

LH BANK
ADVISORY

SPECIAL REPORT

VOL. 2022 3



THE END OF THE GOLDEN AGE

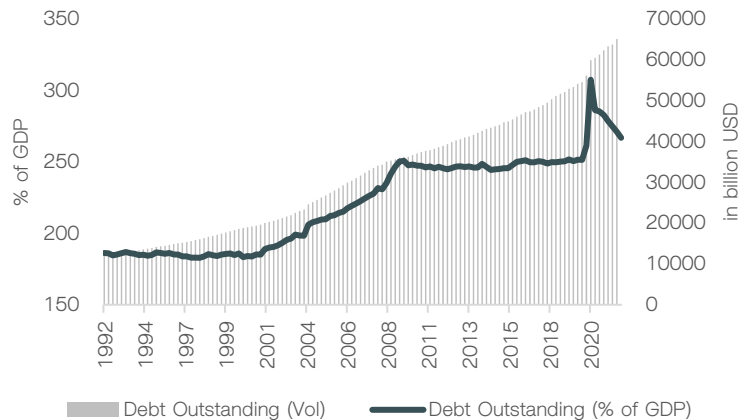
AS DEFAULT FEARS MOUNT

The end of the Golden Age as default fears mount

นับตั้งแต่การเกิดวิกฤติโรคระบาดในปี 2020 โครงสร้างทางเศรษฐกิจของหลายประเทศถูกบิดเบือนไปโดยสิ้นเชิงจากการออกมาตรการทางการเงินและการคลังเพื่อฟื้นฟูสภาพเศรษฐกิจที่ตั้งลงอย่างรวดเร็ว แต่ภายใต้ภาพการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ กลับมีความเสี่ยงซุกซ่อนอยู่เมื่อหลายประเทศทั่วโลกต้องเผชิญกับปรากฏการณ์หนี้สาธารณะติดตัวขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ (Figure 1)

Figure 1 : Japan holds the highest debt-to-GDP

Global Top 10 % of Debt-to-GDP	
Country	Debt-to-GDP (2021)
Japan	257%
Sudan	210%
Greece	207%
Eritrea	175%
Cape Verde	161%
Italy	155%
Suriname	141%
Barbados	138%
Singapore	138%
Maldives	137%



Source : Fred, Bloomberg, LH Bank Advisory

การเดินหน้าต่อลมหายใจให้แก่ภาคธุรกิจเป็นประเด็นที่รัฐบาลแต่ละประเทศให้ความสำคัญจนลืมนำถึงผลกระทบต่อตามมา ดังเช่นสหรัฐฯ ที่ทำการ Deleveraging เข้าซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชนที่อยู่ในระดับต่ำกว่า Investment Grade ขณะที่ญี่ปุ่นยกเลิกแผนการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล JGBs และเดินหน้าเข้าซื้ออย่างไร้ขีดจำกัดเพื่อกดอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลให้อยู่ในระดับต่ำ (ultra-low bond yield) หลีกเลี่ยงการเกิดคลื่นการพิดนิตชำระหนี้ จนกระทั่งมูลค่าของหนี้สินของประเทศญี่ปุ่นขยายตัวเป็น 2.5 เท่าของขนาดเศรษฐกิจทั้งหมด สร้างความกังวลให้แก่นักลงทุนว่าการก่อหนี้มหาศาลครั้งนี้จะขยายตัวกลายเป็นวิกฤติใหญ่ ดังเช่นในอดีตหรือไม่

Figure 2 : Massive international debt puts pressure on currency



source : Fred, Bloomberg, LH Bank Advisory

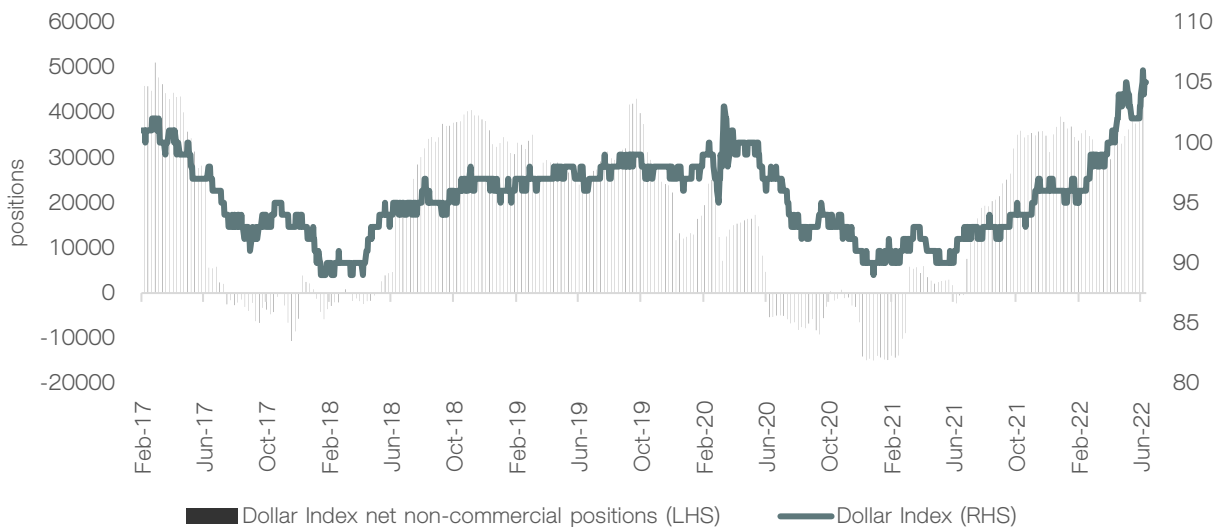
The end of the Golden Age as default fears mount

Debt crisis is like a childhood nightmare

“วิกฤตินี้สาธารณะ” กลายเป็นฝันร้ายของหลากหลายประเทศ เมื่อปริมาณหนี้สินที่ขยายตัวขึ้นจนเกินความสามารถในการรับมือ พร้อมทั้งค่าเงินที่อ่อนตัวลงอย่างรวดเร็วผลักดันให้ประเทศเหล่านี้ต้องเผชิญกับการปิดนิตชำระหนี้ ความรุนแรงของสถานการณ์ปัจจุบันส่งผลให้ภาพในอดีตทวนกลับมาสร้างความสั่นคลอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนอีกครั้ง นักลงทุนจึงเกิดคำถามว่าภาวะดังกล่าวจะส่งผลให้เศรษฐกิจของหลายประเทศดำเนินเข้าสู่ Debt Crisis ครั้งใหญ่ในรูปแบบเดียวกับช่วงปี 1980s หรือ ภาวะ lost decade ดังเช่นที่ประเทศญี่ปุ่นเคยเผชิญในช่วงปี 1990s หรือไม่

หากเปรียบเทียบกับเหตุการณ์ในอดีตแล้ว (Figure 2) ปริมาณหนี้ระหว่างประเทศของญี่ปุ่นปรับตัวขึ้นมาสู่ระดับ 1.35 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือนับว่าปรับตัวกลับมาครั้งทางของระดับหนี้สินในช่วงต้นของการเกิดวิกฤติฟองสบู่ในราคาสินทรัพย์ (Lost Decades) ซึ่งจำนวนหนี้สินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมหาศาล โดยเฉพาะในยามที่สกุลเงินเยนอ่อนตัวลงยิ่งสะท้อนภาพความเสี่ยงถึงโอกาสการเกิดการปิดนิตชำระหนี้ครั้งใหญ่จากภาระต้นทุนที่เพิ่มสูงขึ้นและการเกิดวิกฤติในตลาดตราสารหนี้มากยิ่งขึ้น จึงสะท้อนว่าแม้การก่อหนี้สินมหาศาลเป็นชนวนเหตุของจุดเริ่มต้นการเกิดวิกฤตินี้สินครั้งใหญ่ แต่การอ่อนตัวลงของสกุลเงินท้องถิ่น (local currency) กลายเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ระเบิดปะทุขึ้นได้อย่างรวดเร็ว

Figure 3 : The USD-JPY carry trade fuels the strengthening in Dollar



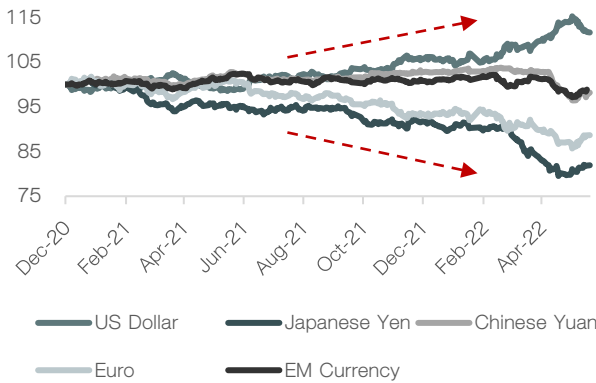
source : Bloomberg, LH Bank Advisory

Bullish in Dollar currency boosting the carry trade opportunity

ทิศทาง การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างต่อเนื่องของเฟดเปรียบได้ตั้งเชื้อเพลิงขับเคลื่อนการเข้าเก็งกำไรในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ สะท้อนผ่านจำนวนการเข้าถือครองเงินดอลลาร์ของนักลงทุนนอกภาคพาณิชย์ที่ปรับตัวพุ่งขึ้นอย่างรวดเร็วและสอดคล้องกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างประเทศ (interest rate spread) ระหว่างสหรัฐฯ และญี่ปุ่น หรือประเทศที่กำลังพัฒนาอื่น (EM) ขยายตัวออกกว้างขึ้น เปิดโอกาสให้นักลงทุนเก็งกำไรในแสวงหาผลตอบแทนผ่านต้นทุนการถือครอง กล่าวคือ นักลงทุนสามารถเข้าเปิด short position ในค่าเงินของประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำและ long position ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อรับกำไรจากส่วนต่างค่าเงิน

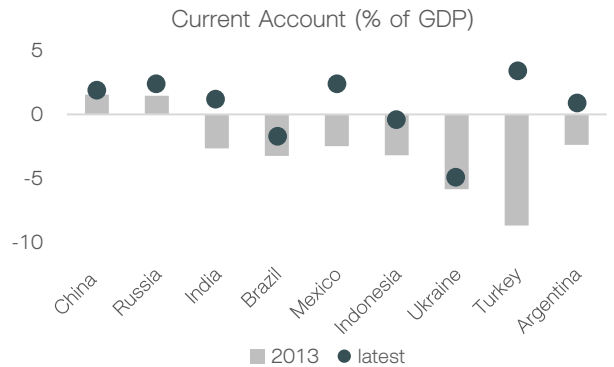
The end of the Golden Age as default fears mount

Figure 4 : Divergence of EM and DM currency



Source : Bloomberg, LH Bank Advisory

Figure 5 : Dropped in import lead to fragile economy



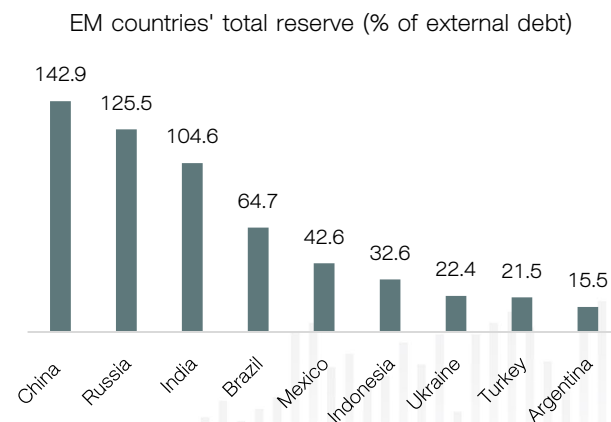
Source : WorldBank, LH Bank Advisory

Not only the dropped in Japanese Yen, but also the EM currency weaken down

มีไม่เพียงแต่สกุลเงินเยนของประเทศญี่ปุ่นเท่านั้นที่ได้รับผลกระทบ แต่การแข็งค่าขึ้นของสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ จากผลพวงของการที่เฟดปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว ขณะที่กลุ่มประเทศตลาดเกิดใหม่ (EM) ซึ่งเริ่ม tightening ไปก่อนหน้าผ่านการยุติการอัดฉีดเศรษฐกิจนับตั้งแต่ไตรมาส 3 ของปี 2021 จึงยังไม่มี การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรุนแรงเท่าประเทศพวก DM ผลกระทบทางค่าเงินที่อ่อนค่าลงจึงไหลเวียนเข้าสู่ สกุลเงินของเหล่าประเทศ EM (Figure 4) ที่มีโครงสร้างทางเศรษฐกิจเปราะบางและต้องพึ่งพาประเทศ เศรษฐกิจใหญ่เป็นหลักอยู่ ให้ส่วนทางกับการแข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ และยูโร

คลื่นลมที่พัดเข้าสู่ประเทศกลุ่ม EM ยังไม่จบสิ้นลงเมื่อภาคเศรษฐกิจต้องเผชิญกับการที่ภาคการนำเข้าของประเทศคู่ค้ากับสหรัฐฯ จะต้องถูกกีดกักร่อนสัดส่วนกำไรลงจากการแลกเปลี่ยนค่าเงินกับสกุลเงินดอลลาร์เข้าสู่ สกุลเงินหลักในการนำเข้าสินค้า ซึ่งความเสียหายเปรียบในอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลให้ประเทศคู่ค้า ส่งผลจำเป็นต้อง ลดการพึ่งพาการนำเข้า ขณะที่พัฒนาการของการขาดดุลบัญชีเดินสะพัด (Figure 5) ที่ฟื้นตัวขึ้นหลังจาก Taper Tantrum ในปี 2013 ที่ประเทศ EM ลดการนำเข้าสินค้า ไม่ได้เป็นปัจจัยบวกที่ตึงตัวต่อภาพการลงทุน และกดดันอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ

Figure 6 : Risk of low foreign reserve countries



Source : WorldBank, LH Bank Advisory

Lacking trade competitiveness in EM

นอกจากนี้ สิ่งที่น่าสนใจสำหรับประเทศกลุ่ม EM คืออัตราเงินทุนสำรองต่อหนี้ต่างประเทศที่อยู่ในระดับต่ำ (Figure 6) เมื่อความสามารถในการแข่งขันด้านการค้าของประเทศเหล่านี้ยังไม่เพียงพอ พร้อมกับการก่อหนี้จำนวนมหาศาลที่เกินตัว ความน่ากังวลสำหรับประเทศ EM จึงไม่ได้อยู่เพียงแต่ในภาคเศรษฐกิจเท่านั้นแต่ส่งผ่าน ต่อเนื่องไปจนกระทั่งกลุ่มตราสารหนี้ที่นักลงทุนหวาดหวั่นต่อโอกาสการผิดนัดชำระหนี้

The end of the Golden Age as default fears mount

การอ่อนค่าของสกุลเงินในประเทศญี่ปุ่นและ EM ส่งผลให้ความเปราะบางทางเศรษฐกิจของหลายประเทศถูกเปิดเผยให้เห็นอย่างชัดเจนยิ่งขึ้น บทเรียนที่ถูกละทิ้งผ่านวิกฤติเศรษฐกิจครั้งใหญ่ของศรีลังกาและปากีสถาน ที่เกิดการผิดนัดชำระหนี้ต่างประเทศได้จนกระทั่งต้องขอความช่วยเหลือจาก IMF และเหล่าประเทศพันธมิตร ดังนั้น LH Bank Advisory จึงมองว่าให้ระมัดระวังการลงทุนในกลุ่มที่มีอัตราหนี้สินต่างประเทศสูง และมีเงินสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ในระดับต่ำ

The new challenging of Japan and EM

ความสัมพันธ์ระหว่างสกุลเงินเยนและตลาดหุ้นญี่ปุ่นที่เคยสวนทางกันในอดีต หรือการที่ตลาดหุ้นญี่ปุ่นจะปรับตัวขึ้นเมื่อสกุลเงินเยนอ่อนค่าลงได้เปลี่ยนผันไป แม้อุตสาหกรรมการส่งออกซึ่งได้รับประโยชน์ในยามที่ค่าเงินอ่อนตัวยังคงเป็นอุตสาหกรรมขับเคลื่อนหลักของประเทศ ซึ่งความโชคร้ายของอุตสาหกรรมส่งออกที่ต้องเผชิญกับปัญหาการติดขัดในภาคการผลิตจากเงินเฟ้อและต้นทุนที่ปรับตัวขึ้น กดดันให้ประเทศญี่ปุ่นขาดดุลทางการค้ารุนแรงมากที่สุดในรอบ 8 ปี ดังนั้นการลงทุนในประเทศญี่ปุ่นจึงยังขาดปัจจัยขับเคลื่อนและรักษาเสถียรภาพของเศรษฐกิจ

ทางเลือกการเข้ารักษาเสถียรภาพในสกุลเงินของญี่ปุ่นมีไม่มากนักแต่ในทุกวิถีทางยังมีอุปสรรคที่ซ้อนเข้ามาให้นำมาคิดว่าการเคลื่อนไหวเหล่านี้เป็นทางเลือกที่ดีหรือไม่ 1. หากธนาคารกลางญี่ปุ่นตัดสินใจไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายแต่ตัดสินใจเข้าซื้อค่าเงินเยนกลับเพื่อเพิ่มอุปสงค์ในตลาดจะก่อให้เกิดภาระหนี้สินของประเทศญี่ปุ่นที่สูงยิ่งเอ่อล้นความสามารถในการรับพิชชอบ และ 2. หากธนาคารกลางญี่ปุ่นปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็วเพื่อปิดส่วนต่างดอกเบี้ยควบคุมการเก็งกำไรในค่าเงิน อาจส่งผลต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจและเกิดวิกฤติทางเศรษฐกิจได้ ดังนั้นเมื่อธนาคารกลางและรัฐบาลญี่ปุ่นยังไม่สามารถสรรหามาตรการเข้าควบคุมและรักษาเสถียรภาพของค่าเงินเยนที่อ่อนตัวลงมานานนับกว่า 2 เดือนได้ ประกอบกับส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเรื่อยๆ จนกระทั่งสิ้นปียังเป็นแรงกดดันให้สกุลเงินเยนมีโอกาสอ่อนค่าลงไปได้มากกว่าระดับปัจจุบัน ประกอบกับการคาดการณ์ว่าสหรัฐฯ ยังมีโอกาสเผชิญกับโอกาสการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย

ในอีกทางหนึ่งภาพรวมทางเศรษฐกิจของประเทศในกลุ่ม EM ที่ยังไม่ได้มีความแข็งแรงแรงมากนักจากปริมาณหนี้สินระหว่างประเทศที่มากเกินความสามารถในการรับมือ อัตราเงินสำรองระหว่างประเทศที่อยู่ในระดับต่ำซ้ำร้ายผลจากการอ่อนค่าลงของสกุลเงินส่งผลให้ประเทศเหล่านี้มีแนวโน้มเผชิญกับความผันผวนจากโอกาสการเกิดภาวะเงินทุนไหลออกอย่างรวดเร็ว หากธนาคารกลางของหลายประเทศที่ค่าเงินแข็งต้งแรงและต้องเริ่มใช้ทุนสำรองเข้าค้ำประกันค่าเงิน

กลยุทธ์การลงทุน

1. LH Bank Advisory ยังไม่แนะนำให้เข้าสะสมการลงทุนในตลาดหุ้นญี่ปุ่น เนื่องจากเมื่อสกุลเงินเยนอ่อนตัวลงอย่างรวดเร็ว สำหรับด้านเศรษฐกิจ ภาคการส่งออกจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่ปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ภาคตลาดหุ้นได้รับแรงกดดันจากการปรับตัวลดลงของรายได้บริษัทจดทะเบียน และตลาดตราสารหนี้ต้องเผชิญกับความเสี่ยงของการผิดนัดชำระหนี้ทั้งในประเทศและต่างประเทศ
2. หลีกเลี่ยงการลงทุนในประเทศ Emerging Markets ที่มีสัดส่วนของอัตราเงินสำรองระหว่างประเทศต่ำและมีสัดส่วนหนี้สินระหว่างประเทศสูง พร้อมทั้งเกิดการอ่อนค่าของสกุลเงินท้องถิ่นอย่างรวดเร็ว
3. ลงทุนในตลาดหุ้นไทยที่มีสัดส่วนหนี้สินต่างประเทศเพียงแค่ 38.2% ของ GDP และมีทุนสำรองระหว่างประเทศอยู่ถึง 126% ของสัดส่วนหนี้สินต่างประเทศ พร้อมทั้งได้รับอานิสงส์จากการเปิดประเทศ

SPECIAL REPORT

Disclaimer: Land and Houses Bank Public Company Limited (“The Company”) disclaims all warranties with regard to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.