

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 张润锋

## 三大周期差下 RCEP 国家 复苏前景如何？

### 阅读摘要

步入 2023 年，尽管欧美经济表现超预期，但衰退忧虑仍存，目前市场对于亚太经济受欧美衰退拖累的忧虑，与 RCEP 生效后区域经济积极前景的期待并存。基于我们 RCEP 国家经济分析的“三分法”框架，本报告在探讨当前各国经济周期、政策周期、市场周期差异的基础上，前瞻分析了未来各国经济表现、政策导向和市场走势。

**经济周期差：**上半年制造型国家因商品需求前期率先超量恢复、目前经济增长承压较为明显；服务型国家因服务复苏启动较晚，旅游、住宿等行业仍有继续增长空间而表现偏强；资源型国家因大宗商品价格尚处高位仍具韧性。未来一段时间，预计制造型国家经济复苏压力减轻、服务型国家仍有继续恢复空间、资源型国家有望延续韧性增长。

**政策周期差：**上半年，货币政策总体呈资源型国家偏鹰、服务型国家暂停紧缩、制造型国家偏宽松的分化态势。未来一段时间，大概率呈资源型国家仍将维持一段高利率、服务型国家相机抉择、制造型国家延续宽松的政策格局。

**市场周期差：**上半年欧美加息节奏放缓但利率延续走高，亚太国家货币政策整体偏松，叠加商品需求超量释放后经济复苏节奏趋缓，RCEP 国家汇率承压、国债收益率下行、股市涨跌互现。未来一段时间，预计随美元趋势走弱、经济延续复苏，RCEP 国家汇率压力逐步缓解，债市收益率继续大幅下行压力不大，股市有望有较好表现。

需继续关注越南、韩国的地产风险及新加坡、越南的外需压力。

# 三大周期差下 RCEP 国家复苏前景如何？

## 一、2023 下半年 RCEP 国家经济延续复苏，其中制造型国家复苏压力料减轻

### （一）2023 上半年 RCEP 国家经济复苏压力明显加大

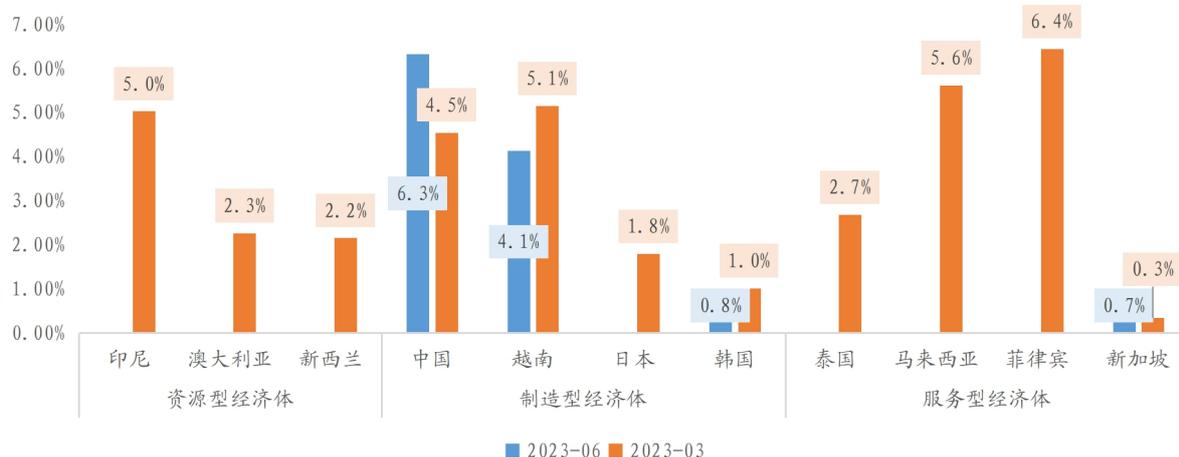
1. RCEP 国家的全球增长贡献已接近三分之一。RCEP 协议自 2012 年启动谈判、2020 年正式签署、2022 年生效<sup>1</sup>以来，在全球经济增长的重要性稳步提升，成员国占全球 GDP 比重从 2012 年的 26% 增长至 2022 年的 31%。除经济体量占比大外，RCEP 成员国经济结构多元化、发展程度差异化、政策空间多样化，成为国家间互补共赢、构筑亚太区域新增长力量的重要动力。对于深化全球经贸合作和产业链协同创新，RCEP 也有重要战略意义。

2. 2023 上半年 RCEP 国家经济复苏压力加大。疫后的疤痕效应，叠加乌克兰危机、美联储超预期加息等因素，令全球制造业 PMI 放缓、非制造业 PMI 延续韧性，反映以欧美为代表的全球商品需求放缓，拖累 RCEP 国家外需大幅承压（特别是制造业外需承压），加之通胀粘性和央行加息掣肘各国消费和投资信心，欧美银行业风波和商业地产或有风险带来的国际资本扰动，RCEP 国家经济运行压力明显加大。2023 年 1 季度，环比看，仅泰国、日本、韩国、澳大利亚 GDP 正

<sup>1</sup> RCEP 协议 2022 年 1 月 1 日正式生效（RCEP 协议规定，6 个东盟国家和 3 个非东盟国家批准后，就可先行生效实施），至 2023 年 6 月在 15 个成员国全面生效（菲律宾为最后一个完成协议审核的成员国，2023 年 6 月 RCEP 协议在菲律宾正式生效）。

增长；同比看，仅菲律宾、中国、马来西亚、越南、印尼实现了 5% 或以上的增长（见图表 1）。

图表 1：2023 年 RCEP 主要国家 GDP 同比增速%



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## （二）核心业态差异是上半年 RCEP 成员国经济表现分化的根源

1. 根据核心经济业态不同，可将 RCEP 主要成员国分为制造型、服务型、资源型三类。

目前，全球经济处于制造业需求偏疲弱阶段，受疫后初期消费场景限制，前期超宽松的宏观政策更多地刺激了全球制造业相关商品需求超量复苏（例如，截至 2023 年 6 月美国商品消费高出疫前趋势线约 5.9%）。2023 上半年全球经济增长降速背景下，制造业需求加速降温。RCEP 国家中，中国、越南、日本、韩国制造业占 GDP 比重接近三成、是典型的制造型经济体，四国处于制造业产业链的不同位置，主要制造业产品出口受冲击程度不一，日韩半导体出口下挫幅度最大（日本-13%、韩国-37%）、中国机电产品跌幅偏小（-5%）、

越南纺织鞋履跌幅居中（-16%）。上半年中越日韩出口总额分别同比变动-3.2%、-8.8%、+3.2%、-12.4%（仅日本正增，主因日元贬值带来的出口支撑）。目前，四国制造业 PMI 均降至荣枯线以下，阶段性**经济复苏压力在 RCEP 国家中居前**。

相较于偏弱势的制造业需求，**全球服务业仍有继续增长空间**，主因疫后服务消费修复仍未完成（例如，截至 2023 年 6 月美国服务消费距疫前趋势线尚有约 1.4% 缺口）。RCEP 国家中，**马来西亚、泰国、菲律宾、新加坡服务业占 GDP 比重约六成、是典型的服务型经济体**。马、泰以旅游业为重要支柱的经济结构受益于国际旅游业加速回暖（2023 上半年入境游客数恢复至疫前约 2/3 的水平），带动国内消费者和投资者信心回升；菲律宾国际劳工汇款收入是维持国际收支稳定的“压舱石”；新加坡年初以来制造业和外贸持续受冲击，但住宿和旅游服务在内的服务业强劲需求提振其经济表现超预期。综合看，**服务型经济体在 RCEP 国家中复苏表现偏强**。

本轮**全球大宗商品**价格自 2022 年 6 月触顶，至 2023 年 6 月整体跌幅约 10% 左右，但是与疫前 2015-2019 年时期相比，**价格仍偏高约 40%<sup>2</sup>**，为资源型国家的经济表现提供韧性支撑。RCEP 主要成员国中，**印尼、澳大利亚、新西兰初级产品出口占 GDP 比重约三成、是典型的资源型经济体**，其中印尼是全球第一大棕榈油、第二大煤炭出口国，澳大利亚是第

---

<sup>2</sup> 基于 RJ/CRB 商品价格指数进行计算。

一大煤炭、铁矿石出口国，新西兰是第一大奶制品出口国。2023 上半年，印尼、澳大利亚、新西兰出口总额分别变动 -8.8%、+8.6%<sup>3</sup>、+2.4%，除印尼出口受农林业出口掣肘外，资源型国家整体表现具有明显韧性。

**2. 核心业态形成的经济周期错位是 RCEP 国家经济表现差异的根本原因。**

RCEP 三类国家核心业态差异导致的经济表现不同，实际上也暗含了各国所处的经济周期存在差异。若以疫后作为起点开始计算：全球供应链紧张带动制造型国家越南、日本、韩国经济率先复苏，目前经济增速已从高位回落并且逐步见底；大宗商品价格暴涨带动印尼、澳大利亚、新西兰经济随后复苏，目前进入经济增速缓步回落阶段；服务型国家的泰国、马来西亚国际旅游业直至 2022 下半年才开始回暖，目前仍处复苏通道中。2023 年初全面通关后，中国经济步入全面复常阶段，在外需萎缩、经济高质量转型等因素共同影响下，经济增长轨迹加快步入从增长到增质转换的轨道。

**（三）2023 下半年，预计制造型和服务型国家增长分化程度收窄，资源型国家延续韧性增长**

**制造型国家经济仍承压、但幅度收窄。**一方面全球制造业需求仍存向趋势线回归动能、叠加通胀韧性令高利率维持时间延长，持续掣肘全球制造业供需；但另一方面欧美经济表现超预期，半导体周期渐现拐点对制造业产生积极影响。

---

<sup>3</sup> 澳大利亚为 2023 年 1-5 月数据。

综合分析，预计下半年 RCEP 制造型国家经济表现好于上半年。其中，中国有望加速复苏、日韩越或偏弱。中国庞大的内循环腹地，加上疫后需求延续释放和宏观积极政策效应逐步显现，有望进一步赋能下半年经济增长。而日韩越的疫后复苏高点已过，供应链调整和 AI 带来的半导体需求回暖或可支持其经济表现好于上半年、但仍弱于 2021-2022 年。

**服务型国家仍有继续增长空间。**服务业对高利率的敏感性弱于制造业，叠加其仍有向趋势线修复需求，预计下半年服务型国家表现仍然较强。分国别来看，马泰菲偏强、新加坡偏弱。马来西亚、泰国国际旅游“外需”继续处于快速修复通道，目前距疫前仍有约 1/3 的增长空间，下半年经济将持续受益；菲律宾海外劳工需求受外部环境冲击料不明显；新加坡旅游、消费表现亦受支撑，但该国经济对制造业和外需的依赖度强于其他三个服务型成员国，成为其下半年经济表现相对偏弱的主要原因。

**RCEP 资源型国家则有望延续韧性增长。**除了目前大宗商品价格仍然整体偏高外，中国加速复苏带来的需求拉动作用有望在下半年进一步凸显：印尼、澳大利亚、新西兰对华出口依赖度约三成，主要出口商品对华依赖度更高<sup>4</sup>。随着 RCEP 协议实施不断深化，下半年资源型国家有望延续韧性增长。

## **二、紧缩渐近尾声，复苏进程延续，金融市场压力料减轻**

---

<sup>4</sup> 2021 年印尼、澳大利亚、新西兰对华出口占其出口总额比重分别为 23%、33%、32.5%，主要出口商品中印尼煤炭出口的 40%、棕榈油的 20%，澳大利亚铁矿石的 74%，新西兰乳制品的 42% 出口至中国。

**（一）上半年货币政策表现为资源型国家偏鹰、服务型国家暂停紧缩、制造型国家偏宽松格局，未来一段时间大概率呈现“维持高位、相机抉择、继续宽松”态势**

上半年欧美央行紧缩节奏转缓，欧央行将加息幅度从每次 50BP 放缓至 25BP、美联储维持每次 25BP 的节奏但 6 月起不再背靠背加息。同期 RCEP 国家货币政策总体呈资源型国家偏鹰、服务型国家暂停紧缩、制造型国家偏宽松的分化态势。资源型国家中除印尼因物价回稳、货币走强 2 月起暂缓加息外，澳新两国因出口韧性及通胀高企，央行持续收紧货币；服务型国家中泰国、马来西亚控通胀见效，菲律宾、新加坡分别预期高利率抑制国内需求、贸易伙伴增长放缓掣肘日甚，目前均暂停紧缩；制造型国家中越南、韩国均因出口下滑严重、地产风波未平而分别率先降息、停止加息，人行相机降息、降低私人部门成本，日本央行维持宽松基调、微调 YCC 框架。

**图表 2：RCEP 主要成员国 2022 年 7 月-2023 年 6 月基准利率变动值示意表**

		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
资源型 国家	印尼	0	0	0	0	0	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.25	0
	澳大利亚	0.25	0.25	0	0.25	0.25	0	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50
	新西兰	0	0.25	0.50	0	0.50	0	0	0.75	0.50	0	0.50	0.50
制造型 国家	中国	-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
	韩国	0	0	0	0	0	0.25	0	0.25	0.50	0	0.25	0.50
服务型 国家	泰国	0	0.25	0	0.25	0	0.25	0	0.25	0	0.25	0.25	0
	马来西亚	0	0.25	0	0	0	0	0	0.25	0	0.25	0	0.25
	菲律宾	0	0	0	0.25	0.50	0	0.50	0.75	0	0.50	0.50	0.75
	新加坡	-	-	维持 货币 政策	-	-	-	-	-	上浮 汇率 政策 区间 中点	-	-	上浮 汇率 政策 区间 中点

数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

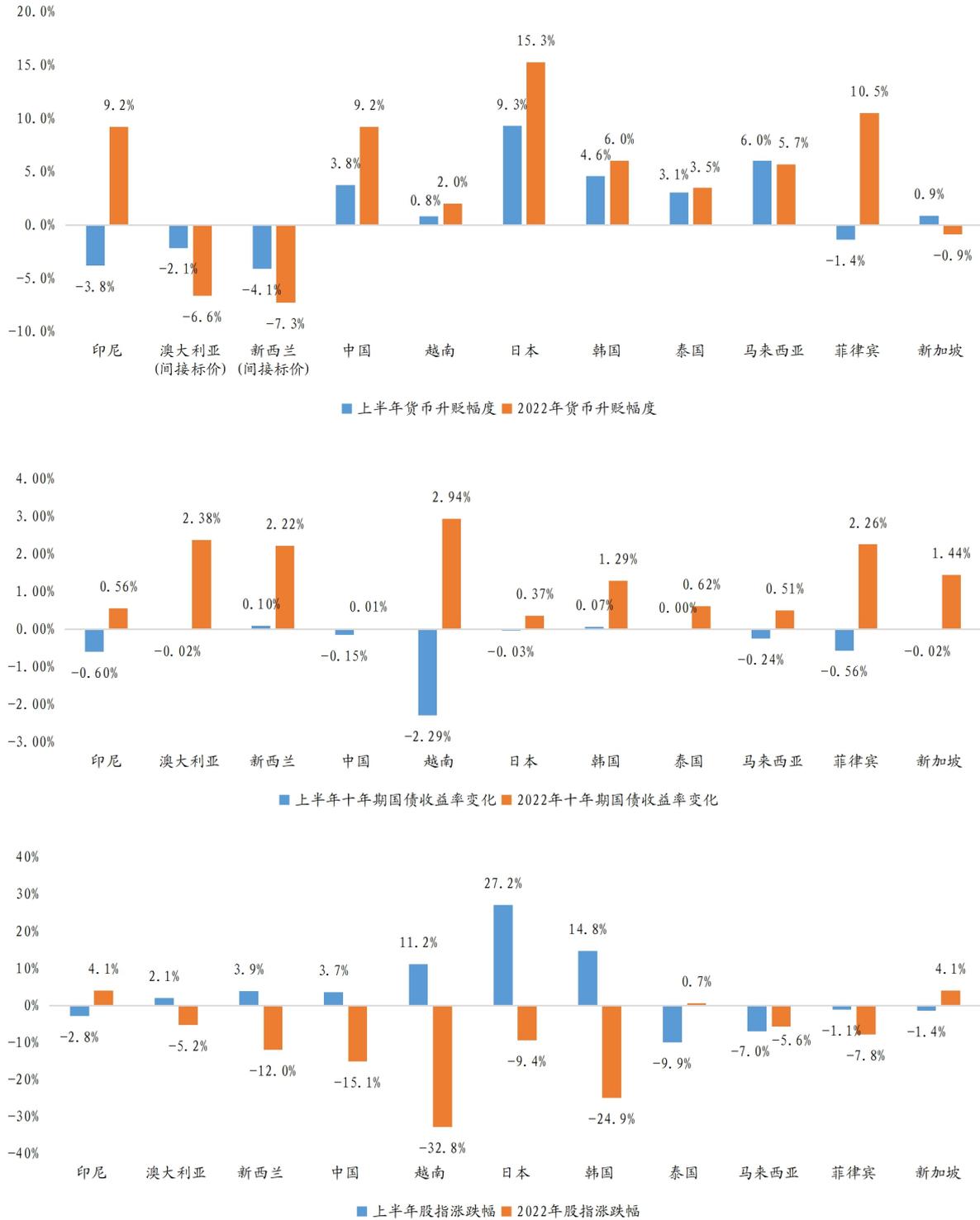
展望下半年，资源型国家因出口韧性及通胀粘性尚存（印尼除外），料跟随欧美央行节奏维持高位利率一段时间；服务型国家通胀压力及增长水平居中游，未来或侧重相机抉择，或有的通胀反复、增长超预期下滑为重要政策变量；制造型国家为应对阶段出口压力料延续宽松货币环境，越南可能进一步降息、韩国也有望降低基准利率，结构性货币政策料仍是人行跨周期逆周期调控政策重心、相机降准或调降存量房贷利率支持合理住房需求仍有空间，日本若通胀目标未达成则不排除宽松力度重新加大的可能性。

## （二）上半年美元指数走升背景下 RCEP 国家汇率普遍

承压，经济与政策差影响下国债收益率下行，股市受基期效应、经济预期、货币政策差异影响涨跌互现，未来一段时间，预计随美元趋势走弱、经济延续复苏，RCEP 国家汇率压力逐步缓解，债市收益率继续大幅下行压力不大，股市有望有较好表现

上半年美元指数高位波动，施压 RCEP 国家汇率。除印尼盾、菲律宾比索升值外，多数国家货币走弱，尤以货币宽松、与欧美利差进一步扩大的制造型国家为甚。国债收益率总体下行、幅度与货币政策分化程度高度相关，资源型国家十年期国债收益率下行幅度最小、服务型国家居中、制造型国家幅度最大。股市涨跌受去年同期市场表现、各国货币政策态度、未来经济增长预期表现共同影响，其中，制造型国家股指去年跌幅较大，年初以来，在中日经济复苏预期、越韩半导体周期触底回升的预期催化下涨幅领先，制造型国家相对偏宽松的货币环境也为股市上行提供了支持。资源型国家股指去年表现居中，今年受大宗商品红利不及去年的预期影响涨跌互现。服务型国家货币政策普遍偏鹰、叠加去年股指跌幅较小，以及市场预计未来服务业进一步修复的斜率变缓跌幅较大（见图表 3）。

图表 3：RCEP 主要成员国 2022 年及 2023 上半年金融市场表现



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：除澳元、新西兰元外均为直接标价法，数值为正表明该货币贬值，反之为升值

展望下半年，随着利率进入平台期后美元指数逐步进入

下行通道<sup>5</sup>，RCEP 国家货币的汇率压力料逐步缓解，但制造业经济体在与欧美利差扩大趋势逆转前汇市表现料仍存一定压力。紧缩渐近尾声，考虑到制造型国家复苏压力趋缓、资源型国家增长韧性仍存、服务型国家人流恢复仍有空间，**预计各国债市收益率延续下行压力不大**，但料因货币政策分化及经济复苏斜率表现不同。**各国股市有望有较好表现**，其中，制造型国家股市后续表现更多受复苏预期兑现程度影响，中、日、越有望延续涨势；资源型国家股市或受大宗商品价格走势影响较大，但考虑到去年股市走势及未来一段时间大宗商品价格偏强波动趋向，或延续窄幅波动；服务型国家股市或取决于人流量实际修复速度是否超预期，但考虑到当前估值水平普遍偏高，大幅上行空间不大。

**特别地，日本股市上半年涨幅以估值修复为主**，未来若经济复苏缓慢，货币正常化速度缓于预期<sup>6</sup>将催化日股的二次上涨；若基本面实质性改善、通胀预期确立，则届时居民存款向权益市场转移<sup>7</sup>亦将在一定程度上缓解货币政策正常化对股市流动性的冲击、减轻日股回调压力。**越南股市上半年涨幅以技术面超跌反弹为主**，下半年在货币宽松政策大概率延续的背景下，地产风险逐步缓释叠加半导体周期回暖预将推动越南股指走出困境，但亦需关注银行业稳定性受地产影

<sup>5</sup> 根据历史规律，利率维持高位的前期美元指数仍有反复、后期下行较明显。

<sup>6</sup> 目前经济恢复尚为“弱复苏”，且6月核心CPI（指剔除生鲜食品及能源的CPI）开始出现降温迹象，叠加去年下半年通胀读数逐渐抬升的基数效应，今年下半年日本通胀可能在三季度末开始出现明显下行，进一步减弱日央行货币政策正常化的紧迫性。

<sup>7</sup> 根据日央行数据，截至2022年3月末，日本家庭金融资产中，现金及存款占比高达54.3%（远高于美国的13.7%及欧洲的34.5%），权益占比仅为10.2%（远低于美国的39.8%及欧洲的19.5%）。

响程度及欧美超预期紧缩引发外资大幅流出的风险。

### 三、需持续关注越南、韩国的地产风险及新加坡、越南的外需压力

#### (一) 地产风险：需关注越南、韩国地产风险及其对银行业的冲击

2022-2023 上半年，RCEP 国家中越南、韩国房地产市场出现大幅波动：越南自 2022 年春深化金融监管后楼市震荡、两次大幅加息令融资受限、多家房地产商债务违约，2023 年一季度房地产项目锐减<sup>8</sup>；韩国房价下跌、利率走升令租客从传贯房<sup>9</sup>转向月租房引发房东违约<sup>10</sup>，金融机构涉房贷款不良率高企（其中韩国信用合作社因此遭遇挤兑风波）。目前两国放松监管、提供流动性支持等<sup>11</sup>救市措施或发挥一定缓释风险、提振信心作用，越南 Property Guru 房地产消费者信心趋势报告显示 61%的受访者在一年内有购房意向，韩国住房市场消费者信心指数自 2022 年 12 月 77.3 的低点持续回暖至 5 月的 101.5，首尔平均房价于 5 月、全国平均房价于 6 月首次略微环比回升。但银行业受地产风险冲击的隐忧渐显，越南银行业不良贷款率从其 2022 年第二季度的 1.52%升至 2022 年四季度的 2.03%，韩国信贷公司、相互储蓄银行的房

<sup>8</sup> 房地产业在 2023 年第一季度新增了 940 个项目，较去年同期下降了 63%，关闭了 1,800 个项目，较去年同期增加了 60%，取消了 340 个项目，较去年同期增加了 30%。

<sup>9</sup> 又称全租房，租客向房东缴纳一大笔押金（约为房屋价值的 50%-80%）后可以免费住规定的年数（一般为两年），到期后房客退房，房东归还押金。该模式在房价上涨阶段被部分房东利用（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）以购买更多房产，到期用下一任租客的押金还给上任租客，但当房价下跌或房东资金链断裂时极易引发违约。

<sup>10</sup> 2022 年韩国共发生 2,073 起全租房押金并吞案，金额高达七千亿韩元。

<sup>11</sup> 越南央行推出 120 万亿越南盾房地产信贷计划，政府敦促银行降低信贷利率；韩国引导短期高风险地产债转化为长期贷款，下调资本充足率中的风险权重、要求大行与信用联合社签订回购协议。

地产项目融资贷款逾期率自 2022 年末的 2.21%、2.05% 骤升至 2023 年一季度的 4.20% 和 4.07%，需密切留意后续风险演绎及债务化解进程。

## （二）外需压力：需关注新加坡、越南经济受外需下滑压力的冲击

RCEP 成员国中新加坡和越南进出口总额占 GDP 比重分别为 341%<sup>12</sup>、186%<sup>13</sup>，是经济对外依存度最高的国家。从国别来看，新加坡对主要贸易伙伴出口均降温、唯对中国出口实现上涨。越南则以进口零部件后组装出口的“两头在外”贸易结构为主，中国是其最大进口来源地、美国是其最大出口目的地，美国经济短期表现超预期，但中长期不确定性仍存，是影响越南经济表现的重要因素。从外贸品类来看，新加坡外贸以电子、石油化工、金融、航运为主，兼具商品和服务的多元化特征，6 月新加坡电子产品出口跌幅收窄即受益于半导体产业的回暖，该国金融服务业表现亦较亮眼。越南外贸品类集中于产业链偏下游的电子产品和纺织鞋履等商品，整体韧性弱于新加坡，外贸部门“外资占比过高”问题<sup>14</sup>亦暗含风险。

<sup>12</sup> 数据来源于新加坡统计局（2022 年）。

<sup>13</sup> 数据来源于世界银行（2021 年）。

<sup>14</sup> 越南统计局数据显示，2021 年越南出口总额的国资、外资成分占比分别为 26.6%、73.4%，进口总额的国资、外资占比分别为 34.4%、65.6%。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**