

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

週期錯位與分化復蘇

——RCEP 國家 2023 年回顧與 2024 年展望

閱讀摘要

2023 年，高基數、週期效應、疫後復常等影響下商品貿易活動承壓、服務貿易回暖，美聯儲超預期加息、地緣不確定性事件突發擾動市場交投預期。複雜形勢下，年內 RCEP 成員國經濟增長、政策路徑、市場走勢分化較明顯。根據我們 RCEP 國家“三分法”研究框架，本文梳理比較 2023 各國經濟表現，前瞻探討 2024 年的增長、政策及金融市場走向。

從增長視角看：2023 年，因全球經濟非線性復蘇，多數 RCEP 國家呈“V”型增長態勢。由於核心業態週期錯位，RCEP 各國經濟增長整體呈現“服務型國家>資源型國家>製造型國家”的分化格局。展望 2024 年，因製造業週期向上、大宗商品週期築底回升、疫後服務業修復空間漸小，RCEP 各國經濟復蘇料延續分化，總體呈現“製造型國家>資源型國家>服務型國家”格局。綜合預計，RCEP 成員國 GDP 占全球 GDP 比例有望從 2022 年的 31.3% 分別提升至 2023 年、2024 年的 31.7%、32.1%，增長貢獻度有望從 2022 年的 30.6% 分別提升至 2023 年 43.2%、2024 年的 46.0%。

從政策視角看：2023 年 RCEP 國家貨幣政策整體偏緊，緊縮力度呈“資源型國家>服務型國家>製造型國家”格局，**印尼、澳大利亞、新西蘭**年內加息幅度在 100BP 左右，**中國、越南**年內降息，**日本**維持貨幣寬鬆。2024 年，伴隨美聯儲降息，製造型國家和服務型國家降息穩增長意願預計較強，**泰國**或成為越南之後第二個降息的東盟國家；大宗商品週期向上背景下資源型國家短期仍有延續高利率以控通脹的需求。

從金融市場看：在美聯儲超預期大幅加息背景下，2023 年 RCEP 國家除**印尼盾、菲律賓比索**升值外匯率普遍承壓；國債利率、股指走勢則分別與自身貨幣政策、增長前景高度相關，其中**越南國債利率**因**降息**大幅下行，**日本、韓國股市**領漲。2024 年伴隨美聯儲降息，RCEP 國家匯市和股市整體料可得到提振，經濟景氣向好背景下債市利率大幅下行壓力不大，日元、越南股市或有較好表現。

週期錯位與分化復蘇

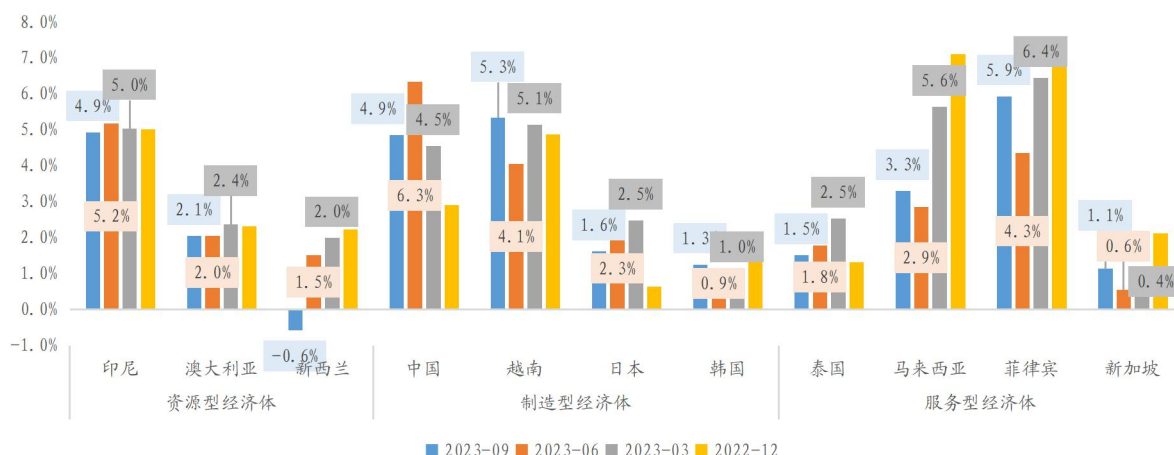
——RCEP 國家 2023 年回顧與 2024 年展望

一、半數 RCEP 國家 2023 年經濟“V”型增長，復蘇表現總體呈“服務型國家>資源型國家>製造型國家”的分化態勢，2024 年分化復蘇格局預計轉向“製造型國家>資源型國家>服務型國家”

（一）從增速看：半數 RCEP 國家 2023 年增長呈年初及年末高、年中低的“V”型復蘇態勢

受製造業庫存週期、大宗商品價格波動、疫後跨境旅遊恢復、2022 年同期基數等因素影響，多數 RCEP 國家前三季度經濟普遍“V”型增長。從同比增速看，澳大利亞、韓國、馬來西亞、菲律賓、越南二季度 GDP 增速為四個季度（即 2022 年 4 季度到 2023 年 3 季度）以來最低，三季度增速反彈。相較而言，中國、印尼憑藉較廣闊的內迴圈大市場，季度間經濟增速波動較小；日本、泰國因內需疲軟且入境旅遊帶來的修復性增長脈衝回落，新西蘭因三季度貿易逆差擴大，增速呈“前高後低”態勢（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）從結構看：製造型國家增長受外需拖累，大宗商品價格下行掣肘資源型國家增長表現，服務型國家增長受疫後服務業集中修復提振

1. 商品需求走弱拖累中越日韓商品出口和製造業增長。

中國、越南、日本、韓國是典型的製造型經濟體，受全球製造業需求低迷¹影響，前 10 個月中越日韓出口總額（如無特殊說明，本文出口數據均為美元口徑）分別同比變動-5.6%、-4.6%、-5.2%、-10.0%（見圖表 2）。其中：韓國外貿跌幅居前，占比最大的半導體²出口大幅收縮（-30.1%）為主要動因。日本雖受半導體出口承壓掣肘（-11.6%），但占比不及韓國³且受汽車⁴出口增速可觀（+24.7%）支撐；中國的機電出口（-7.4%）跌幅相對較小；越南紡織鞋履（-12.5%）出口回落較大但電子零件（+0.4%）等出口回升提供一定拉動（見圖表 3），出

¹ 全球製造業 PMI 自 2022 年 9 月起持續在榮枯線下。

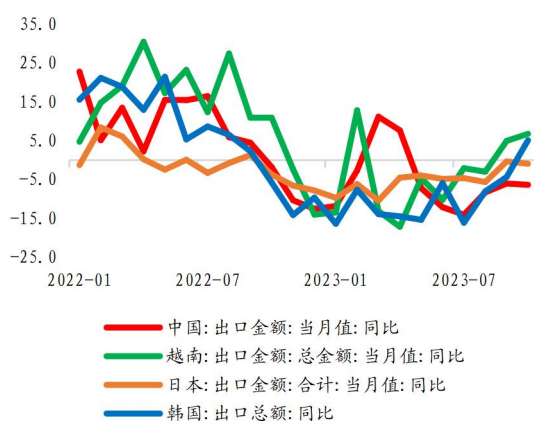
² 韓國半導體出口約占出口金額的 16%。

³ 日本半導體出口約占出口金額的 5%。

⁴ 日本汽車出口約占出口金額的 15%。

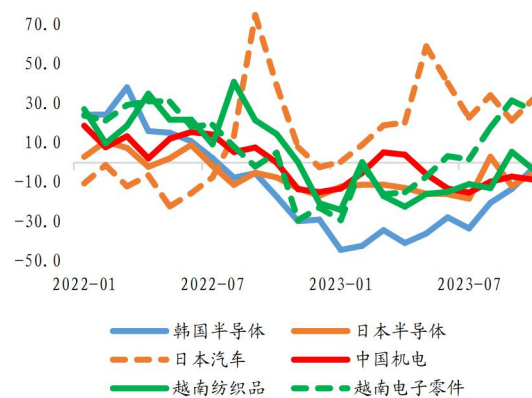
口跌幅相對較小。受出口疲弱拖累，4 國製造業活動收縮明顯，前 11 個月，日韓製造業 PMI 有 10 個月在榮枯線下，中越製造業 PMI 分別有 7 個月、9 個月在榮枯線下。綜合看，製造型國家年內面臨的增長挑戰較為嚴峻。

圖表 2：中國、越南、日本、韓國出口當月同比增速（%）



數據來源: WIND、中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心

圖表 3：中國、越南、日本、韓國主要商品出口當月同比增速（%）



數據來源: CEIC、中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心

2. 大宗商品價格下行掣肘資源型國家出口表現。印尼、澳大利亞、新西蘭是典型的資源型經濟體⁵，本輪全球大宗商品價格自 2022 年 6 月觸頂，至 2023 年 11 月整體跌幅約 20%⁶，受其影響，2023 年初至今⁷資源型國家出口貨值持續下滑，印尼（礦物燃料出口跌）、澳大利亞（煤炭出口跌、金屬礦出口增）、新西蘭（奶類出口跌、穀物肉類出口跌但邊際回暖）累計出口總額分別變動-11.8%、-3.2%、-7.1%（見圖表 4），其中印尼礦物燃料、澳大利亞煤炭、新西蘭奶類為主要拖累項，澳大利亞金屬礦出口重新擴張、新西蘭穀物肉類出

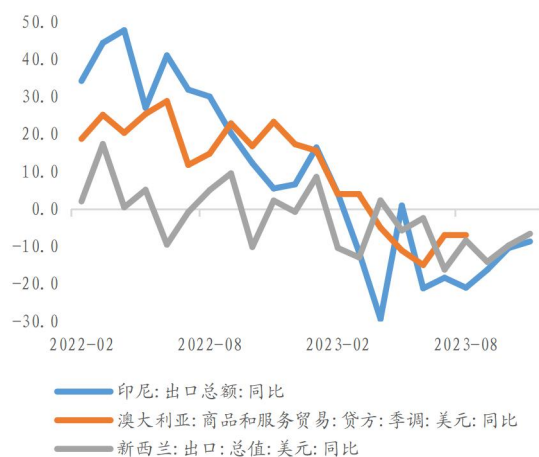
⁵ 印尼是全球第一大棕櫚油、第二大煤炭出口國，澳大利亞是第一煤炭、鐵礦石出口國，新西蘭是第一乳製品出口國。

⁶ 基於 RJ/CRB 商品價格指數進行計算。

⁷ 印尼為前 11 個月，新西蘭為前 11 個月，澳大利亞為前 8 個月。

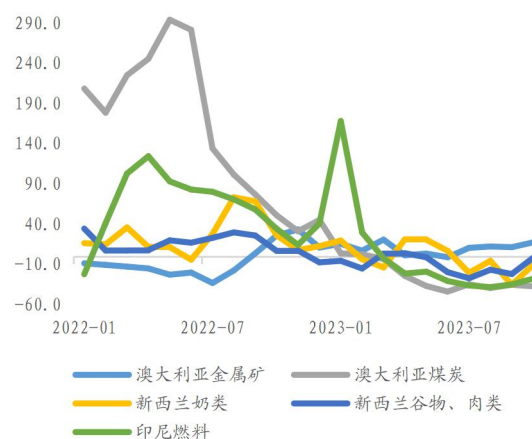
口跌幅收窄形成一定提振但支撐力度有限（見圖表 5）。綜合看，資源型國家增長面臨掣肘、但壓力整體小於製造型國家。

圖表 4：印尼、澳大利亞、新西蘭出口當月同比增速（%）



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

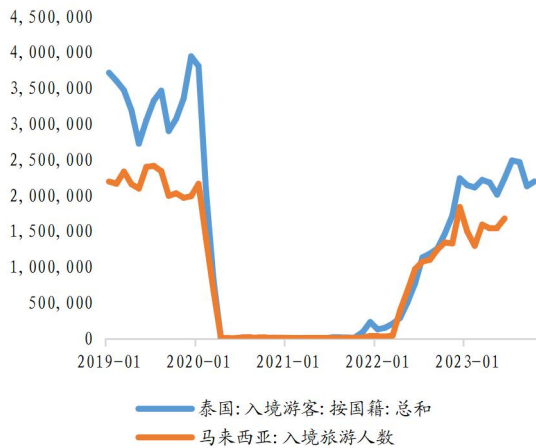
圖表 5：印尼、澳大利亞、新西蘭主要商品出口當月同比增速（%）



數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

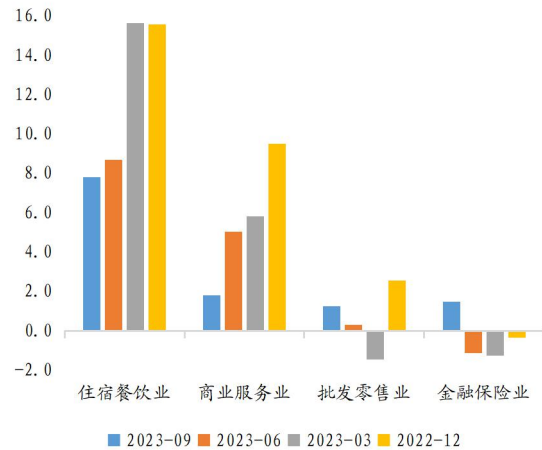
3. 疫後服務需求集中釋放支撐服務型國家增長。泰國、馬來西亞、菲律賓、新加坡是典型的服務型經濟體，疫後服務需求延後釋放，特別是年初中國內地全面通關、出境遊客大幅增加（歐美國家服務消費也呈繼續修復態勢，比如，截至 2023 年 9 月末，美國服務消費仍低於疫情前趨勢線 0.8%），對服務業消費有較明顯的提振。其中，泰國、馬來西亞受益於入境旅遊持續回暖（目前泰國、馬來西亞入境遊客數分別恢復至 2019 全年均值的 66%、77%，見圖表 6），新加坡住宿餐飲、商業服務增速回落但批發零售、金融保險業增速回升（見圖表 7）。綜合看，服務型國家增長表現相對偏強。

圖表 6：泰國、馬來西亞入境遊客（人）



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 7：新加坡部分服務行業 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

各國處於其核心業態週期不同位置是增長呈分化態勢的根本原因。新冠疫情形成商品需求缺口帶動中越日韓出口驟增、於 2020 年率先復蘇，並自 2022 年供應鏈緩解起回落至今；2021 年的供應鏈緊張⁸及地緣局勢動盪推升大宗商品價格帶動印尼、澳大利亞、新西蘭隨後復蘇；泰國、馬來西亞等服務型國家在 2022 年方逐步開放邊境、復蘇進程較晚開啟。

（三）預計 2024 年製造型國家、資源型國家經濟增長分別受益於製造業週期向上及大宗商品週期築底回升，服務型國家受疫後服務業修復空間漸小掣肘，總體呈現“製造型國家 > 資源型國家 > 服務型國家”格局

1. 製造型國家經濟增速有望隨製造業週期向上而上行。雖然利率維持高位、歐美消費需求受掣肘等不利因素短期仍存，但美國經濟“軟著陸”預期升溫，疊加製造業短週期已

⁸ 全球供應鏈壓力指數從疫情前（2019 年 12 月）的 0.04 飆升至 2021 年 12 月的 4.33。

處於底部，2024 年製造型國家出口或重獲增長動能（見圖表 8）。特別地，隨著中歐班列、西部陸海新通道等線路運量的增長，中國對“一帶一路”沿線出口有望繼續保持較高增速、未來幾年對沿線製造型國家出口有望錄得年均 10% 以上的增長（詳見前期研究報告《中國與“一帶一路”市場的貿易和產業協同前景（中篇）：製造型國家篇》）。此外，RCEP 全面生效進入第二年、區域內相關產品關稅持續降低也將有效提振製造型國家外貿活動、從而提振經濟增長。

圖表 8：目前製造業短週期處於底部，未來製造型國家部分商品出口或隨週期向上而轉暖（%）

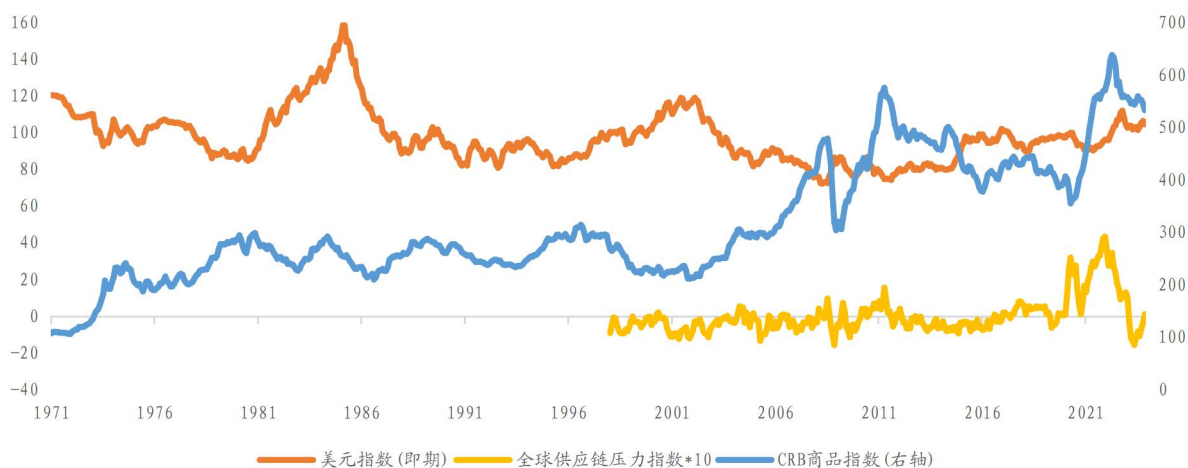


數據來源：WIND、CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

2. 資源型國家經濟增長有望隨大宗商品週期築底回升而保持韌性。一方面，未來美元指數回落趨勢逐步明晰，商品週期具備企穩條件（見圖表 9）。另一方面，中美等大型經濟體同步進入補庫週期，也有望為大宗商品價格走勢提供支撐。其中，美國製造業有望於 2024 年中開啟新一輪補庫週期（詳見《美國經濟韌性尚餘幾何》），積極政策支持中國內地房地產市場企穩、製造業及基建支出延續增長提振大宗商品需求。不過，考慮到世界經濟景氣前景整體仍承壓，全球

供應鏈緊張效應弱化等因素，大宗商品價格中樞大概率溫和上行而非陡峭抬升，相應地支持資源型國家經濟韌性增長。

圖表 9：長期看，大宗商品指數與美元指數呈反相關關係（1971-2019 年二者相關性為-54.9%），而 2020 年至今反相關關係的失效更多源於供應鏈緊張的擾動



數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

3. 疫後服務消費延後釋放對經濟的提振力度漸弱，服務性國家面臨增長動能切換的挑戰。隨著疫情常態化、各國入境限制基本解除，入境旅遊對服務型國家的增長拉動空間或有限，泰國、馬來西亞入境遊客規模距 2019 年均值分別尚有 34%、23%修復空間。從非旅遊服務增長動能看，**泰國**的新能源產業鏈、**馬來西亞**的半導體封裝與測試、**新加坡**的製造業升級及營商環境優化、**菲律賓**的基礎設施建設等或接替旅遊觀光、餐飲住宿，成為四國 2024 年經濟增長重要新動能。

綜上，從經濟增速看：**2024 年 RCEP 國家整體經濟景氣度料優於 2023 年**，但因製造業週期向上、大宗商品週期回升預計需待年中方開啟，且服務型國家增長動能切換或需時日，增速上行斜率料較緩。從經濟份額看，**RCEP 國家作為全球經濟重要的增長極**，成員國占全球 GDP 比重從 2012 年的

26.9%增長至 2022 年的 31.3%，對全球經濟增長貢獻率超過三成。預計 2023 年、2024 年這一比例有望持續提升至 31.7%、32.1%。從增長貢獻看，RCEP 國家對全球經濟增長貢獻度有望從 2022 年的 30.6%分別提升至 2023 年 43.2%、2024 年的 46.0%（各國 2023、2024 年 GDP 增長率預測見圖表 10）。

圖表 10：2023、2024 年 RCEP 成員國 GDP 增速預測（%）

	2023 年增速	2024 年增速
印尼	5.0	5.2
澳大利亞	2.0	1.2
新西蘭	1.0	1.0
中國	5.0	5.0
越南	4.5	6.0
日本	1.8	1.2
韓國	1.4	2.2
泰國	2.5	3.0
馬來西亞	4.0	4.0
菲律賓	5.6	6.2
新加坡	1.0	2.0
柬埔寨	5.7	6.1
老撾	4.0	4.0
緬甸	2.6	2.6
汶萊	-0.8	3.5

數據來源：中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心預測

二、貨幣緊縮接近尾聲，金融市場壓力料減輕，趨勢表現與各國貨幣政策、增長前景高度相關

（一）2023 年貨幣緊縮力度呈“資源型國家>服務型國家>製造型國家”格局；2024 年製造型國家、服務型國家相機降息概率較大，泰國有可能成為越南之後第二個降息的東盟國家，資源型國家短期仍有維持高利率、抗通脹的壓力

2023 年歐美央行貨幣緊縮力度較大，迄今大概率加息週期已結束。歐央行、美聯儲本年度分別累計加息 200、100BP，

但年末已連續兩次、三次議息會議暫停加息。同期 RECP 國家貨幣政策緊縮力度呈“資源型國家>服務型國家>製造型國家”態勢。資源型國家中印尼通脹有反彈跡象⁹、澳新兩國通脹依然高企，央行持續收緊貨幣；服務型國家中菲律賓通脹壓力仍居 RCEP 成員國之首繼續加息，泰國下半年進行兩次“預防性”加息¹⁰，但馬來西亞、新加坡通脹回落、下半年停止加息；製造型國家中越南、韓國因出口壓力、地產業持續出清分別率先降息、停止加息，人行相機降息，日本央行維持寬鬆基調、調整長端利率上限（見圖表 11）。

圖表 11：RCEP 主要成員國 2022 年 12 月-2023 年 11 月基準利率及累計變化示意表（%）

		2023年											2022年	近一年基準利率累計變化
		11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	
資源型國家	印尼	6.00	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.50	0.75
	澳大利亞	4.35	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10	3.85	3.60	3.60	3.35	3.10	3.10	1.50
	新西蘭	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	4.75	4.75	4.25	4.25	1.25
製造型國家	中國	2.50	2.50	2.50	2.50	2.65	2.65	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	-0.25
	越南	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.50	3.50	3.50	4.50	4.50	4.50	-1.50
	日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
	韓國	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	0.25
服務型國家	泰國	2.50	2.50	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.50	1.50	1.25	1.50
	馬來西亞	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	0.25
	菲律賓	7.00	7.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.50	6.00	6.00	1.50
	新加坡	-	維持貨幣政策	-	-	-	-	-	維持貨幣政策	-	-	-	-	維持貨幣政策

數據來源：CEIC、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

展望 2024 年，歐美央行降息預期逐步升溫，RCEP 國家貨幣政策掣肘隨之緩解。資源型國家在通脹持續性回落前或維持利率高位；服務型國家有降息提振非服務業增長動能的意願，不排除預防性加息或提前降息可能，其中泰國自 10

⁹ 受到大米和牛肉價格上漲的影響，印尼 CPI 自 9 月的 2.3%反彈至 11 月的 2.9%。

¹⁰ 泰國央行認為，因未來生活成本補貼減弱、厄爾尼諾現象加劇後食品價格可能上漲，通脹或有上行壓力。

月起CPI已連續兩個月負增，明年若食品通脹反彈壓力有限、新經濟動能接續乏力，或成為越南之後第二個降息的東盟國家；製造型國家中外貿依存度較高的越南¹¹、韓國¹²或降息支持經濟增長，其中韓國三季度食品能源通脹壓力緩解、為降息打開空間，越南因地產風險尚在化解階段、不良率攀升¹³，存在進一步降息化債必要性；中國內地也有望繼續降低實際利率以支持實體經濟高質量增長轉型；日本因薪資增長尚未實質性加快¹⁴、商品通脹顯著抑制居民購買力¹⁵，內生性動能尚處於夯基階段，快速調整超寬鬆政策概率不大，但經濟逐步向好將支持央行考慮調整YCC政策。

（二）2023年美元指數“倒V”型高位震盪背景下RCEP國家匯率普遍承壓，國債利率、股市分別與貨幣政策、增長前景高度相關；2024年RCEP國家匯市和股市料可有較好表現，債市利率延續大幅下行壓力不大

2023年美聯儲貨幣政策總體保持緊縮態勢，美元指數總體呈“倒V”型高位震盪態勢。除印尼盾、菲律賓比索升值外，多數RCEP國家匯率走弱，尤以貨幣偏寬鬆、與歐美利差擴大的製造型國家為甚。國債利率分化格局與貨幣政策一致、呈“資源型國家>服務型國家>製造型國家”態勢（按國債利率變化由高至低排列），其中越南10年期國債利率因

¹¹ 根據世界銀行數據，2021年越南貿易額占GDP比重為186%。

¹² 根據世界銀行數據，2022年韓國貿易額占GDP比重為97%。

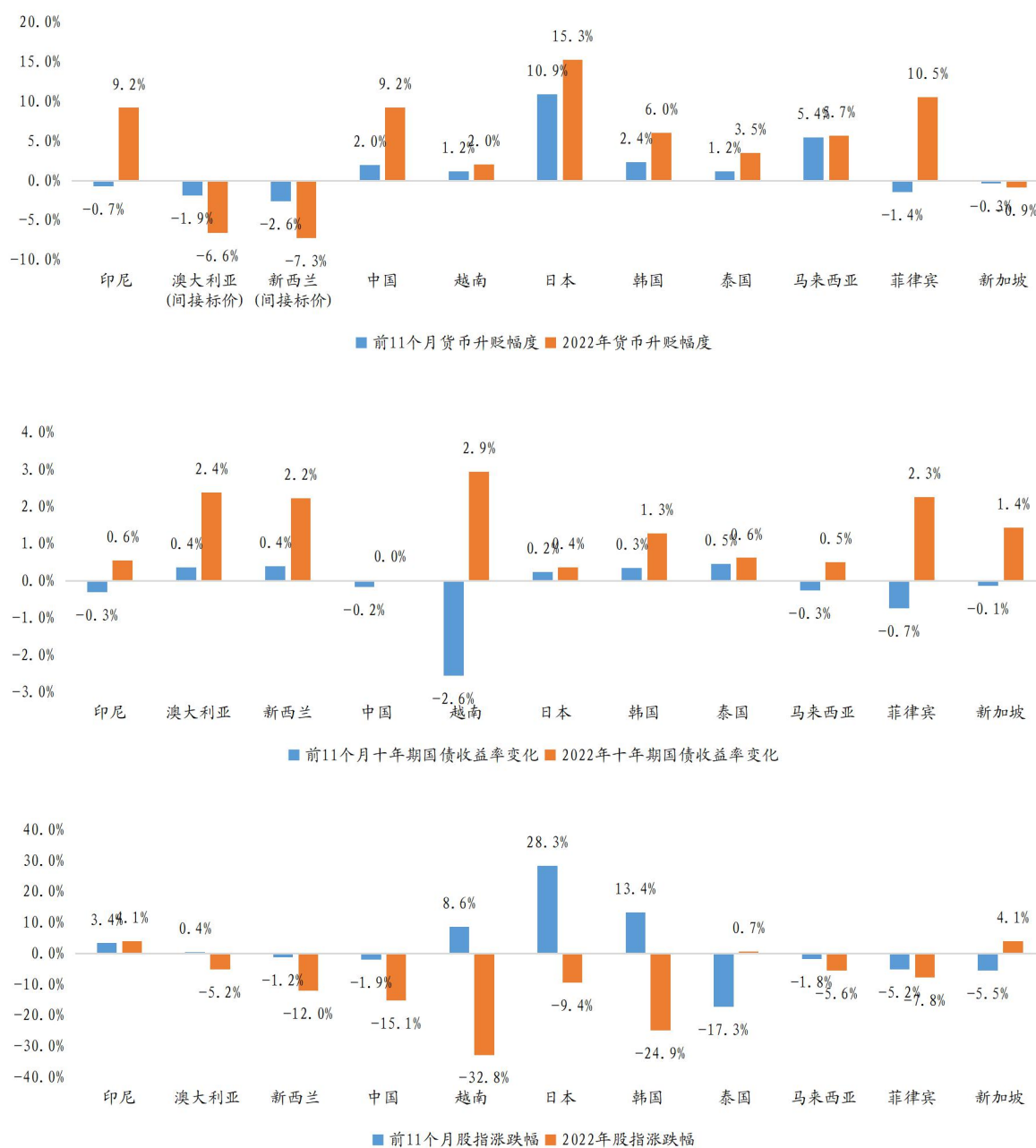
¹³ 越南不良貸款占未償貸款比例從2022年二季度的1.52%飆升至2023年二季度的3.36%、為2015年三季度以來新高。

¹⁴ 根據厚生勞動省數據，今年以來剔除波動較大的獎金後基本工資部分僅漲約1%。

¹⁵ 日本2023年漲價食品達32,395種，漲價品類較去年大幅增長25.7%，以加工食品、調味料、酒類為主。

大幅降息（再融資利率年內降幅達 1.5%）而下行 2.6%；股市與增長前景高度相關，呈“製造型國家>資源型國家>服務型國家”態勢，其中日本（+28.3%）、韓國（+13.4%）股市領漲（見圖表 12）。

圖表 12: RCEP 主要成員國 2022 年及 2023 年前 11 個月金融市場表現



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

隨著 2024 年美聯儲降息預期逐步明晰，美元指數大概率走弱，RCEP 國家貨幣壓力總體有望減輕，但若部分國家在歐美基準利率維持高位期間進一步降息、利差進一步擴大，則不排除其匯率壓力階段加劇的可能性。預計各國債市利率延續下行壓力不大，各國經濟復蘇節奏及貨幣政策分化是主要影響因素，考慮到較好的經濟復蘇前景，多數國家債市利率延續大幅下行概率不大；各國股市料有較好表現，製造型國家股市漲幅受週期回升的節奏與強度影響，資源型國家股市有望實現小幅正收益，服務型國家股市則取決於新動能提速是否足夠彌補舊動能的放緩、實現正收益壓力相對較大。

特別地，日本股市本年度漲幅以估值修復為主，未來隨著通脹中樞較此前接近 0 的低水準¹⁶向相對略高水準¹⁷抬升，居民部門此前大量持有的現金、存款¹⁸或向權益市場轉移、為日股帶來增量資金。日本央行未來調整 YCC 政策的前提是較好的經濟恢復基礎，調整節奏也不會過快¹⁹，料也不會對股市走勢產生過大影響。越南股市本年度受技術面調整、外需波動等影響寬幅震盪，未來在製造業週期觸底回升、貨幣政策大概率繼續寬鬆，特別是地產風險充分釋放後有望走出困境。

¹⁶ 1991 年 1 月至 2021 年 12 月 CPI 同比均值為 0.35%。

¹⁷ 但目前看距離實現日本央行 2% 的長期通脹目標尚有距離。

¹⁸ 截至 2023 年 3 月末，日本居民部門 54.2% 的金融資產分配在現金及存款，該策略在通縮環境下奏效，但在通脹中樞開始抬升環境下或面臨損失。

¹⁹ 日本政府 11 月月度經濟報告將對國內經濟形勢評估自“正在溫和復蘇”下調為“近期呈現部分停滯，但正在溫和復蘇”（此前曾於 5 月上調評估）；對企業投資的評估從“正在復蘇”下調為“復蘇進程有所停滯”（此前曾於 2022 年 10 月上調評估）；官員稱目前內需缺乏強勁勢頭。政策層或意識到利率抬升開始對投資端產生抑制效果，貨幣政策正常化步伐放慢概率較大。



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。**