

增长前景改善

- ◆ 出口开始回升，消费表现坚韧
- ◆ 价格压力的缓解预计将提供支持，为降息创造条件
- ◆ 尽管对经济增长存在担忧，但龙年应该能激发信心

印尼依然表现出色，经济增长稳健且通胀较低。然而，低通胀也表明增长潜力未完全释放。幸运的是，信贷增长的加速预示着投资的回升，并且新任总统最终可能放宽财政控制。泰国寄希望于旅游业来提振今年的经济增长，尽管投资因竞争力减弱而疲软。马来西亚经济增长表现良好，主要受外国直接投资推动，但其出口增长尚未达到某些其他东盟国家的水平。越南的出货量有所改善，预计今年经济增长将实现反弹。新加坡的整体增长数据掩盖了其国内经济实力。菲律宾有望再次成为亚洲增长率最高的国家之一，这主要得益于其国内经济的强劲，而非出口表现。

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
4月8日	菲律宾利率公告
4月9日	泰国利率公告
4月11日	新加坡国内生产总值
4月24日	印尼利率公告
5月1日	印尼采购经理人指数
5月1日	越南制造业采购经理人指数
5月2日	印尼通胀率
5月6日	菲律宾通胀率
5月9日	马来西亚利率公告
5月19日	泰国国内生产总值

资料来源：Refinitiv Eikon、汇丰银行

印尼

潮流正在转变

在2月14日的选举之后，大选委员会（KPU）于3月20日宣布，普拉博沃·苏比安托（Prabowo Subianto）赢得58.6%的选票，获绝对多数席位，并将成为印尼的下一任总统。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。

基础设施建设可能继续

普拉博沃详细讨论了**继续推进上届政府的改革**——启动下游加工2.0并继续基础设施建设。然而，全球对镍基电动汽车电池的需求放缓、降低印尼的碳足迹以及重组某些国有企业等，都构成挑战。普拉博沃还简要谈到计划**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）。考验在于，未来五年要控制财政赤字并维持印尼宏观经济稳定。

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。供给侧改革有望帮助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。

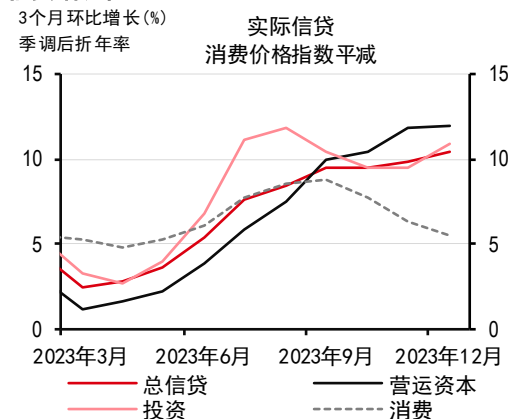
信贷增长加快有望进一步推动国内生产总值增长

选举结束后的经济增速可能提高，主要原因如下：(1) 积极的财政刺激；(2) 外国直接投资流入，这些投资一直在等待选举相关的不确定性结束，以及(3) 最近产能利用率和信贷增长的上升。特别是信贷增长一直在全面上升，当印尼银行开始放松货币政策时，这种增长可能会得到进一步推动。我们预计2024年国内生产总值增长5.2%，而2023年为5%。

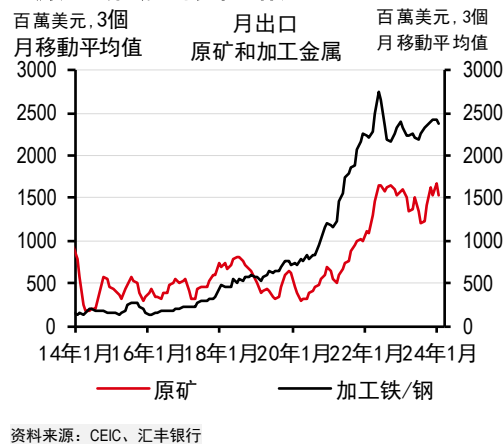
中期潜在增长率有望上升

从中期来看，我们认为印尼是未来十年增长率可能高于前十年的经济体之一，因为从矿石到加工金属再到电动汽车，**该经济体正向制造业价值链上游移动**。这可能进一步受益于其与中国内地之间日益紧密的经济联系，以及东盟地区内贸易量的增加。事实上，我们预测**中期潜在增长率将加快0.5个百分点**，从疫情前的5.3%上升至2028年的5.8%。

信贷增长在上升



下游加工推动金属出口增长



马来西亚

科技、旅游和定向补贴

科技周期的复苏应该会支持经济增长……

与其他东盟国家类似，由于2023年全球贸易周期的严重低迷，马来西亚的经济增速放缓至3.7%。哪些因素能推动增长呢？的确，全球电子产业周期的复苏对依赖科技的经济体至关重要，但其对马来西亚经济的传递可能会有所延迟：毕竟，相对于该地区的其他一些经济体，马来西亚的科技产品生产和出口衰退出现得晚了大约两个季度。

然而，我们认为马来西亚应该会从科技周期复苏中受益。马来西亚是东盟（除新加坡外）唯一拥有芯片测试和组装代工厂的经济体。马来西亚的科技制造业主要是劳动密集型，但其中低端芯片领域的惊人增长让人乐观地认为，当贸易趋势发生转变时，其经济将出现较强劲的反弹。

……同时旅游业也在回暖

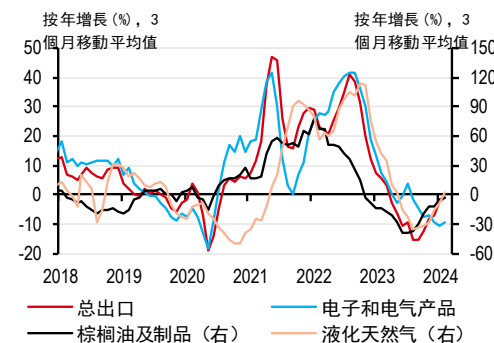
此外，旅游业可能会为经济增长提供急需的推动力。虽然马来西亚不像泰国等东盟国家那样依赖旅游业，但相关行业对经济的贡献相当大。尽管到目前为止，东盟旅游业复苏缓慢，但马来西亚的旅游业前景可能存在上行风险。特别是，自2023年12月1日起生效的中国内地游客免签证计划，可能会打破现有局面。2023年，东盟的游客人数普遍恢复到疫情前水平的70%，而马来西亚的中国内地游客人数在该地区处于领先地位（恢复到疫情前水平的约45%）。回顾2019年，旅游收入占马来西亚国内生产总值的6%以上，高于亚洲4%左右的平均水平。

总而言之，考虑到贸易周期的逐步好转和旅游业的额外提振，我们预测2024年国内生产总值增长4.5%。

通胀已得到控制

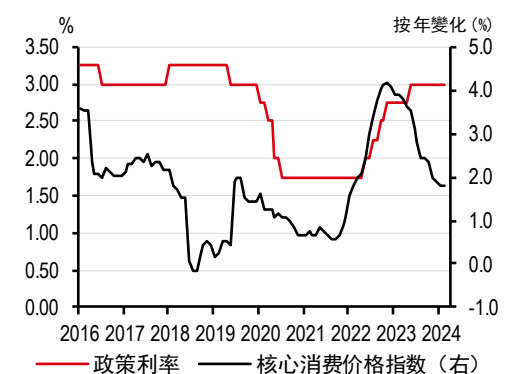
与此同时，通胀得到了有效控制。整体通胀按年平均涨幅从2023年的2.5%下降至2024年1月的1.5%。由于政府努力增加国内供应，全球大米价格上涨的影响已在一定程度上有所减弱。然而，通胀的上行风险仍然存在，尤其是受到2024年预算变更的影响，包括服务税提高2个百分点和部分燃料补贴的减少，以及货币走弱。我们最近将2024年通胀预测从2.4%下调至2.2%，但鉴于补贴合理化的确切时机尚不明确，我们对通胀上行风险持谨慎态度。

马来西亚的对外部门刚刚开始出现转机，其电子行业表现落后



资料来源：CEIC、汇丰银行

核心通胀持续稳步缓解，为马来西亚国家银行提供了保持利率不变的空间



资料来源：CEIC、汇丰银行

菲律宾

黄金时期？

消费和低失业率推动经济增长

去年，菲律宾经济经历了东盟最严重的通胀率和最激进的货币紧缩周期。然而，菲律宾的表现超出了预期，以 5.6% 的全年增长率成为增长最快的东盟经济体，同时菲律宾政府成功整合财政资源并降低了债务占国内生产总值的比率。是的，作为**消费驱动型经济体**，菲律宾相对于其他东盟国家更能抵御全球不利因素。但不止于此。2023 年 12 月，该国创下了**历史上最低的失业率 3.1%**。从绝对数值看，就业人数比人口趋势所预测的要多 570 万人，且许多精通技术的年轻菲律宾人通过该国蓬勃发展的非正式部门找到了赚取额外收入的途径。

我们预计今年通胀将进一步下降

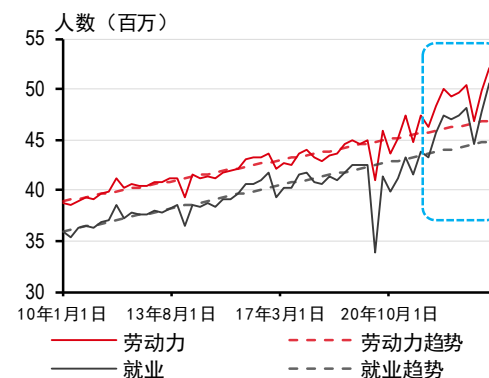
那么，如果经济在艰难时期能打破预期，那么在更好的时期能做到什么呢？由于政府及时的食物供给侧措施以及央行的紧缩货币政策立场，**我们预计 2024 年全年整体消费价格指数涨幅将下滑至 3.6%**，这在央行 2%-4% 的目标区间内，远低于去年的 6.0%。这也将给菲律宾央行在 2024 年下半年放宽货币政策的空间，从而可能在 2024 年底之前改善私人投资。在通胀降低、就业增加和借贷成本下降的情况下，我们预计菲律宾的消费将使这一群岛国家在 2024 年成为东盟表现最好的经济体之一，增长率达到 5.8%。

较高的利率可能推迟投资计划

然而，一切并非都将一帆风顺，我们仍然预计，与其他东盟国家一样，菲律宾经济的增长将低于其潜力。较高政策利率的滞后效应可能会使一些**投资计划搁置**，因为投资者热切期待菲律宾央行开始降息。我们还预计，一旦 2024 年第二季整体消费价格指数突破菲律宾央行 2%-4% 目标区间的上限，市场将出现一些紧张情绪，即使人们普遍知道这种上升是由基数效应引起的。2 月份消费价格指数的上行意外证明了这些基数效应可能造成严重影响。

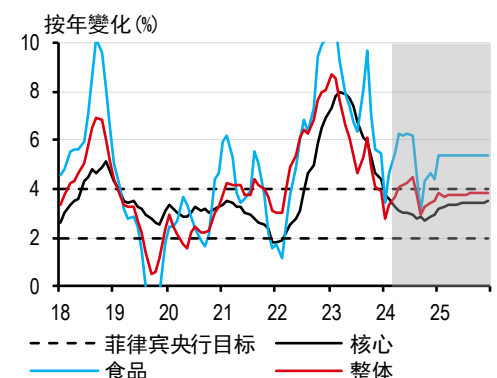
然而，基数效应自然会消退，我们预计这种“通胀超标”只是短暂和暂时的。我们预计整体通胀将在 2024 年第三季早期回落至菲律宾央行 2%-4% 目标区间内，届时美联储可能已开始其宽松周期。这些条件可能使菲律宾央行在 2024 年第三季（先前的 2024 年第二季）进行首次 25 基点的降息，至 6.25%。

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。注：灰色区域代表汇丰预测。

新加坡

“斯威夫特经济学”遇上“新加坡经济学”

在经历三年的贸易高涨之后，新加坡在 2023 年遭遇了一次比 2018-2019 年更为严重的贸易周期衰退，这对其经济增长造成了重大影响。尽管成功避免了技术性衰退，但经济增速放缓至 1.1%。然而，自 2023 年第四季以来，**贸易出现了复苏迹象**——这是新加坡迫切期待的趋势。

制造业已恢复增长

在经历四个季度的收缩之后，**制造业终于在 2023 年第四季恢复期待已久的增长**，尽管增长幅度仍然温和。毫不意外，这主要归功于技术周期的初步复苏，特别是在先进人工智能相关的存储芯片领域。事实上，近几个月来，在依赖科技的经济体中，电子产品生产明显升温。与上一个周期类似，复苏不仅仅是由于需求的重新点燃，还有内存产品的价格上涨。此外，新加坡在全球处理器和放大器芯片市场也占有相当的份额。

“音乐会经济学”成为新的增长引擎

然而，新加坡的增长并不仅仅局限于贸易复苏。新加坡正忙着将**“音乐会经济学”变成新的增长动力**。酷玩乐团（Coldplay）、艾德·希兰（Ed Sheeran）和泰勒·斯威夫特（Taylor Swift）等全球知名艺人已经在此演出，今年余下时间还有更多演出排期。狮城传统上更多吸引商务旅行，但这些大型全球活动为与旅游相关的服务带来福音，而这些服务可以占到其国内生产总值的 10%。

总而言之，我们预测 2024 年国内生产总值将增长 2.4%，预计旅游相关服务将持续复苏，科技主导的全球贸易周期将适度好转。

核心通胀低于预期

此外，通缩仍是占主导地位的主题。尽管实施了商品及服务税的剩余 1 个百分点上调，但新加坡**2024 年初的核心通胀低于预期**，按年平均涨幅从 2023 年的 4.2% 下降至 2024 年 1 月的 3.1%。但这主要是由于与春节相关的扭曲效应，尤其是对食品通胀造成影响。特别是，能源通胀并未消散。

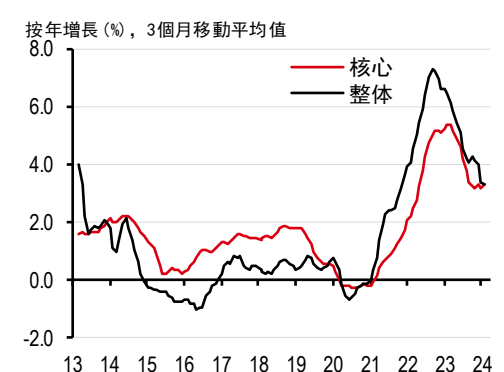
新加坡金融管理局的核心通胀计算中包括能源消费价格指数。电价上涨的影响通常需要一个季度才反映在消费价格指数中，未来几个月电价还会进一步上涨。总而言之，我们预测 2024 年核心通胀为 3.1%。

最近，在电子产品的推动下，非石油国内出口 (NODX) 的下降压力有所缓解



资料来源：CEIC、汇丰银行

整体通胀的减缓速度快于核心通胀，后者仍保持粘性



资料来源：CEIC、汇丰银行

泰国

泰国经济难以取得突破

疲弱的公共投资拖累了经济增长

泰国的经济一直未能取得突破。由于公共投资下降，2023年第四季度国内生产总值明显低于预期，按季下降0.6%。由于新政府的组建时间过长，原定于2023年第三季开始的2024财年预算已经延迟了六个月，而且还在继续推迟。没有正式的预算，新政府无法在新项目上进行投资，导致政府资本支出下降了50%。来自中国内地进口产品（尤其是钢铁）的竞争日益激烈，加上全球需求疲软，泰国的出口引擎继续熄火，而泰国主要的电子产品出口——硬盘驱动器，也进入了“生命周期”的终点。然而，还是有一些积极迹象。旅游人数继续增加，尽管增加的速度较慢，而私人需求即使没有改善，也保持稳定。然而，这些积极迹象不足以抵消公共支出的拖累。

对政策的担忧令金融市场承压

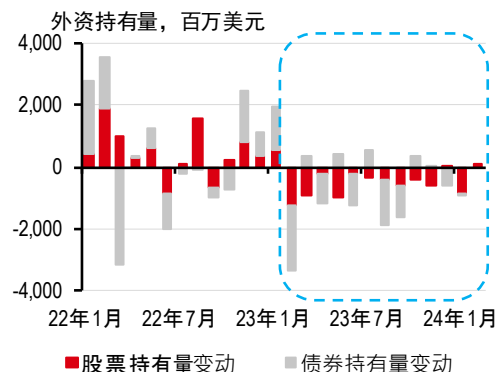
与此同时，政策不确定性依然存在。拟议数字钱包计划的合法性受到质疑，让人怀疑5,000亿泰铢的财政刺激计划能否实现。为了寻找刺激短期增长的方法，新任政府建议泰国银行放松货币政策（《曼谷邮报》，2024年2月20日）。然而，由于宏观审慎考虑，泰国银行提出需要保持其政策立场不变；截至2023年第三季，家庭债务占国内生产总值的比例高达87%，其中一半为无抵押债务（世界银行，2024年12月）。

因此，泰国金融市场表现不佳充分反映了经济增长缓慢和政策不确定性。自2023年2月以来，SET指数持续下跌，而外国债券和股票资金流动基本为净负值。与此同时，政策不确定性可能从2024年5月开始再次上升，届时参议院将失去投票选举总理的权利。

旅游业正在改善，公共支出应有所提升

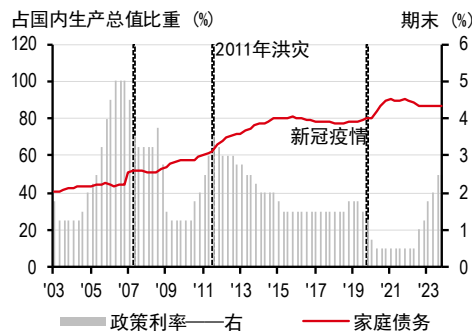
然而，我们认为泰国经济并未陷入困境。旅游业继续改善，东盟各国的免签证计划促进了区域内旅游。一旦通过2024财年预算，公共支出回归正轨，经济增长也应该会反弹。2024年泰国开始生产电动汽车时，可能会迎来新的增长来源。即使没有数字钱包计划，我们预计2024年泰国经济增长将提高到2.7%，而有了财政刺激措施，增长可能会提高到3.4%。

自2023年2月以来，外国证券投资资金流动基本为净负值



资料来源：CEIC、汇丰银行

过去几年，当政策利率下调时，家庭债务就会增加



资料来源：CEIC、汇丰银行

越南

龙年有望带来好运

在经历充满挑战的 2023 年之后，越南经济似乎终于开始好转。第四季经济实现按年增长 6.7% 的强劲水平，一些曾拖累经济的因素——即全球商品需求低迷和国内房地产市场疲软——似乎正在消退。

电子产品贸易的反弹推动了经济增长

与其他面临科技风险的经济体类似，贸易复苏主要由**电子产品强劲反弹**带动，这些产品占其总出口的三分之一。特别是，手机出货量的前景看起来很乐观，这体现在三星 S24 系列的强劲预售表现（*韩国经济日报全球版*，1月26日）。然而，更令人鼓舞的是，出口复苏的范围已经开始扩大到非电子产品出货量，尽管步伐缓慢。

为了缓解周期性贸易挑战，越南一直在积极推动**与某些伙伴国建立多元化和更深层次的经济联系**。自 2023 年以来，越南已将其与美国、日本、澳大利亚之间的外交关系提升为“全面战略伙伴关系”，在贸易、旅游、投资、发展援助等领域探索新机遇。

新公司税的影响应该可控

就外国直接投资而言，2024 年需要密切关注的一个关键发展是，从 1 月 1 日起，对跨国公司实施最低 15% 的公司税率。虽然现在评估影响可能还为时过早，但**影响应该可控**。如何管理额外的税收收入，以及政府是否会出台后续措施或其他激励措施来抵消税收增加，将受到密切关注。

总而言之，我们预测 2024 年国内生产总值增长 6.0%，2025 年增长 6.5%。

通胀的上行风险并未消失

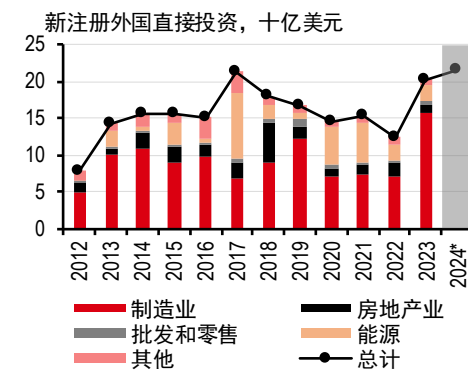
尽管越南有能力抓住贸易复苏的机会，但通胀的上行风险依然存在。尽管通胀一直低于越南国家银行 4.5% 的上限，但**能源和大米价格上涨带来的上行风险并未消散**。鉴于最近 2 月的数据高于预期，我们最近将 2024 年通胀预测从 3.4% 上调至 3.9%，仍低于越南国家银行的目标。我们预计越南国家银行今年不会调整利率。

尽管步伐缓慢，但贸易复苏正显示出扩大的初步迹象



资料来源：CEIC、汇丰银行

尽管面临周期性贸易挑战，越南的外国直接投资前景依然强劲



资料来源：CEIC、汇丰银行。注：2024 年数据*不是预测，而是根据 1-2 月的运行速率计算得出。

披露附录

1. 本报告发布日期为 2024年04月01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03月27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 2024，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。

[1232787]