

砥砺前行

- ◆ 东盟经济体正面临多重冲击，从厄尔尼诺气候风险逐步显现到美国关税不确定性……
- ◆ ……但经济活动预计将展现出超预期的韧性，区域内部分经济体受到人工智能硬件需求激增的支撑
- ◆ 价格压力上升正在构成风险，财政赤字扩大亦然，但经济增长仍有望保持稳健步伐

印尼经济表现依然强于市场情绪所反映的水平，且政策转向正在推进，市场信心有望进一步增强。泰国近期投资有所回暖，但对经济增长的提振可能难以持久。马来西亚正受益于人工智能浪潮，但潜在的大选可能削弱改革进程。菲律宾虽然经济基本面依然稳健，但物价快速上涨和财政政策应对不足正构成拖累。越南仍追求更高的发展目标，尽管面临能源与关税双重不利因素，其经济增速已相当亮眼。新加坡依旧展现出一贯的韧性，经济稳步增长，并在人工智能热潮中占据越来越大的份额。

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1日	印尼采购经理人指数、通胀数据与贸易差额
7月1日	越南采购经理人指数
7月7日	菲律宾消费价格指数
7月9日	马来西亚利率公告
7月14日	新加坡国内生产总值
7月22日	印尼利率公告
8月17日	泰国国内生产总值
8月26日	泰国利率公告
8月27日	菲律宾利率公告

资料来源：LSEG Eikon（伦敦证券交易所集团旗下一个金融数据终端）、汇丰银行

印尼

市场承压，政策转向

第一季国内生产总值表现强劲，
但资产价格走势疲弱

近期印尼备受市场关注。年初至今，在股票、债券和外汇等主要资产类别中，**印尼市场表现均逊于**广义新兴市场指数。表面来看，尽管市场表现不佳，但**经济运行依然平稳**。截至3月当季，国内生产总值按年增长5.6%，高于2025年5.1%的增速。尽管通胀有所上升，但仍处于2.5%至3.5%的区间内。

印尼经济可能正在承受能源冲击

然而深入分析不难发现，印尼经济已逐步显现**能源冲击带来的影响**，市场表现或许也部分反映了这一点。增长层面，最新数据显示零售支出、消费者信心以及出口订单均有所下滑。财政支出已有相当大规模的前置，后续数月可能需要收紧开支，以满足3%的财政上限。我们预测2026年国内生产总值按年增长4.7%（2025年为5.1%）。

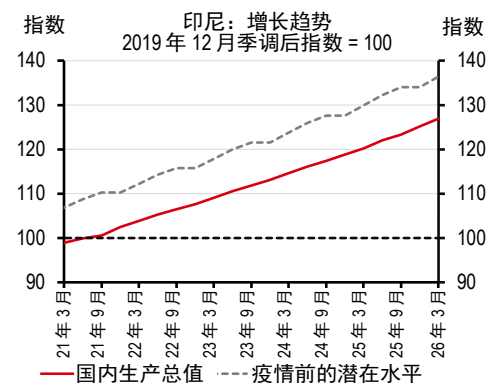
我们预测2026年国内生产总值
增速为4.7%，通胀率为3.5%

采购经理人指数投入价格已快速上升，并正逐步**推高产出价格**。我们预计2026年平均通胀率为3.5%（2025年为1.9%）。最新贸易数据显示月度贸易顺差收窄，尽管进口量大幅上升，出口量却有所下降。与此同时，资本流入持续低迷，令本币汇率承压。

能源成本上升及不利天气等供给冲击往往最难应对，因为它们通常伴随着政策取舍。一般而言，这类冲击会推高通胀、拖累经济增长，政策制定者往往不得不在稳定物价与支持增长之间作出权衡。

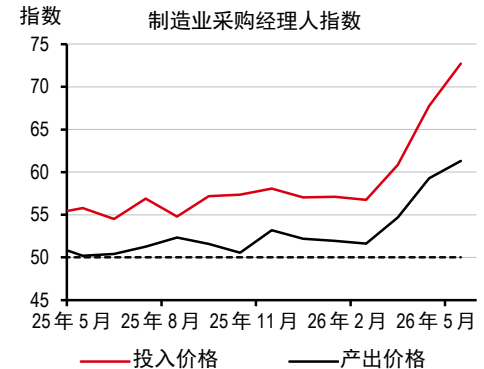
部分市场观察人士或认为，当前首要任务是稳定印尼盾。然而，印尼盾贬值的根本原因似乎在于国际收支，预计2026年国际收支将连续第二年录得负值。鉴于2025年经常账户逆差仅占国内生产总值的0.1%，有人可能认为印尼并不存在经常账户问题，更大的隐忧在于资本流入疲弱——2025年资本流入仅占国内生产总值的-0.3%。但在实践中，**这两个因素相互关联**。较低的经常账户逆差可能反映出投资需求低迷。事实上，我们发现企业现金储备充裕，却普遍缺乏投资意愿。而投资不振、增长前景黯淡，又会进一步抑制资本流入。

印尼持续存在负产出缺口



资料来源：CEIC（环亚经济数据）、汇丰银行

价格压力持续上升



资料来源：CEIC、汇丰银行

马来西亚

面对能源冲击，马来西亚经济表现相对稳健

韧性彰显优势

在中东冲突爆发之前，马来西亚经济正处于黄金时期，即经济增长强劲、通胀保持稳定。然而，这场冲突增加了经济增长下行和通胀上行的风险。尽管如此，马来西亚展现出的**韧性仍强于多数区域经济体**，因为其不仅是能源净出口国，还是持续人工智能周期的主要受益者。这并不意味着马来西亚能够完全免受能源冲击影响，但与高度依赖海湾地区能源进口的经济体相比，其所受影响预计将相对有限。

马来西亚今年开局表现亮眼，2026年第一季度国内生产总值按年增长5.4%。尽管建筑业增速由两位数放缓至个位数，但制造业和服务业持续强劲的增长势头足以抵消这一放缓。得益于当前人工智能驱动的科技周期，**出口依然强劲**。以3个月移动平均值计，马来西亚电子产品出口按年大幅增长30%。

通胀保持温和

另一方面，通胀已连续较长时间保持温和，2026年前四个月平均按年增幅仅为1.7%。这使马来西亚成为**东盟地区通胀率最低的经济体之一**，显著低于菲律宾和越南等经济体。

面对高企的能源价格，原因不难理解：马来西亚拥有**区域内最低的汽油价格**。以最常见RON95（95号汽油）价格作为衡量标准，马来西亚RON95汽油价格仍维持在每升1.99马来西亚林吉特（约合每升0.5美元）。此价格仅为香港的十分之一、新加坡的五分之一、泰国的三分之一以及越南的二分之一。然而，这种低价主要依靠高额补贴维持：若无补贴，RON95汽油的市场化价格将是补贴价的两倍。

高额补贴带来了沉重的财政负担。受中东冲突影响，马来西亚每月能源补贴支出已由7亿马来西亚林吉特激增至70亿马来西亚林吉特，增长近十倍。巨额补贴给财政带来极大压力，引发市场对RON95汽油补贴政策未来走向的讨论。然而，考虑到大选日益临近，任何潜在的政策调整在时机选择上都相当棘手。

我们预计政策利率将在预测期内维持不变

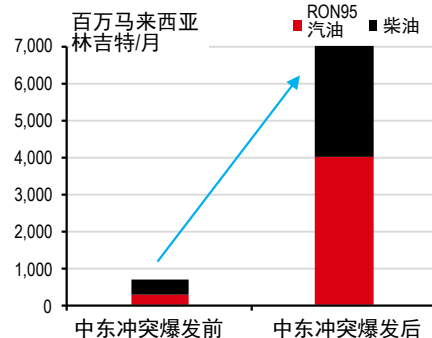
总体上，我们维持原有预测不变：2026年国内生产总值增长4.5%，2027年增长4.7%。马来西亚国家银行是少数上调2026年经济增长预测区间的亚洲央行之一，将预测区间由4.0%–4.5%上调至4.0%–5.0%。通胀方面，我们近期将2026年通胀预测从2.1%上调至2.5%，并将2027年通胀预测从2.3%上调至2.7%。然而，我们认为当前价格压力尚不足以促使马来西亚国家银行加息。我们维持长期以来的观点，即在**整个预测期内（直至2027年），马来西亚国家银行很可能维持政策利率不变**。

马来西亚一直显著受益于持续的人工智能驱动科技周期



资料来源：CEIC、汇丰银行

中东冲突爆发后，马来西亚每月汽油补贴支出激增至70亿马来西亚林吉特，为冲突前的十倍



资料来源：马来西亚财政部、汇丰银行

菲律宾

艰难支撑

经济增长持续放缓，物价压力不断攀升

菲律宾似乎正逐步陷入滞胀。首先，**经济增长持续放缓**。2026年第一季度，经济按年增长2.8%，创下2009年以来（剔除新冠疫情期间）的最低增速。导致增长放缓的原因并未改变：公共资本支出持续大幅缩减，公共支出前景不明，迫使居民与企业双双缩减开支。储蓄增加，而投资减少。

这一现象并不难理解。在经济向好时期，家庭往往会增加储蓄，以增强抵御未来冲击的能力。2025年正是这样的时期，当年工资平均增长7%，而通胀率仅为1.7%。然而，购买力提升并未转化为更多消费，**家庭反而选择增加储蓄**。事实上，在2026年3月能源冲击发生前，表示能够储蓄的家庭占比甚至高于疫情前水平，其中低收入家庭等较脆弱群体的储蓄增幅尤为明显。

失业率已小幅上升

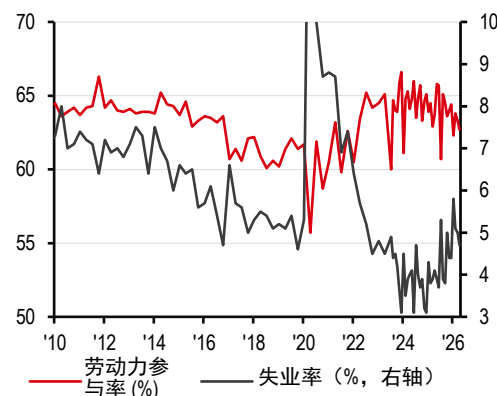
雪上加霜的是，需求疲软的负面影响**已经传导至劳动力市场**。菲律宾的失业率已攀升至5%以上。不久之后，家庭和小型企业或将不得不动用近期积累的储蓄来维持支出。

这是因为**在经济增长放缓的同时，物价还在持续上涨**。目前菲律宾整体通胀率按年增长6.8%，为东盟地区最高。能源价格飙升已经传导至核心消费价格指数，核心通胀加速上行，突破了央行2%至4%的目标区间上限。然而，后续形势预计将更加严峻。受化肥价格上涨及厄尔尼诺现象影响，食品价格压力预计将在未来数月进一步加剧。我们预计2026年和2027年经济增长将明显低于潜在水平，分别为3.4%和4.8%。

危机过后，金融市场有望迅速复苏

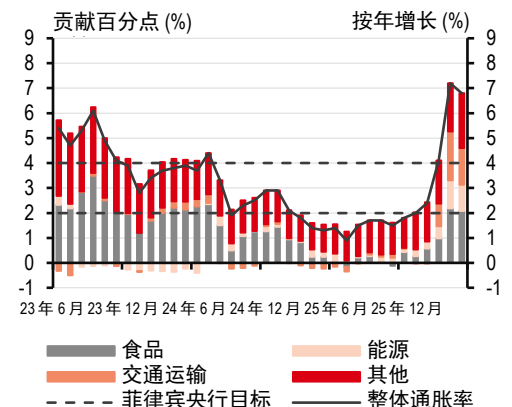
不过，菲律宾仍展现出一定韧性。一旦能源冲击消退，菲律宾金融市场**有望迅速复苏**。原因在于财政应对方案保持审慎，当局采取了针对性的社会福利措施。此外，适度的“需求抑制”效应最终也将逐步显现。在没有实施价格管制的情况下，菲律宾能源价格能够真实反映大宗商品的稀缺程度。尽管经济增长可能低于潜在水平，但待局势趋于稳定后，公共债务和经常账户预计仍将保持在可控且具有韧性的水平。

随着建筑需求下降，劳动力市场已经趋紧……



资料来源：CEIC、汇丰银行

……与此同时，菲律宾各主要类别商品价格涨幅持续扩大



资料来源：CEIC、汇丰银行

新加坡

新加坡经济一直保持高速增长.....

审慎前行

作为一个发达市场经济体，新加坡却展现出堪比新兴市场的增长速度，在中东冲突背景下依然表现出令人瞩目的韧性。2026年第一季，新加坡国内生产总值按年增长6%，使其成为**东盟增长第二快的经济体**，仅次于越南。除按年增速亮眼外，新加坡经济上行势头同样稳健，充分体现出多元化经济体的优势。

诚然，第一季制造业增长势头有所回落，但这更多是此前在人工智能驱动的科技上行周期支撑下持续强劲增长后的正常回调。事实上，从高频指标来看，**电子产品贸易依然表现十分强劲**。以三个月移动平均值计，4月电子产品非石油国内出口按年增速攀升至60%以上，推动整体非石油国内出口按年增幅接近15%。

.....电子产业、建筑业与服务业共同提供支撑

但这不能只归功于人工智能产业。新加坡经济的韧性，源自其**广泛的增长基础**。首先，建筑业第一季按年增长超过11%，反映了新加坡在大型公共基建领域的推进力度。与此同时，受益于稳健的批发和零售贸易以及金融业表现，服务业按年增速也进一步加快。

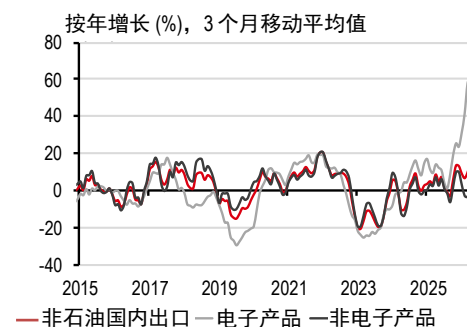
不过，目前仍不可掉以轻心，能源冲击引发的经济下行风险依然存在。新加坡的财政状况远胜其他新兴市场经济体，完全有能力推出必要的纾困政策，但却始终保持审慎克制的姿态。总体而言，鉴于2026年第一季经济表现超出预期，加之人工智能周期持续向好，我们近期将**2026年增长预测从2.9%上调至3.3%**，使其位于政府2%至4%增长预测区间的上限附近。我们预计2027年经济增长率为2.5%。

通胀一直表现温和

除经济增长外，尽管受到能源冲击影响，**新加坡通胀整体依然保持温和**。作为新加坡金融管理局重点关注的通胀指标，核心通胀率在2026年前四个月仅平均按年增长1.4%。但油价上涨的影响可能会从**2026年第三季起更为明显**，因为国际能源价格向核心通胀传导通常存在约一个季度的滞后。因此，通胀影响将在2026年下半年更加明显。

我们还将2026年核心通胀预测从1.8%上调至2.0%，但将整体通胀预测从2.4%下调至2.2%。毫无疑问，通胀已重新成为新加坡金融管理局关注的重点。鉴于当前通胀走势，新加坡金融管理局更有可能继续观察和评估通胀影响，而非在7月连续采取进一步收紧政策的行动。

新加坡电子产品类非石油国内出口增速显著加快



资料来源：CEIC、汇丰银行

新加坡核心通胀走势虽有波动，但上行风险依然存在



资料来源：CEIC、汇丰银行

泰国

政策有序推进

电子产业带动第一季经济增长超预期

在2026年3月23日政府取消燃油价格上限、燃油价格随即飙升之前，泰国经济已展现出一定增长势头。尽管中东局势动荡，但**2026年第一季度经济增长超预期**，按年增速升至2.8%。数据中心及人工智能供应链相关行业表现尤为强劲。泰国商品出口按年大幅增长15.5%，创新冠疫情封锁期间出口繁荣以来的最快增速，其中电子产品出口表现最为突出。泰国是印刷电路板与硬盘驱动器的主要生产国，而这两类产品是构成数据中心众多关键硬件中的两种。

私人投资和消费保持强劲

私人投资也实现两位数增长，过去两年承诺的一些数字投资项目终于落地，其中大多数与人工智能相关。2026年2月大选过后，随着泰国政局重归稳定，企业信心明显改善，尤其是大型企业。与此同时，私人消费依然保持韧性，消费者赶在EV 3.0电动车补贴计划到期前提前购车。

我们预计，**在财政政策支持下，经济有望延续当前增长势头**。泰国政府已颁布一项规模4,000亿泰铢（约占国内生产总值的2.1%）的借款法令，其中一半资金将用于消费者补贴。另一半将用于支撑本国能源转型。鉴于财政刺激规模较大，我们近期已将2026年经济增长预测从1.6%上调至2.2%。

泰国经济能否抵御中东冲突带来的挑战？

增长前景或将在2027年放缓

不过，一些潜在问题仍需密切关注。首先，未能受益于当前人工智能热潮的制造业企业，仍面临来自中国进口商品的激烈竞争。其次，随着消费补贴逐步退出，加之家庭流动性依然受限，私人消费预计将有所放缓。因此，尽管投入成本大幅上升，企业仍难以提高其商品和服务售价。随着盈利空间受到挤压，今年晚些时候乃至明年，企业投资意愿可能进一步减弱。

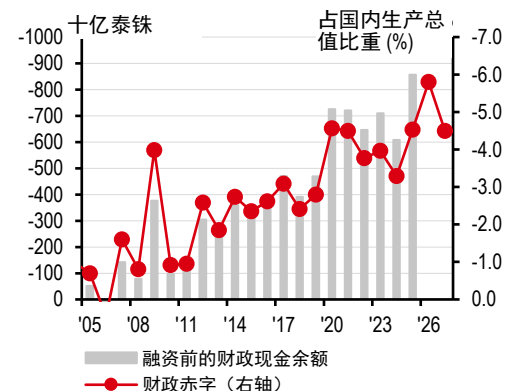
总体而言，2026年增长前景已有所改善，但2027年可能仍将艰难。我们近期将2027年增长预测从2.6%下调至1.7%。此外，鉴于企业难以将成本上涨转嫁给消费者，我们预计通胀最早将在2027年第二季回落至按年增长2%以下。

企业难以将投入成本上涨转嫁给消费者



资料来源：Macrobond（一个金融数据平台提供商）、汇丰银行

我们预计，在赤字连续十年扩大之后，财政政策将在2027年收紧



注：*2026至2027年数据为汇丰预测。资料来源：CEIC、汇丰银行

越南

越南经济在 2026 年第一季度按年增长 7.8%

不可掉以轻心

越南经济 2026 年开局稳健。尽管增速较去年的 8% 有所放缓，但 **2026 年第一季度经济按年增长仍达 7.8%，表现亮眼**。这使越南继续位居亚洲增长较快的经济体之列。然而，目前丝毫不能松懈，因为中东冲突已将能源价格推升至高位。

尽管如此，仔细观察贸易数据可以看出，**越南贸易具备较强韧性**。受电子产品出货量激增带动，年初至今出口平均按年增长近 20%。虽然越南在芯片产业链中的参与程度仍相对有限，但其在消费电子领域持续扩大市场份额；更值得关注的是，凭借年轻、学习能力强且熟悉科技的劳动力队伍，越南正积极推动产业升级，向价值链高端迈进，发展潜力巨大。

自 2025 年 12 月以来，进口增速持续高于出口

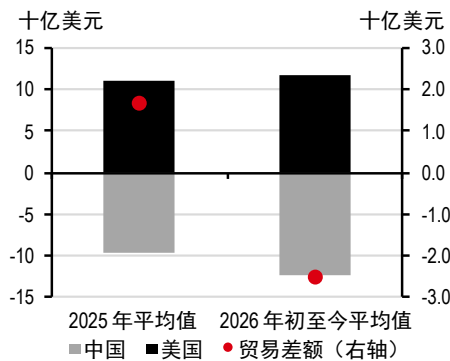
尽管出口蓬勃增长，但越南**进口增长更为强劲，年初至今按年增长 30%**。这在一定程度上并不令人意外，因为越南制造业对进口的依赖程度较高。然而，这也引发了关于其贸易差额的问题。自 2025 年 12 月以来，越南持续录得贸易逆差，5 月逆差规模扩大至 52 亿美元，创下历史新高。但我们认为越南不会陷入“双赤字”困境，因为旅游业收入与二次收入能够形成有力支撑。不过，我们已将 2026 年越南经常账户盈余预测从此前占国内生产总值的 6% 下调至 2.2%。这可能对越南盾构成贬值压力，而自 2026 年初以来，与其他货币相比，越南盾表现出人意料地坚挺。

总体而言，我们预测 2026 和 2027 年国内生产总值增速均为 6.5%。不过下行风险正在累积，后续走势取决于中东冲突的演变情况。越南的当务之急是如何应对高企的油价。历史经验值得借鉴，2022 年高油价曾带来剧烈冲击：当时油价飙升推动越南通胀突破 4% 的政策上限，并持续了将近六个月。

5 月通胀已突破央行设定的通胀上限

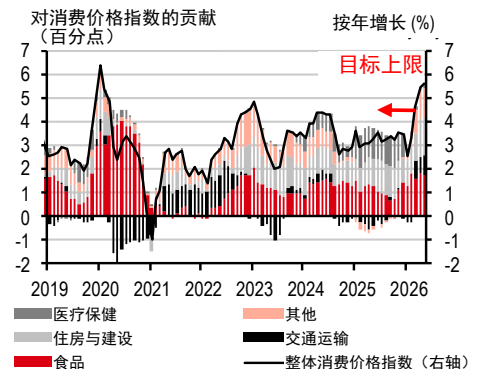
时至今日，越南**5 月通胀率大幅攀升至 5.6%**，已连续第三个月高于越南国家银行 4.5% 的通胀上限。虽然汽油价格大幅上涨是主要原因，但近期食品价格上涨同样不容忽视。尽管越南是大米出口国，但其国内大米价格通常紧跟国际行情波动。总体而言，我们近期已将 2026 年通胀预测由 4.6% 上调至 5.2%。

自 2026 年初以来，越南持续录得贸易逆差



资料来源：CEIC、汇丰银行

自 3 月以来，越南通胀已突破央行 4.5% 的目标上限



资料来源：CEIC、汇丰银行

披露附录

1. 本报告发布日期为 2026年6月24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 2026年6月23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. 本报告为汇丰环球投资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 2026, 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。

[1281546]