

韌性

- ◆ 儘管選舉和地緣政治等各種因素干擾不斷，東盟的經濟表現依然穩健
- ◆ 然而，該地區可能需要實施寬鬆的政策，才能在增長速度上更進一步
- ◆ 儘管如此，通脹回落和強勁的貿易應該有助於東盟今年保持良好的增長勢頭

在緊縮財政政策和高利率的影響下，**印尼**的經濟增長依然疲軟。然而，宏觀審慎政策的放鬆提振了信貸增長，這應該會支撐需求。隨著財政支出的恢復和遊客開始回歸，**泰國**的經濟增速應該會有所回升。**馬來西亞**的出口在該地區一直表現落後，但隨著外國直接投資的不斷湧入，也有好轉的跡象。**新加坡**仍在努力應對棘手的價格壓力，但隨著時間的推移，經濟增長已經有所降溫，足以抑制通脹。**菲律賓**的經濟增長依然很有韌性，通脹降溫，外國直接投資流入回升，表明需求將進一步增長。**越南**已經走出了過去一年的增長低谷，當地需求趨於穩定，出口復甦也有望進一步擴大。

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
7月4日	菲律賓6月通脹
7月11日	馬來西亞利率公告
7月11日	印尼第二季國內生產總值
7月16日	印尼利率公告
7月31日	越南製造業採購經理人指數
8月15日	菲律賓利率公告
8月18日	泰國第二季國內生產總值
8月22日	新加坡第二季國內生產總值

資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

印尼

潮流正在轉變

關注新政府的人事和政策

在2月14日的大選之後，印尼全國選舉委員會（KPU）於3月20日宣佈，普拉博沃·蘇比安托（Prabowo Subianto）贏得58.6%的選票，獲絕對多數席位，將成為印尼的新一任總統。現在所有目光都集中在新任政府支持的關鍵人物和政策上。技術官僚繼續擔任關鍵的部長職位，**表明新政府有意推進改革**，最終的立法席位數量將決定潛在改革背後的議會支持力度。

改革面臨的挑戰包括全球需求增長放緩

普拉博沃詳細討論了繼續推進佐科維（Jokowi）的改革，包括啟動下游加工2.0和繼續基礎設施建設。然而，我們認為前路仍有挑戰：**例如全球對鍊基電動汽車電池的需求增長放緩、降低印尼的碳足跡以及重組某些國有企業**。普拉博沃簡要談到計劃升級國防系統，並加強社會福利計劃（特別是新的學校免費午餐計劃）。挑戰在於控制財政赤字，並在未來五年內維持印尼良好的宏觀經濟穩定。

過去十年的改革已經建立了多重緩衝

我們確信，**過去十年的改革已經建立了多重緩衝，至少在短期內有助於保持國內經濟有序運轉**。例如，基礎設施的改善和物流成本的降低應該會有助於控制核心通脹，這一點在最近幾個月已經顯而易見。供給側改革有望幫助控制食品通脹的上升。加工金屬出口的增長也應該會使外部赤字保持在可控水平。

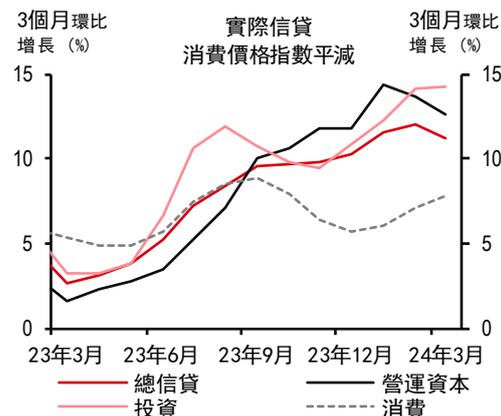
短期經濟增速可能加快

選舉結束後的經濟增速可能提高，主要原因如下：(1) 積極的財政刺激；(2) 外國直接投資流入，這些投資一直在等待選舉相關的不確定性結束，以及(3) 近期產能利用率和信貸增速的上升。特別是信貸增速一直在全面上升，當印尼銀行開始放鬆貨幣政策時，這種增長可能會得到進一步推動。我們預計2024年國內生產總值增速將會提高（5.2%，對比2023年的5%）。

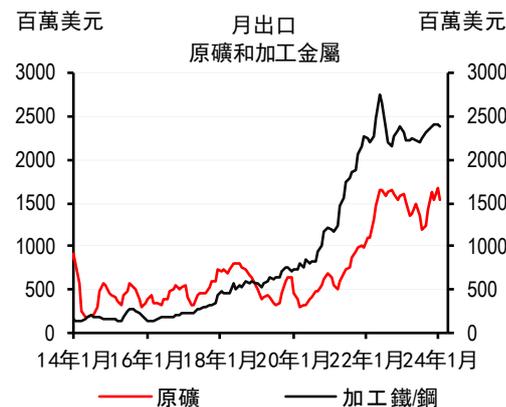
向價值鏈上游移動可能會支持長期增長

展望中期，我們認為印尼是**未來十年增長率可能高於前十年的經濟體之一，因為其經濟正向製造業價值鏈上游移動**：從礦石到加工金屬，再到電動汽車。事實上，我們預測中期潛在增速將加快0.5個百分點，從疫情前的5.3%上升至2028年的5.8%。

信貸增速在上升



下游加工推動金屬出口增長



馬來西亞

密切關注補貼政策

在數據持續幾個季度表現低迷後，馬來西亞在 2024 年初表現出令人振奮的經濟復甦跡象。2024 年第一季國內生產總值按年增長加速至 4.2%，超出市場預期。雖然經濟復甦仍處於初期階段，但這無疑表明馬來西亞經濟正穩步回升。

外部需求提振了第一季國內生產總值，但不利因素依然存在

與其他出口導向型經濟體類似，貿易低迷在 2023 年嚴重拖累了馬來西亞經濟增長。幸運的是，最糟糕的時期已經過去。作為經濟支柱的製造業在連續三個季度表現不佳後終於恢復增長。事實上，外部需求的回升推動了第一季國內生產總值增長。儘管如此，馬來西亞還沒有完全走出困境，因為其主導的電子行業仍在迫切期待顯著的復甦。好消息是，半導體工業增加值已經開始改善，儘管仍處於收縮狀態。

服務業繼續保持強勁增長

在等待製造業重新崛起的同時，馬來西亞的服務業仍然具有很強的韌性。儘管重啟經濟的初期優勢逐漸消退，消費導向和旅遊相關行業依然保持穩健增長。前者依然受益於勞動力市場的持續復甦和政府的大力支持，儘管為減輕長期財政負擔，合理化補貼已於 6 月開始。雖然 2024 年旅遊數據沒有公佈，但旅遊業可能為經濟增長提供了急需的支援。在實行免簽證計劃後，馬來西亞可能成為中國遊客湧入東盟的主要受益者之一。馬來西亞與中國之間恢復直航的指標已經表明，其恢復率已超過疫情前水平的 90%。

我們預測 2024 年國內生產總值增長 4.5%

總而言之，考慮到貿易週期的逐步好轉和旅遊業的額外提振，我們預測 2024 年國內生產總值增長 4.5%。

通脹基本得到控制

與此同時，通脹基本得到控制。2023 年整體通脹的平均按年漲幅為 2.5%，而 2024 年前四個月降至 1.7%。令人樂觀的是，全球大米價格上漲的影響已部分減弱，且食品通脹按年漲幅下降至 2%。儘管如此，通脹仍存在上行風險，尤其是在 6 月實施定向柴油補貼之後。鑒於近期的發展，我們將 2024 年通脹預測上調至 2.7%（此前為 2.2%），2025 年通脹預測上調至 3.0%（此前為 2.3%）。不過，由於 RON95 燃油補貼合理化的細節尚未明確，此預測仍存在一定程度的不確定性。

馬來西亞的對外部門仍在遭受貿易下滑的「雙重打擊」



資料來源：CEIC、滙豐銀行

通脹總體保持溫和，這使得馬來西亞國家銀行有理由在較長時間內維持利率不變



資料來源：CEIC、滙豐銀行

菲律賓

勢不可擋

儲蓄率提高，通脹降溫

整體而言，菲律賓經濟表現良好，但情況可能會變得更好。儘管 2024 年第一季經濟按年增長 5.7%，略低於預期，但我們認為國內需求的這一小幅下降是必要的，有助於引導經濟回歸平衡，並將通脹預期重新錨定在菲律賓央行 2%-4% 的目標區間內。**國民儲蓄率有所提高**，足以彌合該經濟體的投資-儲蓄缺口。出於同樣的原因，該經濟體的經常專案逆差正在以快於預期的速度收窄——這證明，與 2022 年菲律賓比索兌美元匯率下跌至歷史低點時相比，該經濟體目前對外國資本的依賴有所減少。**通脹在今年上半年也低於預期**，而且隨著政府將大米的關稅稅率從 35% 下調至 15%，通脹可能繼續下降（在短暫上升之後）。我們估計，這將會使通脹降低多達 1.8 個百分點。這將會提高菲律賓的實際政策利率，激勵資本留在國內。

儘管儲蓄增加，經濟增長仍然穩固

儘管進行了這些調整，**經濟增長仍然穩固**。如果儲蓄增加，經濟增長通常會放緩，但菲律賓打破了這一趨勢。失業率保持在歷史低點，表明菲律賓人民是該國經濟增長的主要動力。事實上，儘管通脹較高，但菲律賓的消費者偏好仍在轉變，從購買「必需」的商品轉變為購買「非必需」的商品和服務。

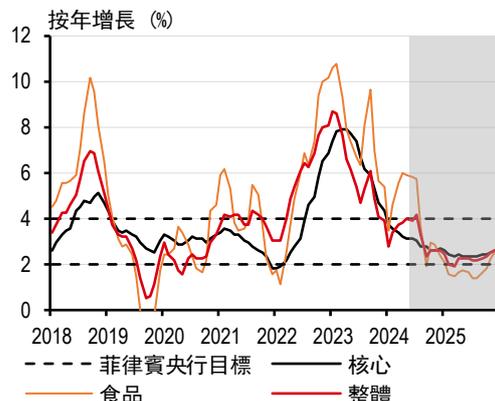
菲律賓央行正在考慮先于美聯儲減息

然而，在上次議息會議上，菲律賓央行的舉動令許多人感到意外。該央行表示，其正在考慮**先于美聯儲下調政策利率**的可能性。許多銀行（包括滙豐銀行）長期以來一直認為，菲律賓央行只會在美聯儲之後減息。因此，在菲律賓央行做出這一表態時，市場反應強烈，美元兌菲律賓比索一度升至歷史第二高的 58.8。

我們預計首次減息將在 2024 年第四季

儘管經常項目和實際政策利率已經回升到疫情前的水平，但我們認為，這些指標必須表現得更好，才能讓菲律賓央行有足夠的空間在美聯儲之前減息。也就是說，我們仍然認為菲律賓央行只會在美聯儲之後減息。由於我們預計美聯儲將在今年 9 月開啟寬鬆週期，**我們預計菲律賓央行將在 2024 年第四季首次減息 25 個基點**，年終政策利率將為 6.25%。但如果通脹因為關稅下調而下降，減息速度就有可能比美聯儲更快。

由於大米關稅的降低，我們預計 2025 年通脹將得到抑制



注：灰色區域代表滙豐預測。
資料來源：CEIC、滙豐銀行

由於利率較高，該經濟體的投資-儲蓄缺口在 2024 年第一季彌合



資料來源：CEIC、滙豐銀行

新加坡

關注反通脹的「最後一英里」

經濟增速加快至 18 個月以來的最快速度

新加坡終於出現一些復甦跡象。儘管略低於預期，但 2024 年第一季的按年增速加快至 2.7%，為 18 個月以來的最快速度。

貿易和服務促進了經濟增長

雖然製造業在第一季經歷了一次性調整，但新加坡在很大程度上受益於貿易週期的改善，尤其是在電子行業。在持續 16 個月按年下降後，半導體非石油國內出口（NODX）的趨勢開始好轉。

但新加坡的增長並不僅僅局限於貿易復甦。得益於遊客數量的迅速回升，其服務業表現出超乎尋常的韌性。儘管新加坡是最後一個對中國遊客實行免簽證計劃的東盟國家，但很快就從中受益，目前吸引的中國遊客數量相當於 2019 年水平的 80%。

但反通脹進展一直比較緩慢……

總而言之，我們將 2024 年增長預測維持在 2.4% 不變，預計科技主導的全球貿易週期將持續復甦，且旅遊相關服務業將繼續保持韌性。

儘管增長前景好轉，但反通脹進展一直比較緩慢。2024 年前 4 個月，核心通脹按年漲幅保持在 3.2% 不變，這強烈地提醒人們，反通脹的「最後一英里」很難實現。但新加坡的情況與美國的情況並不完全相同。

……部分原因是服務業的通脹具有粘性

新加坡的核心通脹包括能源。自 2024 年第一季以來，燃料和公用事業成本再次上升。今年碳稅增加五倍至每噸 25 美元，加劇了這種情況。水電價格在 2024 年第二季進一步上漲，推升了通脹趨勢。

除了通脹定義中的「新加坡特例」外，核心通脹居高不下的部分原因是服務業通脹具有粘性。在那些勞動力供應不平衡的行業（類似於美國的情況），情況尤甚。

儘管反通脹的力量仍在發揮作用，但進展可能相當緩慢。總體而言，我們將 2024 和 2025 年的平均核心通脹預測分別維持在 3.1% 和 2.2% 不變。

儘管就業市場出現了降溫的初步跡象，但形勢依然緊張



資料來源：CEIC、滙豐銀行

儘管在反通脹方面取得了進展，但核心通脹仍然很有粘性



資料來源：CEIC、滙豐銀行

泰國

渡過難關

2024 年第一季按年增速放緩至 1.5%

泰國的國內生產總值主要受到增長引擎的影響，或者更準確地說，受到缺乏增長引擎的影響。2023 年中期，經濟增速低於預期。作為泰國最大的遊客市場，中國內地遊客並未如預期快速回歸，導致眾多預測機構下調增長預測。到 2023 年底，情況依然如此，但原因有所不同。政府組建延遲導致了 2024 財年預算（從 2023 年第四季開始）延遲通過。泰國的財政引擎沒有發揮作用，2023 年第四季按年增速放緩至 1.7%。2024 年第一季的情況更為慘澹。財政引擎仍未啟動，而泰國的出口引擎繼續熄火，因為製造商面臨來自中國內地日益激烈的競爭。**按年增速進一步放緩至 1.5%**，但至少高於泰國銀行的悲觀預期，即按年僅增長 1.0%。令人意外的是，**私人消費和投資依然強勁**，限制了經濟增長放緩的幅度。

隨著更多的增長引擎開始運轉，最糟糕的時期可能已經過去

我們確實認為，泰國經濟終於開始好轉，**更多的增長引擎終於開始運轉**。儘管泰國銀行的政策利率處於十年高位，但私人需求依然強勁。由於東盟內部市場的增長，旅遊業的復甦超出了預期。財政引擎也終於開始運轉。在延遲 6 個月後，2024 財年預算最終獲得通過，本財年剩餘兩個季度的「追趕性」支出將最終提振經濟增長。然而，復甦的程度可能有限，因為泰國的出口引擎依然處於熄火狀態。總而言之，**我們認為最艱難的時期終於過去了**。

到 2025 年，政策利率可能保持在 2.5%

隨著增長前景的改善（但仍低於趨勢水平），我們認為泰國銀行有更大的空間將政策利率維持在 **2.50% 直至 2025 年**。這是為了幫助引導經濟中急需的去杠杆化週期，尤其是在家庭債務方面。泰國銀行已經明確了目標：家庭債務占國內生產總值的比例需要下降至 80%。目前這一比例為 91%。

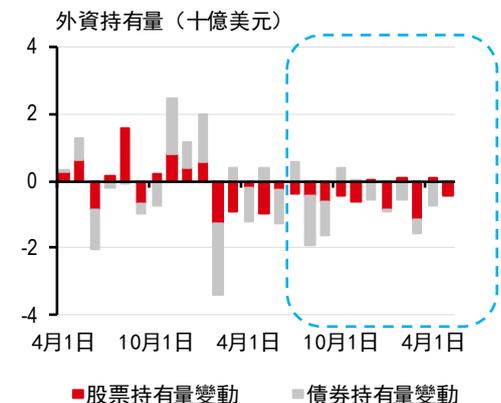
儘管增長前景可能已經好轉，但仍存在一些不利因素。政策的不確定性仍然存在，議會仍在討論數位錢包計劃，尤其是憲法法院正在審理是否因任命問題暫停總理職務的案件（彭博資訊，2024 年 5 月 23 日）。參議院的內部選舉也在進行中，目前還不清楚可能的結果是什麼。

儘管略有復甦，但泰國製造商繼續面臨挑戰



資料來源：CEIC、滙豐銀行

自 2023 年 2 月以來，外國投資組合資金流動一直為淨負值



注：5 月份債券數據不可用。
資料來源：泰國銀行、彭博資訊、滙豐銀行

越南

復甦不均衡

2024 年第一季按年增速加快至 5.7%，但復甦並不均衡

在經歷了增長放緩之後，越南似乎已經度過了最糟糕的時期。儘管略低於市場預期，但 **2024 年第一季按年增速從 2023 年的 5.1% 加快至 5.7%**。儘管高頻指標顯示經濟持續反彈，但復甦仍然相當不均衡。

電子產品出口表現強勁，紡織品出口面臨壓力

幸運的是，對外的製造業繼續復甦。出口增速躍升至兩位數，這在很大程度上是受到電子產品週期好轉的推動，尤其是得益於三星令人鼓舞的預售業績。然而，由於紅海航運中斷，某些商品（包括紡織品和鞋類）的出口面臨一些壓力。為了在出口週期中實現更強勁的增長，**需要主要行業全面復甦**。但領先指標（包括採購經理人指數）顯示出積極的趨勢。特別是，長期經商意願也幾乎沒有顯示出放緩的跡象。外國直接投資仍有望保持 2023 年的增長趨勢，且年初至今新增外國直接投資增速達到兩位數。

社會消費品零售總額增速低於趨勢水平，旅遊業面臨競爭

但**國內部門出現了一些疲軟**。儘管自今年年初以來實現了較快增長，但社會消費品零售總額增速仍比趨勢水平低 10% 左右。在旅遊方面，越南在吸引國際遊客方面取得了良好進展。儘管越南今年吸引 1,700 萬至 1,800 萬遊客的年度目標似乎近在咫尺，但正面臨來自推出了更多免簽證計劃的其他東盟國家的激烈競爭。

總而言之，我們調整了季度預測，但**維持了 2024 年 6.0% 和 2025 年 6.5% 的國內生產總值增長預測**。

通脹接近央行的上限

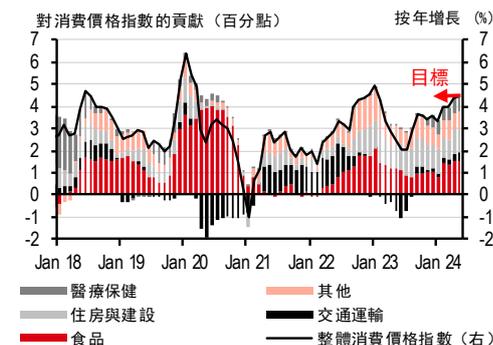
與此同時，**4 月和 5 月的通脹攀升至接近越南國家銀行 4.5% 的目標上限**。但這並沒有讓人感到非常驚訝，因為不利的基數效應在很大程度上發揮了作用。事實上，2024 年第二季通脹低於我們的預測。儘管食品和商品價格帶來的通脹上行風險揮之不去，但我們將 2024 年通脹預測下調至 3.6%（此前為 3.9%），並將 2025 年通脹預測維持在 3.0% 不變。

全球貿易週期的復甦正在支持越南的出口復甦



資料來源：CEIC、滙豐銀行

4 月和 5 月的通脹幾乎突破 4.5% 的上限，但應該會有所緩和



資料來源：CEIC、滙豐銀行

披露附錄

1. 本報告發布日期為 2024年6月28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6月27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 2023，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。

[1239075]