

國內消費成為經濟增長主要引擎

- ◆ 圍繞關稅的不確定性勢必會對出口和投資造成壓力，抑制整個地區的經濟增長
- ◆ 不過，通脹回落為進一步減息創造了空間，而財政政策的放鬆也應能提供一定的緩衝作用
- ◆ 隨著外部逆風加劇，未來數年的重大機遇將來自本地消費的持續繁榮

印尼經濟當前略顯沉寂，正待新政府政策發力提振。儘管經濟增長勢頭依然強勁，但關稅問題已成為馬來西亞經濟的主要隱憂。新加坡同樣面臨全球動盪所帶來的影響。泰國的貿易不確定性因政治動盪而加劇，而菲律賓則有望在強勁的國內消費推動下實現又一年穩健增長。在東盟國家中，越南對關稅問題的擔憂最為嚴重，不過其競爭優勢有望最終助其挺過難關。

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
7 月 4 日	菲律賓消費價格指數
7 月 7 日至 14 日	新加坡國內生產總值
7 月 9 日	馬來西亞利率公告
7 月 16 日	印尼利率公告
8 月 1 日	越南製造業採購經理人指數
8 月 13 日	泰國利率公告
8 月 18 日	泰國國內生產總值
8 月 20 日	印尼利率公告
8 月 28 日	菲律賓利率公告
9 月 4 日	馬來西亞利率公告
9 月 17 日	印尼利率公告

資料來源：LSEG Eikon、滙豐銀行

印尼

開啟新篇章

財政與貨幣政策或將趨於寬鬆

自疫情以來，印尼的經濟復甦相當疲軟，部分原因在於過去幾年採取了較為緊縮的財政和貨幣政策。2025 年第一季國內生產總值增長 4.9%，低於上一季度。目前國內生產總值增速比疫情前的趨勢水平低 7.5%。最近，4 月和 5 月製造業採購經理人指數下降至收縮區間，而銀行信貸增長和核心通脹依然疲軟。我們的即時預測模型顯示，增速在 4.5%-5% 之間，低於官方預計的約 5% 的國內生產總值增速。因此，我們認為 2025 年有理由推行**更為寬鬆的財政和貨幣政策**。

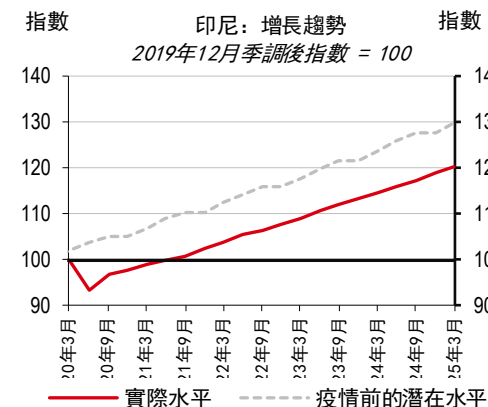
政府近期公佈兩輪財政刺激方案

讓我們先從財政政策談起。印尼政府在過去幾個月先後推出**兩輪財政刺激方案**。第一輪自 1 月 1 日起生效，其中包括兒童免費餐食計劃、大米援助計劃、電費折扣、加速住房計劃以及縮小原計劃的增值稅上調幅度。然而，與此同時，政府還宣佈削減運營支出。綜合來看，淨支出增長並不強勁，政府當前的現金結餘也高於去年同期。最近，政府宣佈了從 6 月 5 日起生效的第二輪財政刺激方案，包括交通折扣、工資補貼、保險折扣、食品援助和直接轉移支付，相關政府支出占到國內生產總值的 0.1%。然而，如果財政赤字的擴大更多源於財政收入減少而非支出增加，其對經濟增長的乘數效應可能有限。屆時，支撐經濟增長的重任將更多地轉由寬鬆貨幣政策承擔。

高附加值產品出口可能帶來巨大的增長潛力

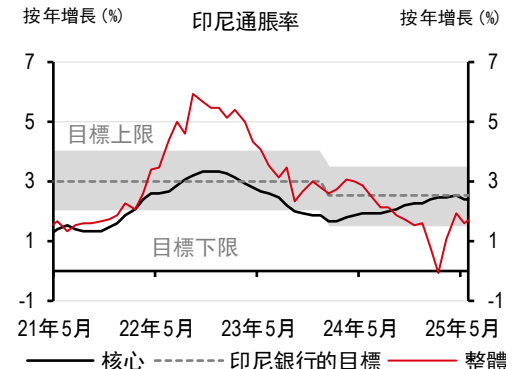
印尼也希望在中期內提高潛在的國內生產總值增速。我們認為，透過**提高地域多元化和高附加值的產品出口，擺脫對大宗商品價格波動的依賴，可能帶來巨大的增長潛力**。近幾年出現了一些積極的變化。印尼在全球出口中所占的市場份額有所上升。然而，由於約一半的出口仍與大宗商品相關，且產業鏈聯動效應有限，這些變化尚未有效推動國內經濟增長。值得慶幸的是，一個新的機遇視窗或將開啟。印尼對美國的出口結構已發生變化，實際上與越南的出口組合非常相似，主要包括服裝、鞋類、電子產品和傢俱。但這些品類的占比仍然較小（例如，印尼對美國出口僅占其出口總額的 9%），仍需進一步擴大。這是否可行？這並非易事，但也絕非不可能。印尼對美並未出現較大貿易順差，這可能在當前談判之後，令其免受大幅加征關稅的影響。因此，印尼有望**從供應鏈的再次重組中受益**。但首先，印尼必須在多個方面做出努力，包括加強基礎設施建設、擴展貿易協定、培養高技能勞動力以及優化營商環境。

印尼經濟存在負產出缺口



資料來源：CEIC、滙豐銀行

通脹遠低於印尼銀行 2.5% 的目標



資料來源：CEIC、滙豐銀行

馬來西亞

鑒於對美出口敞口較大，關稅威脅仍揮之不去

亞洲最穩定的央行

自 4 月 2 日美國白宮宣佈關稅「解放日」以來，局勢可謂風起雲湧。與許多東盟國家一樣，馬來西亞正面臨兩難境地：自身取得的成功反而使其陷入被動局面。美國對馬來西亞加征 24% 的對等關稅已暫緩實施，隨後又宣佈對電子產品進口給予行業豁免。

這一決定無疑令馬來西亞如釋重負，因為**僅對美出口的豁免電子產品就占其國內生產總值的 6%，但這可能只是暫時的**。事實上，對於那些出口導向型經濟體，特別是那些從特朗普 1.0 時代的貿易緊張局勢中受益的經濟體，關稅威脅依然揮之不去。

馬來西亞可能仍將是吸引外國直接投資的目的地

有人開始質疑，東盟內部是否會出現新一輪外國直接投資在成員國之間的重新佈局，從而使那些受關稅影響低於馬來西亞的國家受益。但我們認為不太可能。外國直接投資的流向並非僅由關稅決定，更是多種因素共同作用的結果，包括現有產業集群、廣泛的自由貿易協定、投資環境、能源供應，以及最關鍵的——本地勞動力的成本效益。在此背景下，馬來西亞仍處於有利地位，**不太可能僅因其他國家被加徵較低關稅而使其失去對外國直接投資的吸引力**，甚至有望從關稅較高的國家吸引部分供應鏈轉移。然而，巨大的不確定性仍使投資者對新增投資持謹慎態度，至少在短期內是這樣，這可能加劇貿易衝擊帶來的影響。

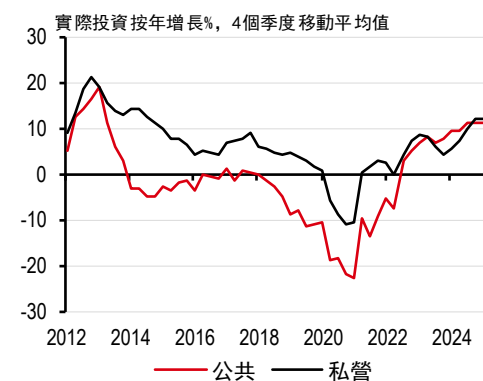
強勁的私人消費有助於抵消外部風險

雖然市場的注意力自然集中在關稅風險上，但同樣重要的是觀察馬來西亞的國內韌性。幸運的是，**馬來西亞可觀的私人消費和大型基礎設施項目的持續推進有助於抵禦部分外部風險**。

總體而言，我們維持 2025 年經濟增長 4.2% 的預測，反映出我們對全球貿易前景的謹慎態度。我們將 2026 年增長預測維持在 3.9% 不變。

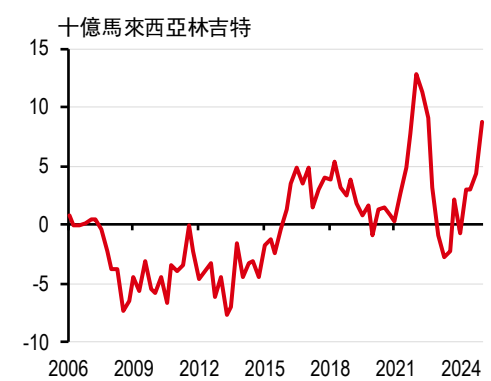
此外，**通脹仍處於受控狀態**。年初至今，整體消費價格指數按年漲幅放緩至 1.5%，低於 2024 年的 1.8%。鑒於通脹趨勢減弱，我們將 2025 和 2026 年的整體通脹預測分別維持在 1.9% 和 1.7% 不變。儘管 RON95 汽油潛在的補貼改革可能對通脹構成上行風險，但目前關於該政策是否會如期推進仍有不同說法。不過，如果國際油價持續接近每升 2.05 馬來西亞林吉特的補貼價格，再加上馬來西亞林吉特走強，政府幾乎沒有必要提供補貼。但這只是兩大假設。

馬來西亞正在經歷一場投資熱潮



資料來源：CEIC、滙豐銀行

馬來西亞持續吸引外國直接投資流入，儘管短期內投資者情緒可能仍較為謹慎。



資料來源：CEIC、滙豐銀行

菲律賓

今年迄今整體增長仍顯疲弱

增長前景改善

在投資者尋找能避開關稅動盪影響的經濟體時，菲律賓往往是亞洲地區的熱門候選之一。然而，2025 年伊始，這一群島國家的表現並不亮眼。2025 年第一季的經濟增速低於預期，按年增速放緩至 5.4%。與其他東盟國家不同，菲律賓並未因進口商搶在關稅上調前提前下單而受益。

此外，作為全球兩大業務流程外包中心之一的菲律賓，其服務出口表現不及預期。**服務出口增速從約 10% 的平均水平下滑至約 7%**。菲律賓比索的相對強勢可能削弱了該行業的競爭力，其實際有效匯率處於創紀錄高位，甚至高於全球另一業務流程外包大國印度的水平。

但隨著通脹放緩，家庭消費開始回升

不過，若深入觀察，菲律賓的經濟前景其實已有改善，足以讓人保持樂觀。作為菲律賓經濟的核心支柱，**家庭消費增速**在放緩至全球金融危機時期的水平後**終於回升**，因為隨著通脹降至遠低於央行設定的 2-4% 目標區間，家庭購買力得以恢復。

在通脹走低的背景下，菲律賓央行已大幅進入減息週期，將政策利率累計下調 125 個基點至 5.25%。受此帶動，信貸增速已從 2023 年的低位穩步回升。未來減息空間依然充足，預計央行將**進一步放鬆貨幣政策**，減息 25 個基點，甚至可能更大幅度調整。該經濟體雄心勃勃的基礎設施建設計劃也有望繼續提振整體投資，進而支持經濟增長。

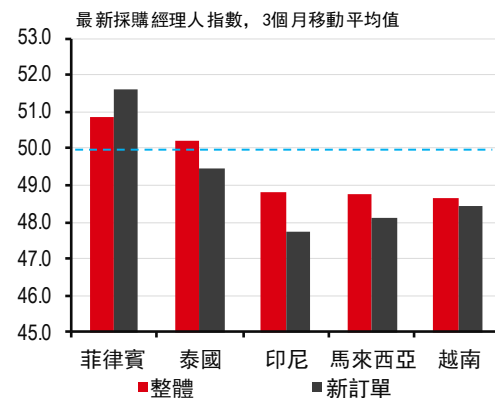
減息與對美貿易增長或將提振經濟

在貿易方面，菲律賓有機會**提高其在美國的市場份額**，因為在亞洲主要新興經濟體中，菲律賓所面臨的對等關稅稅率最低，僅為 17%。儘管最終關稅方案仍存在不確定性，但菲律賓可能從「中國 +1+1」戰略中受益，因為相較於其他東盟國家，菲律賓與美國的關係爭議相對較少。

多項指標也反映出這一前景的改善，菲律賓的整體採購經理人指數以及新增訂單表現都優於多數其他東盟經濟體。

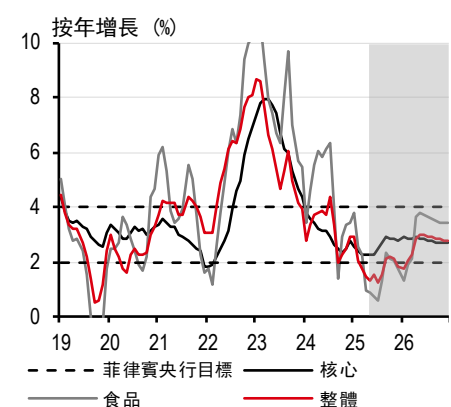
儘管開局表現不算理想，但我們認為，菲律賓擁有充足的經濟動能、有效的政策工具和堅實的基本面，有能力應對 2025 年及以後全球經濟增長放緩的挑戰。

各項指標顯示，在全球經濟前景面對更多挑戰的背景下，菲律賓的需求仍保持強勁



資料來源：LSEG Datastream、滙豐銀行

由於通脹溫和，菲律賓也有進一步放鬆貨幣政策的空間



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：陰影區域代表滙豐預測。

新加坡

增長放緩

儘管新加坡經濟在 2024 年表現強勁，但早在 4 月 2 日的關稅緊張局勢爆發前，其經濟增長趨勢已有放緩跡象。2025 年第一季度，經季節調整後的國內生產總值增速環比下滑 0.6%，引發了市場對新加坡是否將陷入技術性衰退的疑問。

製造業萎縮拖累經濟增長

國內生產總值增速放緩幾乎完全歸因於製造業收縮，主要由於製藥業產出波動較大。除了製造業之外，與貿易相關和面向消費者的服務業增長也表現低迷。這意味著新加坡的增長前景將面臨更多挑戰，儘管暫停徵收對等關稅 90 天，且 10% 的額外基準關稅已經適用於除中國以外的所有經濟體。

出口前置有望提振第二季度經濟活動

然而，我們認為新加坡不太可能在 2025 年第二季陷入技術性衰退，儘管可能只是勉強避免。得益於貿易緊張局勢的部分緩和，以及對美電子產品出口獲得關稅豁免，高頻經濟指標顯示 4 月已出現出口前置現象。**僅在 4 月，非石油國內出口就按年實現兩位數增長，增速有所加快。**我們預計這一趨勢將在第二季度餘下時間持續，因為出口商競相在 7 月 9 日貿易談判的最後期限到來之前，將貨物提前運往美國。

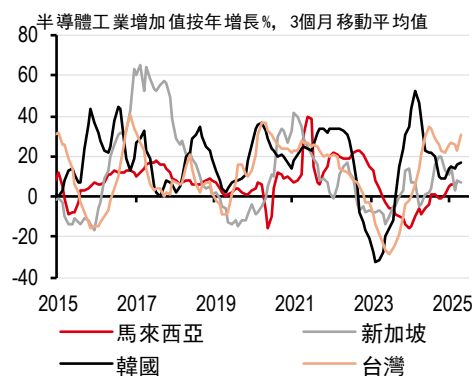
儘管中美貿易關係有所緩和，但相關談判的最終結果仍不明朗。鑒於新加坡國內市場有限，其經濟增長比其他東盟國家更易受到外部不確定性的衝擊。

我們預測新加坡 2025 年國內生產總值將增長 1.7%

總體而言，**我們維持 2025 年經濟增長 1.7% 的預測不變**，處於政府 0%-2% 預測區間的上限。我們同時將 2026 年增長預測維持在 1.6% 不變。

此外，**通脹方面亦持續改善**。由於價格壓力普遍降溫，核心通脹按年漲幅從 2024 年的 2.8% 大幅降至今年前 4 個月的 0.6%。鑒於內需疲軟抑制通脹且油價處於低位，我們預計 2025 核心通脹將保持在 0.9% 左右，2026 年微升至 1.0%。

儘管有所放緩，但新加坡半導體產出增長依然強勁



資料來源：CEIC、滙豐銀行

新加坡的通脹按年漲幅繼續降至 1% 以下



資料來源：CEIC、滙豐銀行

泰國

增長放慢

在第一季度強勁增長後，部分經濟動能開始降溫

儘管存在不確定性，但泰國今年迎來強勁開局，第一季經濟按年增長 3.1%，令市場頗感意外。然而，一些此前預期將出現放緩的需求分項確實開始減弱：由於家庭債務壓力加劇，私人消費增速放緩；由於貿易不確定性使投資者保持觀望，投資降溫；以及由於中國遊客減少，旅遊業回落，服務出口大幅下降。

商品出口表現亮眼，進口卻顯疲態

雖然在預期之中，但**第一季度商品出口表現出色，按年增長 13.8%**。由於預期美國將提高關稅，外部需求短期內受此提振，特別是對晶片、硬碟驅動器和家電等產品的需求激增。但商品和服務進口增速雙雙放緩，出人意料地提振了經濟增長，這或許也預示著未來走向。商品進口按年增速從 2024 年第四季度的 9% 放緩至 4%，而服務進口按年下降 4.3%。除了家庭債務問題外，家庭可能也在收緊開支，準備應對或許更嚴峻的勞動力市場和商業環境，尤其是對中小微企業而言。事實上，消費者和中型企業的信心都呈現出下降的趨勢，這與大型企業的信心持續好轉形成鮮明的對比。

更值得關注的是庫存的持續下降：在過去 16 個月中，有 13 個月庫存按年下滑。這表明家庭和企業可能已經在為未來幾個月經濟增長遭受衝擊做好準備。

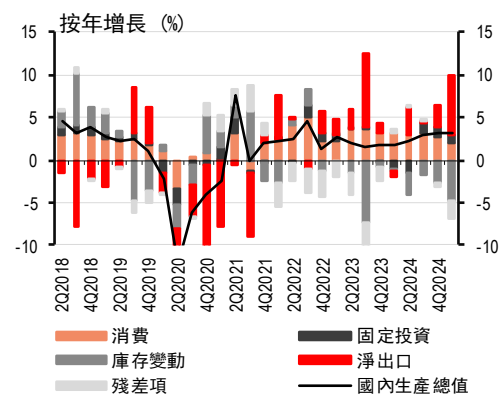
對等關稅仍是最大不確定因素

美國徵收的對等關稅無疑將成為泰國經濟的最大拖累，畢竟美國是泰國最大的出口目的地。雖然目前仍無法確定最終的關稅結果，但泰國所適用的最終關稅稅率將至關重要；我們估算，每新增 10 個百分點的關稅，泰國國內生產總值增速將減少 0.5 個百分點。

間接影響同樣不容忽視。美國對中國的關稅可能促使中國將出口轉向東盟國家，進一步加劇該地區的競爭。這將使泰國處境更加艱難。中國的相關產品過剩主要集中在泰國也有大量生產的品類上，例如汽車零部件和電子電器。這將**對泰國經濟造成通縮壓力**。

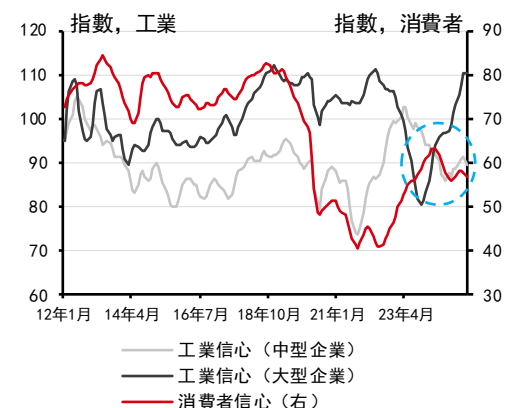
假設在 90 天暫停期後對等關稅稅率下調，我們預計 2025 年增速將達到 1.7% 的溫和水平，然後在 2026 年微升至 1.9%。

由於進口增速急劇放緩，2025 年第一季經濟強勁增長



資料來源：Macrobond、滙豐銀行

消費者與中小微企業的信心轉為悲觀



資料來源：CEIC、滙豐銀行

越南

出口表現強勁，但貿易不確定性
依然高企

提前出貨應對貿易挑戰

在 2025 年第一季度按年大幅增長 6.9% 之後，越南正面臨更大的貿易波動風險。儘管如此，美國的對等關稅 90 天暫緩（截至 7 月 9 日）帶來了受歡迎的喘息空間，高頻數據顯示第二季度出現了明顯的提前出貨現象。

4 月和 5 月的出口按年增速躍升至約 20%，其中一半增量來自非手機類電子產品的提前發貨。然而，進口也以類似幅度增長，導致平均每月的貿易順差僅為 6 億美元。

國內經濟支撐成為政策重點

然而，時間緊迫，全球貿易前景依然高度不確定。新聞報導稱越南計劃採購價值 20 億美元的美國農產品（《投資者》，6 月 3 日）。然而，有關貿易談判進展的細節仍不明朗。

自 4 月關稅緊張局勢爆發以來，政策制定者愈發迫切地需要加大力度支持國內經濟。一些重大基礎設施項目即將或者已經完工，如胡志明市柔佛巴魯一國際機場 T3 航站樓，還有更多項目正在籌備中，如投資 80 億美元的老街-河內-海防鐵路（Vietnamplus，5 月 20 日）。

社會消費品零售總額和旅遊業出
現復甦跡象

令人鼓舞的是，國內經濟正顯示出改善的跡象，社會消費品零售總額有所回升。年初至今，越南在該地區的國際遊客復甦方面表現最為強勁。總體而言，我們將 2025 和 2026 年的增長預測分別維持在 5.2% 和 5.6% 不變。不過，需要指出的是，美國貿易政策走向仍將對越南的增長軌跡產生重大影響。

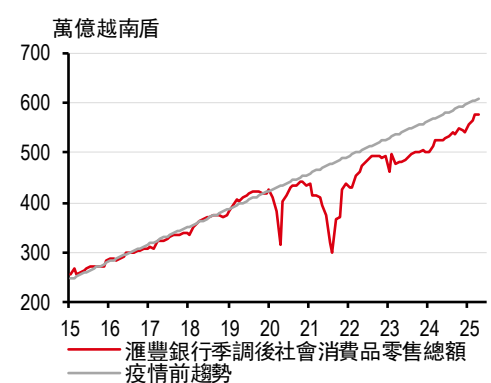
除增長外，通脹也持續降溫，按年漲幅已從 2024 年的 3.6% 降至今年前五個月的 3.2%。潛在的趨勢保持溫和，並且遠低於越南國家銀行 5.0% 的通脹目標上限。鑒於全球能源價格持續走低，我們將 2025 和 2026 年的通脹預測分別維持在 3.0% 和 3.2% 不變。

在 90 天對等關稅暫停期內，出口表現依然穩健



資料來源：CEIC、滙豐銀行

近幾個月社會消費品零售總額有所好轉



資料來源：CEIC、滙豐銀行

披露附錄

1. 本報告發布日期為 2025年6月26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 2025年6月25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 2025，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。

[1260945]