

国内消费成为经济增长主要引擎

- ◆ 围绕关税的不确定性势必会对出口和投资造成压力，抑制整个地区的经济增长
- ◆ 不过，通胀回落为进一步降息创造了空间，而财政政策的放松也应能提供一定的缓冲作用
- ◆ 随着外部逆风加剧，未来数年的重大机遇将来自本地消费的持续繁荣

印尼经济当前略显沉寂，正待新政府政策发力提振。尽管经济增长势头依然强劲，但关税问题已成为马来西亚经济的主要隐忧。新加坡同样面临全球动荡所带来的影响。泰国的贸易不确定性因政治动荡而加剧，而菲律宾则有望在强劲的国内消费推动下实现又一年稳健增长。在东盟国家中，越南对关税问题的担忧最为严重，不过其竞争优势有望最终助其挺过难关。

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
7 月 4 日	菲律宾消费价格指数
7 月 7 日至 14 日	新加坡国内生产总值
7 月 9 日	马来西亚利率公告
7 月 16 日	印尼利率公告
8 月 1 日	越南制造业采购经理人指数
8 月 13 日	泰国利率公告
8 月 18 日	泰国国内生产总值
8 月 20 日	印尼利率公告
8 月 28 日	菲律宾利率公告
9 月 4 日	马来西亚利率公告
9 月 17 日	印尼利率公告

资料来源：LSEG Eikon、汇丰银行

印尼

开启新篇章

财政与货币政策或将趋于宽松

自疫情以来，印尼的经济复苏相当疲软，部分原因在于过去几年采取了较为紧缩的财政和货币政策。2025 年第一季度国内生产总值增长 4.9%，低于上一季度。目前国内生产总值增速比疫情前的趋势水平低 7.5%。最近，4 月和 5 月制造业采购经理人指数下降至收缩区间，而银行信贷增长和核心通胀依然疲软。我们的实时预测模型显示，增速在 4.5%-5% 之间，低于官方预计的约 5% 的国内生产总值增速。因此，我们认为 2025 年有理由推行**更为宽松的财政和货币政策**。

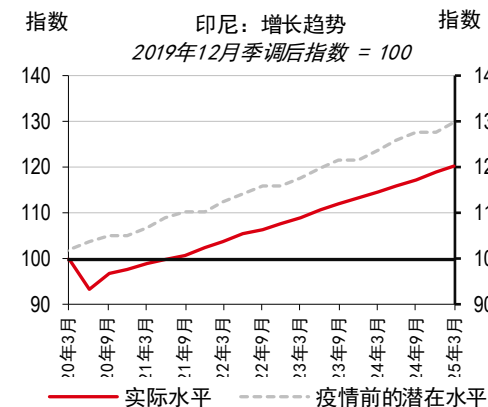
政府近期公布两轮财政刺激方案

让我们先从财政政策谈起。印尼政府**在过去几个月先后推出两轮财政刺激方案**。第一轮自 1 月 1 日起生效，其中包括儿童免费餐食计划、大米援助计划、电费折扣、加速住房计划以及缩小原计划的增值税上调幅度。然而，与此同时，政府还宣布削减运营支出。综合来看，净支出增长并不强劲，政府当前的现金结余也高于去年同期。最近，政府宣布了从 6 月 5 日起生效的第二轮财政刺激方案，包括交通折扣、工资补贴、保险折扣、食品援助和直接转移支付，相关政府支出占到国内生产总值的 0.1%。然而，如果财政赤字的扩大更多源于财政收入减少而非支出增加，其对经济增长的乘数效应可能有限。届时，支撑经济增长的重任将更多地转由宽松货币政策承担。

高附加值产品出口可能带来巨大的增长潜力

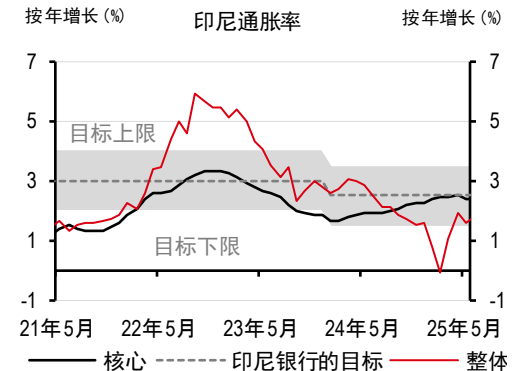
印尼也希望在中期内提高潜在的国内生产总值增速。我们认为，通过**提高地域多元化和高附加值的产品出口，摆脱对大宗商品价格波动的依赖，可能带来巨大的增长潜力**。近几年出现了一些积极的变化。印尼在全球出口中所占的市场份额有所上升。然而，由于约一半的出口仍与大宗商品相关，且产业链联动效应有限，这些变化尚未有效推动国内经济增长。值得庆幸的是，一个新的机遇窗口或将开启。印尼对美国的出口结构已发生变化，实际上与越南的出口组合非常相似，主要包括服装、鞋类、电子产品和家具。但这些品类的占比仍然较小（例如，印尼对美国出口仅占其出口总额的 9%），仍需进一步扩大。这是否可行？这并非易事，但也绝非不可能。印尼对美并未出现较大贸易顺差，这可能在当前谈判之后，令其免受大幅加征关税的影响。因此，印尼有望**从供应链的再次重组中受益**。但首先，印尼必须在多个方面做出努力，包括加强基础设施建设、扩展贸易协议、培养高技能劳动力以及优化营商环境。

印尼经济存在负产出缺口



资料来源：CEIC、汇丰银行

通胀远低于印尼银行 2.5% 的目标



资料来源：CEIC、汇丰银行

马来西亚

鉴于对美出口敞口较大，关税威胁仍挥之不去

亚洲最稳定的央行

自 4 月 2 日美国白宫宣布关税“解放日”以来，局势可谓风起云涌。与许多东盟国家一样，马来西亚正面临两难境地：自身取得的成功反而使其陷入被动局面。美国对马来西亚加征 24% 的对等关税已暂缓实施，随后又宣布对电子产品进口给予行业豁免。

这一决定无疑令马来西亚如释重负，因为**仅对美出口的豁免电子产品就占其国内生产总值的 6%，但这可能只是暂时的**。事实上，对于那些出口导向型经济体，特别是那些从特朗普 1.0 时代的贸易紧张局势中受益的经济体，关税威胁依然挥之不去。

马来西亚可能仍将是吸引外国直接投资的目的地

有人开始质疑，东盟内部是否会出现新一轮外国直接投资在成员国之间的重新布局，从而使那些受关税影响低于马来西亚的国家受益。但我们认为不太可能。外国直接投资的流向并非仅由关税决定，更是多种因素共同作用的结果，包括现有产业集群、广泛的自由贸易协定、投资环境、能源供应，以及最关键的——本地劳动力的成本效益。在此背景下，马来西亚仍处于有利地位，**不太可能仅因其他国家被加征较低关税而使其失去对外国直接投资的吸引力**，甚至有望从关税较高的国家吸引部分供应链转移。然而，巨大的不确定性仍使投资者对新增投资持谨慎态度，至少在短期内是这样，这可能加剧贸易冲击带来的影响。

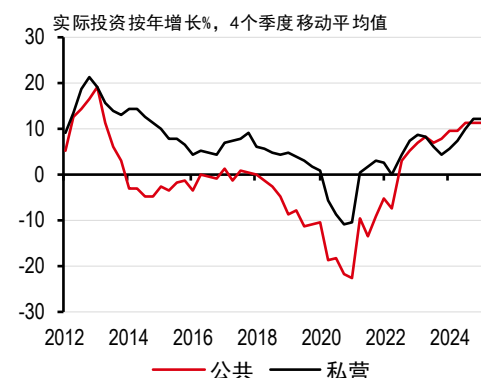
强劲私人消费有助于抵消外部风险

虽然市场的注意力自然集中在关税风险上，但同样重要的是观察马来西亚的国内韧性。幸运的是，**马来西亚可观的私人消费和大型基础设施项目的持续推进有助于抵御部分外部风险**。

总体而言，我们维持 2025 年经济增长 4.2% 的预测，反映出我们对全球贸易前景的谨慎态度。我们将 2026 年增长预测维持在 3.9% 不变。

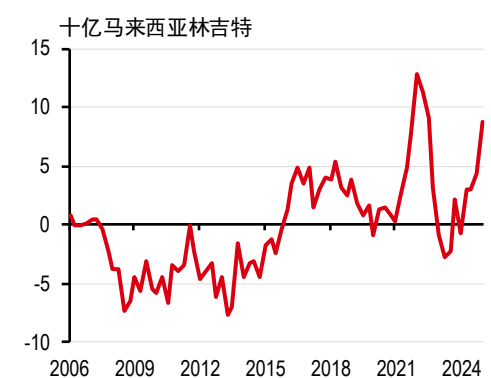
此外，**通胀仍处于受控状态**。年初至今，整体消费价格指数按年涨幅放缓至 1.5%，低于 2024 年的 1.8%。鉴于通胀趋势减弱，我们将 2025 和 2026 年的整体通胀预测分别维持在 1.9% 和 1.7% 不变。尽管 RON95 汽油潜在的补贴改革可能对通胀构成上行风险，但目前关于该政策是否会如期推进仍有不同说法。不过，如果国际油价持续接近每升 2.05 马来西亚林吉特的补贴价格，再加上马来西亚林吉特走强，政府几乎没有必要提供补贴。但这只是两大假设。

马来西亚正在经历一场投资热潮



资料来源：CEIC、汇丰银行

马来西亚持续吸引外国直接投资流入，尽管短期内投资者情绪可能仍较为谨慎。



资料来源：CEIC、汇丰银行

菲律宾

今年迄今整体增长仍显疲弱

增长前景改善

在投资者寻找能避开关税动荡影响的经济体时，菲律宾往往是亚洲地区的热门候选之一。然而，2025 年伊始，这一群岛国家的表现并不亮眼。2025 年第一季的经济增速低于预期，按年增速放缓至 5.4%。与其他东盟国家不同，菲律宾并未因进口商抢在关税上调前提前下单而受益。

此外，作为全球两大业务流程外包中心之一的菲律宾，其服务出口表现不及预期。**服务出口增速从约 10% 的平均水平下滑至约 7%**。菲律宾比索的相对强势可能削弱了该行业的竞争力，其实际有效汇率处于创纪录高位，甚至高于全球另一业务流程外包大国印度的水平。

但随着通胀放缓，家庭消费开始回升

不过，若深入观察，菲律宾的经济前景其实已有改善，足以让人保持乐观。作为菲律宾经济的核心支柱，**家庭消费增速**在放缓至全球金融危机时期的水平后**终于回升**，因为随着通胀降至远低于央行设定的 2-4% 目标区间，家庭购买力得以恢复。

在通胀走低的背景下，菲律宾央行已大幅进入降息周期，将政策利率累计下调 125 个基点至 5.25%。受此带动，信贷增速已从 2023 年的低位稳步回升。未来降息空间依然充足，**预计央行将进一步放松货币政策**，降息 25 个基点，甚至可能更大幅度调整。该经济体雄心勃勃的基础设施建设计划也有望继续提振整体投资，进而支持经济增长。

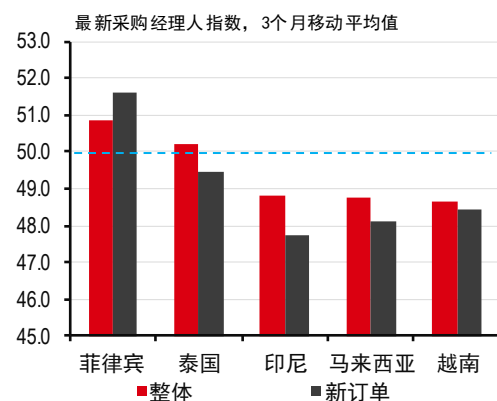
降息与对美贸易增长或将提振经济

在贸易方面，菲律宾有机会**提高其在美国的市场份额**，因为在亚洲主要新兴经济体中，菲律宾所面临的对等关税税率最低，仅为 17%。尽管最终关税方案仍存在不确定性，但菲律宾可能从“中国+1+1”战略中受益，因为相较于其他东盟国家，菲律宾与美国的关系争议相对较少。

多项指标也反映出这一前景的改善，菲律宾的整体采购经理人指数以及新增订单表现都优于多数其他东盟经济体。

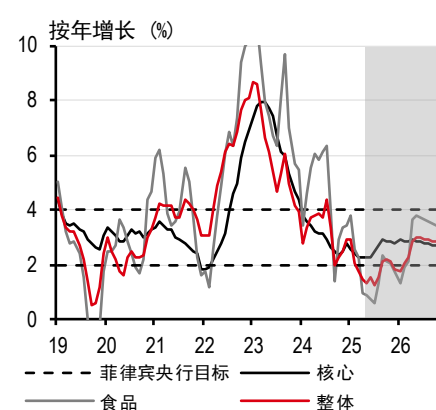
尽管开局表现不算理想，但我们认为，菲律宾拥有充足的经济动能、有效的政策工具和坚实的基本面，有能力应对 2025 年及以后全球经济增长放缓的挑战。

各项指标显示，在全球经济前景面对更多挑战的背景下，菲律宾的需求仍保持强劲



资料来源：LSEG Datastream、汇丰银行

由于通胀温和，菲律宾也有进一步放松货币政策的空间



资料来源：CEIC、汇丰银行。注：阴影区域代表汇丰预测。

新加坡

增长放缓

尽管新加坡经济在 2024 年表现强劲，但早在 4 月 2 日的关税紧张局势爆发前，其经济增长趋势已有放缓迹象。2025 年第一季度，经季节调整后的国内生产总值增速环比下滑 0.6%，引发了市场对新加坡是否将陷入技术性衰退的疑问。

制造业萎缩拖累经济增长

国内生产总值增速放缓几乎完全归因于制造业收缩，主要由于制药业产出波动较大。除了制造业之外，与贸易相关和面向消费者的服务业增长也表现低迷。这意味着新加坡的增长前景将面临更多挑战，尽管暂停征收对等关税 90 天，且 10% 的额外基准关税已经适用于除中国以外的所有经济体。

出口前置有望提振第二季度经济活动

然而，我们认为新加坡不太可能在 2025 年第二季陷入技术性衰退，尽管可能只是勉强避免。得益于贸易紧张局势的部分缓和，以及对美电子产品出口获得关税豁免，高频经济指标显示 4 月已出现出口前置现象。仅在 4 月，非石油国内出口就按年实现两位数增长，增速有所加快。我们预计这一趋势将在第二季度余下时间持续，因为出口商竞相在 7 月 9 日贸易谈判的最后期限到来之前，将货物提前运往美国。

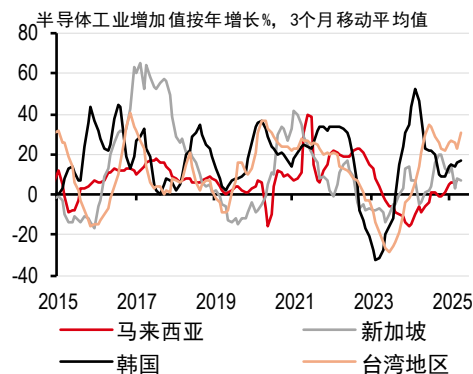
尽管中美贸易关系有所缓和，但相关谈判的最终结果仍不明朗。鉴于新加坡国内市场有限，其经济增长比其他东盟国家更易受到外部不确定性的冲击。

我们预测新加坡 2025 年国内生产总值将增长 1.7%

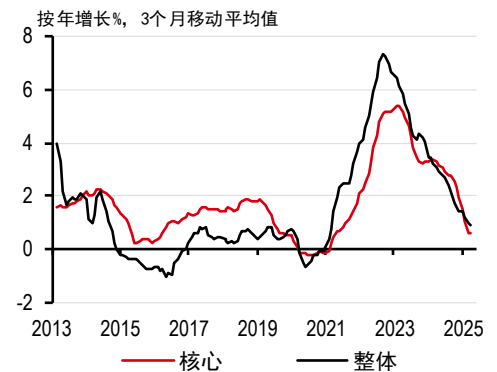
总体而言，我们维持 2025 年经济增长 1.7% 的预测不变，处于政府 0%-2% 预测区间的上限。我们同时将 2026 年增长预测维持在 1.6% 不变。

此外，通胀方面亦持续改善。由于价格压力普遍降温，核心通胀按年涨幅从 2024 年的 2.8% 大幅降至今年前 4 个月的 0.6%。鉴于内需疲软抑制通胀且油价处于低位，我们预计 2025 核心通胀将保持在 0.9% 左右，2026 年微升至 1.0%。

尽管有所放缓，但新加坡半导体产出增长依然强劲



新加坡的通胀按年涨幅继续降至 1% 以下



泰国

在第一季度强劲增长后，部分经济动能开始降温

商品出口表现亮眼，进口却显疲态

对等关税仍是最大不确定因素

增长放慢

尽管存在不确定性，但泰国今年迎来强劲开局，第一季经济按年增长 3.1%，令市场颇感意外。然而，一些此前预期将出现放缓的需求分项确实开始减弱：由于家庭债务压力加剧，私人消费增速放缓；由于贸易不确定性使投资者保持观望，投资降温；以及由于中国游客减少，旅游业回落，服务出口大幅下降。

虽然在预期之中，但**第一季度商品出口表现出色，按年增长 13.8%**。由于预期美国将提高关税，外部需求短期内受此提振，特别是对芯片、硬盘驱动器和家电等产品的需求激增。但商品和服务进口增速双双放缓，出人意料地提振了经济增长，这或许也预示着未来走向。商品进口按年增速从 2024 年第四季度的 9% 放缓至 4%，而服务进口按年下降 4.3%。除了家庭债务问题外，家庭可能也在收紧开支，准备应对或许更严峻的劳动力市场和商业环境，尤其是对中小微企业而言。事实上，消费者和中型企业的信心都呈现出下降的趋势，这与大型企业的信心持续好转形成鲜明的对比。

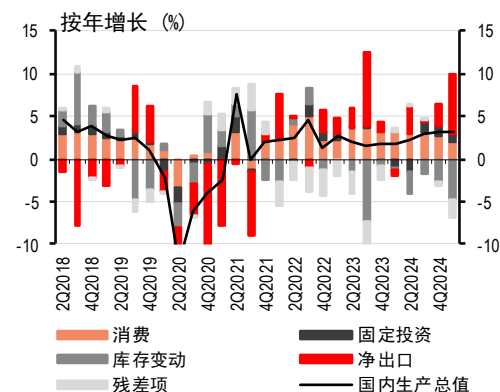
更值得关注的是库存的持续下降：在过去 16 个月中，有 13 个月库存按年下滑。这表明家庭和企业可能已经在为未来几个月经济增长遭受冲击做好准备。

美国征收的对等关税无疑将成为泰国经济的最大拖累，毕竟美国是泰国最大的出口目的地。虽然目前仍无法确定最终的关税结果，但泰国所适用的最终关税税率将至关重要；我们估算，每新增 10 个百分点的关税，泰国国内生产总值增速将减少 0.5 个百分点。

间接影响同样不容忽视。美国对中国的关税可能促使中国将出口转向东盟国家，进一步加剧该地区的竞争。这将使泰国处境更加艰难。中国的相关产品过剩主要集中在泰国也有大量生产的品类上，例如汽车零部件和电子电器。这将**对泰国经济造成通缩压力**。

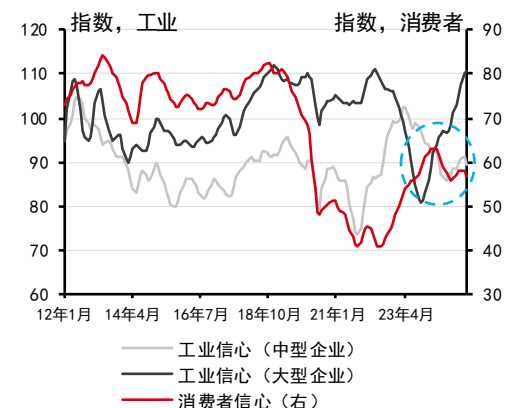
假设在 90 天暂停期后对等关税税率下调，我们预计 2025 年增速将达到 1.7% 的温和水平，然后在 2026 年微升至 1.9%。

由于进口增速急剧放缓，2025 年第一季经济强劲增长



资料来源：Macrobond、汇丰银行

消费者与中小微企业的信心转为悲观



资料来源：CEIC、汇丰银行

越南

出口表现强劲，但贸易不确定性依然高企

提前出货应对贸易挑战

在 2025 年第一季度按年大幅增长 6.9% 之后，**越南正面临更大的贸易波动风险**。尽管如此，美国的对等关税 90 天暂缓（截至 7 月 9 日）带来了受欢迎的喘息空间，高频数据显示第二季度出现了明显的提前出货现象。

4 月和 5 月的出口按年增速跃升至约 20%，其中一半增量来自非手机类电子产品的提前发货。然而，进口也以类似幅度增长，导致平均每月的贸易顺差仅为 6 亿美元。

国内经济支撑成为政策重点

然而，时间紧迫，全球贸易前景依然高度不确定。新闻报道称越南计划采购价值 20 亿美元的美国农产品（《投资者》，6 月 3 日）。然而，有关贸易谈判进展的细节仍不明朗。

自 4 月关税紧张局势爆发以来，政策制定者愈发迫切地需要加大力度**支持国内经济**。一些重大基础设施项目即将或者已经完工，如胡志明市新山一国际机场 T3 航站楼，还有更多项目正在筹备中，如投资 80 亿美元的老街-河内-海防铁路（Vietnamplus，5 月 20 日）。

社会消费品零售总额和旅游业出现复苏迹象

令人鼓舞的是，国内经济正显示出改善的迹象，**社会消费品零售总额有所回升**。年初至今，越南在该地区的**国际游客复苏**方面表现最为强劲。总体而言，我们将 2025 和 2026 年的增长预测分别维持在 5.2% 和 5.6% 不变。不过，需要指出的是，美国贸易政策走向仍将对越南的增长轨迹产生重大影响。

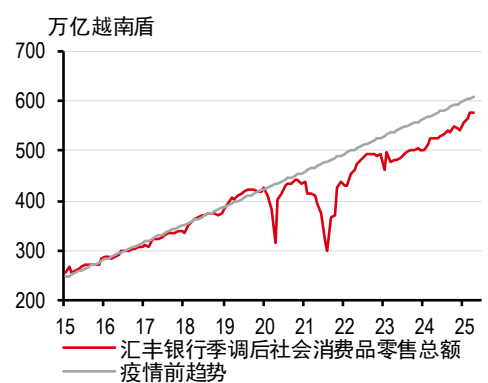
除增长外，通胀也持续降温，按年涨幅已从 2024 年的 3.6% 降至今年前五个月的 3.2%。**潜在的趋势保持温和**，并且远低于越南国家银行 5.0% 的通胀目标上限。鉴于全球能源价格持续走低，我们将 2025 和 2026 年的通胀预测分别维持在 3.0% 和 3.2% 不变。

在 90 天对等关税暂停期内，出口表现依然稳健



资料来源：CEIC、汇丰银行

近几个月社会消费品零售总额有所好转



资料来源：CEIC、汇丰银行

披露附录

1. 本报告发布日期为 2025年6月26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 2025年6月25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。

汇丰金融科技服务(上海)有限责任公司的重要提示：

1. 本文及/或视频所载观点和信息仅供一般参考，并不旨在提供任何专业意见（包括但不限于财务、税务、法律或会计等方面的意见）或产品购买/投资建议，也不构成对购买任何产品和服务的推荐、要约或要约邀请，请勿将其作为任何产品购买/投资或其他决定的依据。在您就任何具体问题做出决定或采取行动前，请咨询专业人士。
2. 我们不对本文或视频所载源自第三方的信息的准确性、及时性或完整性作出任何担保、陈述或保证。源自第三方的信息仅供您参考，不代表我们推荐或认可其中的观点、数据或其他信息。
3. 以上内容源自第三方且我们已获授权在此发布，未经授权不得二次转载。

© 版权香港上海汇丰银行有限公司 2025，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。

[1260945]