

通胀降温，经济复苏

- ◆ 随着出口出现复苏迹象，我们预计明年东盟的贸易将企稳
- ◆ 通胀降温可能会为某些经济体的降息打开大门，但降息周期可能相当短暂
- ◆ 总而言之，该地区大部分经济体在新一年应该会实现较快增长

在经济持续增长的背景下，**印尼**将要进行大选，其家庭支出增速可能会加快。**泰国**正在努力解决投资疲软的问题，但宽松财政政策起到明显的提振作用。得益于出口企稳，**马来西亚**的情况也应该会有所改善。**菲律宾**有望再次迎来好年头，经济增速达到东盟第二高，仅次于**越南**。越南经济应该会在充满挑战的2023年后迎来反弹。与此同时，**新加坡**比大多数经济体更容易受到全球市场波动的影响，也应该会从2024年整个地区的需求企稳中受益。

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
1月1日至8日	菲律宾 12月消费价格指数
1月1日至5日	印尼 12月通胀
1月2日	越南 制造业采购经理人指数
1月24日	马来西亚 利率公告
1月	马来西亚 第四季国内生产总值
2月7日	泰国 利率公告
2月8日至15日	新加坡 第四季国内生产总值
2月19日	泰国 第四季国内生产总值
3月7日	马来西亚 利率公告

资料来源：Refinitiv Eikon、汇丰银行

印尼

印尼明年将迎来新总统

潮流正在转变

政治风向正发生转变。由于现任总统佐科威（Jokowi）因两届任期限制无法再次参选，**印尼将在2024年迎来新总统**。领先的总统候选人必须在2月14日的选举中获得50%的选票；否则，将在6月26日举行决选。普拉博沃·苏比安托（Prabowo Subianto）目前在民调中领先，虽然他的得票率还未超过50%，但支持率似乎正在稳步上升（Lembaga Survei Indonesia, 2023年11月）。

第三季度国内生产总值增长疲软

然而，这并非仅仅是政治的变化。实际上，即使是印尼的经济状况，也有可能在今年经历转变。回顾过去几年，印尼一直是稳定的绿洲，无论是通胀、经常项目还是财政赤字都得到了有效控制。**但经济增长的复苏却显得相对缓慢**。这一点从信贷增长的不温不火中可以看出，例如，国内生产总值增长在9月季度为4.9%，相比之下潜在增长率为5.3%，这主要是由于紧缩的财政和货币政策造成的，同时还受到中国作为重要贸易伙伴的经济复苏乏力的影响。

事实上，**信贷增长疲软是印尼宏观经济保持稳定的一个关键原因**。首先，信贷低增长意味着银行业大部分过剩流动性被保留在体系内，没有流入实体经济，从而避免了加剧通胀。其次，信贷低增长反映了较高的家庭“净”储蓄，令经常项目差额保持强劲（经常项目差额 = 储蓄 - 投资）。第三，信贷低增长意味着银行不必争夺流动性，从而使存款利率保持在低位；事实上，保持存款利率低于债券收益率，会激励国内投资者转而购买政府债券，从而为财政赤字提供资金。

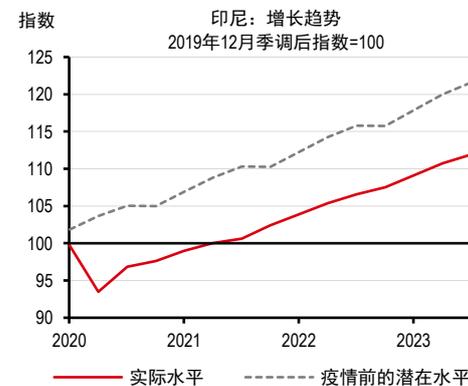
银行信贷增长和外国直接投资流入支撑国内生产总值

但这一切都可能逐渐发生变化。**银行信贷增速似乎正在全面回升**，稳步回到长期平均水平，且如果印尼银行在2024年降息，信贷增速可能会进一步上升。**此外，还有大量的外国直接投资正在观望**，一旦选举结束，这可能会显现出来。根据我们对外国直接投资意向的分析，在过去几年里，已经有300亿美元的外资投入加工金属领域，还有同等规模的投资正在观望中。与此同时，在电动汽车领域（即电池和汽车），已宣布了450亿美元的投资意向。**我们预测2024年国内生产总值增长率将平均为5.2%，高于2023年的5.0%**。

国内生产总值增速加快，重点仍然放在宏观经济稳定上

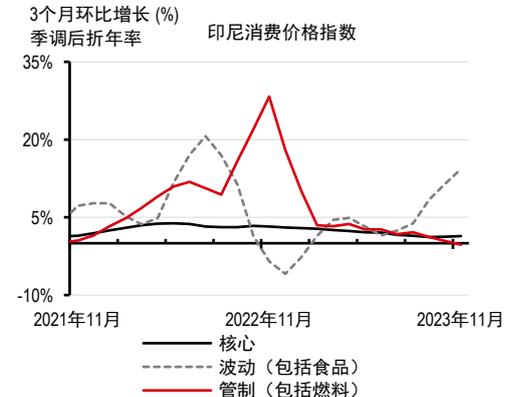
事实上，随着印尼经济向制造业价值链上游移动——从矿石到加工金属再到电动汽车——印尼是未来十年增速**可能高于前十年水平**的经济体之一。事实上，我们预测中期内经济增速将加快0.5个百分点；对宏观经济稳定的高度重视将是实现这一目标的关键。

国内生产总值较疫情前水平高出约12%，但比疫情之前的趋势水平低8%



资料来源：CEIC、汇丰预测

自7月以来，“波动性消费价格指数”涨幅一直在上升



资料来源：CEIC、汇丰银行

马来西亚

复苏的萌芽出现

第三季度国内生产总值增速高于预期

由于出口受到的打击有所延迟，2023 年第二季马来西亚经济增速明显放缓，这再次提醒人们，任何一个出口导向型经济体都难以在全球贸易下滑的环境中毫发无损。然而，**积极的复苏迹象在 2023 年下半年出现，2023 年第三季度国内生产总值按年增长 3.3%，高于预期**——这是不错的表现，因马来西亚 2022 年第三季度国内生产总值按年增长 14.1%，基数明显较高。

电子产品周期的改善正促进出口增长

诚然，马来西亚仍在努力应对全球贸易低迷的环境。2023 年第三季，制造业按年下降 0.1%，继 2023 年第二季增长 0.1% 后出现了轻微下滑。贸易也显示出类似的趋势，10 月出口出现个位数下降。出口下降的主要原因是全球商品市场大幅回调，尤其是石油、液化天然气和棕榈油。但随着全球电子产品周期的初步复苏——正如韩国和新加坡等国所展现的——**马来西亚的出口业绩似乎开始看到曙光**。毕竟，持续不断的外国直接投资仍在源源不断涌入马来西亚，使其仍然是东盟地区的主要接受国之一。产能的增加应该会让**马来西亚的制造业在贸易周期好转时强劲反弹**。

旅游业继续回暖

除了贸易领域的积极迹象外，**马来西亚的旅游相关行业也持续提供了必要的支撑**。特别是，马来西亚在吸引中国游客方面走在了东盟国家的前列。在中国和马来西亚最近宣布互免签证计划后，旅游业前景进一步改善，不仅在吸引游客方面，而且在吸引潜在投资者方面，使马来西亚在区域竞争中更具优势。我们最近将 2023 年的增长预测从 3.8% 上调至 4.1%，同时保持 2024 年的预测为 4.5%，这反映了第三季度的良好表现以及贸易周期的逐步改善。

整体通胀继续降温

与此同时，通胀得到了有效控制。**第三季整体通胀率继续降温，按年涨幅低于 2%，成为东盟中通胀率第二低的国家**，仅次于泰国。值得一提的是，尽管全球大米价格近期有所上涨，但政府增加国内供应的努力部分缓解了这一影响。然而，通胀的上行风险仍然存在，特别是考虑到 2024 年预算的变动，包括服务税增加 2 个百分点和一些燃料补贴的削减。我们预测 2023 年整体通胀率为 2.5%，2024 年为 2.4%。

核心通胀继续降温，令马来西亚国家银行保持利率不变



资料来源：CEIC、汇丰银行

马来西亚预计 2024 年预算的财政赤字将会下降至国内生产总值的 4.3%



资料来源：CEIC、汇丰银行

菲律宾

人口韧性的支撑

第三季度国内生产总值增速超出预期

2023年第三季度，菲律宾经济仍保持增长趋势，**按年增长5.9%，远高于市场预期**。在这一显著的增长之后，尽管面临着最快的通胀率和最激进的货币紧缩政策，但该群岛国家有望在2023年成为东盟增长最快的经济体。我们最近将2023年全年国内生产总值增长预测从4.8%上调至5.3%，以此承认菲律宾在经济上展现出的强大韧性。

劳动力市场蓬勃发展……

菲律宾相比其他经济体更好地抵御了全球不利因素，这对其经济增长起到了积极作用。然而，推动经济持续增长的主力军是菲律宾人民。**当前，该国的劳动力市场正蓬勃发展，失业率降至历史最低点**，同时劳动参与率保持高位。从绝对数字来看，与历史趋势相比，就业人数增加了大约300万人，其中许多人通过数字化手段在非正规部门寻找就业机会。虽然这些工作可能不是最理想的，但无疑在2023年的种种挑战中支撑着经济增长。凭借菲律宾25岁的年轻中位年龄，这种独特的人口韧性将在未来几年内继续支撑着菲律宾经济。

……但在货币政策紧缩的情况下，通胀却有所上升

然而，这并不意味着菲律宾已经摆脱困境。由于多个国内不利因素，我们仍然预计经济增速将低于历史趋势水平。例如，随着全球大米价格飙升，10月**整体消费价格指数大幅上升**，而为了保持经济平衡，**货币政策可能会保持紧缩**。确实，自全球金融危机以来（不包括新冠肺炎疫情期间），家庭消费和大型银行信贷增长速度是最缓的，且尚未达到低谷。尽管如此，政府决心继续实现其宏伟目标，即将国内生产总值的5%投资用于基础设施建设，投资将继续支持经济增长。

我们预计菲律宾央行在2024年第三季之前不会降息

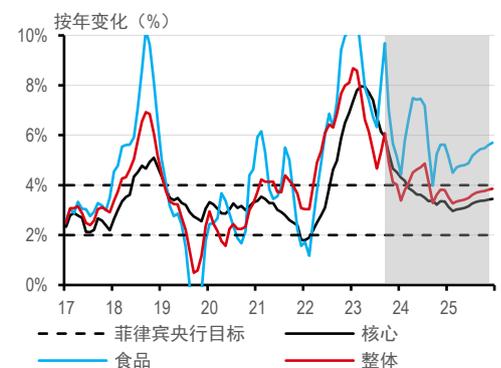
尽管增长可能不及往常，**但我们认为菲律宾央行短期内不会将其政策利率从6.50%下调**。通胀问题可能持续到2024年下半年，而在美联储开始其宽松周期前，菲律宾央行不太可能降息以支持货币价值。我们预计菲律宾央行只会美联储开始其宽松周期后，在2024年第三季降息25个基点。之后，我们预期菲律宾央行将跟随美联储的步伐，每个季度降息25个基点，直到2025年第四季政策利率回归5.00%的正常水平。

支撑经济增长的是有韧性的劳动力市场，就业率超过趋势水平



资料来源：CEIC、汇丰银行

我们预计2024年第二季整体消费价格指数将大幅上升，超过菲律宾央行2%-4%的目标区间



资料来源：CEIC、汇丰银行。灰色区域代表汇丰预测。

新加坡

第三季度国内生产总值出现广泛的增长

制造业显示出改善的迹象

旅游相关服务还有进一步改善的空间

核心通胀继续下降

等待科技繁荣

在2023年第二季勉强避免技术性衰退之后，新加坡似乎度过了最糟糕的时期，2023年第三季度国内生产总值按季增长1.4%。更重要的是，**这种增长是广泛的**。

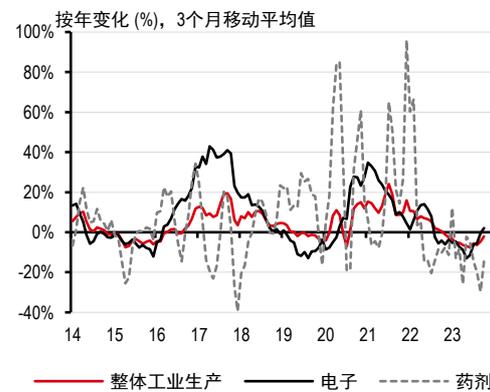
尤其是在关键的制造业部门，该部门经历了一年多的低迷后，终于显现出改善迹象。外部需求仍然低迷，但**制造业在2023年首次实现环比增长**，虽然增幅尚显微弱。特别是在电子产品生产方面出现了一些积极迹象，10月和11月的平均增长率达到了两位数。虽然全球电子产品周期的复苏仍处于早期阶段，但这为技术密集型经济体的2024年增长提供了希望。不过，我们对这种反弹的幅度持谨慎态度。

尽管贸易疲软，但国内需求为经济提供了必要的支撑。经过数个季度的增长，私人消费仍保持积极势头，这得益于紧张的劳动力市场，但同时也反映出由于增加的裁员，消费开始出现初步的降温迹象。此外，**旅游相关服务正在推动经济增长，但仍有进一步改善的空间**，因为部分行业尚未恢复至疫情前的水平。随着北半球冬季的到来，新加坡的航空业将受益匪浅。总而言之，我们预测，在旅游业持续复苏和科技主导的全球贸易周期温和转变的背景下，2023和2024年国内生产总值将分别增长1.2%和2.4%。

同时，通胀下降继续成为主要趋势，**核心通胀按年涨幅从5.5%的峰值持续回落至最近的3.3%**。然而，10月高于预期的核心通胀提醒市场，通胀下降是一个缓慢的过程，且距离新加坡金融管理局的舒适区域仍有一段距离。我们预测2023年核心通胀为4.1%，但鉴于能源冲击带来的上行风险和明年计划的行政加息，我们最近将2024年预测从2.9%上调至3.1%。

尽管新加坡金融管理局明年将把重点从通胀转向增长，但**通胀面临迫在眉睫的上行风险，这将迫使新加坡金融管理局开始扭转紧缩周期**。我们预计新加坡金融管理局最早将在2024年4月下调新加坡元名义有效汇率政策区间的斜率。

随着电子产品生产的改善，工业生产已开始触底回升



资料来源: CEIC、汇丰银行

核心通胀继续放缓，但仍处于高位



资料来源: CEIC、汇丰银行

泰国

在历经诸多波折之后

国内生产总值仍低于疫情前的水平

许多人预计 2023 年将成为这个“微笑之国”的强劲复苏之年，特别是随着中国游客——该国最大的游客来源——的回归，预期将在泰国选举周期中为经济提供支持。然而，中国游客的回归不仅进展缓慢，甚至在年中出现了倒退，**导致连续三个季度的经济增长低于预期**。泰国的贸易周期也没有像东盟其他经济体那样好转。因此，**国内生产总值仍低于疫情前的水平**，这也体现在其金融市场的不佳表现上。

前瞻性指标似乎乏善可陈

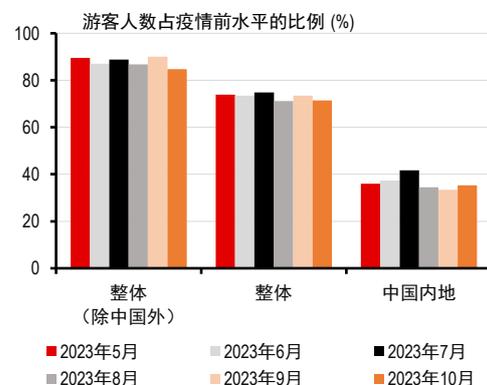
泰国经济能否在 2024 年摆脱困境？**前瞻性指标看起来并不那么乐观**。采购经理人指数的新订单指数大幅下降，旅游业复苏陷入停滞，对泰国最大出口目的地美国的出口增速预计将放缓。由于来自中国的竞争和硬盘驱动器需求的下降，制造业生产指数（按金额计算）已连续 13 个月下降——这是泰国经济最近一直在努力解决的一个结构性问题。由于对安全的担忧持续存在，潜在的中国游客对旅游的态度也依然消极。我们并不认为泰国经济的复苏已经陷入停滞，但很明显的是，泰国的出口引擎正在失去动力。

现金发放应该会提振 2024 年消费

为了重振经济，当局正在寻求国内驱动因素的帮助。新政府上任后的前四个月里，已经慷慨提供了多项补贴：降低了柴油和汽油价格、减少了电费、控制了糖价，并对火车票价进行了限制。这些措施导致整体消费价格指数涨幅下降至负值，进而提振了消费。事实上，除新冠肺炎疫情期间外，泰国银行私人消费指数的增速正接近最快水平。作为 2024 年的主要政策，泰国政府决心通过一项价值相当于国内生产总值 2.6% 的 1 万泰铢数字现金发放计划，来刺激经济和增强消费者购买力。**这应该会提振龙年的消费，我们预计 2024 年增速将从 2023 年的 2.5% 加快至 3.8%**。其他政策也应该会为增长提供一些动力，比如泰国为吸引游客的免签证计划，以及为电动汽车生产提供补贴以刺激投资。

然而，如此规模的财政刺激可能会引发对通胀的担忧。考虑到这一风险，我们预计泰国银行将保持政策稳定，让财政政策在支持增长方面发挥作用。

由于中国游客数量的减少，旅游业复苏已经陷入停滞



资料来源：CEIC、汇丰银行

1 万泰铢数字现金发放计划可能会扩大 2024 和 2025 年财政赤字



资料来源：CEIC、汇丰银行。2023 至 2025 年数据为汇丰预测

越南

谨慎乐观

贸易改善带来了更强劲的国内生产总值增长

对越南经济来说，2023年无疑是艰难的一年。幸运的是，最糟糕的时期似乎已经过去，越南第三季国内生产总值增速已恢复到按年增长5.3%，从上半年低于4%的低迷水平反弹。这要归功于贸易改善的早期迹象，这种改善在第四季度变得更为明显，尽管部分原因是基数效应。

电子产品出货量表现出色

尽管如此，复苏依然不平衡。特别是，电子产品出货量一直在推动出口的逐步复苏。然而，其他主要产品出口，如纺织品和鞋类，仍然面临压力，导致大规模裁员。例如，据报道，纺织巨头 Garmex Saigon Corporation 仅今年就解雇了2,000名工人（VNEPress, 10月29日）。这表明，要看到广泛的贸易复苏可能还需要一段时间。

制造业外国直接投资大幅增长

然而，较为平缓的贸易复苏并不意味着投资前景低迷。事实上，新注册的制造业外国直接投资创历史新高，反映出越南作为正在崛起的制造业中心的持续吸引力。更加令人鼓舞的是，越南在高附加值制造能力方面显示积极迹象，如美国 Amkor 公司在越南开设的价值16亿美元的芯片工厂。最近一个值得关注的进展是越南批准了15%的全球最低企业税率，这将影响制造领域的一些大型跨国公司。

总体而言，我们预测2023年国内生产总值增长5.0%，但鉴于明年贸易好转程度的不确定性，我们最近将2024年预测从6.3%下调至6.0%。

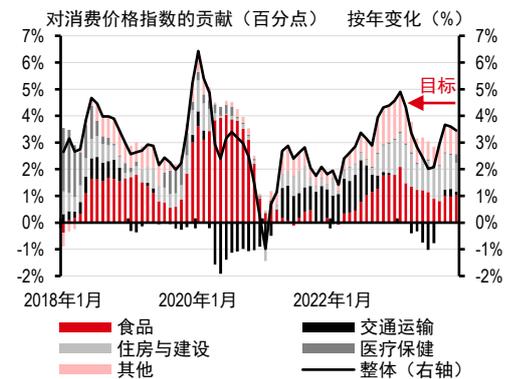
通胀似乎基本得到控制

与此同时，越南的通胀基本得到控制，11月按年涨幅下降至3.5%，远低于越南国家银行4.5%的目标。尽管食品和能源领域的上行风险依然存在，但基础价格压力正处于稳定的通胀下降趋势中。因此，我们预计2023年的通胀率将维持在3.3%左右，2024年为3.4%。这将使越南国家银行在我们预测的时间范围内保持政策不变。

在电子产品的带动下，越南的出口一直在改善



通胀仍远低于越南国家银行4.5%的目标



披露附录

1. 本报告发布日期为 2023年12月15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 2023年12月14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、加拿大汇丰银行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)不担保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。

© 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。

[1226140]