

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 吳起睿 張潤鋒

三大週期差下 RCEP 國家 復蘇前景如何？

閱讀摘要

步入 2023 年，儘管歐美經濟表現超預期，但衰退憂慮仍存，目前市場對於亞太經濟受歐美衰退拖累的憂慮，與 RCEP 生效後區域經濟積極前景的期待並存。基於我們 RCEP 國家經濟分析的“三分法”框架，本報告在探討當前各國經濟週期、政策週期、市場週期差異的基礎上，前瞻分析了未來各國經濟表現、政策導向和市場走勢。

經濟週期差：上半年製造型國家因商品需求前期率先超量恢復、目前經濟增長承壓較為明顯；服務型國家因服務復蘇啟動較晚，旅遊、住宿等行業仍有繼續增長空間而表現偏強；資源型國家因大宗商品價格尚處高位仍具韌性。未來一段時間，預計製造型國家經濟復蘇壓力減輕、服務型國家仍有繼續恢復空間、資源型國家有望延續韌性增長。

政策週期差：上半年，貨幣政策總體呈資源型國家偏鷹、服務型國家暫停緊縮、製造型國家偏寬鬆的分化態勢。未來一段時間，大概率呈資源型國家仍將維持一段高利率、服務型國家相機抉擇、製造型國家延續寬鬆的政策格局。

市場週期差：上半年歐美加息節奏放緩但利率延續走高，亞太國家貨幣政策整體偏松，疊加商品需求超量釋放後經濟復蘇節奏趨緩，RCEP 國家匯率承壓、國債收益率下行、股市漲跌互現。未來一段時間，預計隨美元趨勢走弱、經濟延續復蘇，RCEP 國家匯率壓力逐步緩解，債市收益率繼續大幅下行壓力不大，股市有望有較好表現。

需繼續關注越南、韓國的地產風險及新加坡、越南的外需壓力。

注：本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

三大週期差下 RCEP 國家復蘇前景如何？

一、2023 下半年 RCEP 國家經濟延續復蘇，其中製造型國家復蘇壓力料減輕

(一) 2023 上半年 RCEP 國家經濟復蘇壓力明顯加大

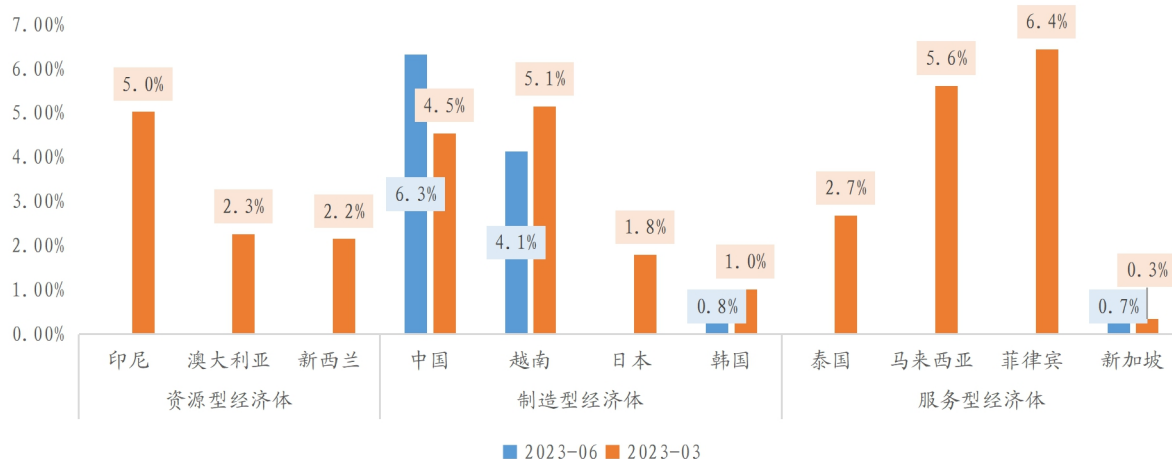
1. RCEP 國家的全球增長貢獻已接近三分之一。RCEP 協議自 2012 年啟動談判、2020 年正式簽署、2022 年生效¹以來，在全球經濟增長的重要性穩步提升，成員國占全球 GDP 比重從 2012 年的 26%增長至 2022 年的 31%。除經濟體量占比大外，RCEP 成員國經濟結構多元化、發展程度差異化、政策空間多樣化，成為國家間互補共贏、構築亞太區域新增長力量的重要動力。對於深化全球經貿合作和產業鏈協同創新，RCEP 也有重要戰略意義。

2. 2023 上半年 RCEP 國家經濟復蘇壓力加大。疫後的疤痕效應，疊加烏克蘭危機、美聯儲超預期加息等因素，令全球製造業 PMI 放緩、非製造業 PMI 延續韌性，反映以歐美為代表的全球商品需求放緩，拖累 RCEP 國家外需大幅承壓（特別是製造業外需承壓），加之通脹粘性和央行加息掣肘各國消費和投資信心，歐美銀行業風波和商業地產或有風險帶來的國際資本擾動，RCEP 國家經濟運行壓力明顯加大。2023 年 1 季度，環比看，僅泰國、日本、韓國、澳大利亞 GDP 正

¹ RCEP 協議 2022 年 1 月 1 日正式生效（RCEP 協議規定，6 個東盟國家和 3 個非東盟國家批准後，就可先行生效實施），至 2023 年 6 月在 15 個成員國全面生效（菲律賓為最後一個完成協議審核的成員國，2023 年 6 月 RCEP 協議在菲律賓正式生效）。

增長；同比看，僅菲律賓、中國、馬來西亞、越南、印尼實現了 5% 或以上的增長（見圖表 1）。

圖表 1：2023 年 RCEP 主要國家 GDP 同比增速%



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）核心業態差異是上半年 RCEP 成員國經濟表現分化的根源

1. 根據核心經濟業態不同，可將 RCEP 主要成員國分為製造型、服務型、資源型三類。

目前，全球經濟處於製造業需求偏疲弱階段，受疫後初期消費場景限制，前期超寬鬆的宏觀政策更多地刺激了全球製造業相關商品需求超量復蘇（例如，截至 2023 年 6 月美國商品消費高出疫前趨勢線約 5.9%）。2023 上半年全球經濟增長降速背景下，製造業需求加速降溫。RCEP 國家中，中國、越南、日本、韓國製造業占 GDP 比重接近三成、是典型的製造型經濟體，四國處於製造業產業鏈的不同位置，主要製造業產品出口受衝擊程度不一，日韓半導體出口下挫幅度最大（日本-13%、韓國-37%）、中國機電產品跌幅偏小（-5%）、

越南紡織鞋履跌幅居中（-16%）。上半年中越日韓出口總額分別同比變動-3.2%、-8.8%、+3.2%、-12.4%（僅日本正增，主因日元貶值帶來的出口支撐）。目前，四國製造業 PMI 均降至榮枯線以下，階段性經濟復蘇壓力在 RCEP 國家中居前。

相較於偏弱勢的製造業需求，**全球服務業仍有繼續增長空間**，主因疫後服務消費修復仍未完成（例如，截至 2023 年 6 月美國服務消費距疫前趨勢線尚有約 1.4% 缺口）。RCEP 國家中，**馬來西亞、泰國、菲律賓、新加坡服務業占 GDP 比重約六成、是典型的服務型經濟體**。馬、泰以旅遊業為重要支柱的經濟結構受益於國際旅遊業加速回暖（2023 上半年入境遊客數恢復至疫前約 2/3 的水平），帶動國內消費者和投資者信心回升；菲律賓國際勞工匯款收入是維持國際收支穩定的“壓艙石”；新加坡年初以來製造業和外貿持續受衝擊，但住宿和旅遊服務在內的服務業強勁需求提振其經濟表現超預期。綜合看，**服務型經濟體在 RCEP 國家中復蘇表現偏強**。

本輪**全球大宗商品**價格自 2022 年 6 月觸頂，至 2023 年 6 月整體跌幅約 10% 左右，但是**與疫前 2015-2019 年時期相比，價格仍偏高約 40%**²，為資源型國家的經濟表現提供韌性支撐。RCEP 主要成員國中，**印尼、澳大利亞、新西蘭初級產品出口占 GDP 比重約三成、是典型的資源型經濟體**，其中印尼是全球第一大棕櫚油、第二大煤炭出口國，澳大利亞是第

² 基於 RJ/CRB 商品價格指數進行計算。

一大煤炭、鐵礦石出口國，新西蘭是第一大奶制品出口國。2023 上半年，印尼、澳大利亞、新西蘭出口總額分別變動 -8.8%、+8.6%³、+2.4%，除印尼出口受農林業出口掣肘外，資源型國家整體表現具有明顯韌性。

2. 核心業態形成的經濟週期錯位是 RCEP 國家經濟表現差異的根本原因。

RCEP 三類國家核心業態差異導致的經濟表現不同，實際上也暗含了各國所處的經濟週期存在差異。若以疫後作為起點開始計算：全球供應鏈緊張帶動製造型國家越南、日本、韓國經濟率先復蘇，目前經濟增速已從高位回落並且逐步見底；大宗商品價格暴漲帶動印尼、澳大利亞、新西蘭經濟隨後復蘇，目前進入經濟增速緩步回落階段；服務型國家的泰國、馬來西亞國際旅遊業直至 2022 下半年才開始回暖，目前仍處復蘇通道中。2023 年初全面通關後，中國經濟步入全面複常階段，在外需萎縮、經濟高質量轉型等因素共同影響下，經濟增長軌跡加快步入從增長到增質轉換的軌道。

（三）2023 下半年，預計製造型和服務型國家增長分化程度收窄，資源型國家延續韌性增長

製造型國家經濟仍承壓、但幅度收窄。一方面全球製造業需求仍存向趨勢線回歸動能、疊加通脹韌性令高利率維持時間延長，持續掣肘全球製造業供需；但另一方面歐美經濟表現超預期，半導體週期漸現拐點對製造業產生積極影響。

³ 澳大利亞為 2023 年 1-5 月數據。

綜合分析，預計下半年 RCEP 制造型國家經濟表現好於上半年。其中，中國有望加速復蘇、日韓越或偏弱。中國龐大的內循環腹地，加上疫後需求延續釋放和宏觀積極政策效應逐步顯現，有望進一步賦能下半年經濟增長。而日韓越的疫後復蘇高點已過，供應鏈調整和 AI 帶來的半導體需求回暖或可支持其經濟表現好於上半年、但仍弱於 2021-2022 年。

服務型國家仍有繼續增長空間。服務業對高利率的敏感性弱於製造業，疊加其仍有向趨勢線修復需求，預計下半年服務型國家表現仍然較強。分國別來看，馬泰菲偏強、新加坡偏弱。馬來西亞、泰國國際旅遊“外需”繼續處於快速修復通道，目前距疫前仍有約 1/3 的增長空間，下半年經濟將持續受益；菲律賓海外勞工需求受外部環境衝擊料不明顯；新加坡旅遊、消費表現亦受支撐，但該國經濟對製造業和外需的依賴度強於其他三個服務型成員國，成為其下半年經濟表現相對偏弱的主要原因。

RCEP 資源型國家則有望延續韌性增長。除了目前大宗商品價格仍然整體偏高外，中國加速復蘇帶來的需求拉動作用有望在下半年進一步凸顯：印尼、澳大利亞、新西蘭對華出口依賴度約三成，主要出口商品對華依賴度更高⁴。隨著 RCEP 協議實施不斷深化，下半年資源型國家有望延續韌性增長。

二、緊縮漸近尾聲，復蘇進程延續，金融市場壓力料減輕

⁴ 2021 年印尼、澳大利亞、新西蘭對華出口占其出口總額比重分別為 23%、33%、32.5%，主要出口商品中印尼煤炭出口的 40%、棕櫚油的 20%，澳大利亞鐵礦石的 74%，新西蘭乳製品的 42% 出口至中國。

（一）上半年貨幣政策表現為資源型國家偏鷹、服務型國家暫停緊縮、制造型國家偏寬鬆格局，未來一段時間大概率呈現“維持高位、相機抉擇、繼續寬鬆”態勢

上半年歐美央行緊縮節奏轉緩，歐央行將加息幅度從每次 50BP 放緩至 25BP、美聯儲維持每次 25BP 的節奏但 6 月起不再背靠背加息。同期 RCEP 國家貨幣政策總體呈資源型國家偏鷹、服務型國家暫停緊縮、制造型國家偏寬鬆的分化態勢。資源型國家中除印尼因物價回穩、貨幣走強 2 月起暫緩加息外，澳新兩國因出口韌性及通脹高企，央行持續收緊貨幣；服務型國家中泰國、馬來西亞控通脹見效，菲律賓、新加坡分別預期高利率抑制國內需求、貿易夥伴增長放緩掣肘日甚，目前均暫停緊縮；制造型國家中越南、韓國均因出口下滑嚴重、地產風波未平而分別率先降息、停止加息，人行相機降息、降低私人部門成本，日本央行維持寬鬆基調、微調 YCC 框架。

圖表 2：RCEP 主要成員國 2022 年 7 月-2023 年 6 月基準利率變動值示意表

		2023 年						2022 年					
		6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月	12 月	11 月	10 月	9 月	8 月	7 月
資源型 國家	印尼	0	0	0	0	0	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.25	0
	澳大利亞	0.25	0.25	0	0.25	0.25	0	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50
	新西蘭	0	0.25	0.50	0	0.50	0	0	0.75	0.50	0	0.50	0.50
製造型 國家	中國	-0.10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-0.15	0
	越南	-0.50	0	0	-1.00	0	0	0	0	1.00	1.00	0	0
	日本	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	韓國	0	0	0	0	0	0.25	0	0.25	0.50	0	0.25	0.50
服務型 國家	泰國	0	0.25	0	0.25	0	0.25	0	0.25	0	0.25	0.25	0
	馬來西亞	0	0.25	0	0	0	0	0	0.25	0	0.25	0	0.25
	菲律賓	0	0	0	0.25	0.50	0	0.50	0.75	0	0.50	0.50	0.75
	新加坡	-	-	維持 貨幣 政策	-	-	-	-	-	上浮 匯率 政策 區間 中點	-	-	上浮 匯率 政策 區間 中點

數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

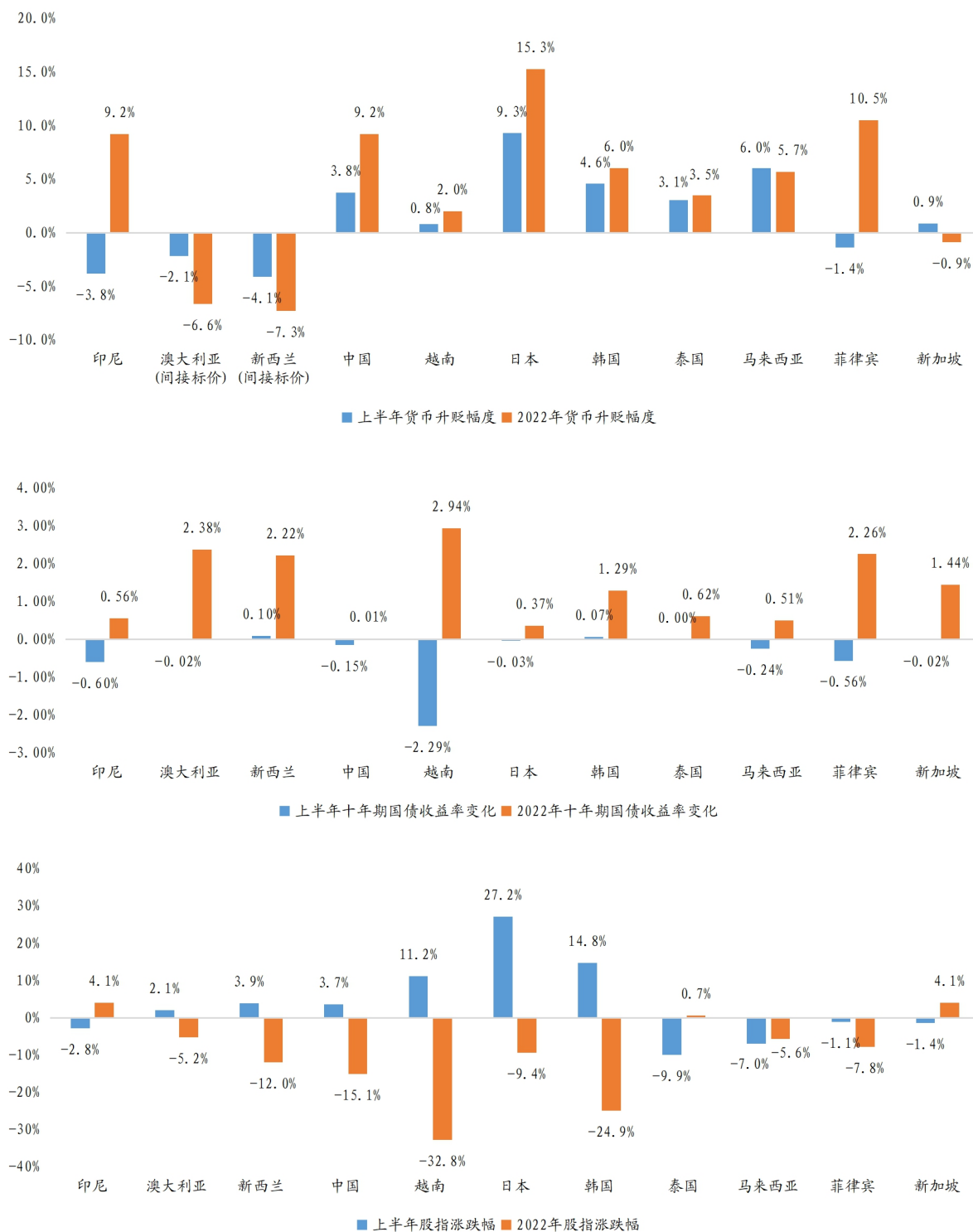
展望下半年，資源型國家因出口韌性及通脹粘性尚存（印尼除外），料跟隨歐美央行節奏維持高位利率一段時間；服務型國家通脹壓力及增長水平居中游，未來或側重相機抉擇，或有的通脹反復、增長超預期下滑為重要政策變量；製造型國家為應對階段出口壓力料延續寬鬆貨幣環境，越南可能進一步降息、韓國也有望降低基準利率，結構性貨幣政策料仍是人行跨週期逆週期調控政策重心、相機降准或調降存量房貸利率支持合理住房需求仍有空間，日本若通脹目標未達成則不排除寬鬆力度重新加大的可能性。

（二）上半年美元指數走升背景下 RCEP 國家匯率普遍

承壓，經濟與政策差影響下國債收益率下行，股市受基期效應、經濟預期、貨幣政策差異影響漲跌互現，未來一段時間，預計隨美元趨勢走弱、經濟延續復蘇，RCEP 國家匯率壓力逐步緩解，債市收益率繼續大幅下行壓力不大，股市有望有較好表現

上半年美元指數高位波動，施壓 RCEP 國家匯率。除印尼盾、菲律賓比索升值外，多數國家貨幣走弱，尤以貨幣寬鬆、與歐美利差進一步擴大的製造型國家為甚。國債收益率總體下行、幅度與貨幣政策分化程度高度相關，資源型國家十年期國債收益率下行幅度最小、服務型國家居中、製造型國家幅度最大。股市漲跌受去年同期市場表現、各國貨幣政策態度、未來經濟增長預期表現共同影響，其中，製造型國家股指去年跌幅較大，年初以來，在中日經濟復蘇預期、越韓半導體週期觸底回升的預期催化下漲幅領先，製造型國家相對偏寬鬆的貨幣環境也為股市上行提供了支持。資源型國家股指去年表現居中，今年受大宗商品紅利不及去年的預期影響漲跌互現。服務型國家貨幣政策普遍偏鷹、疊加去年股指跌幅較小，以及市場預計未來服務業進一步修復的斜率變緩跌幅較大（見圖表 3）。

圖表 3：RCEP 主要成員國 2022 年及 2023 上半年金融市場表現



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

注：除澳元、新西蘭元外均為直接標價法，數值為正表明該貨幣貶值，反之為升值

展望下半年，隨著利率進入平臺期後美元指數逐步進入

下行通道⁵，RCEP 國家貨幣的匯率壓力料逐步緩解，但製造業經濟體在與歐美利差擴大趨勢逆轉前匯市表現料仍存一定壓力。緊縮漸近尾聲，考慮到制造型國家復蘇壓力趨緩、資源型國家增長韌性仍存、服務型國家人流恢復仍有空間，預計各國債市收益率延續下行壓力不大，但料因貨幣政策分化及經濟復蘇斜率表現不同。各國股市有望有較好表現，其中，制造型國家股市後續表現更多受復蘇預期兌現程度影響，中、日、越有望延續漲勢；資源型國家股市或受大宗商品價格走勢影響較大，但考慮到去年股市走勢及未來一段時間大宗商品價格偏強波動趨向，或延續窄幅波動；服務型國家股市或取決於人流量實際修復速度是否超預期，但考慮到當前估值水平普遍偏高，大幅上行空間不大。

特別地，日本股市上半年漲幅以估值修復為主，未來若經濟復蘇緩慢，貨幣正常化速度緩於預期⁶將催化日股的二次上漲；若基本面實質性改善、通脹預期確立，則屆時居民存款向權益市場轉移⁷亦將在一定程度上緩解貨幣政策正常化對股市流動性的衝擊、減輕日股回調壓力。越南股市上半年漲幅以技術面超跌反彈為主，下半年在貨幣寬鬆政策大概率延續的背景下，地產風險逐步緩釋疊加半導體週期回暖預將推動越南股指走出困境，但亦需關注銀行業穩定性受地產影

⁵ 根據歷史規律，利率維持高位的前期美元指數仍有反復、後期下行較明顯。

⁶ 目前經濟恢復尚為“弱復蘇”，且6月核心CPI（指剔除生鮮食品及能源的CPI）開始出現降溫跡象，疊加去年下半年通脹讀數逐漸抬升的基數效應，今年下半年日本通脹可能在三季度末開始出現明顯下行，進一步減弱日央行貨幣政策正常化的緊迫性。

⁷ 根據日央行數據，截至2022年3月末，日本家庭金融資產中，現金及存款占比高達54.3%（遠高於美國的13.7%及歐洲的34.5%），權益占比僅為10.2%（遠低於美國的39.8%及歐洲的19.5%）。

響程度及歐美超預期緊縮引發外資大幅流出的風險。

三、需持續關注越南、韓國的地產風險及新加坡、越南的外需壓力

(一) 地產風險：需關注越南、韓國地產風險及其對銀行業的衝擊

2022-2023 上半年，RCEP 國家中**越南、韓國房地產市場出現大幅波動**：越南自 2022 年春深化金融監管後樓市震盪、兩次大幅加息令融資受限、多家房地產商債務違約，2023 年一季度房地產項目銳減⁸；韓國房價下跌、利率走升令租客從傳貫房⁹轉向月租房引發房東違約¹⁰，金融機構涉房貸款不良率高企（其中韓國信用合作社因此遭遇擠兌風波）。目前兩國放鬆監管、提供流動性支持等¹¹救市措施或發揮一定緩釋風險、提振信心作用，越南 Property Guru 房地產消費者信心趨勢報告顯示 61%的受訪者在一年內有購房意向，韓國住房市場消費者信心指數自 2022 年 12 月 77.3 的低點持續回暖至 5 月的 101.5，首爾平均房價於 5 月、全國平均房價於 6 月首次略微環比回升。但銀行業受地產風險衝擊的隱憂漸顯，越南銀行業不良貸款率從其 2022 年第二季度的 1.52%升至 2022 年四季度的 2.03%，韓國信貸公司、相互儲蓄銀行的房

⁸ 房地產業在 2023 年第一季度新增了 940 個項目，較去年同期下降了 63%，關閉了 1,800 個項目，較去年同期增加了 60%，取消了 340 個項目，較去年同期增加了 30%。

⁹ 又稱全租房，租客向房東繳納一大筆押金（約為房屋價值的 50%-80%）後可以免費住規定的年數（一般為兩年），到期後房客退房，房東歸還押金。該模式在房價上漲階段被部分房東利用（以全租房模式回收押金，再用收取的押金付下一套住宅的首付）以購買更多房產，到期用下一任租客的押金還給上任租客，但當房價下跌或房東資金鏈斷裂時極易引發違約。

¹⁰ 2022 年韓國共發生 2,073 起全租房押金併吞案，金額高達七千億韓元。

¹¹ 越南央行推出 120 萬億越南盾房地產信貸計劃、政府敦促銀行降低信貸利率；韓國引導短期高風險地產債轉化為長期貸款、下調資本充足率中的風險權重、要求大行與信用聯合社簽訂回購協議。

地產項目融資貸款逾期率自 2022 年末的 2.21%、2.05%驟升至 2023 年一季度的 4.20%和 4.07%，需密切留意後續風險演繹及債務化解進程。

（二）外需壓力：需關注新加坡、越南經濟受外需下滑壓力的衝擊

RCEP 成員國中新加坡和越南進出口總額占 GDP 比重分別為 341%¹²、186%¹³，是經濟對外依存度最高的國家。從國別來看，新加坡對主要貿易夥伴出口均降溫、唯對中國出口實現上漲。越南則以進口零部件後組裝出口的“兩頭在外”貿易結構為主，中國是其最大進口來源地、美國是其最大出口目的地，美國經濟短期表現超預期，但中長期不確定性仍存，是影響越南經濟表現的重要因素。從外貿品類來看，新加坡外貿以電子、石油化工、金融、航運為主，兼具商品和服務的多元化特徵，6 月新加坡電子產品出口跌幅收窄即受益於半導體產業的回暖，該國金融服務業表現亦較亮眼。越南外貿品類集中於產業鏈偏下遊的電子產品和紡織鞋履等商品，整體韌性弱於新加坡，外貿部門“外資占比過高”問題¹⁴亦暗含風險。

¹² 數據來源於新加坡統計局（2022 年）。

¹³ 數據來源於世界銀行（2021 年）。

¹⁴ 越南統計局數據顯示，2021 年越南出口總額的國資、外資成分占比分別為 26.6%、73.4%，進口總額的國資、外資占比分別為 34.4%、65.6%。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**