



บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)

## การลงทุนตราสารหนี้ ภายใต้สภาวะซิมยาว (Secular Stagnation) ของเศรษฐกิจโลก

จรรยา พิมพ์ไพบุณย์ ผู้จัดการกองทุน (Chariya\_p@mfcfund.com) ฝ่ายตราสารหนี้

โดยทั่วไปเราสามารถจำแนกวัฏจักรเศรษฐกิจออกเป็น 4 ระยะ คือ ระยะเศรษฐกิจตกต่ำ ระยะเศรษฐกิจฟื้นตัว ระยะเศรษฐกิจรุ่งเรือง และระยะเศรษฐกิจถดถอย ซึ่งการหมุนเวียนของภาวะเศรษฐกิจในระยะต่าง ๆ นั้นจะมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงสลับไปสลับมาเหมือนลูกคลื่น (phases) จากระยะที่เศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตจนถึงขีดสุดแล้วค่อยๆ ชะลอตัวลงมาถึงจุดต่ำสุด และจะค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้นไปใหม่ หมุนเวียนเป็นวงจรอย่างนี้เรื่อยไป วัฏจักรเศรษฐกิจในแต่ละรอบมักกินเวลาโดยประมาณ 42 – 54 เดือน ซึ่งความสั้นหรือยาวของรอบอาจจะขึ้นกับผลของนโยบายการเงินที่มีต่อระบบเศรษฐกิจเป็นปัจจัยหลัก มูลค่าของสินทรัพย์ประเภทต่างๆ มักเปลี่ยนแปลงมูลค่าไปตามวัฏจักรเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน

อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินปี ค.ศ. 2008-09 นานาประเทศต่างใช้เครื่องมือทางนโยบายหลากหลายรูปแบบเพื่อพลิกฟื้นเศรษฐกิจ แต่สิ่งที่เกิดขึ้นคือ เวลาผ่านไปหลายปีจนถึงเวลาปัจจุบันเศรษฐกิจของโลกยังไม่มีแนวโน้มจะเติบโตเท่ากับระดับก่อนเกิดวิกฤต และยังคงถูกคาดการณ์ถึงโอกาสที่เศรษฐกิจโลกอาจเผชิญภาวะถดถอยอีกครั้งได้ ทำให้นักเศรษฐศาสตร์หลายคนประเมินว่า "วัฏจักรเศรษฐกิจอาจมีจุดบัพพร้อมในการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจในอนาคต" (The Aging Business Cycle) ซึ่งสาเหตุของจุดบัพพร้อมดังกล่าวอาจเกิดจาก สภาวะซิมยาวของเศรษฐกิจโลก (Secular Stagnation)

ความกังวลว่าเศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่สภาวะซิมยาว (Secular Stagnation) มีสาเหตุหลักๆ ดังต่อไปนี้

1. การเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุ (Aging Society) ที่ส่งผลให้คนวัยทำงานลดลง (Slow labor force growth)
2. เทคโนโลยีสมัยใหม่ที่สามารถทดแทนปัจจัยการผลิตพื้นฐานและใช้เงินลงทุนต่ำ จึงลดทอนความต้องการสินค้าทุนหรือลดทอนการลงทุนเพิ่ม
3. หนี้สินภาคครัวเรือนและภาครัฐสูงค้างในระดับสูงและเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนลดทอนศักยภาพในการใช้จ่าย
4. ช่องว่างระหว่างคนรวยและคนจนเพิ่มขึ้น อัตราส่วนของรายได้ที่สูงขึ้นจะไปตกกับผู้มีแนวโน้มจะใช้จ่ายลดลง ส่งผลให้อุปสงค์ของผู้บริโภคลดลง แต่ไปกระตุ้นการออมของคนในประเทศให้สูงขึ้นมากกว่า
5. ผลกระทบจากการใช้นโยบายการเงินแบบ Unconventional เป็นเวลานาน ผ่านการด่ารงดอกเบียในระดับต่ำและการซื้อสินทรัพย์ของธนาคารกลาง ก็จะทำให้ความต้องการถือครองสินทรัพย์ความเสี่ยงต่ำ (Safe-Haven Demand) เพิ่มขึ้น และลดทอนการบริโภคและการลงทุนในอนาคต ด้วยเหตุนี้ อัตราดอกเบี้ยที่เป็นระดับเหมาะสมสภาพเศรษฐกิจโลกในระยะยาว (Neutral Rate Of Interest) ภายใต้สถานการณ์ Secular Stagnation จะมีระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต หรือคงอยู่ในระดับต่ำไปเป็นอีกระยะเวลายาวนาน

ด้วยสถานการณ์ปัจจุบันที่อัตราดอกเบี้ยทรงตัวอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานกว่าที่ควรจะเป็นตามช่วงวัฏจักรเศรษฐกิจ ส่งผลให้การจัดสรรเงินลงทุนในตราสารหนี้เผชิญกับความท้าทายที่มากขึ้น เพราะการฝากเงินหรือลงทุนเฉพาะตราสารหนี้ภาครัฐเพียงอย่างเดียวจะได้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่น้อยจนเกินไป โดยทางเลือกที่นักลงทุนสามารถสร้างโอกาสที่ได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นมีดังต่อไปนี้

1. การลงทุนในตราสารหนี้ที่มีระยะยาวมากขึ้น เนื่องจากสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบันล้วนเอื้อให้อัตราดอกเบี้ยทรงตัวอยู่ในระดับปัจจุบันเป็นเวลานานมากขึ้น
2. การลงทุนในหุ้นกู้เอกชน เพื่อได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงขึ้นกว่าการฝากเงินหรือการลงทุนตราสารหนี้ภาครัฐ อย่างไรก็ตามด้วยสภาพเศรษฐกิจปัจจุบันที่มีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะซบเซา (Secular Stagnation) ควรมีการระมัดระวังและคัดกรองคุณภาพหุ้นกู้เอกชนก่อนลงทุนเป็นพิเศษ เพราะสถานการณ์เศรษฐกิจแบบนี้อาจมีบางธุรกิจเผชิญกับความเสี่ยงที่ฐานะทางการเงินอ่อนแอ ซึ่งจะแตกต่างกับภาวะดอกเบี้ยต่ำในอดีต เพราะตามวัฏจักรเศรษฐกิจ สถานการณ์ที่เกิดขึ้นภายหลังจากภาวะดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำสุดคือ เศรษฐกิจเข้าสู่ระยะฟื้นตัวหลังจากดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจเกิดผล ซึ่งในกรณีนี้ผลประโยชน์ของธุรกิจส่วนใหญ่ล้วนมีแนวโน้มที่ดีขึ้น ฐานะการเงินของบริษัทจะมีความแข็งแกร่งด้วยเช่นเดียวกัน
3. การลงทุนในเงินฝากหรือตราสารหนี้ต่างประเทศที่มีการใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงกว่าการลงทุนภายในประเทศ
4. การลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ล้วนให้รายได้เงินปันผลค่อนข้างแน่นอน และเติบโตสม่ำเสมอ แต่อาจเผชิญความผันผวนของราคาตลาดบ้าง โดยภายใต้สถานการณ์เศรษฐกิจปัจจุบันผู้ลงทุนอาจคัดกรองอสังหาริมทรัพย์ของกองทุน ว่ากองทุนมีรายได้จากอะไร รายได้นั้นมีความมั่นคงมากน้อยแค่ไหน หรือมีความผันแปรกับสภาพเศรษฐกิจปัจจุบันมากน้อยเพียงใด
5. หุ้นปันผล เฉพาะหุ้นที่มีการจ่ายปันผลเป็นเงินสดต่อเนื่องทุกปีงบการเงิน โดยนักลงทุนอาจจะต้องพิจารณานโยบายการจ่ายปันผล ประวัติการจ่ายปันผลในอดีต วิเคราะห์ฐานะทางการเงิน รวมถึงแนวโน้มธุรกิจว่ายังคงมีความสามารถจ่ายปันผลต่อไปได้ในอนาคตภายใต้สถานการณ์เศรษฐกิจปัจจุบัน

โดยสรุป จากความเสี่ยงเศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะซบเซา ส่งผลให้รายได้จากการลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่นเงินฝากธนาคารหรือพันธบัตรรัฐบาล ไม่เพียงพอต่อความต้องการ ฉะนั้นหนทางที่จะได้รับผลตอบแทนที่ดีกว่า ก็คือ นักลงทุนอาจพิจารณาแบ่งลงทุนบางส่วนจากสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ มาลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงเพิ่มมากขึ้น แต่ความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้นนั้นควรจะมีผลตอบแทนที่ชดเชยภายใต้สภาพเศรษฐกิจปัจจุบัน

ความคิดเห็นและข้อความต่างๆ ในบทความนี้เป็นทัศนะของผู้เขียนเท่านั้น ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน) ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วย