

## 韧性尽显

- ◆ 贸易紧张局势将会加剧，令东盟的出口和投资承压
- ◆ 但通胀降温和政策宽松应会为国内需求提供支撑……
- ◆ ……帮助该地区经济在未来一年以一贯的沉稳姿态应对挑战

印尼希望通过降息来提振经济，并且相较于许多邻国，其受全球关税动荡的影响似乎较小。泰国的经济增速可能与去年持平，尽管消费者信心似乎正在减弱。在国内经济动能的驱动下，并且由于受到全球贸易紧张局势的影响有限，菲律宾的经济增速可能会加快。在马来西亚，公共和私人投资依然强劲，在贸易前景变得更加不明朗之际为经济增长提供了支撑。新加坡作为一个高度开放的经济体，无法完全摆脱全球关税动荡的影响，但小幅财政刺激有望在国内发挥缓冲作用。越南的增长目标依然雄心勃勃，尽管关税风险给经济前景蒙上了阴影，这或许将迫使政府加大财政支出力度。

## 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1日	印尼通胀率
4月1日	越南制造业采购经理人指数
4月4日	菲律宾利率公告
4月11-14日	新加坡国内生产总值
4月23日	印尼利率公告
4月30日	泰国利率公告
5月8日	马来西亚利率公告
5月19日	泰国国内生产总值
5月21日	印尼利率公告
6月18日	印尼利率公告
6月19日	菲律宾利率公告
6月25日	泰国利率公告

资料来源：LSEG Eikon、汇丰银行

# 印尼

## 福利支出与国有企业改革成为关注焦点

### 新篇章

随着普拉博沃·苏比延多（Prabowo Subianto）于2024年10月正式就任印尼总统，所有人的目光都集中在新政府所推行的关键政策上。在竞选期间，普拉博沃重点强调了**提高社会福利支出、深化国有企业改革以及持续推进制造业下游产业发展**。到目前为止，政府已在前两个方面发布了重要的政策公告。政府公布了儿童免费食品计划、大米援助计划、电费折扣、加速住房计划，并限制了增值税的上调幅度。在国有企业方面，名为 Danantara 的新主权财富基金已经成立，直接向总统汇报工作。该基金的任务是监督国有企业运作并推动投资。目前，尚需进一步明确此前主权财富基金的职能，以及国有企业部的角色。

与此同时，从采购经理人指数、银行信贷增长和核心通胀来看，经济增长动能有所减弱。我们的实时预测模型显示，增长率在4.5%-5%之间，低于官方公布的约5%的国内生产总值增速。此外，国内生产总值增速仍比疫情前的趋势水平低7%，表明经济存在负产出缺口。因此，2025年采取**更为宽松的财政和货币政策**是合理的选择。

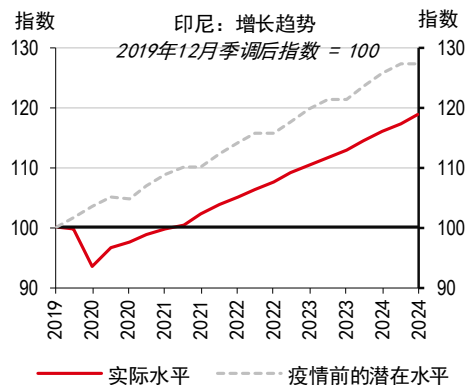
## 高附加值产品出口可能会提振潜在国内生产总值

提高潜在国内生产总值增速是印尼的政策优先事项之一。我们认为，通过**提高地域多元化程度和高附加值产品出口**，减少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。印尼对美国有贸易顺差，对中国贸易逆差在下降。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。

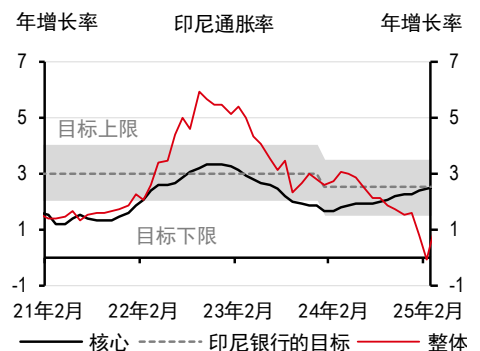
## 基础设施建设等几个方面仍需努力

然而，出口多样化已显现出一些积极的初步迹象。例如，印尼对美国的出口结构已发生变化，与越南的出口组合较为相似，涵盖更多服装、鞋类、电子产品和家具。此外，印尼对东盟地区的汽车出口以及对美国和拉美的电子产品出口也在增加。但这些出口的占比仍然相当小（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。在贸易保护主义抬头，全球背景日益具有挑战性的情况下，这是否可行？这并非易事，但也并非不可能。印尼对美国的贸易顺差并不大，这在一定程度上保护其免受关税大幅上调的影响。印尼甚至可能从应对关键出口国新关税所引发的供应链调整中受益。然而，要想充分利用这些机会，印尼仍需在多个方面做出努力，例如**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



### 通胀远低于印尼银行 2.5% 的目标



# 马来西亚

## 无惧风雨，砥砺前行

马来西亚的经济增长一直很强劲.....

马来西亚在国际舞台上备受关注，而市场的乐观情绪也不难理解。其中几个关键因素包括，马来西亚林吉特是 2024 年亚洲表现最好的货币，**其经济增速加快至 5.1%**，以及大型科技企业承诺投资数十亿美元。此外，政治稳定和政策改革也提振了国内外市场信心。

问题在于，马来西亚的积极势头是否能够在 2025 年持续？这并不是一个容易回答的问题，因为全球经济不确定性带来了市场波动。尽管如此，马来西亚强劲的经济基本面为市场提供了信心。保持经济稳定是 2025 年的首要任务。

作为一个高度依赖科技产业的经济体，马来西亚的贸易仍有改善空间，2024 年净出口对经济增长的贡献微乎其微。毕竟，马来西亚半导体生产的复苏速度比其他国家/地区慢得多。尽管如此，美国政府的关税政策存在巨大不确定性。好消息是，马来西亚贸易结构多元化，且对美贸易顺差规模相对较小，这可能在一定程度上缓解关税风险。然而，美国拟对半导体进口征收 25% 关税的提议，或将影响马来西亚的贸易前景。

.....与此同时，投资热潮仍在持续

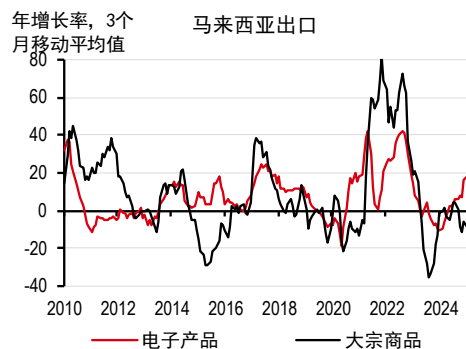
尽管外部环境存在不确定性，马来西亚仍具备较强的国内经济韧性，能够部分抵消外部冲击。私人消费领域仍具支撑力，主要得益于政府持续提供的补贴以及公务员工资上涨。在投资方面，**马来西亚正经历一轮投资热潮**，这得益于持续推进的基础设施项目和外国直接投资流入。然而，鉴于关税政策的不确定性，后者在短期内可能会让投资者保持谨慎态度。

总而言之，**我们将 2025 年增长预测小幅下调至 4.7%**（此前预测为 4.8%），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 4.5% 不变。

通胀仍然受到控制

此外，通胀仍在控制之中。整体通胀按年增速在 2025 年 1 月小幅放缓至 1.7%，低于 2024 年的 1.8%。鉴于当前通胀压力较低，**我们将 2025 年整体通胀预测下调至 2.4%**（此前预测为 2.7%）。尽管如此，我们也意识到通胀存在上行风险，主要来自于潜在的 RON95 汽油补贴调整、销售与服务税适用范围扩大以及公务员加薪等因素。我们认为马来西亚国家银行可能会将其政策利率维持在 3% 的舒适水平不变，这是我们一段时间以来一直持有的观点。

## 电子产品出口继续反弹，但大宗商品出口仍在萎缩



资料来源：CEIC、汇丰银行

## 通胀依然温和，为马来西亚国家银行保持利率不变提供了空间



资料来源：CEIC、汇丰银行

# 菲律宾

## 从美联储到东盟

高价商品的销售低迷正在拖累经济增长

菲律宾经济增长在第四季连续第二个季度低于预期。但这一次原因有所不同。2024年第三季度，由于台风对农业和旅游业造成冲击，经济增长表现不佳。而第四季度的放缓更多是由需求端因素引起的；随着家庭消费（作为菲律宾经济增长的主要动力）放缓至全球金融危机以来的最低水平，经济增速再次低于预期。然而，这种放缓并非家庭减少购买必需品的结果。而是由于**高价商品（即通常需要贷款购买的商品）销售下滑**。菲律宾央行的消费者信心调查显示，家庭购买的汽车、电子产品和教育服务减少，这些商品和服务价格较高，通常需要信贷支持。事实上，大型银行的信贷增速仍远低于疫情前的水平。由于消费疲软，2024年经济增长5.6%，连续第二年低于政府6-8%的目标。

如果说通胀在2023年拖累了经济增长，那么高利率如今正对经济造成压力。因此，菲律宾央行在2025年初决定暂停宽松周期，这一决定出乎市场意料。菲律宾央行明确表示，此举是为了防范美联储利率大幅重新定价带来的风险，从而管理菲律宾比索的潜在波动。尽管如此，菲律宾央行也意识到当前金融环境依然紧缩，并表明**目前仍处于宽松周期之中**。

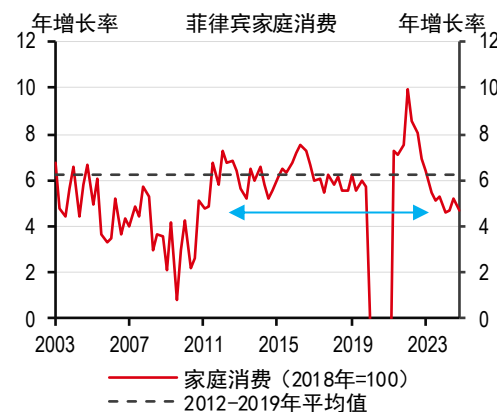
我们预计菲律宾央行将继续降息……

在市场稳定后，我们预计菲律宾央行**将继续逐步实施宽松周期**，今年分别在4月（此前预期为6月）、8月和12月各下调政策利率25个基点，到2025年底将政策利率降至5.00%。此外，3月的法定存款准备金率下调，以及后续的货币宽松政策，将有助于刺激消费和投资，并推动2025年的经济增长。

……预计全年国内生产总值增速为5.9%

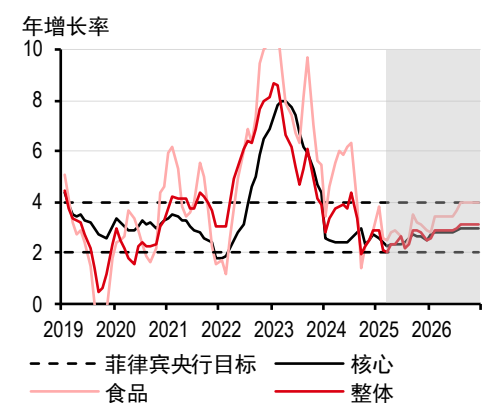
我们预计**全年经济增速将保持韧性，达到5.9%**。除了货币宽松政策的支持外，菲律宾在贸易关税风险方面是亚洲受影响最小的经济体之一。菲律宾对美国的贸易顺差并不大，也不太容易受到对等关税的影响。由于数字化令服务贸易变得更加便利，该国的服务出口也继续大幅增长，2024年第四季经季节性调整后按季增长11%。与此同时，低通胀也应该有助于支撑市场需求，尤其是考虑到今年大米价格将进一步下降。

## 家庭消费增速放缓至2010年以来的最低水平



资料来源：CEIC、汇丰银行

## 由于通胀温和，经济有空间吸收外汇波动带来的通胀影响



资料来源：CEIC、汇丰银行。注：阴影区域代表汇丰预测。

# 新加坡

新加坡的经济增长在 2024 年受到贸易推动.....

.....但增长并不均衡

我们预测 2025 年国内生产总值增长 2.6%

## 选举年财政预算

新加坡在 2024 年以强劲势头收官，主要受益于贸易回暖。作为一个发达市场，全年**经济增长达到 4.4%，表现相当亮眼**。尽管如此，面对诸多挑战和不确定性，仍需要更多的政策支持。

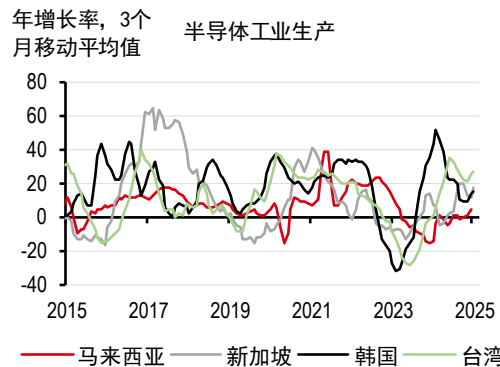
尽管 2024 年经济增长强劲，但**复苏仍然存在不均衡现象**。例如，制造业的复苏主要受益于电子产品、精密工程和交通运输工程领域的回暖。然而，由于制药行业本身的波动性，该行业的产出拖累了整体增长。

同样的趋势也出现在服务业。批发贸易在制造业复苏的积极溢出效应带动下持续强劲增长。但面向消费者的行业却出现萎缩，这表明本地居民的海外消费大幅增长，而国际游客的增长未能完全抵消这一趋势。

尽管 2024 年国内生产总值表现亮眼，但 2025 年仍面临诸多挑战。由于新加坡是东盟中唯一对美国有贸易逆差的国家，而且与美国签订了自由贸易协议，可能不会成为美国贸易制裁的直接目标，但全球贸易动荡仍可能对其增长前景构成压力。同时，一些面向国内的服务业也可能持续疲软。尽管过去一年通胀表现平稳，但生活成本上升仍是关键问题。总而言之，**我们维持 2025 年增长预测 2.6% 不变**，处于政府 1-3% 的增长预测区间的上限，但我们调整了季度国内生产总值增长预测。

此外，通胀降温趋势明显。核心通胀从 2023 年的 4.2% 下降至 2024 年的 2.8%，反映出整体价格压力趋缓。2025 年 1 月，经季节性调整的核心通胀甚至按月下降了 0.7%，为近五年来的最大降幅。这意味着按年通胀只有 0.8%，低于新加坡金融管理局 1-2% 的预测区间。鉴于 1 月的通胀降幅超出预期，加上贸易紧张局势可能带来的持续通缩压力，**我们将 2025 年核心通胀预测下调至 1.3%**（此前预测为 1.9%）。

## 继韩国和台湾之后，新加坡的科技产品产量也开始回升



资料来源：CEIC、汇丰银行

## 新加坡核心通胀的放缓速度快于预期



资料来源：CEIC、汇丰银行

# 泰国

泰国 2024 年第四季度经济增长令人失望……

## 轮轴效应

年末的经济表现并未达到许多人的预期。市场普遍认为，第一阶段数字钱包计划的实施将推动经济增长，该财政刺激措施在 2024 年第四季度向泰国最弱势群体每人发放 1 万泰铢现金。然而，**该季度的经济增长仍然低于预期，刺激措施的影响有限**。许多领取补助的家庭将现金用于偿还债务，私人消费未能如预期般加速。毕竟，泰国的家庭债务占国内生产总值的比例是全球中高收入经济体中最高的。这也凸显了家庭债务可能削弱财政政策效果的风险，泰国银行正试图解决这一问题。

**这一困境在 2025 年初仍在持续**。泰国的旅游业前景在 1 月初受到冲击，当时一名中国演员在泰国失踪的新闻登上中国各大媒体头条。这打击了中国游客的赴泰旅游情绪，导致许多中国游客取消了春节期间的泰国行程。此外，榴莲市场也遭遇挑战，中国因涉嫌化学污染问题，于 1 月暂时禁止进口泰国榴莲（《曼谷邮报》，2025 年 1 月 16 日）。尽管制造业出口激增，但主要集中在电子产品领域。该行业进口零部件占比高，削弱了出口的本地附加值。

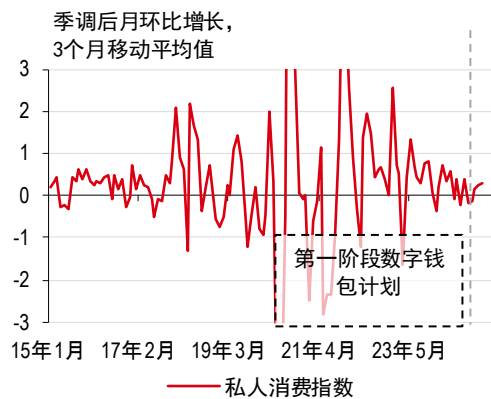
关税可能对制造业不利

2025 年对泰国经济而言可能是充满挑战的一年，尤其是在全球贸易面临关税风险的情况下。一方面，美国对泰国的直接关税可能造成冲击，因为美国是泰国最重要的出口目的地。另一方面，美国对中国商品征收关税可能会进一步加剧进口竞争，因为中国可能会寻求向其他市场转移库存。这可能会**进一步打击泰国制造业**，而自 2022 年以来，该行业的产出已下降 4.2%。

我们预计泰国央行将在 2025 年第四季度降息

起初，我们认为财政政策应能为经济提供足够支持。同时采取货币宽松政策可能会加剧家庭债务问题。然而，随着财政政策的影响力减弱（如第一阶段现金补助未能有效提振消费），泰国可能需要额外措施来渡过这一经济难关。就像轮轴的协同作用，我们预计货币政策将与财政政策共同推动经济增长。**我们预计泰国银行将在 2025 年第四季下调政策利率 25 个基点至 1.75%**，但提前降息的风险上升。不过，为了防止家庭债务问题进一步恶化，我们预计这将是最后一次降息，这意味着泰国银行将在 2026 年维持货币政策稳定。

第一阶段数字钱包计划对消费的影响有限



资料来源：Macrobond、汇丰银行

实际政策利率仍略高于疫情前的水平



资料来源：CEIC、汇丰银行



# 越南

越南经济在 2024 年增长了 7.1%

越南面临关税风险

贸易政策将是关键

## 致命弱点

经历了 2023 年的低迷增长后，越南经济去年强劲反弹，增长 7.1%，令越南在 2024 年重新成为东盟增长最快的经济体。然而，全球贸易前景的不确定性不断上升，越南仍需保持警惕，不可掉以轻心。

尽管目前尚无东盟经济体成为美国关税政策的直接目标，但越南似乎面临关税风险。根据美国海关的数据，越南对美国的贸易顺差激增至 1,230 亿美元，按年增长近 20%，使其成为对美国贸易顺差第三大的国家，仅次于中国和墨西哥，而这两个国家都已受到美国关税措施的针对。巧合的是，越南对中国的贸易逆差也相当可观，这可能会引起美国政府不必要的关注。

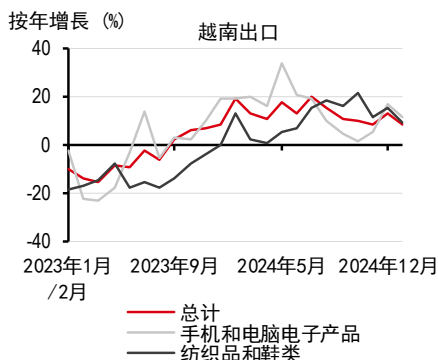
除了贸易顺差外，越南在东盟国家中与美国的关税税率差异最大。此外，美国还针对增值税较高的贸易伙伴进行审查，以评估潜在的关税措施。虽然越南在东盟经济体中增值税相对较低，但此前下调 2 个百分点至 8% 的增值税减免政策只是暂时性的，预计将在 2025 年年中到期。

此外，在增值税政策宣布后不久，特朗普总统表示计划对半导体进口征收约 25% 的关税。考虑到美国是越南半导体出口的主要市场，占其总出口的三分之一，这一措施可能会对越南经济产生重大影响。

尽管如此，越南一直积极与美国协商，以降低外部风险。两国最近签署了一系列协议，价值超过 40 亿美元（《河内时报》，2025 年 3 月 16 日）。在此前已达成的 500 亿美元协议基础上，加上正在谈判的 360 亿美元交易，这将使 2025 年起实施的双边协议总额提升至 900 亿美元（《河内时报》，2025 年 3 月 15 日）。然而，目前尚不清楚这将每年为美国新增多少进口额。总体而言，我们预测 2025 年越南经济增长 6.5%，2026 年增长 6.3%。然而，美国贸易政策的变化将是决定越南经济前景的关键因素。

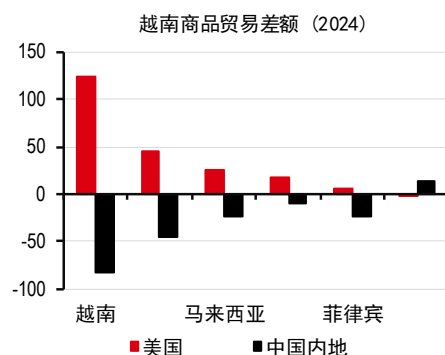
除经济增长外，通胀有所上升，但整体可控，2025 年前两个月的平均按年通胀率为 3.3%。鉴于食品和医疗服务价格高于预期，我们将 2025 年通胀预测上调至 3.5%（此前预测为 3.0%），将 2026 年通胀预测上调至 3.3%（此前为 3.2%）。

## 越南出口受到一定程度的提前采购影响



资料来源：CEIC、汇丰银行。注：1月和2月的数据合并计算，以调整春节因素对统计的影响。

## 越南面临更高的贸易风险，需要政府积极应对



资料来源：CEIC、汇丰银行。注：美国对东盟的贸易逆差数据来自美国方面，而东盟对中国内地的贸易逆差数据来自东盟方面。

# 披露附录

1. 本报告发布日期为 2025年3月25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3月21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)不承担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。

[1255122]