

堅持到底

- ◆ 出口激增有力地推動了東盟大部分國家的經濟增長……
- ◆ ……而外國直接投資仍然是該地區的一大亮點
- ◆ 通脹和利率下降應該會在龍年之後提供緩衝

印尼的經濟增長也有望在明年加快，儘管印尼需要關注草率選擇的陷阱和財政狀況的下滑，從而確保長期增長。隨著新政府上台及旅遊業繼續快速復甦，泰國的情況也在好轉。馬來西亞正在利用對內投資，儘管未來一年經濟增長可能出現邊際放緩。與此同時，新加坡緩慢前行，年初至今經濟增長好於預期，儘管全球貿易增長放緩可能很快會對其造成拖累。菲律賓今年稍作喘息，隨著通脹大幅下降和消費能力上升，預計 2025 年經濟增速將再次加快。得益於強勁的對外部門以及國內需求回升，越南擺脫了經濟增長放緩的困境。

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
10 月 14 日	新加坡國內生產總值
10 月 16 日	泰國利率公告
10 月 16 日	菲律賓利率公告
10 月 16 日	印尼利率公告
11 月 1 日	印尼通脹率
11 月 1 日	越南製造業採購經理人指數
11 月 6 日	馬來西亞利率公告
11 月 18 日	泰國國內生產總值
11 月 20 日	印尼利率公告
12 月 2 日	印尼通脹率

資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

印尼

新局勢

在2月的大選之後，印尼全國選舉委員會（KPU）於3月宣佈，普拉博沃·蘇比安托（Prabowo Subianto）贏得58.6%的選票，獲絕對多數席位，將從10月20日起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，表明政府希望推進改革，最終的議會投票結果將決定支持潛在改革的政治力量大小。

改革可能持續，但挑戰依然存在

普拉博沃表示將繼續推進現任總統佐科維（Jokowi）的改革，**包括啟動下游加工 2.0 和繼續進行基礎設施建設**。然而，我們認為在此過程中會遇到挑戰：例如，全球電動汽車鋁基電池需求增長放緩，印尼碳足跡下降，以及某些國有企業重組。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。

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將有助於控制核心通脹，這一點在最近幾個月已經顯而易見。供給側改革可能有助於控制食品通脹的上升。加工金屬出口的增長也可能會使外部赤字保持在可控水平。

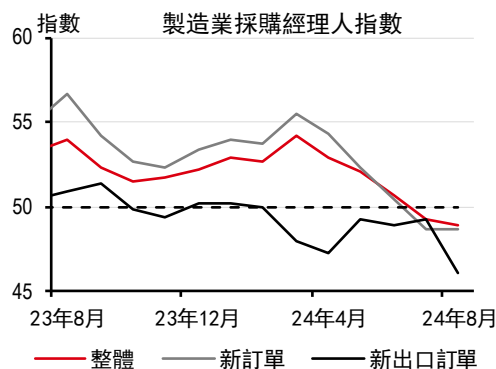
利率下降和外國直接投資流入可能提振增長前景

然而，就目前而言，經濟增長相當疲弱。第二季國內生產總值比疫情前的趨勢水平低7.8%。7月和8月採購經理人指數下降，表明經濟活動在第三季有所減弱。隨著印尼銀行減息、新任政府上台及宣佈願景，令政策不確定性下降，再加上觀望的外國直接投資流入，**我們認為增長前景有望改善**。我們預計印尼的國內生產總值增速將從2024年的5%上升至2025年和2026年的5.3%。

向製造業價值鏈上游攀登，促進潛在增長

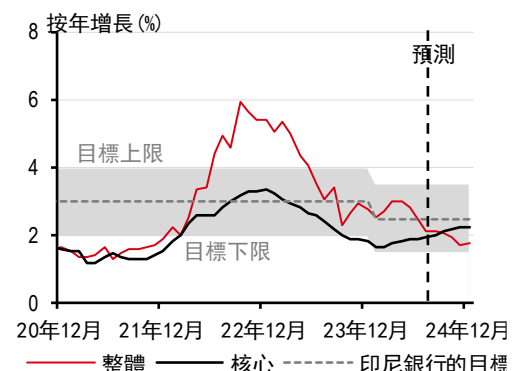
我們的增長模型表明，轉向寬鬆的財政和貨幣政策可能有助於提振經濟增長，但只能在一定程度上提振經濟增長。**進一步向製造業價值鏈上游攀登**，從單純出口礦石和金屬轉向出口電動汽車電池和電動汽車，從而減輕商品價格衝擊對經濟的影響，到2028年潛在增長率可能達到5.8%。

製造業採購經理人指數已陷入收縮區間



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

全速前進

在 2023 年緩慢增長後，馬來西亞經濟再次強勁增長，2024 年上半年按年增長 5.1%。趨勢也十分強勁，第二季按季增長 2.9%（季調後）。除了強勁的總體數據，更令人鼓舞的是經濟復甦的廣度。

電子產品出口已重回增長……

首先，期待已久的製造業復甦相當顯著。儘管與同類國家相比有所滯後，但馬來西亞的製造業和貿易部門最終在全球科技行業復甦的推動下渡過了難關。在長時間的按年下滑之後，**電氣和電子產品出口的三個月移動平均值恢復增長**，儘管這仍處於初期階段。與此同時，商品出口表現喜憂參半，其中棕櫚油和液化天然氣出口保持領先。

……而建築業實現兩位數增長

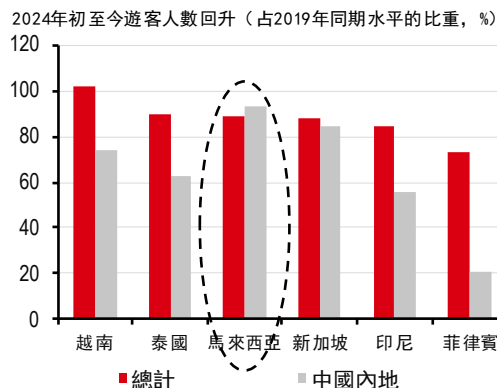
除了製造業之外，**令人大為意外的是建築業表現**，其按年增速連續第二個季度達到兩位數。再加上固定資本形成總額支出方面的數據，這不僅與政府最近增加公共投資有關，而且反映了市場對外國直接投資相關大型項目的興趣日益濃厚。與此同時，服務業繼續表現強勁。不僅個人消費顯示出韌性，而且**旅遊業也成為急需的增長動力**，馬來西亞接待的遊客數量相當於疫情前水平的 90%。

鑒於第二季增速高於預期，我們最近將 2024 年國內生產總值增長預測上調至 5.0%（此前為 4.5%），同時將 2025 年增長預測保持在 4.6%。

我們預計利率將在一段時間內保持不變

除了經濟增長之外，儘管 6 月柴油補貼恢復合理水平，但通脹壓力基本保持溫和。今年前 7 個月，整體通脹平均按年上升約 1.8%。即使考慮到不利的基數效應，我們預計通脹仍在可控範圍內。我們預測 2024 年通脹為 2.3%，2025 年為 3.0%，儘管我們承認 RON95 汽油補貼的合理化可能帶來不確定性。根據我們的基準情景，馬來西亞國家銀行**將在較長一段時間內將政策利率穩定在 3.0%**。只要通脹在馬來西亞國家銀行 2%-3.5% 的預測範圍內，我們預計該央行就不會採取行動。儘管如此，與該地區其他國家相比，馬來西亞的加息風險高於減息風險。

馬來西亞的中國內地遊客人數已接近全面復甦



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：除馬來西亞（前六個月）外，所有數據為前七個月的數據。

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

開啟寬鬆週期

菲律賓在 8 月開啟寬鬆週期.....

菲律賓央行在 8 月開啟寬鬆週期，將政策利率下調 25 個基點至 6.25%——甚至在美聯儲下調政策利率之前。

回過頭來看，此輪寬鬆週期令人矚目。從 2022 年到 2023 年，菲律賓不僅是東盟中通脹最高的國家，其經常項目逆差也達到亞洲金融危機爆發前的水平。許多人（包括滙豐銀行）認為，與東盟其他國家相比，菲律賓的貨幣政策受到美聯儲的影響最大。

.....隨著整體通脹按年降至 3% 以下

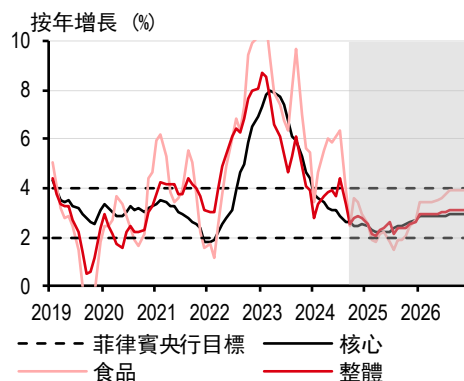
然而，菲律賓在 2024 年重整旗鼓，渡過了難關。當局將大米（該國最普遍的主食）關稅從 35% 下調至 15%，為整體通脹按年降至 3% 以下，或維持在菲律賓央行 2%-4% 目標區間下限內奠定了基礎。由於經濟中的業務流程外包（BPO）行業在過去一年蓬勃發展，經常項目逆差也以超預期的速度放緩。這為菲律賓央行提供了資金流入，推動菲律賓比索走強，並為擺脫美聯儲的影響提供了一些支援。而且，考慮到通脹仍有很大的下降空間，菲律賓央行暗示未來還會進一步減息。

減息應該會刺激 2025 年和 2026 年的經濟增長

寬鬆週期來得正是時候。儘管菲律賓的經濟增長相對於亞洲其他國家保持穩定，但一些裂縫已經顯現出來。例如，除了在新冠肺炎疫情期間，家庭消費增速下降至全球金融危機以來的最低水平，而耐用設備投資增速連續第二個季度下降。由於借款成本高企，經濟中的信貸也保持疲軟。儘管如此，我們仍預計菲律賓央行的寬鬆週期將重振中小規模投資和減輕家庭債務負擔，進而提振 2025 和 2026 年的經濟增長。我們對明年的前景更加樂觀，因為大米關稅稅率下調可能對經濟貢獻 1.1% 的增長。

由於通脹正在下降，但國內生產總值沒有明顯惡化，我們預計菲律賓央行的寬鬆週期將是漸進的。我們預計 2024 年只會再減息 25 個基點（至 6.00%），2025 年總共減息 100 個基點，年底政策利率將達到 5.00%。我們認為寬鬆週期將在 2025 年結束，因此我們預計政策利率將在整個 2026 年保持在 5.00%。

由於大米關稅的降低，我們預計 2025 年通脹將低於 3%



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：灰色區域是滙豐預測。

由於業務流程外包出口的強勁增長，服務貿易順差在 2023-2024 年有所擴大



資料來源：CEIC、滙豐銀行

新加坡

喜憂參半

2024 年，新加坡在經濟復甦方面取得了良好的進展。雖然仍有可能出現 2023 年第二季的技術性衰退，但復甦趨勢仍在持續，幫助新加坡擺脫了貿易週期的嚴重低迷，推動經濟在 2024 年上半年按年實現 3% 的穩健增長。

消費電子行業將引領新加坡的經濟復甦

儘管製造業仍在收縮，但收縮幅度要小得多，而且情況好壞參半。主要原因是藥品產量下降，不太穩定，之後可能恢復增長。電子產品產量仍明顯回升，儘管速度落後於其他依賴科技的經濟體，比如韓國和台灣。但這是因為人工智慧相關產出的占比較大，而**新加坡將受益於消費電子行業的整體復甦**。

服務業表現好於預期

儘管製造活動依然低迷，**但好於預期的服務業起到了幫助**。不過，整體情況喜憂參半。環比來看，面向國內的行業表現較好，而面向消費者和旅遊相關的行業在第二季大幅調整。但這在很大程度上符合預期，因為繁忙的大型國際音樂會活動集中在第一季。儘管如此，仍有進一步增長的潛力。2024 年上半年，新加坡接待的遊客人數幾乎相當於 2019 年水平的 90%。7 月，中國遊客人數首次超過 2019 年的水平。

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%。

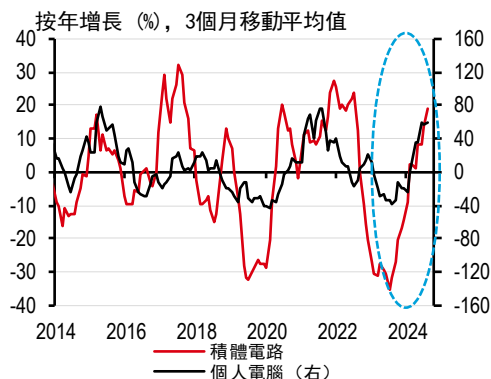
7 月核心通脹繼續放緩……

此外，通脹也仍在下降，**7 月核心通脹按年放緩至 2.5%**。服務業（如教育和醫療）通脹繼續呈下降趨勢，但與娛樂相關的成本幾乎沒有變化。最重要的是，燃料和公用事業成本上漲趨勢減弱，油價目前可能相對維持區間震盪。因此，我們最近將 2024 核心通脹預測下調至 2.8%（此前為 3.1%），2025 年預測下調至 1.9%（此前為 2.2%）。

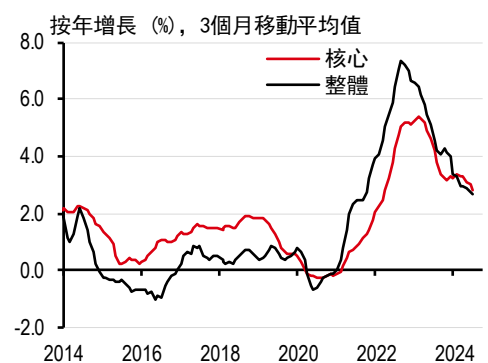
……儘管我們認為新加坡金融管理局不會很快減息

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短期內放鬆政策**；至少，通脹趨勢本身可能不足以推動新加坡金融管理局偏向寬鬆立場。

新加坡的半導體國內出口增速已反彈至兩位數



核心通脹一直在放緩



泰國

複雜多變

製造業和貨物出口增長加快

2024年第二季，泰國國內生產總值按年增速加快至2.3%，儘管預算推遲六個月公佈，但其「財政引擎」最終啟動並運行。製造業生產指數在連續下跌約21個月後，最終在7月轉為正值，而由於泰國從全球科技上升週期中受益，貨物出口按年增長21.8%。與此同時，7月採購經理人指數新訂單指數上升，為12個月以來首次。總體而言，經濟增長似乎最終開始加快。我們預計泰國經濟將在2024年餘下時間裡呈現V型復甦，2024年第三季和第四季按年分別增長2.7%和3.7%。

然而，在經濟增速達到目前的水平之前，發生了很多事情。由於來自中國內地進口產品的激烈競爭，整體通脹回落至泰國銀行1%-3%的目標區間以下，而貿易差額又回到逆差狀態。泰國的政治格局也迅速變化：在賽塔·他威信（Srettha Thavisin）被免職後不到48小時，議會選舉貝東丹·西那瓦（Paetongtarn Shinawatra）為泰國歷史上最年輕的總理。

雖然所取得的進展不是一帆風順，但總體方向是在改善。事實上，在政治動盪中，泰國金融市場在連續12個月表現不佳之後終於回升。9月SET指數今年首次上漲，而泰銖的名義有效匯率接近新冠肺炎疫情前的水平。

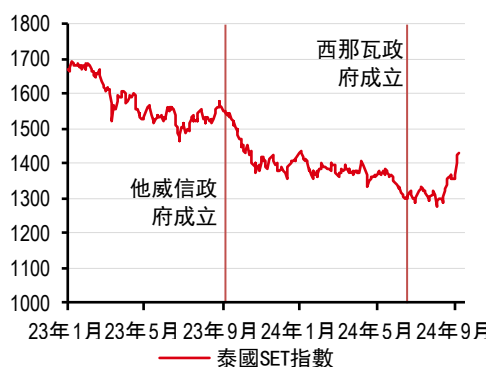
政府支出和旅遊業正在推動經濟增長，但不利因素依然存在

然而，泰國經濟前景仍不完全明朗。是的，政府支出和旅遊業繼續推動經濟增長。但製造業和消費領域的不利因素依然存在。來自中國內地進口產品的競爭可能限制製造業改善的程度，而泰國高企的家庭債務可能嚴重拖累個人消費。

我們預計利率至少在2027年前保持不變

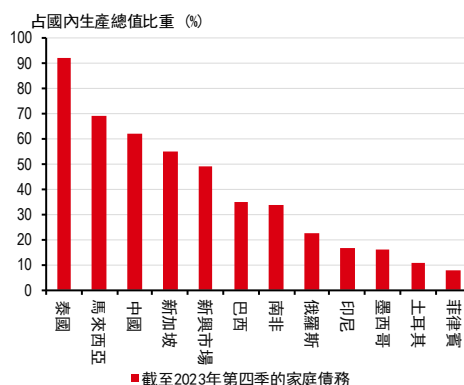
形勢複雜多變。儘管不利因素強勁及通脹疲弱，但我們預計泰國銀行在2027年前不會放鬆貨幣政策。政策利率保持在2.50%的政策應該有助於引導泰國急需的去杠杆化週期，尤其是在家庭債務方面。

SET 指數在 8 月新政府成立後終於出現回升



資料來源：彭博資訊、滙豐銀行

家庭債務是當局優先解決的結構性問題



資料來源：國際清算銀行、Macrobond、滙豐銀行。CN - 中國內地，Em - SA - 南非，MX - 墨西哥，RU - 俄羅斯，TU - 土耳其。

越南

等待增速進一步提升

越南第二季經濟增速高於預期.....

隨著龍年的到來，越南的經濟復甦態勢持續穩固。2024年第二季經濟增速有所改善，高於預期，按年增長6.9%。對外部門的復甦已開始擴散至消費電子產品以外的領域，儘管這是否會提振國內部門仍有待觀察。

.....得益于製造業和工業增加值

首先，製造業已從去年的困境中強勁復甦。採購經理人指數連續5個月擴張，而工業增加值在紡織和制鞋行業活動的推動下出現反彈。這推動出口實現兩位數的強勁增長，同時結構性因素（如擴大越南農產品的市場准入）也在發揮作用。

然而，零售銷售仍然滯後

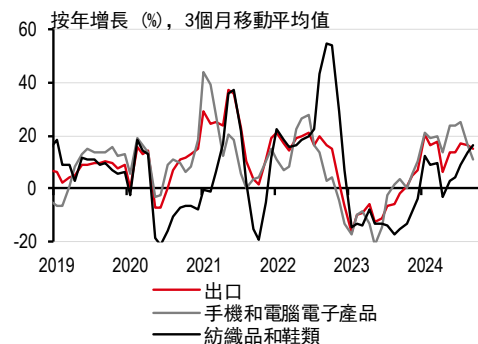
然而，國內部門的復甦速度比最初預期的要慢，零售銷售增速仍低於疫情前的趨勢水平。令人鼓舞的是，政府已採取措施支持廣泛的國內行業，預計隨著時間的推移，這些措施將提振信心。燃料的環境稅下調及某些商品和服務的增值稅下調將持續到2024年底，而從8月開始生效的經修訂《土地法》將支撐房地產行業前景。儘管目前下定論還為時過早，但《土地法》似乎已經促進了該行業的外國投資，最近的外國直接投資顯示出廣泛的增長。

我們認為潛在的上行風險可以抵消颱風摩揭造成的暫時性經濟動盪。總體而言，我們預測2024和2025年國內生產總值增速均為6.5%。

隨著不利基數效應消退，通脹正在降溫

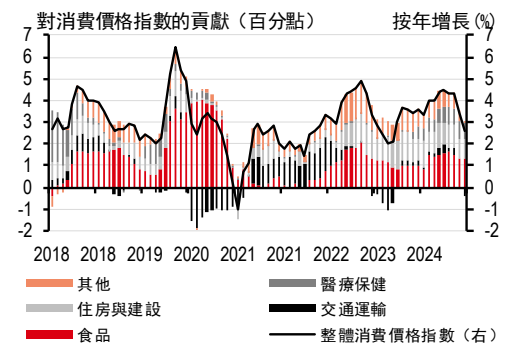
在通脹方面，由於來自能源的不利基數效應已經消退，價格走勢在2024年下半年變得更加有利。預期中的美聯儲寬鬆週期也將有助於緩解一些匯率壓力。考慮到所有這些因素，我們預測2024年通脹為3.6%，2025年為3.0%，都遠低於越南國家銀行4.5%的目標上限。

越南的主要商品出口繼續復甦，顯示出廣泛增長的跡象



資料來源：CEIC、滙豐銀行

8月通脹明顯放緩，預計仍將遠低於目標水平



資料來源：CEIC、滙豐銀行

披露附錄

1. 本報告發布日期為 2024年10月7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10月4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。

[1245286]