Thailand Economics

น้ำมันราคาสูงไม่กระทบมาก

PIMPAKA NICHGAROON, CFA
Head of Research
662 – 617 4977
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นไม่ส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยมากเท่าในอดีต เนื่องจากการนำเข้าน้ำมันสุทธิต่อ GDP ลดลงเหลือเพียง 1.2% ใน 4M18 จากจุดสูงสุดที่ 4.6% ในปี 2008 จึงเห็นได้ว่าแม้ราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น เศรษฐกิจก็ยังคงโตต่อเนื่อง และเราปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP เป็น 4.4% จาก 4.1% ในปี 2018

มีสมดุลของสินค้าโภคภัณฑ์ที่ดี

เรามองว่าประเทศไทยมีสมดุลของสินค้าโภคภัณฑ์ที่ดีที่เกินดุลที่ 7% ของ GDP ใน 4M18 ซึ่งหมายความว่ามูลค่าการส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์สูงกว่ามูลค่าการนำเข้าน้ำมันและเชื้อเพลิงอื่น การเกินดุลจะช่วยลดความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่มีแนวโน้มสูงขึ้น เนื่องจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นปกติจะส่งผลให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสูงขึ้นในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม หากตลาดสินค้าโภคภัณฑ์เป็นขาลง การเกินดุลเพียง 7% ของ GDP ก็จะทำให้เศรษฐกิจไทยไม่ได้รับผลกระทบมากนัก

ปัจจุบันไทยมียอดนำเข้าน้ำมันสุทธิที่ต่ำ

หากพิจารณาเฉพาะน้ำมันและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวกับน้ำมัน การนำเข้าน้ำมันสุทธิของไทยอยู่ที่เพียง 1.2% ต่อ GDP ใน 4M18 เทียบกับระดับสูงสุดในปี 2008 ที่ 4.6% ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบจากน้ำมันไม่มากเท่าในอดีต เราเชื่อว่าส่วนหนึ่งเป็นเพราะการมีกำลังการผลิตปิโตรเคมีมากขึ้นในช่วงหลังปี 2010 ซึ่งช่วยผลักดันการส่งออกปิโตรเคมี ราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นใน 1Q18 ไม่เป็นอุปสรรคต่อการเติบโตของ GDP ซึ่งเติบโต 4.8% y-y ใน 1Q18

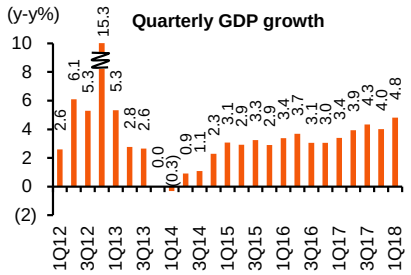
เศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

เรายังคงมองว่าเศรษฐกิจไทยเริ่มเข้าสู่รอบการเติบโต (structural cycle) ใหม่หลังจากรอบก่อนสิ้นสุดลงในกลางทศวรรษที่ 1990 โดยเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวใน 2H17 และมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง โดยใน 1Q18 GDP เติบโตมากกว่าคาดที่ 4.8% y-y ทั้งที่ยังขาดปัจจัยผลักดันจากเศรษฐกิจในต่างจังหวัด สำหรับ 2Q18F และหลังจากนั้น ปัจจัยผลักดันการเติบโตตัวที่เพิ่มขึ้นจะมาจากราคาข้าวที่ดีขึ้นและมีปริมาณส่งออกที่สูง การเร่งออกมาตราการกระตุ้นในชนบทก่อนที่จะมีการเลือกตั้งใน 1H19 และการส่งออกในทุกหมวดสินค้าที่เติบโต นอกจากนี้การลงทุนภาคเอกชนยังปรับตัวดีขึ้นอีกด้วย เราปรับประมาณการ GDP ของเราเป็น 4.4% (จาก 4.1%) ในปี 2018F และ 4.5% (จาก 4.3%) ในปี 2019F รายละเอียดแสดงใน Exhibit 10

อาจมีการปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้นเร็วกว่าคาด

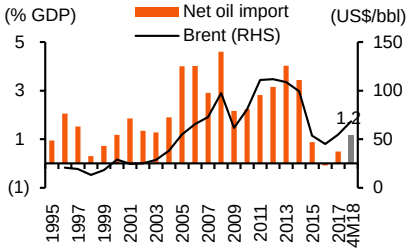
เนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีกว่าคาด และอัตราเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น เราจึงคาดว่าจะมีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25bp เป็น 1.75% ใน 4Q18F และคาดว่าจะถูกปรับขึ้นอีก 50bp เป็น 2.25% ในปี 2019F เมื่อเศรษฐกิจฟื้นตัวเต็มที่ เรามองว่าการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะไม่ไปขัดแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ด้วยอัตราดอกเบี้ยไทยที่อยู่ในระดับต่ำมาก การปรับตัวขึ้นถือว่าเป็นกระบวนการ normalization ของธปท. ในช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น

On A Clear Recovery Path



Source: NESDB

No Longer High Oil Exposure



Sources: Bank of Thailand; Thanachart estimates

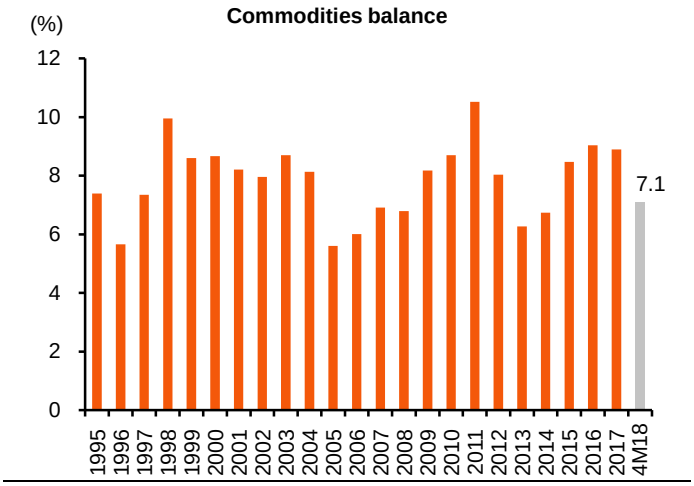
GDP Forecasts

(% growth)	2018F (%)	2019F (%)	2020F (%)
GDP growth	**4.4**	**4.5**	**4.5**
Consumption	3.7	3.6	3.8
Private inv.	4.8	6.8	10.0
Govt inv	9.4	12.2	15.0
Export – US$	8.1	5.3	5.0
Import - US$	11.9	6.8	6.4
Current account to GDP	8.2	7.0	6.0
Bt/US$ - avg	32.0	32.8	33.8

Sources: NESDB, BOT, Thanachart estimates

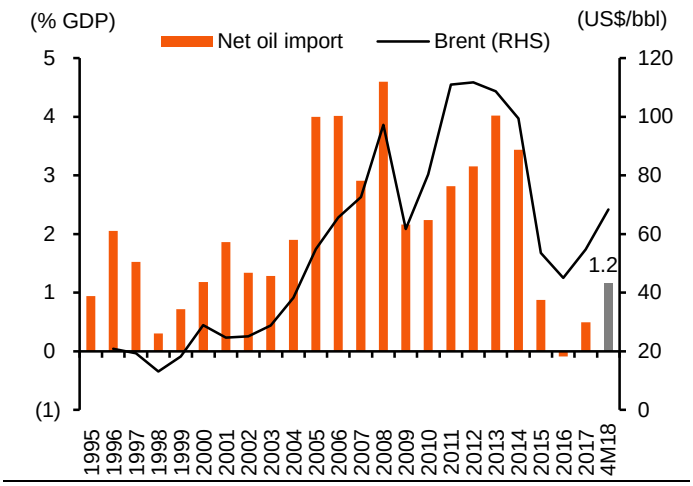
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Commodities Surplus At 7% Of GDP In 4M18



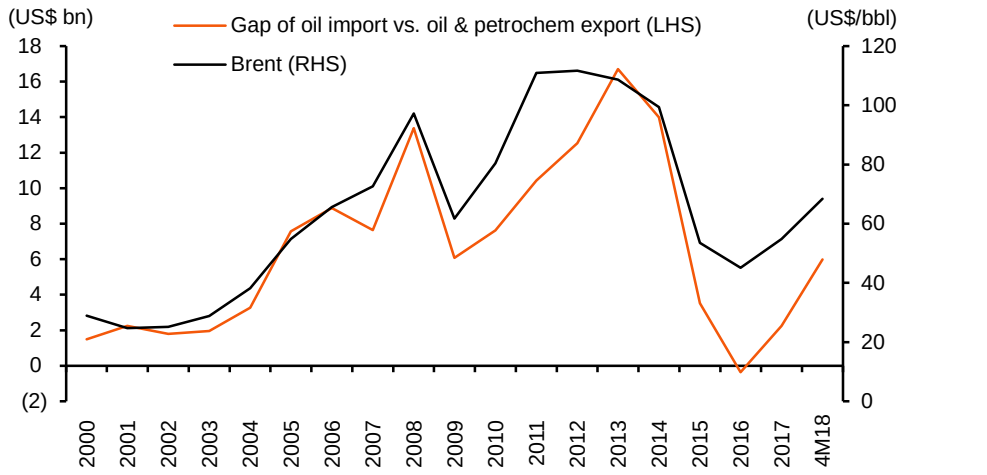
Sources: Bank of Thailand; Thanachart estimates

Ex 2: Net Oil Import Exposure At Only 1.2% Of GDP



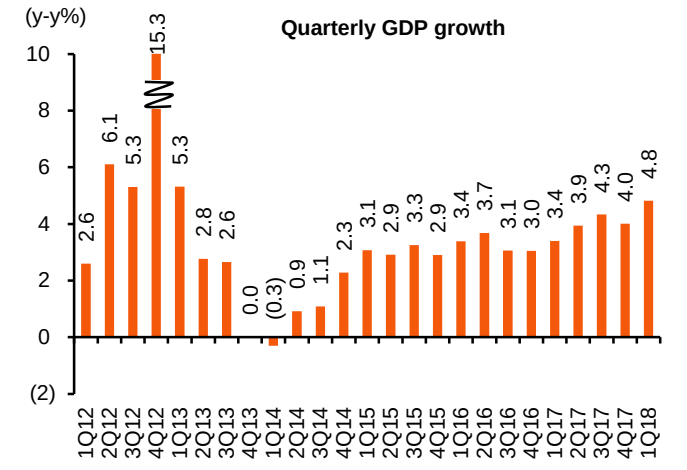
Sources: Bank of Thailand; Thanachart estimates

Ex 3: Gap Between Oil Imports And Oil & Petrochem Exports Has Narrowed



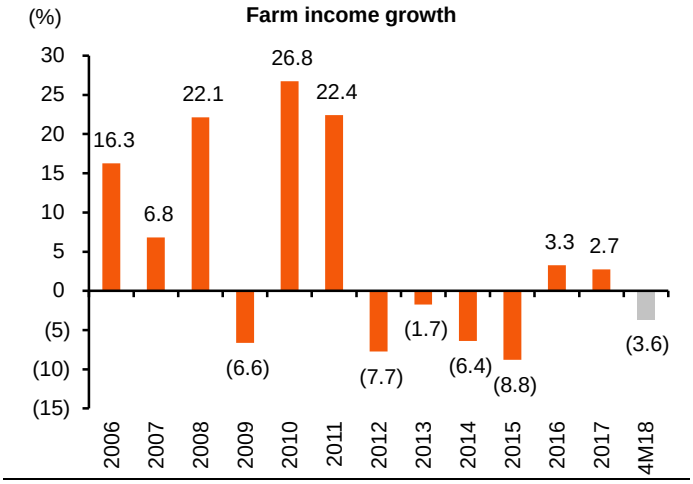
Sources: Bank of Thailand, Thanachart estimates

Ex 4: Thai Economy Gaining Momentum…



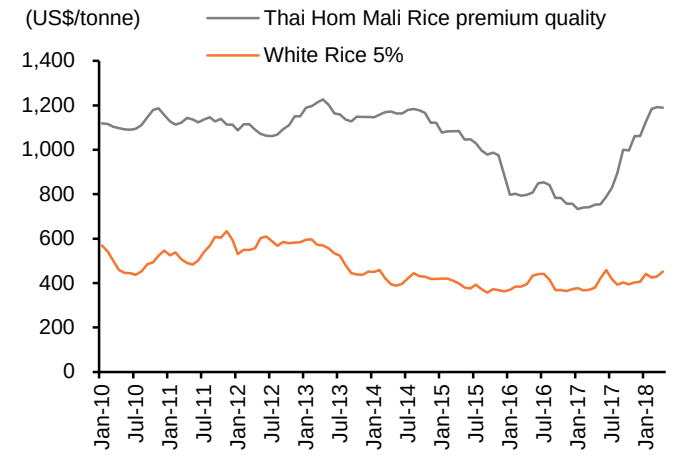
Source: NESDB

Ex 5: …Despite Still Lacking Farm Sector Driver



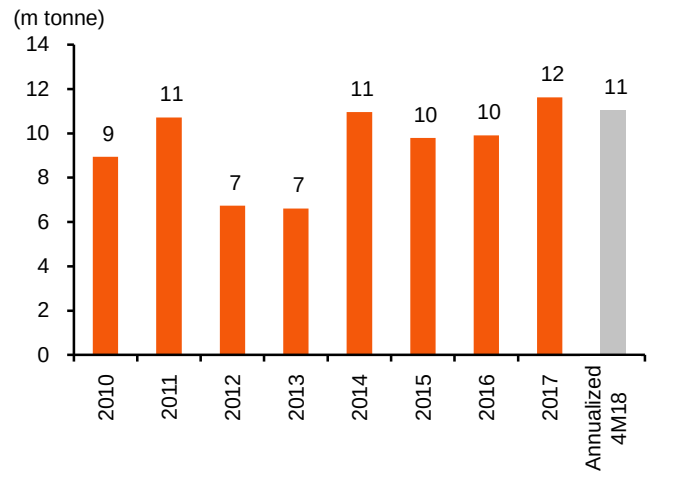
Source: Office of Agricultural Economics

Ex 6: Recovering Rice Prices



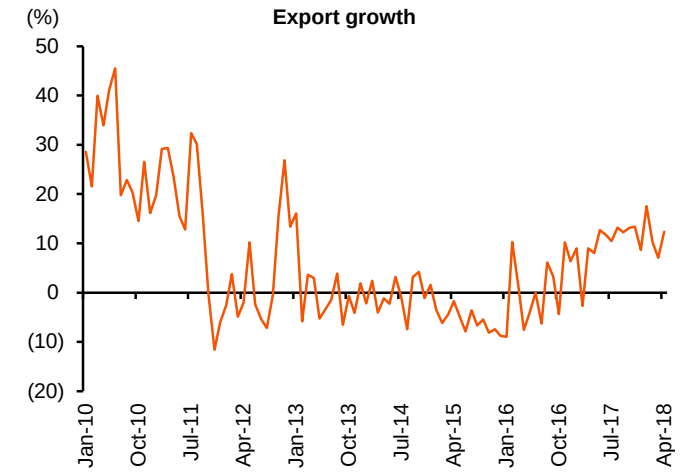
Source: Bloomberg

Ex 7: High Rice Volume Export



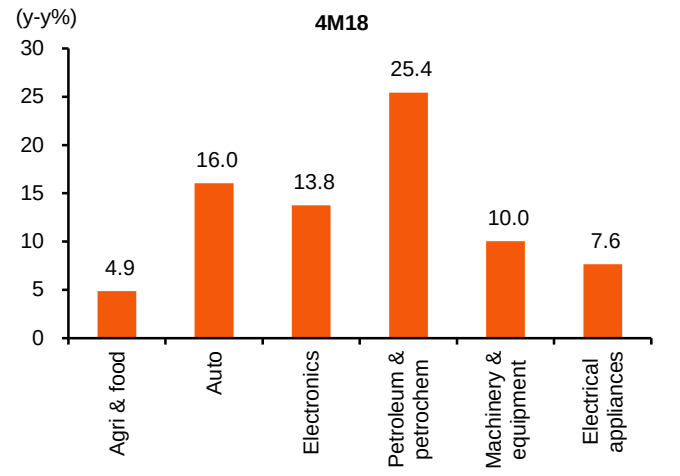
Source: Bank of Thailand or Ministry of Commerce?

Ex 8: Exports Have Been Stronger Than We'd Expected



Source: Bank of Thailand

Ex 9: Growth Of Top Six Export Categories In 4M18



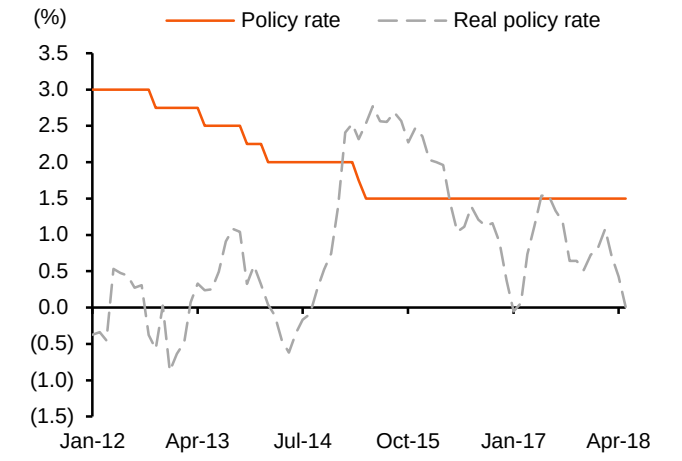
Sources: Bank of Thailand

Ex 10: GDP Growth Revisions

% growth	2014	2015	2016	2017	2018F		2019F		2020F	
					New	Old	New	Old	New	Old
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Real GDP growth	**1.0**	**3.0**	**3.3**	**3.9**	**4.4**	**4.1**	**4.5**	**4.3**	**4.5**	**4.5**
Private consumption	0.8	2.3	3.0	3.2	3.7	3.7	3.6	3.5	3.8	4.0
Private investment	(0.9)	(2.1)	0.5	1.7	4.8	4.5	6.8	7.8	10.0	9.8
Government investment	(6.6)	28.4	9.5	(1.2)	9.4	9.6	12.2	12.7	15.0	15.0
Export (nominal US$ growth)	(0.4)	(5.8)	0.5	9.9	8.1	6.3	5.3	5.5	5.0	5.0
Import (nominal US$ growth)	(9.0)	(11.0)	(4.2)	14.7	11.9	10.1	6.8	6.6	6.4	6.4
Current account (% to GDP)	3.7	8.0	11.7	10.6	8.2	8.1	7.0	7.2	6.0	6.2
Headline CPI	1.9	(0.9)	0.2	0.7	1.2	0.9	1.6	1.4	1.8	1.8
Bt/US$ - average	32.5	34.3	35.3	33.9	32.0	31.7	32.8	32.6	33.8	33.8
Policy rate	2.00	1.50	1.50	1.50	1.75	2.25	2.25	2.00	na	na

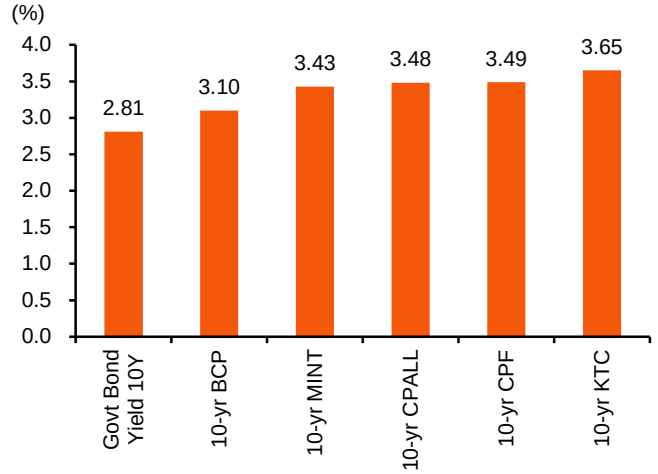
Sources: NESDB, Bank of Thailand, Ministry of Commerce, Thanachart estimates

Ex 11: Real Policy Rate Is Getting Close to Zero



Source: Bloomberg

Ex 12: Thai Rates Are Extremely Low



Source: Thai Bond Markets Association, Bloomberg

Ex 13: Monthly Economic Data

	Oct-17	Nov-17	Dec-17	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18
The real sector (y-y %)							
Manufacturing Production Index, seasonally adjusted (level)	110.9	115.7	115.1	113.4	114.1	114.1	113.3
Manufacturing Production Index, non-seasonal adjusted (level)	108.4	115.4	111.7	117.3	117.2	129.5	103.3
Manufacturing Production Index, non-seasonal adjustment	1.0	6.3	5.8	4.7	4.6	3.2	4.0
Industrial capacity utilization (%)	65.2	69.1	67.8	70.5	70.5	76.3	61.6
Private consumption indicators							
- Non-durable Index	0.4	0.6	(0.9)	(0.1)	0.9	0.6	(0.2)
- Semi-durables Index	0.1	1.1	0.5	4.5	2.7	0.3	4.2
- Durables Index	9.6	13.9	14.2	10.0	4.2	5.3	11.2
- Service Index	7.6	11.2	15.2	8.0	7.6	6.7	9.1
Private investment indicators							
- Car sales for investment purpose	17.5	17.2	0.0	5.0	4.2	0.2	12.1
- Imports of capital goods (at 2010 prices)	13.7	2.7	(3.4)	12.8	7.0	(9.3)	10.3
- Construction material sales Index	(1.1)	1.9	(7.3)	(3.4)	(1.6)	(0.5)	0.0
Government cash balance (Bt bn)	(215.9)	(113.6)	(101.3)	(86.5)	(20.1)	65.7	(20.6)
Consumer Price Index	0.86	0.99	0.78	0.68	0.42	0.79	1.07
- Food	0.40	0.03	0.20	0.09	(0.16)	0.19	0.68
- Non-food	1.11	1.55	1.10	1.04	0.74	1.13	1.31
Core inflation (excluding raw food and energy)	0.58	0.61	0.62	0.58	0.63	0.63	0.64
External accounts (US$ m)							
Exports	20,010	21,235	19,918	19,914	19,817	22,057	18,948
Change (%)	*13.4*	*12.3*	*9.3*	*16.7*	*7.7*	*6.3*	*14.6*
Imports	18,386	17,900	18,374	18,583	17,528	19,042	18,714
Change (%)	*16.6*	*11.9*	*15.4*	*22.5*	*21.8*	*6.7*	*22.7*
Trade balance	1,624	3,335	1,544	1,331	2,289	3,015	234
Current account balance	3,087	4,837	3,407	5,211	6,157	5,751	1,364
Capital account	0	0	(141)	0	(611)	0	0
Financial accounts	(86)	(1,030)	(4,895)	5,012	(3,281)	(2,406)	(148)
- Central bank	(778)	1,575	543	1,410	(583)	276	(1,201)
- Government	(155)	(339)	(140)	29	(640)	(343)	446
- Other depository corporations (ODC)	(711)	1,912	874	559	489	(2,919)	356
- Others	1,557	(4,178)	(6,171)	3,014	(2,546)	580	250
Balance of payments	2,109	2,264	(1,176)	8,969	40	291	888
Official reserves (US$ bn)	200.5	203.1	202.6	214.7	212.7	215.6	215.2
Monetary statistics – end of period (Bt bn)							
Monetary base	1,753.1	1,771.1	1,937.2	1,877.4	1,883.2	1,919.6	1,877.4
Change (%)	*7.2*	*7.5*	*6.7*	*6.5*	*5.5*	*9.7*	*6.3*
Narrow money	1,889.8	1,943.8	2,038.9	1,972.2	1,990.9	2,012.8	2,000.9
Change (%)	*7.3*	*9.1*	*9.4*	*6.1*	*5.7*	*7.6*	*5.2*
Broad money	18,743.4	18,936.0	19,205.7	19,270.4	19,346.6	19,541.3	19,540.2
Change (%)	*4.2*	*4.6*	*5.1*	*5.1*	*5.0*	*6.1*	*5.3*
Other depository corporations credits	**18,501.7**	**18,611.4**	**18,807.0**	**18,946.6**	**18,976.9**	**19,159.6**	**19,205.8**
Change (%)	*4.3*	*4.5*	*4.9*	*5.1*	*4.8*	*6.0*	*5.5*
Other depository corporations private credits	**17,018.9**	**17,139.2**	**17,406.1**	**17,343.2**	**17,446.3**	**17,489.8**	**17,569.3**
Change (%)	*3.2*	*3.3*	*4.1*	*4.1*	*4.3*	*4.6*	*4.8*
Interest rates (% pa)							
- Repurchase rate, 1 day (closing rate daily average)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
- Overnight interbank rate (mid-point daily average)	1.40	1.40	1.48	1.40	1.40	1.48	1.40
- Fixed deposit rate (1 year)	1.38	1.38	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
- Prime rate (MLR)	6.20	6.20	6.28	6.28	6.28	6.28	6.28
Exchange rate (Bt/US$)	**33.22**	**32.64**	**32.57**	**31.32**	**31.38**	**31.19**	**31.55**

Source: Bank of Thailand

Ex 14: Quarterly Economic Data

	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18
The real sector (y-y %)							
Manufacturing Production Index, seasonally adjusted (level)	na	109.5	110.6	113.9	113.9	na	113.9
Manufacturing Production Index, non-seasonal adjusted (level)	110.6	116.5	108.1	111.3	111.8	111.9	121.1
Manufacturing Production Index, non-seasonal adjustment	1.6	0.1	0.8	5.0	4.4	2.5	3.9
Industrial capacity utilization (%)	60.0	69.6	64.5	67.1	67.4	67.1	72.4
Private consumption indicators							
- Non-durable Index	2.2	0.0	0.2	1.8	0.0	0.5	0.5
- Semi-durables Index	1.7	0.6	0.5	1.0	0.6	0.7	2.2
- Durables Index	(1.1)	8.2	5.3	4.7	12.6	7.9	6.2
- Service Index	7.4	4.8	6.1	5.3	11.4	6.9	8.5
Private investment indicators							
- Car sales for investment purpose	(3.2)	(3.4)	10.3	6.5	11.8	5.7	3.0
- Imports of capital goods (at 2010 prices)	(1.8)	(1.1)	5.3	4.4	4.3	3.2	2.8
- Construction material sales Index	(2.0)	(3.3)	0.0	2.2	(2.3)	(0.9)	(1.9)
Government cash balance (Bt bn)	(436.6)	(177.9)	75.5	67.6	(430.8)	(465.6)	(40.9)
Consumer Price Index	0.2	1.25	0.10	0.45	0.88	0.66	0.64
- Food	1.6	1.07	(0.78)	(0.47)	0.22	0.00	0.04
- Non-food	(0.6)	1.35	0.60	0.98	1.25	1.05	0.97
Core inflation (excluding raw food and energy)	0.7	0.66	0.47	0.49	0.61	0.56	0.61
External accounts (US$ m)							
Exports	214,251	56,220	56,088	61,633	61,164	235,106	61,788
Change (%)	*0.1*	*6.8*	*(7.9)*	*12.5*	*11.6*	*9.7*	*9.9*
Imports	177,711	47,406	49,682	51,490	54,661	203,240	55,153
Change (%)	(5.1)	*15.9*	*(14.2)*	*13.0*	*14.6*	14.4	*16.3*
Trade balance	36,539	8,814	6,405	10,143	6,503	31,866	6,635
Current account balance	48,237	15,027	7,822	13,946	11,331	48,127	17,119
Capital account	13	0	0	0	(141)	(141)	(611)
Financial accounts	(21,023)	(7,010)	(5,747)	540	(6,011)	(18,228)	(675)
- Central bank	1,062	370	(367)	1,808	1,341	3,151	1,103
- Government	837	804	1,792	946	(634)	2,909	(954)
- Other depository corporations (ODC)	(691)	(119)	(1,138)	3,276	2,075	4,093	(1,874)
- Others	(22,231)	(8,065)	(6,035)	(5,490)	(8,792)	(28,382)	1,048
Balance of payments	12,845	8,188	1,995	12,577	3,197	25,957	11,981
Official reserves (US$ bn)	172	180.9	185.6	199.3	202.6	202.6	215.6
Monetary statistics – end of period (Bt bn)							
Monetary base	1,816.4	1,750.4	1,705.0	1,775.3	1,937.2	1,937.2	1,919.6
Change (%)	*6.2*	*1.3*	*4.0*	*8.4*	*6.7*	*6.7*	*9.7*
Narrow money	1,864.2	1,870.4	1,870.9	1,889.7	2,038.9	2,038.9	2,010.9
Change (%)	*4.8*	*7.0*	*7.4*	*9.8*	*9.4*	*9.4*	*7.5*
Broad money	18,289.4	18,409.2	18,612.4	18,616.2	19,205.7	19,205.7	19,551.1
Change (%)	*4.2*	*3.3*	*4.4*	*4.9*	*5.0*	*5.0*	*6.2*
Other depository corporations credits	**17,931.5**	**18,069.3**	**18,300.2**	**18,259.4**	**18,807.0**	**18,807.0**	**19,167.9**
Change (%)	*3.8*	*2.7*	*4.1*	*4.7*	*4.9*	*4.9*	*6.1*
Other depository corporations private credits	**16,714.6**	**16,726.1**	**16,913.2**	**16,980.2**	**17,406.1**	**17,406.1**	**17,491.7**
Change (%)	*3.5*	*3.6*	*3.4*	*3.3*	*4.1*	*4.1*	*4.6*
Interest rates (% pa)							
- Repurchase rate, 1 day (closing rate daily average)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
- Overnight interbank rate (mid-point daily average)	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.48
- Fixed deposit rate (1 year)	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
- Prime rate (MLR)	6.33	6.33	6.28	6.28	6.28	6.28	6.28
Exchange rate (Bt/US$)	**35.80**	**34.35**	**33.96**	**33.33**	**32.57**	**32.57**	**31.19**

Source: Bank of Thailand