

## 韌性盡顯

- ◆ 貿易緊張局勢將會加劇，令東盟的出口和投資承壓
- ◆ 但通脹降溫和政策寬鬆應會為國內需求提供支撐……
- ◆ ……說明該地區經濟在未來一年以一貫的沉穩姿態應對挑戰

印尼希望透過減息來提振經濟，並且相較於許多鄰國，其受全球關稅動盪的影響似乎較小。泰國的經濟增速可能與去年持平，儘管消費者信心似乎正在減弱。在國內經濟動能的驅動下，並且由於受到全球貿易緊張局勢的影響有限，菲律賓的經濟增速可能會加快。在馬來西亞，公共和私人投資依然強勁，在貿易前景變得更加不明朗之際為經濟增長提供了支撐。新加坡作為一個高度開放的經濟體，無法完全擺脫全球關稅動盪的影響，但小幅財政刺激有望在國內發揮緩衝作用。越南的增長目標依然雄心勃勃，儘管關稅風險給經濟前景蒙上了陰影，這或許將迫使政府加大財政支出力度。

## 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1日	印尼通脹率
4月1日	越南製造業採購經理人指數
4月4日	菲律賓利率公告
4月11-14日	新加坡國內生產總值
4月23日	印尼利率公告
4月30日	泰國利率公告
5月8日	馬來西亞利率公告
5月19日	泰國國內生產總值
5月21日	印尼利率公告
6月18日	印尼利率公告
6月19日	菲律賓利率公告
6月25日	泰國利率公告

資料來源：LSEG Eikon、滙豐銀行

# 印尼

## 福利支出與國有企業改革成為關注焦點

### 新篇章

隨著普拉博沃·蘇比延多（Prabowo Subianto）於 2024 年 10 月正式就任印尼總統，所有人的目光都集中在新政府所推行的關鍵政策上。在競選期間，普拉博沃重點強調了**提高社會福利支出、深化國有企業改革以及持續推進製造業下游產業發展**。到目前為止，政府已在前兩個方面發佈了重要的政策公告。政府公佈了兒童免費食品計劃、大米援助計劃、電費折扣、加速住房計劃，並限制了增值稅的上調幅度。在國有企業方面，名為 Danantara 的新主權財富基金已經成立，直接向總統彙報工作。該基金的任務是監督國有企業運作並推動投資。目前，尚需進一步明確此前主權財富基金的職能，以及國有企業部的角色。

與此同時，從採購經理人指數、銀行信貸增長和核心通脹來看，經濟增長動能有所減弱。我們的即時預測模型顯示，增長率在 4.5%-5% 之間，低於官方公佈的約 5% 的國內生產總值增速。此外，國內生產總值增速仍比疫情前的趨勢水平低 7%，表明經濟存在負產出缺口。因此，2025 年採取**更為寬鬆的財政和貨幣政策**是合理的選擇。

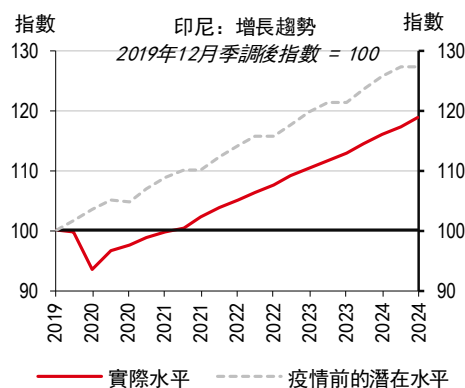
## 高附加值產品出口可能會提振潛在國內生產總值

提高潛在國內生產總值增速是印尼的政策優先事項之一。我們認為，透過**提高地域多元化程度和高附加值產品出口**，減少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。印尼對美國有貿易順差，對中國貿易逆差在下降。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。

## 基礎設施建設等幾個方面仍需努力

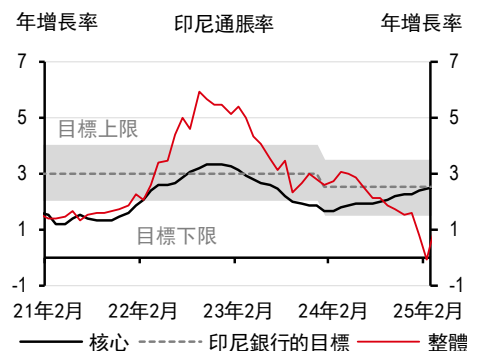
然而，出口多樣化已顯現出一些積極的初步跡象。例如，印尼對美國的出口結構已發生變化，與越南的出口組合較為相似，涵蓋更多服裝、鞋類、電子產品和傢俱。此外，印尼對東盟地區的汽車出口以及對美國和拉美的電子產品出口也在增加。但這些出口的占比仍然相當小（例如，印尼對美國出口僅占其出口總額的 9%），仍需進一步擴大。在貿易保護主義抬頭，全球背景日益具有挑戰性的情況下，這是否可行？這並非易事，但也並非不可能。印尼對美國的貿易順差並不大，這可能在一定程度上保護其免受關稅大幅上調的影響。印尼甚至可能從應對關鍵出口國新關稅所引發的供應鏈調整中受益。然而，要想充分利用這些機會，印尼仍需在多個方面做出努力，例如**加強基礎設施建設、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

馬來西亞的經濟增長一直很強勁.....

## 無懼風雨，砥礪前行

馬來西亞在國際舞台上備受關注，而市場的樂觀情緒也不難理解。其中幾個關鍵因素包括，馬來西亞林吉特是 2024 年亞洲表現最好的貨幣，其經濟增速加快至 5.1%，以及大型科技企業承諾投資數十億美元。此外，政治穩定和政策改革也提振了國內外市場信心。

問題在於，馬來西亞的積極勢頭是否能夠在 2025 年持續？這並不是一個容易回答的問題，因為全球經濟不確定性帶來了市場波動。儘管如此，馬來西亞強勁的經濟基本面為市場提供了信心。保持經濟穩定是 2025 年的首要任務。

作為一個高度依賴科技產業的經濟體，馬來西亞的貿易仍有改善空間，2024 年淨出口對經濟增長的貢獻微乎其微。畢竟，馬來西亞半導體生產的復甦速度比其他國家/地區慢得多。儘管如此，美國政府的關稅政策存在巨大不確定性。好消息是，馬來西亞貿易結構多元化，且對美貿易順差規模相對較小，這可能在一定程度上緩解關稅風險。然而，美國擬對半導體進口徵收 25% 關稅的提議，或將影響馬來西亞的貿易前景。

.....與此同時，投資熱潮仍在持續

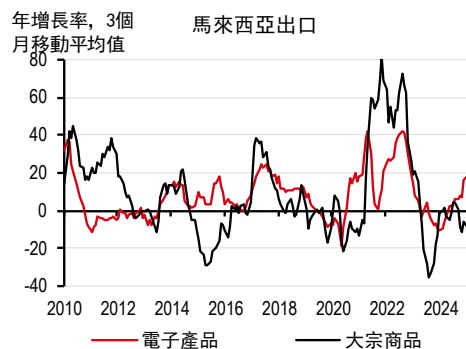
儘管外部環境存在不確定性，馬來西亞仍具備較強的國內經濟韌性，能夠部分抵消外部衝擊。私人消費領域仍具支撐力，主要得益於政府持續提供的補貼以及公務員工資上漲。在投資方面，馬來西亞正經歷一輪投資熱潮，這得益於持續推進的基礎設施項目和外國直接投資流入。然而，鑒於關稅政策的不確定性，後者在短期內可能會讓投資者保持謹慎態度。

總而言之，我們將 2025 年增長預測小幅下調至 4.7%（此前預測為 4.8%），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 4.5% 不變。

通脹仍然受到控制

此外，通脹仍在控制之中。整體通脹按年增速在 2025 年 1 月小幅放緩至 1.7%，低於 2024 年的 1.8%。鑒於當前通脹壓力較低，我們將 2025 年整體通脹預測下調至 2.4%（此前預測為 2.7%）。儘管如此，我們也意識到通脹存在上行風險，主要來自於潛在的 RON95 汽油補貼調整、銷售與服務稅適用範圍擴大以及公務員加薪等因素。我們認為馬來西亞國家銀行可能會將其政策利率維持在 3% 的舒適水平不變，這是我們一段時間以來一直持有的觀點。

## 電子產品出口繼續反彈，但大宗商品出口仍在萎縮



資料來源：CEIC、滙豐銀行

## 通脹依然溫和，為馬來西亞國家銀行保持利率不變提供了空間



資料來源：CEIC、滙豐銀行

# 菲律賓

高價商品的銷售低迷正在拖累經濟增長

## 從美聯儲到東盟

菲律賓經濟增長在第四季連續第二個季度低於預期。但這一次原因有所不同。2024年第三季度，由於颱風對農業和旅遊業造成衝擊，經濟增長表現不佳。而第四季度的放緩更多是由需求端因素引起的；隨著家庭消費（作為菲律賓經濟增長的主要動力）放緩至全球金融危機以來的最低水平，經濟增速再次低於預期。然而，這種放緩並非家庭減少購買必需品的結果。而是由於**高價商品（即通常需要貸款購買的商品）銷售下滑**。菲律賓央行的消費者信心調查顯示，家庭購買的汽車、電子產品和教育服務減少，這些商品和服務價格較高，通常需要信貸支援。事實上，大型銀行的信貸增速仍遠低於疫情前的水平。由於消費疲軟，2024年經濟增長5.6%，連續第二年低於政府6-8%的目標。

如果說通脹在2023年拖累了經濟增長，那麼高利率如今正對經濟造成壓力。因此，菲律賓央行在2025年初決定暫停寬鬆週期，這一決定出乎市場意料。菲律賓央行明確表示，此舉是為了防範美聯儲利率大幅重新定價帶來的風險，從而管理菲律賓比索的潛在波動。儘管如此，菲律賓央行也意識到當前金融環境依然緊縮，並表明**目前仍處於寬鬆週期之中**。

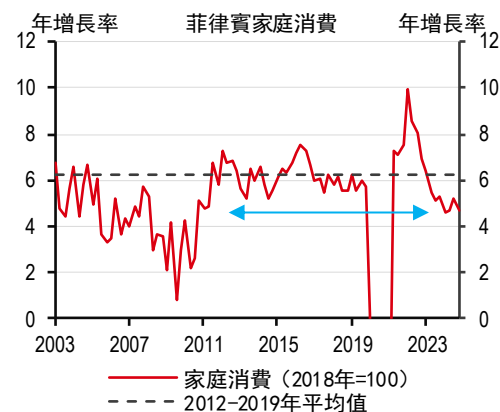
我們預計菲律賓央行將繼續減息……

在市場穩定後，我們預計菲律賓央行將**繼續逐步實施寬鬆週期**，今年分別在4月（此前預期為6月）、8月和12月各下調政策利率25個基點，到2025年底將政策利率降至5.00%。此外，3月的法定存款準備金率下調，以及後續的貨幣寬鬆政策，將有助於刺激消費和投資，並推動2025年的經濟增長。

……預計全年國內生產總值增速為5.9%

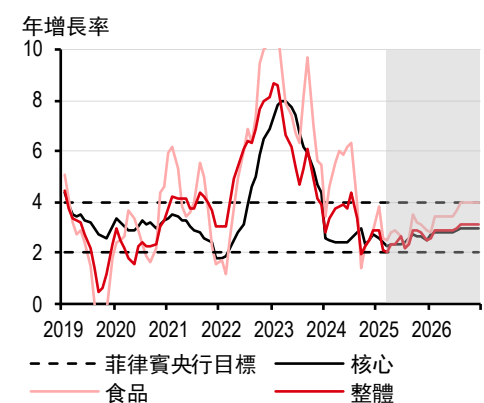
我們預計**全年經濟增速將保持韌性，達到5.9%**。除了貨幣寬鬆政策的支持外，菲律賓在貿易關稅風險方面是亞洲受影響最小的經濟體之一。菲律賓對美國的貿易順差並不大，也不大容易受到對等關稅的影響。由於數位化令服務貿易變得更加便利，該國的服務出口也繼續大幅增長，2024年第四季經季節性調整後按季增長11%。與此同時，低通脹也應該有助於支撐市場需求，尤其是考慮到今年大米價格將進一步下降。

## 家庭消費增速放緩至2010年以來的最低水平



資料來源：CEIC、滙豐銀行

## 由於通脹溫和，經濟有空間吸收外匯波動帶來的通脹影響



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：陰影區域代表滙豐預測。

# 新加坡

新加坡的經濟增長在 2024 年受到貿易推動.....

.....但增長並不均衡

我們預測 2025 年國內生產總值增長 2.6%

## 選舉年財政預算

新加坡在 2024 年以強勁勢頭收官，主要受益於貿易回暖。作為一個發達市場，全年經濟增長達到 4.4%，表現相當亮眼。儘管如此，面對諸多挑戰和不確定性，仍需要更多的政策支援。

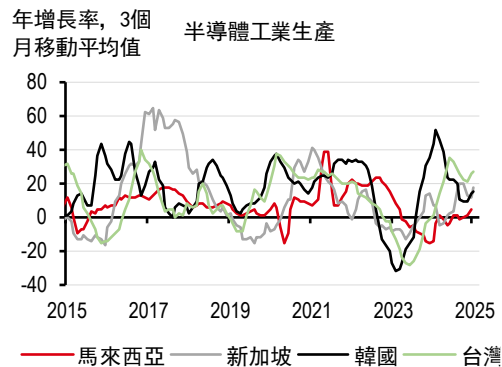
儘管 2024 年經濟增長強勁，但復甦仍然存在不均衡現象。例如，製造業的復甦主要受益於電子產品、精密工程和交通運輸工程領域的回暖。然而，由於製藥行業本身的波動性，該行業的產出拖累了整體增長。

同樣的趨勢也出現在服務業。批發貿易在製造業復甦的積極溢出效應帶動下持續強勁增長。但面向消費者的行業卻出現萎縮，這表明本地居民的海外消費大幅增長，而國際遊客的增長未能完全抵消這一趨勢。

儘管 2024 年國內生產總值表現亮眼，但 2025 年仍面臨諸多挑戰。由於新加坡是東盟中唯一對美國有貿易逆差的國家，而且與美國簽訂了自由貿易協定，可能不會成為美國貿易制裁的直接目標，但全球貿易動盪仍可能對其增長前景構成壓力。同時，一些面向國內的服務業也可能持續疲軟。儘管過去一年通脹表現平穩，但生活成本上升仍是關鍵問題。總而言之，我們維持 2025 年增長預測 2.6% 不變，處於政府 1-3% 的增長預測區間的上限，但我們調整了季度國內生產總值增長預測。

此外，通脹降溫趨勢明顯。核心通脹從 2023 年的 4.2% 下降至 2024 年的 2.8%，反映出整體價格壓力趨緩。2025 年 1 月，經季節性調整的核心通脹甚至按月下降了 0.7%，為近五年來的最大降幅。這意味著按年通脹只有 0.8%，低於新加坡金融管理局 1-2% 的預測區間。鑒於 1 月的通脹降幅超出預期，加上貿易緊張局勢可能帶來的持續通縮壓力，我們將 2025 年核心通脹預測下調至 1.3%（此前預測為 1.9%）。

## 繼韓國和台灣之後，新加坡的科技產品產量也開始回升



資料來源：CEIC、滙豐銀行

## 新加坡核心通脹的放緩速度快於預期



資料來源：CEIC、滙豐銀行



# 泰國

泰國 2024 年第四季經濟增長令人失望……

## 輪軸效應

年末的經濟表現並未達到許多人的預期。市場普遍認為，第一階段數字錢包計劃的實施將推動經濟增長，該財政刺激措施在 2024 年第四季度向泰國最弱勢群體每人發放 1 萬泰銖現金。然而，**該季度的經濟增長仍然低於預期，刺激措施的影響有限**。許多領取補助的家庭將現金用於償還債務，私人消費未能如預期般加速。畢竟，泰國的家庭債務占國內生產總值的比例是全球中高收入經濟體中最高的。這也凸顯了家庭債務可能削弱財政政策效果的風險，泰國銀行正試圖解決這一問題。

**這一困境在 2025 年初仍在持續**。泰國的旅遊業前景在 1 月初受到衝擊，當時一名中國演員在泰國失蹤的新聞登上中國各大媒體頭條。這打擊了中國遊客的赴泰旅遊情緒，導致許多中國遊客取消了春節期間的泰國行程。此外，榴槤市場也遭遇挑戰，中國因涉嫌化學污染問題，於 1 月暫時禁止進口泰國榴槤（《曼谷郵報》，2025 年 1 月 16 日）。儘管製造業出口激增，但主要集中在電子產品領域。該行業進口零部件占比高，削弱了出口的本地附加值。

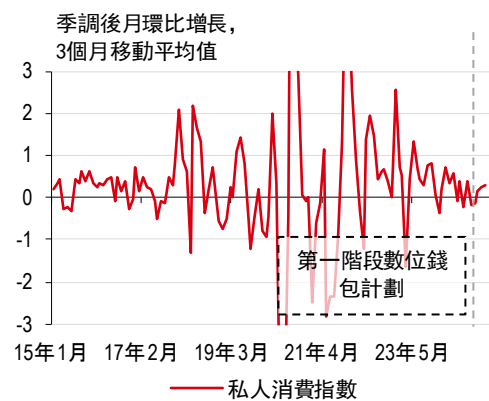
關稅可能對製造業不利

2025 年對泰國經濟而言可能是充滿挑戰的一年，尤其是在全球貿易面臨關稅風險的情況下。一方面，美國對泰國的直接關稅可能造成衝擊，因為美國是泰國最重要的出口目的地。另一方面，美國對中國商品徵收關稅可能會進一步加劇進口競爭，因為中國可能會尋求向其他市場轉移庫存。這可能會**進一步打擊泰國製造業**，而自 2022 年以來，該行業的產出已下降 4.2%。

我們預計泰國央行將在 2025 年第四季度減息

起初，我們認為財政政策應能為經濟提供足夠支持。同時採取貨幣寬鬆政策可能會加劇家庭債務問題。然而，隨著財政政策的影響力減弱（如第一階段現金補助未能有效提振消費），泰國可能需要額外措施來渡過這一經濟難關。就像輪軸的協同作用，我們預計貨幣政策將與財政政策共同推動經濟增長。**我們預計泰國銀行將在 2025 年第四季下調政策利率 25 個基點至 1.75%**，但提前減息的風險上升。不過，為了防止家庭債務問題進一步惡化，我們預計這將是最後一次減息，這意味著泰國銀行將在 2026 年維持貨幣政策穩定。

第一階段數字錢包計劃對消費的影響有限



資料來源：Macrobond、滙豐銀行

實際政策利率仍略高於疫情前的水平



資料來源：CEIC、滙豐銀行

# 越南

越南經濟在 2024 年增長了 7.1%

越南面臨關稅風險

貿易政策將是關鍵

## 致命弱點

經歷了 2023 年的低迷增長後，越南經濟去年強勁反彈，增長 7.1%，令越南在 2024 年重新成為東盟增長最快的經濟體。然而，全球貿易前景的不確定性不斷上升，越南仍需保持警惕，不可掉以輕心。

儘管目前尚無東盟經濟體成為美國關稅政策的直接目標，但越南似乎面臨關稅風險。根據美國海關的數據，越南對美國的貿易順差激增至 1,230 億美元，按年增長近 20%，使其成為對美國貿易順差第三大的國家，僅次於中國和墨西哥，而這兩個國家都已受到美國關稅措施的針對。巧合的是，越南對中國的貿易逆差也相當可觀，這可能會引起美國政府不必要的關注。

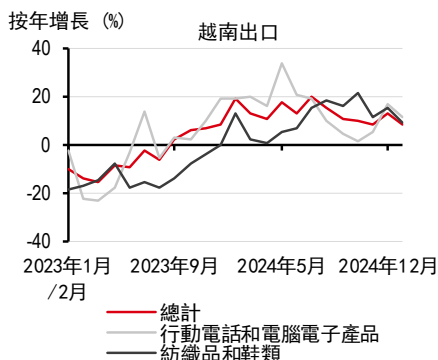
除了貿易順差外，越南在東盟國家中與美國的關稅稅率差異最大。此外，美國還針對增值稅較高的交易夥伴進行審查，以評估潛在的關稅措施。雖然越南在東盟經濟體中增值稅相對較低，但此前下調 2 個百分點至 8% 的增值稅減免政策只是暫時性的，預計將在 2025 年年中到期。

此外，在增值稅政策宣佈後不久，特朗普總統表示計劃對半導體進口徵收約 25% 的關稅。考慮到美國是越南半導體出口的主要市場，占其總出口的近三分之一，這一措施可能會對越南經濟產生重大影響。

儘管如此，越南一直積極與美國協商，以降低外部風險。兩國最近簽署了一系列協議，價值超過 40 億美元（《河內時報》，2025 年 3 月 16 日）。在此前已達成的 500 億美元協定基礎上，加上正在談判的 360 億美元交易，這將使 2025 年起實施的雙邊協定總額提升至 900 億美元（《河內時報》，2025 年 3 月 15 日）。然而，目前尚不清楚這將每年為美國新增多少進口額。總體而言，我們預測 2025 年越南經濟增長 6.5%，2026 年增長 6.3%。然而，美國貿易政策的變化將是決定越南經濟前景的關鍵因素。

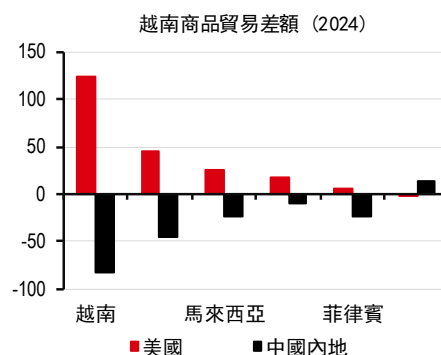
除經濟增長外，通脹有所上升，但整體可控，2025 年前兩個月的平均按年通脹率為 3.3%。鑒於食品和醫療服務價格高於預期，我們將 2025 年通脹預測上調至 3.5%（此前預測為 3.0%），將 2026 年通脹預測上調至 3.3%（此前為 3.2%）。

## 越南出口受到一定程度的提前採購影響



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：1 月和 2 月的數據合併計算，以調整春節因素對統計的影響。

## 越南面臨更高的貿易風險，需要政府積極應對



資料來源：CEIC、滙豐銀行。注：美國對東盟的貿易逆差數據來自美國方面，而東盟對中國內地的貿易逆差數據來自東盟方面。

# 披露附錄

1. 本報告發布日期為 2025年3月25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3月21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。

[1255122]