

通脹降溫，經濟復甦

- ◆ 隨著出口出現復甦跡象，我們預計明年東盟的貿易將企穩
- ◆ 通脹降溫可能會為某些經濟體的減息打開大門，但減息週期可能相當短暫
- ◆ 總而言之，該地區大部分經濟體在龍年應該會實現較快增長

在經濟持續增長的背景下，**印尼**將要進行大選，其家庭支出增速可能會加快。**泰國**正在努力解決投資疲軟的問題，但寬鬆財政政策起到明顯的提振作用。得益於出口企穩，**馬來西亞**的情況也應該會有所改善。**菲律賓**有望再次迎來好年頭，經濟增速達到東盟第二高，僅次於**越南**。越南經濟應該會在充滿挑戰的2023年後迎來反彈。與此同時，**新加坡**比大多數經濟體更容易受到全球市場波動的影響，也應該會從2024年整個地區的需求企穩中受益。

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
1月1日至8日	菲律賓 12月消費價格指數
1月1日至5日	印尼 12月通脹
1月2日	越南 製造業採購經理人指數
1月24日	馬來西亞 利率公告
1月	馬來西亞 第四季國內生產總值
2月7日	泰國 利率公告
2月8日至15日	新加坡 第四季國內生產總值
2月19日	泰國 第四季國內生產總值
3月7日	馬來西亞 利率公告

資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

印尼

印尼明年將迎來新總統

潮流正在轉變

政治風向正發生轉變。由於現任總統佐科威（Jokowi）因兩屆任期限制無法再次參選，**印尼將在2024年迎來新總統**。領先的總統候選人必須在2月14日的選舉中獲得50%的選票；否則，將在6月26日舉行決選。普拉博沃·蘇比安托（Prabowo Subianto）目前在民調中領先，雖然他的得票率還未超過50%，但支持率似乎正在穩步上升（Lembaga Survei Indonesia, 2023年11月）。

第三季國內生產總值增長疲軟

但這並非僅僅是政治的變化。實際上，即使是印尼的經濟狀況，也有可能在今年經歷轉變。回顧過去幾年，印尼一直是穩定的綠洲，無論是通脹、經常專案還是財政赤字都得到了有效控制。**但經濟增長的復甦卻顯得相對緩慢**。這一點從信貸增長的不溫不火中可以看出，例如，國內生產總值增長在9月季度為4.9%，相比之下潛在增長率為5.3%，這主要是由於緊縮的財政和貨幣政策造成的，同時還受到中國作為重要交易夥伴的經濟復甦乏力的影響。

事實上，**信貸增長疲軟是印尼宏觀經濟保持穩定的一個關鍵原因**。首先，信貸低增長意味著銀行業大部分過剩流動性被保留在體系內，沒有流入實體經濟，從而避免了加劇通脹。其次，信貸低增長反映了較高的家庭「淨」儲蓄，令經驗賬戶差額保持強勁（經驗賬戶差額 = 儲蓄 - 投資）。第三，信貸低增長意味著銀行不必爭奪流動性，從而使存款利率保持在低位；事實上，保持存款利率低於債券收益率，會激勵國內投資者轉而購買政府債券，從而為財政赤字提供資金。

銀行信貸增長和外國直接投資流入支撐國內生產總值

但這一切都可能逐漸發生變化。**銀行信貸增速似乎正在全面回升**，穩步回到長期平均水平，且如果印尼銀行在2024年減息，信貸增速可能會進一步上升。**此外，還有大量的外國直接投資正在觀望**，一旦選舉結束，這可能會顯現出來。根據我們對外國直接投資意向的分析，在過去幾年裡，已經有300億美元的外資投入加工金屬領域，還有同等規模的投資正在觀望中。與此同時，在電動汽車領域（即電池和汽車），已宣佈了450億美元的投資意向。**我們預測2024年國內生產總值增長率將平均為5.2%，高於2023年的5.0%**。

國內生產總值增速加快，重點仍然放在宏觀經濟穩定上

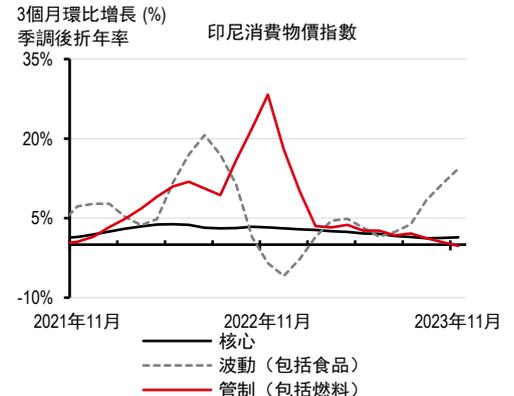
事實上，隨著印尼經濟向製造業價值鏈上游移動——從礦石到加工金屬再到電動汽車——印尼是未來十年增速**可能高於前十年水平**的經濟體之一。事實上，我們預測中期內經濟增速將加快0.5個百分點；對宏觀經濟穩定的高度重視將是實現這一目標的關鍵。

國內生產總值較疫情前水平高出約12%，但比疫情之前的趨勢水平低8%



資料來源：CEIC、滙豐預測

自7月以來，「波動」消費價格指數漲幅一直在上升



資料來源：CEIC、滙豐銀行

馬來西亞

復甦正在萌芽

第三季國內生產總值增速高於預期

由於出口受到的打擊有所延遲，2023年第二季馬來西亞經濟增速明顯放緩，這再次提醒人們，任何一個出口導向型經濟體都難以在全球貿易下滑的環境中毫髮無損。然而，**積極的復甦跡象在2023年下半年出現，2023年第三季國內生產總值按年增長3.3%，高於預期**——這是不錯的表現，因馬來西亞2022年第三季國內生產總值按年增長14.1%，基數明顯較高。

電子產品週期的改善正促進出口增長

誠然，馬來西亞仍在努力應對全球貿易低迷的環境。2023年第三季，製造業按年下降0.1%，繼2023年第二季增長0.1%後出現了輕微下滑。貿易也顯示出類似的趨勢，10月出口出現個位數下降。出口下降的主要原因是全球商品市場大幅回調，尤其是石油、液化天然氣和棕櫚油。但隨著全球電子產品週期的初步復甦——正如韓國和新加坡等國所展現的——**馬來西亞的出口業績似乎開始看到曙光**。畢竟，持續不斷的外國直接投資仍在源源不斷湧入馬來西亞，使其仍然是東盟地區的主要接受國之一。產能的增加應該會讓馬來西亞的製造業在貿易週期好轉時強勁反彈。

旅遊業繼續回暖

除了貿易領域的積極跡象外，**馬來西亞的旅遊相關行業也持續提供了必要的支撐**。特別是，馬來西亞在吸引中國遊客方面走在了東盟國家的前列。在中國和馬來西亞最近宣佈互免簽證計劃後，旅遊業前景進一步改善，不僅在吸引遊客方面，而且在吸引潛在投資者方面，使馬來西亞在區域競爭中更具優勢。我們最近將2023年的增長預測從3.8%上調至4.1%，同時保持2024年的預測為4.5%，這反映了第三季度的良好表現以及貿易週期的逐步改善。

整體通脹繼續降溫

與此同時，通脹得到了有效控制。**第三季整體通脹率繼續降溫，按年漲幅低於2%，成為東盟中通脹率第二低的國家**，僅次於泰國。值得一提的是，儘管全球大米價格近期有所上漲，但政府增加國內供應的努力部分緩解了這一影響。然而，通脹的上行風險仍然存在，特別是考慮到2024年預算的變動，包括服務稅增加2個百分點和一些燃料補貼的削減。我們預測2023年整體通脹率為2.5%，2024年為2.4%。

核心通脹繼續降溫，令馬來西亞國家銀行保持利率不變



資料來源：CEIC、滙豐銀行

馬來西亞預計2024年預算的財政赤字將會下降至國內生產總值的4.3%



資料來源：CEIC、滙豐銀行

菲律賓

人口韌性的支撐

第三季國內生產總值增速超出預期

2023 年第三季，菲律賓經濟仍保持增長趨勢，按年增長 5.9%，遠高於市場預期。在這一顯著的增長之後，儘管面臨著最快的通脹率和最激進的貨幣緊縮政策，但該群島國家有望在 2023 年成為東盟增長最快的經濟體。我們最近將 2023 年全年國內生產總值增長預測從 4.8% 上調至 5.3%，以此承認菲律賓在經濟上展現出的強大韌性。

勞動力市場蓬勃發展……

菲律賓相比其他經濟體更好地抵禦了全球不利因素，這對其經濟增長起到了積極作用。然而，推動經濟持續增長的主力軍是菲律賓人民。當前，該國的勞動力市場正蓬勃發展，失業率降至歷史最低點，同時勞動參與率保持高位。從絕對數字來看，與歷史趨勢相比，就業人數增加了大約 300 萬人，其中許多人透過數位化手段在非正規部門尋找就業機會。雖然這些工作可能不是最理想的，但無疑在 2023 年的種種挑戰中支撐著經濟增長。憑藉菲律賓 25 歲的年輕中位年齡，這種獨特的人口韌性將在未來幾年內繼續支撐著菲律賓經濟。

……但在貨幣政策緊縮的情況下，通脹卻有所上升

然而，這並不意味著菲律賓已經擺脫困境。由於多個國內不利因素，我們仍然預計經濟增速將低於歷史趨勢水平。例如，隨著全球大米價格飆升，10 月整體消費價格指數大幅上升，而為了保持經濟平衡，貨幣政策可能會保持緊縮。確實，自全球金融危機以來（不包括新冠肺炎疫情期間），家庭消費和大型銀行信貸增長速度是最緩的，且尚未達到低谷。儘管如此，政府決心繼續實現其宏偉目標，即將國內生產總值的 5% 投資用於基礎設施建設，投資將繼續支持經濟增長。

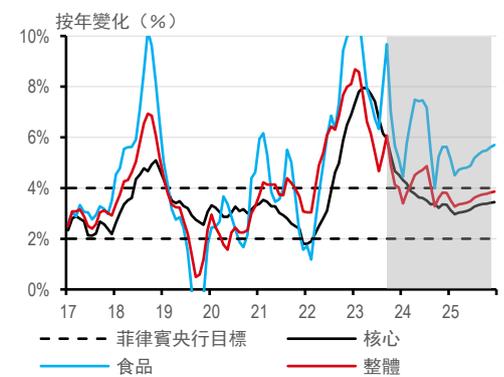
我們預計菲律賓央行在 2024 年第三季之前不會減息

儘管增長可能不及往常，但我們認為菲律賓央行短期內不會將其政策利率從 6.50% 下調。通脹問題可能持續到 2024 年下半年，而在美聯儲開始其寬鬆週期前，菲律賓央行不太可能減息以支持貨幣價值。我們預計菲律賓央行只會美聯儲開始其寬鬆週期後，在 2024 年第三季減息 25 個基點。之後，我們預期菲律賓央行將跟隨美聯儲的步伐，每個季度減息 25 個基點，直到 2025 年第四季政策利率回歸 5.00% 的正常水平。

支撐經濟增長的是有韌性的勞動力市場，就業率超過趨勢水平



我們預計 2024 年第二季整體消費價格指數將大幅上升，超過菲律賓央行 2%-4% 的目標區間



新加坡

等待科技繁榮

第三季國內生產總值出現廣泛的增長

製造業顯示出改善的跡象

旅遊相關服務還有進一步改善的空間

核心通脹繼續下降

在 2023 年第二季勉強避免技術性衰退之後，新加坡似乎度過了最糟糕的時期，2023 年第三季國內生產總值按季增長 1.4%。更重要的是，**這種增長是廣泛的。**

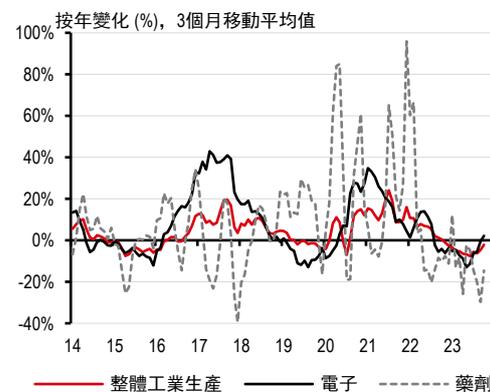
尤其是在關鍵的製造業部門，該部門經歷了一年多的低迷後，終於顯現出改善跡象。外部需求仍然低迷，但**製造業在 2023 年首次實現環比增長**，雖然增幅尚顯微弱。特別是在電子產品生產方面出現了一些積極跡象，10 月和 11 月的平均增長率達到了兩位數。雖然全球電子產品週期的復甦仍處於早期階段，但這為技術密集型經濟體的 2024 年增長提供了希望。不過，我們對這種反彈的幅度持謹慎態度。

儘管貿易疲軟，但國內需求為經濟提供了必要的支撐。經過數個季度的增長，私人消費仍保持積極勢頭，這得益於緊張的勞動力市場，但同時也反映出由於增加的裁員，消費開始出現初步的降溫跡象。此外，**旅遊相關服務正在推動經濟增長，但仍有進一步改善的空間**，因為部分行業尚未恢復至疫情前的水平。隨著北半球冬季的到來，新加坡的航空業將受益匪淺。總而言之，我們預測，在旅遊業持續復甦和科技主導的全球貿易週期溫和轉變的背景下，2023 和 2024 年國內生產總值將分別增長 1.2% 和 2.4%。

同時，通脹下降繼續成為主要趨勢，**核心通脹按年漲幅從 5.5% 的峰值持續回落至最近的 3.3%**。然而，10 月高於預期的核心通脹提醒市場，通脹下降是一個緩慢的過程，且距離新加坡金融管理局的舒適區域仍有一段距離。我們預測 2023 年核心通脹為 4.1%，但鑒於能源衝擊帶來的上行風險和明年計劃的行政加息，我們最近將 2024 年預測從 2.9% 上調至 3.1%。

儘管新加坡金融管理局明年將把重點從通脹轉向增長，但**通脹面臨迫在眉睫的上行風險，這將迫使新加坡金融管理局開始扭轉緊縮週期**。我們預計新加坡金融管理局最早將在 2024 年 4 月下調新加坡元名義有效匯率政策區間的斜率。

隨著電子產品生產的改善，工業生產已開始觸底回升



資料來源：CEIC、滙豐銀行

核心通脹繼續放緩，但仍處於高位



資料來源：CEIC、滙豐銀行

泰國

在歷經諸多波折之後

國內生產總值仍低於疫情前的水平

許多人預計 2023 年將成為這個「微笑之國」的強勁復甦之年，特別是隨著中國遊客——該國最大的遊客來源——的回歸，預期將在泰國選舉週期中為經濟提供支援。然而，中國遊客的回歸不僅進展緩慢，甚至在年中出現了倒退，導致連續三個季度的經濟增長低於預期。泰國的貿易週期也沒有像東盟其他經濟體那樣好轉。因此，國內生產總值仍低於疫情前的水平，這也體現在其金融市場的不佳表現上。

前瞻性指標似乎乏善可陳

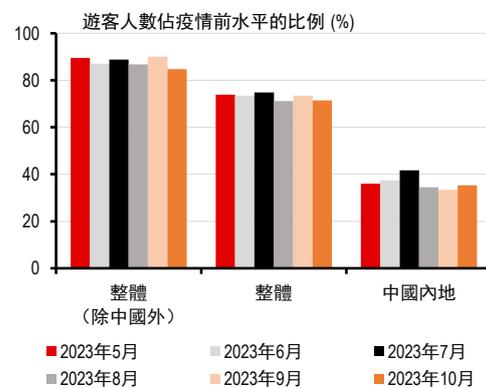
泰國經濟能否在 2024 年擺脫困境？前瞻性指標看起來並不那麼樂觀。採購經理人指數的新訂單指數大幅下降，旅遊業復甦陷入停滯，對泰國最大出口目的地美國的出口增速預計將放緩。由於來自中國的競爭和硬碟驅動器需求的下降，製造業生產指數（按金額計算）已連續 13 個月下降——這是泰國經濟最近一直在努力解決的一個結構性問題。由於對安全的擔憂持續存在，潛在的中國遊客對旅遊的態度也依然消極。我們並不認為泰國經濟的復甦已經陷入停滯，但很明顯的是，泰國的出口引擎正在失去動力。

現金發放應該會提振 2024 年消費

為了重振經濟，當局正在尋求國內驅動因素的幫助。新政府上任後的前四個月裡，已經慷慨提供了多項補貼：降低了柴油和汽油價格、減少了電費、控制了糖價，並對火車票價進行了限制。這些措施導致整體消費價格指數漲幅下降至負值，進而提振了消費。事實上，除新冠肺炎疫情期間外，泰國銀行私人消費指數的增速正接近最快水平。作為 2024 年的主要政策，泰國政府決心透過一項價值相當於國內生產總值 2.6% 的 1 萬泰銖數字現金發放計劃，來刺激經濟和增強消費者購買力。這應該會提振龍年的消費，我們預計 2024 年增速將從 2023 年的 2.5% 加快至 3.8%。其他政策也應該會為增長提供一些動力，比如泰國為吸引遊客的免簽證計劃，以及為電動汽車生產提供補貼以刺激投資。

然而，如此規模的財政刺激可能會引發對通脹的擔憂。考慮到這一風險，我們預計泰國銀行將保持政策穩定，讓財政政策在支持增長方面發揮作用。

由於中國遊客數量的減少，旅遊業復甦已經陷入停滯



資料來源：CEIC、滙豐銀行

1 萬泰銖數字現金發放計劃可能會擴大 2024 和 2025 年財政赤字



資料來源：CEIC、滙豐銀行。2023 至 2025 年數據為滙豐預測

越南

謹慎樂觀

貿易改善帶來了更強勁的國內生產總值增長

對越南經濟來說，2023年無疑是艱難的一年。幸運的是，最糟糕的時期似乎已經過去，越南第三季國內生產總值增速已恢復到按年增長5.3%，從上半年低於4%的低迷水平反彈。**這要歸功於貿易改善的早期跡象**，這種改善在第四季度變得更加明顯，儘管部分原因是基數效應。

電子產品出貨量表現出色

儘管如此，**復甦依然不平衡**。特別是，電子產品出貨量一直在推動出口的逐步復甦。然而，其他主要產品出口，如紡織品和鞋類，仍然面臨壓力，導致大規模裁員。例如，據報導，紡織巨頭 Garmex Saigon Corporation 僅今年就解雇了2,000名工人（VNEExpress, 10月29日）。這表明，要看到廣泛的貿易復甦可能還需要一段時間。

製造業外國直接投資大幅增長

然而，較為平緩的貿易復甦並不意味著投資前景低迷。事實上，**新註冊的製造業外國直接投資創歷史新高**，反映出越南作為正在崛起的製造業中心的持續吸引力。更加令人鼓舞的是，越南在高附加值製造能力方面顯示出積極跡象，如美國 Amkor 公司在越南開設的價值16億美元的晶片工廠。最近一個值得關注的進展是越南批准了15%的全球最低企業稅率，這將影響製造領域的一些大型跨國公司。

總體而言，我們預測2023年國內生產總值增長5.0%，但鑒於明年貿易好轉程度的不確定性，我們最近將2024年預測從6.3%下調至6.0%。

通脹似乎基本得到控制

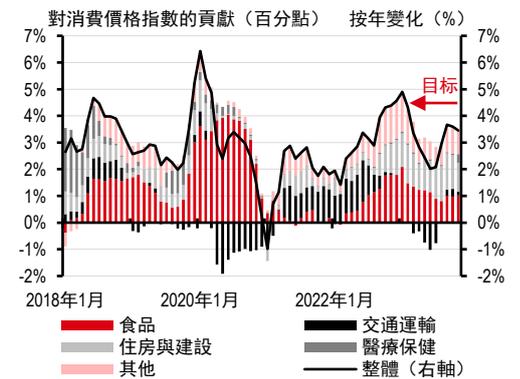
與此同時，**越南的通脹基本得到控制**，11月消費價格指數按年漲幅下降至3.5%，遠低於越南國家銀行4.5%的目標。儘管食品和能源領域的上行風險依然存在，但基礎價格壓力正處於穩定的通脹下降趨勢中。因此，我們預計2023年的通脹率將維持在3.3%左右，2024年為3.4%。這將使越南國家銀行在我們預測的時間範圍內保持政策不變。

在電子產品的帶動下，越南的出口一直在改善



資料來源：CEIC、滙豐銀行

通脹仍遠低於越南國家銀行4.5%的目標



資料來源：CEIC、滙豐銀行

披露附錄

1. 本報告發布日期為 2023年12月15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 2023年12月14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。

[1226140]