

## Bond fundamentals turn back to being supportive in Q4

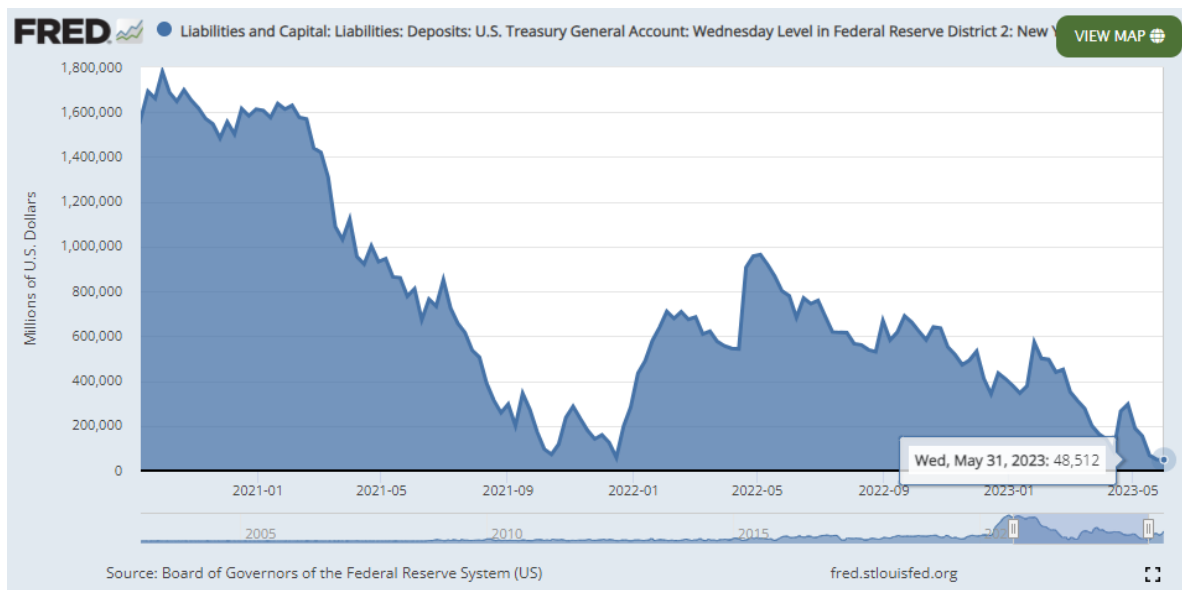
โดย คุณศุภกร ตุลยธัญ, CFA – ประธานเจ้าหน้าที่การลงทุน

29 กันยายน 2566

ในช่วงเดือนกรกฎาคมถึงกันยายนที่ผ่านมาเป็นไตรมาสที่ตลาดพันธบัตรต้องรองรับพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ปริมาณมหาศาลที่ถูกนำเข้ามาประมูลซึ่งเป็นผลมาจากข้อพิพาทระหว่างพรรครีพับลิกันและพรรคเดโมแครตที่เกิดขึ้นในช่วงไตรมาสที่ 2 ที่ผ่านมา ทำให้กระทรวงการคลังสหรัฐฯ ใช้เงินสดซึ่งเก็บไว้ในบัญชีเงินฝากของกระทรวงการคลัง (US Treasury General Account) ไปจนเกือบหมด โดยสถานะ ณ สิ้นเดือนพฤษภาคม กระทรวงการคลังสหรัฐฯ มีสภาพคล่องคงเหลืออยู่เพียง 4.85 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ตามภาพด้านล่าง) อย่างไรก็ตามส่วนหนึ่งของเอกสารการสื่อสารของวันที่ 31 กรกฎาคม 2566 แสดงให้เราเห็นว่ากระทรวงการคลังสหรัฐฯ ตั้งเป้าที่จะมีเงินสดคงคลังอยู่ที่ 6.5 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 3 และ 7.5 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ในไตรมาสที่ 4 ของปีนี้ ส่งผลให้มีส่วนต่างอยู่ที่ประมาณ 7 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ที่เราคาดว่าทางกระทรวงการคลังจะต้องหามาเพิ่มจากการระดมทุนผ่านการประมูลพันธบัตรรัฐบาล จากแผนภาพด้านล่างจะเห็นว่าปริมาณพันธบัตรที่อยู่ในแผนที่จะออกโดยกระทรวงการคลังในช่วงเดือนกรกฎาคมถึงกันยายนปีนี้สูงถึง 1.007 ล้านล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งถือเป็นปริมาณที่สูงมากเมื่อเทียบกับจำนวนเงินที่กู้ยืมในไตรมาสก่อนที่ 6.57 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ และยิ่งสูงกว่าการกู้ยืมในช่วงเดียวกันของปีก่อนหน้าที่มีมูลค่าเพียง 4.57 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ปริมาณ Bond Supply ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญได้สร้างแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในไตรมาสปัจจุบันให้สูงขึ้น อย่างไรก็ตามเราคาดว่าสถานการณ์จะดีขึ้นในช่วงเดือนตุลาคมเป็นต้นไป จากปริมาณพันธบัตรที่จะมีการประมูลที่คาดว่าจะลดลงเหลือ 8.52 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปีตามแผนการประมูลที่มีการประกาศไว้ก่อนหน้านี้ เว้นแต่กระทรวงการคลังสหรัฐฯ จะเปลี่ยนแปลงตัวเลขเป้าหมายอย่างมีนัยสำคัญซึ่งควรจะมีการประกาศออกมาในช่วงต้นเดือนตุลาคม

อีกหนึ่งประเด็นที่ควรกล่าวถึงคือขนาดงบดุลของ Fed (Fed's Balance Sheet) ที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากการที่ Fed ลดการถือครองพันธบัตรที่เข้าซื้อมาตลอดช่วงที่ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย (Quantitative Easing: QE) จนขนาดงบดุลปรับตัวขึ้นไปสูงถึงเกือบ 9 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยตัวเลขล่าสุดที่ได้มีการประกาศออกมา ณ วันที่ 20 กันยายน แสดงให้เห็นว่าขนาดงบดุลของ Fed นั้นปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 8.02 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และเมื่อเปรียบเทียบกับตัวเลขที่ประกาศ ณ สิ้นเดือนมิถุนายน ทำให้เห็นว่า Fed ได้ดึงสภาพคล่องออกจากระบบผ่านมาตรการ Quantitative Tightening (QT) ไปแล้วกว่า 3.16 แสนล้านเหรียญสหรัฐฯ ซึ่งเป็นปัจจัยเพิ่มเติมที่กดดันอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา

Chart: US Treasury General Account (millions of US dollars)



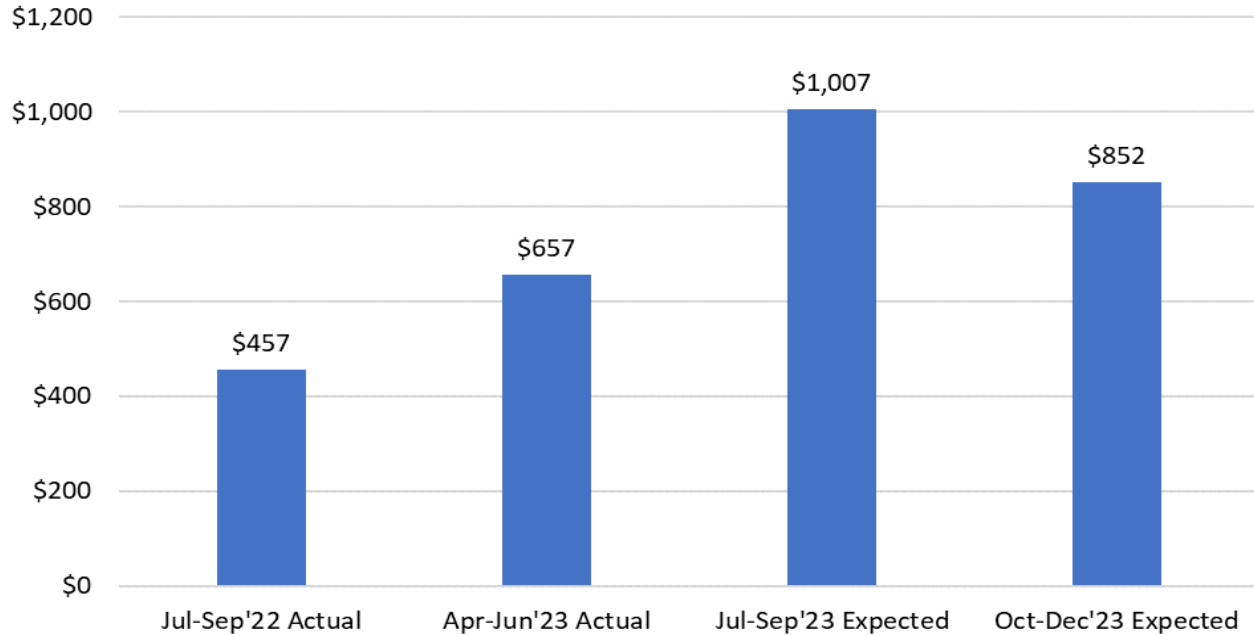
Source: US Board of Governors of the Federal Reserve System (US). Retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/D2WLTGAL>, 26 September 2023.

Bond fundamentals turn back to being supportive in Q4

โดย คุณศุภกร ตุลยธัญ, CFA – ประธานเจ้าหน้าที่การลงทุน

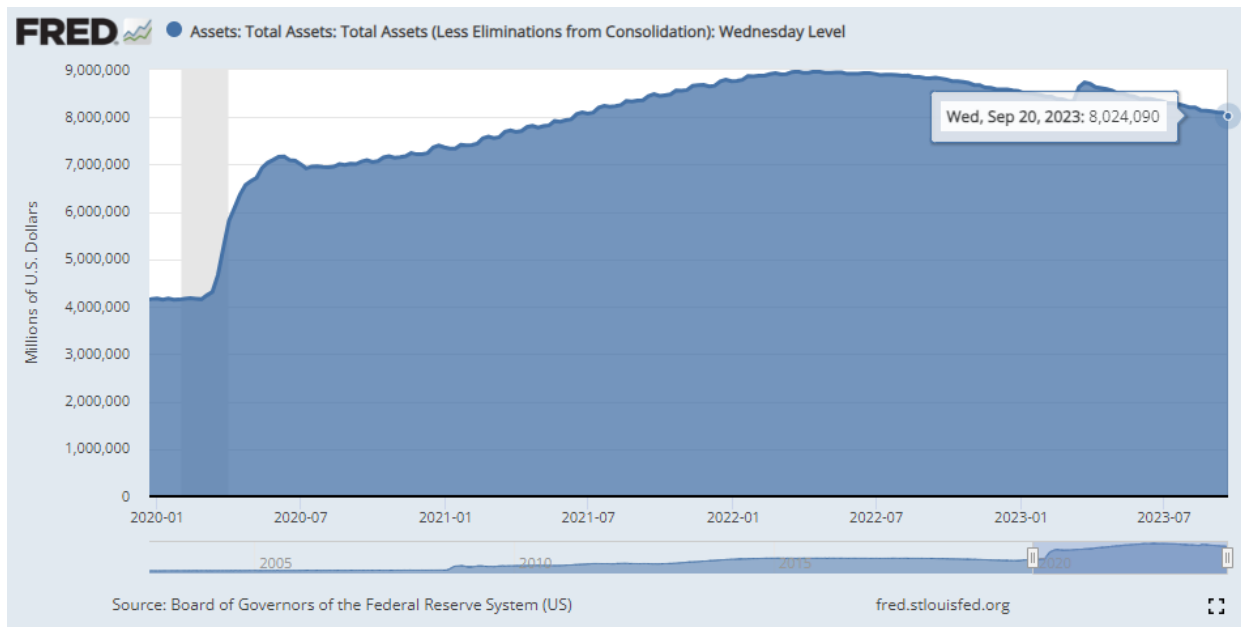
29 กันยายน 2566

**Chart: US Treasury Quarterly Borrowing Amount (billions of US dollars)**



Source: US Department of the Treasury, Principal Asset Management. Data as of 31 July 2023.

**Chart: Fed's Balance Sheet**



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System. Retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>, 26 September 2023.

## Bond fundamentals turn back to being supportive in Q4

โดย คุณศุภกร ตุลาชัย, CFA – ประธานเจ้าหน้าที่การลงทุน

29 กันยายน 2566

เมื่อวันที่ 20 กันยายน 2566 ที่ผ่านมารณาคกรกลางสหรัฐ (Fed) มีมติคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 5.25% ถึง 5.50% แต่ได้ส่งสัญญาณว่าอาจจะพิจารณาปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกครั้งภายในสิ้นปีนี้ รวมถึงส่งสัญญาณการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงในปีหน้าน้อยกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ (FOMC) เดือนมิถุนายนตามตารางด้านล่าง นอกจากนี้ Fed ยังได้ปรับเพิ่มตัวเลขการคาดการณ์การเติบโตของ GDP ในปีนี้เป็น 2.1% จาก 1.0% และในปีหน้าเป็น 1.5% จาก 1.1% ถือว่าเป็นการปรับเพิ่มตัวเลขการเติบโตของ GDP ถึง 1.5% ในระยะเวลา 2 ปี แสดงให้เห็นว่าไม่เพียงแต่ FOMC จะมองว่าเศรษฐกิจสหรัฐ จะไม่เข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว ยังมองว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะขยายตัวได้มากกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้เมื่อสามเดือนที่แล้ว การปรับเพิ่มการคาดการณ์ดังกล่าวถือเป็นเรื่องที่น่าพอใจจากความคาดหมายของนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่มองว่าเศรษฐกิจสหรัฐ มีความเป็นไปได้สูงที่จะเข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในช่วงครึ่งปีแรกของปีหน้า อ้างอิงจาก Recession Model ของ Fed สาขา นิวยอร์กที่แสดงให้เห็นว่าโอกาสในการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยของสหรัฐ ในระยะ 12 เดือนข้างหน้าสูงถึง 60% ทั้งนี้การส่งสัญญาณดังกล่าวของ Fed ได้ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 10 ปีปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.70% มาอยู่ที่ระดับ 4.54% เมื่อวันที่ 26 กันยายน 2566 เมื่อเทียบกับสิ้นเดือนมิถุนายน สืบเนื่องมาจากภาวะ Inverted Yield Curve นั้นได้มีการสะท้อนการคาดการณ์ของนักลงทุนตามประมาณการของ Fed จากก่อนหน้านี้ที่นักลงทุนคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐ จะเข้าสู่ภาวะถดถอย ดังนั้นสภาวะ Inverted Yield Curve จึงได้มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางที่ดีขึ้นพร้อมกับแนวโน้มเศรษฐกิจที่มีการปรับประมาณการขึ้นโดย Fed นั่นเอง

## Chart: Economic Projections from September 2023 FOMC Meeting

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0		1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2		1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6		3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9		3.5-4.4
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4		2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
June projection	3.9	2.6	2.2			3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4			3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1		2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6		2.4-3.6

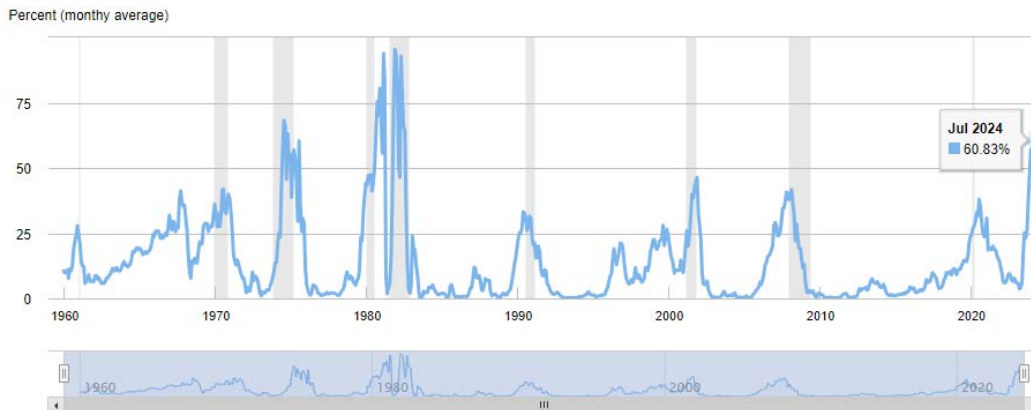
Source: Source: Federal Reserve Bank of New York, The Yield Curve as a Leading Indicator, [https://www.newyorkfed.org/research/capital\\_markets/ycfaq.html](https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq.html). Data as of 10 September 2023.

Bond fundamentals turn back to being supportive in Q4

โดย คุณศุภกร ตุลาชัย, CFA – ประธานเจ้าหน้าที่การลงทุน

29 กันยายน 2566

**Chart: Probability of US Recession, 12 Months Ahead**



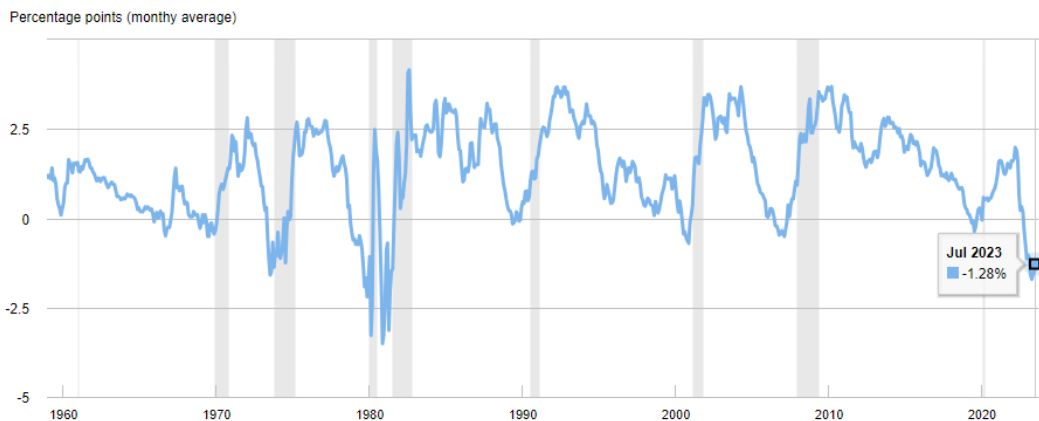
Sources: Board of Governors of the Federal Reserve; National Bureau of Economic Research; authors' calculations.

Notes: Parameters estimated using data from January 1959 to December 2009; recession probabilities predicted using data through July 2019. The parameter estimates are  $\alpha = -0.5333$ ,  $\beta = -0.6330$ . The shaded areas indicate periods designated as recessions by the National Bureau of Economic Research.

Source: Federal Reserve Bank of New York, The Yield Curve as a Leading Indicator,

[https://www.newyorkfed.org/research/capital\\_markets/ycfaq.html](https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq.html). Data as of 10 September 2023.

**Chart: US Treasury Term Spread between 10-year and 3-month Bond Yields**



Source: Federal Reserve Bank of New York, The Yield Curve as a Leading Indicator,

[https://www.newyorkfed.org/research/capital\\_markets/ycfaq.html](https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq.html). Data as of 10 September 2023.

## Bond fundamentals turn back to being supportive in Q4

โดย คุณศุภกร ตุลยธัญ, CFA – ประธานเจ้าหน้าที่การลงทุน

29 กันยายน 2566

สุดท้ายนี้แล้วเมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่อยู่ในระดับที่สูง ประมาณการเติบโตของเศรษฐกิจที่ Fed คาดว่าจะขยายตัวอย่างช้าๆ ที่ 1.50% และแนวโน้มการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 0.50% ในปีหน้า ทำให้เรามองว่าช่วงเวลาปัจจุบันถือเป็นช่วงที่เหมาะสมสำหรับการพิจารณาเพิ่มการลงทุนในตราสารหนี้ต่างประเทศ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่อยู่ในระดับสูงที่สุดตั้งแต่ปี 2550 ฉะนั้นเราจึงยังคงแนะนำให้ลงทุนในกองทุนเปิดพริ้นซิเพิล โกลบอล ฟิกซ์ อินคัม (PRINCIPAL GFIXED) ที่ลงทุนในตราสารหนี้ทั่วโลกในจังหวะนี้ ทั้งนี้เราได้ทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนของกองทุนหลัก กับ ETF ของตราสารหนี้ต่างประเทศประเภทต่างๆ ในภาพด้านล่าง เพื่อให้ผู้อ่านเห็นถึงความสามารถของที่มีการลงทุนที่บริหารกองทุน PIMCO GIS Income ซึ่งเป็นกองทุนหลักของ PRINCIPAL GFIXED โดย ETF ที่อ้างอิงประกอบไปด้วย USAG พันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้ของสหรัฐฯ LQD ตราสารหนี้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในอันดับที่สามารถลงทุน (Investment grade) HYG ลงทุนในตราสารหนี้สหรัฐฯ ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่าอันดับที่สามารถลงทุน (High yield) และ EMB ตราสารหนี้กลุ่มประเทศกำลังพัฒนาในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ โดยจากการเปรียบเทียบพบว่าตั้งแต่ต้นปีกองทุน PIMCO GIS Income Fund สามารถสร้างอัตราผลตอบแทนได้เหนือกว่าตราสารหนี้ในกลุ่มต่างๆ โดยกองทุน PIMCO GIS Income Fund มีอายุเฉลี่ยของตราสาร (Duration) ประมาณ 3 ปีกว่า โดยถือว่าสั้นกว่าตราสารหนี้ต่างประเทศหลักๆ อย่างมีนัยสำคัญ ประกอบกับกระบวนการลงทุนที่แข็งแกร่ง เลือกตราสารหนี้ที่มีคุณภาพ ทำให้กองทุนสามารถสร้างผลตอบแทนได้เหนือกว่าอย่างยั่งยืนในระยะยาวด้วยเช่นเดียวกัน

## YTD Return Chart of PIMCO GIS Income Fund (shaded line) Compared to other ETFs



Source: Financial Times. Data as of 26 September 2023.

## Bond fundamentals turn back to being supportive in Q4

โดย คุณศุภกร ตุลยธัญ, CFA – ประธานเจ้าหน้าที่การลงทุน

29 กันยายน 2566

กองทุนแนะนำ:

กองทุนแนะนำ	ศึกษาข้อมูล
กองทุนเปิดพริซิเพิล โกลบอล ฟิรซ์ อินคัม (PRINCIPAL GFIXED)	<a href="https://www.principal.th/th/principal/GFIXED">https://www.principal.th/th/principal/GFIXED</a>

คำเตือน: ผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจลักษณะสินค้า (กองทุน) เงื่อนไข ผลตอบแทน และ ความเสี่ยงก่อนตัดสินใจลงทุน / บริษัทจัดการใช้สัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อเป็นเครื่องมือในการป้องกันความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนของกองทุน (Hedging) ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้จัดการกองทุน / กองทุนมีนโยบายลงทุนในต่างประเทศ กองทุนอาจมีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน ผู้ลงทุนอาจขาดทุนหรือได้รับกำไร จากอัตราแลกเปลี่ยน/หรือได้รับเงินคืนต่ำกว่าทุนเริ่มแรกได้ / ผลการดำเนินงานในอดีตมิได้เป็นสิ่งยืนยันถึงผลการดำเนินงานในอนาคต