

## 增長前景改善

- ◆ 出口開始回升，消費表現堅韌
- ◆ 價格壓力的緩解預計將提供支援，為減息創造條件
- ◆ 儘管對經濟增長存在擔憂，但龍年應該能激發信心

印尼依然表現出色，經濟增長穩健且通脹較低。然而，低通脹也表明增長潛力未完全釋放。幸運的是，信貸增長的加速預示著投資的回升，並且新任總統最終可能放寬財政控制。泰國寄希望於旅遊業來提振今年的經濟增長，儘管投資因競爭力減弱而疲軟。馬來西亞經濟增長表現良好，主要受外國直接投資推動，但其出口增長尚未達到某些其他東盟國家的水平。越南的出貨量有所改善，預計今年經濟增長將實現反彈。新加坡的整體增長數據掩蓋了其國內經濟實力。菲律賓有望再次成為亞洲增長率最高的國家之一，這主要得益於其國內經濟的強勁，而非出口表現。

## 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
4月8日	菲律賓利率公告
4月9日	泰國利率公告
4月11日	新加坡國內生產總值
4月24日	印尼利率公告
5月1日	印尼採購經理人指數
5月1日	越南製造業採購經理人指數
5月2日	印尼通脹率
5月6日	菲律賓通脹率
5月9日	馬來西亞利率公告
5月19日	泰國國內生產總值

資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

# 印尼

## 潮流正在轉變

在2月14日的選舉之後，大選委員會（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，並將成為印尼的下一任總統。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。

### 基礎設施建設可能繼續

普拉博沃詳細討論了**繼續推進上屆政府的改革**——啟動下游加工2.0並繼續基礎設施建設。然而，全球對鎳基電動汽車電池的需求放緩、降低印尼的碳足跡以及重組某些國有企業等，都構成挑戰。普拉博沃還簡要談到計劃**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）。考驗在於，未來五年要控制財政赤字並維持印尼宏觀經濟穩定。

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。供給側改革有望幫助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。

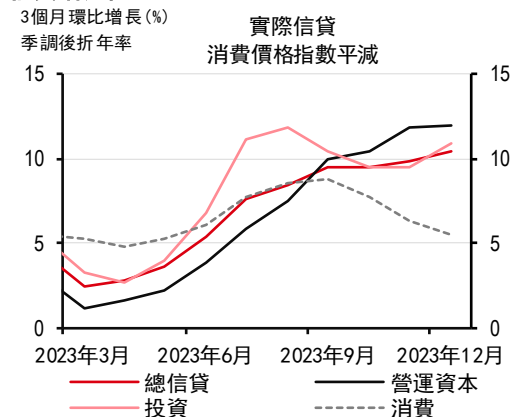
### 信貸增長加快有望進一步推動國內生產總值增長

**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) 最近產能利用率和信貸增長的上升。特別是信貸增長一直在全面上升，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年國內生產總值增長5.2%，而2023年為5%。

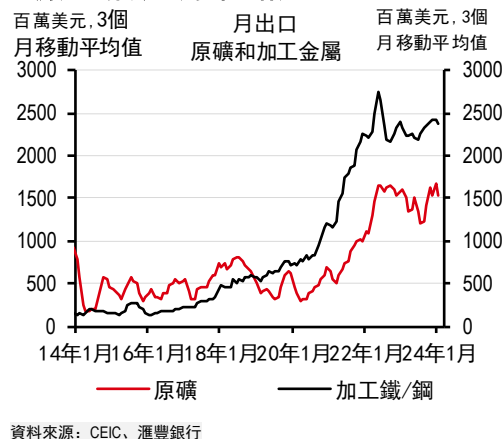
### 中期潛在增長率有望上升

從中期來看，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，因為從礦石到加工金屬再到電動汽車，**該經濟體正向製造業價值鏈上游移動**。這可能進一步受益於其與中國內地之間日益緊密的經濟聯繫，以及東盟地區內貿易量的增加。事實上，我們預測**中期潛在增長率將加快0.5個百分點**，從疫情前的5.3%上升至2028年的5.8%。

### 信貸增長在上升



### 下游加工推動金屬出口增長



# 馬來西亞

## 科技、旅遊和定向補貼

科技週期的復甦應該會支持經濟增長……

與其他東盟國家類似，由於 2023 年全球貿易週期的嚴重低迷，馬來西亞的經濟增速放緩至 3.7%。哪些因素能推動增長呢？的確，全球電子產業週期的復甦對依賴科技的經濟體至關重要，但其對馬來西亞經濟的傳遞可能會有延遲：畢竟，相對於該地區的其他一些經濟體，馬來西亞的科技產品生產和出口衰退出現得晚了大約兩個季度。

然而，我們認為馬來西亞應該會從科技週期復甦中受益。馬來西亞是東盟（除新加坡外）唯一擁有晶片測試和組裝代工廠的經濟體。馬來西亞的科技製造業主要是勞動密集型，但其中低端晶片領域的驚人增長讓人樂觀地認為，當貿易趨勢發生轉變時，其經濟將出現較強勁的反彈。

……同時旅遊業也在回暖

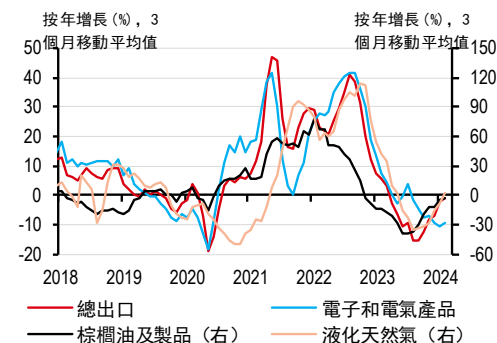
此外，旅遊業可能會為經濟增長提供急需的推動力。雖然馬來西亞不像泰國等東盟國家那樣依賴旅遊業，但相關行業對經濟的貢獻相當大。儘管到目前為止，東盟旅遊業復甦緩慢，但馬來西亞的旅遊業前景可能存在上行風險。特別是，自 2023 年 12 月 1 日起生效的中國內地遊客免簽證計劃，可能會打破現有局面。2023 年，東盟的遊客人數普遍恢復到疫情前水平的 70%，而馬來西亞的中國內地遊客人數在該地區處於領先地位（恢復到疫情前水平的約 45%）。回顧 2019 年，旅遊收入占馬來西亞國內生產總值的 6% 以上，高於亞洲 4% 左右的平均水平。

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%。

通脹已得到控制

與此同時，通脹得到了有效控制。整體通脹按年平均漲幅從 2023 年的 2.5% 下降至 2024 年 1 月的 1.5%。由於政府努力增加國內供應，全球大米價格上漲的影響已在一定程度上有所減弱。然而，通脹的上行風險仍然存在，尤其是受到 2024 年預算變更的影響，包括服務稅提高 2 個百分點和部分燃料補貼的減少，以及貨幣走弱。我們最近將 2024 年通脹預測從 2.4% 下調至 2.2%，但鑒於補貼合理化的確切時機尚不明確，我們對通脹上行風險持謹慎態度。

### 馬來西亞的對外部門剛剛開始出現轉機，其電子行業表現落後



資料來源：CEIC、滙豐銀行

### 核心通脹持續穩步緩解，為馬來西亞國家銀行提供了保持利率不變的空間



資料來源：CEIC、滙豐銀行

# 菲律賓

## 黃金時期？

### 消費和低失業率推動經濟增長

去年，菲律賓經濟經歷了東盟最嚴重的通脹率和最激進的貨幣緊縮週期。然而，菲律賓的表現超出了預期，以 5.6% 的全年增長率成為增長最快的東盟經濟體，同時菲律賓政府成功整合財政資源並降低了債務占國內生產總值的比率。是的，作為**消費驅動型經濟體**，菲律賓相對於其他東盟國家更能抵禦全球不利因素。但不止於此。2023 年 12 月，該國創下了**歷史上的最低失業率 3.1%**。從絕對數值看，就業人數比人口趨勢所預測的要多 570 萬人，且許多精通技術的年輕菲律賓人通過該國蓬勃發展的非正式部門找到了賺取額外收入的途徑。

### 我們預計今年通脹將進一步下降

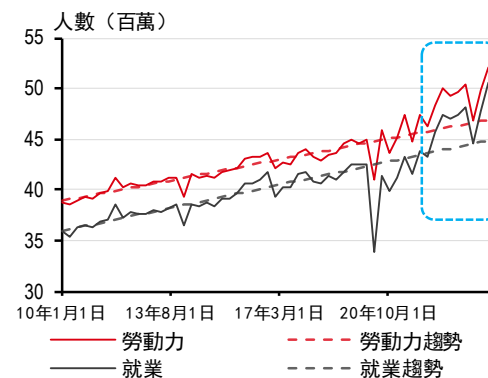
那麼，如果經濟在艱難時期能打破預期，那麼在更好的時期能做到什麼呢？由於政府及時的食物供給側措施以及央行的緊縮貨幣政策立場，**我們預計 2024 年全年整體消費價格指數漲幅將下滑至 3.6%**，這在央行 2%-4% 的目標區間內，遠低於去年的 6.0%。這也將給菲律賓央行在 2024 年下半年放寬貨幣政策的空間，從而可能在 2024 年底之前改善私人投資。在通脹降低、就業增加和借貸成本下降的情況下，我們預計菲律賓的消費將使這一群島國家在 2024 年成為東盟表現最好的經濟體之一，增長率達到 5.8%。

### 較高的利率可能推遲投資計劃

然而，一切並非都將一帆風順，我們仍然預計，與其他東盟國家一樣，菲律賓經濟的增長將低於其潛力。較高政策利率的滯後效應可能會使一些**投資計劃擱置**，因為投資者熱切期待菲律賓央行開始減息。我們還預計，一旦 2024 年第二季整體消費價格指數突破菲律賓央行 2%-4% 目標區間的上限，市場將出現一些緊張情緒，即使人們普遍知道這種上升是由基數效應引起的。2 月份消費價格指數的上行意外證明了這些基數效應可能造成嚴重影響。

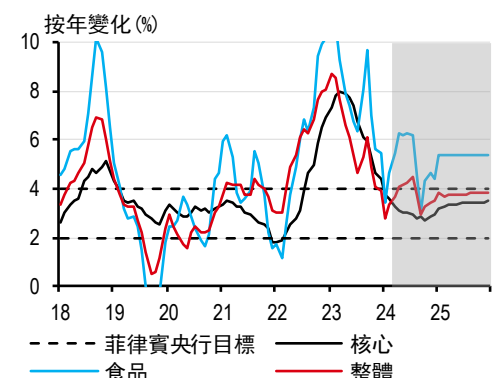
然而，基數效應自然會消退，我們預計這種「通脹超標」只是短暫和暫時的。我們預計整體通脹將在 2024 年第三季早期回落至菲律賓央行 2%-4% 目標區間內，屆時美聯儲可能已開始其寬鬆週期。這些條件可能使菲律賓央行在 2024 年第三季（先前為 2024 年第二季）進行首次 25 基點的減息，至 6.25%。

### 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



資料來源：CEIC、滙豐銀行

### 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



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：灰色區域代表滙豐預測。

# 新加坡

## 「斯威夫特經濟學」遇上「新加坡經濟學」

在經歷三年的貿易高漲之後，新加坡在 2023 年遭遇了一次比 2018-2019 年更為嚴重的貿易週期衰退，這對其經濟增長造成了重大影響。儘管成功避免了技術性衰退，但經濟增速放緩至 1.1%。然而，自 2023 年第四季以來，**貿易出現了復甦跡象**——這是新加坡迫切期待的趨勢。

### 製造業已恢復增長

在經歷四個季度的收縮之後，**製造業終於在 2023 年第四季恢復期待已久的增長**，儘管增長幅度仍然溫和。毫不意外，這主要歸功於技術週期的初步復甦，特別是在先進人工智慧相關的存儲晶片領域。事實上，近幾個月來，在依賴科技的經濟體中，電子產品生產明顯升溫。與上一個週期類似，復甦不僅僅是由於需求的重新點燃，還有記憶體產品的價格上漲。此外，新加坡在全球處理器和放大器晶片市場也佔有相當的份額。

### 「音樂會經濟學」成為新的增長引擎

然而，新加坡的增長並不僅僅局限於貿易復甦。新加坡正忙著將「**音樂會經濟學**」變成新的增長動力。酷玩樂團（Coldplay）、艾德·希蘭（Ed Sheeran）和泰勒·斯威夫特（Taylor Swift）等全球知名藝人已經在此演出，今年餘下時間還有更多演出排期。獅城傳統上更多吸引商務旅行，但這些大型全球活動為與旅遊相關的服務帶來福音，而這些服務可以占到其國內生產總值的 10%。

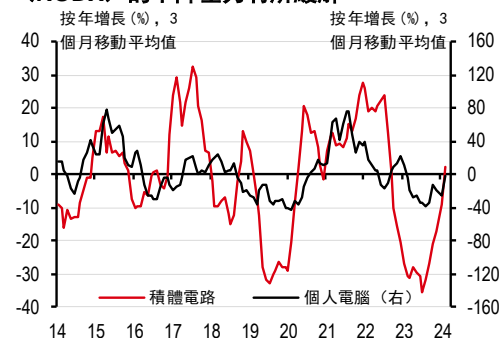
總而言之，我們預測 2024 年國內生產總值將增長 2.4%，預計旅遊相關服務將持續復甦，科技主導的全球貿易週期將適度好轉。

### 核心通脹低於預期

此外，通縮仍是占主導地位的主題。儘管實施了商品及服務稅的剩餘 1 個百分點上調，但新加坡**2024 年初的核心通脹低於預期**，按年平均漲幅從 2023 年的 4.2% 下降至 2024 年 1 月的 3.1%。但這主要是由於與春節相關的扭曲效應，尤其是對食品通脹造成影響。特別是，能源通脹並未消散。

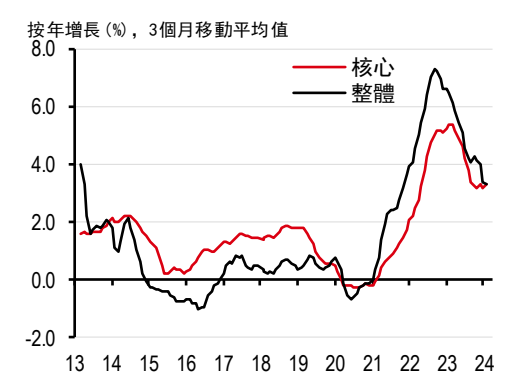
新加坡金融管理局的核心通脹計算中包括能源消費價格指數。電價上漲的影響通常需要一個季度才反映在消費價格指數中，未來幾個月電價還會進一步上漲。總而言之，我們預測 2024 年核心通脹為 3.1%。

### 最近，在電子產品的推動下，非石油國內出口 (NODX) 的下降壓力有所緩解



資料來源：CEIC、滙豐銀行

### 整體通脹的減緩速度快於核心通脹，後者仍保持粘性



資料來源：CEIC、滙豐銀行



# 泰國

## 泰國經濟難以取得突破

### 疲弱的公共投資拖累了經濟增長

泰國的經濟一直未能取得突破。由於公共投資下降，2023年第四季國內生產總值明顯低於預期，按季下降0.6%。由於新政府的組建時間過長，原定於2023年第三季開始的2024財年預算已經延遲了六個月，而且還在繼續推遲。沒有正式的預算，新政府無法在新項目上進行投資，導致政府資本支出下降了50%。來自中國內地進口產品（尤其是鋼鐵）的競爭日益激烈，加上全球需求疲軟，泰國的出口引擎繼續熄火，而泰國主要的電子產品出口——硬碟驅動器，也進入了「生命週期」的終點。然而，還是有一些積極跡象。旅遊人數繼續增加，儘管增加的速度較慢，而私人需求即使沒有改善，也保持穩定。然而，這些積極跡象不足以抵消公共支出的拖累。

### 對政策的擔憂令金融市場承壓

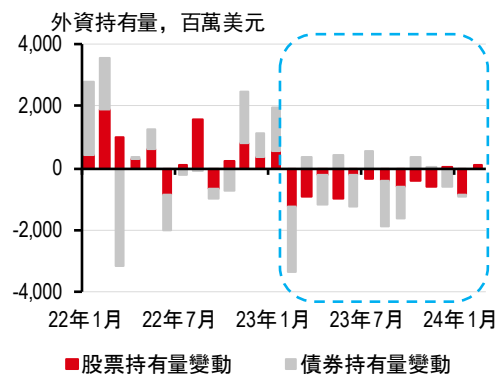
與此同時，政策不確定性依然存在。擬議數位錢包計劃的合法性受到質疑，讓人懷疑5,000億泰銖的財政刺激計劃能否實現。為了尋找刺激短期增長的方法，新任政府建議泰國銀行放鬆貨幣政策（《曼谷郵報》，2024年2月20日）。然而，由於宏觀審慎考慮，泰國銀行提出需要保持其政策立場不變；截至2023年第三季，家庭債務占國內生產總值的比例高達87%，其中一半為無抵押債務（世界銀行，2024年12月）。

因此，泰國金融市場表現不佳充分反映了經濟增長緩慢和政策不確定性。自2023年2月以來，SET指數持續下跌，而外國債券和股票資金流動基本為淨負值。與此同時，政策不確定性可能從2024年5月開始再次上升，屆時參議院將失去投票選舉總理的權利。

### 旅遊業正在改善，公共支出應有所提升

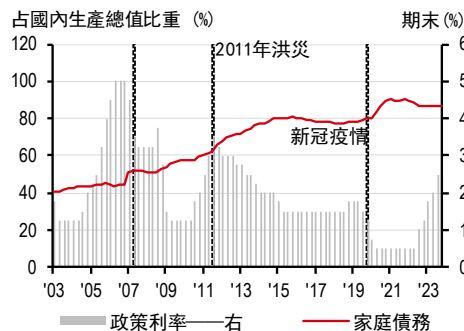
然而，我們認為泰國經濟並未陷入困境。旅遊業繼續改善，東盟各國的免簽證計劃促進了區域內旅遊。一旦通過2024財年預算，公共支出回歸正軌，經濟增長也應該會反彈。2024年泰國開始生產電動汽車時，可能會迎來新的增長來源。即使沒有數字錢包計劃，我們預計2024年泰國經濟增長將提高到2.7%，而有了財政刺激措施，增長可能會提高到3.4%。

自2023年2月以來，外國證券投資資金流動基本為淨負值



資料來源：CEIC、滙豐銀行

過去幾年，當政策利率下調時，家庭債務就會增加



資料來源：CEIC、滙豐銀行

# 越南

## 龍年有望帶來好運

在經歷充滿挑戰的 2023 年之後，越南經濟似乎終於開始好轉。第四季經濟實現按年增長 6.7% 的強勁水平，一些曾拖累經濟的因素——即全球商品需求低迷和國內房地產市場疲軟——似乎正在消退。

### 電子產品貿易的反彈推動了經濟增長

與其他面臨科技風險的經濟體類似，貿易復甦主要由**電子產品強勁反彈**帶動，這些產品占其總出口的三分之一。特別是，手機出貨量的前景看起來很樂觀，這體現在三星 S24 系列的強勁預售表現（*韓國經濟日報全球版*，1月26日）。然而，更令人鼓舞的是，出口復甦的範圍已經開始擴大到非電子產品出貨量，儘管步伐緩慢。

為了緩解週期性貿易挑戰，越南一直在積極推動**與某些夥伴國建立多元化和更深層次的經濟聯繫**。自 2023 年以來，越南已將其與美國、日本、澳大利亞之間的外交關係提升為「全面戰略夥伴關係」，在貿易、旅遊、投資、發展援助等領域探索新機遇。

### 新公司稅的影響應該可控

就外國直接投資而言，2024 年需要密切關注的一個關鍵發展是，從 1 月 1 日起，對跨國公司實施最低 15% 的公司稅率。雖然現在評估影響可能還為時過早，但**影響應該可控**。如何管理額外的稅收收入，以及政府是否會出臺後續措施或其他激勵措施來抵消稅收增加，將受到密切關注。

總而言之，我們預測 2024 年國內生產總值增長 6.0%，2025 年增長 6.5%。

### 通脹的上行風險並未消失

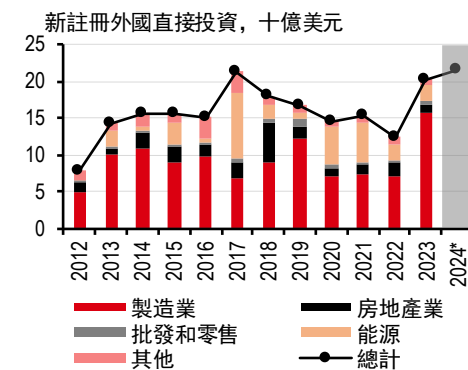
儘管越南有能力抓住貿易復甦的機會，但通脹的上行風險依然存在。儘管通脹一直低於越南國家銀行 4.5% 的上限，但**能源和大米價格上漲帶來的上行風險並未消散**。鑒於最近 2 月的數據高於預期，我們最近將 2024 年通脹預測從 3.4% 上調至 3.9%，仍低於越南國家銀行的目標。我們預計越南國家銀行今年不會調整利率。

### 儘管步伐緩慢，但貿易復甦正顯示出擴大的初步跡象



資料來源：CEIC、滙豐銀行

### 儘管面臨週期性貿易挑戰，越南的外國直接投資前景依然強勁



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：2024 年數據\*不是預測，而是根據 1-2 月的運行速率計算得出。

# 披露附錄

1. 本報告發布日期為 2024年04月01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03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 2024，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。

[1232787]