

貿易不確定性迫在眉睫

- ◆ 美國加征關稅可能會擾亂東盟的供應鏈和貿易流動；越南可能受到的影響最大
- ◆ 貿易政策的不確定性也可能拖累整個地區的製造業投資
- ◆ 但有韌性的當地需求和額外的刺激措施應會使該地區保持繁榮

印尼將繼續以其慣有的節奏穩步發展，預計全球貿易緊張局勢對其影響較小，而新總統可能最終為經濟注入新的活力。得益于財政支出和遊客數量增長，泰國將是少數幾個經濟增速將會回升的國家之一。菲律賓同樣比其他東盟國家更能抵禦全球貿易摩擦的影響，其經濟正在復甦，而在馬來西亞，由於投資受到關稅不確定性的影響，經濟可能有所降溫。鄰國新加坡將密切關注貿易緊張局勢對其經濟的影響，而服務業將繼續為經濟提供支持。越南的經濟增長也可能略微放緩，但仍將在東盟國家中名列前茅。

經濟概況

[印尼](#) | [馬來西亞](#) | [菲律賓](#) | [新加坡](#) | [泰國](#) | [越南](#)

即將到來的關鍵事件

日期	事件
1月1日	印尼通脹率
1月3日至10日	菲律賓通脹率
1月8日至15日	新加坡國內生產總值
1月13日	菲律賓利率公告
1月17日	印尼利率公告
1月22日	馬來西亞利率公告
2月10日	菲律賓利率公告
2月17日	泰國國內生產總值
2月17日	印尼利率公告
2月26日	泰國利率公告
3月6日	馬來西亞利率公告
3月13日	菲律賓利率公告
3月17日	印尼利率公告

資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

印尼

新篇章

可能保持政策連續性

普拉博沃·蘇比安托 (Prabowo Subianto) 于 10 月成為印尼的新總統。財政部長絲莉·穆裡亞尼 (Sri Mulyani) 的留任給市場帶來了積極的驚喜。現在所有目光都集中在新任政府支持的關鍵政策上。普拉博沃詳細闡述了將繼續其前任的改革計劃，包括**啟動下游加工 2.0 並繼續推進基礎設施建設**。然而，我們認為前路仍有挑戰，例如降低印尼的碳足跡，以及重組某些國有企業。

經濟增長一直表現疲軟

與此同時，**經濟增長一直表現疲軟**。採購經理人指數已經連續五個月下降，國內生產總值增速僅比疫情前的趨勢高 7%。事實上，第三季國內生產總值按年增速已放緩至 4.9%。細節透露了許多資訊，主要是政府支出推動了投資，而投資增長速度快於消費。工業增速超過了服務業。製造業似乎正在向金屬價值鏈的上游攀升，儘管進展較為緩慢。

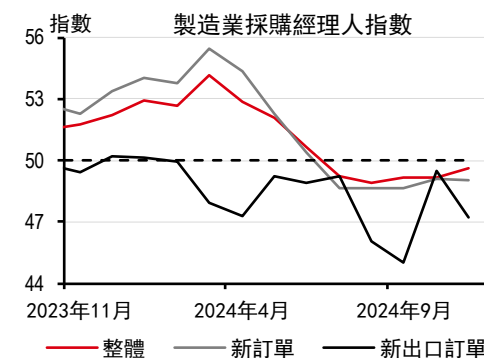
高附加值產品出口可能會促進經濟增長

印尼希望將提振潛在國內生產總值增長作為政策優先事項。我們認為，財政和貨幣政策刺激可能不足以實現這一目標。透過**提高地域多元化程度和高附加值產品出口**來擺脫商品價格波動，可能帶來巨大的增長潛力。近年來印尼取得了一些進展，包括在全球出口中佔據了更大的市場份額，對美國實現了貿易順差，對中國內地的貿易逆差也在下降。然而，這些進展未能提振國內經濟增長，因為大約一半的出口與商品掛鉤，幾乎沒有反向聯繫。而且，印尼對其最大交易夥伴中國內地的出口幾乎都是商品密集型產品。

更完善的基礎設施有助於提振出口

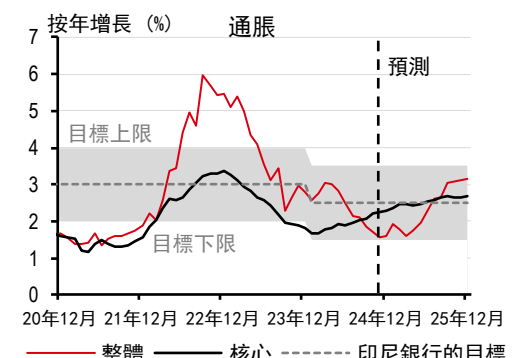
然而，出口多樣化已顯現出一些積極的初步跡象。印尼對美國的出口情況與以往大不相同，事實上，和越南的出口結構更為相似，包含了更多的服裝、鞋類、電氣機械和傢俱。對東盟的汽車出口在增加，對美國和拉美的電子產品出口也在上升。但這些出口的占比仍然相當小（例如，印尼對美國出口僅占其出口總額的 9%），需要擴大規模。在貿易保護主義抬頭，全球背景日益具有挑戰性的情況下，這是否可行？這並非易事，但也不是不可能。印尼對美國的貿易順差並不大，這可能在一定程度上保護其免受大幅關稅上調的影響。印尼甚至可能從應對關鍵出口國新關稅所引發的供應鏈調整中受益。那麼，如何實現這一目標呢？印尼需要在多個方面付出努力——**加強基礎設施建設、擴大貿易協定、培養技能型勞動力以及簡化商業流程**。

製造業採購經理人指數已連續 5 個月下降



資料來源：CEIC、滙豐銀行

通脹遠低於印尼銀行 2.5% 的目標



資料來源：CEIC、滙豐銀行

馬來西亞

投資寵兒

馬來西亞經濟實現了廣泛的增長

馬來西亞經濟在 2024 年繼續強勁復甦。繼 2024 年上半年按年強勁增長 5.1% 之後，2024 年第三季馬來西亞經濟按年增速加快至 5.3%。更重要的是，**各個行業的增長都表現強勁**。

首先，馬來西亞**製造業繼續走強**。然而，從產品的角度來看，情況喜憂參半。得益於全球消費電子行業的改善，電氣和電子產品出口大幅反彈。與其他東盟國家相比，馬來西亞的貿易部門仍有改善的空間，儘管商品領域的表現並不如此樂觀。棕櫚油繼續保持兩位數增長，但石油和液化天然氣出口仍拖累整體出口表現。

在特朗普成功再次當選美國總統後，現在所有目光都集中在美國貿易政策上。特朗普提議的許多政策措施可能會打擊全球貿易，但仍存在很大的不確定性。馬來西亞對美國的巨額貿易順差可能會引起不必要的關注，而其重要的半導體行業可能是面臨關稅風險的領域之一。幸運的是，儘管存在外部風險，但消費和投資能夠在一定程度上支持經濟增長。值得注意的是，**固定資本形成總額的增長表現出色**，連續三個季度實現了兩位數的增長，這得益於公共部門和私營部門的共同推動。

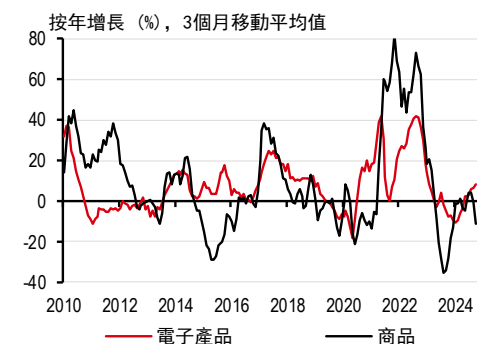
我們預計 2024 年國內生產總值增長 5.2%.....

鑒於經濟增長趨勢強勁，我們最近將**2024 年國內生產總值增長預測從 5.0% 上調至 5.2%**，更接近政府預測區間 4.8-5.3% 的上限。同時，我們也將 2025 年經濟增長預測從 4.6% 上調至 4.8%。

.....通脹預期 1.9%

除經濟增長之外，通脹保持在可控範圍內。今年前 10 個月，整體通脹平均按年上升約 1.8%。鑒於近期通脹低於預期，我們最近將**2024 年整體通脹預測從 2.3% 下調至 1.9%**，2025 年預測從 3% 下調至 2.7%，儘管我們承認，由於潛在的 RON95 汽油補貼調整，仍存在不確定性。我們認為馬來西亞國家銀行將**維持 3% 的政策利率不變**，這一觀點我們已經持有較長時間。儘管如此，考慮到通脹上行風險，加息的可能性可能高於降息；然而，兩者都不是我們的基準情景。

電子產品出口正在反彈，而商品出口一直在下降



資料來源：CEIC、滙豐銀行

通脹仍在可控範圍內，為馬來西亞國家銀行保持利率不變提供了空間



資料來源：CEIC、滙豐銀行

菲律賓

避免衝擊

菲律賓能夠相對較好地抵禦關稅風險……

隨著全球貿易緊張局勢的升溫，菲律賓是東盟國家中在關稅風險方面最為抗壓的經濟體之一。首先，菲律賓並不是一個主要的商品出口國；2023年，菲律賓的出口占其國內生產總值的16.8%，在東盟國家中最低。但其抵禦能力不僅僅體現在商品出口的占比上。菲律賓的經濟特色在於服務業出口。服務業不僅面臨的關稅風險最小，而且人工智慧和數位化使得服務變得更具可貿易性——為菲律賓提供了一個機會，助力其擴展全球經濟影響力。

……但可能會受到匯率波動的影響

但菲律賓並非完全不受影響。該經濟體可能會透過貨幣政策和外匯市場間接受到影響。自疫情結束以來，由於政府雄心勃勃的基礎設施議程，菲律賓的經常帳戶差額一直處於赤字狀態。如果美聯儲決定提前結束寬鬆週期，並將貨幣政策利率維持在高於預期的水平，這將使菲律賓容易受到匯率波動的影響。如果美國的關稅政策再次推動通脹上升，菲律賓也可能受到影響。

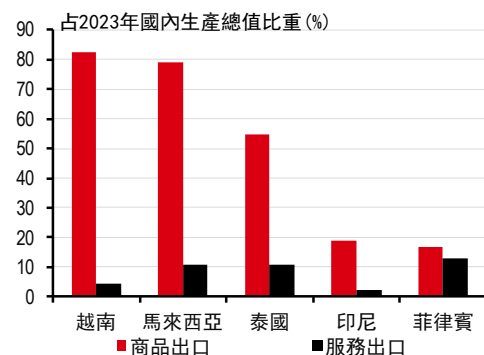
通脹預計保持在較低的範圍內

當然，這也使菲律賓央行的寬鬆週期變得更加複雜。國內經濟狀況已經迫切需要進一步寬鬆。由於超強颱風（比如颱風摩羯和萬宜）在過去三個月肆虐該群島，2024年第三季經濟增長低於預期。此外，通脹保持溫和，維持在菲律賓央行2-4%目標區間的下限。我們預計2025年通脹將繼續保持在下限範圍內，稻米的低關稅將抑制整體價格上漲。這種低通脹環境給了菲律賓央行繼續其寬鬆週期的動力。

我們預計寬鬆週期將較慢且持續時間較長

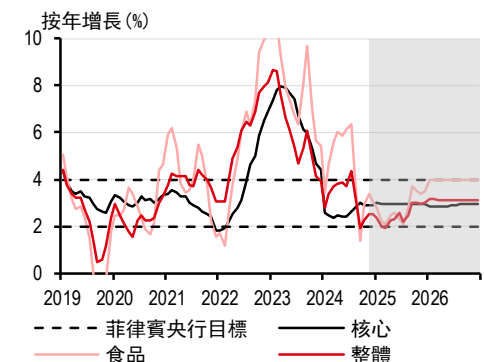
但寬鬆步伐很重要。菲律賓央行可能會關注美聯儲的寬鬆週期，以緩解美元兌菲律賓比索的波動，並遏制外匯引發的通脹風險。儘管如此，我們最近調整了政策利率預測，預計寬鬆週期將較慢且持續時間較長，但我們將最終利率預測保持在5.00%不變。我們目前預計，菲律賓央行將不會在連續的利率決策會議中降息，而是與美聯儲步調一致，改為在每隔一次的貨幣政策委員會會議中進行降息。這意味著菲律賓央行可能在2025年第三季以5.00%的最終利率結束寬鬆週期。

由於在商品出口占比有限，菲律賓免受關稅風險影響



資料來源：CEIC、滙豐銀行。

我們預計2025年全年整體通脹按年漲幅將保持在3.0%以下



注：陰影區域代表滙豐預測。
資料來源：CEIC、滙豐銀行

新加坡

大幅波動

第三季國內生產總值按年增速加快至 5.4%

對於一個發達市場而言，看到超過 5% 的年增長率並不常見，但新加坡做到了。繼 2024 年上半年按年增長 3% 之後，**新加坡第三季按年增速加快至 5.4%**。這使新加坡在第三季成為經濟增速第二快的東盟經濟體，僅次於越南。

儘管如此，深入分析國內生產總值的構成同樣重要。第三季約 80% 的增長要歸功於整體製造業的強勁反彈。在經歷了兩個季度的下滑後，新加坡製造業終於開始復甦。更重要的是，看到主要子行業的廣泛增長令人鼓舞，**特別是在半導體和製藥領域**，雖然其中一些領域的增長本質上具有波動性。

勞動力市場保持韌性

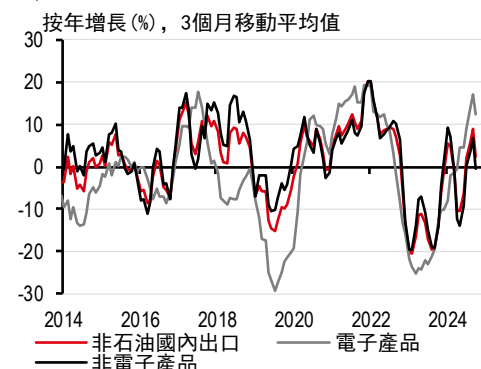
與蓬勃發展的製造業不同，服務業的情況喜憂參半。雖然與貿易相關的服務一直受益於貿易上升週期，而且與旅遊相關的服務繼續保持韌性，但一些面向消費者的行業出現了放緩。勞動力市場也是新加坡金融管理局評估整體經濟健康狀況時的重要考慮因素。幸運的是，儘管出現了初步的降溫跡象，但**勞動力市場仍保持韌性**。總體而言，我們最近將 2024 年增長預測上調至 3.0%（此前為 2.4%），並將 2025 年增長預測維持在 2.6%

通脹已經放緩

不僅經濟增長有所改善，在降低通脹方面也取得進展。由於價格壓力全面降溫，**10 月核心通脹按年漲幅放緩至 2.1%**。服務業通脹是主要推動因素，而在電價下調後，燃料和公用事業成本繼續小幅下降。因此，我們最近將 2024 年的核心通脹預測從 2.8% 下調至 2.7%，但將 2025 年預測維持在 1.9% 不變。

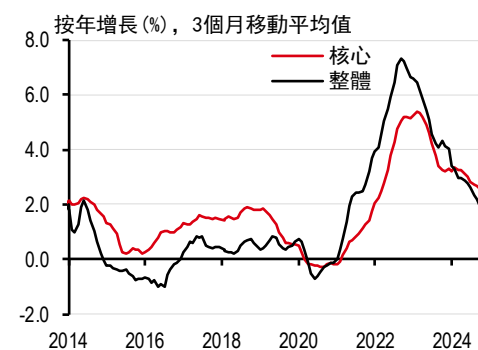
儘管通脹降溫，但我們認為這不會促使新加坡金融管理局在明年 1 月實施寬鬆政策。在 10 月的會議上，新加坡金融管理局對其當前貨幣政策的承諾有所減弱，但也沒有承諾在 2025 年改變貨幣政策。畢竟，在市場等待當選總統特朗普第二任期的具體政策變得更加明朗之際，仍存在不確定性。

電子產品和非石油國內出口繼續顯示強勁增長，儘管近期有所放緩



資料來源：CEIC、滙豐銀行

新加坡在反通脹方面持續取得良好進展



資料來源：CEIC、滙豐銀行

泰國

財政力量

引擎轟鳴，活塞開始運轉。泰國經濟正蓄勢待發，動力十足。

泰國的財政引擎再次啟動

在經歷了2023年的疲弱復甦之後，泰國2024年第三季增速加快至3.0%，連續第二個季度高於預期。泰國的出口引擎終於開始運轉，過去四個月出口平均按年增長9.5%。中國內地的內需略有回升，同時全球各地的進口商紛紛提前採購，以免受關稅風險的影響。泰國的遊客到訪人數也持續改善。最重要的是，經過一段低迷期，**泰國經濟的財政引擎終於重新運轉**。2024財年預算直到4月才通過，距離財政年度開始已有六個月。因此，政府將所有支出集中安排在2024年第三季度，並在財政年度結束前一周啟動了數字錢包計劃的第一階段。2024年9月25日，泰國政府向1,450萬低收入和殘障公民發放了每人1萬泰銖現金，這一刺激措施預計將在10月產生效果。儘管如此，我們預計2024年第四季按年增速將加快至4.1%。

較高的家庭債務可能會拖累消費

但2025年仍面臨一些挑戰。泰國的家庭債務占國內生產總值的比重為89.6%，是上中等收入經濟體中最高的，可能成為**拖累私人消費的主要因素**。製造業也顯示出疲軟跡象，銀行不願為汽車購買提供信貸，製造商則面臨來自中國內地和東盟同業的激烈競爭。與越南和馬來西亞一樣，由於對貿易的依賴以及中國零部件對泰國出口的重要性，泰國經濟也高度暴露於關稅風險之下。如果不採取任何措施，2025年經濟增速可能會放緩至2.5-3.0%。

我們預測2025年國內生產總值增長3.3%

但我們並不預期如此。因為隨著2025財政年度預算的通過，政策的不確定性終於消退。其中，1,860億泰銖被指定用於數位錢包計劃的第二和第三階段。雖然這只是該計劃剩餘3,000億泰銖的一部分，但政府決心在2025年上半年全面實施該計劃（泰國《民族報》，2024年11月20日）。我們預計，這項財政刺激措施將**推動2025年全年增長達到3.3%**。

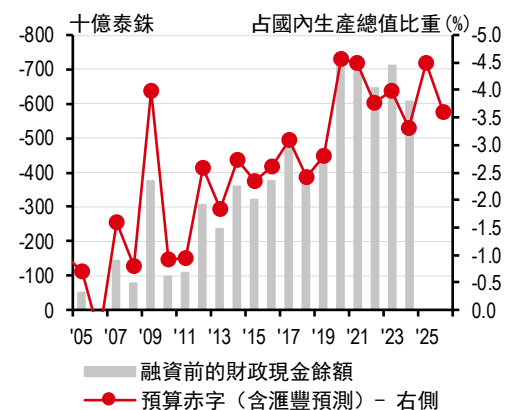
然而，我們預計貨幣政策不會隨之放鬆。由於經濟增長主要透過財政手段推動，我們預計泰國銀行將**維持其貨幣政策利率在2.25%不變**。

出口終於好轉，出口商提前銷售以應對風險



資料來源：CEIC、滙豐銀行

我們預計財政赤字將大致與疫情期間的水平相當



資料來源：CEIC、Macrobond。2025和2026年赤字為滙豐預測。

越南

關鍵時刻

越南的強勁增長得益於貿易

越南繼續引領東盟的經濟增長。2024 年第三季，越南的經濟增速明顯高於預期，按年增速從 2024 年上半年的 6.4% 加快至 7.4%。儘管越南在 9 月遭遇了 70 年來最強的颱風摩羯，但由於強勁的貿易表現，經濟增長依然保持強勁。

更令人鼓舞的是貿易復甦的廣度。儘管復甦從消費電子產品開始，其他主要出口商品，包括紡織品、鞋類、機械和農產品，都實現了出色的增長。儘管全球貿易前景存在不確定性，但預計出口將在短期內繼續保持穩健的增長趨勢。

國內經濟狀況有望改善

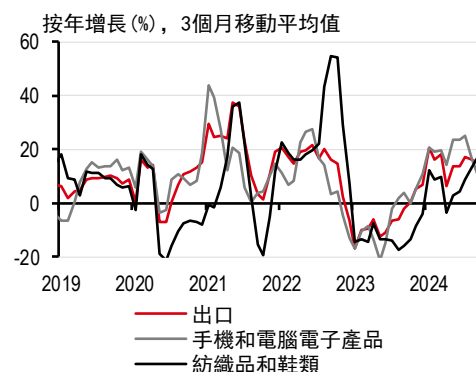
然而，國內部門尚未出現明顯的回升。鑒於國內經濟增長趨勢相對低迷，政府已批准將原定於 2024 年底到期的 2% 增值稅減免政策再次延長至 2025 年 6 月。儘管如此，國內經濟狀況仍在逐漸改善。房地產市場信心和信貸增速繼續回升，而製造業活動增長預計最終會以更大力度傳導至就業市場和家庭收入。

我們預計 2024 年國內生產總值增長 7.0%

我們預計 2024 年國內生產總值增長 7.0%，2025 年增長 6.5%。然而，我們注意到美國可能出臺的關稅政策會對貿易產生不利影響。越南國會已將 2025 年國內生產總值增長目標設定為 6.5-7%，但最近越南總理范明正（Pham Minh Chinh）表示，政府將努力實現約 8% 的增長（彭博資訊，2024 年 12 月 2 日）。

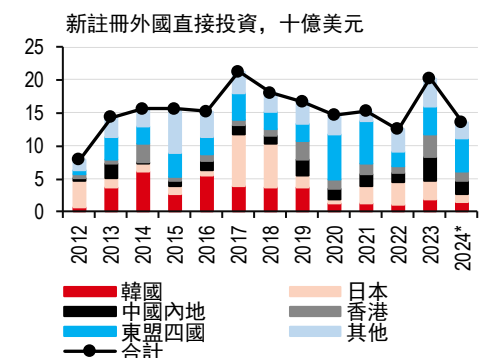
除了經濟增長之外，由於基礎價格壓力保持溫和，通脹依然大幅低於越南國家銀行 4.5% 的目標上限。全球能源價格的近期回落也對越南有利。我們預計，通脹將在我們預測的時間範圍內保持溫和，並將 2024 和 2025 年通脹預測分別維持在 3.6% 和 3.0%。然而，貨幣市場的變化仍需密切關注，我們預計越南國家銀行將在 2025 年保持謹慎，並維持當前的政策利率不變。

出口增長已正常化，保持健康增速



資料來源：CEIC、滙豐銀行

東盟的外國直接投資流入占越南 2024 年外國直接投資的主要份額



注：東盟四國 = 馬來西亞、菲律賓、新加坡和泰國。

*2024 年資料截至 9 月。

資料來源：CEIC、滙豐銀行

披露附錄

1. 本報告發布日期為 2024年12月20日。
2. 除非本報告顯示不同的日期及 / 或具體的時間，否則本報告中的所有市場資料截止於 2024年12月19日。
3. 滙豐設有識別及管理與研究業務相關的潛在利益衝突的制度。滙豐分析師及其他從事研究報告準備和發布工作的人員有獨立於投資銀行業務的匯報線。研究業務與投資銀行及做市商交易業務之間設有資訊隔離牆，以確保保密資訊和（或）價格敏感性資訊可以得到妥善處理。
4. 您不可出於以下目的使用 / 引用本報告中的任何資料作為參考：（i）決定貸款協議、其它融資合同或金融工具項下的應付利息，或其它應付款項，（ii）決定購買、出售、交易或贖回金融工具的價格，或金融工具的價值，和 / 或（iii）測度金融工具的表現。
5. 本報告為滙豐環球研究發布的英文報告的中文翻譯版本。香港上海滙豐銀行有限公司、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、加拿大滙豐銀行和滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

免責聲明

本報告由香港上海滙豐銀行有限公司(簡稱「HBAP」)，註冊地址香港皇后大道中 1 號)編製。HBAP 在香港成立，隸屬於滙豐集團。

本報告由滙豐(台灣)商業銀行有限公司及HBAP(合稱「發行方」)向其客戶分發。本報告僅供一般傳閱和資訊參考目的。本報告在編製時並未考慮任何特定客戶或用途，亦未考慮任何特定客戶的任何投資目標、財務狀況或個人情況或需求。HBAP 根據在編製時來自其認為可靠來源的公開信息編製本報告，但未獨立驗證此類資訊。本報告的內容如有變更恕不另行通知。對於因您使用或依賴本報告，而可能導致您產生、或承受因此造成、導致或與其相關的任何損失、損害或任何形式的其他後果，HBAP 及發行方不承擔任何責任。對於本報告的準確性、及時性或完整性，HBAP及發行方並不作任何擔保、聲明或保證。本報告並非投資建議或意見，亦不以銷售投資或服務或邀約購買或認購這些投資或服務為目的。您不應使用或依賴本報告作出任何投資決定。HBAP 及發行方對於您的此類使用或依賴不承擔任何責任。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所地區的專業顧問。您不應為任何目的向任何個人或實體複製或進一步分發本報告部分或全部的內容。本報告不得在任何禁止分派本報告的地區分發。

以下條款僅適用於滙豐(台灣)商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況

滙豐(台灣)辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐(台灣)不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

中國內地

在中國內地，本報告由滙豐銀行（中國）有限公司（簡稱「滙豐中國」）向其客戶分發，僅用於一般參考目的。本報告並不旨在提供證券和期貨投資建議或提供金融信息服務，亦不旨在推廣或銷售任何理財產品。本報告所載內容和信息均基於現狀提供。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所在轄區的專業顧問。

© 版權香港上海滙豐銀行有限公司 2024，版權所有。

未經香港上海滙豐銀行有限公司的事先書面許可，不得對本報告任何部分進行複製、存儲於檢索系統，或以任何電子、機械、影印、記錄或其它形式或方式進行傳輸。

[1249786]