Bond Yield อายุ 10 ปีของสหรัฐฯ เป็นสัญญาณบ่งชี้อะไรบ้าง ทำไมนักลงทุนต้องติดตาม

ดร.ดอน นาครทรรพ
ธนาคารแห่งประเทศไทย

พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ (US treasury bills/notes/bonds) มีหลากหลายช่วงอายุ ตั้งแต่อายุ 1 เดือน ไปจนถึงอายุ 30 ปี แต่**ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐที่เป็นข่าวมากที่สุดจะเป็นผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐอายุ 10 ปี**

จริงๆแล้ว โดยตัวของมันเอง ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ไม่ได้มีความสำคัญกว่าผลตอบแทนของพันธบัตรอายุอื่นมากนัก แต่เมื่อเอาไปประกบกับข้อมูลอื่นกลับกลายเป็นเครื่องชี้นำเศรษฐกิจที่มีความแม่นยำทางสถิติสูงในสองมิติ โดย**เมื่อเอาไปเทียบกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปี จะเป็นเครื่องชี้นำการถดถอยของเศรษฐกิจสหรัฐ** และ**เมื่อเอาไปเทียบกับผลตอบแทนระยะยาวของตลาดหุ้นสหรัฐจะเป็นเครื่องชี้นำการแตกสลายของฟองสบู่ตลาดหุ้น**

ในมิติแรก โดยปรกติแล้ว เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (Yield curve) จะมีลักษณะลาดชันขึ้น โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น เพราะนักลงทุนต้องการผลตอบแทนเพิ่มขึ้นตามระยะเวลาที่ต้องแช่เงินลงทุนไว้ แต่ในบางครั้งจะเกิดปรากฏการณ์ที่เรียกว่า inverted yield curve ที่อัตราผลตอบแทนระยะสั้นกลับสูงกว่าอัตราผลตอบแทนระยะยาว ในบางช่วงหรือตลอดทั้งเส้นของเส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร โดยช่วง inverted yield curve ที่นักลงทุนติดตามมากสุดจะเป็นช่วงระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอายุ 2 ปีกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอายุ 10 ปี (2y-10y inversion)

สัปดาห์ที่แล้ว และต่อเนื่องมาสัปดาห์นี้ เกิดเหตุการณ์ฮือฮาในตลาดที่เกิดปรากฏการณ์ 2y-10y inversion ชั่วคราว ซึ่งครั้งสุดท้ายที่เกิดปรากฏการณ์นี้ คือ เดือนสิงหาคม 2562 ก่อนที่เศรษฐกิจสหรัฐจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2563

จากรายงานของ Bank of America (US Rates Watch: Curve inversion has arrived เผยแพร่วันที่ 30 มีนาคม 2565) **ภาวะถดถอยของเศรษฐกิจสหรัฐ 8 ใน 8 ครั้งล่าสุด เกิดขึ้นหลังเกิดปรากฏการณ์ 2y-10y inversion ในช่วงเวลาไม่เกิน 20 เดือน** ทำให้นักลงทุนจำนวนไม่น้อยกังวลว่าเศรษฐกิจสหรัฐจะเข้าสู่ภาวะ

ถดถอยในปีหน้า ซึ่งหากเกิดขึ้นจริง จะมีผลกระทบรุนแรงต่อเศรษฐกิจโลก รวมทั้งเศรษฐกิจไทยที่พึ่งพาการส่งออกไปสหรัฐถึงร้อยละ 17.7 ในปี 2564 และยังไม่ฟื้นตัวเป็นปรกติจากวิกฤตโควิด-19

อย่างไรก็ดี ไม่ได้มีเหตุผลทางเศรษฐศาสตร์ว่า ทำไม 2y-10y inversion จึงนำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย นอกจากเป็นการสะท้อนการคาดการณ์ของผู้เล่นในตลาดเงินว่า ในอนาคตธนาคารกลางสหรัฐจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจากเศรษฐกิจที่ชะลอ ซึ่งเราก็ทราบกันดีว่าในหลายเรื่องตลาดไม่ได้คาดการณ์ได้ถูกต้องทุกครั้ง

ที่สำคัญคือ **2y-10y inversion ไม่ได้บอกเราว่า จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยขึ้นเมื่อไร** ตัวอย่างเช่น ก่อนช่วงวิกฤตดอท-คอมในปี 2551 เกิดปรากฏการณ์ 2y-10y inversion รวม 4 ครั้ง โดยครั้งแรกเกิดก่อนภาวะเศรษฐกิจถดถอยนานถึง 65 เดือนหรือมากกว่า 5 ปี ซึ่งนักลงทุนที่เชื่อสัญญาณครั้งแรกคงเสียโอกาสไปไม่น้อย

ในอีกตัวอย่างหนึ่ง ภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐล่าสุดเกิดขึ้นในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 เพียง 5 เดือนหลังจากเกิด 2y-10y inversion ในเดือนสิงหาคม 2562 ซึ่งสั้นที่สุดที่เคยเป็นมา (สถิติก่อนหน้าคือ 8 เดือน) แต่สาเหตุหลักของเศรษฐกิจถดถอยในปี 2563 มาจากการระบาดของเชื้อโควิด-19 ซึ่งไม่มีใครรู้ล่วงหน้ามาก่อนตอนที่เกิด 2y-10y inversion ในปี 2562 สำหรับผม การทายถูกครั้งหลังสุดน่าจะเป็นความฟลุกล้วนๆ

ส่วนตัวผมมองว่า ด้วยความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจสหรัฐในปัจจุบัน ณ จุดนี้ เราอาจจะยังไม่ต้องเป็นกังวลกับ 2y-10y inversion มากนัก อย่างไรก็ดี **เมื่อธนาคารกลางสหรัฐปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปเรื่อยๆ คงต้องติดตามส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นและระยะยาวอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าเกิดปรากฏการณ์ที่อัตราผลตอบแทนระยะสั้น 3 เดือน 6 เดือน ปรับสูงขึ้นกว่าอัตราผลตอบแทน 10 ปี ร่วมด้วย** เพราะปรากฏการณ์หลังชี้ชัดเจนว่า ธนาคารกลางสหรัฐมีแนวโน้มปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายไปเกินกว่าที่เศรษฐกิจจะรองรับได้ **ซึ่งในบริบทปัจจุบัน มีโอกาสเกิดขึ้นได้สูงถ้าธนาคารกลางสหรัฐไม่สามารถดึงอัตราเงินเฟ้อในปีนี้ลงมาในระดับที่เหมาะสมได้**

ในมิติที่สองหรือเครื่องชี้นำการแตกสลายของฟองสบู่ตลาดหุ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐ 10 ปี เป็นข้อมูลสำคัญที่ใช้ในการคำนวณ Excess CAPE Yield หรือ ECY ซึ่งเป็นเครื่องชี้หนึ่งที่นักลงทุนใช้วัดความถูกแพงของตลาดหุ้น โดยถ้าค่า ECY สูง แปลว่าตลาดหุ้นยังน่าสนใจลงทุนเทียบกับตลาดพันธบัตร ในทางกลับกันถ้าค่า ECY ต่ำ นักลงทุนต้องระมัดระวังการลงทุนในตลาดหุ้น (ECY คำนวณจากส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนระยะยาวของตลาดหุ้นกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่ปรับด้วยอัตราเงินเฟ้อ อ่านรายละเอียดเพิ่มเติมได้ใน The Great Burst: ระเบิดเวลาลูกใหญ่ของเศรษฐกิจโลก – THE STANDARD)

ปีที่แล้ว ผมเคยคำนวณคร่าวๆว่า ถ้าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐขึ้นไปอยู่ที่ร้อยละ 2.5 ต่อปี มีโอกาสสูงที่จะเห็นฟองสบู่หุ้นสหรัฐแตก ซึ่งในวันที่ 25 มีนาคม 2565 ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐขึ้นไปแตะระดับนี้ ก่อนที่จะกลับลงมาร้อยละ 2.39 ต่อปีตอนที่ผมกำลังเขียนบทความนี้

อย่างไรก็ดี **ตลาดหุ้นสหรัฐในปัจจุบันแม้จะลงมาจากจุดสูงสุดพอสมควร แต่ก็ถือว่ายังห่างไกลจากภาวะฟองสบู่แตกมาก** ทั้งๆที่มีปัจจัยความขัดแย้งของรัสเซีย-ยูเครน และวิกฤตราคาพลังงานมาผสมโรงด้วย พอผมกลับไปดูค่า ECY พบว่า **แม้ล่าสุด ECY จะลดลงต่ำกว่าร้อยละ 3 ต่อปีแล้ว (ค่าเฉลี่ยระยะยาวเท่ากับร้อยละ 4.67 ต่อปี) แต่ยังสูงกว่าร้อยละ 2 ต่อปีที่เป็นระดับอันตรายในอดีต** สาเหตุหลักคืออัตราผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี ที่เอาไปหักออกจากอัตราผลตอบแทนของตลาดหุ้นที่ใช้ในสูตร ECY เป็นอัตราผลตอบแทนที่หักผลของเงินเฟ้อแล้ว ซึ่งในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา อัตราเงินเฟ้อสหรัฐปรับสูงขึ้นกว่าที่ผมเคยคาดไว้เมื่อปีที่แล้วกว่าเท่าตัว ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีที่หักเงินเฟ้อแล้วลดลง **ดังนั้น หากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีของสหรัฐจะขึ้นไปสูงกว่าร้อยละ 2.5 ต่อปีบ้าง ตลาดหุ้นสหรัฐอาจจะยังทนทานได้**

กระนั้นก็ตาม ผมมองว่าการลงทุนในตลาดหุ้นสหรัฐในระดับปัจจุบันมีความเสี่ยงสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง หากนักลงทุนมีความกังวลมากขึ้นกับการถดถอยในอนาคตของเศรษฐกิจสหรัฐ

บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคลซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย