

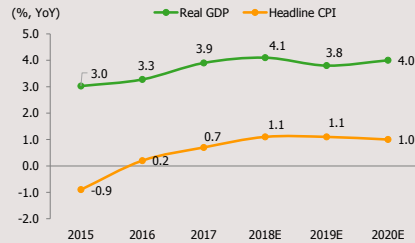


2019E Economic Outlook

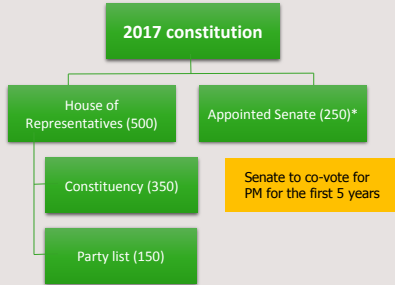
Thailand Economics

Key charts

Middling growth with stably low inflation

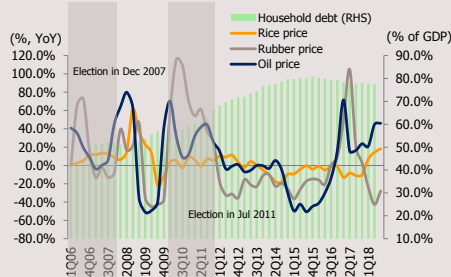


Political continuity in place



*For the first 5 years after Parliament under this constitution in place.
Source: Constitution (B.E. 2560), KS Research

Headwinds for consumption boosting measures



Source: Bank of Thailand, Office of Agricultural Economics, KS Research

Economist

Kampon Adireksombat, Ph.D.

Kampon.a@kasikornsecurities.com

Research Assistant

Nattapong Rittiraj

27 November 2018

Kasikorn Securities Public Company Limited

เติบโตปานกลางท่ามกลางอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ

ราคาน้ำมันที่ปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมาจะเป็นปัจจัยหลักที่จะช่วยประคองภาวะเศรษฐกิจโลกที่กำลังชะลอตัวลง แม้ภาคการส่งออกและการท่องเที่ยวจะยังฟื้นตัวอย่างช้าๆ แต่เราคาดว่า อุปสงค์ในประเทศจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตของเศรษฐกิจไทยให้อยู่ในระดับ 3.8%/4.0% ได้ในปี 2562/63 ทั้งนี้ เราคาดว่า ด้วยอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำน่าจะโน้มน้าวให้ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างช้าๆ ซึ่งจะยังส่งผลให้ภาพรวมของนโยบายการเงินยังคงอยู่ในระดับที่ผ่อนคลาย

เศรษฐกิจโลกมีปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันที่ปรับลดลง

- ▶ **ราคาน้ำมันปรับลดลง** สถานการณ์อุปทานน้ำมันทั่วโลกบรรเทาลงอย่างมีนัยสำคัญในไตรมาส 4/2561 จากอุปทานที่ปรับเพิ่มขึ้นทั้งจากประเทศนอกกลุ่ม OPEC และกลุ่ม OPEC ดังนั้น เราจึงปรับลดประมาณการราคาน้ำมันดิบดูไบในปี 2562/63 ลงมาอยู่ที่ 67/65 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ตามลำดับ
- ▶ **ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง แต่ไม่ถึงกับเข้าสู่ภาวะถดถอย** เราคาดว่า ราคาน้ำมันทั่วโลกที่ปรับลดลงจะเป็นปัจจัยหลักที่จะช่วยประคองภาวะเศรษฐกิจโลกที่กำลังชะลอตัวลง ดังนั้น เราจึงคาดว่า ภาวะเศรษฐกิจโลกในปี 2562 แม้จะได้รับผลกระทบจากข้อพิพาททางการค้า ก็จะไม่อยู่ในลักษณะของการชะลอตัวลงมากกว่าที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอย

- ▶ **ธนาคารกลางของประเทศเศรษฐกิจหลัก: สิ้นสุดนโยบาย QE พร้อมปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างช้าๆ** แม้ธนาคารกลางของประเทศเศรษฐกิจหลักจะส่งสัญญาณอย่างชัดเจนว่า ยุคของมาตรการ Quantitative Easing (QE) ใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว แต่เราคาดว่า การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายน่าจะเป็นไปอย่างช้าๆ จากแนวโน้มการเติบโตเศรษฐกิจที่ชะลอลง

เศรษฐกิจไทย: เติบโตปานกลางพร้อมกับอัตราเงินเฟ้อต่ำ

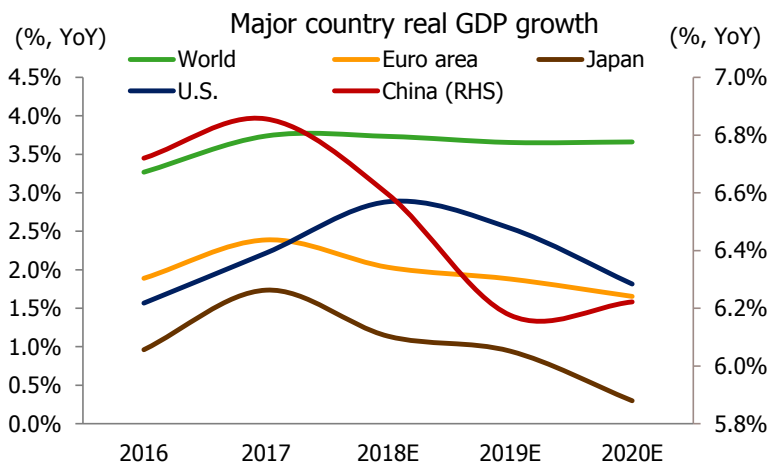
- ▶ **อุปสงค์จากต่างประเทศชะลอลง แต่ค่านับบัญชีเดินสะพัดยังคงเกินดุล** เราคาดว่า ภาคการท่องเที่ยวจะเริ่มฟื้นตัวขึ้น แต่ภาคการส่งออกจะเริ่มชะลอลง แต่ด้วยการนำเข้าที่จะชะลอลงเช่นกัน (จากราคาน้ำมันที่ปรับลดลง) ดังนั้น เราจึงคาดว่าบัญชีเดินสะพัดจะยังคงเกินดุลในปี 2562/63 (7.1%/7.6% ของ GDP)
- ▶ **การบริโภคยังฟื้นตัวไม่ทั่วถึง** ค่าจ้างนอกภาคเกษตรและสินเชื่อครัวเรือนที่ขยายตัวแข็งแกร่งจะยังเป็นปัจจัยหนุนการบริโภคในกลุ่มผู้มีรายได้อัตราปานกลางถึงสูง ขณะที่การฟื้นตัวค่อนข้างช้าของราคายางพาราจะยังคงกดดันรายได้เกษตรกร เรามองว่า มาตรการที่มุ่งเน้นไปยังเฉพาะกลุ่มของรัฐบาลก่อนช่วงเลือกตั้งเน้นการช่วยบรรเทาผลกระทบจากการฟื้นตัวช้าของรายได้เกษตรกรเป็นหลัก
- ▶ **รัฐธรรมนูญฉบับใหม่จะช่วยสร้างความต่อเนื่องทางการเมืองและนโยบายของรัฐบาลภายหลังการเลือกตั้ง** ด้วยระบบการเลือกตั้งใหม่ คาดว่าจะมีการจัดตั้งรัฐบาลผสมขึ้นหลังการเลือกตั้งทั่วไปในช่วงเดือน ก.พ. ถึง พ.ค. 2562 อย่างไรก็ดี รัฐธรรมนูญฉบับใหม่จะเป็นช่วยสร้างความต่อเนื่องทางการเมืองและนโยบายของรัฐบาลหลังการเลือกตั้ง
- ▶ **คาด FDI ค่อยๆ ฟื้นตัว พร้อมกับการประมูลโครงการของภาครัฐ** จากข้อมูลในช่วงที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่า FDI เริ่มฟื้นตัวขึ้นแล้ว เราคาดว่า FDI จะฟื้นตัวขึ้นชัดเจนในปี 2562 เมื่อประเด็นข้อพิพาททางการค้าบรรเทาและคาดว่าจะมีการเปิดประมูลหลายโครงการในช่วงก่อนเลือกตั้ง โดยมองว่า รัฐบาลชุดปัจจุบันจะมุ่งเน้นในโครงการในเขต EEC เป็นสำคัญและคาดรัฐบาลชุดปัจจุบันจะเหลือโครงการขนาดใหญ่ไว้ให้รัฐบาลชุดต่อไป
- ▶ **คาดเงินเฟ้อชะลอลง; คงมุมมองการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างช้าๆ** ด้วยการปรับลดประมาณการราคาน้ำมัน เราจึงปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อในปี 2562/63 ลงมาอยู่ที่ 1.1%/1.0% เราจึงคาดว่าคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2 ครั้ง (50 bps) ในปี 2562 โดยเกิดขึ้นในไตรมาสที่ 1 และช่วงครึ่งปีหลัง
- ▶ **โดยรวมแล้ว คาด GDP ในปี 2562/63 จะเติบโตขึ้น 3.8%/4.0%** ด้วยอุปสงค์จากต่างประเทศที่ชะลอลงก่อกับการบริโภคภายในประเทศที่ยังฟื้นตัวไม่ทั่วถึง และการลงทุนที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป เราจึงคาดว่า เศรษฐกิจไทยน่าจะเติบโตได้ในระดับปานกลางในปี 2562/63 ท่ามกลางสภาวะอัตราเงินเฟ้อที่ยังทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ



สรุปภาวะเศรษฐกิจโลกและธีมที่สำคัญ

ในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา ภาวะเศรษฐกิจโลกได้ผ่านพ้นการเติบโตในระดับสูงที่พร้อมเพรียงกันไปแล้ว ด้วยผลกระทบและความไม่ชัดเจนที่เกิดขึ้นจากข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนที่ส่งผลกระทบต่อการค้าระหว่างประเทศให้เลวร้ายลง อย่างไรก็ตาม ในส่วนของปัจจัยบวก เรามองว่าราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมาจะเป็นปัจจัยที่ช่วยประคองประคองไม่เพียงแต่เศรษฐกิจของประเทศที่พัฒนาแล้ว แต่ยังรวมถึงกลุ่มเศรษฐกิจประเทศเกิดใหม่ ดังนั้น เราจึงคาดว่า ภาวะเศรษฐกิจโลกในปี 2562 น่าจะอยู่ในภาวะของการชะลอตัวลง แต่ยังไม่ถึงขั้นเข้าสู่ภาวะถดถอย ในทวิเคราะห์ส่วนนี้ เราจะกล่าวถึงภาวะเศรษฐกิจและนโยบายของกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลักที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวมในปี 2562

Fig 1 IMF expect slowdowns in major economies



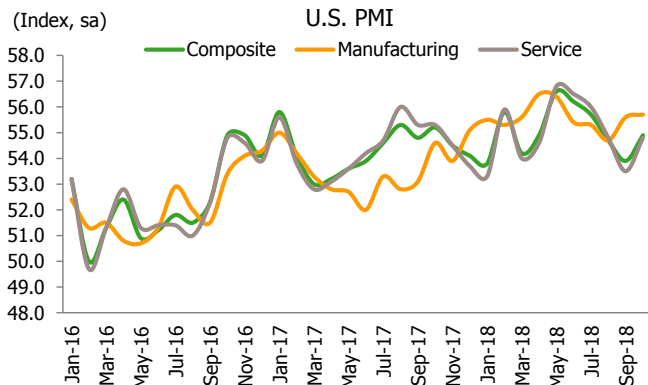
Source: IMF World Economic Outlook Oct 2018, KS Research

สหรัฐอเมริกา: Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3 ครั้งในปี 2562 ได้จริงหรือไม่?

- ▶ **แม้ตลาดแรงงานจะดีตัว แต่การเติบโตน่าจะชะลอลงจากแรงหนุนจากนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายที่จะทยอยลดลง** เราคาดว่า แรงหนุนจากนโยบายการเงินที่คอยสนับสนุนภาวะเศรษฐกิจจะเริ่มทยอยลดลง ไม่เพียงจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) เท่านั้น แต่ยังเป็นผลมาจากการปรับลดขนาดของงบดุลที่จะเริ่มลดลงอย่างเต็มอัตรา ทั้งนี้ ค่าถามคือตลาดจะตีความสถานการณ์ที่เกิดขึ้นนี้ว่าเป็นการชะลอตัวลงที่จะส่งผลบวก (ชะลอตัวเพื่อลดความร้อนแรงของการขยายตัวของเศรษฐกิจลง) หรือเป็นสัญญาณเริ่มต้นของภาวะเศรษฐกิจถดถอย? (ด้วยขณะนี้ ตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญต่างปรับชะลอตัวลง) สำหรับเรา เรามองว่าเป็นการชะลอตัวลงที่จะส่งผลบวกต่อภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของสหรัฐฯ ด้วยตลาดแรงงานที่ยังคงแข็งแกร่ง และยังคงหนุนการเติบโตของค่าจ้าง นอกจากนี้ ระดับการก่อกวนของภาคครัวเรือน แม้จะปรับเพิ่มขึ้น แต่ก็ยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าช่วงวิกฤตการเงิน

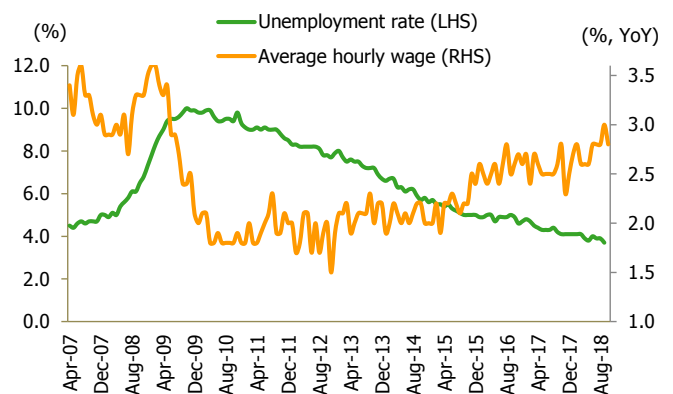


Fig 2 Decelerating growth momentum



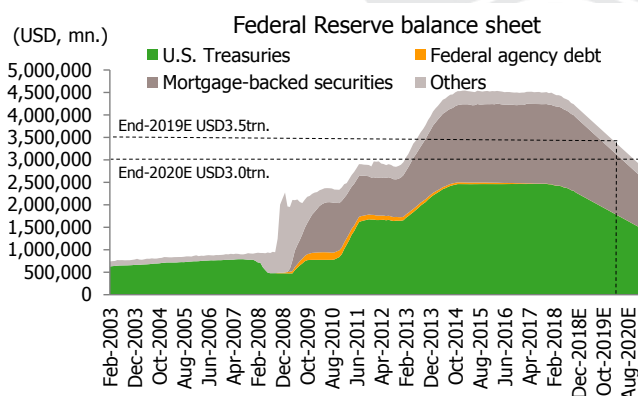
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 3 But labor market and wage growth remain robust



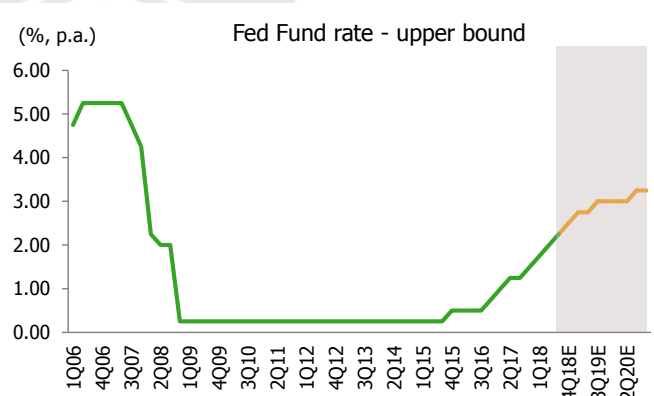
- ▶ **ขนาดของงบดุลจะปรับลดอย่างเต็มอัตรา** ในส่วนของนโยบายการเงิน เราคาดว่าจะมีการดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นอย่างเต็มรูปแบบในปี 2562 เห็นได้จาก ขนาดการปรับลดของงบดุลของ Fed ที่ได้เริ่มปรับลดในอัตรา 5.0 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ/เดือน ในเดือน ต.ค. 2561
 - ⇒ ดังนั้น หาก Fed ไม่มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปรับลดขนาดของงบดุลลง เราคาดว่าวงงบดุล ณ ช่วงสิ้นปี 2562 จะอยู่ที่ราว 3.5 ล้านล้านดอลลาร์ฯ (-15% YoY) ระดับเดียวกับเมื่อเดือน มิ.ย. 2556 และจะอยู่ที่ราว 2.9 ล้านล้านดอลลาร์ฯ ในช่วงสิ้นปี 2563 (-17% YoY) ระดับเดียวกับเมื่อเดือน มิ.ย. 2554
 - ⇒ ทั้งนี้ Fed แถลงเมื่อเดือน มิ.ย. 2560 ว่าทางคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) คาดว่าวงงบดุลน่าจะอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าระดับปัจจุบัน (4.5 ล้านล้านดอลลาร์ฯ ในเดือน มิ.ย. 2560) อย่างมีนัย แต่จะยังคงสูงกว่าระดับก่อนที่จะเกิดวิกฤตการเงิน (0.9 ล้านล้านดอลลาร์ฯ ในเดือน ธ.ค. 2550) ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวลงอย่างมีนัยสำคัญและมีความจำเป็นต้องดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายขึ้น ทาง FOMC จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเป็นอันดับแรกก่อนที่จะพิจารณาเปลี่ยนแปลงการปรับลดขนาดของงบดุลใหม่

Fig 4 Too fast, too furious?



Source: Federal Reserve, Bloomberg, KS Research

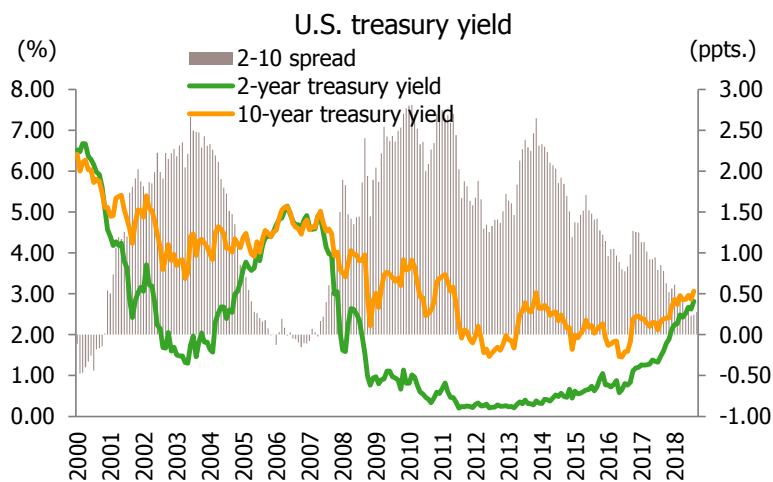
Fig 5 We now expect 2 Fed rate hikes in 2019E





- ▶ เราคาดว่า Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยช้าลง; ปรับขึ้นแค่ 2 ครั้งในปี 2562 ด้วยสาเหตุต่อไปนี้:
 - ⇒ การชะลอตัวของอัตราการเติบโตของ GDP รายไตรมาสของสหรัฐฯ รวมถึงผลจากมาตรการกระตุ้นทางการคลังที่จะทยอยลดลงในปี 2562 แสดงให้เห็นว่า ภาวะเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ได้เติบโตผ่านจุดสูงสุดแล้ว
 - ⇒ นอกจากปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายแล้ว สภาพทางการเงินในปี 2562 น่าจะดึงตัวขึ้นมากจากการปรับลดขนาดของงบดุลที่ปรับลดลงในอัตราที่สูงสุดแล้วเช่นกัน
 - ⇒ เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (yield curve) ที่แบนราบลงพร้อมกับอัตราการเติบโตที่ชะลอลง อาจจะส่งสัญญาณที่คาดเคลื่อนให้กับตลาด ทั้งนี้ yield curve เริ่มแบนราบมาตั้งแต่ปี 2561 ขณะที่อัตราการเติบโตมีแนวโน้มจะชะลอลงในปี 2562 ซึ่งไม่เหมือนกับในปี 2561

Fig 6 Still flat, not inverted yet



Source: Bloomberg, KS Research

- ▶ ผลกระทบจากการเลือกตั้งกลางเทอมของสหรัฐฯ
 - ⇒ ประการแรก การที่แต่ละพรรคครองเสียงข้างมากพรรคละสภาในสภาองเกรสนั้นไม่ได้เป็นสถานการณ์ที่ไม่ปกติแต่อย่างใด โดยนับตั้งแต่เหตุสงครามการเมืองเมื่อปี 2408 เป็นต้นมา มีเพียงการเลือกตั้งกลางเทอม 3 ครั้งเท่านั้น (ปี 2477, 2541 และ 2545) ที่พรรคการเมืองของประธานาธิบดีไม่เสียเสียงข้างมากในสภาล่าง
 - ⇒ ประการที่ 2 จากการศึกษาที่เสียงส่วนใหญ่ในสภาล่างมาจากพรรคเดโมแครต เราจึงมองว่าเป็นเรื่องที่ทำได้อย่างขึ้น หากจะมีการปรับลดอัตราภาษีเงินได้ลงอีก ส่วนในด้านความกังวลเรื่องเพดานหนี้และการปิดทำการของหน่วยงานรัฐ ปัจจุบันเพดานหนี้ (อยู่ที่ประมาณ 20.5 ล้านล้านดอลลาร์ฯ ในเดือน มี.ค. 2561) ได้รับการอนุมัติให้ขยายได้เป็นการชั่วคราวจนถึงวันที่ 1 มี.ค. 2562 ซึ่งหมายความว่า ณ ขณะนี้ จะถือว่า เพดานหนี้อยู่ในระดับเดียวกับระดับหนี้สิน ณ ปัจจุบัน ดังนั้น เราจึงไม่คาดว่าประเด็นเรื่องเพดานหนี้จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงทางลบ (downside risk) ที่มีนัยสำคัญต่อสถานะทางการเงินของสหรัฐฯ นอกจากนี้ การขยายเพดานหนี้ไม่ถือว่าเป็นการชั่วคราวหรือถาวรนั้นถือเป็นสถานการณ์ที่ปกติ
 - ⇒ ประการที่ 3 การดำเนินนโยบายภาษีการค้าของประธานาธิบดีทรัมป์นั้นดำเนินการภายใต้มาตรา 301 ซึ่งทาง US Trade Representative (USTR) เป็นผู้ขออนุมัติต่อประธานาธิบดีโดยตรงและไม่ต้องผ่านการเห็นชอบจากสภาองเกรส ถึงแม้เราไม่คาดว่าจะมีการปรับลดอัตราภาษีการค้าลง แต่คาดว่าความตึงเครียดในการเจรจาการค้าในชุดปัจจุบัน (5.0 หมื่นล้านดอลลาร์ฯ และ 2.0 แสนล้านดอลลาร์ฯ) ขึ้นอยู่กับการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ และจีนมากกว่า
 - ⇒ ประการที่ 4 ถึงแม้หากไม่มีการปรับลดอัตราภาษี เราคาดว่า ดัชนีเงินดอลลาร์สหรัฐฯ (DXY) และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จะยังคงได้รับแรงหนุนจากการดำเนินนโยบายที่ดึงตัวมากขึ้นของ Fed ในปี 2562



จีน: ชะลอตัวท่ามกลางระดับหนี้สินที่สูงของภาคเอกชน

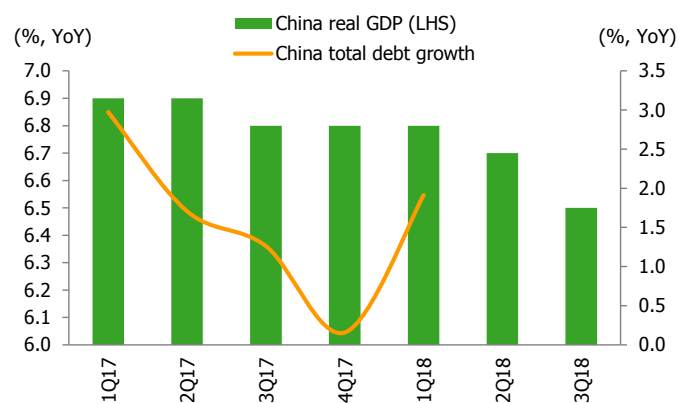
- ▶ **คาดข้อพิพาททางการค้าจะส่งผลให้ภาวะเศรษฐกิจยังคงชะลอตัว** เราคาดว่า ภาวะเศรษฐกิจจีนจะยังคงชะลอตัวลงในปี 2562-63 (เฉลี่ย 6.2% ในปี 2562-63 เทียบกับที่ 6.6% ในปี 2561) ข้อพิพาททางการค้าเริ่มส่งผลกระทบต่อตัวเลขทางเศรษฐกิจอย่างชัดเจนมากขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2561 และคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเนื่องในปี 2562 หากทั้งทางสหรัฐฯ และจีนไม่สามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้าได้
- ▶ **แต่จีนพร้อมรับมือผลกระทบที่จะเกิดขึ้น** ก่อนที่จะเกิดข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน รัฐบาลจีนพยายามที่จะลดหนี้สินโดยเพิ่มอัตราการเติบโตของสินเชื่อ อย่างไรก็ตาม หลังจากเริ่มได้รับผลกระทบจากการเรียกเก็บภาษีการค้าของสหรัฐฯ รัฐบาลจีนจึงหันไปมุ่งเน้นถึงการบรรเทาผลกระทบที่เกิดขึ้นแทน โดยเราคาดว่าธนาคารกลางของจีน (PBOC) และรัฐบาลจีนพร้อมที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินลงในปี 2562 (เช่น เพิ่มสภาพคล่องและลดค่าเงินหยวน) และเพิ่มการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น
- ▶ **ความกังวลมากขึ้นต่อภาวะเศรษฐกิจที่แบกรับหนี้สิน** ในกลุ่มประเทศเศรษฐกิจหลัก จีนเป็นประเทศเดียวที่ประสบปัญหาหนี้สินเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยเฉพาะหนี้สินของภาคเอกชน ซึ่งรวมทั้งกลุ่มธุรกิจและครัวเรือน แต่ไม่ถือว่าเป็นปัญหาใหม่แต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม จากภาวะเศรษฐกิจที่เริ่มปรับชะลอตัวลงและนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้น เราจึงคาดว่าตลาดอาจจะเริ่มกลับมากังวลเรื่องความสามารถในการชำระหนี้ของภาคธุรกิจที่มีการกู้ยืมในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง

Fig 7 China: a debt-laden economy



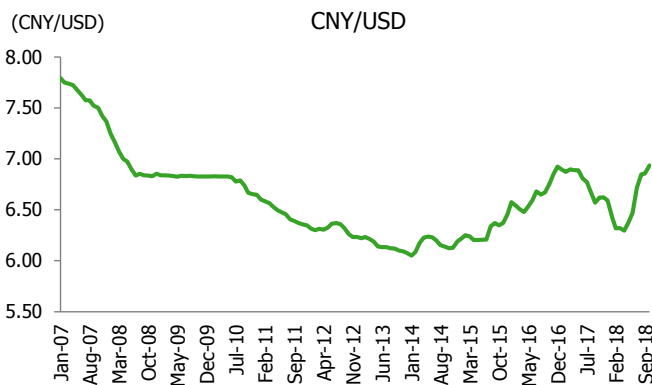
Source: Bank of International Settlements (BIS), KS Research

Fig 8 Debt growth vs GDP growth

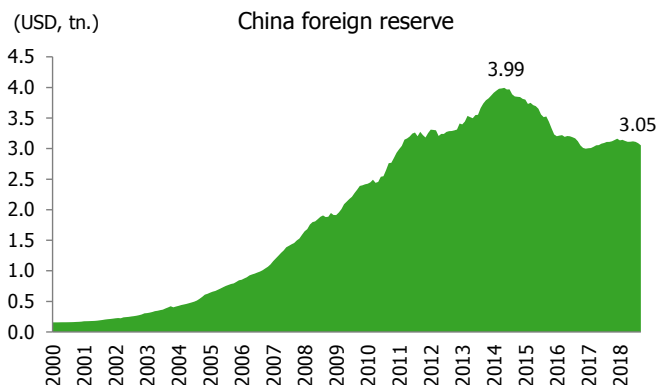


Source: BIS, Bloomberg, KS Research

Fig 9 Expect PBOC to stand ready to keep CNY/USD below 7



Source: Bloomberg, KS Research

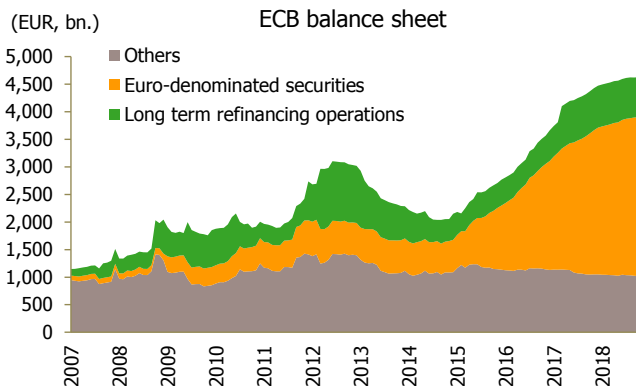




ยูโรโซน: ไม่มี QE อีกต่อไป แต่คาดการณ์เศรษฐกิจที่ชะลอลงอาจทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายต้องเลื่อนออกไป

- ▶ แม้มาตรการ QE สิ้นสุดลง แต่คาด ECB จะยังคงรักษาระดับของขนาดงบดุล = คาดยังคงมีสภาพคล่องต่อเนื่อง ธนาคารกลางยุโรป (EBC) ส่งสัญญาณที่ชัดเจนว่ามาตรการ QE จะสิ้นสุดลงในไตรมาส 4/2561 อย่างไรก็ดี ECB ยังตั้งเป้าการรักษาขนาดงบดุลให้อยู่ในระดับเดิมไปอีกระยะหนึ่ง
- ▶ คาด ECB จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2562, คาดค่าเงินยูโร/ดอลลาร์ฯ แข็งค่าขึ้น ประมาณการล่าสุดของ ECB คาดว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงฤดูร้อนของปี 2562 อย่างไรก็ดี จาก GDP ของยูโรโซนที่เติบโตช้าลงในช่วงที่ผ่านมา เราจึงคาดว่าทาง ECB จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกว่าต้นปี ค.ศ. 2554 ในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2562
- ▶ คาดจะมีการแต่งตั้งประธาน ECB ใหม่ในไตรมาส 4/2562 คำถามต่อไปคือ คุณมาริโอ ดรากีจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ซึ่งจะถือว่าการปรับขึ้นครั้งแรกในวาระการดำรงตำแหน่งของตนก่อนที่จะหมดวาระหรือไม่? หรือจะปล่อยให้ทำหน้าที่ของประธานคนใหม่ ทั้งนี้ คุณดรากีจะดำรงตำแหน่งประธาน ECB ถึงเดือน ต.ค. 2562 ในส่วนของนโยบาย เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจหรืออัตราเงินเฟ้อที่ได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวาระการดำรงตำแหน่งของเขา เราจึงคาดว่าประธานคนใหม่จะดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้น
- ▶ เราควรกังวลถึงอิตาลีหรือไม่? อิตาลีอยู่ในสถานการณ์ที่ตึงกว่ากรีซเมื่อปี 2551 (งบประมาณขาดดุลน้อยกว่าและอัตราส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ต่ำกว่ามาก) อย่างไรก็ดี เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจของอิตาลีมีขนาดใหญ่ที่สุดเป็นอันดับ 3 ในยูโรโซนและมีความเกี่ยวเนื่องกับธนาคารพาณิชย์ในประเทศเศรษฐกิจหลัก (โดยเฉพาะ ฝรั่งเศส เยอรมัน สเปนและสหรัฐฯ) เราจึงคาดว่า ความกังวลต่อประเทศอิตาลีอาจจะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นทั่วโลก อย่างไรก็ดี อิตาลียังอยู่ในสถานะที่ "ใหญ่เกินกว่าจะล้ม" ดังนั้น เราจึงคาดว่าภาวะเจรจาระหว่างรัฐบาลอิตาลีและกลุ่มยูโรโซนแม้จะต้องใช้เวลา แต่คาดว่าจะสามารถหาข้อสรุปกันได้เร็วที่สุด

Fig 10 End of ECB QE era, but reinvestment to continue



Source: European Central Bank (ECB), Bloomberg, KS Research

Fig 11 First ECB rate hike since July 2011 in 2H19E

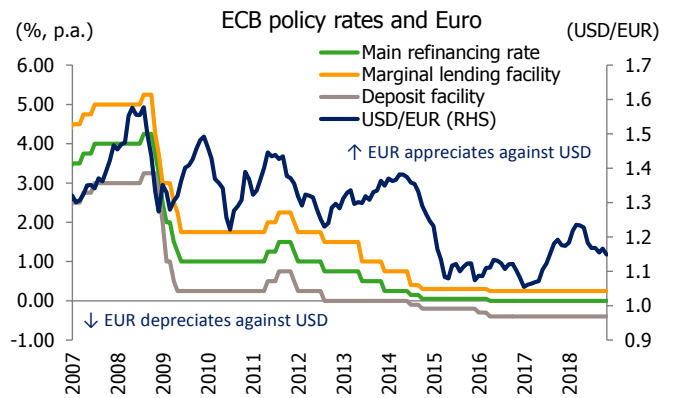
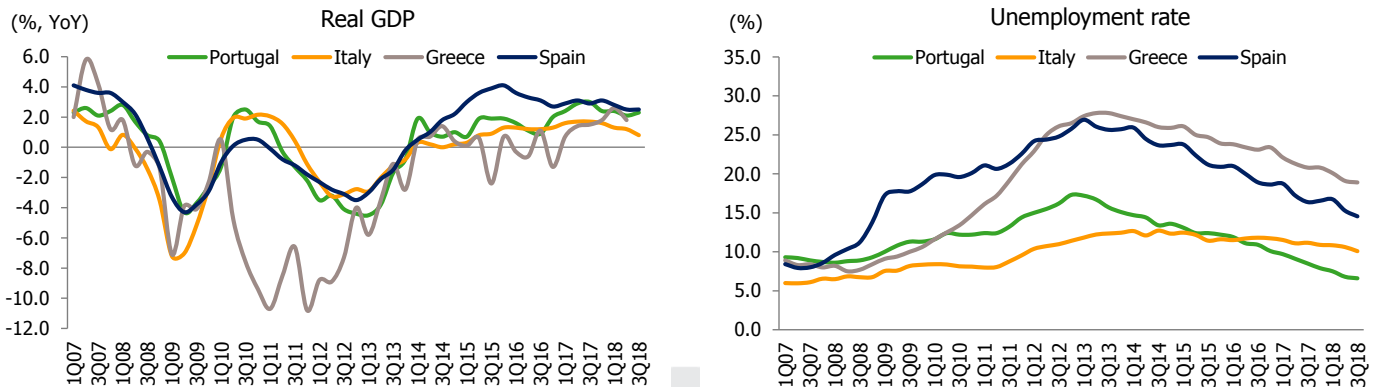


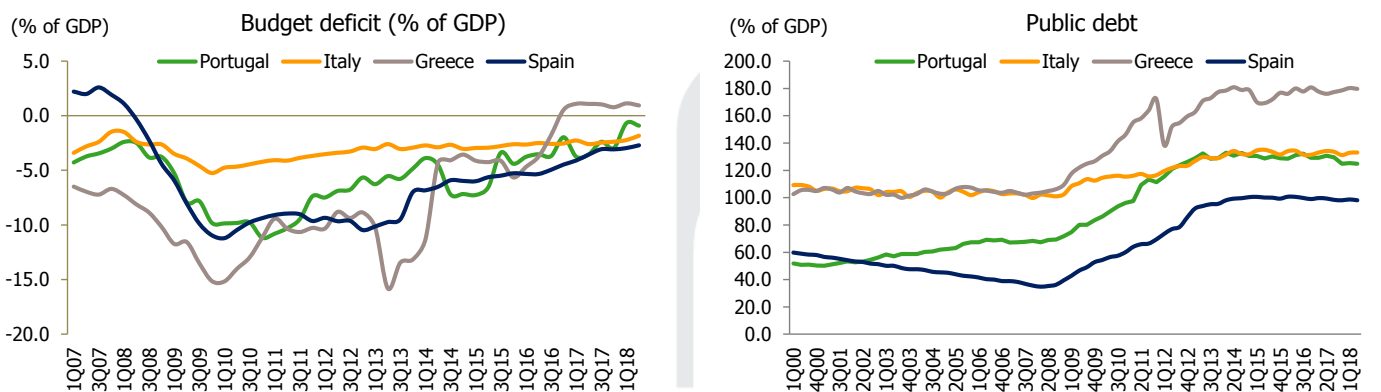


Fig 12 PIGS economy: Improving growth and labor market compared with Eurozone debt crisis period (2010-13)



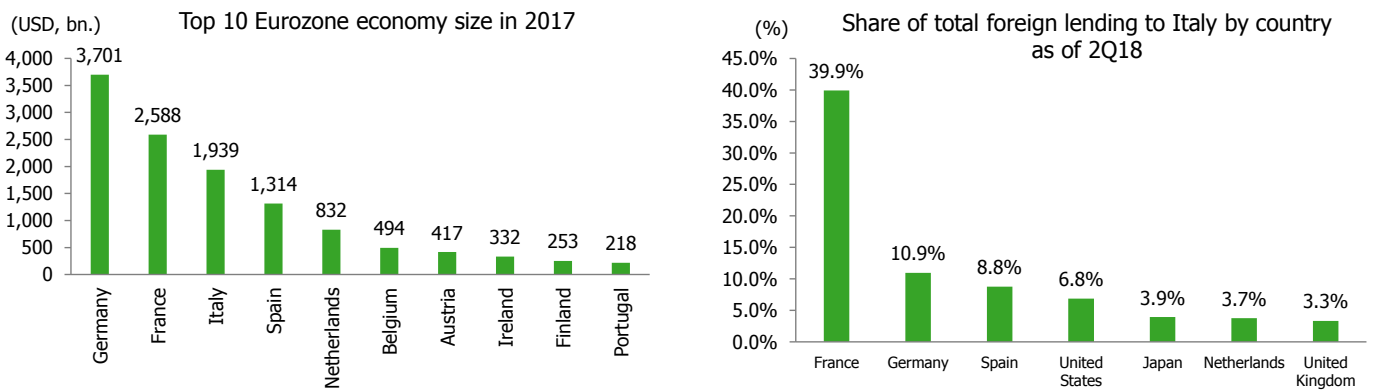
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 13 PIGS fiscal status: Improving budget deficit, but public debt remains high



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 14 Is Italy too big to fail, especially for its lenders?



Source: IMF, KS Research

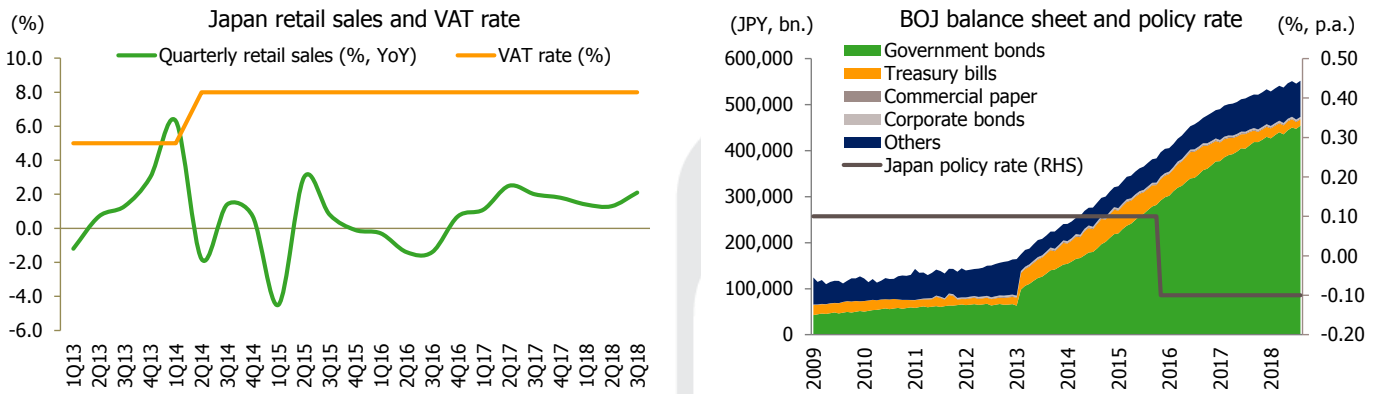
Source: BIS, KS Research



ญี่ปุ่น: นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายจะช่วยบรรเทาผลกระทบจากการปรับขึ้น VAT

- ▶ คาดจะปรับขึ้น VAT (จาก 8% เป็น 10%) ในเดือน ต.ค. 2562 การปรับขึ้น VAT ครั้งล่าสุดของรัฐบาลญี่ปุ่นเมื่อเดือน เม.ย. 2557 (จาก 5% เป็น 8%) แสดงให้เห็นว่าอุปสงค์ในการบริโภคของภาคเอกชนจะเร่งตัวขึ้นก่อนที่จะมีการปรับขึ้น VAT แต่ภายหลังจากนั้นจะปรับลดลงอย่างรวดเร็ว ก่อนที่ยอดขายปลีกจะเริ่มฟื้นตัวขึ้นในลักษณะของ V-shape แต่ท้ายที่สุดแล้ว เราคาดว่า ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมจะไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยจากการปรับขึ้น VAT อย่างมีนัยสำคัญ
- ▶ ประเทศสุดท้ายที่จะยังคงผ่อนคลายนโยบายการเงิน แม้ว่านายคุโรดะ ผู้ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ได้ส่งสัญญาณชัดเจนว่า BOJ จะเริ่มดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น (เช่น ลดขนาดการซื้อสินทรัพย์และเพิ่มเป้าหมายอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรอายุ 10 ปี ขึ้นจาก 0.1% เป็น 0.2%) อย่างไรก็ตาม นอกจากการปรับขึ้น VAT แล้ว เราคาดว่า อัตราเงินเฟ้อที่ยังฟื้นตัวช้า น่าจะทำให้ BOJ ดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดช้ากว่าธนาคารกลางประเทศเศรษฐกิจหลักอื่นๆ โดยในส่วนของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย นายคุโรดะตั้งเป้าอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำตามเดิมไปอีกระยะหนึ่ง

Fig 15 With a VAT rate hike in October 2019E, expect the BOJ to continue monetary policy easing in 2019E



Source: Bank of Japan (BOJ), Bloomberg, KS Research

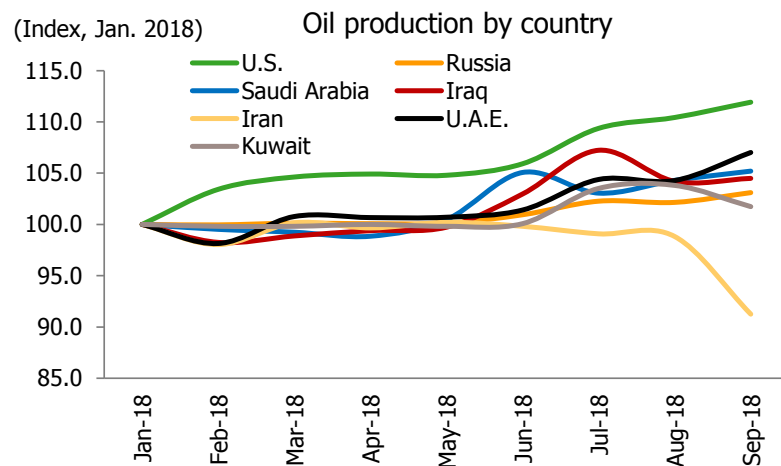
ราคาน้ำมัน: ปรับลดประมาณการราคาน้ำมันดิบดูไบปี 2562/63 ลงมาอยู่ที่ 67/65 ดอลลาร์/บาร์เรล

- ▶ คงมุมมองเดิมที่คาดว่าอุปทานจะเป็นตัวกำหนดราคาน้ำมันทั่วโลก เรามองว่า ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ผันผวนสูงขึ้นในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2561 เป็นผลมาจาก 2 ปัจจัย ได้แก่ 1) อุปทานที่ลดลงจากการที่สหรัฐฯ ควบคุมการส่งออกน้ำมันของอิหร่านและวิกฤติเศรษฐกิจในเวเนซุเอล่า และ 2) อุปทานที่เพิ่มขึ้นทั้งจากกลุ่มประเทศ OPEC ในเดือน ต.ค. (โดยเฉพาะจากสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์และซาอุดีอาระเบีย) และจากนอกกลุ่มประเทศ OPEC โดยเฉพาะจากสหรัฐฯ และรัสเซีย
 - ⇒ เมื่อเดือน ส.ค.-ก.ย. เกิดความกังวลเรื่องอุปทานที่ตึงตัวมากขึ้นจากการที่สหรัฐฯ จะควบคุมการส่งออกน้ำมันของอิหร่าน (การผลิตปรับลดลงจาก 3.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในเดือน มิ.ย. 2561 มาอยู่ที่ 3.5 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ย. 2561) และอุปทานที่ลดลงจากเวเนซุเอล่าตามวิกฤติเศรษฐกิจ (การผลิตลดลงจาก 1.3 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน มิ.ย. 2561 มาอยู่ที่ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือน ก.ย. 2561) ดังนั้นราคาน้ำมันทั่วโลกจึงปรับสูงขึ้นในช่วงระหว่างเดือน ส.ค.-ก.ย.
 - ⇒ อย่างไรก็ตาม ปัญหาเรื่องอุปทานน้ำมันเพิ่มขึ้นเริ่มเกิดขึ้นเมื่อช่วงปลายเดือน ก.ย. 2561
 - ประการแรก สหรัฐฯ ยกเว้นการควบคุมการนำเข้าน้ำมันจากอิหร่านใน 8 ประเทศ ทั้งนี้ ในประเทศ 5 อันดับแรกที่นำเข้าน้ำมันจากอิหร่านมากที่สุด อยู่ในรายชื่อประเทศที่สหรัฐฯ ยกเว้นการควบคุมการนำเข้าถึง 4 ประเทศ (จีน ญี่ปุ่น อินเดีย และเกาหลีใต้; แต่ไม่มีสหรัฐฯ)
 - ประการที่ 2 ประเทศนอกกลุ่ม OPEC ซึ่งรวมทั้งสหรัฐฯ และรัสเซีย และประเทศในกลุ่ม OPEC (เช่น สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์และอิรัก) ต่างปรับเพิ่มอัตราการผลิตน้ำมัน



- ประการที่ 3 รายงาน Commodity Market Outlook เดือน ต.ค. ของธนาคารโลก (World Bank) รายงานว่ายังมีคงมีข้อจำกัดจากท่อส่งน้ำมันและก๊าซจากหินดินดานอยู่ แต่ "การผลิตของท่อส่งใหม่กลับมีความคืบหน้ามากกว่าคาด" ทั้งนี้ World Bank คาดว่าปัญหาคอขวดที่แหล่ง Permian จะยังคงอยู่ตลอดทั้งปี 2562 จนกว่าการผลิตท่อส่งใหม่จะแล้วเสร็จในช่วงสิ้นปีหน้า
- ▶ **ปรับลดประมาณการราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2562/63 ลงมาอยู่ที่ 67/65 ดอลลาร์/บาร์เรล (จาก 80/75 ดอลลาร์/บาร์เรล)**
 - ⇒ เราคาดว่าราคาน้ำมันที่ปรับลดลงในช่วงที่ผ่านมาจะส่งผลให้ 2 ประเทศที่ส่งออกน้ำมันรายใหญ่ที่สุดในโลก (ซาอุดีอาระเบียและรัสเซีย) จะปรับลดอัตราการผลิตลงในระหว่างการประชุม OPEC ในเดือน ธ.ค. เพื่อรักษาสถิตของตลาดและราคาน้ำมันให้อยู่ในระดับสูงตามเดิมก่อนที่ท่อส่งน้ำมันและก๊าซจากหินดินดานของสหรัฐฯ จะก่อสร้างแล้วเสร็จในช่วงสิ้นปี 2562
 - ⇒ อย่างไรก็ดี การก่อสร้างท่อส่งน้ำมันของสหรัฐฯ ที่เร็วกว่าคาดจะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันทั่วโลกในปี 2562/63 ดังนั้น เราจึงปรับลดประมาณการราคาน้ำมันของเราลง

Fig 16 Rising production not only from non-OPEC but also OPEC members



Source: Bloomberg, KS Research

Fig 17 Revising down 2019E/2020E average Dubai oil prices to 67/65 USD/bbl

	Dubai oil price assumption (USD/barrel)	
	New forecast	Old forecast
2019E	67.0	80.0
2020E	65.0	75.0

Source: KS Research



แนวโน้มเศรษฐกิจไทยปี 2562

เติบโตในระดับปานกลางท่ามกลางเงินเฟ้อในระดับต่ำ

เศรษฐกิจโลก

ดังที่ได้กล่าวข้างต้นเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจโลก เราเชื่อว่าปัจจัยสำคัญ 4 ประการที่จะส่งผลกระทบต่อภาวะเศรษฐกิจไทยและการลงทุนในปี 2562 มีดังต่อไปนี้

- ▶ ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับลดลงอย่างมีนัยจะเป็นปัจจัยที่ช่วยประคับประคองการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก
- ▶ เศรษฐกิจโลกปี 2562 มีแนวโน้มที่จะเติบโตชะลอลง แต่ยังไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย
- ▶ นโยบายการเงินของธนาคารกลางหลักที่จะเริ่มเข้มงวดขึ้นและจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างช้าๆ
- ▶ คาดข้อพิพาททางการค้าในหลายๆ ประเทศ รวมทั้งความกังวลต่อตลาดเกิดใหม่จะบรรเทาลง เนื่องจากแนวโน้มการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ Fed ที่คาดว่าจะช้าลงและราคาน้ำมันที่ปรับลดลง

ปัจจัยสำคัญต่อเศรษฐกิจไทย

- ▶ ด้วยภาวะเศรษฐกิจโลกที่เติบโตชะลอลง เราได้ปรับลดคาดการณ์การเติบโตของมูลค่าการส่งออกของไทยในปี 2562 ลงเหลือ 5.5%
- ▶ การบริโภคในประเทศยังคงฟื้นตัวไม่ทั่วถึง โดยราคายางพาราที่ทรงตัวในระดับต่ำจะยังเป็นปัจจัยกดดันต่อรายได้เกษตรกร
- ▶ การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป พร้อมกับการเปิดประมูลโครงการสาธารณูปโภคของภาครัฐ
- ▶ ความต่อเนื่องของการเมืองในประเทศและนโยบายต่างๆ ของภาครัฐคาดว่าจะยังคงมีความต่อเนื่องภายหลังการเลือกตั้งทั่วไป ซึ่งคาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วง ก.พ.-พ.ค. 2562
- ▶ คาดอัตราเงินเฟ้อจะฟื้นตัวช้าและทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะเป็นไปอย่างช้าๆ โดยคาดว่าจะมีการปรับขึ้น 50 bps ในปี 2562
- ▶ การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย กอปรกับ DXY ที่คาดว่าจะปรับลดลง จะส่งผลให้การอ่อนค่าของเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ฯ ชะลอตัวลง โดยคาดเงินบาทเทียบกับดอลลาร์ฯ เฉลี่ยจะอยู่ที่ 33.4 บาทในปี 2562 เทียบกับคาดการณ์ปี 2561 ที่ 32.3 บาท
- ▶ โดยสรุป เราปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP ปี 2562/63 เป็น 3.8%/4.0% จาก 4.2%/4.0%

ปรับลดประมาณการการเติบโตของมูลค่าการส่งออกเหลือ 5.5% เพื่อสะท้อนอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลง

- ▶ เราปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตของมูลค่าการส่งออกปี 2562 ลงเหลือ 5.5% จาก 7.2% เพื่อสะท้อนอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว โดยเราได้รวมผลกระทบเชิงลบที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนไว้ในประมาณการการเติบโตการส่งออกของไทยในปี 2562 โดยตั้งข้อสมมติฐานว่าสหรัฐฯ เรียกเก็บภาษีจากสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์ฯ โดยกำหนดให้มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2562-63 (รายละเอียด "[ความกังวลต่อข้อพิพาททางการค้าและกลุ่ม EM](#)") เผยแพร่วันที่ 3 สิงหาคม 2561)
- ▶ มูลค่าการนำเข้าคาดว่าจะชะลอลงจากราคาน้ำมันที่ปรับลดลง นอกจากการปรับลดคาดการณ์การเติบโตของมูลค่าการส่งออก เรายังได้ปรับลดประมาณการมูลค่าการนำเข้าวัตถุดิบ (คิดเป็นสัดส่วน 40% ของมูลค่านำเข้ารวมในปี 2561) นอกจากนี้ราคาน้ำมันในตลาดโลกที่มีแนวโน้มลดลง เราคาดว่าจะส่งผลให้มูลค่าการนำเข้าสินค้าที่เกี่ยวข้องเชื้อเพลิงปรับลดลงเช่นกัน (สัดส่วน 17% ของมูลค่านำเข้ารวม) เรายังปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตของมูลค่าการนำเข้าในปี 2562 ลงเหลือ 7.4% จากคาดการณ์ก่อนหน้านี้ที่ 9.2%



Fig 18 Effect of trade tension on Thai exports: scenario analysis

	Worse case USD 250 bn packages	Base case USD 250 bn packages	Better case USD 250 bn packages
Assumption			
- Direct effects on products	All products	All products	Electronics and automotive only
- Substitution effects	No	Yes (20% price-in)	No
Share of total exports (%)	-2.90%	-2.40%	-0.62%
Potential impacts on 2018 GDP (ppt)	-0.2	-0.1	-0.1
Potential impacts on 2019 GDP (ppt)	-0.6	-0.5	-0.2

Note: We assume products subject to tariff are with 70% import content

Source: Ministry of Commerce (MOC), KS Research





Fig 19 Timeline of trade disputes

Date	Event	Detail
22-Jan-18	U.S. announced tariffs on solar panels under section 201.	Tariffs; 30% for year 1, 25% for year 2, 20% for year 3, 15% for year 4. Effective February 7, 2018.
	U.S. announced tariffs on washing machines under section 201.	Tariffs; 20-50% in year 1, 18-45% in year 2, 16-40% in year 3. Effective February 7, 2018.
1-Mar-18	U.S. pledged tariffs on steel and aluminum under section 232.	Tariff 25% on steel, 10% on aluminum
8-Mar-18	President Trump signed an order to impose effective date on steel and aluminum tariffs (March 23, 2018)	<i>Canada and Mexico were temporarily exempted.</i>
22-Mar-18	U.S. announced steel and aluminum tariffs exemption for some countries.	<i>Tariffs on steel and aluminum from Canada, Mexico, EU, Australia, South Korea, Brazil, and Argentina were suspended until May 1, 2018.</i>
	U.S. pledged to impose 25% tariffs on Chinese goods.	All other countries went into effect in March 23, 2018.
23-Mar-18	Tariffs on steel and aluminum became effective.	Tariff 25% on steel, 10% on aluminum
23-Mar-18	U.S. extended GSP to Dec. 31, 2018.	Effective retroactively on January 1, 2018
28-Mar-18	<i>South Korea was permanently exempted from steel tariff.</i>	
2-Apr-18	China imposed tariffs on 128 products in response to U.S. tariffs on steel and aluminum // covering USD3bn // effective April 2, 2018	120 products subject to 15% tariff
		Incl. coconut, nuts, cashew, almond, fruits, wine, alcoholic drinks, stainless steel pipes for oil/gas drilling
3-Apr-18	U.S. released the products that subject to tariffs under section 301.	8 products subject to 25% tariff
		Incl. pork, aluminum scrap
4-Apr-18	China retaliated with same-scale tariff measure	Covering 1,300 products worth USD50bn with details subject to public hearing in May 15, 2018.
2-May-18	<i>Australia and Argentina were permanently exempted from steel and aluminum tariffs // Brazil was permanently exempted from steel tariff</i>	
23-May-18	U.S. started investigating tariff on automotive imports under section 232	
31-May-18	U.S. imposed tariffs on steel and aluminum from Canada, Mexico and EU.	Tariff 25% on steel, 10% on aluminum. Effective in June 1, 2018.
1-Jun-18	Canada announced tariffs on U.S. products in response to U.S. tariffs on steel and aluminum	Covering USD12.8bn of U.S. products incl. steel and aluminum // two-step tariffs; 25% on the first set and 10% on the second set
		Effective in July 1, 2018
5-Jun-18	Mexico imposed tariffs on U.S. products in response to U.S. tariffs on steel and aluminum	- First set subject to 25% tariff: primary forms of steel, stainless steel and alloy steel
		- Second set subject to 10% tariff: foods, sweets, condiments, whiskey, household products
5-Jun-18	Mexico imposed tariffs on U.S. products in response to U.S. tariffs on steel and aluminum	Covering U.S. pork, steel, cheese, bourbon, apples etc. worth USD3bn // tariffs 15-25% Effective in June 5, 2018.
15-Jun-18	U.S. imposed two-step tariffs on China goods under section 301.	First set: 818 products worth USD34bn subject to 25% tariff Effective in July 6, 2018
		Incl. machinery, electronics, auto parts, aircrafts, batteries
15-Jun-18	China retaliated with same-scale tariff measure.	Second set: 284 products worth USD16bn subject to 25% tariff Effective in August 23, 2018
		Incl. semiconductors, technology of "Made in China 2025"
19-Jun-18	Trump threatened China with additional 10% tariffs if China refuses to change its practices, and also if it insists on going forward with the new tariffs that it has recently announced	First set: 545 products worth USD34bn subject to 25% tariff Effective on July 6, 2018
		Incl. auto, agricultural products (i.e. soybeans), aquatic products
19-Jun-18	China retaliated with same-scale tariff measure.	Second set: 114 products worth USD16bn subject to 25% tariff Effective in Aug 23, 2018
19-Jun-18	U.S. imposed two-step tariffs on China goods under section 301.	Incl. oil & coal, auto & parts

Note: Effective measures are highlighted in green.

Source: U.S. Trade Representative (USTR), Bloomberg, KS Research



Fig 20 Timeline of trade disputes (continued)

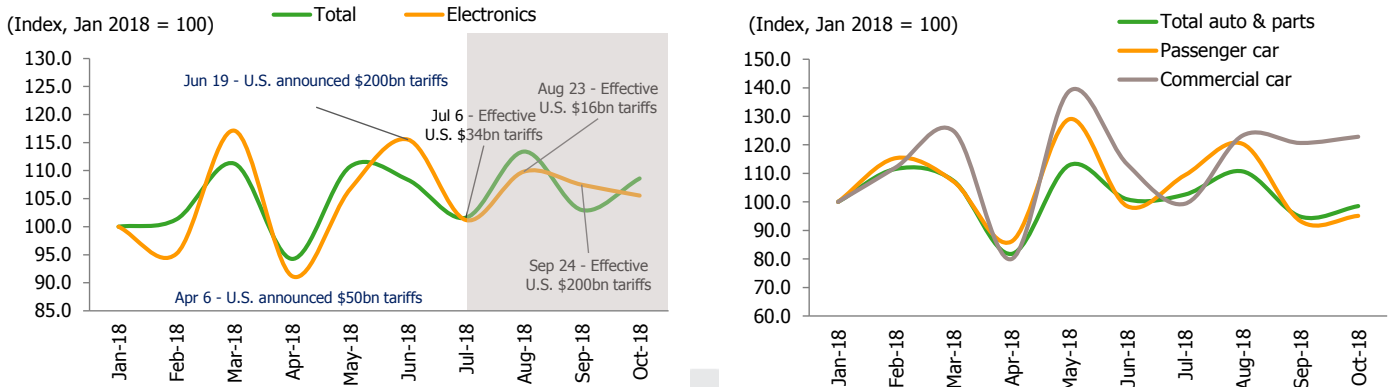
Date	Event	Detail
20-Jun-18	EU announced 25% tariff on U.S. products	Covering USD3.24bn of U.S. products including agricultural products (rice, orange juice), jeans, whisky, motorcycles and steel products. Effective in June 22, 2018
21-Jun-18	India imposed tariffs on U.S. products in response to U.S. tariffs on steel and aluminum	Covering USD0.24bn of 29 different U.S. products incl. almonds, walnuts, apples, phosphoric acid, shrimp, iron&steel and Harley-Davidson motorcycles (excl. motorbike above 800cc later) // 7.5%-120% tariffs Effective in August 4, 2018
21-Jun-18	Turkey pledged to impose tariffs on U.S. products in response to U.S. tariffs on steel and aluminum	Covering USD0.27bn of U.S. products Incl. coal, paper, walnuts, tobacco, rice, whiskey and cars
22-Jun-18	U.S. planned to impose 20% tariff on auto assembled in EU in response to EU's 25% tariffs on U.S. products (USD3.2bn)	
20-Jul-18	Trump threatened China with tariffs on Chinese goods of USD505bn.	Covering USD505bn of Chinese products
26-Jul-18	U.S.- EU trade negotiation on tariffs	Promised to work on zero-tariffs on non-auto industry goods i.e. services, chemicals, pharmaceuticals, medical products and soybeans.
3-Aug-18	China threatened U.S. with tariffs on U.S. goods of USD60bn.	Covering 5,207 U.S. products with tariffs 5%-25% // In response to U.S. tariffs on USD200bn of Chinese goods Incl. aircraft, soya bean oil, smoked beef, coffee and flour
10-Aug-18	U.S. doubled tariffs on steel and aluminum imports from Turkey	50%-tariff on steel and 20%-tariff on aluminum
15-Aug-18	Turkey doubled tariffs on imports from U.S.	Covering USD533mn of U.S. products Incl. 120%-tariff on cars, 140%-tariff alcoholic drinks, 60%-tariff tobacco
28-Aug-18	U.S. negotiated with Mexico on trade	- 75% of the parts in any car sold in North America be produced in the United States or Mexico. Currently, about 62% of parts are required to be produced in the United States, Mexico or Canada. - Higher labor standards: The new deal would require that 40% to 45% of auto parts in cars sold be made by workers earning at least \$16 USD per hour. - Sunset clause: The agreement will last for 16 years, and will be reviewed every six years. Note that: it needs the approval from the Congress
29-Aug-18	U.S. started negotiating with Canada on NAFTA trade deals with the U.S. president's deadline on Aug 31.	U.S.-Canada trade talks failed to reach conclusion The U.S. president threatened to raise tariffs on auto from Canada New trade talk to resume on Sep 5.
5-Sep-18 - 11-Sep-18	U.S. and Canada continued to talk on NAFTA trade deals	U.S.-Canada trade talks failed to reach conclusion Deadline was scheduled on Oct 1.
6-Sep-18	U.S. finished public hearing on tariffs on USD200bn worth of Chinese goods. // Mr. Trump threatened China with further tariffs on USD257bn Chinese goods.	
17-Sep-18	U.S. imposed tariffs worth USD200bn of Chinese goods.	Covering 5,745 products worth USD200bn Subject to 10% // Effective in September 24, 2018 Subject to 25% // Effective in January 1, 2019
18-Sep-18	China imposed tariffs worth USD60bn of U.S. goods	Covering 6,000 products Effective in September 24, 2018 Subject to 5-10% tariffs 5%-tariff on small aircraft, computer, textile 10%-tariff on chemicals, meat, wheat, wine
1-Oct-18	U.S., Mexico and Canada reached deal on trade agreement "USCMA"	

Note: Effective measures are highlighted in green.

Source: USTR, Bloomberg, KS Research

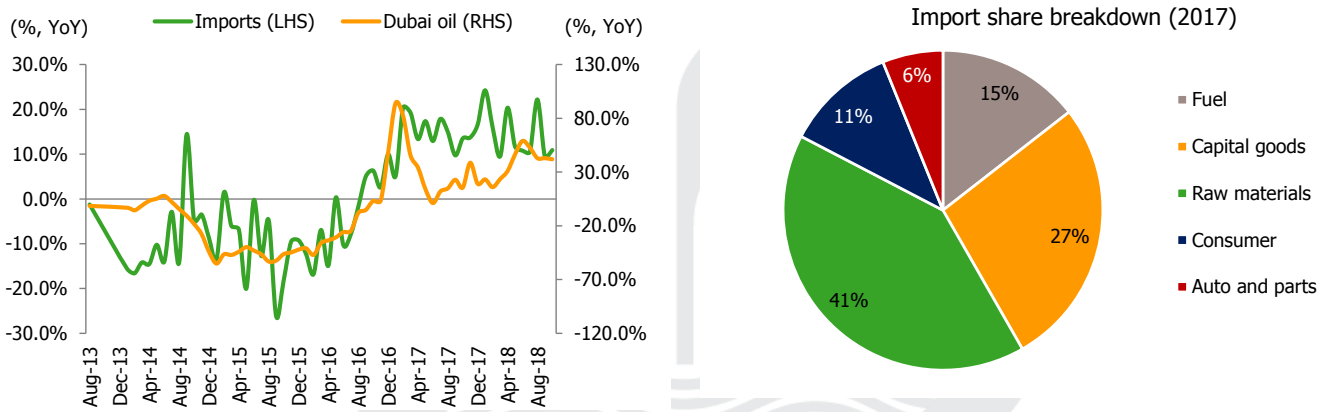


Fig 21 Given a global growth slowdown and trade disputes, we revise down 2019E nominal export growth to 5.5%



Source: MOC, KS Research

Fig 22 Lower oil prices should result in an import slowdown, keeping trade balance and current account a surplus



Source: MOC, Bloomberg, KS Research

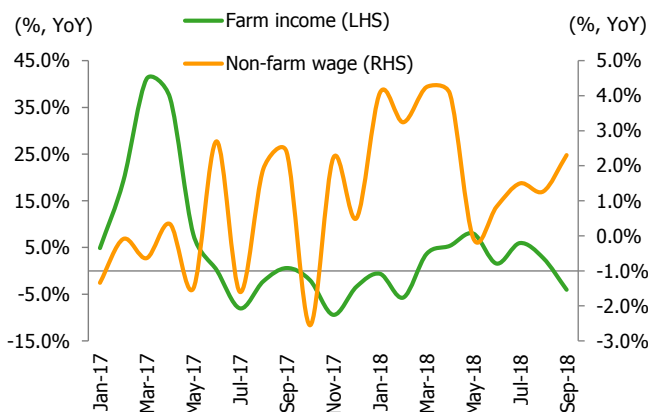
การบริโภคในประเทศยังคงฟื้นตัวไม่ทั่วถึง โดยราคาทางพาราที่ทรงตัวในระดับต่ำจะยังเป็นปัจจัยกดดันต่อรายได้เกษตรกร

- ▶ **คาดการณ์ส่งออกภาคเกษตรและการขยายตัวของสินเชื่อภาคครัวเรือนจะยังแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง**
 - ⇒ **คาดการณ์ส่งออกภาคเกษตรจะยังคงปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง** อัตราการเติบโตของค่าจ้างในกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตและภาคการท่องเที่ยว (คิดเป็นสัดส่วน 23% ของการจ้างงานรวม) เริ่มเห็นภาพการชะลอตัวลง ซึ่งเป็นผลจาก 1) การหดตัวในภาคการส่งออกและการท่องเที่ยว และ 2) ฐานที่ปรับสูงขึ้นในปี 2560 ขณะที่อัตราการเติบโตของค่าจ้างในกลุ่มหลักอื่นๆ เช่น กลุ่มค้าปลีกและก่อสร้าง (คิดรวมกันประมาณ 23% ของการจ้างงานรวม) ยังคงแข็งแกร่ง กอปรกับค่าจ้างในกลุ่มภาครัฐยังมีการขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง เราจึงคาดว่า ค่าจ้างนอกภาคเกษตรในปี 2562 จะยังคงมีอัตราการเติบโตที่เป็นบวกอย่างต่อเนื่อง
 - ⇒ **คาดการณ์สินเชื่อจะเติบโตต่อเนื่องและเป็นปัจจัยหนุนอีกประการหนึ่ง** หลังจาก ธปท. ได้ประกาศมาตรการกำกับดูแลสถาบันการเงินเพื่อดูแลเสถียรภาพของระบบเศรษฐกิจ (macro prudential) ซึ่งจะเริ่มบังคับใช้ในเดือน เม.ย. 2562 ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยมีอัตราการเติบโตที่ชะลอลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2562 ส่วนสินเชื่อเช่าซื้อ ด้วยฐานการเติบโตในระดับสูงในปี 2561 คาดจะส่งผลให้สินเชื่อเช่าซื้อ มีอัตราการเติบโตชะลอลงในปี 2562 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า สินเชื่อส่วนบุคคลที่ไม่มีหลักประกันจะยังคงแข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยหนุนการบริโภคภาคเอกชนให้ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม สำหรับแนวโน้มการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มผู้มีรายได้ไม่น้อยมากกว่ากลุ่มผู้มีรายได้สูง เนื่องจากสัดส่วนภาระหนี้ต่อรายได้ (debt service ratio) ที่อยู่ในระดับสูงของกลุ่มผู้มีรายได้น้อย



- ▶ **คาดภาวะอุปทานส่วนเกินและข้อพิพาททางการค้าจะยังคงกดดันราคาอย่างพาราและรายได้เกษตรกร**
 - ⇒ **ราคาอย่างจะได้รับแรงกดดันจากภาวะอุปทานส่วนเกินและข้อพิพาททางการค้าที่จะส่งผลให้อุปสงค์ในตลาดโลกให้ชะลอตัวต่อเนื่อง** เรายังคงมุมมองต่อราคาอย่างพาราในประเทศและในตลาดโลกว่าจะยังคงฟื้นตัวช้า โดยภาวะอุปทานส่วนเกินของยางพาราจะยังคงดำเนินต่อเนื่อง เนื่องจากผลผลิตที่คาดว่าจะออกสู่ตลาดมากขึ้น ขณะที่คาดว่าอุปสงค์อย่างพาราในตลาดโลกจะยังคงซบเซาจากประเด็นข้อพิพาททางการค้า
 - ⇒ **ความช่วยเหลือจากภาครัฐมุ่งเน้นช่วยลดผลกระทบจากราคาที่ตกต่ำ** ภาครัฐได้ออกมาตรการอย่างต่อเนื่องเพื่อช่วยเหลือเกษตรกรชาวสวนยาง โดยในวันที่ 20 พ.ย. คณะรัฐมนตรีได้อนุมัติในหลักการให้เงินช่วยเหลือเกษตรกรชาวสวนยางด้วยงบประมาณ 1.86 หมื่นล้านบาท เพื่อจัดสรรให้ 1,800 บาท/ไร่ เป็นจำนวนไม่เกิน 15 ไร่ต่อคน อย่างไรก็ตาม รายละเอียดสำหรับช่วงเวลาการจ่ายเงินช่วยเหลือดังกล่าวนี้ยังคงไม่ชัดเจน โดยเรามองว่ามาตรการดังกล่าวมุ่งเน้นเพื่อช่วยลดผลกระทบจากราคาที่ตกต่ำเป็นการเฉพาะ
- ▶ **คาดรัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายก่อนการเลือกตั้ง โดยคาดจะมุ่งเน้นไปที่มาตรการให้ความช่วยเหลือทางด้านรายได้ ช่วยลดค่าครองชีพ และเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ**
 - ⇒ **มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่ให้ความช่วยเหลือเฉพาะกลุ่ม โดยเฉพาะกลุ่มผู้มีรายได้น้อยและกลุ่มผู้สูงอายุ** แผนภาพที่ 28 แสดงให้เห็นถึงมาตรการของภาครัฐที่ประกาศออกมา ซึ่งรวมเป็นเงินงบประมาณจำนวน 8.2 หมื่นล้านบาท (คิดเป็น 0.5% ของ GDP) โดยมาตรการส่วนใหญ่จะมีผลบังคับใช้ในช่วงเดือน ธ.ค. 2561 - ก.ย. 2562 ขณะที่มาตรการที่มีผลบังคับใช้ทันทีมี 2 มาตรการ ซึ่งเป็นมาตรการที่ให้ความช่วยเหลือทางด้านรายได้คือ 1) เงินช่วยเหลือด้านรายได้แก่ผู้มีรายได้น้อยจำนวน 500 บาท/คน (จำนวน 14.5 ล้านคนที่ลงทะเบียนผ่านการขอรับบัตรสวัสดิการผู้มีรายได้น้อยกับรัฐบาล) และ 2) เงินช่วยเหลือผู้สูงอายุจำนวน 1,000 บาท/คน (จำนวน 3.5 ล้านคนตามการลงทะเบียนกับภาครัฐ) คิดเป็นเงินงบประมาณรวม 1.08 หมื่นล้านบาท (0.06% ของ GDP) ซึ่งเราไม่คาดว่าจะเกิดผลกระทบเชิงบวกอย่างมีนัยต่อการบริโภคภาคเอกชนในไตรมาส 4/2561

Fig 23 Expect two-speed income growth to continue



Source: Bank of Thailand (BOT), Office of Agricultural Economics (OAE), KS Research

Fig 24 Firming non-farm wage growth

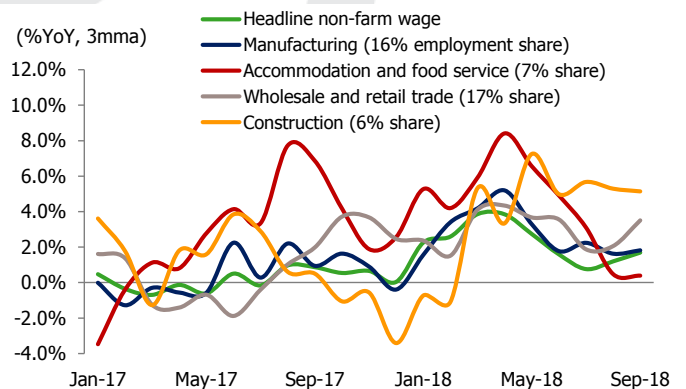
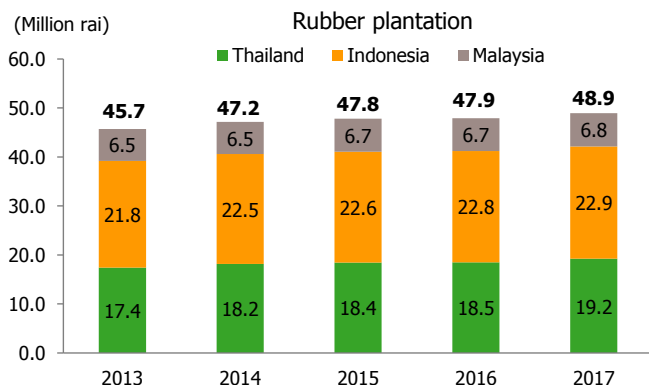
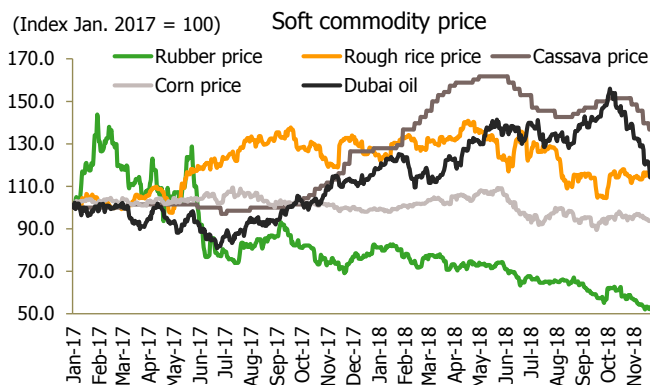




Fig 25 Rubber oversupply situation to continue, and thus expect low prices to continue to weigh on farm incomes

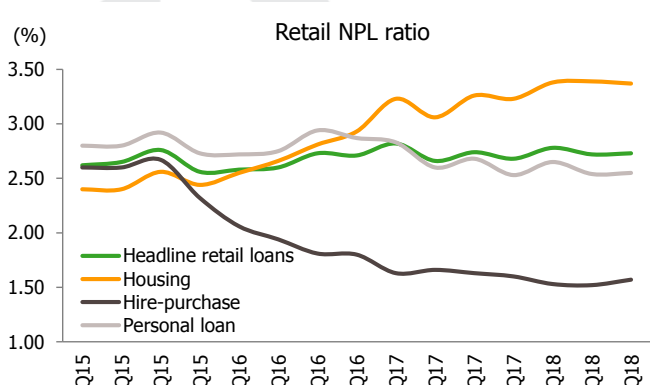
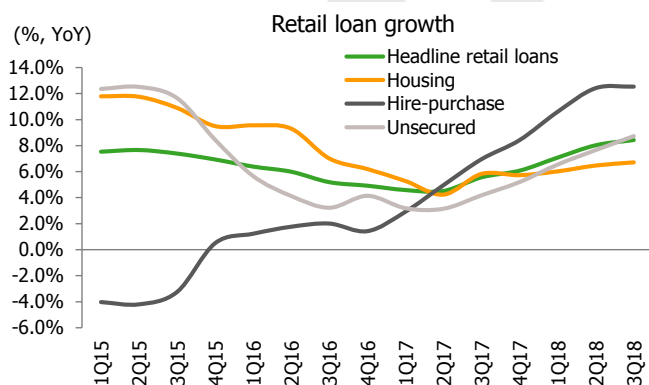


Source: OAE, KS Research



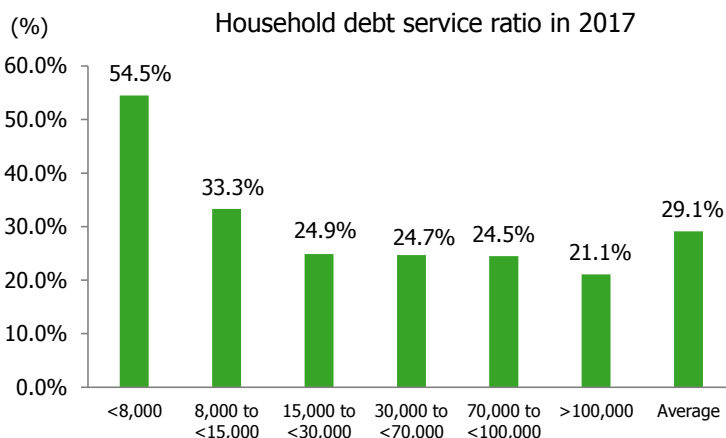
Source: Bloomberg, KS Research

Fig 26 Supportive household loan growth



Source: BOT, KS Research

Fig 27 Lower income, significantly higher debt serve ratio



Source: National Statistical Office (NSO), KResearch, KS Research



Fig 28 Expect stimulus measures to continue to focus on cost of living/income subsidies

Measures	Benefits	Number of recipients/participants	Period	Budget		
				THB, mn.	% of GDP	
Addition for Welfare Card	- Utility bill subsidy	- Water bill - THB100 per month/household - Electricity bill - THB230 per month/household - Non-refundable	8.2mn households	Dec 2018 - Sept 2019	27,000	0.17%
	- Rental subsidy	- Rental - THB400 per month - Non-refundable	220,000 - 230,000 persons (aged 60 years old or above)	Dec 2018 - Sept 2019	920	0.01%
	- One-time cash handout: THB500 per person	- Can withdraw from ATM	14.5mn persons	Dec 2018	7,250	0.05%
	- One-time cash handout: THB1,000 per person	- Can withdraw from ATM	3.5mn persons (aged 65 years old or above)	Dec 2018	3,500	0.02%
Additional pension	- Retired government officials who receive pension < THB10,000 per month will receive THB10,000 per month - Retired government officials aged > 70 years old will be applied with additional-THB100,000 pension ceiling or maximum of THB500,000 per month (vs 400,000 prev.)	Approx. 700,000 persons	60 days after announced in the royal gazette	25,259	0.16%	
Rubber subsidy	- Cash THB1,800 per rai of rubber plantation per person, with maximum of 15 rai per person	1.4mn persons	Expected to be effective in Dec 2018	18,000	0.12%	
Palm subsidy	- Palm purchase; 160,000 tons at THB18 per kg	n/a	Feb - Apr 2019	525	0.00%	
Total					82,454	0.53%

Source: Fiscal Policy Office (FPO), Ministry of Finance (MOF), KS Research

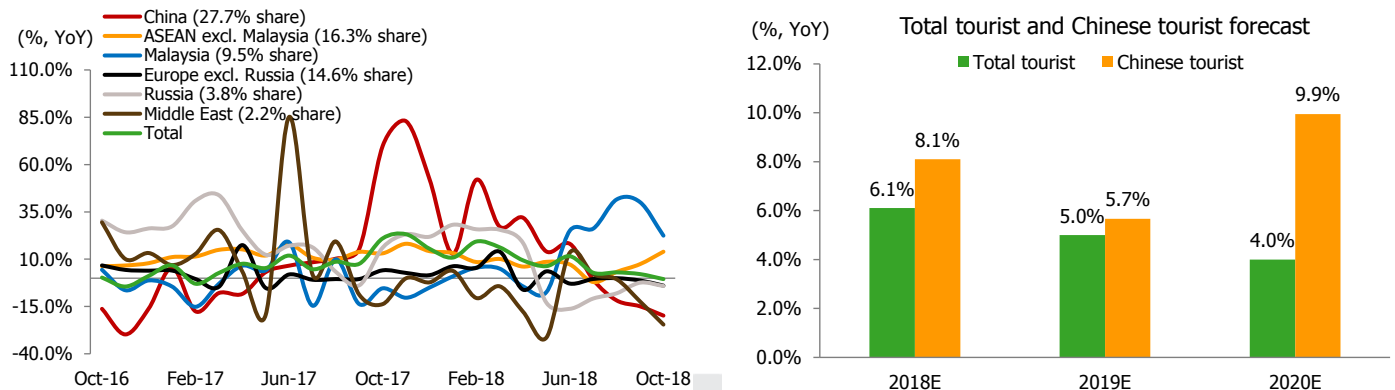
คาดการณ์ท่องเที่ยวฟื้นตัวอย่างช้าๆ จากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวของภาครัฐ

- ▶ **มาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยว** โดยมุ่งเน้นดึงดูดนักท่องเที่ยวชาวจีนให้กลับมาท่องเที่ยวในประเทศไทย หลังจากจำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนที่ปรับลดลงไปอย่างมีนัย รัฐบาลกลับมาใช้มาตรการที่ดำเนินในอดีต เช่น 1) การยกเว้นค่าธรรมเนียมวีซ่าท่องเที่ยว, 2) วีซ่าท่องเที่ยวแบบเข้าออกได้สองครั้ง (double entry visa), 3) การอนุญาตกลับเข้ามาในได้อีก หลังจากเดินทางออกนอกราชอาณาจักร (re-entry visa) และ 4) ยกเว้นวีซ่าเวลา 30 วัน สำหรับการเข้ามาท่องเที่ยวในประเทศ ซึ่งมาตรการดังกล่าว ทั้ง 4 มาตรการจะบังคับใช้กับ 21 ประเทศ ซึ่งรวมประเทศจีนด้วย คิดเป็นสัดส่วน 35% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติรวมในประเทศไทยในปี 2560
- ▶ **มาตรการด้านความปลอดภัยคาดว่าจะต้องใช้เวลานาน** เราได้เดินทางไปภูเก็ตในเดือน พ.ย. เพื่อสังเกตสถานการณ์การท่องเที่ยวในจังหวัด โดยประธานหอการค้าจังหวัดภูเก็ตได้กล่าวไว้ว่า แม้ว่ารัฐบาลจะประกาศยกเว้นค่าธรรมเนียมวีซ่าท่องเที่ยว แต่ก็ยังคงคาดการณ์นักท่องเที่ยวต่างชาติจะยังคงฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในไตรมาส 4/2561 และไตรมาส 1/2562 เนื่องจากมาตรการความปลอดภัยที่เป็นปัจจัยเรียกความเชื่อมั่นจากนักท่องเที่ยวชาวจีนให้กลับมาเข้ามาเที่ยวในประเทศไทยอีกครั้ง ยังต้องใช้เวลาดำเนินการอีกระยะหนึ่ง (รายละเอียด "ทริปปูเก็ต: ผู้ประกอบการการค้าโรลดลง" เผยแพร่วันที่ 5 พ.ย. 2562)

เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวที่ 39.5 ล้านคน และ 41 ล้านคนในปี 2562/63 ซึ่งคิดเป็นอัตราการเติบโตที่ 5.0%/4.0% YoY ตามลำดับ



Fig 29 Despite all-in tourism measures, expect a gradual recovery of tourism



Source: Ministry of Tourism and Sports (MOTS), KS Research

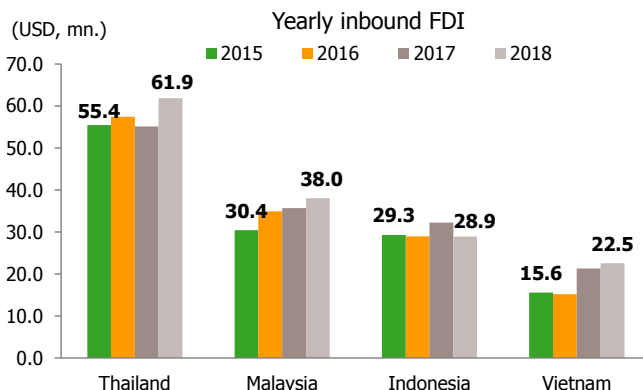
การลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) พุ่งตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป พร้อมกับการเปิดประมูลโครงการสาธารณูปโภคของภาครัฐ

- ▶ **คาดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 2562** อิงจากข้อมูลเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศที่รายงานโดย ธปท. โดยข้อมูลล่าสุดแสดงให้เห็นว่าเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศได้ผ่านจุดต่ำสุดมาแล้ว แต่จะเป็นการฟื้นตัวยังคงเป็นไปอย่างช้าๆ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับประเทศเพื่อนบ้านในกลุ่ม ASEAN (มาเลเซีย อินโดนีเซีย และเวียดนาม) เราเห็นว่า ความกังวลต่อข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน เป็นประเด็นสำคัญที่ทำให้เกิดการชะลอการขยายการลงทุน เราจึงคาดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศจะมีการฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 2562 หลังจากที่เริ่มมีความชัดเจนในประเด็นดังกล่าว
- ▶ **ความพยายามของภาครัฐในการกระตุ้นการลงทุน โดยเฉพาะในเขต EEC** รัฐบาลได้ทำการกระตุ้นการลงทุนในเขต EEC โดยให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีในกลุ่มอุตสาหกรรมบางประเภท อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าความชัดเจนในการวางผังเมืองในเขต EEC จะเป็นปัจจัยสำคัญอีกประการหนึ่ง นอกเหนือจากความกังวลต่อข้อพิพาททางการค้าดังกล่าว ที่ทำให้นักลงทุนชะลอการตัดสินใจลงทุนในเขต EEC ซึ่ง พ.ร.บ. เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ได้กำหนดให้กฎหมายผังเมืองในเขตดังกล่าวจะต้องแล้วเสร็จภายในเดือน ส.ค. 2562
- ▶ **โครงการภาครัฐรอเปิดประมูลจำนวนมาก คาดการเปิดประมูลโครงการต่างๆ จะเร่งตัวอีกครั้งในรัฐบาลถัดไป** การลงทุนของภาครัฐในปี 2560-61 ได้ทยอยปรับชะลอลง เนื่องจากได้รับผลกระทบจากการบังคับใช้ พ.ร.บ. จัดซื้อจัดจ้างฉบับใหม่ที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน ส.ค. 2560 และกระบวนการอนุมัติโครงการใหม่ๆ ที่ช้าลง (ภายใต้ พ.ร.บ. วินัยการเงินการคลังที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือน เม.ย. 2561) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลกระทบเชิงลบดังกล่าวจะค่อยๆ บรรเทาลงในปี 2562 กอปรกับจำนวนโครงการที่รอเปิดประมูลจำนวนมาก เราคาดว่า การลงทุนภาครัฐจะเร่งตัวกลับมาเติบโตในอัตราปกติในปี 2562

เราคาดว่าจะมีการประมูลโครงการใหม่ๆ ก่อนการเลือกตั้งทั่วไป โดยรัฐบาลชุดปัจจุบันจะมุ่งเน้นโครงการสาธารณูปโภคในเขต EEC เป็นสำคัญ ขณะที่โครงการอื่นๆ น่าจะมีการเปิดประมูลภายใต้รัฐบาลชุดถัดไป



Fig 30 Inbound FDI appears to have bottomed out



Note: FY2018 numbers are estimated by annualizing actual data from 1Q18-3Q18

Source: BOT, Bloomberg, KS Research

Fig 31 Attractive tax incentive for FDI to EEC area

Additional BOI tax incentive measure	Tax benefits	Period
Local investment promotion measure	- 3-year waiver of Corporate Income Tax (CIT)	Jan 2, 2019 - Dec 31, 2020
Promotion measure for "Smart City"	- 8-year waiver of CIT - Additional 50% CIT deduction for 5 years (if invested in EEC area)	n/a
Promotion measure for the development in targeted industries	- 8-year waiver of CIT - Additional 50% CIT deduction for 3 years	Nov 19, 2018 - Dec 31, 2020
Measure for encouraging companies to list on SET	- Waiver of CIT	Nov 19, 2018 - Dec 31, 2020

Source: Board of Investment (BOI), KS Research

Fig 32 All-in infrastructure projects in the EEC area

Projects	Owner	Budget (THB, bn)	Progress as of Nov 2018	4Q18E	1Q19E	2Q19E
Total		695.0				
High speed train (3-airport connection)	SRT	225.0	Bidding process	Bidding	Signing	Construction
U-Tapao Airport	RTN	290.0	Cabinet approved	TOR process	Bidding / Signing	
Lam Chabang Seaport Phase 3	RTN	114.0	Cabinet approved	TOR process	Bidding / Signing	
Map Ta Phut Seaport	PAT	55.4	Cabinet approved	TOR process	Bidding / Signing	
MRO Dev. at U-Tapao Airport	THAI	10.6	Cabinet approved	TOR process	Bidding / Signing	

Source: Eastern Economic Corridor Office, KS Research



Fig 33 Progress of infrastructure projects under Action Plan I

Projects	Owner	Budget (THB, bn.)	Progress as of Nov 2018	4Q18E	1Q19E	2Q19E
Airport/ seaport						
Suvarnabhumi airport development phase II	AOT	51.6	Construction stage		Construction	
Single Rail Transfer Operator (SRT0) phase I	PORT	2.0	Construction completed		In service	
Laem Chabang port enhancement	PORT	1.9	Construction stage		Construction	
Double track railway						
Mabkabao - Jira	SRT	29.9	Construction stage		Construction	
Lopburi - Paknampho	SRT	24.8	Construction stage		Construction	
Jira - Khon Kaen	SRT	26.0	Construction stage		Construction	
Nakhon Pathom - Hua Hin	SRT	20.0	Construction stage		Construction	
Prachuap Khiri Khan - Chumphon	SRT	17.3	Construction stage		Construction	
Motorway development						
Bang Pa-In - Saraburi - Nakhon Ratchasima	DOH	84.6	Construction stage	TOR for O&M	Bidding / Signing for O&M	
Bang Yai - Ban Pong - Karnchanaburi	DOH	55.6	Construction stage	TOR for O&M	Bidding / Signing for O&M	
Pattaya - Map Ta Put	DOH	20.2	Construction stage	TOR for O&M	Bidding / Signing for O&M	
Urban mass transit development						
Purple line (Tao Poon - Rat Burana)	MRTA	128.2	Waiting for PPP committee approval	Cabinet approval		TOR / Bidding
Orange line (East side: Thailand Cultural Center - Min Buri)	MRTA	110.1	Construction stage		Construction	
Pink line (Khae Rai - Min Buri)	MRTA	56.7	Construction stage		Construction	
Yellow line (Lat Phrao - Samrong)	MRTA	54.6	Construction stage		Construction	
Light red line (Bang Sue - Phaya Thai) and Dark Red line (Bang Sue - Hua Lamphong)	SRT	44.2	Under study	Cabinet approval		TOR & Bidding
High speed train						
TH-CH Bangkok - Korat route	SRT	369.1	Waiting for bidding phase II & III	TOR for phase II & III		Bidding / Signing for phase II & III
TH-JP Bangkok - Phitsanulok - Chiang Mai route	OTP	449.5	Under study			Study

Source: Ministry of Transport (MOT), KS Research



Fig 34 Progress of infrastructure projects under Action Plan II

Projects	Owner	Budget (THB, bn.)	Progress as of Nov 2018	4Q18E	1Q19E	2Q19E
Double track rail network 10 projects						
Hua Hin - Prachuap Khiri Khan	SRT	10.24	Construction stage		Construction	
Chumporn - Surat Thani	SRT	23.38	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Surat Thani - Songkha	SRT	51.8	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Hat Yai - Padang Beza	SRT	7.9	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Paknampho - Den Chai	SRT	56.1	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Den Chai - Chiang Mai	SRT	59.9	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Den Chai - Chiang Rai - Chiang Khong	SRT	77.0	Under study	Study	Cabinet approval / TOR	
Khonkaen - Nong Khai	SRT	26.1	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Jira - Ubonratchathani	SRT	35.8	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Ban Pai - Nakorn Phanom	SRT	60.4	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Commuter train 2 projects						
Dark Red : Rangsit - TU Rangsit	SRT	7.5	Under study by NESDB	Study / Cabinet approval	TOR process	
Light Red Extension : Taling Chan - Siriraj and Taling Chan - Salaya	SRT	17.7	Under study by NESDB	Study / Cabinet approval	TOR process	
Mass transit developemnt						
Blue line : Bang Kae - Sai 4	MRTA	21.2	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Orange line (West side: Taling Chan - Thailand Cultural Center)	MRTA	120.5	Waiting for cabinet approval	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Dark Green : Samutprakarn - Bang Pu	MRTA	13.3	TOR process	TOR process	Biddnig / Signing	
Dark Green : Kukot - Lumluka	MRTA	12.0	TOR process	TOR process	Biddnig / Signing	
Airport Rail Link Extension (ARL) - Extension	SRT	31.1	Under study		Study	
Mass Transit in Phuket	SRT	23.5	Waiting for PPP committee approval	PPP approval	TOR / Bidding / Signing	
Motorway & expressway						
Nakorn Phatom - Cha Am	DOH	80.6	Waiting for cabinet approval	TOR process	Bidding / Signing / Construction	
Hat Yat - Thai - Malaysia Border	DOH	37.0	Under study	Study	Approval / TOR / Bidding	
Rama 3 - Dao Kanong - Outer Ring (West)	EXAT	31.2	Waiting for TOR announcement	TOR process	Bidding / Signing / Construction	
Northern Route N2 and E - W Corridor	EXAT	14.4	Waiting for TOR announcement	TOR process	Bidding / Signing / Construction	
Expressway Kratu - Patong	EXAT	10.5	Waiting for PPP committee approval	PPP approval	TOR / Bidding / Signing	
Road facilitation						
Truck Rest Area on the main routes	DOH	0.6	Construction stage			
Intermodal Facility - Chiang Khong	DLT	2.4	Construction stage			
Cross-border Logistics Center Nakorn Phanom	DLT	1.1	Waiting for cabinet approval	TOR process	Bidding / Signing	
Regional Logistics Center (9 border provinces)	DLT	8.1	Waiting for PPP committee approval	TOR process	Bidding / Signing	
Regional Logistics Center (8 regional cities)	DLT	9.4	Under study	Cabinet approval	TOR / Bidding	
Public bus procurement						
Public Bus Procurement and Stations	BMTA	2.3	Bidding process			
Common ticket system						
Common ticket system	MRTA	1.4	In service			
Maritime transport development						
Ferry Service across Gulf of Thailand	-	-	In service			
Development of Ferry Terminal	-	1.0	Under study			
Air transport development						
Regional airport development	AOT	7.7	Awarded	Awarded for Khon Kaen Airport (THB2.0bn) and Krabi Airport (THB3.9bn)		
Baggage System Upgrade at BKK Airport	AOT	3.3	Awarded			

Source: MOT, KS Research

ความต่อเนื่องทางการเมืองและนโยบายหลังเลือกตั้ง

- ⇒ คาดมีการเลือกตั้งทั่วไปเกิดขึ้นในช่วงระหว่างเดือน ก.พ. และ พ.ค. 2562 รัฐธรรมนูญปี 2560 มาตรา 268 ระบุว่าให้ดำเนินการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรภายใน 150 วัน นับแต่วันที่ พระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญ (พ.ร.ป.) 4 ฉบับ มีผลบังคับใช้ในเดือน ธ.ค. 2561 ได้แก่ พ.ร.ป.ว่าด้วยการเลือกตั้ง พ.ร.ป.ว่าด้วยการได้มาซึ่งวุฒิสภา พ.ร.ป.ว่าด้วยคณะกรรมการการเลือกตั้ง และ พ.ร.ป.ว่าด้วยพรรคการเมือง โดยล่าสุดรัฐบาลกล่าวว่ามีแผนจัดการเลือกตั้งทั่วไปในช่วงเดือน ก.พ. 2562 และซึ่งหากไม่มีการแก้ไขรัฐธรรมนูญ ดั้งนั้น จะต้องมีการเลือกตั้งทั่วไปเกิดขึ้นภายในช่วงกลางเดือน พ.ค. 2562
- ⇒ ความต่อเนื่องทางการเมืองและนโยบายที่หนุนโดยรัฐธรรมนูญฉบับใหม่ เราได้ยกประเด็นสำคัญมาจากบทวิเคราะห์หัวข้อ "ภาพรวมทางการเมืองและนโยบายหลังปี 2561" ฉบับวันที่ 18 พ.ค. 2560 ที่เราได้ทำการวิเคราะห์รัฐธรรมนูญฉบับใหม่ที่ประกาศใช้เมื่อวันที่ 6 เม.ย. 2560
- ⇒ ระบบการลงคะแนนเสียงแบบใหม่จะทำให้สภาล่างจะแบ่งเป็นสัดส่วนมากขึ้น และอาจนำไปสู่การจัดตั้งรัฐบาลผสม



- ⇒ สว. จะมีอำนาจมากขึ้น: สว. ที่มาจากการแต่งตั้งทั้งหมด และคิดเป็นสัดส่วน 1/3 ของรัฐสภา สามารถร่วมลงคะแนนเสียงกับ สส. ในการเลือกนายกฯ ได้ใน 5 ปีแรก
- ⇒ ช่วง 5 ปีแรก นายกฯ ไม่จำเป็นต้องมาจากพรรคการเมือง โดยไม่มีมาตราใดที่ห้ามมิให้สมาชิก ครม. ชุดปัจจุบันดำรงตำแหน่งเป็นนายกฯ หรือร่วมเป็นสมาชิกใน ครม. ชุดใหม่
- ⇒ องค์กรอิสระและร่าง พ.ร.บ. ยุทธศาสตร์ชาติฯ คือ ปัจจัยสำคัญต่อความต่อเนื่องทางการเมืองและนโยบายภาครัฐ ที่มาพร้อมกับบทลงโทษและกลไกการตรวจสอบ
- ⇒ ศาลรัฐธรรมนูญจะเป็นผู้ควบคุมดูแลสำคัญในขั้นตอนการร่างกฎหมาย
- ⇒ สมาชิกรัฐบาลปัจจุบันส่วนใหญ่จะนั่งเป็นคณะกรรมการยุทธศาสตร์ชาติฯ โดยตำแหน่งและมีส่วนร่วมในขั้นตอนการคัดเลือกสมาชิก
- ⇒ การแก้ไขรัฐธรรมนูญและยุทธศาสตร์ชาติฯ จะเป็นสิ่งที่ทำได้ยาก

Fig 35 Expect election to take place between Feb and May 2019E

Thailand political timeline	
Date	Events
06-Apr-17	The Constitution (B.E. 2560) promulgated. Note that under the new constitution general election must take place within 150 days after 4 organic laws (Political Parties, Election Commission, Senators, and MPs) go into effect.
Jan-18	National Legislative Assembly (NLA) considered the drafts of organic laws. NLA approved that the organic law on MPs to go into effect after announced in royal gazette by 90 days.
Apr-18	Constitutional Court accepted to review an organic law draft on political parties and Member of Parliament election.
May-18	Constitutional Court to give verdicts on the two organic laws.
Jun-18	Prime minister submitted to the king for royal endorsement.
Sep-18	3 Organic laws (on Political Parties, Election Commission, Senators) went into effect.
Dec-18E	All 4 organic laws go into effect. By the constitution, general election must take place within 150 days.
Feb-May 2019E	General election to take place.

Source: Constitution (B.E. 2560), KS Research



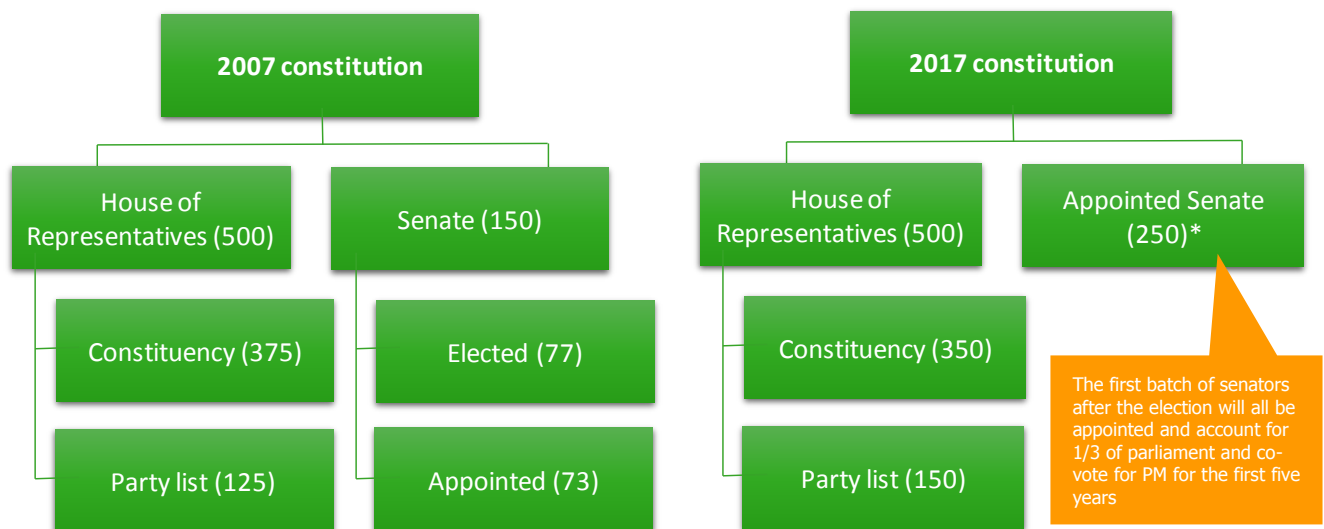
Fig 36 4 key changes compared with the 2007 constitution

Four key changes, compared with the 2007 constitution

- A new voting system: mixed member proportional voting (from a majority vote).
- Lowered the number of constituency MPs from 375 to 350 and raised the number of party list MPs from 125 to 150 seats.
- Each political parties may propose not more than 3 Prime Minister candidates.
- One ballot to cast; total votes for constituency MPs nationwide will be used to calculate the total number of MPs a party could have, let's call it #MP_{total}
 - $\#MP_{total} = \#MP_{constituency} + \#MP_{partylist}$
 - If a party has $\#MP_{total} > \#MP_{constituency}$, that party will have $\#MP_{partylist} = \#MP_{total} - \#MP_{constituency}$
 - If a party has $\#MP_{total} \leq \#MP_{constituency}$, that party will have $\#MP_{total} = \#MP_{constituency}$

Source: Constitution (B.E. 2560), KS Research

Fig 37 Senate to be more powerful



*In the first 5 years after Parliament under the 2017 constitution is in place. Later, the Senate will consist of 200 members from an indirect election process.

Source: Constitution (B.E. 2560), KS Research



Fig 38 Expect more fragmented lower House and hence a coalition government

Party	Constituency				Partylist				Total MPs				Change in number of total seats
	2011 Election results			With new voting system	2011 Election results			With new voting system	2011 Election results		With new voting system		
	Votes	% of total votes	Seats		Votes	% of total votes	Seats		Total MPs	% of total	Total MPs	% of total	
Pheu Thai	14,272,771	44.9%	204	190	15,752,470	48.4%	61	34	265	53.0%	225	44.9%	-40
Democrat	10,138,045	31.9%	115	107	11,435,640	35.1%	44	52	159	31.8%	160	31.9%	1
Poomjai Thai	3,523,331	11.1%	29	27	1,281,652	3.9%	5	28	34	6.8%	55	11.1%	21
Chartthaipattana	1,534,027	4.8%	15	14	907,106	2.8%	4	10	19	3.8%	24	4.8%	5
Chartpattana Pheupandin	1,258,464	4.0%	5	5	495,762	1.5%	2	15	7	1.4%	20	4.0%	13
Palangchon	246,879	0.8%	6	6	178,042	0.5%	1	0	7	1.4%	6	1.2%	-1
Rak Prathettha**	0	0.0%	0	0	998,668	3.1%	4	0	4	0.8%	0	0.0%	-4
Matoopoom	369,526	1.2%	1	1	251,674	0.8%	1	5	2	0.4%	6	1.2%	4
Rak Santi	138,758	0.4%	0	0	284,100	0.9%	1	2	1	0.2%	2	0.4%	1
Mahachon**	0	0.0%	0	0	133,752	0.4%	1	0	1	0.2%	0	0.0%	-1
Prachathippataimai	992	0.0%	0	0	125,753	0.4%	1	0	1	0.2%	0	0.0%	-1
Others	278,175	0.9%	0	0	690,608	2.1%	0	2	0	0.0%	2	0.5%	2
Total	31,760,968		100	375	32,535,227		100	125	500		500		

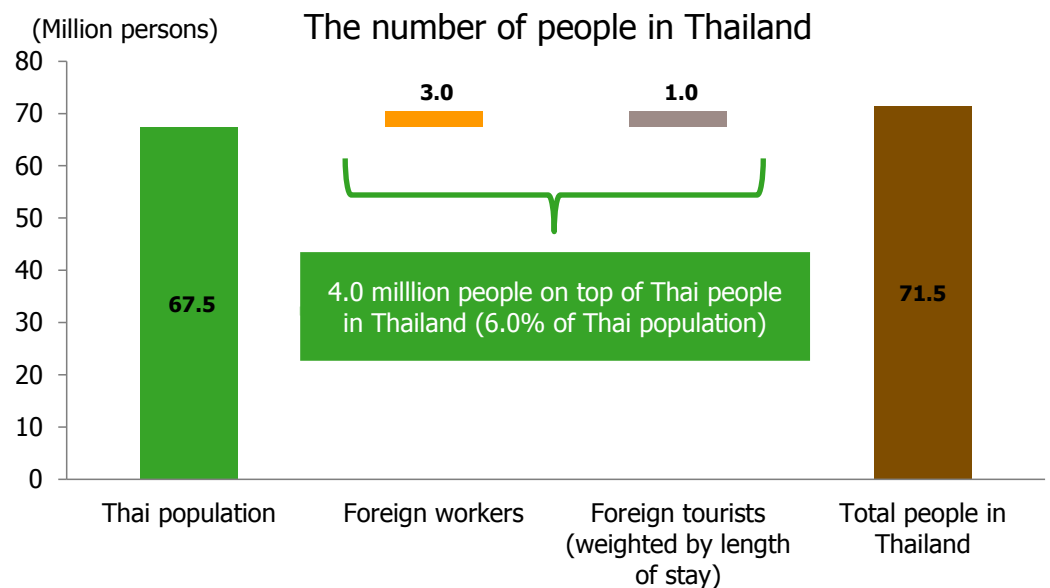
** Only ran for Partylist MPs not the constituency MPs

Source: Election Commission, Constitution (B.E. 2560), KS Research

▶ **เดินทางโครงการโครงสร้างพื้นฐานภาครัฐอย่างต่อเนื่องในปี 2562-63**

- ⇒ **อุปสงค์ที่สูงขึ้นสำหรับโครงสร้างพื้นฐาน** นอกเหนือจากโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่ประกาศโดยภาครัฐภายใต้แผนปฏิบัติการ 1 และ 2 (ในปี 2559-60) เราคาดว่า อุปสงค์ต่อโครงสร้างพื้นฐานในจังหวัดใหญ่อื่นๆ จะปรับสูงขึ้น ด้วยแรงหนุนจากจำนวนประชากรและนักท่องเที่ยวที่ปรับสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในพื้นที่จังหวัดดังกล่าว
- ⇒ **โครงการในเขต EEC:** ไม่เพียงแต่ปรับปรุงพื้นที่อุตสาหกรรม แต่จะยกระดับพื้นที่ผังเมืองด้วยรัฐบาลจะยังคงมีมาตรการจูงใจด้านภาษีและแก้ไขกฎหมายเกี่ยวกับการลงทุนเพื่อดึงดูด FDI เข้าสู่พื้นที่โครงการ EEC โดยเฉพาะในส่วนของอุตสาหกรรมเป้าหมาย นอกจากนี้ พื้นที่ EEC ก็มีโอกาสได้รับการพัฒนาเป็นเขตเมือง เพื่อลดปัญหาความแออัดในกรุงเทพฯ ลง ซึ่งเรามองว่า โครงการคมนาคมขนาดใหญ่ เช่น รถไฟความเร็วสูงเชื่อมต่อ 3 สนามบิน (สุวรรณภูมิ ดอนเมือง และอุตะเถา) จะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะเร่งการขยายตัวของพื้นที่เมืองในเขตพื้นที่ EEC

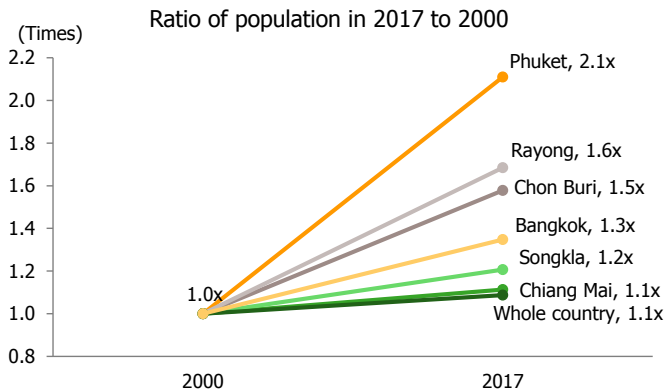
Fig 39 Rising demand for infrastructure



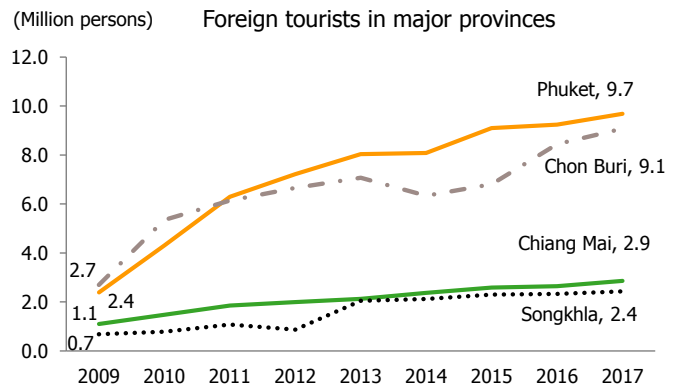
Source: National Economic and Social Development Board (NESDB), Ministry of Social Development and Human Security (MSDHS), MOTS, KS Research



Fig 40 Rising demand of infrastructure from large provinces



Source: NESDB, KS Research



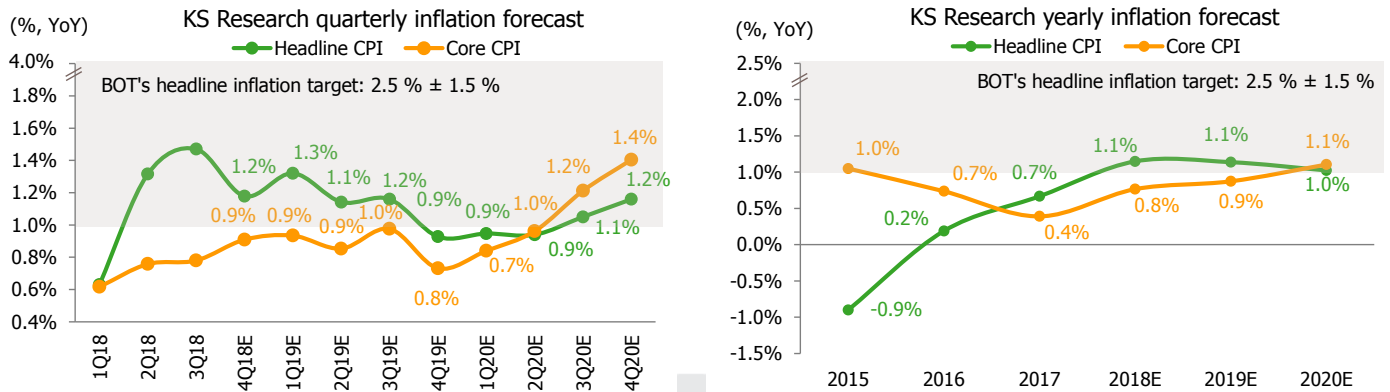
Source: MOTs, KS Research

คาดอัตราเงินเฟ้อจะยังคงชะลอต่อไป และมองว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะเป็นไปอย่างช้าๆ

- ▶ **ด้วยการปรับลดสมมติฐานราคาน้ำมัน จึงคาดว่าช่วงปี 2562-63 จะมีอัตราเงินเฟ้อในระดับต่ำ**
 - ⇒ เราได้ปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อปี 2562-63 ลงเป็น 1.1%/1.0% (จาก 1.7%/2.2%) หลังจากการปรับลดสมมติฐานราคาน้ำมันลง กอปรกับอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานและราคาอาหารสดที่ฟื้นตัวขึ้นช้า
 - ⇒ เทียบกับกรอบเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของ ธปท. ที่อยู่ระหว่าง 1%-4% ประมาณการของเราถือว่าอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับที่ต่ำเป็นอย่างมากในช่วงปีถัดๆ ไป ทั้งนี้ เราคาดว่า อัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน ซึ่งไม่นับรวมผลจากราคาน้ำมันและอาหารสด ในช่วงปี 2562/63 จะอยู่ที่ 0.9%/1.1% ตามลำดับ
- ▶ **คาดว่าจะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย 2 ครั้ง (50 bps) ในปี 2562**
 - ⇒ เรายังคงมองว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างช้าๆ ในปี 2562 นอกเหนือจากประเด็นการเติบโตอย่างยั่งยืนของภาวะเศรษฐกิจ เสถียรภาพทางราคาและทางการเงิน ทาง ธปท. ยังเพิ่มความสำคัญต่อประเด็นขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงินในอนาคต (policy space) เป็นอีกประเด็นสำคัญในการกำหนดทิศทางการดำเนินนโยบายการเงิน
 - ⇒ เรายังคงมองว่า กนง. จะให้ความสำคัญกับขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายในการกำหนดทิศทางการนโยบายการเงินในปี 2562 อย่างไรก็ตาม ด้วย downside risk ต่อภาพการเติบโตของภาวะเศรษฐกิจแรงกดดันจากอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำ และมาตรการกำกับดูแลสถาบันการเงินที่ประกาศออกมา เราจึงคาดว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพียง 2 ครั้งในปี 2562 โดยครั้งแรกจะปรับขึ้นในไตรมาส 1/2562 และปรับขึ้นอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2562
 - ⇒ กนง. ต้องการ policy space มากเพียงใด? ข้อมูลในอดีตแสดงให้เห็นถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายแท้จริงในช่วงที่มีอัตราดอกเบี้ยในระดับต่ำในปี 2550 อยู่ระหว่าง 0.4%-1.0% และด้วยอัตราดอกเบี้ยนโยบายแท้จริงในปัจจุบันที่ 0.4% และคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2562/63 ที่ราวๆ 1.0% จะทำให้การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้น 2 ครั้งในปี 2562 ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ 2.0% และอัตราดอกเบี้ยนโยบายแท้จริงที่ 1.0%

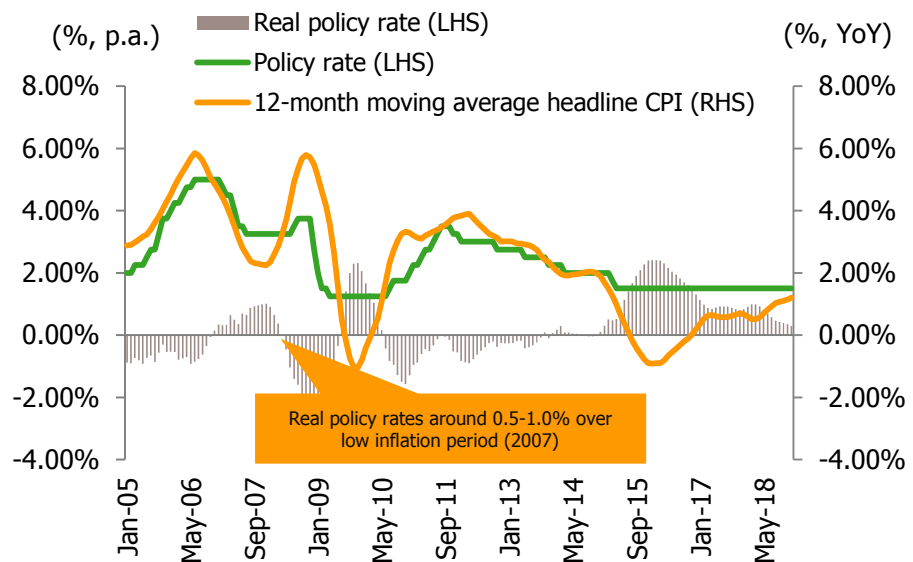


Fig 41 Stable-low inflation to continue in 2019-20E



Source: MOC, KS Research

Fig 42 Expect a slow rate hike cycle (50 bps in 2019E)



Source: BOT, MOC, KS Research



คาดการณ์เงินบาท/ดอลลาร์ฯ โดยเฉลี่ยอ่อนค่าลงในปี 2562

- ▶ ปัจจัยสำคัญต่อทิศทางค่าเงินบาท: ทิศทางของ DXY ตามด้วยการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ ECB และ ธปท.
 - ⇒ เรายังเชื่อว่า DXY จะเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดทิศทางของค่าเงินบาท/ดอลลาร์ฯ
 - ⇒ อย่างไรก็ตาม มีอีก 2 ปัจจัยที่อาจจุดค่าเงินบาท/ดอลลาร์ฯ ลงคือการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. และ ECB
 - ⇒ เราคาดว่าสถานะการเกินดุลของบัญชีเดินสะพัดของไทยจะมีผลต่อค่าเงินบาทที่ค่อนข้างจำกัดลง เพราะความกังวลเกี่ยวกับกลุ่ม EM ที่น่าจะเริ่มคลี่คลายลง ขณะที่ขนาดการเกินดุลนั้นจะยังคงมีระดับที่ใกล้เคียงกับในปี 2561 และ 2562 (ราวๆ 7.0% ต่อ GDP)
- ▶ เราคาดการณ์ค่าเงินบาท/ดอลลาร์ฯ เฉลี่ยสำหรับปี 2562 ที่ 33.4 บาท (เทียบ 32.3 บาทในปี 2561)
 - ⇒ ในครั้งแรกของปี 2562 แม้คาดว่าจะประเทศไทยจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในช่วงไตรมาส 1/2562 แต่ค่าเงินบาท/ดอลลาร์ฯ อาจอ่อนค่าลงเพิ่มเติม จากการที่ Fed จะเร่งปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงต้นปี 2562 และดัชนี DXY ที่จะแข็งแกร่งขึ้น
 - ⇒ แต่ในช่วงครึ่งหลังของปี 2562 การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งที่ 2 ของไทย และครั้งแรกของ ECB ตั้งแต่เดือน ก.ค. 2554 เป็นต้นมานั้นมีโอกาสทำให้เงินยูโรแข็งค่าขึ้น (คิดเป็น 58% ในตะกร้าของดัชนี DXY) ซึ่งจะหมายถึงการปรับลดลงของ DXY ในระดับหนึ่ง ดังนั้น เรายังคาดว่าในช่วงครึ่งหลังของปี 2562 การอ่อนค่าของเงินบาท/ดอลลาร์ฯ จะชะลอตัวลง

Fig 43 KS economic forecast summary

KS Econ forecasts	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	Avg (2005-17)
GDP (%YoY)	0.8%	7.2%	2.7%	1.0%	3.0%	3.3%	3.9%	4.1%	3.8%	4.0%	3.5%
Private consumption (%YoY)	1.8%	6.7%	0.9%	0.8%	2.3%	3.0%	3.2%	4.4%	3.5%	3.5%	2.6%
Public consumption (%YoY)	3.7%	7.2%	1.5%	2.8%	2.5%	2.2%	0.5%	2.3%	3.0%	2.9%	4.9%
Gross fixed capital formation (%YoY)	4.9%	10.7%	-1.0%	-2.2%	4.3%	2.8%	0.9%	3.9%	7.5%	8.6%	3.2%
Private investment (%YoY)	9.5%	11.8%	-1.5%	-0.9%	-2.1%	0.5%	1.7%	3.6%	6.8%	8.3%	3.2%
Public investment (%YoY)	-8.6%	7.0%	0.8%	-6.6%	28.4%	9.5%	-1.2%	5.4%	9.7%	9.5%	4.0%
Exports of goods&services (%YoY)	9.5%	4.9%	2.7%	0.3%	1.6%	2.8%	5.5%	3.8%	3.9%	3.9%	4.8%
Export of goods (%YoY)	8.8%	2.2%	0.1%	0.8%	-2.0%	0.3%	5.6%	3.8%	3.3%	3.5%	4.1%
Exports of services (%YoY)	13.6%	19.3%	14.6%	-1.7%	16.2%	11.5%	5.1%	3.8%	5.4%	5.1%	8.2%
Imports of goods&services (%YoY)	12.4%	5.6%	1.7%	-5.3%	0.0%	-1.0%	6.8%	8.6%	4.1%	3.6%	4.4%
Imports of goods (%YoY)	14.4%	7.1%	1.8%	-6.3%	0.2%	-2.3%	8.5%	8.2%	4.2%	3.5%	4.8%
Imports of services (%YoY)	4.5%	-1.1%	1.1%	-0.5%	-1.0%	4.6%	-0.3%	10.7%	3.4%	4.0%	3.0%
Nominal export of goods (Customs basis, %YoY)	15.1%	2.9%	-0.3%	-0.5%	-5.8%	0.5%	9.9%	7.0%	5.5%	5.1%	7.7%
Nominal import of goods (Customs basis, %YoY)	25.1%	8.9%	0.5%	-9.1%	-11.0%	-4.2%	14.7%	13.4%	7.4%	6.3%	8.3%
Trade balance (USD, bn.)	12.2	0.0	0.0	17.2	26.8	36.5	34.2	20.5	22.0	23.4	18.9
Trade balance (% of GDP)	3.3%	0.0%	0.0%	4.2%	6.7%	8.9%	7.0%	4.1%	4.3%	4.4%	5.6%
Tourist arrivals (mn.)	19.2	22.3	26.5	24.8	29.9	32.6	35.4	37.6	39.5	41.0	21.1
Tourist arrivals growth (%YoY)	20.3%	16.3%	19.0%	-6.5%	20.6%	8.7%	8.8%	6.1%	5.0%	4.0%	9.3%
Current account (USD, bn.)	9.4	-1.7	-4.9	15.2	32.1	48.2	51.1	35.4	37.0	40.4	15.0
Current account (% of GDP)	2.5%	-0.4%	-1.2%	3.7%	8.0%	11.7%	11.2%	7.0%	7.1%	7.6%	3.9%
HL inflation (%YoY)	3.8%	3.0%	2.2%	1.9%	-0.9%	0.2%	0.7%	1.1%	1.1%	1.0%	2.3%
Policy rate at year end (%)	3.25%	2.75%	2.25%	2.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	2.00%	2.50%	-
THB/USD avg	30.5	31.1	30.7	32.5	34.3	35.3	33.9	32.3	33.4	33.6	-
Dubai oil price avg (USD/barrel)	106.2	108.9	105.4	96.6	51.1	41.4	53.1	70.0	67.0	65.0	-

Source: BOT, MOC, MOTs, NESDB, Bloomberg, KS Research



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform : Expected total return of 10% or more within a 12-month period
Neutral : Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period
Underperform : Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited (“KS”). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants (“DWs”) on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEM, BH, BJC, BLAND, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, DTAC, EA, EPG, ESSO, GLOBAL, GPSC, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, ORI, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTGP, PTTGC, QH, ROBINS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STEC, TASCOS, TCAP, THAI, THCOM, TISCO, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TU, TVO, UNIQU, WHA and WORK