

韧性

- ◆ 尽管选举和地缘政治等各种因素干扰不断，东盟的经济表现依然稳健
- ◆ 然而，该地区可能需要实施宽松的政策，才能在增长速度上更进一步
- ◆ 尽管如此，通胀回落和强劲的贸易应该有助于东盟今年保持良好的增长势头

在紧缩财政政策和高利率的影响下，**印尼**的经济增长依然疲软。然而，宏观审慎政策的放松提振了信贷增长，这应该会支撑需求。随着财政支出的恢复和游客开始回归，**泰国**的经济增速应该会有所回升。**马来西亚**的出口在该地区一直表现落后，但随着外国直接投资的不断涌入，也有好转的迹象。**新加坡**仍在努力应对棘手的价格压力，但随着时间的推移，经济增长已经有所降温，足以抑制通胀。**菲律宾**的经济增长依然很有韧性，通胀降温，外国直接投资流入回升，表明需求将进一步增长。**越南**已经走出了过去一年的增长低谷，当地需求趋于稳定，出口复苏也有望进一步扩大。

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
7月4日	菲律宾 6月通胀
7月11日	马来西亚 利率公告
7月11日	印尼 第二季国内生产总值
7月16日	印尼 利率公告
7月31日	越南 制造业采购经理人指数
8月15日	菲律宾 利率公告
8月18日	泰国 第二季国内生产总值
8月22日	新加坡 第二季国内生产总值

资料来源：Refinitiv Eikon、汇丰银行

印尼

潮流正在转变

关注新政府的人事和政策

在2月14日的大选之后，印尼全国选举委员会（KPU）于3月20日宣布，普拉博沃·苏比安托（Prabowo Subianto）赢得58.6%的选票，获绝对多数席位，将成为印尼的新一任总统。现在所有目光都集中在新任政府支持的关键人物和政策上。技术官僚继续担任关键的部长职位，**表明新政府有意推进改革**，最终的立法席位数量将决定潜在改革背后的议会支持力度。

改革面临的挑战包括全球需求增长放缓

普拉博沃详细讨论了继续推进佐科维（Jokowi）的改革，包括启动下游加工2.0和继续基础设施建设。然而，我们认为前路仍有挑战：**例如全球对镍基电动汽车电池的需求增长放缓、降低印尼的碳足迹以及重组某些国有企业**。普拉博沃简要谈到计划升级国防系统，并加强社会福利计划（特别是新的学校免费午餐计划）。挑战在于控制财政赤字，并在未来五年内维持印尼良好的宏观经济稳定。

过去十年的改革已经建立了多重缓冲

我们确信，**过去十年的改革已经建立了多重缓冲，至少在短期内有助于保持国内经济有序运转**。例如，基础设施的改善和物流成本的降低应该会有助于控制核心通胀，这一点在最近几个月已经显而易见。供给侧改革有望帮助控制食品通胀的上升。加工金属出口的增长也应该会使外部赤字保持在可控水平。

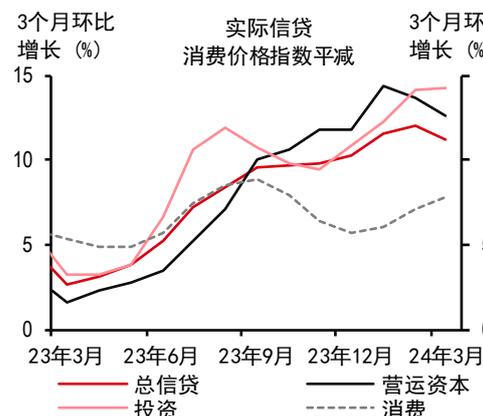
短期经济增速可能加快

选举结束后的经济增速可能提高，主要原因如下：(1) 积极的财政刺激；(2) 外国直接投资流入，这些投资一直在等待选举相关的不确定性结束，以及(3) 近期产能利用率和信贷增速的上升。特别是信贷增速一直在全面上升，当印尼银行开始放松货币政策时，这种增长可能会得到进一步推动。我们预计2024年国内生产总值增速将会提高（5.2%，对比2023年的5%）。

向价值链上游移动可能会支持长期增长

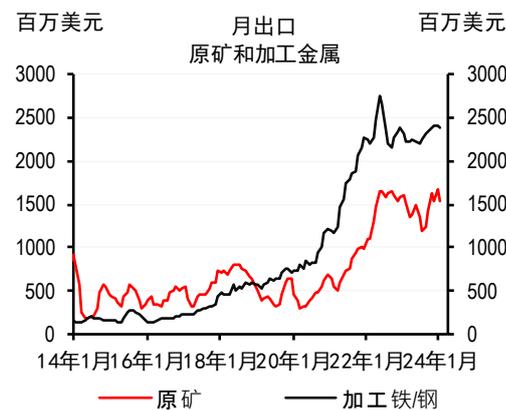
展望中期，我们认为印尼是**未来十年增长率可能高于前十年的经济体之一，因为其经济正向制造业价值链上游移动**：从矿石到加工金属，再到电动汽车。事实上，我们预测中期潜在增速将加快0.5个百分点，从疫情前的5.3%上升至2028年的5.8%。

信贷增速在上升



资料来源：CEIC、汇丰银行

下游加工推动金属出口增长



资料来源：CEIC、汇丰银行

马来西亚

密切关注补贴政策

在数据持续几个季度表现低迷后，马来西亚在 2024 年初表现出令人振奋的经济复苏迹象。2024 年第一季度国内生产总值按年增长加速至 4.2%，超出市场预期。虽然经济复苏仍处于初期阶段，但这无疑表明马来西亚经济正稳步回升。

外部需求提振了第一季国内生产总值，但不利因素依然存在

与其他出口导向型经济体类似，贸易低迷在 2023 年严重拖累了马来西亚经济增长。幸运的是，最糟糕的时期已经过去。作为经济支柱的制造业在连续三个季度表现不佳后终于恢复增长。事实上，外部需求的回升推动了第一季国内生产总值增长。尽管如此，马来西亚还没有完全走出困境，因为其主导的电子行业仍在迫切期待显著的复苏。好消息是，半导体工业增加值已经开始改善，尽管仍处于收缩状态。

服务业继续保持强劲增长

在等待制造业重新崛起的同时，马来西亚的服务业仍然具有很强的韧性。尽管重启经济的初期优势逐渐消退，消费导向和旅游相关行业依然保持稳健增长。前者依然受益于劳动力市场的持续复苏和政府的大力支持，尽管为减轻长期财政负担，合理化补贴已于 6 月开始。虽然 2024 年旅游数据没有公布，但旅游业可能为经济增长提供了急需的支持。在实行免签证计划后，马来西亚可能成为中国游客涌入东盟的主要受益者之一。马来西亚与中国之间恢复直航的指标已经表明，其恢复率已超过疫情前水平的 90%。

我们预测 2024 年国内生产总值增长 4.5%

总而言之，考虑到贸易周期的逐步好转和旅游业的额外提振，我们预测 2024 年国内生产总值增长 4.5%。

通胀基本得到控制

与此同时，通胀基本得到控制。2023 年整体通胀的平均按年涨幅为 2.5%，而 2024 年前四个月降至 1.7%。令人乐观的是，全球大米价格上涨的影响已部分减弱，且食品通胀按年涨幅下降至 2%。尽管如此，通胀仍存在上行风险，尤其是在 6 月实施定向柴油补贴之后。鉴于近期的发展，我们将 2024 年通胀预测上调至 2.7%（此前为 2.2%），2025 年通胀预测上调至 3.0%（此前为 2.3%）。不过，由于 RON95 燃油补贴合理化的细节尚未明确，此预测仍存在一定程度的不确定性。

马来西亚的对外部门仍在遭受贸易下滑的“双重打击”

通胀总体保持温和，这使得马来西亚国家银行有理由在较长时间内维持利率不变



资料来源：CEIC、汇丰银行



资料来源：CEIC、汇丰银行

菲律宾

势不可挡

储蓄率提高，通胀降温

整体而言，菲律宾经济表现良好，但情况可能会变得更好。尽管 2024 年第一季经济按年增长 5.7%，略低于预期，但我们认为国内需求的这一小幅下降是必要的，有助于引导经济回归平衡，并将通胀预期重新锚定在菲律宾央行 2%-4% 的目标区间内。**国民储蓄率有所提高**，足以弥合该经济体的投资-储蓄缺口。出于同样的原因，该经济体的经常项目逆差正在以快于预期的速度收窄——这证明，与 2022 年菲律宾比索兑美元汇率下跌至历史低点时相比，该经济体目前对外国资本的依赖有所减少。**通胀在今年上半年也低于预期**，而且随着政府将大米的关税税率从 35% 下调至 15%，通胀可能继续下降（在短暂上升之后）。我们估计，这将会使通胀降低多达 1.8 个百分点。这将会提高菲律宾的实际政策利率，激励资本留在国内。

尽管储蓄增加，经济增长仍然稳固

尽管进行了这些调整，**经济增长仍然稳固**。如果储蓄增加，经济增长通常会放缓，但菲律宾打破了这一趋势。失业率保持在历史低点，表明菲律宾人民是该国经济增长的主要动力。事实上，尽管通胀较高，但菲律宾的消费者偏好仍在转变，从购买“必需”的商品转变为购买“非必需”的商品和服务。

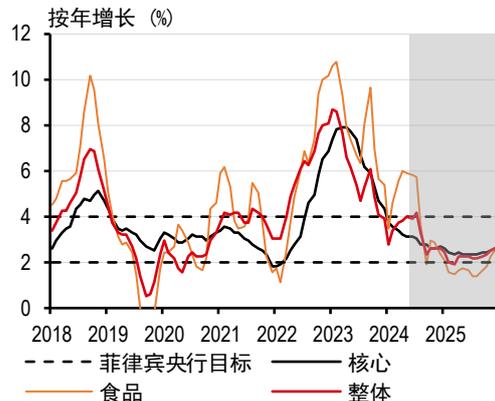
菲律宾央行正在考虑先于美联储降息

然而，在上次议息会议上，菲律宾央行的举动令许多人感到意外。该央行表示，其正在考虑**先于美联储下调政策利率**的可能性。许多银行（包括汇丰银行）长期以来一直认为，菲律宾央行只会在美联储之后降息。因此，在菲律宾央行做出这一表态时，市场反应强烈，美元兑菲律宾比索一度升至历史第二高的 58.8。

我们预计首次降息将在 2024 年第四季

尽管经常项目和实际政策利率已经回升到疫情前的水平，但我们认为，这些指标必须表现得更好，才能让菲律宾央行有足够的空间在美联储之前降息。也就是说，我们仍然认为菲律宾央行只会在美联储之后降息。由于我们预计美联储将在今年 9 月开启宽松周期，**我们预计菲律宾央行将在 2024 年第四季首次降息 25 个基点**，年终政策利率将为 6.25%。但如果通胀因为关税下调而下降，降息速度就有可能比美联储更快。

由于大米关税的降低，我们预计 2025 年通胀将得到抑制



注：灰色区域代表汇丰预测。
资料来源：CEIC、汇丰银行

由于利率较高，该经济体的投资-储蓄缺口在 2024 年第一季度弥合



资料来源：CEIC、汇丰银行

新加坡

关注反通胀的“最后一英里”

经济增速加快至 18 个月以来的最快速度

新加坡终于出现一些复苏迹象。尽管略低于预期，但 2024 年第一季的按年增速加快至 2.7%，为 18 个月以来的最快速度。

虽然制造业在第一季经历了一次性调整，但新加坡在很大程度上受益于贸易周期的改善，尤其是在电子行业。在持续 16 个月按年下降后，半导体非石油国内出口（NODX）的趋势开始好转。

贸易和服务促进了经济增长

但新加坡的增长并不仅仅局限于贸易复苏。得益于游客数量的迅速回升，其服务业表现出超乎寻常的韧性。尽管新加坡是最后一个对中国游客实行免签证计划的东盟国家，但很快就从中受益，目前吸引的中国游客数量相当于 2019 年水平的 80%。

总而言之，我们将 2024 年增长预测维持在 2.4% 不变，预计科技主导的全球贸易周期将持续复苏，且旅游相关服务业将继续保持韧性。

但反通胀进展一直比较缓慢……

尽管增长前景好转，但反通胀进展一直比较缓慢。2024 年前 4 个月，核心通胀按年涨幅保持在 3.2% 不变，这强烈地提醒人们，反通胀的“最后一英里”很难实现。但新加坡的情况与美国的情况并不完全相同。

新加坡的核心通胀包括能源。自 2024 年第一季以来，燃料和公用事业成本再次上升。今年碳税增加五倍至每吨 25 美元，加剧了这种情况。水电价格在 2024 年第二季进一步上涨，推升了通胀趋势。

……部分原因是服务业的通胀具有粘性

除了通胀定义中的“新加坡特例”外，核心通胀居高不下的部分原因是服务业通胀具有粘性。在那些劳动力供应不平衡的行业（类似于美国的情况），情况尤其甚。

尽管反通胀的力量仍在发挥作用，但进展可能相当缓慢。总体而言，我们将 2024 和 2025 年的平均核心通胀预测分别维持在 3.1% 和 2.2% 不变。

尽管就业市场出现了降温的初步迹象，但形势依然紧张



资料来源：CEIC、汇丰银行

尽管在反通胀方面取得了进展，但核心通胀仍然很有粘性



资料来源：CEIC、汇丰银行

泰国

渡过难关

2024 年第一季度按年增速放缓至 1.5%

泰国的国内生产总值主要受到增长引擎的影响，或者更准确地说，受到缺乏增长引擎的影响。2023 年中期，经济增速低于预期。作为泰国最大的游客市场，中国内地游客并未如预期快速回归，导致众多预测机构下调增长预测。到 2023 年底，情况依然如此，但原因有所不同。政府组建延迟导致了 2024 财年预算（从 2023 年第四季开始）延迟通过。泰国的财政引擎没有发挥作用，2023 年第四季按年增速放缓至 1.7%。2024 年第一季的情况更为惨淡。财政引擎仍未启动，而泰国的出口引擎继续熄火，因为制造商面临来自中国内地日益激烈的竞争。**按年增速进一步放缓至 1.5%**，但至少高于泰国银行的悲观预期，即按年仅增长 1.0%。令人意外的是，**私人消费和投资依然强劲**，限制了经济增长放缓的幅度。

随着更多的增长引擎开始运转，最糟糕的时期可能已经过去

我们确实认为，泰国经济终于开始好转，**更多的增长引擎终于开始运转**。尽管泰国银行的政策利率处于十年高位，但私人需求依然强劲。由于东盟内部市场的增长，旅游业的复苏超出了预期。财政引擎也终于开始运转。在延迟 6 个月后，2024 财年预算最终获得通过，本财年剩余两个季度的“追赶性”支出将最终提振经济增长。然而，复苏的程度可能有限，因为泰国的出口引擎依然处于熄火状态。总而言之，**我们认为最艰难的时期终于过去了**。

到 2025 年，政策利率可能保持在 2.5%

随着增长前景的改善（但仍低于趋势水平），我们认为泰国银行有更大的空间将政策利率维持在 **2.50% 直至 2025 年**。这是为了帮助引导经济中急需的去杠杆化周期，尤其是在家庭债务方面。泰国银行已经明确了目标：家庭债务占国内生产总值的比例需要下降至 80%。目前这一比例为 91%。

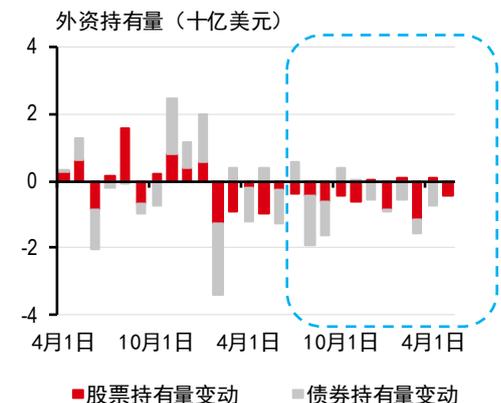
尽管增长前景可能已经好转，但仍存在一些不利因素。政策的不确定性仍然存在，议会仍在讨论数字钱包计划，尤其是宪法法院正在审理是否因任命问题暂停总理职务的案件（彭博资讯，2024 年 5 月 23 日）。参议院的内部选举也在进行中，目前还不清楚可能的结果是什么。

尽管略有复苏，但泰国制造商继续面临挑战



资料来源：CEIC、汇丰银行

自 2023 年 2 月以来，外国投资组合资金流动一直为净负值



注：5月份债券数据不可用。
资料来源：泰国银行、彭博资讯、汇丰银行

越南

复苏不均衡

2024年第一季按年增速加快至5.7%，但复苏并不均衡

在经历了增长放缓之后，越南似乎已经度过了最糟糕的时期。尽管略低于市场预期，但**2024年第一季按年增速从2023年的5.1%加快至5.7%**。尽管高频指标显示经济持续反弹，但复苏仍然相当不均衡。

电子产品出口表现强劲，纺织品出口面临压力

幸运的是，对外的制造业继续复苏。出口增速跃升至两位数，这在很大程度上是受到电子产品周期好转的推动，尤其是得益于三星令人鼓舞的预售业绩。然而，由于红海航运中断，某些商品（包括纺织品和鞋类）的出口面临一些压力。为了在出口周期中实现更强劲的增长，**需要主要行业全面复苏**。但领先指标（包括采购经理人指数）显示出积极的趋势。特别是，长期经商意愿也几乎没有显示出放缓的迹象。外国直接投资仍有望保持2023年的增长趋势，且年初至今新增外国直接投资增速达到两位数。

社会消费品零售总额增速低于趋势水平，旅游业面临竞争

但**国内部门出现了一些疲软**。尽管自今年年初以来实现了较快增长，但社会消费品零售总额增速仍比趋势水平低10%左右。在旅游方面，越南在吸引国际游客方面取得了良好进展。尽管越南今年吸引1,700万至1,800万游客的年度目标似乎近在咫尺，但正面临来自推出了更多免签证计划的其他东盟国家的激烈竞争。

总而言之，我们调整了季度预测，但**维持了2024年6.0%和2025年6.5%的国内生产总值增长预测**。

通胀接近央行的上限

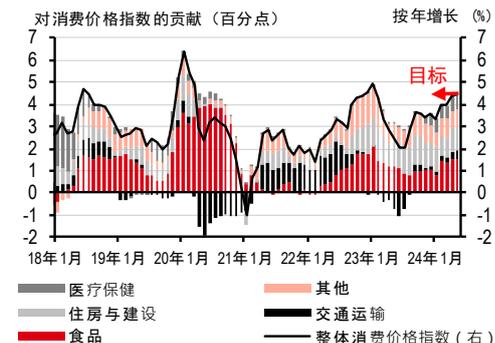
与此同时，**4月和5月的通胀攀升至接近越南国家银行4.5%的目标上限**。但这并没有让人感到非常惊讶，因为不利的基数效应在很大程度上发挥了作用。事实上，2024年第二季通胀低于我们的预测。尽管食品和商品价格带来的通胀上行风险挥之不去，但我们将2024年通胀预测下调至3.6%（此前为3.9%），并将2025年通胀预测维持在3.0%不变。

全球贸易周期的复苏正在支持越南的出口复苏



资料来源：CEIC、汇丰银行

4月和5月的通胀几乎突破4.5%的上限，但应该会有所缓和



资料来源：CEIC、汇丰银行

披露附录

1. 本报告发布日期为 2024年6月28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6月27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 2023, 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。

[1239075]