

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 张润锋 杨童舒

“对等关税”对亚太经济体影响几何？

——RCEP 国家 2025 年下半年经济金融展望

阅读提要

在欧美经济放缓、贸易不确定性上升背景下，2025 年一季度多数 RCEP 国家经济增速放缓，**制造型国家（中日韩越）>服务型国家（马泰菲新）>资源型国家（印尼澳新）**，与我们 2025 年年度展望预测一致（详见前期报告《产业转型加速 降息延续提振—RCEP 成员国年度展望》）。贸易领域呈现部分“抢出口”、部分“抢转口”的阶段特点，降息提振内需效应尚未完全显现。

展望 2025 年下半年，预计 RCEP 国家增长中枢仍有一定下行压力，总体或呈现“**服务型国家>制造型国家>资源型国家**”格局，制造型国家外需料持平，服务型国家转口红利预计仍可延续一段时间，大宗商品价格中枢下行或影响资源型国家增长、需关注地缘不确定性非预期影响。**货币政策方面**，各国宽松力度预计呈“资源型国家>制造型国家>服务型国家”态势。**金融市场方面**，RCEP 国家汇率仍有波动走升空间，总体受贸易谈判、财政货币政策力度等影响；各国债市收益率中枢整体料小幅下移；各国股市分化回暖，**中国、越南、马来西亚**具有相对更优的配置性价比。

“对等关税”对亚太经济体影响几何？

——RCEP 国家 2025 年下半年经济金融展望

一、经济增长回顾与展望

（一）从增速看：贸易不确定性背景下，增长放缓的国家居多，制造型国家增速相对较优

纵向比较，相较于 2024 年四季度，2025 年一季度：（1）印尼、新西兰、越南、泰国、马来西亚、新加坡同比增速有所放缓；（2）澳大利亚、中国一季度同比增速与 2024 年四季度持平；（3）日本、菲律宾一季度同比增速有所加快。

横向比较，呈“制造型国家（中日韩越）>服务型国家（马泰菲新）>资源型国家（印尼澳新）”的分化格局，其中：（1）美企“抢进口”提振中国、越南增长；（2）新加坡、马来西亚受“抢转口”提振；（3）电子周期对越南、马来西亚等国家的提振时间比预期更长；（4）中国、日本、韩国、新西兰、泰国面临阶段内需不强的挑战。

图表 1：RCEP 主要国家经济增速整体略有放缓



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

(二)从结构看：整体呈“制造型国家（中日韩越）>服务型国家（马泰菲新）>资源型国家（印尼澳新）”，出口增速分化是主要影响因素，降息提振内需的效应尚未充分显现

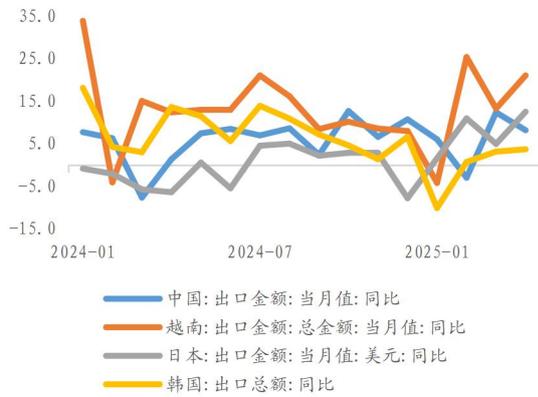
1. 电子周期景气叠加“抢出口”提振令外需，制造型国家 2025 上半年增长动能较强，具体地：

(1) 外需保持旺盛，提振增长的效应有望延续至三季度。2025 年电子行业持续景气，前 4 个月 WSTS（世界半导体协会）全球半导体出货量同比增 19.3%，前 3 个月全球制造业 PMI 保持在荣枯线上。相应地，前 4 个月中越日韩累计出口总额¹分别同比+6.4%、+12.9%、+7.6%²、-0.6%（美元同比增速，下同，见图表 2）。其中，“对等关税”90 天暂停期内，中国及越南出口增速在 3、4 月有明显提升，中国机电产品（+8.6%，前 4 个月出口累计同比，下同）、越南电子产品（+32.9%）、越南纺织品（+14.0%）较 2024 年年末增速有显著抬升；日本及韩国因主力出口产品（如汽车、钢铁）受美国 232 关税（税率 25%）影响、且该税率并未与对等关税一并暂停，日本汽车（+6.5%但 4、5 月同比负增，分别为-5.9%、-8.1%）、韩国汽车（-2.9%）、韩国钢铁（-3.7%）增速相对较慢（见图表 3）。

¹ 如无特殊说明，本文出口数据均为美元口径。

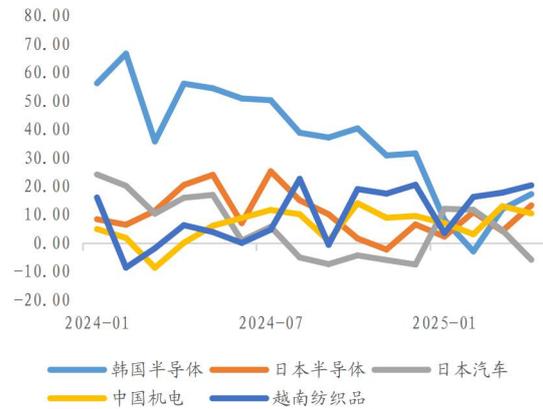
² 其中有日元升值的影响因素，若以日元计价，前 4 个月出口累计同比增速为 6.0%。

图表 2：中国、越南、日本、韩国出口当月同比增速 (%)



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：中国、越南、日本、韩国主要商品出口当月同比增速 (%)



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（2）内需增长相对较缓。如韩国因家庭负债率较高³，私人消费受前期加息抑制；日本 2024 年年末起由国内大米供给短缺、政府应对迟缓因素引发，并扩散至各种商品的二次通胀，削弱了名义工资增长的提振效果⁴，影响家庭支出扩张。日本加息时点延后、韩国及中国降息的内需提振效应尚未充分显现。

2. 外需略有回暖，内需相对疲弱，资源型国家 2025 上半年增长较缓，具体地：

（1）外需略回暖。一方面，国际能源价格低迷，印尼的矿物燃料、澳大利亚的煤炭出口显著下滑。但另一方面，关税政策不确定背景下，各国对工业原材料、农产品的“囤货”需求推动了资源型国家的“抢出口”脉冲，比如澳大利亚的铁矿石、新西兰的奶类肉类谷物出口大幅提升。综合看，

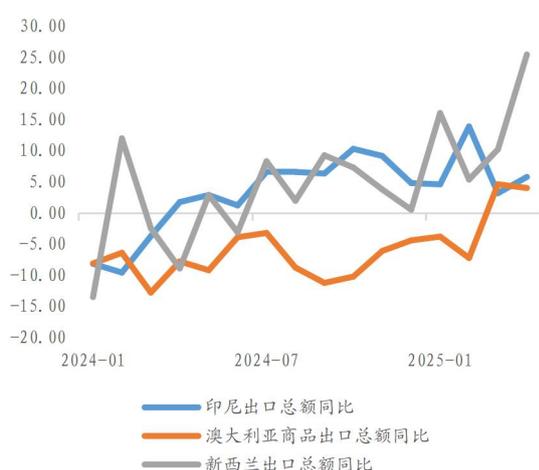
³ 截至 2025 年一季度家庭负债率 90.3%，远高于日本的 61.8%以及中国的 61.1%。

⁴ 截至 2025 年 4 月日本家庭名义收入同比增 4.1%、但实际收入零增长。

资源型国家外需总体略有回暖，印尼、澳大利亚、新西兰前4个月出口累计同比增长7.2%、-0.8%、6.8%（见图表4、5）。

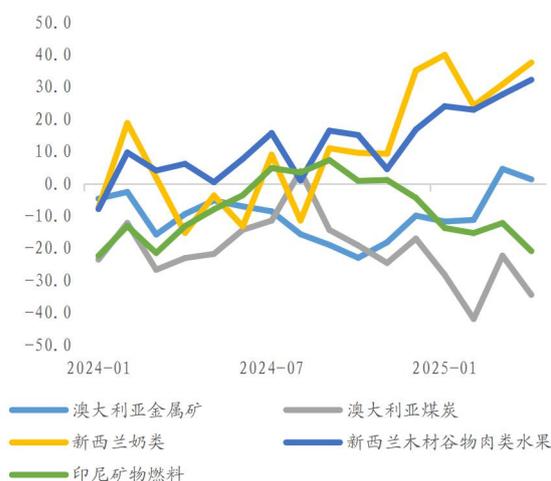
（2）内需较为低迷。除了前期加息周期较早开启的滞后影响外，对经济前景不确定性忧虑提升，澳大利亚家庭和企业普遍推迟支出⁵；印尼内需则受前期印尼盾贬值、政府预算削减等掣肘。印尼、澳大利亚、新西兰三国近期降息政策对内需的带动效应也仍需下半年进一步显现。

图表4：印尼、澳大利亚、新西兰出口当月同比增速（%）



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表5：印尼、澳大利亚、新西兰主要商品出口当月同比增速（%）



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 入境游客基本恢复难以拓展新服务空间，“抢转口”阶段性刺激外贸，服务型国家上半年增长居中，具体地：

（1）外需受“抢转口”提振。一方面目前国际游客恢复接近疫前水平，2025年前4月，泰国、马来西亚、菲律宾、新加坡游客分别恢复至疫情前的76.6%、104.9%、67.7%、

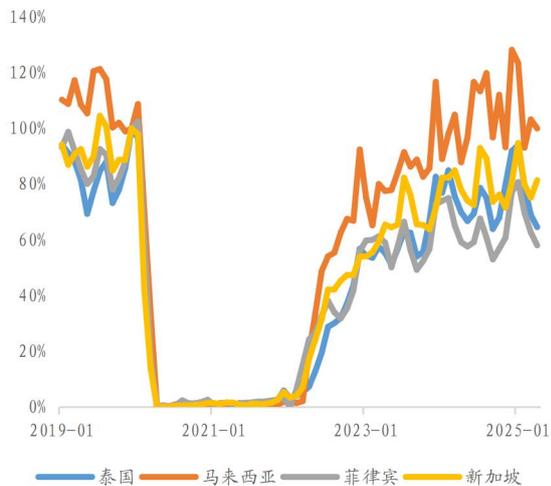
⁵ 澳大利亚2025年第一季度家庭消费环比增长0.4%，家庭储蓄率跃升至5.2%（创2022年三季度以来新高）。

82.8%⁶（见图表6）。另一方面部分贸易转口国受“抢转口”脉冲提振，尤以马来西亚、新加坡最为明显（见图表7），4月两国出口同比增速分别大幅抬升至28.6%（前值13.8%）、27.6%（前值2.8%），4月自中国进口分别环比增19.6%、12.0%（本币计价同比增速），泰国出口也有所提振（3月17.8%、前值14.0%）。

（2）积极财政政策提振内需。菲律宾和马来西亚内需仍具有一定韧性。菲律宾通胀降温提振居民消费、政府支出受中期选举拉动大幅增长；马来西亚最低工资上调直接提升居民可支配收入，2024年中推出的国家半导体战略计划（NSS）及电子周期景气推动制造业增长；新加坡服务业动能不足、住宿和餐饮服务业承压，但制造业持续升级，批发、运输、商业服务增长加速；泰国高债务负担仍制约内需增长，政府支出发挥一定提振作用。

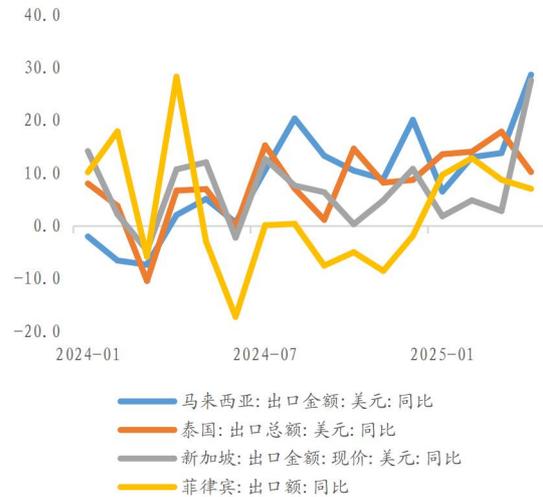
⁶ 指前4月入境游客均值/2019年12月值。

图表 6：2025 年泰、马、菲、新入境游客基本恢复至疫情前水平（纵坐标为各国入境游客数恢复至 2019 年 12 月值的百分比）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：马来西亚、新加坡受“抢转口”提振较为明显 (%)



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、下半年 RCEP 国家增长展望

展望下半年，预计美国将与部分经济体达成贸易协定，对等关税宽限期到期后进一步延期⁷或者降低税率，调查中的医药、半导体、木材等产品关税也有部分缓和；中国、日本、韩国、新西兰、泰国或加大积极财政政策力度。综合预计 2025 年下半年 RCEP 国家增长中枢仍有一定下行压力，总体呈现“服务型国家（马泰菲新）> 制造型国家（中日韩越）> 资源型国家（印尼澳新）”格局。

（一）制造型国家：外需增速或持平，积极财政政策料可持续提振增长表现

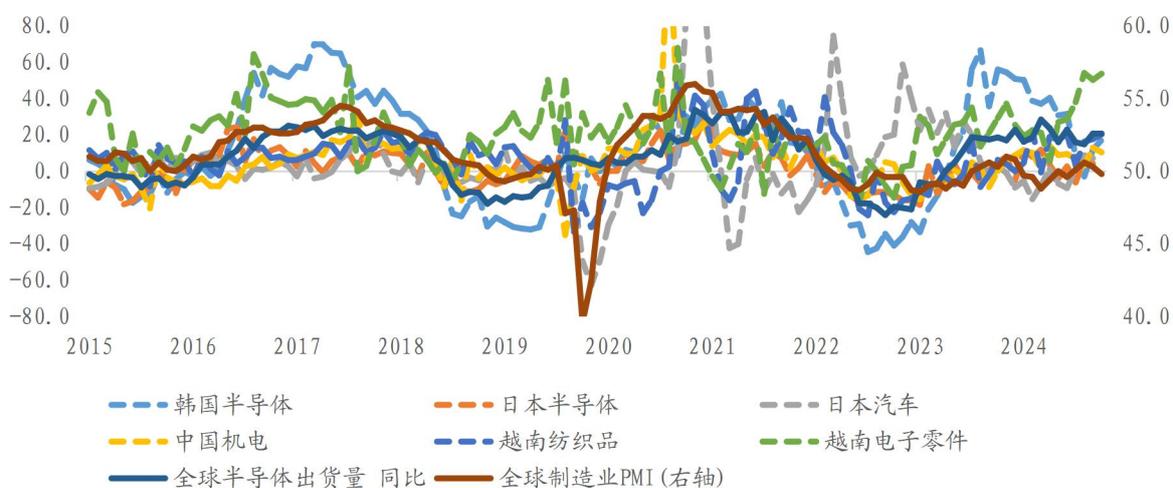
外需看，放缓的欧美经济以及依然景气的电子周期对外

⁷ 6 月 11 日，美国财长贝森特表示考虑延长部分对等关税的 90 天宽限期，前提是“怀着诚意进行谈判”。

需综合影响或持平。一方面下半年美国经济或呈现“增长放缓、通胀阶段性上行”的状态；欧洲增长也面临较大挑战，拖累全球外需放缓。但另一方面受益于人工智能技术商用发展提振，半导体景气时长较此前周期有所延长⁸（见图表 8），预计在下半年延续提振制造型国家出口。

内需看，积极财政政策力度加大。中国提高 2025 年财政赤字率，超长期特别国债扩容重点支持“两重两新”领域；日本上调个税起征点⁹、讨论下调食品消费税¹⁰；韩国新总统李在明表示将恢复经济作为首要任务、呼吁追加预算刺激经济。

图表 8：2023 年初开启的制造业周期较以往长，相应地对制造型国家出口有持续的提振作用（%）



数据来源：WIND、CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）服务型国家：转口红利预计仍有提振，扩投资、

⁸ WSTS 半导体出货量同比自 2023 年 2 月触底回升至今已 27 个月，明显长于以往一个周期约 40 个月（即上升时长 20 个月左右）的长度。

⁹ 自 103 万日元大幅上调至 160 万日元。

¹⁰ 日本部分政党提议将税率从 8% 下调至 5%。

促内需政策密集出台拉动增长，下半年增速料居前

外需看：一方面入境旅游已正常化，进一步拉动力度有限。另一方面“对等关税”暂停期后若东南亚各国税率¹¹随着部分贸易协定达成下降，则服务型国家仍将受转口红利提振。

内需看：投资与消费端的积极政策推动经济转型，料提振服务型国家增长。投资端，菲律宾推进“多建好建”，基建与能源转型双轨推进，在南吕宋建设新集装箱码头，与阿联酋马斯达尔合作开发可再生能源项目；新加坡延续向企业提供50%所得税退税政策，樟宜机场第五航站楼破土动工并兴建T5隧道。消费端，马来西亚上调最低工资13%¹²，泰国上调最低工资2.9%¹³、娱乐消费税下调政策延长一年、第三阶段“数字钱包”向消费倾向更高的16-20岁人群发放，预计对私人消费有较明显的提振。

（三）资源型国家：出口受大宗商品价格中枢走低及外需放缓制约，来自投资端的提振料难以弥补消费端疲软，下半年增速可能居后

外需看：大宗商品需求放缓或拖累印尼、澳大利亚出口增长，新西兰农产品出口前景相对可期。2020-2022年的供应链中断已修复，OPEC+持续增产令供给扩容、世界经济不确定性也拖累需求（见图表9），继续影响印尼矿物燃料及澳大利亚煤炭出口，但农产品需求相对稳定（见图表10），新

¹¹ 如泰国36%、马来西亚24%、新加坡10%。

¹² 1,500令吉至1,700令吉。

¹³ 345泰铢至355泰铢。

西兰出口有一定韧性。特别地，美国补库进程较缓，中国增长引擎逐步转向消费而非地产基建端，来自两大经济体的需求对于资源型国家的外需提振也相对有限，以两大经济体为代表的外需对工业原材料及农产品的阶段性“囤货”需求或走低。以伊冲突非预期爆发阶段性抬升原油价格，但印尼澳新亦非主要的产油国，影响不大。

内需看：虽然印尼、澳大利亚在投资端发力，印尼成立主权基金 Danantara 整合银行、石油、电力、矿业等国企资产¹⁴；澳大利亚延续《2023-2030 年关键矿产战略》及清洁能源（风能、光伏、氢能）战略，下半年降息对内需的提振效果也将逐步显现，但预计难以抵消外需疲软的挑战，整体看增长压力仍较大。

图表 9：IMF 三大能源价格预测显示，未来能源价格或持平



数据来源：CEIC、IMF、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 10：OECD 三大主粮价格预测显示，未来农产品价格或温和上涨



数据来源：CEIC、OECD、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁴ 首批纳入达南塔拉旗下的国企包括印尼三大银行曼迪利银行(Bank Mandiri)、印尼人民银行(Bank Rakyat Indonesia)和印尼国家银行(Bank Negara Indonesia)，印尼国家电力公司(PLN)、印尼国家石油公司(Pertamina)、印尼电信公司和持有黄金、煤炭和镍矿产的印尼矿业控股公司(MIND ID)，一共7家公司。

三、货币政策及金融市场表现及展望

(一) 货币政策：预计下半年 RECP 国家货币宽松程度呈“资源型国家（印尼澳新）> 制造型国家（中日韩越）> 服务型国家（马泰菲新）”

1. 近一年中，RECP 国家货币政策除日本加息，越南、马来西亚维持货币政策不变外，多数国家均有不同程度降息，宽松力度呈“资源型国家> 服务型国家> 制造型国家”态势。其中：资源型国家宽松力度最大，新西兰超预期累计降息 225BP，以应对国内消费及投资的疲软；印尼在通胀有所回落、印尼盾压力减轻后渐进式降三次息，澳大利亚在通胀接近目标区间时开启降息。制造型国家宽松力度较为稳慎，中国降息降准，日本恢复正利率后实际利率依然较低、缩减购债规模，韩国在内需受前期加息抑制、叠加 2024 年末戒严风波冲击后经济进一步放缓，近一年累计已降息 100BP。服务型国家宽松力度居中，泰国、菲律宾累计降息 75、100BP，新加坡金管局也连续两次下调新加坡元升值斜率（见图表 11）。

图表 11：RCEP 主要国家央行 2024 年 6 月至 2025 年 5 月基准利率变化

		2025年					2024年							近一年基准利率累计变化
		5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	
资源型国家	印尼	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	-0.75
	澳大利亚	3.85	4.10	4.10	4.10	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	-0.50
	新西兰	3.25	3.50	3.75	3.75	4.25	4.25	4.25	4.75	5.25	5.25	5.50	5.50	-2.25
制造型国家	中国	1.40	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.70	1.70	1.80	-0.40
	越南	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.00
	日本	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.10	0.10	0.40
	韩国	2.50	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	-1.00
服务型国家	泰国	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50	-0.75
	马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	0.00
	菲律宾	5.50	5.50	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50	6.50	-1.00
	新加坡	-	下调新加坡元升值斜率	-	-	下调新加坡元升值斜率	-	-	维持货币政策不变	-	-	维持货币政策不变	-	放慢汇率升值速度

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：因 2025 年 3 月起 MLF 停止发布，表中中国的基准利率使用 7 天逆回购利率

2. 展望 2025 年下半年，资源型国家降息必要性仍大，制造型国家货币宽松预计仍以配合积极财政为主，服务型国家降息提振增长压力偏小，届时货币宽松程度料呈“资源型国家 > 制造型国家 > 服务型国家”。其中：资源型国家增长压力最大，并且此前普遍开启加息时点较早、加息幅度较大，货币政策空间较足¹⁵，加大降息幅度提振经济较为迫切；制造型国家货币政策相应配合前述财政政策概率较大，但进一步宽松空间相对有限¹⁶、预计降息幅度居中，整体以财政政策支撑内需为主，特别地，日本预计延后下一次加息时点至 2026 年初；服务型国家相对增长压力较轻，预计在观望中渐进式放松银根，特别地马来西亚降息时点或延后至年末。

（二）金融市场：预计下半年 RCEP 国家汇率整体仍有

¹⁵ 如澳大利亚十年期国债利率在 6.7%、4.2%、4.6%左右。

¹⁶ 如中国、韩国十年期国债利率在 1.7%、2.8%左右，明显低于资源型、服务型国家。

升值空间，债市收益率中枢有望小幅下移，中国、越南、马来西亚股市具有较优配置性价比

2025年前5个月美元指数波动走弱(108.5降至99.4¹⁷)，RCPE主要国家汇率整体走强(与经济增速预期一致性较高)，呈“服务型国家>制造型国家>资源型国家”¹⁸态势。具体地，印尼盾及越南盾汇率小幅走低，日本作为近一年唯一一个加息国家、日元走势最为坚挺；国债利率普遍下行(与央行降息力度较一致)，呈“资源型国家>服务型国家>制造型国家”¹⁹态势。其中日本10年期国债利率因持续加息上行0.4%，泰国内需疲弱、新加坡年初以来开始放松银根，国债利率降幅明显。受特朗普对等关税政策扰动，股市整体走弱(受上半年经济增长表现、央行降息幅度综合影响)，呈“制造型国家>资源型国家>服务型国家”²⁰态势。具体地，韩国(+12.4%)、越南(+5.2%)股市涨幅较大，泰国(-17.9%)和马来西亚(-8.2%)股市受“对等关税”冲击，新西兰(-5.3%)、日本(-4.8%)受国内经济基本面影响、有较大跌幅(见图表12)。

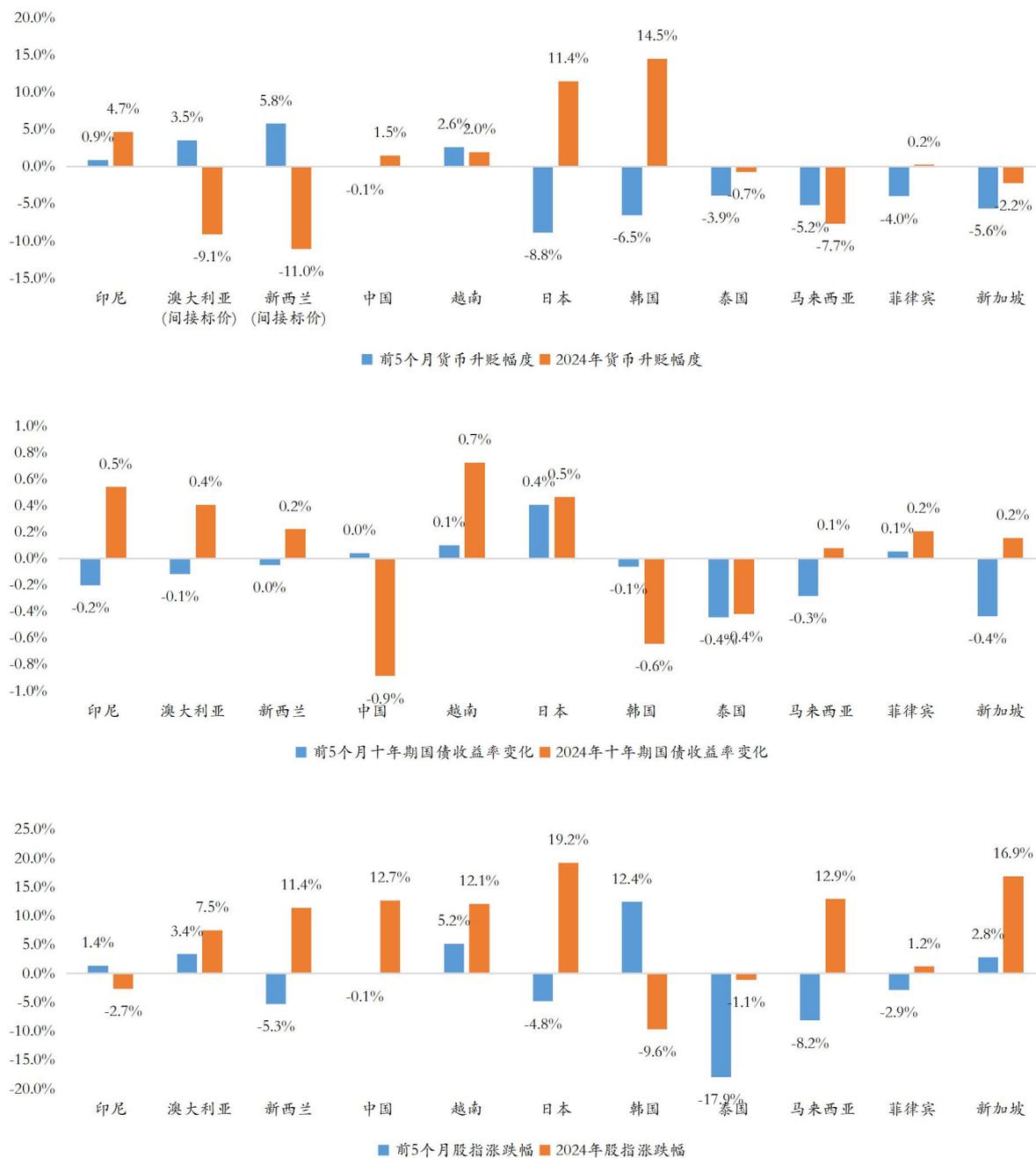
¹⁷ 截至2025年5月30日。

¹⁸ 按各国汇率升值幅度排列，展望部分相同。

¹⁹ 按国债利率下降幅度排列，展望部分相同。

²⁰ 按各国股市收益率变化排列，展望部分相同。

图表 12：RCEP 国家 2024 年及 2025 年前 5 个月金融市场表现



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，RCEP 国家汇率仍有一定升值空间，总体受美联储降息路径、贸易谈判走向、各国财政货币政策等影响，料呈“服务型国家 > 制造型国家 > 资源型国家”态势。其中：

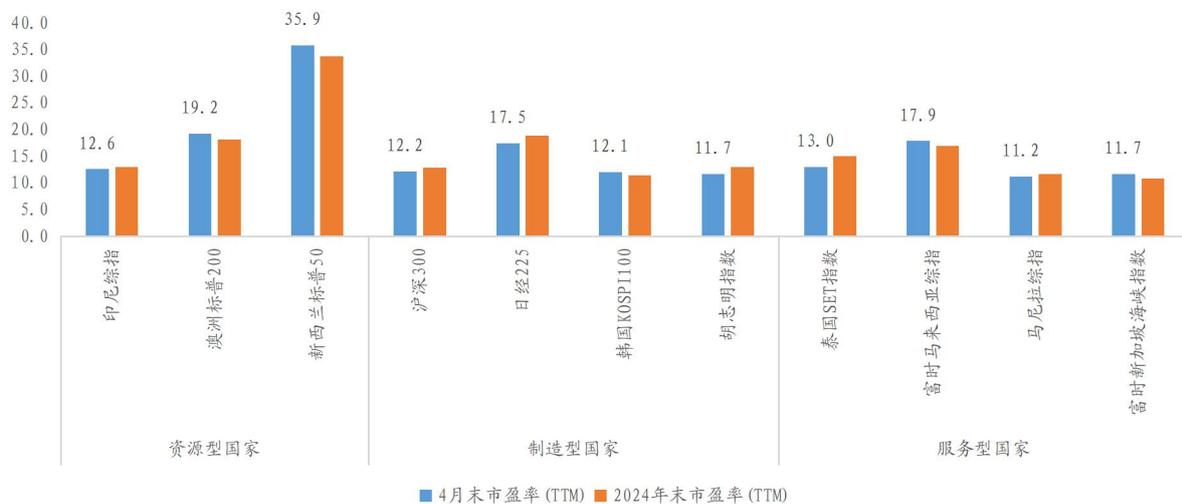
服务型国家受益于较强的基本面及较小的货币宽松预期，币值料相对坚挺；**制造型国家**汇率仍有走强空间，其中韩元受新政府改革、内生增长动能逐步显现提振人民币走势，日央行加息步伐放慢、日元升值步伐相对料也较慢；**资源型国家**汇率预计相对偏弱，增长压力较大、较大的货币宽松力度预期或施压其汇率，其中因国内需求疲弱、外资撤离等因素，印尼盾短期内或延续承压。

国债利率中枢整体上有望小幅下移，呈“资源型国家 > 服务型国家 > 制造型国家”态势。各国财政政策料延续发力或一定程度掣肘制造型国家债市利率下行节奏。日央行年内加息概率进一步降低或短期提振日本债市表现，但整体幅度预计较为有限；韩国新总统的财政扩张预期或推动韩国国债利率走升。相比之下，**资源型国家**债市或表现较佳（国债利率预期下行空间更大），主要得益于货币政策的宽松预期。**服务型国家**债市整体预计下行幅度有限，但需密切关注美国贸易政策（尤其是对东南亚国家对等关税税率）的不确定性，以及各国国内经济转型的效果。

各国股市料分化回暖，整体上呈“制造型国家 > 服务型国家 > 资源型国家”的格局。尽管经济表现或受外部贸易政策不确定性影响，财政政策扩张及景气的电子周期对外需的持续拉动效应等，有望带动**制造型国家**股市向好。其中韩国

修订《商法》²¹等新政预计改善企业盈利，港股的活跃交投或也对 A 股有联动效应；**服务型国家**股市在经济基本面改善的背景下，预计在下半年有所回暖，程度将主要取决于美国贸易政策的进展以及各国投资与消费端政策的实际成效；**资源型国家**受基本面拖累，需观察货币政策进一步宽松时点及力度。新西兰自 2024 年中开启降息周期，降息对股市的提振效果预计早于印尼、澳大利亚，在下半年逐步显现。澳大利亚或取决于进一步货币宽松的力度。从估值上看，制造型、服务型国家股指估值不高，特别地中国、越南、马来西亚股指估值较低，具备相对较优的配置性价比（见图表 13）。

图表 13：RCEP 国家主要股指市盈率（截至 2025 年 4 月末）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

²¹ 将董事会应忠实履职的对象从“公司”扩大到“公司及股东”。



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。**