

贸易不确定性迫在眉睫

- ◆ 美国加征关税可能会扰乱东盟的供应链和贸易流动；越南可能受到的影响最大
- ◆ 贸易政策的不确定性也可能拖累整个地区的制造业投资
- ◆ 但有韧性的当地需求和额外的刺激措施应会使该地区保持繁荣

印尼将继续以其惯有的节奏稳步发展，预计全球贸易紧张局势对其影响较小，而新总统可能最终为经济注入新的活力。得益于财政支出和游客数量增长，泰国将是少数几个经济增速将会回升的国家之一。菲律宾同样比其他东盟国家更能抵御全球贸易摩擦的影响，其经济正在复苏，而在马来西亚，由于投资受到关税不确定性的影响，经济可能有所降温。邻国新加坡将密切关注贸易紧张局势对其经济的影响，而服务业将继续为经济提供支持。越南的经济增长也可能略微放缓，但仍将在东盟国家中名列前茅。

经济概况

[印尼](#) | [马来西亚](#) | [菲律宾](#) | [新加坡](#) | [泰国](#) | [越南](#)

即将到来的关键事件

日期	事件
1月1日	印尼通胀率
1月3日至10日	菲律宾通胀率
1月8日至15日	新加坡国内生产总值
1月13日	菲律宾利率公告
1月17日	印尼利率公告
1月22日	马来西亚利率公告
2月10日	菲律宾利率公告
2月17日	泰国国内生产总值
2月17日	印尼利率公告
2月26日	泰国利率公告
3月6日	马来西亚利率公告
3月13日	菲律宾利率公告
3月17日	印尼利率公告

资料来源：Refinitiv Eikon、汇丰银行

印尼

新篇章

可能保持政策连续性

普拉博沃·苏比安托 (Prabowo Subianto) 于 10 月成为印尼的新总统。财政部长丝莉·穆里亚尼 (Sri Mulyani) 的留任给市场带来了积极的惊喜。现在所有目光都集中在新任政府支持的关键政策上。普拉博沃详细阐述了将继续其前任的改革计划, 包括**启动下游加工 2.0 并继续推进基础设施建设**。然而, 我们认为前路仍有挑战, 例如降低印尼的碳足迹, 以及重组某些国有企业。

经济增长一直表现疲软

与此同时, **经济增长一直表现疲软**。采购经理人指数已经连续五个月下降, 国内生产总值增速仅比疫情前的趋势高 7%。事实上, 第三季国内生产总值按年增速已放缓至 4.9%。细节透露了许多信息, 主要是政府支出推动了投资, 而投资增长速度快于消费。工业增速超过了服务业。制造业似乎正在向金属价值链的上游攀升, 尽管进展较为缓慢。

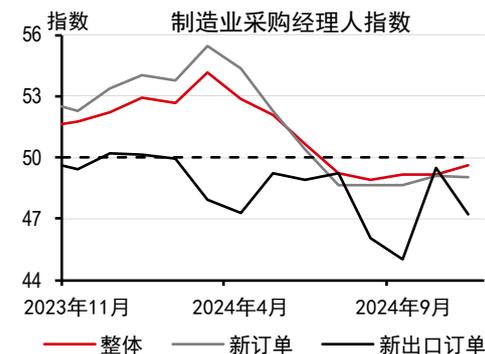
高附加值产品出口可能会促进经济增长

印尼希望将提振潜在国内生产总值增长作为政策优先事项。我们认为, 财政和货币政策刺激可能不足以实现这一目标。通过**提高地域多元化程度和高附加值产品出口**来摆脱商品价格波动, 可能带来巨大的增长潜力。近年来印尼取得了一些进展, 包括在全球出口中占据了更大的市场份额, 对美国实现了贸易顺差, 对中国内地的贸易逆差也在下降。然而, 这些进展未能提振国内经济增长, 因为大约一半的出口与商品挂钩, 几乎没有反向联系。而且, 印尼对其最大贸易伙伴中国内地的出口几乎都是商品密集型产品。

更完善的基础设施有助于提振出口

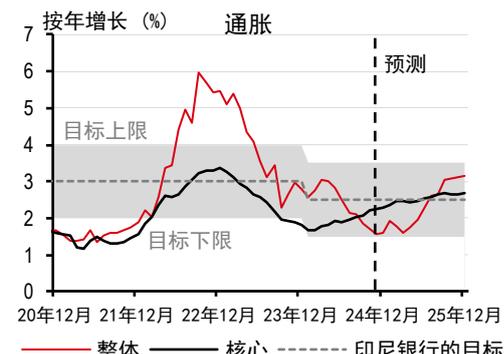
然而, 出口多样化已显现出一些积极的初步迹象。印尼对美国的出口情况与以往大不相同, 事实上, 和越南的出口结构更为相似, 包含了更多的服装、鞋类、电气机械和家具。对东盟的汽车出口在增加, 对美国和拉美的电子产品出口也在上升。但这些出口的占比仍然相当小 (例如, 印尼对美国出口仅占其出口总额的 9%), 需要扩大规模。在贸易保护主义抬头, 全球背景日益具有挑战性的情况下, 这是否可行? 这并非易事, 但也不是不可能。印尼对美国的贸易顺差并不大, 这可能在一定程度上保护其免受大幅关税上调的影响。印尼甚至可能从应对关键出口国新关税所引发的供应链调整中受益。那么, 如何实现这一目标呢? 印尼需要在多个方面付出努力——**加强基础设施建设、扩大贸易协定、培养技能型劳动力以及简化商业流程**。

制造业采购经理人指数已连续 5 个月下降



资料来源: CEIC、汇丰银行

通胀远低于印尼银行 2.5% 的目标



资料来源: CEIC、汇丰银行

马来西亚

投资宠儿

马来西亚经济实现了广泛的增长

马来西亚经济在 2024 年继续强劲复苏。继 2024 年上半年按年强劲增长 5.1% 之后，2024 年第三季度马来西亚经济按年增速加快至 5.3%。更重要的是，**各个行业的增长都表现强劲**。

首先，马来西亚**制造业继续走强**。然而，从产品的角度来看，情况喜忧参半。得益于全球消费电子行业的改善，电气和电子产品出口大幅反弹。与其他东盟国家相比，马来西亚的贸易部门仍有改善的空间，尽管商品领域的表现并不如此乐观。棕榈油继续保持两位数增长，但石油和液化天然气出口仍拖累整体出口表现。

在特朗普成功再次当选美国总统后，现在所有目光都集中在美国贸易政策上。特朗普提议的许多政策措施可能会打击全球贸易，但仍存在很大的不确定性。马来西亚对美国的巨额贸易顺差可能会引起不必要的关注，而其重要的半导体行业可能是面临关税风险的领域之一。幸运的是，尽管存在外部风险，但消费和投资能够在一定程度上支持经济增长。值得注意的是，**固定资本形成总额的增长表现出色**，连续三个季度实现了两位数的增长，这得益于公共部门和私营部门的共同推动。

我们预计 2024 年国内生产总值增长 5.2%.....

鉴于经济增长趋势强劲，我们最近将**2024 年国内生产总值增长预测从 5.0% 上调至 5.2%**，更接近政府预测区间 4.8-5.3% 的上限。同时，我们也将 2025 年经济增长预测从 4.6% 上调至 4.8%。

.....通胀预期 1.9%

除经济增长之外，通胀保持在可控范围内。今年前 10 个月，整体通胀平均按年上升约 1.8%。鉴于近期通胀低于预期，我们最近将 2024 年**整体通胀预测从 2.3% 下调至 1.9%**，2025 年预测从 3% 下调至 2.7%，尽管我们承认，由于潜在的 RON95 汽油补贴调整，仍存在不确定性。我们认为马来西亚国家银行将**维持 3% 的政策利率不变**，这一观点我们已经持有较长时间。尽管如此，考虑到通胀上行风险，加息的可能性可能高于降息；然而，两者都不是我们的基准情景。

电子产品出口正在反弹，而商品出口一直在下降



资料来源：CEIC、汇丰银行

通胀仍在可控范围内，为马来西亚国家银行保持利率不变提供了空间



资料来源：CEIC、汇丰银行

菲律宾

避免冲击

菲律宾能够相对较好地抵御关税风险……

随着全球贸易紧张局势的升温，**菲律宾是东盟国家中在关税风险方面最为抗压的经济体之一**。首先，菲律宾并不是一个主要的商品出口国；2023 年，菲律宾的出口占其国内生产总值的 16.8%，在东盟国家中最低。但其抵御能力不仅仅体现在商品出口的占比上。菲律宾的经济特色在于服务业出口。服务业不仅面临的关税风险最小，而且人工智能和数字化使得服务变得更具可贸易性——为菲律宾提供了一个机会窗口，帮助其扩展全球经济影响力。

……但可能会受到汇率波动的影响

但菲律宾并非完全不受影响。该经济体可能会通过货币政策和外汇市场间接受到影响。自疫情结束以来，由于政府雄心勃勃的基础设施议程，菲律宾的经常项目差额一直处于赤字状态。如果美联储决定提前结束宽松周期，并将货币政策利率维持在高于预期的水平，这将使菲律宾**容易受到汇率波动的影响**。如果美国的关税政策再次推动通胀上升，菲律宾也可能受到影响。

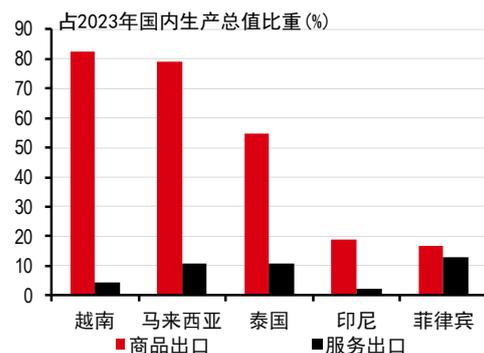
通胀预计保持在较低范围内

当然，这也使菲律宾央行的宽松周期变得更加复杂。国内经济状况已经迫切需要进一步宽松。由于超强台风（比如台风摩羯和万宜）在过去三个月肆虐该群岛，2024 年第三季经济增长低于预期。此外，通胀保持温和，维持在菲律宾央行 2-4% 目标区间的下限。我们预计 **2025 年通胀将继续保持在下限范围内**，稻米的低关税将抑制整体价格上涨。这种低通胀环境给了菲律宾央行继续其宽松周期的动力。

我们预计宽松周期将较慢且持续时间较长

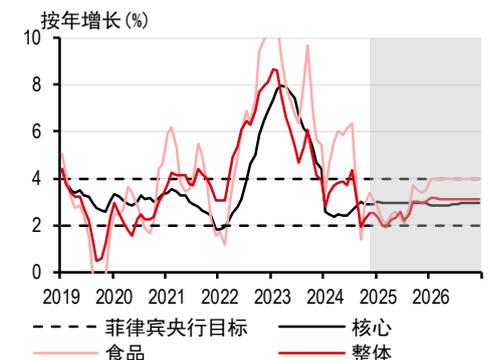
但宽松步伐很重要。菲律宾央行可能会关注美联储的宽松周期，以缓解美元兑菲律宾比索的波动，并遏制外汇引发的通胀风险。尽管如此，我们最近调整了政策利率预测，**预计宽松周期将较慢且持续时间较长**，但我们将最终利率预测保持在 5.00% 不变。我们目前预计，菲律宾央行不会在连续的利率决策会议中降息，而是与美联储步调一致，改为在每隔一次的货币政策委员会会议中进行降息。这意味着菲律宾央行可能在 **2025 年第三季以 5.00% 的最终利率结束宽松周期**。

由于在商品出口占比有限，菲律宾免受关税风险影响



资料来源：CEIC、汇丰银行。

我们预计 2025 年全年整体通胀按年涨幅将保持在 3.0% 以下



注：阴影区域代表汇丰预测。
资料来源：CEIC、汇丰银行

新加坡

大幅波动

第三季度国内生产总值按年增速加快至 5.4%

对于一个发达市场而言，看到超过 5% 的年增长率并不常见，但新加坡做到了。继 2024 年上半年按年增长 3% 之后，**新加坡第三季按年增速加快至 5.4%**。这使新加坡在第三季成为经济增速第二快的东盟经济体，仅次于越南。

尽管如此，深入分析国内生产总值的构成同样重要。第三季约 80% 的增长要归功于整体制造业的强劲反弹。在经历了两个季度的下滑后，新加坡制造业终于开始复苏。更重要的是，看到主要子行业的广泛增长令人鼓舞，**特别是在半导体和制药领域**，虽然其中一些领域的增长本质上具有波动性。

劳动力市场保持韧性

与蓬勃发展的制造业不同，服务业的情况喜忧参半。虽然与贸易相关的服务一直受益于贸易上升周期，而且与旅游相关的服务继续保持韧性，但一些面向消费者的行业出现了放缓。劳动力市场也是新加坡金融管理局评估整体经济健康状况时的重要考虑因素。幸运的是，尽管出现了初步的降温迹象，但**劳动力市场仍保持韧性**。总体而言，我们最近将 2024 年增长预测上调至 3.0%（此前为 2.4%），并将 2025 年增长预测维持在 2.6%

通胀已经放缓

不仅经济增长有所改善，在降低通胀方面也取得进展。由于价格压力全面降温，**10 月核心通胀按年涨幅放缓至 2.1%**。服务业通胀是主要推动因素，而在电价下调后，燃料和公用事业成本继续小幅下降。因此，我们最近将 2024 年的核心通胀预测从 2.8% 下调至 2.7%，但将 2025 年预测维持在 1.9% 不变。

尽管通胀降温，但我们认为这不会促使新加坡金融管理局在明年 1 月实施宽松政策。在 10 月的会议上，新加坡金融管理局对其当前货币政策的承诺有所减弱，但也没有承诺在 2025 年改变货币政策。毕竟，在市场等待当选总统特朗普第二任期的具体政策变得更加明朗之际，仍存在不确定性。

电子产品和非石油国内出口继续显示强劲增长，尽管近期有所放缓



新加坡在反通胀方面持续取得良好进展



泰国

财政力量

引擎轰鸣，活塞开始运转。泰国经济正蓄势待发，动力十足。

泰国的财政引擎再次启动

在经历了 2023 年的疲弱复苏之后，泰国 2024 年第三季增速加快至 3.0%，连续第二个季度高于预期。泰国的出口引擎终于开始运转，过去四个月出口平均按年增长 9.5%。中国内地的内需略有回升，同时全球各地的进口商纷纷提前采购，以免受关税风险的影响。泰国的游客到访人数也持续改善。最重要的是，经过一段低迷期，**泰国经济的财政引擎终于重新运转**。2024 财年预算直到 4 月才通过，距离财政年度开始已有六个月。因此，政府将所有支出集中安排在 2024 年第三季度，并在财政年度结束前一周启动了数字钱包计划的第一阶段。2024 年 9 月 25 日，泰国政府向 1,450 万低收入和残障公民发放了每人 1 万泰铢现金，这一刺激措施预计将在 10 月产生效果。尽管如此，我们预计 2024 年第四季按年增速将加快至 4.1%。

较高的家庭债务可能会拖累消费

但 2025 年仍面临一些挑战。泰国的家庭债务占国内生产总值的比重为 89.6%，是上中等收入经济体中最高的，可能成为**拖累私人消费的主要因素**。制造业也显示出疲软迹象，银行不愿为汽车购买提供信贷，制造商则面临来自中国内地和东盟同业的激烈竞争。与越南和马来西亚一样，由于对贸易的依赖以及中国零部件对泰国出口的重要性，泰国经济也高度暴露于关税风险之下。如果不采取任何措施，2025 年经济增速可能会放缓至 2.5-3.0%。

我们预测 2025 年国内生产总值增长 3.3%

但我们并不预期如此。因为随着 2025 财年预算的通过，政策的不确定性终于消退。其中，1,860 亿泰铢被指定用于数字钱包计划的第二和第三阶段。虽然这只是该计划剩余 3,000 亿泰铢的一部分，但政府决心在 2025 年上半年全面实施该计划（泰国《民族报》，2024 年 11 月 20 日）。我们预计，这项财政刺激措施将**推动 2025 年全年增长达到 3.3%**。

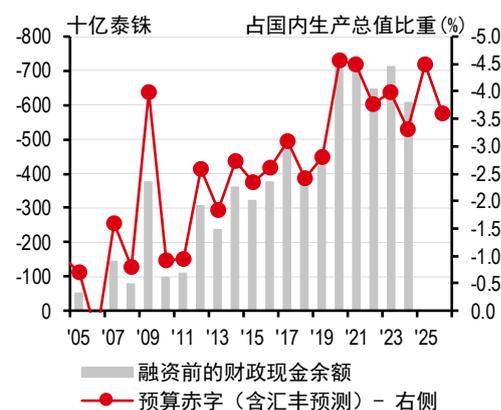
然而，我们预计货币政策不会随之放松。由于经济增长主要通过财政手段推动，我们预计泰国银行将**维持其货币政策利率在 2.25% 不变**。

出口终于好转，出口商提前销售以应对风险



资料来源: CEIC、汇丰银行

我们预计财政赤字将大致与疫情期间的水平相当



资料来源: CEIC、Macrobond。2025 和 2026 年赤字为汇丰预测。

越南

关键时刻

越南的强劲增长得益于贸易

越南继续引领东盟的经济增长。2024 年第三季度，越南的经济增速明显高于预期，按年增速从 2024 年上半年的 6.4% 加快至 7.4%。尽管越南在 9 月遭遇了 70 年来最强的台风摩羯，但由于强劲的贸易表现，经济增长依然保持强劲。

更令人鼓舞的是贸易复苏的广度。尽管复苏从消费电子产品开始，其他主要出口商品，包括纺织品、鞋类、机械和农产品，都实现了出色的增长。尽管全球贸易前景存在不确定性，但预计出口将在短期内继续保持稳健的增长趋势。

国内经济状况有望改善

然而，国内部门尚未出现明显的回升。鉴于国内经济增长趋势相对低迷，政府已批准将原定于 2024 年底到期的 2% 增值税减免政策再次延长至 2025 年 6 月。尽管如此，国内经济状况仍在逐渐改善。房地产市场信心和信贷增速继续回升，而制造业活动增长预计最终会以更大力度传导至就业市场和家庭收入。

我们预计 2024 年国内生产总值增长 7.0%

我们预计 2024 年国内生产总值增长 7.0%，2025 年增长 6.5%。然而，我们注意到美国可能出台的关税政策会对贸易产生不利影响。越南国会已将 2025 年国内生产总值增长目标设定为 6.5-7%，但最近越南总理范明正（Pham Minh Chinh）表示，政府将努力实现约 8% 的增长（彭博资讯，2024 年 12 月 2 日）。

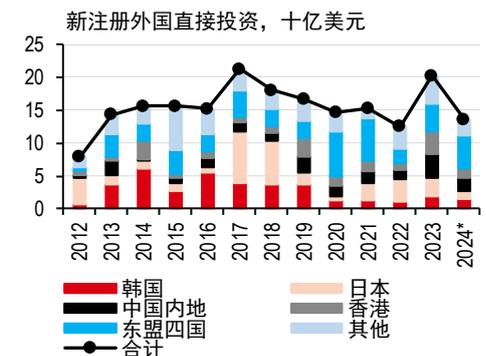
除了经济增长之外，由于基础价格压力保持温和，通胀依然大幅低于越南国家银行 4.5% 的目标上限。全球能源价格的近期回落也对越南有利。我们预计，通胀将在我们预测的时间范围内保持温和，并将 2024 和 2025 年通胀预测分别维持在 3.6% 和 3.0%。然而，货币市场的变化仍需密切关注，我们预计越南国家银行将在 2025 年保持谨慎，并维持当前的政策利率不变。

出口增长已正常化，保持健康增速



资料来源: CEIC、汇丰银行

东盟的外国直接投资流入占越南 2024 年外国直接投资的主要份额



注: 东盟四国 = 马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。

*2024 年数据截至 9 月。

资料来源: CEIC、汇丰银行

披露附录

1. 本报告发布日期为 2024年12月20日。
2. 除非本报告中列明不同日期及 / 或具体时间，否则本报告所载的所有市场数据均截至 2024年12月19日收市时间。
3. 汇丰设有识别及管理与研究业务相关的潜在利益冲突的制度。汇丰分析师及其他从事研究报告编制和发布工作的人员有独立于投资银行业务的汇报线。研究业务与投资银行及自营交易业务之间设有信息隔离墙，以确保机密及 / 或价格敏感信息得到妥善处理。
4. 您不得出于以下目的使用本文件中的任何信息作为参考：(i) 决定贷款协议、其它财务合约或金融工具项下的应付利息，或其他应付款项，(ii) 决定购买、出售、交易或赎回金融工具的价格，或金融工具的价值，及 / 或 (iii) 衡量金融工具的表现。
5. 本报告为汇丰环球研究发布的英文报告的中文翻译版本。香港上海汇丰银行有限公司、汇丰银行（中国）有限公司和汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

免责声明

本报告由香港上海汇丰银行有限公司(简称「HBAP」, 注册地址香港皇后大道中1号)编制。HBAP在香港成立, 隶属于汇丰集团。

本报告由汇丰(台湾)商业银行有限公司及HBAP(合称「发行方」)向其客户分发。本报告仅供一般传阅和资讯参考目的。本报告在编制时并未考虑任何特定客户或用途, 亦未考虑任何特定客户的任何投资目标、财务状况或个人情况或需求。HBAP根据在编制时来自其认为可靠来源的公开信息编制本报告, 但未独立验证此类资讯。本报告的内容如有变更恕不另行通知。对于因您使用或依赖本报告, 而可能导致您产生、或承受因此造成、导致或与其相关的任何损失、损害或任何形式的其他后果, HBAP及发行方不承担任何责任。对于本报告的准确性、及时性或完整性, HBAP及发行方并不作出任何担保、声明或保证。本报告并非投资建议或意见, 亦不以销售投资或服务或邀约购买或认购这些投资或服务为目的。您不应使用或依赖本报告作出任何投资决定。HBAP及发行方对于您的此类使用或依赖不承担任何责任。若对本报告内容有任何问题, 您应该咨询您所地区的专业顾问。您不应为任何目的向任何个人或实体复制或进一步分发本报告部分或全部的内容。本报告不得在任何禁止分派本报告的地区分发。

以下条款仅适用于汇丰(台湾)商业银行有限公司向其客户分发时的情况

汇丰(台湾)办理信托业务, 应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰(台湾)不承担信托业务之管理或运用绩效, 委托人或受益人应自负盈亏。

中国内地

在中国内地, 本报告由汇丰银行(中国)有限公司(简称“汇丰中国”)及汇丰金融科技服务(上海)有限责任公司向其客户分发, 仅用于一般参考目的。本报告并不旨在提供证券和期货投资建议或提供金融信息服务, 亦不旨在推广或销售任何理财产品。本报告所载内容和信息均基于现状提供。若对本报告内容有任何问题, 您应该咨询您所在辖区的专业顾问。

汇丰金融科技服务(上海)有限责任公司的重要提示:

1. 本文及/或视频所载观点和信息仅供一般参考, 并不旨在提供任何专业意见(包括但不限于财务、税务、法律或会计等方面的意见)或产品购买/投资建议, 也不构成对购买任何产品和服务的推荐、要约或要约邀请, 请勿将其作为任何产品购买/投资或其他决定的依据。在您就任何具体问题做出决定或采取行动前, 请咨询专业人士。
2. 我们不对本文或视频所载源自第三方的信息的准确性、及时性或完整性作出任何担保、陈述或保证。源自第三方的信息仅供您参考, 不代表我们推荐或认可其中的观点、数据或其他信息。
3. 以上内容源自第三方且我们已获授权在此发布, 未经授权不得二次转载。

© 版权香港上海汇丰银行有限公司 2024, 版权所有。

未经香港上海汇丰银行有限公司的事先书面许可, 不得对本报告任何部分进行复制、存储于检索系统, 或以任何电子、机械、影印、记录或其它形式或方式进行传输。

[1249786]