

“Navigating The Diametric Decade Ahead”

New portfolio allocation now that 60/40 is dead

23 June 2022

KGI Wealth Management Special Report | Investment Insight

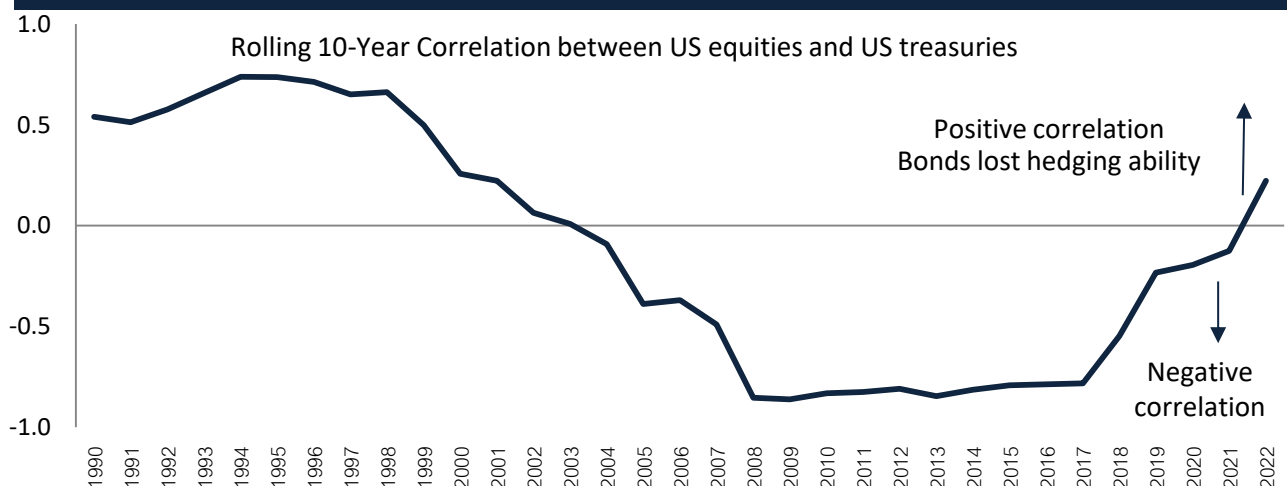
Chanakarn Chakrapeesirisuk | chanakamc@kgi.co.th | Wealth Management Research

Key takeaways

- สูตรการลงทุนคลาสสิก 60/40 ที่เคยมีประสิทธิภาพมาตลอด 20 ปี อาจไม่คงกระพันต่อไปในสภาวะการลงทุนที่เข้าสู่จุดเปลี่ยนเชิงโครงสร้าง ได้ตั้งแต่การเข้าสู่วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น (Rate-Hike cycle) รวมถึงระดับเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มสูงกว่าในอดีตและทรงตัวในระดับสูง (Peak and plateau inflation rate)
- สิ่งสำคัญในการบริหารพอร์ตการลงทุนหลังจากนี้ คือ การหาสินทรัพย์ที่มีลักษณะยืดหยุ่นตามอัตราดอกเบี้ยและตัวเลขเงินเฟ้อในอนาคตที่มีแนวโน้มปรับตัวขึ้นและคงตัวสูงกว่าระดับที่นักลงทุนคุ้นเคย เพื่อเปลี่ยนสัดส่วน 40% ของพอร์ตที่เคยเป็นตราสารหนี้ (Fixed income) ซึ่งอ่อนไหวต่อการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ยให้เป็นสินทรัพย์ที่มีมูลค่าลอยตัว (Floating assets) และสามารถสร้างผลตอบแทนให้พอร์ตการลงทุนได้ในยามที่เงินเฟ้อสูงกว่าค่าเฉลี่ย
- KGI WMR แนะนำถือครองสินทรัพย์ทางเลือก (Alternative assets class) ที่ครอบคลุมสินทรัพย์ดังต่อไปนี้ สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities) อสังหาริมทรัพย์ (Real estate) โครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) และการลงทุนในบริษัทนอกตลาด (Private equity) ทดแทนสัดส่วนสินทรัพย์ประเภทตราสารหนี้ในพอร์ตการลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนที่ยืดหยุ่นและสอดคล้องกับการเปลี่ยนผันของโครงสร้างทางเศรษฐกิจ

ดังเช่นที่ KGI WMR เคยกล่าวไว้ในบทความ [Death of the 60/40 portfolio](#) ว่าสูตรการลงทุนคลาสสิก 60/40 อาจไม่ใช่สูตรสำเร็จในการบริหารพอร์ตการลงทุนอีกต่อไป เมื่อสภาวะการลงทุนได้เปลี่ยนผ่านเข้าสู่จุดเปลี่ยนเชิงโครงสร้าง ได้ตั้งแต่การเข้าสู่วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น ระดับเงินเฟ้อที่มีแนวโน้มสูงกว่าในอดีตทรงตัวในระดับสูง รวมถึงปรากฏการณ์ De-Globalization ของเหล่าประเทศมหาอำนาจอันนำไปสู่ต้นทุนพื้นฐานที่สูงขึ้นในทุกมิติ ด้วยเหตุนี้การถือครองสินทรัพย์อย่างตราสารหนี้จึงเป็น “โทษ” มากกว่า “ประโยชน์” จากความสามารถในการปกป้องเสถียรภาพของพอร์ตการลงทุนที่หายไป พร้อมผลตอบแทนที่ติดลบในห้วงการเปลี่ยนผ่านเข้าสู่วัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น

Figure 1: The reappearance of positive stock/bond correlation

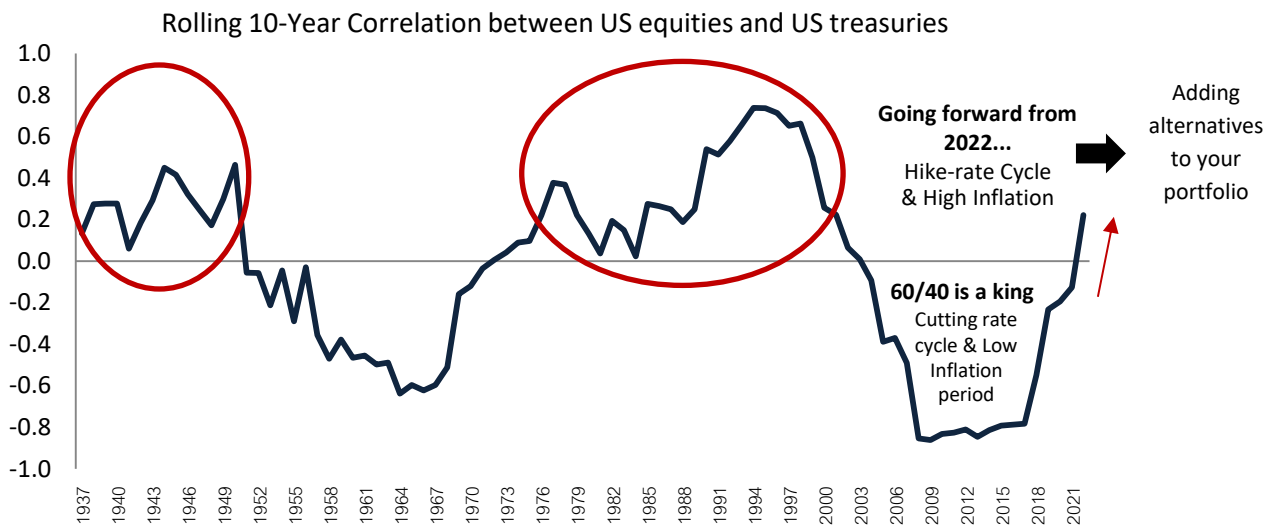


Source: Bloomberg, KGI WMR

New portfolio allocation to rise through macroeconomic changes

เมื่ออัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นต้นทุนของการลงทุนในทุกรูปแบบเปลี่ยนไป การปรับเปลี่ยนประเภท และน้ำหนักของสินทรัพย์ในพอร์ตการลงทุนจึงเป็นเรื่องสำคัญที่นักลงทุนไม่ควรมองข้าม จากภาพที่ 1 (Figure 1) จะเห็นได้ว่าค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างผลตอบแทนของตราสารหนี้และตลาดหุ้นสหรัฐฯ ที่เคยเป็นลบ (Negative correlation) มาตลอด 17 ปี ได้เปลี่ยนทิศกลับมาเป็นบวก สะท้อนความสามารถในการลดความเสี่ยงของพอร์ต (Downside hedging) ที่หายไปของสินทรัพย์ประเภทตราสารหนี้

Figure 2: Successful recipe of 60/40 in the past 20 years does not mean forever...



Source: Bloomberg, KGI WMR

แน่นอนว่าค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตราสารหนี้และหุ้นสหรัฐฯ ที่กลับมาเป็นบวกไม่ใช่เรื่องแปลกใหม่แต่อย่างใดหากย้อนกลับไปศึกษาภาพความสัมพันธ์ระหว่าง 2 สินทรัพย์นี้ในอดีต จากภาพที่ 2 (Figure 2) จะเห็นได้ว่าในช่วงภาวะเงินเฟ้อและวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้นในปี 1939-1945 (World War II) หรือช่วงปี 1970s (Stagflation) ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตราสารหนี้และตลาดหุ้นมักจะเคลื่อนไหวไปในทางเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อตลาดหุ้นให้ผลตอบแทนเป็นลบ ตราสารหนี้ที่เคยเป็นตัวลดความเสี่ยงของพอร์ตมักจะให้ผลตอบแทนที่เป็นลบเช่นกัน ซึ่งขัดกับภาพที่นักลงทุนคุ้นชินมาตลอด 20 ปีที่ผ่านมา (ปี 2000-2020)

Figure 3: Evidence suggests investors should replace fixed income holdings with alternatives

	Nominal bond return	Real bond return
WW II (1939-1945)	2.71%	-0.71%
YCC (1942-1947)	2.54%	-4.22%
Stagflation (1971-1980)	3.60%	-3.79%
Post pandemic & Supply chain constraint (2021)	-4.42%	-10.67%

Source: Bloomberg, KGI WMR

ไม่เพียงแค่เส้นหนึ่งของตราสารหนี้ในด้านการลดความเสี่ยง (Hedging ability) ที่สูญเสียไปในห้วงวัฏจักรดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อขาขึ้นเท่านั้น แต่ผลตอบแทนที่แท้จริงในอดีตของตราสารหนี้ (Figure 3) ยังสะท้อนผลตอบแทนติดลบที่ยืนยันว่าสินทรัพย์ที่ขึ้นชื่อว่า "ปลอดภัย" (Safe haven asset) นั้นไม่ได้ปลอดภัยในทุกวัฏจักรของเศรษฐกิจ โดยเฉพาะในยามที่ภาวะดอกเบี้ยปรับตัวเป็นขาขึ้น พร้อมการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของระบบเศรษฐกิจที่ผลักดันให้ต้นทุนการทำธุรกิจขึ้น

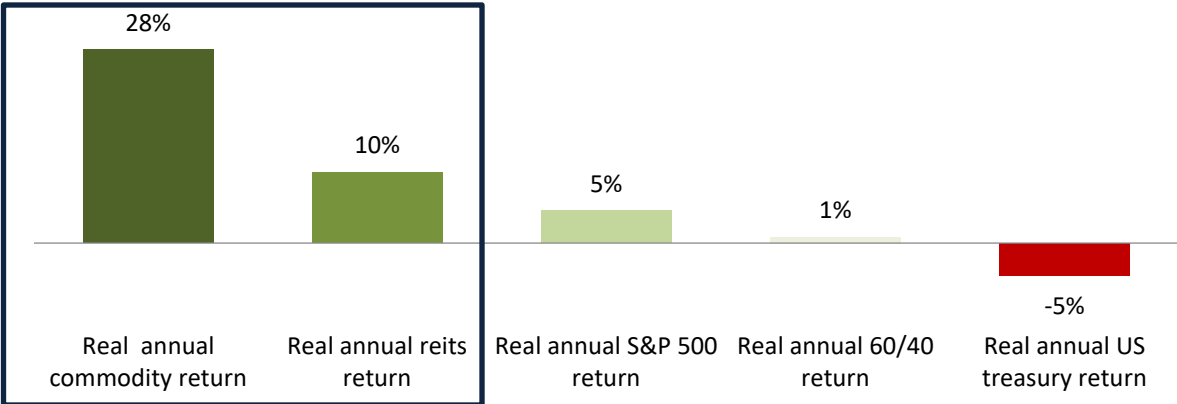
Bear Market for bonds, look to alternative investments

สิ่งสำคัญในการบริหารพอร์ตการลงทุนหลังจากนี้ คือ การหาสินทรัพย์ที่มีลักษณะยืดหยุ่นตามอัตราดอกเบี้ยและตัวเลขเงินเฟ้อในอนาคตที่มีแนวโน้มปรับตัวขึ้นและทรงตัวสูงกว่าระดับที่นักลงทุนคุ้นเคย (Peak and Plateau inflation rate) เพื่อเปลี่ยนสัดส่วน 40% ของพอร์ตที่เคยเป็นตราสารหนี้ (Fixed income) ซึ่งอ่อนไหวต่อการปรับตัวขึ้นของอัตราดอกเบี้ยให้เป็นสินทรัพย์ที่มีมูลค่าลอยตัว (Floating assets) สามารถสร้างผลตอบแทนให้พอร์ตการลงทุนได้ในยามที่เงินเฟ้อสูงกว่าค่าเฉลี่ย (2%)

Figure 4: Better to be in real assets during an inflationary environment

Average return during inflationary periods:

Stagflation (70s and early 80s), Stock crash (1987) and Supply Chain Disruption (2021)



High Inflation period	Avg US bond return	Avg S&P 500 return	Avg 60/40 return	Avg commodity return	Average REITs return
1972-1974	-5%	-13%	-10%	61%	-18%
1976-1980	-6%	5%	1%	19%	19%
1987-1990	2%	7%	5%	12%	6%
2021	-11%	20%	8%	20%	34%
Average	-5%	5%	1%	28%	10%

Source: Bloomberg, KGI WMR, returns are expressed as real return (inflation-adjusted returns)*

ในการตามหาส่วนผสมใหม่ที่จะช่วยทดแทนสัดส่วนของตราสารหนี้ KGI WMR ได้ลองเปรียบเทียบผลตอบแทนของแต่ละสินทรัพย์ในช่วงเวลาที่อัตราเงินเฟ้อปรับตัวขึ้นสูงตามรูปที่ 4 (Figure 4) ได้ผลสรุปว่าสินทรัพย์ประเภท Real assets อย่างสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities) และอสังหาริมทรัพย์ (Real estates) ให้ผลตอบแทนเป็นบวกสะท้อนความยืดหยุ่นของราคาสินทรัพย์ที่ปรับตัวขึ้นตามภาวะเงินเฟ้อได้ดี (Floating along inflation assets) โดยสินทรัพย์อย่างสินค้าโภคภัณฑ์ และอสังหาริมทรัพย์ เฉลี่ยแล้วให้ผลตอบแทนราว 28% และ 10% ตามลำดับ

Alternative investment options: Commodities, REITs, Infrastructure and Private Equity

สินทรัพย์แต่ละประเภทมีจุดเด่นที่ต่างกัน คุณสมบัติที่เหมาะสมในหัวเวลาที่ “ใช่” ย่อมสร้างประโยชน์ให้กับพอร์ตการลงทุนได้ดี สิ่งที่ KGI WMR ตามหาเพื่อมาเสริมและทดแทนสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ คือสินทรัพย์ที่มีความยืดหยุ่นเติบโตไปพร้อมเงินเฟ้อ ทนทานต่อวัฏจักรดอกเบี้ยขาขึ้น และมีค่าสหสัมพันธ์ที่ตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้เพื่อลดความเสี่ยงของพอร์ตโดยรวม ซึ่งคุณสมบัติของสินทรัพย์ที่ KGI WMR มองหาตรงกับสินทรัพย์ประเภท Alternative assets class ที่ครอบคลุมสินทรัพย์ดังต่อไปนี้ สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities) อสังหาริมทรัพย์ (Real estate) โครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) และ การลงทุนในบริษัทนอกตลาด (Private equity)

KGI WMR ได้สรุปรายละเอียดและจุดเด่นของแต่ละสินทรัพย์ในการลงทุนทางเลือก (Alternative assets) เพื่อความเข้าใจที่ง่ายขึ้นต่อการสร้างสรรพคพอร์ตการลงทุนของนักลงทุน ดังนี้

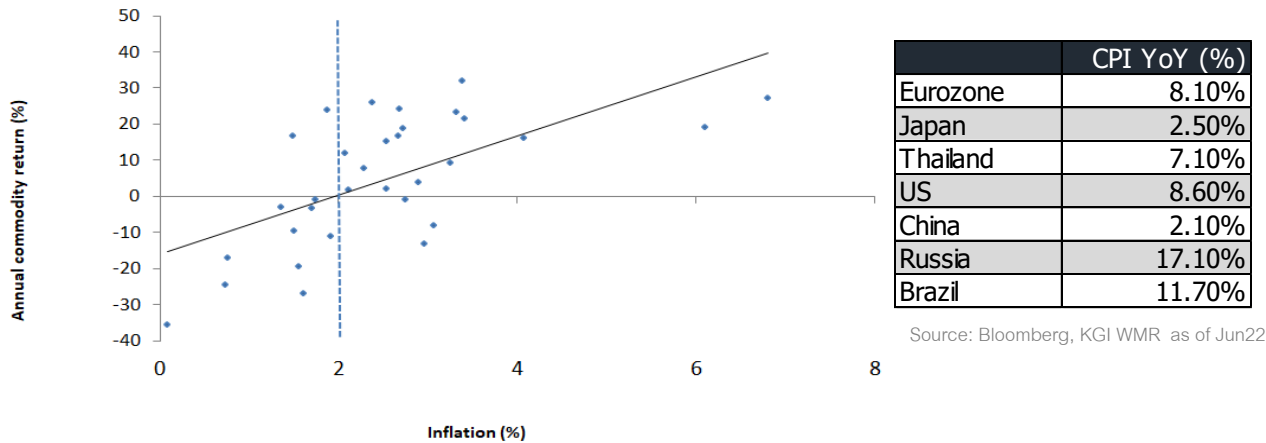
สินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities)



นอกจากทองคำ และน้ำมันที่นักลงทุนไทยคุ้นเคยเป็นอย่างดี การลงทุนในกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodities) ยังรวมถึงสินค้าเกษตร โลหะอุตสาหกรรม และโลหะมีค่าเช่นกัน โดยสินทรัพย์กลุ่มนี้มีคุณสมบัติเติบโตตามเงินเฟ้อได้ดี

ในช่วงที่ระดับเงินเฟ้อสูงกว่าระดับ 2% และยังมีแนวโน้มสูงต่อเนื่องจากภาวะค่าครองชีพที่สูงขึ้นจนนำไปสู่การปรับขึ้นของค่าแรงที่นำไปสู่วงจรภาวะเงินเฟ้อที่ยืดเยื้อ (Wage-Price Spiral) บวกกับกระแส De-globalization ที่เกิดขึ้นอันนำไปสู่ต้นทุนการผลิตและบริการที่สูงขึ้นในแต่ละประเทศ ผลตอบแทนในอดีตของสินทรัพย์อย่างสินค้าโภคภัณฑ์ตามรูปที่ 5 (Figure 5) ได้สะท้อนความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่ดีในยามที่ระดับเงินเฟ้อสูงกว่า 2% (Inflation hedge asset) KGI WMR จึงให้น้ำหนักเป็นบวกในการถือครองสินทรัพย์ประเภทนี้เพื่อทดแทนสัดส่วนของตราสารหนี้ที่อาจมีน้ำหนักถึง 40% ของพอร์ตของนักลงทุนหลายท่าน

Figure 5: Commodities-Likely to provide positive returns in high inflation (when Inflation>2)



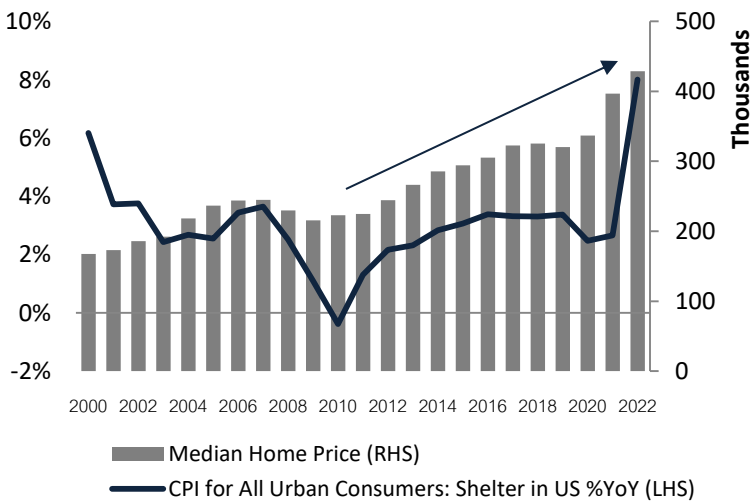
Source: Bloomberg, KGI WMR as of Jun22, Bloomberg commodity index from 1990-2021

อสังหาริมทรัพย์ (Real estates)



การลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (REITs) เป็นอีกหนึ่งทางเลือกคลาสสิกที่นักลงทุนสามารถใช้ทดแทนสัดส่วนการลงทุนในตราสารหนี้ได้ จากกระแสเงินสดสม่ำเสมอที่มาในรูปแบบของเงินปันผลจากค่าเช่าของอสังหาริมทรัพย์ สิ่ง que เพิ่มความน่าสนใจของการลงทุนในกลุ่ม REITs คือ ความยืดหยุ่นของการปรับขึ้นค่าเช่า และมูลค่าของสินทรัพย์ที่เติบโตตามเงินเฟ้อ (Floating income) ขณะที่ความหลากหลายของอสังหาริมทรัพย์ที่กระจายไปในหลายกลุ่มเซกเตอร์ยังช่วยให้นักลงทุนกระจายความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุนอีกทาง

Figure 6: Value of real estates & rent rise along inflation



Source: Bloomberg, KGI WMR

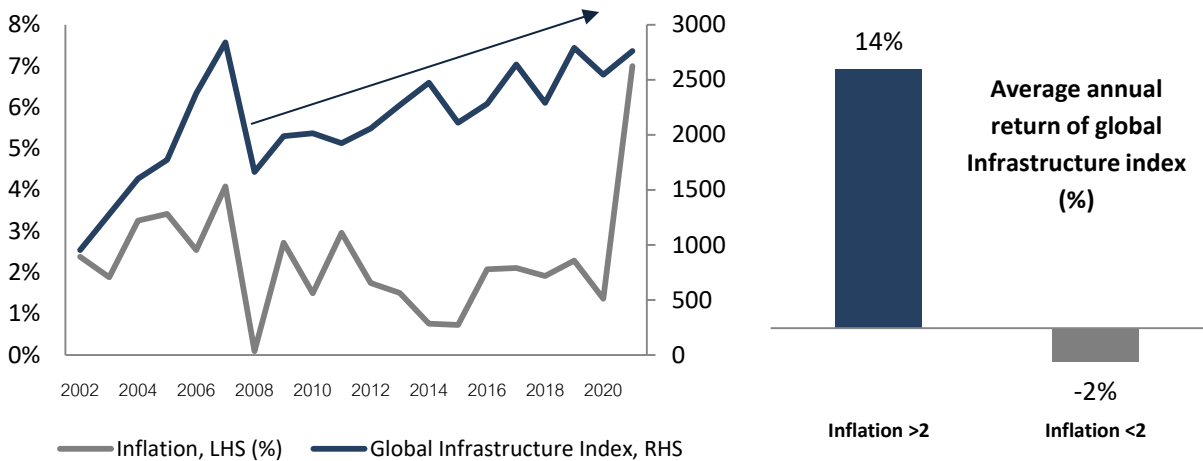
มูลค่าของสินทรัพย์ที่ปรับตัวขึ้น พร้อมความสามารถในการปรับขึ้นค่าเช่าของสินทรัพย์การลงทุนประเภท REITs (Floating income) ทำให้ KGI WMR คงคำแนะนำถือครอง REITs ต่อไป เพื่อกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ และเติบโตทดแทนผลตอบแทนจากตราสารหนี้ที่โดนกดดันจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยและสภาวะเงินเฟ้อที่กดดันผลตอบแทนที่แท้จริง

โครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure)



การลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐาน อาทิเช่น ระบบพลังงาน ระบบโทรคมนาคม ระบบคมนาคม และระบบน้ำซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นที่ประชาชนขาดไม่ได้ไม่ว่าสภาวะเศรษฐกิจจะอยู่ในวัฏจักรใด นำมาสู่ประโยชน์ต่อพอร์ตการลงทุนโดยรวมในแง่ของโอกาสในการได้รับผลตอบแทนอย่างสม่ำเสมอ และการกระจายความเสี่ยงผ่านกลุ่มอุตสาหกรรม และภูมิภาคทั่วโลก

Figure 7: Downturn-resilient cash flows of infrastructure asset class through cycles



Source: Bloomberg, KGI WMR, Global Infrastructure Index (2000-2021)

ยามที่ตัวเลขเงินเฟ้อปรับตัวขึ้น บ่อยครั้งนำมาซึ่งความผันผวนในการลงทุนเช่นกัน สินทรัพย์ที่มีความต้านทานต่อภาวะเศรษฐกิจ (Defensiveness) และเป็นพื้นฐานอันขาดไม่ได้ของโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure) จึงเป็นสินทรัพย์ที่เหมาะสมในการถือครองเพื่อรับประโยชน์ในแง่การปกป้องความเสี่ยงของพอร์ต โดยผลตอบแทนในอดีตที่ผ่านมาของกลุ่มโครงสร้างพื้นฐาน (ปี 2002-2021) แสดงให้เห็นว่าการลงทุนในสินทรัพย์กลุ่มนี้ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยราว 14% ในช่วงที่ระดับเงินเฟ้อสูงกว่า 2% ดังเห็นได้จากรูปที่ 7 (Figure 7)

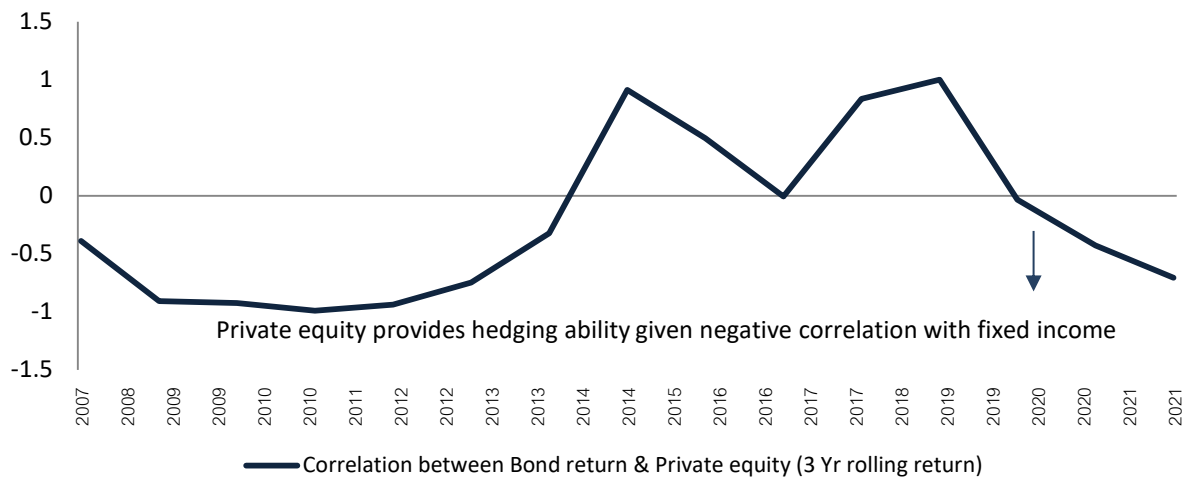
การลงทุนในหุ้นที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Private equity)



การลงทุนในบริษัทนอกตลาด หรือ บริษัทเอกชนที่ยังไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ นับเป็นอีกหนึ่งการลงทุนทางเลือกที่ช่วยเปิดโอกาสให้นักลงทุนเข้าถึงธุรกิจนอกตลาดทั่วโลกที่มีศักยภาพเติบโตและสร้างผลตอบแทนที่ดีในระยะยาวพร้อมความผันผวนที่ต่ำกว่าการลงทุนในตลาดหุ้น เนื่องจากมูลค่าของบริษัทจะถูกประเมินตามปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริงของบริษัท ซึ่งโดยปกติแล้วกองทุนในรูปแบบ Private equity จะนำเงินไปลงทุนในบริษัทที่มีศักยภาพดีในราคาที่เหมาะสมเพื่อนำมาเสริมศักยภาพและพัฒนาต่อให้สามารถขายได้ในมูลค่าที่สูงที่สุด

การลงทุนในหุ้นนอกตลาด (Private equity) เริ่มเป็นที่นิยมมากขึ้นในหมู่นักลงทุนชาวไทย เนื่องจากการลงทุนประเภทนี้เปิดโอกาสให้นักลงทุนได้เข้าถึงธุรกิจที่มีโอกาสเติบโตในระยะยาว และไม่ถูกบิดเบือนมูลค่าพื้นฐานจากการประเมินมูลค่าบริษัทที่เป็นไปตามปัจจัยพื้นฐานแท้จริง KGI WMR มองเห็นโอกาสสำหรับนักลงทุนที่สามารถลงทุนได้ในระยะยาว 7-10 ปี แนะนำให้แบ่งสัดส่วนพอร์ตการลงทุนมาในกลุ่ม Private equity เพื่อสร้างผลตอบแทนให้พอร์ตการลงทุนในระยะยาวพร้อมความผันผวนที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับการลงทุนในตลาดหุ้น (Enhanced returns and reduced volatility)

Figure 8: Avoid fixed income in rate-hike cycles and switch to private equity for diversification



Source: Bloomberg, KGI WMR

Fund Recommendations

เมื่อภาพการลงทุนในอนาคต และตัวแปรทางเศรษฐกิจผันแปรต่างไปจากอดีตอย่างสิ้นเชิงตามที่ KGI WMR เคยกล่าวไว้ในบทความ 2022 Outlook “A Diametric Decade Ahead” การปรับสัดส่วนการลงทุนและสินทรัพย์ในพอร์ตการลงทุนจึงนับเป็นเรื่อง “เร่งด่วน” และ “สำคัญ” KGI WMR แนะนำนักลงทุนถือครองสินทรัพย์ประเภท Real assets ที่ครอบคลุมกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ อสังหาริมทรัพย์ และการลงทุนใน Private equity เพื่อเตรียมพอร์ตการลงทุนให้พร้อมรับมือกับสภาวะดอกเบี้ยและอัตราเงินเฟ้อที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่เคยเป็นมาในทศวรรษต่อไป

Fund recommendations				Related reports
Commodities	K-AGRI	KT-MINING	PRINCIPAL GCF	Hard Cash in Soft Commodities
REITs	SCBPIN	TMBPIPE		Global REITs-Time for Rotation to Asia
Private equity	KFGPE-UI*			
Infrastructure	TMBGINFRA			

*กองทุน KFGPE-UI เปิดขายสำหรับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนรายใหญ่พิเศษเท่านั้น