

坚持到底

- ◆ 出口激增有力地推动了东盟大部分国家的经济增长……
- ◆ ……而外国直接投资仍然是该地区的一大亮点
- ◆ 通胀和利率下降应该会在龙年之后提供缓冲

印尼的经济增长也有望在明年加快，尽管印尼需要关注草率选择的陷阱和财政状况的下滑，从而确保长期增长。随着新政府上台及旅游业继续快速复苏，泰国的情况也在好转。马来西亚正在利用对内投资，尽管未来一年经济增长可能出现边际放缓。与此同时，新加坡缓慢前行，年初至今经济增长好于预期，尽管全球贸易增长放缓可能很快会对其造成拖累。菲律宾今年稍作喘息，随着通胀大幅下降和消费能力上升，预计2025年经济增速将再次加快。得益于强劲的对外部门以及国内需求回升，越南摆脱了经济增长放缓的困境。

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
10月14日	新加坡国内生产总值
10月16日	泰国利率公告
10月16日	菲律宾利率公告
10月16日	印尼利率公告
11月1日	印尼通胀率
11月1日	越南制造业采购经理人指数
11月6日	马来西亚利率公告
11月18日	泰国国内生产总值
11月20日	印尼利率公告
12月2日	印尼通胀率

资料来源：Refinitiv Eikon、汇丰银行

印尼

新局势

在2月的大选之后，印尼全国选举委员会（KPU）于3月宣布，普拉博沃·苏比安托（Prabowo Subianto）赢得58.6%的选票，获绝对多数席位，将从10月20日起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，表明政府希望推进改革，最终的议会投票结果将决定支持潜在改革的政治力量大小。

改革可能持续，但挑战依然存在

普拉博沃表示将继续推进现任总统佐科维（Jokowi）的改革，包括启动下游加工2.0和继续进行基础设施建设。然而，我们认为在此过程中会遇到挑战：例如，全球电动汽车镍基电池需求增长放缓，印尼碳足迹下降，以及某些国有企业重组。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。

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将有助于控制核心通胀，这一点在最近几个月已经显而易见。供给侧改革可能有助于控制食品通胀的上升。加工金属出口的增长也可能会使外部赤字保持在可控水平。

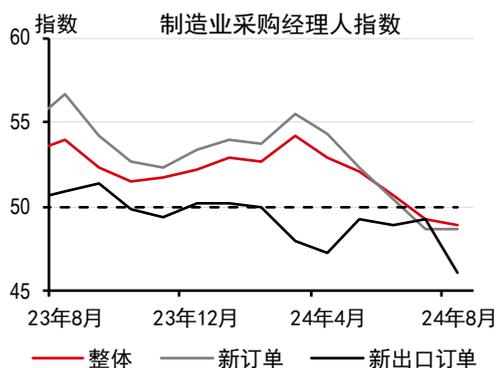
利率下降和外国直接投资流入可能提振增长前景

然而，就目前而言，经济增长相当疲弱。第二季国内生产总值比疫情前的趋势水平低7.8%。7月和8月采购经理人指数下降，表明经济活动在第三季有所减弱。随着印尼银行降息、新任政府上台及宣布愿景，令政策不确定性下降，再加上观望的外国直接投资流入，我们认为增长前景有望改善。我们预计印尼的国内生产总值增速将从2024年的5%上升至2025年和2026年的5.3%。

向制造业价值链上游攀登，促进潜在增长

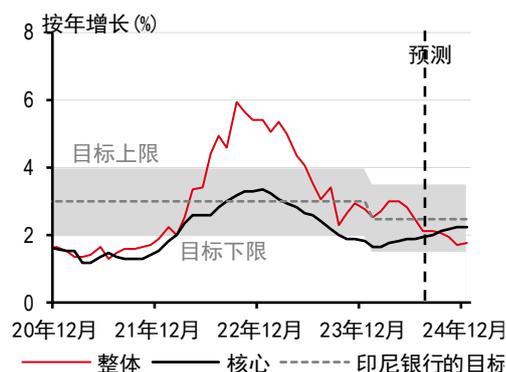
我们的增长模型表明，转向宽松的财政和货币政策可能有助于提振经济增长，但只能在一定程度上提振经济增长。进一步向制造业价值链上游攀登，从单纯出口矿石和金属转向出口电动汽车电池和电动汽车，从而减轻商品价格冲击对经济的影响，到2028年潜在增长率可能达到5.8%。

制造业采购经理人指数已陷入收缩区间



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

全速前进

在2023年缓慢增长后，马来西亚经济再次强劲增长，2024年上半年按年增长5.1%。趋势也十分强劲，第二季按季增长2.9%（季调后）。除了强劲的总体数据，更令人鼓舞的是经济复苏的广度。

电子产品出口已重回增长……

首先，期待已久的制造业复苏相当显著。尽管与同类国家相比有所滞后，但马来西亚的制造业和贸易部门最终在全球科技行业复苏的推动下渡过了难关。在长时间的按年下滑之后，**电气和电子产品出口的三个月移动平均值恢复增长**，尽管这仍处于初期阶段。与此同时，商品出口表现喜忧参半，其中棕榈油和液化天然气出口保持领先。

……而建筑业实现两位数增长

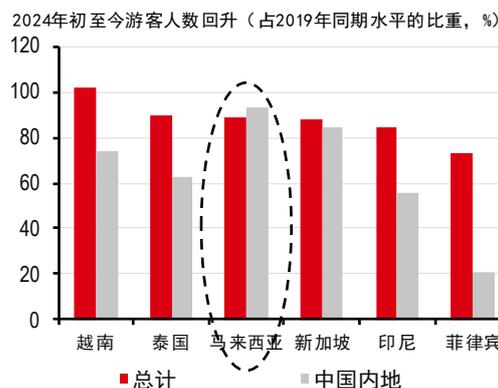
除了制造业之外，**令人大为意外的是建筑业表现**，其按年增速连续第二个季度达到两位数。再加上固定资本形成总额支出方面的数据，这不仅与政府最近增加公共投资有关，而且反映了市场对外国直接投资相关大型项目的兴趣日益浓厚。与此同时，服务业继续表现强劲。不仅个人消费显示出韧性，而且**旅游业也成为急需的增长动力**，马来西亚接待的游客数量相当于疫情前水平的90%。

鉴于第二季增速高于预期，我们最近将2024年国内生产总值增长预测上调至5.0%（此前为4.5%），同时将2025年增长预测保持在4.6%。

我们预计利率将在一段时间内保持不变

除了经济增长之外，尽管6月柴油补贴恢复合理水平，但通胀压力基本保持温和。今年前7个月，整体通胀平均按年上升约1.8%。即使考虑到不利的基数效应，我们预计通胀仍在可控范围内。我们预测2024年通胀为2.3%，2025年为3.0%，尽管我们承认RON95汽油补贴的合理化可能带来不确定性。根据我们的基准情景，马来西亚国家银行**将在较长一段时间内将政策利率稳定在3.0%**。只要通胀在马来西亚国家银行2%-3.5%的预测范围内，我们预计该央行就不会采取行动。尽管如此，与该地区其他国家相比，马来西亚的加息风险高于降息风险。

马来西亚的中国内地游客人数已接近全面复苏



资料来源：CEIC、汇丰银行。注：除马来西亚（前六个月）外，所有数据为前七个月的数据。

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

开启宽松周期

菲律宾在8月开启宽松周期.....

菲律宾央行在8月开启宽松周期，将政策利率下调25个基点至6.25%——甚至在美联储下调政策利率之前。

回过头来看，此轮宽松周期令人瞩目。从2022年到2023年，菲律宾不仅是东盟中通胀最高的国家，其经常项目逆差也达到亚洲金融危机爆发前的水平。许多人（包括汇丰银行）认为，与东盟其他国家相比，菲律宾的货币政策受到美联储的影响最大。

.....随着整体通胀按年降至3%以下

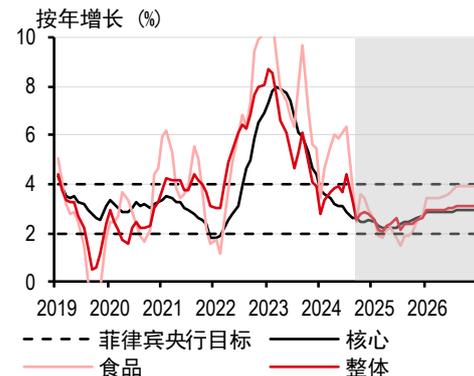
然而，菲律宾在2024年重整旗鼓，渡过了难关。当局将大米（该国最普遍的主食）关税从35%下调至15%，为整体通胀按年降至3%以下，或维持在菲律宾央行2%-4%目标区间下限内奠定了基础。由于经济中的业务流程外包（BPO）行业在过去一年蓬勃发展，经常项目逆差也以超预期的速度放缓。这为菲律宾央行提供了资金流入，推动菲律宾比索走强，并为摆脱美联储的影响提供了一些支持。而且，考虑到通胀仍有很大的下降空间，菲律宾央行暗示未来还会进一步降息。

降息应该会刺激2025年和2026年的经济增长

宽松周期来得正是时候。尽管菲律宾的经济增长相对于亚洲其他国家保持稳定，但一些裂缝已经显现出来。例如，除了在新冠肺炎疫情期间，家庭消费增速下降至全球金融危机以来的最低水平，而耐用设备投资增速连续第二个季度下降。由于借款成本高企，经济中的信贷也保持疲软。尽管如此，我们仍预计菲律宾央行的宽松周期将**重振中小规模投资和减轻家庭债务负担**，进而提振2025和2026年的经济增长。我们对明年的前景更加乐观，因为大米关税税率下调可能对经济贡献1.1%的增长。

由于通胀正在下降，但国内生产总值没有明显恶化，我们预计菲律宾央行的宽松周期将是渐进的。我们预计2024年只会再降息25个基点（至6.00%），2025年总共降息100个基点，年底政策利率将达到5.00%。我们认为宽松周期将在2025年结束，因此我们预计政策利率将在整个2026年保持在5.00%。

由于大米关税的降低，我们预计2025年通胀将低于3%



资料来源：CEIC、汇丰银行。注：灰色区域是汇丰预测。

由于业务流程外包出口的强劲增长，服务贸易顺差在2023-2024年有所扩大



资料来源：CEIC、汇丰银行

新加坡

喜忧参半

2024 年，新加坡在经济复苏方面取得了良好的进展。虽然仍有可能出现 2023 年第二季的技术性衰退，但复苏趋势仍在持续，帮助新加坡摆脱了贸易周期的严重低迷，推动经济在 2024 年上半年按年实现 3% 的稳健增长。

消费电子行业将引领新加坡的经济复苏

尽管制造业仍在收缩，但收缩幅度要小得多，而且情况好坏参半。主要原因是药品产量下降，不太稳定，之后可能恢复增长。电子产品产量仍明显回升，尽管速度落后于其他依赖科技的经济体，比如韩国和台湾。但这是因为人工智能相关产出的占比较大，而**新加坡将受益于消费电子行业的整体复苏**。

服务业表现好于预期

尽管制造活动依然低迷，**但好于预期的服务业起到了帮助**。不过，整体情况喜忧参半。环比来看，面向国内的行业表现较好，而面向消费者和旅游相关的行业在第二季大幅调整。但这在很大程度上符合预期，因为繁忙的大型国际音乐会活动集中在第一季。尽管如此，仍有进一步增长的潜力。2024 年上半年，新加坡接待的游客人数几乎相当于 2019 年水平的 90%。7 月，中国游客人数首次超过 2019 年的水平。

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%。

7 月核心通胀继续放缓……

此外，通胀也仍在下降，**7 月核心通胀按年放缓至 2.5%**。服务业（如教育和医疗）通胀继续呈下降趋势，但与娱乐相关的成本几乎没有变化。最重要的是，燃料和公用事业成本上涨趋势减弱，油价目前可能相对维持区间震荡。因此，我们最近将 2024 核心通胀预测下调至 2.8%（此前为 3.1%），2025 年预测下调至 1.9%（此前为 2.2%）。

……尽管我们认为新加坡金融管理局不会很快降息

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短期内放松政策**；至少，通胀趋势本身可能不足以推动新加坡金融管理局偏向宽松立场。

新加坡的半导体国内出口增速已反弹至两位数



资料来源：CEIC、汇丰银行

核心通胀一直在放缓



资料来源：CEIC、汇丰银行

泰国

复杂多变

制造业和货物出口增长加快

2024年第二季，泰国国内生产总值按年增速加快至2.3%，尽管预算推迟六个月公布，但其“财政引擎”最终启动并运行。**制造业生产指数在连续下跌约21个月**后，**最终在7月转为正值**，而由于泰国从全球科技上升周期中受益，**货物出口按年增长21.8%**。与此同时，7月采购经理人指数新订单指数上升，为12个月以来首次。总体而言，经济增长似乎最终开始加快。我们预计泰国经济将在2024年余下时间里呈现V型复苏，2024年第三季和第四季按年分别增长2.7%和3.7%。

然而，在经济增速达到目前的水平之前，发生了很多事情。由于来自中国内地进口产品的激烈竞争，整体通胀回落至泰国银行1%-3%的目标区间以下，而贸易差额又回到逆差状态。泰国的政治格局也迅速变化：在赛塔·他威信（Srettha Thavisin）被免职后不到48小时，议会选举贝东丹·西那瓦（Paetongtarn Shinawatra）为泰国历史上最年轻的总理。

虽然所取得的进展不是一帆风顺，但总体方向是在改善。事实上，在政治动荡中，**泰国金融市场**在连续12个月表现不佳之后**终于回升**。9月SET指数今年首次上涨，而泰铢的名义有效汇率接近新冠肺炎疫情前的水平。

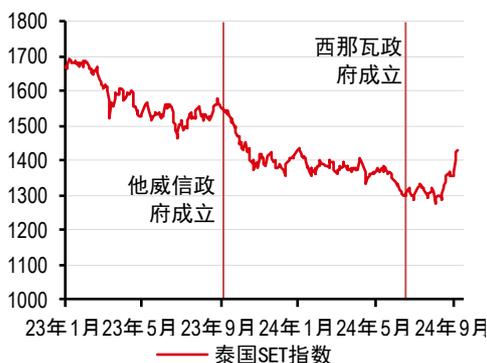
政府支出和旅游业正在推动经济增长，但不利因素依然存在

然而，泰国经济前景仍不完全明朗。是的，**政府支出和旅游业继续推动经济增长**。但制造业和消费领域的**不利因素**依然存在。来自中国内地进口产品的竞争可能限制制造业改善的程度，而泰国高企的家庭债务可能严重拖累个人消费。

我们预计利率至少在2027年前保持不变

形势复杂多变。尽管不利因素强劲及通胀疲弱，**但我们预计泰国银行在2027年前不会放松货币政策**。政策利率保持在2.50%的政策应该有助于引导泰国急需的去杠杆化周期，尤其是在家庭债务方面。

SET 指数在 8 月新政府成立后终于出现回升



资料来源：彭博资讯、汇丰银行

家庭债务是当局优先解决的结构性问题



资料来源：国际清算银行、Macrobond、汇丰银行。CN - 中国内地，Em - SA - 南非，MX - 墨西哥，RU - 俄罗斯，TU - 土耳其。

越南

等待增速进一步提升

越南第二季经济增速高于预期.....

随着龙年的到来，越南的经济复苏态势持续稳固。2024年第二季经济增速有所改善，高于预期，按年增长6.9%。对外部门的复苏已开始扩散至消费电子产品以外的领域，尽管这是否会提振国内部门仍有待观察。

.....得益于制造业和工业增加值

首先，制造业已从去年的困境中强劲复苏。采购经理人指数连续5个月扩张，而工业增加值在纺织和制鞋行业活动的推动下出现反弹。这推动出口实现两位数的强劲增长，同时结构性因素（如扩大越南农产品的市场准入）也在发挥作用。

然而，零售销售仍然滞后

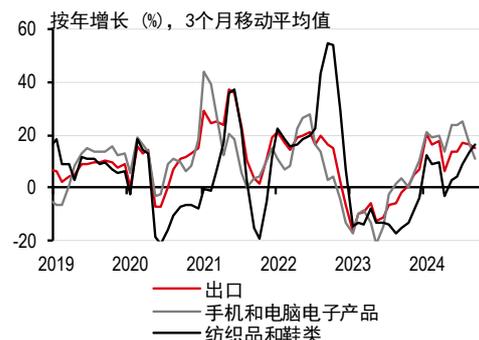
然而，国内部门的复苏速度比最初预期的要慢，零售销售增速仍低于疫情前的趋势水平。令人鼓舞的是，政府已采取措施支持广泛的国内行业，预计随着时间的推移，这些措施将提振信心。燃料的环境税下调及某些商品和服务的增值税下调将持续到2024年底，而从8月开始生效的经修订《土地法》将支撑房地产行业前景。尽管目前下定论还为时过早，但《土地法》似乎已经促进了该行业的外国投资，最近的外国直接投资显示出广泛的增长。

我们认为潜在的上行风险可以抵消台风摩羯造成的暂时性经济动荡。总体而言，我们预测2024和2025年国内生产总值增速均为6.5%。

随着不利基数效应消退，通胀正在降温

在通胀方面，由于来自能源的不利基数效应已经消退，价格走势在2024年下半年变得更加有利。预期中的美联储宽松周期也将有助于缓解一些汇率压力。考虑到所有这些因素，我们预测2024年通胀为3.6%，2025年为3.0%，都远低于越南国家银行4.5%的目标上限。

越南的主要商品出口继续复苏，显示出广泛增长的迹象



资料来源: CEIC、汇丰银行

8月通胀明显放缓，预计仍将远低于目标水平



资料来源: CEIC、汇丰银行

披露附录

1. 本报告发布日期为 2024年10月7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10月4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。

[1245286]