลังจากปี ๒๕๖๖ และภายหลังจากการยกเลิกการควบคุมการชำระเงินของ
 สหรัฐ ฯ ในปี ๒๕๖๗ พันธบัตรยุโรปที่บริษัทสหรัฐถืออยู่ก็ตกลงไปถึง .๖ พันล้านดอลลาร์หรือราว ๆ ร้อย
 ละ ๕ ของจำนวนทั้งหมดในปี ๒๕๖๗ เมื่อเทียบกับ .๘ พันล้านดอลลาร์ หรือร้อยละ ๒๖ ในปี ๒๕๖๖
 ในทางตรงกันข้ามสัดส่วนของผู้ออกอุเอกชนอื่น ๆ ยังคงมีระดับสูงที่ (ดูตามตารางที่ ๑๑ หน้า ๔)

ส่วนประกอบของเงินตราในการออกพันธบัตรยุโรป

โดยทั่ว ๆ ไปตลาดพันธบัตรยุโรปมักจะมีดอลลาร์ สรอ. เป็นเงินสกุลที่เป็นส่วนประกอบที่
 สำคัญ แต่สัดส่วนของดอลลาร์ สรอ. เมื่อเทียบกับเงินสกุลอื่น ๆ เริ่มลดลงประมาณปี ๒๕๖๖ เป็น
 ต้นมา โดยเฉพาะในระยะหลังนี้ ซึ่งลดลงจากร้อยละ ๕๕ ในปี ๒๕๖๖ มาเป็นร้อยละ ๔๔ ในปี ๒๕๖๗
 และร้อยละ ๓๖ ในครึ่งปีแรกของปี ๒๕๖๘ (ตารางที่ ๑๑) การที่ดอลลาร์ สรอ. ลดบทบาทลงใน
 ตลาดพันธบัตรยุโรปนี้เป็นผลสะท้อนมาจากฐานะของดอลลาร์ สรอ. เองในตลาดเงินตราต่างประเทศ
 ซึ่งบ่งชี้กับในตาอายุโรคดอลลาร์ที่ดอลลาร์ สรอ. ยังคงเป็นเงินสกุลที่บทบาทสำคัญอยู่

ความเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยน เป็นปัญหาสำคัญอีกอย่างหนึ่ง เพราะมีผลกระทบกระเทือน
 ทำให้เกิดความยุ่งยากทางบัญชี และทำให้ส่วนประกอบในการออกพันธบัตรที่เป็นดอลลาร์ สรอ. ลดลง

ภาษีอากร

ลักษณะสำคัญของตลาด พันธบัตรยุโรปก็คือมีการยึดเหนี่ยวให้กับผู้ลงทุนในเรื่องภาษีอากร บาง
 ประเทศที่เป็นศูนย์กลางของพันธบัตรยุโรป เช่น สหราชอาณาจักร และ ออสเตรเลีย จะไม่มีการเก็บ
 ภาษีอากร หรือเก็บภาษีในอัตราต่ำแต่อย่างไร แต่หลาย ๆ ประเทศก็มีการเก็บภาษีพันธบัตรที่ออก
 ใหม่ หรือมีอากรแสตมป์ (stamp duties) โดยทั่วไปบางประเทศจะมีการเก็บภาษี
 เฉพาะผู้ที่มีถิ่นที่อยู่ภายในประเทศมากกว่าอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่รัฐบาลต่างประเทศ ในฐานะ

ที่เป็นผลสัมพัทธ์กันจะมีการเก็บภาษีในบางประเทศ แต่สำหรับในสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกา
ได้มีการยกเว้นการเก็บภาษีอัตราดอกเบี้ย

ในบางประเทศเช่น ลักเซมเบอร์ก และสหรัฐอเมริกาได้มีการเลี่ยงการเสียภาษีอากร
ด้วยการใช้บริษัทเงินทุน หรือ สาขา โดยเมื่อบริษัทในประเทศได้รับเงินได้เกินร้อยละ ๘๐ มาจาก
แหล่งนอกประเทศ ก็จะได้รับยกเว้นไม่คงเสียภาษีอากร สำหรับอัตราดอกเบี้ยหรือเงินปันผลที่จ่าย
ให้แก่หุ้นของชาวต่างประเทศ บริษัทส่วนใหญ่ในสหรัฐ ฯ จึงหาประโยชน์จากชื่อยกเว้นอันนี้โดยตั้ง
สาขาของตนเพื่อเป็นการเพิ่มเงินทุนในต่างประเทศ แต่อย่างไรก็ตาม การหลีกเลี่ยงอันนี้ไม่สามารถ
กระทำได้ จำนวนพันธมิตรระหว่างประเทศที่ถูกส่งไปยังสำนักงานใหญ่ เพื่อใช้ในการดำเนินงาน
ต่าง ๆ ภายในสหรัฐ ฯ แต่เมื่อมีการยกเลิกการควบคุมเงินทุนของสหรัฐ ฯ ก็ยังไม่ได้มีการพิจารณา
ที่แน่นอนเกี่ยวกับเรื่องนี้ และยังไม่มีการแก้ไขเกี่ยวกับเรื่องนี้ แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อเร็ว ๆ นี้กระ-
หรวงการคลังของสหรัฐ ฯ ก็ได้เสนอความเห็นให้ยกเลิกการเก็บภาษีอากรจากเงินปันผลและดอกเบี้ย
ที่จ่ายให้แก่ชาวต่างประเทศ

ตลาดพันธบัตรยุโรปในฐานะที่เป็นตลาดระหว่างประเทศที่สำคัญ

ตลาดพันธบัตรยุโรปเกิดขึ้นตอนปลายทศวรรษที่ ๑๙๕๓ โดยเริ่มจากธนาคารในยุโรป โดย
เจดาระธนาคารในเบลเยียม ลักเซมเบอร์ก เริ่มการดำเนินการเป็นผู้รับซื้อและจัดจำหน่าย และได้
เสนอขายพันธบัตรต่างประเทศให้แก่กลุ่มผู้ซื้อระหว่างประเทศ ในปี ๑๙๖๖ ได้มีการออกพันธบัตรใน
รูปเงินดอลลาร์ สรอ.พร้อมกันในยุโรป และแคนาดา สำหรับ " Petrofina " บริษัทเบล-
เยียมได้ออกพันธบัตรในรูปดอลลาร์ แคนาดา , แฟรงก์เบลเยียม, แฟรงก์สวิส และกิลเดอร์เน-
เธอร์แลนด์ และต่อมาในปี ๑๙๖๓ และ ๑๙๖๔ ก็มีการออกสำหรับ " Fonds des Rentes "
และ " Societe National des Chemins de Fer Belges " โดยสมาคมระหว่างประเทศ
เป็นผู้ออกพันธบัตรร่วมกัน ในปี ๑๙๖๖ รัฐบาลเบลเยียมก็ได้ออกพันธบัตรในรูปดอลลาร์สรอ. ใน
ลอนดอน และในปีเดียวกันก็มีการออกพันธบัตรในลอนดอนซึ่งเป็นการออกพันธบัตรโดยการร่วมกันของ

ธนาคารในอังกฤษ เบลเยียม เยอรมัน และ เนเธอร์แลนด์ เพื่อช่วยกิจการ " Autostrade " ของอิตาลี

เมื่อมีการใช้ Interest Equalization Tax ในสหรัฐ ฯ ในปี ๑๙๖๖ นี้ช่วยยุโรปและญี่ปุ่นได้หันไปหาตลาดทุนในยุโรปมากขึ้น โดยเฉพาะในลอนดอน เนื่องจากลอนดอนเป็นศูนย์กลางทางการเงินระหว่างประเทศที่สำคัญมาเป็นเวลานาน ทำให้ตลาดทุนในลอนดอนกว้างขวางกว่าศูนย์กลางการเงินอื่น ๆ ในยุโรป สถานการณ์การเงินในลอนดอนพร้อมที่จะเป็นแหล่งที่จะดำเนินการเกี่ยวกับเงินระหว่างประเทศ และมีสาขาตัวแทนธนาคารต่าง ๆ อยู่ในลอนดอนซึ่งก็เกิดอย่างใกล้ชิดกับสถานการณ์การเงินในแต่ละประเทศ จากความจริงที่ว่าลอนดอนถูกสร้างให้เป็นศูนย์กลางที่สำคัญสำหรับการดำเนินงานในตลาดยุโรปกลาง จึงทำให้ลอนดอนกลายเป็นศูนย์กลางที่สำคัญของพันธมิตรยุโรปด้วย ปัจจุบันต่าง ๆ เหล่านี้ทำให้ต้นทุนของการออกพันธบัตรในลอนดอนถูกลงกว่าศูนย์กลางการเงินแห่งอื่น ๆ ยิ่งไปกว่านั้นธนาคารกลางของอังกฤษยังมีส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนและฟื้นฟูให้ลอนดอนกลายเป็นตลาดเงินระหว่างประเทศ และเพื่อทำให้ลอนดอนเป็นแหล่งดึงดูดใจในฐานะที่เป็นตลาดพันธบัตรใหม่ ๆ ได้มีการลดอัตราดอกเบี้ยสำหรับการโอนหลักทรัพย์จากร้อยละ ๖ มาเป็นร้อยละ ๖

นอกจากนี้การที่ลอนดอนเข้าสู่ฐานะที่เป็นตลาดเงินระหว่างประเทศ จึงต้องขจัดปัญหาต่าง ๆ ออกไป เพื่อให้สามารถดึงเงินทุนที่ออกมาจากนิวยอร์กทั้งหมด และกลายเป็นตลาดรวมของเงินออมภายในประเทศ นีก็กับในฝรั่งเศสและเยอรมัน แม้จะมีเงินออมเป็นจำนวนมากแต่ก็ขาดสถาบันที่จะเป็นตัวกระตุ้นในการพัฒนาตลาดทุนระหว่างประเทศ การออกพันธบัตรที่ทำกันอยู่ในหลายประเทศก็เป็นวิธีที่จะแก้ปัญหาเหล่านี้ รวมทั้งการออกพันธบัตรเป็นเงินตราหลาย ๆ สกุล เช่น การออกพันธบัตรของบริษัทข้ามชาติของ โปรตุเกส ในปี ๑๙๖๘ ที่ออกเป็น " European Unit-of Account " ซึ่งเป็นการลดการเปลี่ยนแปลงเมื่ออัตราแลกเปลี่ยนเปลี่ยนแปลงไป หรือการออกพันธบัตรในรูปแบบของการรวมเงิน

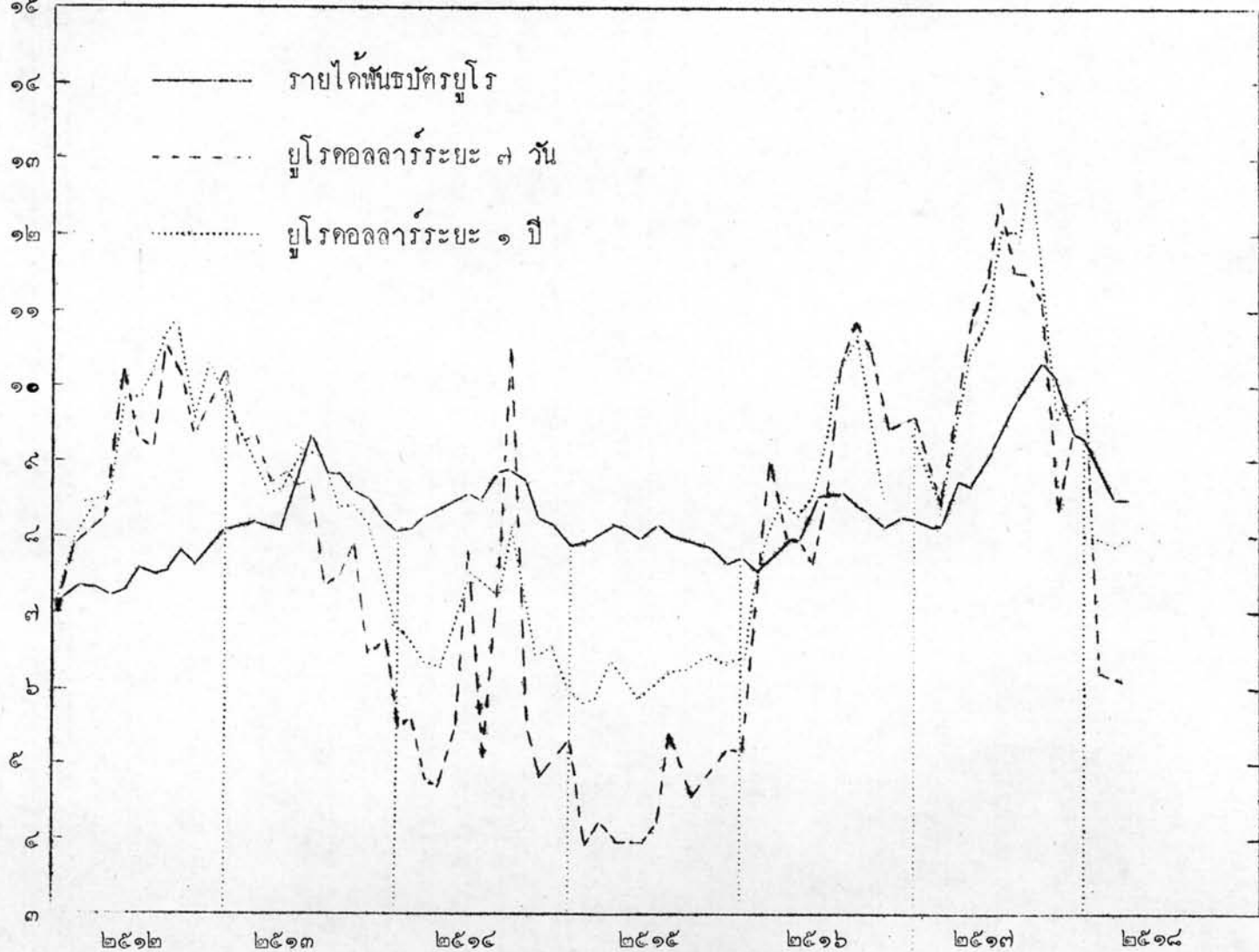
ตรา (composite currencies) เช่น Euroco ^๒ และ Arcru ^๓ แต่
 พันธบัตรที่ออกเป็นเงินตราที่เป็น Composite Currencies นี้ก็ไม่เป็นที่ยอมรับกันมากนักใน
 ตลาด เพราะจะต้องมีการกำหนดอัตราแลกเปลี่ยนไว้

ภายหลังจากการมีการเจริญเติบโตที่คลอเคลียเป็นเวลาถึง ๕ ปี ในปี ๒๕๑๓ ก็เป็นระยะ
 แรกที่มีปริมาณของพันธบัตรยุโรปที่ออกใหม่เริ่มลดลง (ตามตารางที่ ๑๑) ตลาดพันธบัตรยุโรปซึ่งใน
 ระยะแรกมีรัฐบาลของประเทศต่าง ๆ เข้ามามีส่วนร่วมในฐานะเป็นผู้ชื้อทั่วโลกกลายเป็นแหล่งหาเงิน
 ที่สำคัญของบริษัทเอกชนต่าง ๆ ไป การที่สหรัฐอเมริกาได้เพิ่มมาตรการเข้มงวดทางการเงินทำ
 ให้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากยุโรปโดยเฉลี่ยสูงขึ้นมากกว่า อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรยุโรปในระยะยาว ทำให้
 ได้รายรับจากการถือพันธบัตรลดลงในปี ๒๕๑๒ อัตราดอกเบี้ยยุโรปที่สูงกว่ารายรับจากการถือ
 พันธบัตรยุโรปโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ ๓.๒ (ดูจากฝั่ง ๕) ภัยที่เห็นชัดเจนจึงมักจะลงทุนใน
 พันธบัตรยุโรปในระยะสั้นมากกว่า การที่ตลาดพันธบัตรยุโรปเริ่มหดตัวลงนั้น นอกจากปัจจัยที่กล่าว
 ข้างต้นแล้วยังเนื่องมาจากการที่ตลาดหุ้นของสหรัฐฯ เกิดตกต่ำลง (ดูจากฝั่ง ๑๐) ระหว่างปี
 ๒๕๑๑ ตลาดหุ้นได้เจริญเติบโตขึ้นทำให้ underwriter ใ้ พันธบัตรยุโรปออกตลาดมากขึ้น ภา
 ราชการของพันธบัตรเหล่านี้กระทบกระเทือนตลาดหุ้นของสหรัฐฯ อย่างรุนแรง ทำให้ตลาดหุ้นตกต่ำลง
 อย่างรวดเร็วในปี ๒๕๑๑ ถึง ๒๕๑๓

๒) เงินตราของประเทศสมาชิกกลุ่มตลาดรวม ๕ ประเทศ
 ๓) หน่วยเงินตราของกลุ่มประเทศอาหรับ ๑๒ ประเทศ

อัตราดอกเบี้ยยุโรปตลอดการ และ รายได้พันธบัตรยุโรป

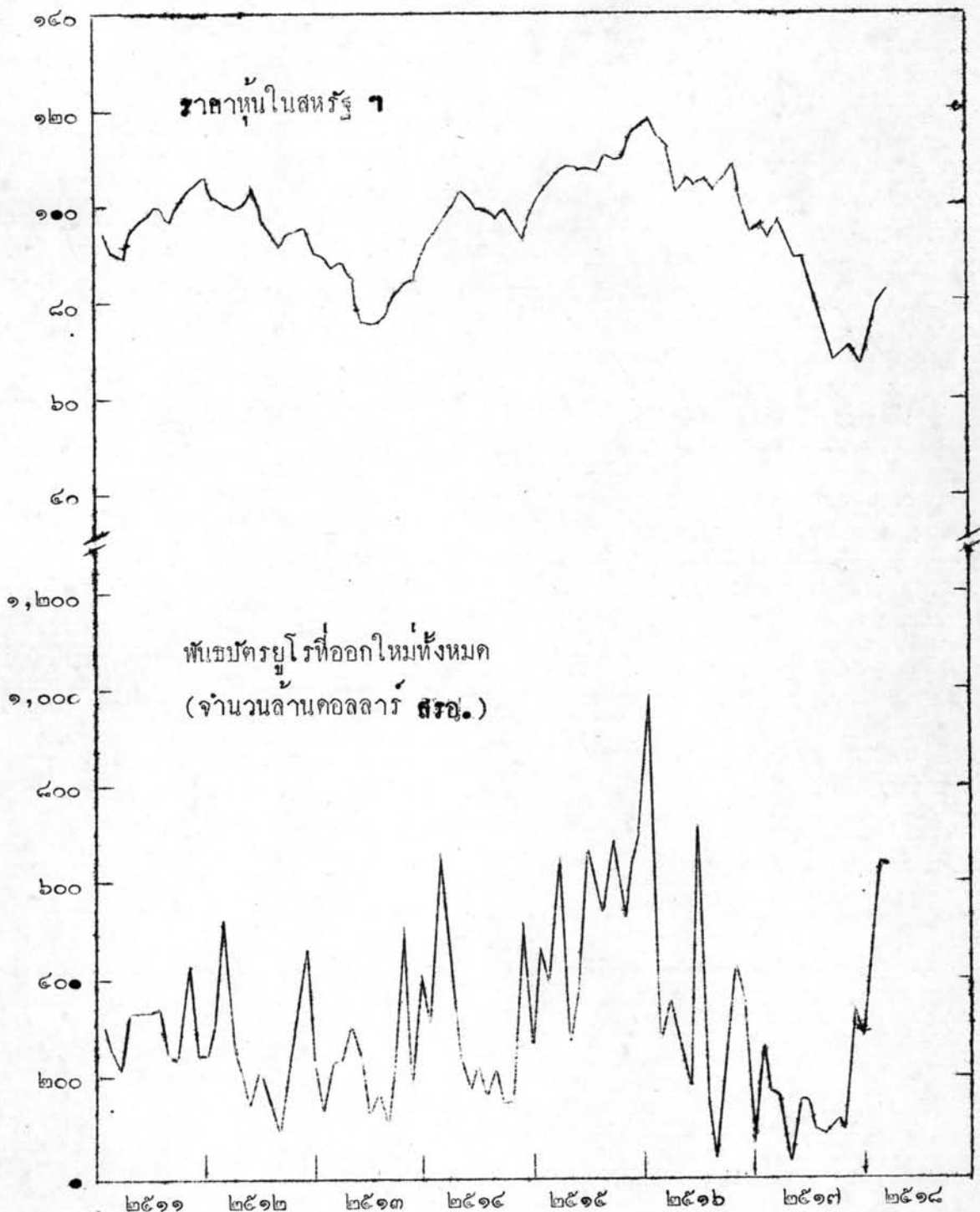
จำนวนเปอร์เซ็นต์



ที่มา. World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust of New York.

ผังที่ ๑๐

พันธบัตรยุโรปที่ออกใหม่และราคาหุ้นในสหรัฐ ฯ



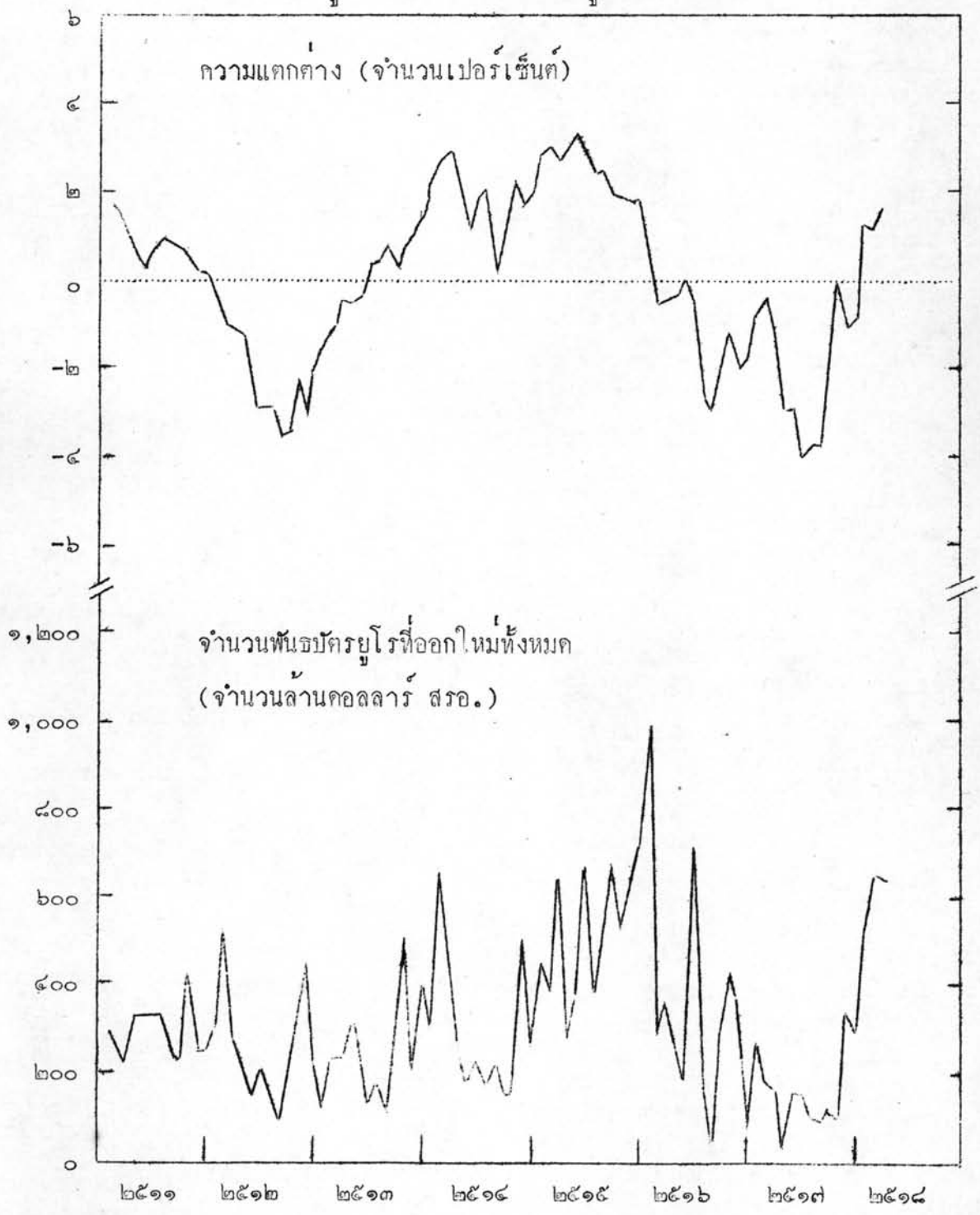
ที่มา. Morgan Guaranty and Federal Reserve Bulletin.

การพัฒนาการในตลาดพันธบัตรยุโรป

ตลาดพันธบัตรยุโรปได้เริ่มฟื้นตัวขึ้นทีละน้อยตั้งแต่ปี ๒๕๑๖ จนกระทั่งมีจำนวนพันธบัตรออกใหม่ถึง ๒.๓ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี ๒๕๑๕ การที่นักลงทุนต่างชาติหันมาลงทุนเนื่องจากการผ่อนคลายในตลาดการเงินของโลกโดยเฉพาะจากสหรัฐอเมริกา ความแตกต่างกันระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากระยะสั้นและรายได้จากการถือพันธบัตรคง และอัตราดอกเบี้ยยุโรปดอลลาร์ที่คิดคงต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรยุโรปร้อยละ $\frac{๓}{๖}$ ในเดือนพฤษภาคม ๒๕๑๕ (คั้ง ๕ และถึง ๑๑) ยิ่งไปกว่านั้นการดำเนินงานของ AIBD^๔ ในระยะ ๒ - ๓ ปีแรกทำให้เกิดความไว้วางใจในตลาดรอง (secondary market) และการดำเนินงานของระบบหักบัญชี เพราะมีการปรับปรุงการชำระเงิน การเจริญเติบโตของตลาดพันธบัตรยุโรปในปี ๒๕๑๔ - ๒๕๑๕ เป็นไปไม่นานนักทั้งนี้เพราะสหรัฐ ฯ ได้เพิ่มความเข้มงวดทางการเงินมาตั้งแต่ต้นปี ๒๕๑๖ จนถึงปลายปี ๒๕๑๗ และความต้องการเงินกู้สำหรับไป finance การขาดดุลในคลการชำระเงินเพิ่มมากขึ้น นอกจากนั้นความแตกต่างของรายได้จากการถือพันธบัตรและอัตราดอกเบี้ยยุโรปดอลลาร์ระยะสั้นก็กลับเพิ่มขึ้นอีกโดยรายได้จากการถือพันธบัตรคงต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยยุโรปดอลลาร์ ยิ่งไปกว่านั้นการประกาศยกเลิกการควบคุมเงินทุนของสหรัฐ ฯ ในเดือนกุมภาพันธ์ ๒๕๑๗ กระทบกระเทือนต่อตลาดพันธบัตรยุโรปในระยะยาว ตั้งแต่ระยะที่ตลาดพันธบัตรยุโรปกลายเป็นตลาดสำคัญแทนตลาดนิวยอร์กตั้งแต่กลางทศวรรษ ๒๕๑๓ เป็นต้นมา เป็นที่คาดกันว่าตลาดจะล้นความต้องการเมื่อสหรัฐ ฯ ยกเลิกการควบคุมเงินทุน แต่อย่างไรก็ตามการที่อัตราแลกเปลี่ยนมีความไม่แน่นอนและการเกิดภาวะเงินเฟ้อก็เป็นอุปสรรคสำคัญต่อความก้าวหน้าของตลาดด้วยเช่นกัน จำนวนพันธบัตรยุโรปที่ออกใหม่คิดคงอย่างรวดเร็วจาก ๒.๓ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี ๒๕๑๕ เป็น ๔.๖ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี ๒๕๑๖ และเป็น ๒.๑ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี ๒๕๑๗ (ตามตาราง ๑๒)

^๔ The Association of International Bond Dealers (AIBD)

ฝั่งที่ ๑๑
 พันธบัตรยุโรปที่ออกใหม่ และ ความแตกต่างระหว่าง
 รายได้พันธบัตรยุโรป และ อัตราดอกเบี้ยยุโรปดอลลาร์ ๓ เดือน



ที่มา. World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company of
 New York.

๑๑๓

ตารางที่ ๑๒

การออกพันธบัตรระหว่างประเทศ

(จำนวนพันธบัตรมูลค่าดอลลาร์ สรอ.)

	๒๕๑๕	๒๕๑๖	๒๕๑๗	ม.ค. - มิ.ย.	
				๒๕๑๗	๒๕๑๘
พันธบัตรยุโรป	๒.๓	๕.๖	๖.๑	๑.๐	๕.๓
ประกอบด้วยบริษัทใน					๑
สหรัฐอเมริกา	(๒.๐)	(๐.๘)	(๐.๑)	(....)	(๐.๑)
<u>พันธบัตรต่างประเทศ</u>	<u>๓.๕</u>	<u>๓.๘</u>	<u>๕.๕</u>	<u>๑.๕</u>	<u>๓.๓</u>
(ในสหรัฐอเมริกา)	(๑.๘)	(๑.๐)	(๓.๓)	(๑.๘)	(๒.๕)
(นอกสหรัฐอเมริกา)	(๒.๑)	(๒.๘)	(๑.๑)	(๑.๕)	(๐.๘)
พันธบัตรระหว่างประเทศ	๕.๘	๗.๕	๖.๕	๒.๕	๗.๖

ที่มา : Morgan Guaranty Trust Co., World Financial
Market.

๑ | น้อยกว่า ๑ พันล้านดอลลาร์

ตลาดพันธบัตรต่างประเทศกลับประสบภาวะที่ดิ่งขึ้น ตรงข้ามกับตลาดพันธบัตรยุโรป โดยจำนวนพันธบัตรใหม่เพิ่มจาก ๓.๗ พันล้านดอลลาร์ สรอ. หรือร้อยละ ๘๗ ของพันธบัตรระหว่างประเทศทั้งหมดในปี ๒๕๑๖ มาเป็น ๘.๘ พันล้านดอลลาร์ สรอ. หรือร้อยละ ๒๘ ในปี ๒๕๑๗ ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการขยายตัวอย่างรวดเร็วก็เนื่องมาจากการยกเลิกการควบคุมเงินทุนในสหรัฐ ฯ การที่ตลาดพันธบัตรยุโรปหดตัวลงนั้น เนื่องมาจากบริษัทในสหรัฐ ฯ ที่เคยกู้เงินจำนวนมากในตลาดพันธบัตรยุโรปกลับหันไปหาแหล่งเงินกู้ในประเทศของตนเองทำให้พันธบัตรยุโรปที่บริษัทสหรัฐ ฯ เป็นผู้ออก ในปี ๒๕๑๗ ลดลงประมาณ ๑ ใน ๑๑ ของระกบในปี ๒๕๑๖

ตลาดพันธบัตรยุโรปเริ่มฟื้นตัวขึ้นอีกครั้งหนึ่ง ในตอนปลายปี ๒๕๑๗ และครึ่งแรกของปี ๒๕๑๘ เนื่องมาจากสหรัฐ ฯ เริ่มผ่อนคลายความเข้มงวดทางการเงินลง ประกอบกับอัตราดอกเบี้ยเงินตรายุโรประยะสั้นลดลงและภาวะเงินเฟ้อที่เริ่มลดลง โดยในช่วงครึ่งแรกของปี ๒๕๑๘ พันธบัตรยุโรปที่ออกใหม่มีจำนวนถึง ๘.๓ พันล้านดอลลาร์ สรอ. เทียบกับจำนวน ๑ พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในระยะเดียวกันของปีก่อน ซึ่งเป็นระดับที่สูงมากเมื่อเทียบกับปีก่อน ๆ ยกเว้นในปี ๒๕๑๕ ซึ่งมีพันธบัตรออกใหม่ถึง ๖.๓ พันล้านดอลลาร์ สรอ. การที่ตลาดพันธบัตรยุโรปเริ่มฟื้นตัวขึ้นในระยะหลังนี้ ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการลงทุนในพันธบัตรยุโรปของกลุ่มประเทศ OPEC ซึ่งธนาคารของประเทศเหล่านี้ได้กลายเป็นผู้มีส่วนสำคัญในการออกพันธบัตร

การกำหนดรายได้พันธบัตรยุโรป : อุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรยุโรป

ปัจจัยสำคัญซึ่งจะเป็นตัวกำหนดอุปสงค์ของพันธบัตรยุโรป ก็คือการคาดคะเนฐานะของผู้ลงทุนและรายได้จากพันธบัตรเมื่อเทียบกับรายได้จากการลงทุนอื่น ๆ ทางฐานะของผู้ลงทุนที่ค่อนข้างคล่องตัวเกี่ยวกับขนาดของเงินลงทุนต่าง ๆ และรายได้จากพันธบัตรจะเป็นตัวกำหนดสัดส่วนของพันธบัตรยุโรปในการลงทุนนั้น ๆ อย่างไรก็ตามเราก็มองว่ามีความเกี่ยวข้องกับอุปสงค์การลงทุนในพันธบัตรยุโรปอย่างมาก ยกเว้นในกรณีของผู้ลงทุนที่เป็นสถาบันและยกเว้นในกรณีที่คาดคะเนไถ่ถอนการมีฐานะที่ขึ้นจะมีผลในทางบวกต่ออุปสงค์สำหรับพันธบัตรยุโรป ซึ่งก็ไม่สามารถวัดผลอันนี้ได้ เพราะไม่มีข้อมูลเพียงพอ และทาง

ค่ารายไ้จากการถือพันธบัตรก็อาจจะสมมุติว่า ว่างเปล่า สำหรับพันธบัตรยุโรปจะ เปลี่ยนไปตามรายไ้จากการถือพันธบัตรยุโรปและจะเปลี่ยนไปในทางกลับกันกับ รายไ้ของสินทรัพย์อื่น ๆ

ทาง คำนวณปัจจัยสำคัญซึ่งเป็นตัวกำหนดอุปทานของพันธบัตรยุโรปคือการคาดคะเนเกี่ยวกับฐานะ (Wealth) และรายไ้จากการถือพันธบัตรยุโรป รายไ้จากการถือพันธบัตรยุโรปเป็นสมการของอัตราพันธบัตร (coupon rate) และราคาขายของพันธบัตร ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นถึงต้นทุนของการกู้ยืมในตลาดพันธบัตรยุโรป ทั้งนี้อุปทานของพันธบัตรยุโรปจะเกี่ยวข้องในทางกลับกันกับรายไ้จากการถือพันธบัตรยุโรป การออกพันธบัตรอาจจะถูกเลื่อนไปได้ ถ้าต้นทุนของการกู้ยืมสูงเกินไปจนกระทั่งผู้ออกหันไปหาเงินจากแหล่งการเงินอื่น ๆ และสำหรับทางคำนวณนั้น แม้จะคาดกันว่าจะให้ผลในทางกลับกันอุปทานของพันธบัตรยุโรป แต่ก็ไม่สามารถวัดได้เพราะไม่มีข้อมูลเพียงพอ

ตัวแปรต่าง ๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาของพันธบัตรยุโรป และมีผลต่อความพยายามในการคาดคะเนมีอยู่ ๗ ชนิดด้วยกันคือ

๑. รายไ้จากการถือพันธบัตรในประเทศชนิดที่ต่ำที่สุด
๒. การเคลื่อนไหวของราคาในตลาดหุ้น
๓. การควบคุมเงินทุน
๔. การคาดคะเนเกี่ยวกับราคา
๕. การคาดคะเนเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน
๖. รายไ้จากการถือพันธบัตรยุโรปที่ออกในรูปแบบเงินตราสกุลอื่น ๆ
๗. อัตราดอกเบี้ยของเงินตรายุโรประยะสั้น



พันธบัตรยุโรป และพันธบัตรภายในประเทศนั้นมีระดับของการทดแทนกันไ้โดยอยู่ในระดับสูง โดยสามารถเปลี่ยนจากการถือสิ่งหนึ่งไปถืออีกสิ่งหนึ่งได้โดยง่าย เช่น เมื่ออัตราดอกเบี้ยระยะยาวในประเทศสูงขึ้นก็จะดึงดูดภายในประเทศ และเท่ากับเป็นการเรียกเงินทุนจากต่างประเทศจากตลาดพันธบัตรยุโรปทำให้รายไ้จากการถือพันธบัตรสูงขึ้น ในทำนองเดียวกัน ผู้ออกก็อาจจะมีแนวโน้มเคลื่อนไหวจากตลาดภายในประเทศ ไปยังตลาดพันธบัตรยุโรป เมื่อมีความกดดันเกี่ยวกับรายไ้จากการถือพันธบัตรยุโรป

ราคาในตลาดหุ้นภายในประเทศของสหรัฐก็เป็นตัวที่จะมีผลกระทบต่อรายได้ในการถือพันธบัตรยุโรป ทั้งนี้เพราะการออกพันธบัตรที่เปลี่ยนไป ส่วนใหญ่จะมาจากบริษัทในสหรัฐ ฯ เมื่อเทียบกับพันธบัตรยุโรปทั้งหมด การเพิ่มขึ้นของราคาของหุ้นของสหรัฐ ฯ ก็คาดว่าจะเกิดมาจากการเพิ่มขึ้นในอุปสงค์ของพันธบัตรยุโรป ราคาของพันธบัตรยุโรปที่สูงขึ้นและการลดลงของรายได้จากการถือพันธบัตรยุโรป สำหรับผลกระทบต่ออัตราดอกเบี้ยที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือถ้าผู้ซื้อหุ้นแนวโน้มที่จะชอบหุ้นมากกว่าพันธบัตรยุโรป ก็จะเป็นการลดอุปทานของพันธบัตรยุโรปลง ทำให้ราคาของพันธบัตรยุโรปสูงขึ้น และรายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปก็จะลดลง

การควบคุมเงินทุนที่มีผลกระทบต่ออุปสงค์และอุปทานและรายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปควมเช่นเดียวกัน โดยจะมีผลกระทบต่ออัตราไหลออกของเงินทุนเท่านั้น การควบคุมเงินทุนของสหรัฐ ฯ นั้นคาดว่าจะมีผลเป็นการลดความต้องการของนักลงทุนสหรัฐ ฯ ที่ถือพันธบัตรยุโรปลง และเป็นการเพิ่มอุปทานของพันธบัตรยุโรปจากผู้ซื้อในสหรัฐ ฯ ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่จะทำให้รายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปสูงขึ้น ในทำนองเดียวกันกฎข้อบังคับเกี่ยวกับการควบคุมเงินทุนที่เป็นการลดการไหลเข้าของเงินทุน เช่นในกรณีของประเทศเยอรมัน จะมีผลทำให้รายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปลดลง

การที่ค่าความน่าเชื่อถือทางการเงินเพื่อสูงขึ้น ก็เป็นที่คาดกันว่าจะทำให้รายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปเพิ่มขึ้น เพราะจะมีการลดอุปสงค์ของพันธบัตรยุโรปในฐานะที่เป็นรายรับที่แท้จริงในอนาคตลงในเวลาเดียวกัน ดังนั้นที่แท้จริงในการกู้เงินของผู้ถือพันธบัตรก็จะลดลง ทำให้อุปทานของพันธบัตรยุโรปเพิ่มมากขึ้น และก็จะไปกระตุ้นให้รายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปเพิ่มขึ้นต่อไป

จากการที่ตลาดพันธบัตรยุโรป เป็นตลาดระยะกลาง และระยะยาว ปัจจัยสำคัญที่มีผลกระทบต่ออุปสงค์และอุปทานของพันธบัตรยุโรปก็คือ การคาดคะเนเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน ตราขายโดยผู้ลงทุนที่มีความเชื่อต่อในอนาคตในอนาคตของเงินตราตามพันธบัตรยุโรป เขาก็จะยังซื้อพันธบัตรยุโรปนั้น แต่ถ้าวพันธบัตรยุโรปได้ออกในรูปของเงินตราสกุลที่มีค่าสูงเกินไป (overvalue) พันธบัตรนั้นก็จะเป็นที่ต้องการน้อยลงและจะคงทำให้พันธบัตรนั้นมีรายได้ (yield) สูง เพื่อที่จะ

ชดเชยความเสี่ยงของอัตราแลกเปลี่ยนดังกล่าว ในทางกลับกันผู้ลงทุนจะหันไปถือพันธบัตรยุโรปที่ออกในรูปของเงินตราสกุลที่ค่าต่ำเกินไป แต่ในขณะที่เกี่ยวข้องกับผู้ออกก็มักจะขอออกพันธบัตรยุโรปในรูปของเงินตราสกุลที่ค่าสูงเกินไป มากกว่าจะออกในรูปของเงินตราสกุลที่จะมีการเพิ่มค่า ทั้งนี้อาจจะคาดหมายไว้ว่า หากมีการแข็งค่าไว้ในเงินสกุลใด ก็จะมีผลสะท้อนให้รายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปลดลงการเพิ่มขึ้น และผู้ออกจะออกพันธบัตรที่เป็นดอลลาร์ สรอ. มากขึ้น ในขณะที่ผู้ลงทุนยังคงเล็งใจที่จะเพิ่มการลงทุนในสินทรัพย์ชนิดนั้น ๆ

รายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปนั้นคาดไว้ว่า จะเปลี่ยนไปในทางเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ในตลาดเงินตรายุโรป ทั้งนี้เพราะว่าเงินฝากเหล่านี้ก็เป็นทางเลือกที่จะลงทุนในพันธบัตรยุโรป และเงินกู้ยุโรปก็เป็นทางเลือกของผู้ยืมทั่วไปด้วย

ตัวแปรทั้ง ๘ ชนิดเหล่านี้ ใช้เพื่ออธิบายรายได้จากการถือพันธบัตรยุโรป หรือโดยเฉพาะอย่างยิ่งก็เพื่ออธิบายรายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปดอลลาร์ที่ออกโดยบริษัทสหรัฐฯ ๆ ตัวแปรทั้ง ๘ นี้ยกเว้นการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไป นอกจากนี้รายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปดอลลาร์เป็นตัวสำคัญเกี่ยวข้องกับรายได้พันธบัตรของบริษัทในสหรัฐฯ ๆ และรายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปมาร์ก ซึ่งออกโดยบริษัทในสหรัฐฯ ๆ นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากยุโรปดอลลาร์ และรายได้จากการถือพันธบัตรยุโรปดอลลาร์ก็ยังมีความสัมพันธ์กันและเคลื่อนไหวไปด้วยกัน