

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

周期错位与分化复苏

——RCEP 国家 2023 年回顾与 2024 年展望

阅读摘要

2023 年，高基数、周期效应、疫后复常等影响下商品贸易活动承压、服务贸易回暖，美联储超预期加息、地缘不确定性事件突发扰动市场交投预期。复杂形势下，年内 RCEP 成员国经济增长、政策路径、市场走势分化较明显。根据我们 RCEP 国家“三分法”研究框架，本文梳理比较 2023 各国经济表现，前瞻探讨 2024 年的增长、政策及金融市场走向。

从增长视角看：2023 年，因全球经济非线性复苏，多数 RCEP 国家呈“V”型增长态势。由于核心业态周期错位，RCEP 各国经济增长整体呈现“服务型国家 > 资源型国家 > 制造型国家”的分化格局。展望 2024 年，因制造业周期向上、大宗商品周期筑底回升、疫后服务业修复空间渐小，RCEP 各国经济复苏料延续分化，总体呈现“制造型国家 > 资源型国家 > 服务型国家”格局。综合预计，RCEP 成员国 GDP 占全球 GDP 比例有望从 2022 年的 31.3% 分别提升至 2023 年、2024 年的 31.7%、32.1%，增长贡献度有望从 2022 年的 30.6% 分别提升至 2023 年 43.2%、2024 年的 46.0%。

从政策视角看：2023 年 RCEP 国家货币政策整体偏紧，紧缩力度呈“资源型国家 > 服务型国家 > 制造型国家”格局，**印尼、澳大利亚、新西兰**年内加息幅度在 100BP 左右，**中国、越南**年内降息，**日本**维持货币宽松。2024 年，伴随美联储降息，制造型国家和服务型国家降息稳增长意愿预计较强，泰国或成为越南之后第二个降息的东盟国家；大宗商品周期向上背景下资源型国家短期仍有延续高利率以控通胀的需求。

从金融市场看：在美联储超预期大幅加息背景下，2023 年 RCEP 国家除**印尼盾、菲律宾比索升值**外汇率普遍承压；国债利率、股指走势则分别与自身货币政策、增长前景高度相关，其中**越南国债利率因降息大幅下行**，**日本、韩国股市领涨**。2024 年伴随美联储降息，RCEP 国家汇市和股市整体料可得到提振，经济景气向好背景下债市利率大幅下行压力不大，日元、越南股市或有较好表现。

周期错位与分化复苏

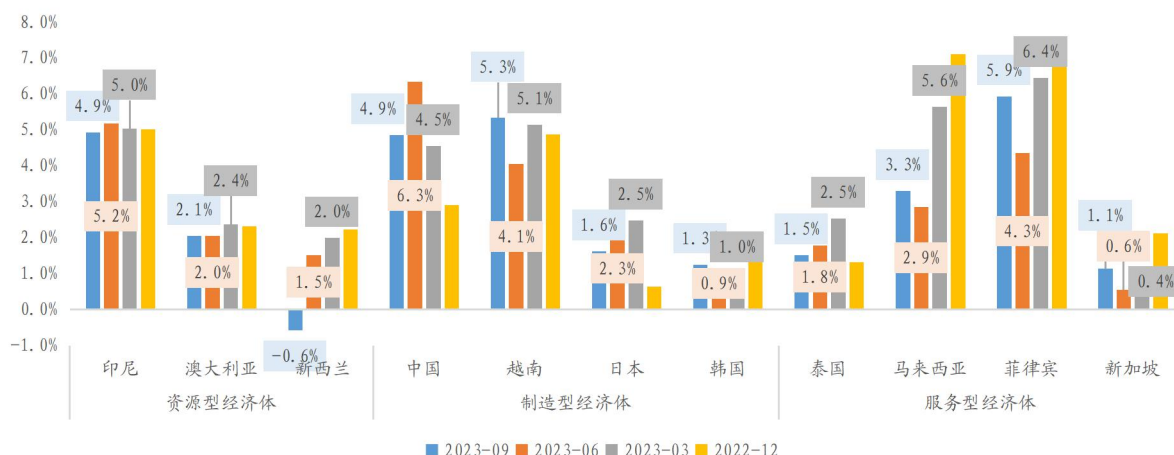
——RCEP 国家 2023 年回顾与 2024 年展望

一、半数 RCEP 国家 2023 年经济“V”型增长，复苏表现总体呈“服务型国家>资源型国家>制造型国家”的分化态势，2024 年分化复苏格局预计转向“制造型国家>资源型国家>服务型国家”

（一）从增速看：半数 RCEP 国家 2023 年增长呈年初及年末高、年中低的“V”型复苏态势

受制造业库存周期、大宗商品价格波动、疫后跨境旅游恢复、2022 年同期基数等因素影响，多数 RCEP 国家前三季度经济普遍“V”型增长。从同比增速看，澳大利亚、韩国、马来西亚、菲律宾、越南二季度 GDP 增速为四个季度（即 2022 年 4 季度到 2023 年 3 季度）以来最低，三季度增速反弹。相较而言，中国、印尼凭借较广阔的内循环大市场，季度间经济增速波动较小；日本、泰国因内需疲软且入境旅游带来的修复性增长脉冲回落，新西兰因三季度贸易逆差扩大，增速呈“前高后低”态势（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）从结构看：制造型国家增长受外需拖累，大宗商品价格下行掣肘资源型国家增长表现，服务型国家增长受疫后服务业集中修复提振

1. 商品需求走弱拖累中越日韩商品出口和制造业增长。

中国、越南、日本、韩国是典型的制造型经济体，受全球制造业需求低迷¹影响，前 10 个月中越日韩出口总额（如无特殊说明，本文出口数据均为美元口径）分别同比变动-5.6%、-4.6%、-5.2%、-10.0%（见图表 2）。其中：韩国外贸跌幅居前，占比最大的半导体²出口大幅收缩（-30.1%）为主要动因。日本虽受半导体出口承压掣肘（-11.6%），但占比不及韩国³且受汽车⁴出口增速可观（+24.7%）支撑；中国的机电出口（-7.4%）跌幅相对较小；越南纺织鞋履（-12.5%）出口回落较大但电子零件（+0.4%）等出口回升提供一定拉动（见图表 3），出

¹ 全球制造业 PMI 自 2022 年 9 月起持续在荣枯线下。

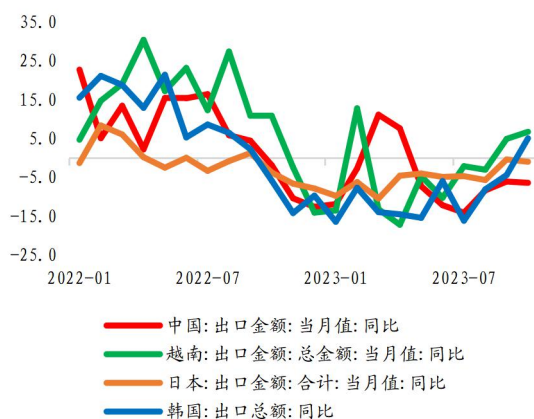
² 韩国半导体出口约占出口金额的 16%。

³ 日本半导体出口约占出口金额的 5%。

⁴ 日本汽车出口约占出口金额的 15%。

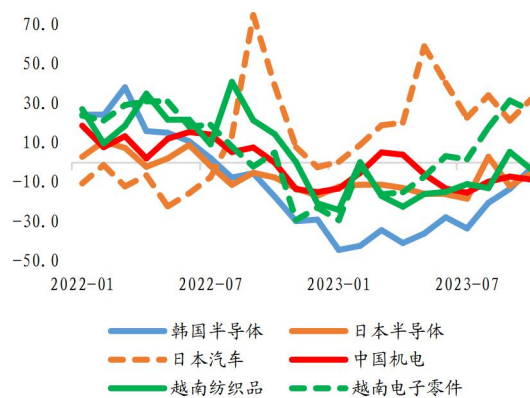
口跌幅相对较小。受出口疲弱拖累，4国制造业活动收缩明显，前11个月，日韩制造业PMI有10个月在荣枯线下，中越制造业PMI分别有7个月、9个月在荣枯线下。综合看，制造型国家年内面临的增长挑战较为严峻。

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：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 大宗商品价格下行掣肘资源型国家出口表现。 印尼、澳大利亚、新西兰是典型的资源型经济体⁵，本轮全球大宗商品价格自2022年6月触顶，至2023年11月整体跌幅约20%⁶，受其影响，2023年初至今⁷资源型国家出口货值持续下滑，印尼（矿物燃料出口跌）、澳大利亚（煤炭出口跌、金属矿出口增）、新西兰（奶类出口跌、谷物肉类出口跌但边际回暖）累计出口总额分别变动-11.8%、-3.2%、-7.1%（见图表4），其中印尼矿物燃料、澳大利亚煤炭、新西兰奶类为主要拖累项，澳大利亚金属矿出口重新扩张、新西兰谷物肉类出

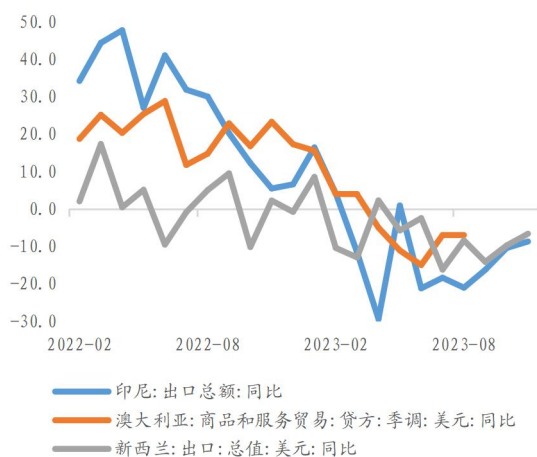
⁵ 印尼是全球第一大棕榈油、第二大煤炭出口国，澳大利亚是第一煤炭、铁矿石出口国，新西兰是第一奶制品出口国。

⁶ 基于RJ/CRB商品价格指数进行计算。

⁷ 印尼为前11个月，新西兰为前11个月，澳大利亚为前8个月。

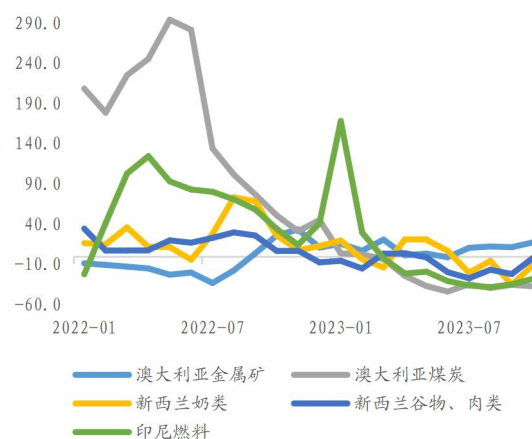
口跌幅收窄形成一定提振但支撑力度有限（见图表 5）。综合看，资源型国家增长面临掣肘、但压力整体小于制造型国家。

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、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

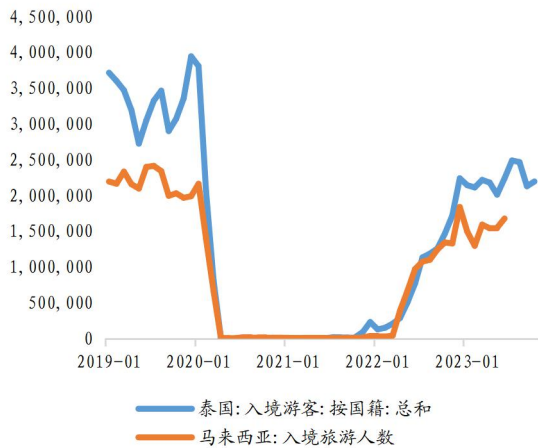
图表 5：印尼、澳大利亚、新西兰主要商品出口当月同比增速 (%)



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

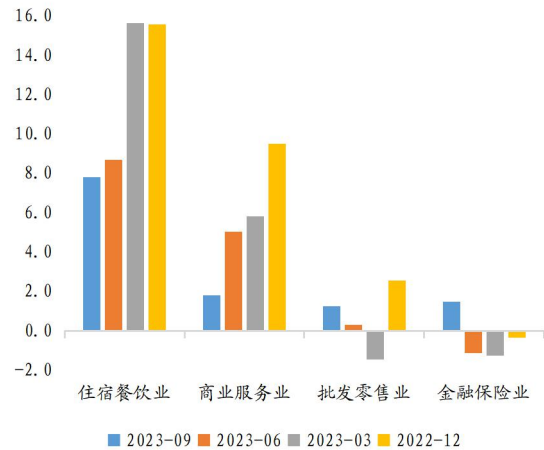
3. 疫后服务需求集中释放支撑服务型国家增长。泰国、马来西亚、菲律宾、新加坡是典型的服务型经济体，疫后服务需求延后释放，特别是年初中国内地全面通关、出境游客大幅增加（欧美国家服务消费也呈继续修复态势，比如，截至 2023 年 9 月末，美国服务消费仍低于疫情前趋势线 0.8%），对服务业消费有较明显的提振。其中，泰国、马来西亚受益于入境旅游持续回暖（目前泰国、马来西亚入境游客数分别恢复至 2019 全年均值的 66%、77%，见图表 6），新加坡住宿餐饮、商业服务增速回落但批发零售、金融保险业增速回升（见图表 7）。综合看，服务型国家增长表现相对偏强。

图表 6：泰国、马来西亚入境游客（人）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：新加坡部分服务行业 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

各国处于其核心业态周期不同位置是增长呈分化态势的根本原因。新冠疫情形成商品需求缺口带动中越日韩出口骤增、于 2020 年率先复苏，并自 2022 年供应链缓解起回落至今；2021 年的供应链紧张⁸及地缘局势动荡推升大宗商品价格带动印尼、澳大利亚、新西兰随后复苏；泰国、马来西亚等服务型国家在 2022 年方逐步开放边境、复苏进程较晚开启。

（三）预计 2024 年制造型国家、资源型国家经济增长分别受益于制造业周期向上及大宗商品周期筑底回升，服务型国家受疫后服务业修复空间渐小掣肘，总体呈现“制造型国家 > 资源型国家 > 服务型国家”格局

1. 制造型国家经济增速有望随制造业周期向上而上行。

虽然利率维持高位、欧美消费需求受掣肘等不利因素短期仍存，但美国经济“软着陆”预期升温，叠加制造业短周期已

⁸ 全球供应链压力指数从疫情前（2019 年 12 月）的 0.04 飙升至 2021 年 12 月的 4.33。

处于底部，2024 年制造型国家出口或重获增长动能（见图表 8）。特别地，随着中欧班列、西部陆海新通道等线路运量的增长，中国对“一带一路”沿线出口有望继续保持较高增速、未来几年对沿线制造型国家出口有望录得年均 10% 以上的增长（详见前期研究报告《中国与“一带一路”市场的贸易和产业协同前景（中篇）：制造型国家篇》）。此外，RCEP 全面生效进入第二年、区域内相关产品关税持续降低也将有效提振制造型国家外贸活动、从而提振经济增长。

图表 8：目前制造业短周期处于底部，未来制造型国家部分商品出口或随周期向上而转暖（%）

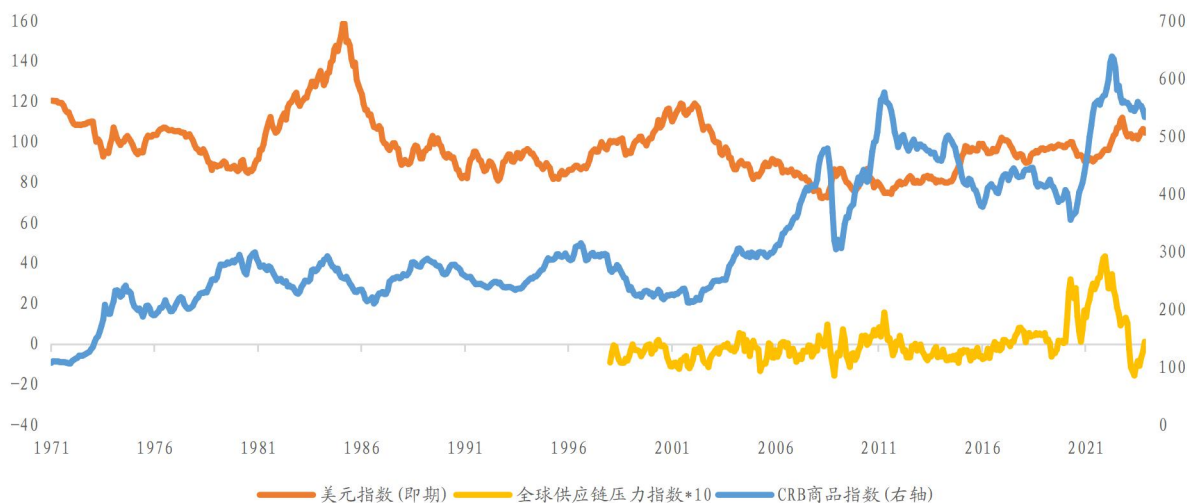


数据来源：WIND、CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 资源型国家经济增长有望随大宗商品周期筑底回升而保持韧性。一方面，未来美元指数回落趋势逐步明晰，商品周期具备企稳条件（见图表 9）。另一方面，中美等大型经济体同步进入补库周期，也有望为大宗商品价格走势提供支撑。其中，美国制造业有望于 2024 年中开启新一轮补库周期（详见《美国经济韧性尚余几何》），积极政策支持中国内地房地产市场企稳、制造业及基建支出延续增长提振大宗商品需求。不过，考虑到世界经济景气前景整体仍承压，全球

供应链紧张效应弱化等因素，大宗商品价格中枢大概率温和上行而非陡峭抬升，相应地支持资源型国家经济韧性增长。

图表 9：长期看，大宗商品指数与美元指数呈反相关关系（1971-2019 年二者相关性为-54.9%），而 2020 年至今反相关关系的失效更多源于供应链紧张的扰动



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 疫后服务消费延后释放对经济的提振力度渐弱，服务性国家面临增长动能切换的挑战。随着疫情常态化、各国入境限制基本解除，入境旅游对服务型国家的增长拉动空间或有限，泰国、马来西亚入境游客规模距 2019 年均值分别尚有 34%、23%修复空间。从非旅游服务增长动能看，**泰国**的新能源产业链、**马来西亚**的半导体封装与测试、**新加坡**的制造业升级及营商环境优化、**菲律宾**的基础设施建设等或接替旅游观光、餐饮住宿，成为四国 2024 年经济增长重要新动能。

综上，从经济增速看：2024 年 RCEP 国家整体经济景气度料优于 2023 年，但因制造业周期向上、大宗商品周期回升预计需待年中方开启，且服务型国家增长动能切换或需时日，增速上行斜率料较缓。从经济份额看，RCEP 国家作为全

球经济重要的增长极，成员国占全球 GDP 比重从 2012 年的 26.9% 增长至 2022 年的 31.3%，对全球经济增长贡献率超过三成。预计 2023 年、2024 年这一比例有望持续提升至 31.7%、32.1%。从增长贡献看，RCEP 国家对全球经济增长贡献度有望从 2022 年的 30.6% 分别提升至 2023 年 43.2%、2024 年的 46.0%（各国 2023、2024 年 GDP 增长率预测见图表 10）。

图表 10：2023、2024 年 RCEP 成员国 GDP 增速预测（%）

	2023 年增速	2024 年增速
印度尼西亚	5.0	5.2
澳大利亚	2.0	1.2
新西兰	1.0	1.0
中国	5.0	5.0
越南	4.5	6.0
日本	1.8	1.2
韩国	1.4	2.2
泰国	2.5	3.0
马来西亚	4.0	4.0
菲律宾	5.6	6.2
新加坡	1.0	2.0
柬埔寨	5.7	6.1
老挝	4.0	4.0
缅甸	2.6	2.6
文莱	-0.8	3.5

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心预测

二、货币紧缩接近尾声，金融市场压力料减轻，趋势表现与各国货币政策、增长前景高度相关

（一）2023 年货币紧缩力度呈“资源型国家 > 服务型国家 > 制造型国家”格局；2024 年制造型国家、服务型国家相机降息概率较大，泰国有可能成为越南之后第二个降息的东盟国家，资源型国家短期仍有维持高利率、抗通胀的压力

2023 年欧美央行货币紧缩力度较大，迄今大概率加息周

期已结束。欧央行、美联储本年度分别累计加息 200、100BP，但年末已连续两次、三次议息会议暂停加息。同期 RECP 国家货币政策紧缩力度呈“资源型国家 > 服务型国家 > 制造型国家”态势。资源型国家中印尼通胀有反弹迹象⁹、澳新两国通胀依然高企，央行持续收紧货币；服务型国家中菲律宾通胀压力仍居 RCEP 成员国之首继续加息，泰国下半年进行两次“预防性”加息¹⁰，但马来西亚、新加坡通胀回落、下半年停止加息；制造型国家中越南、韩国因出口压力、地产业持续出清分别率先降息、停止加息，人行相机降息，日本央行维持宽松基调、调整长端利率上限（见图表 11）。

图表 11：RCEP 主要成员国 2022 年 12 月-2023 年 11 月基准利率及累计变化示意表（%）

		2023年											2022年	近一年基准利率累计变化
		11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	
资源型国家	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
	澳大利亚	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
	新西兰	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
制造型国家	中国	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
	韩国	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
服务型国家	泰国	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
	马来西亚	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
	菲律宾	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	-	维持货币政策	-	-	-	-	-	维持货币政策	-	-	-	-	维持货币政策

数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望 2024 年，欧美央行降息预期逐步升温，RCEP 国家货币政策掣肘随之缓解。资源型国家在通胀持续性回落前或维持利率高位；服务型国家有降息提振非服务业增长动能的

⁹ 受到大米和牛肉价格上涨的影响，印尼 CPI 自 9 月的 2.3% 反弹至 11 月的 2.9%。

¹⁰ 泰国央行认为，因未来生活成本补贴减弱、厄尔尼诺现象加剧后食品价格可能上涨，通胀或有上行压力。

意愿，不排除预防性加息或提前降息可能，其中泰国自 10 月起 CPI 已连续两个月负增，明年若食品通胀反弹压力有限、新经济动能接续乏力，或成为越南之后第二个降息的东盟国家；制造型国家中外贸依存度较高的越南¹¹、韩国¹²或降息支持经济增长，其中韩国三季度食品能源通胀压力缓解、为降息打开空间，越南因地产风险尚在化解阶段、不良率攀升¹³，存在进一步降息化债必要性；中国内地也有望继续降低实际利率以支持实体经济高质量增长转型；日本因薪资增长尚未实质性加快¹⁴、商品通胀显著抑制居民购买力¹⁵，内生性动能尚处于夯基阶段，快速调整超宽松政策概率不大，但经济逐步向好将支持央行考虑调整 YCC 政策。

（二）2023 年美元指数“倒 V”型高位震荡背景下 RCEP 国家汇率普遍承压，国债利率、股市分别与货币政策、增长前景高度相关；2024 年 RCEP 国家汇市和股市料可有较好表现，债市利率延续大幅下行压力不大

2023 年美联储货币政策总体保持紧缩态势，美元指数总体呈“倒 V”型高位震荡态势。除印尼盾、菲律宾比索升值外，多数 RCEP 国家汇率走弱，尤以货币偏宽松、与欧美利差扩大的制造型国家为甚。国债利率分化格局与货币政策一致、呈“资源型国家 > 服务型国家 > 制造型国家”态势（按

¹¹ 根据世界银行数据，2021 年越南贸易额占 GDP 比重为 186%。

¹² 根据世界银行数据，2022 年韩国贸易额占 GDP 比重为 97%。

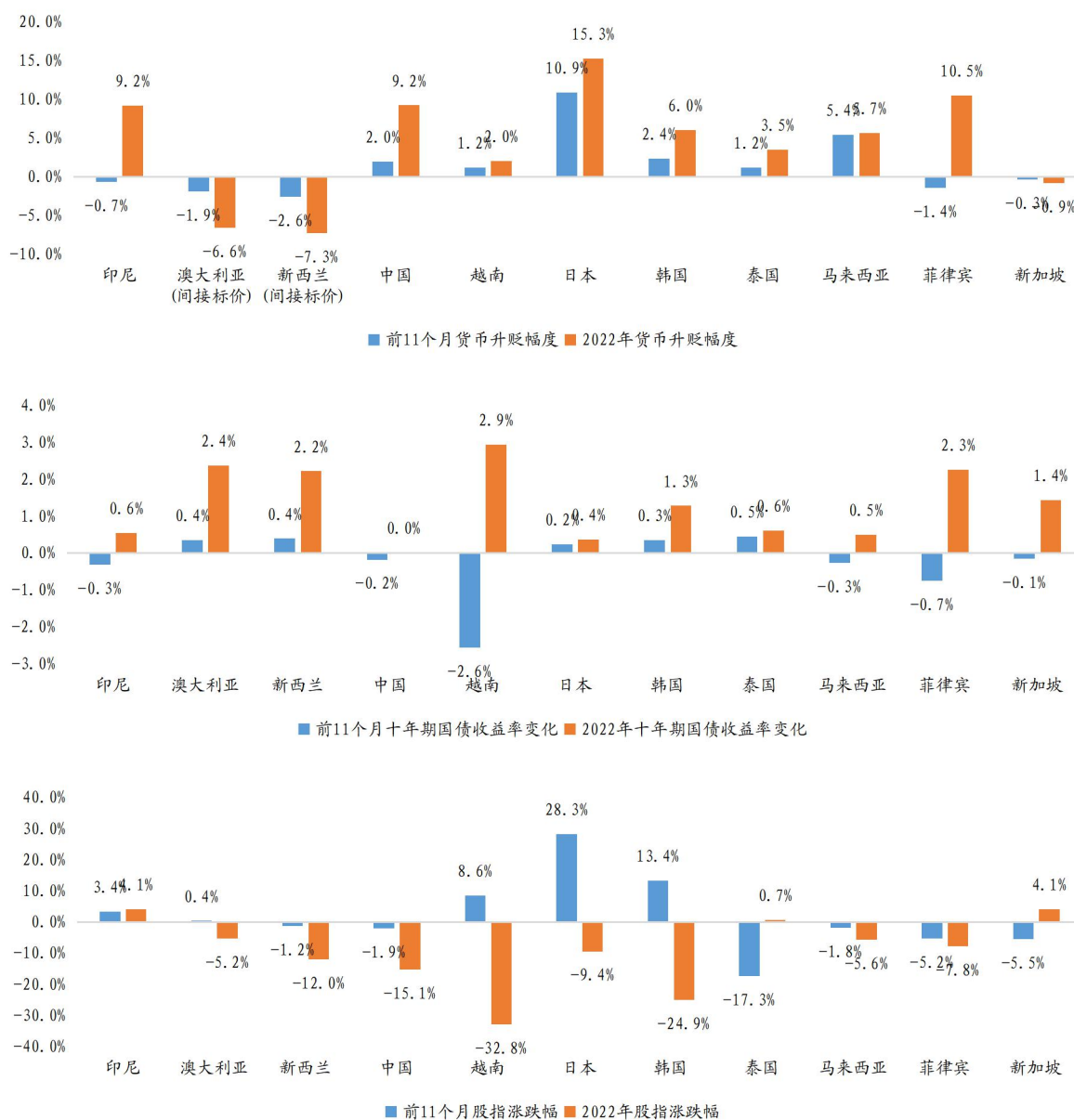
¹³ 越南不良贷款占未偿贷款比例从 2022 年二季度的 1.52% 飙升至 2023 年二季度的 3.36%、为 2015 年三季度以来新高。

¹⁴ 根据厚生劳动省数据，今年以来剔除波动较大的奖金后基本工资部分仅涨约 1%。

¹⁵ 日本 2023 年涨价食品达 32,395 种，涨价品类较去年大幅增长 25.7%，以加工食品、调味料、酒类为主。

国债利率变化由高至低排列), 其中越南 10 年期国债利率因大幅降息 (再融资利率年内降幅达 1.5%) 而下行 2.6%; 股市与增长前景高度相关, 呈“制造型国家 > 资源型国家 > 服务型国家”态势, 其中日本 (+28.3%)、韩国 (+13.4%) 股市领涨 (见图表 12)。

图表 12: RCEP 主要成员国 2022 年及 2023 年前 11 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

随着 2024 年美联储降息预期逐步明晰，美元指数大概率走弱，RCEP 国家货币压力总体有望减轻，但若部分国家在欧美基准利率维持高位期间进一步降息、利差进一步扩大，则不排除其汇率压力阶段加剧的可能性。预计各国债市利率延续下行压力不大，各国经济复苏节奏及货币政策分化是主要影响因素，考虑到较好的经济复苏前景，多数国家债市利率延续大幅下行概率不大；各国股市料有较好表现，制造型国家股市涨幅受周期回升的节奏与强度影响，资源型国家股市有望实现小幅正收益，服务型国家股市则取决于新动能提速是否足够弥补旧动能的放缓、实现正收益压力相对较大。

特别地，日本股市本年度涨幅以估值修复为主，未来随着通胀中枢较此前接近 0 的低水平¹⁶向相对略高水平¹⁷抬升，居民部门此前大量持有的现金、存款¹⁸或向权益市场转移、为日股带来增量资金。日本央行未来调整 YCC 政策的前提是较好的经济恢复基础，调整节奏也不会过快¹⁹，料也不会对股市走势产生过大影响。越南股市本年度受技术面调整、外需波动等影响宽幅震荡，未来在制造业周期触底回升、货币政策大概率继续宽松，特别是地产风险充分释放后有望走出困境。

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

¹⁷ 但目前看距离实现日本央行 2% 的长期通胀目标尚有距离。

¹⁸ 截至 2023 年 3 月末，日本居民部门 54.2% 的金融资产分配在现金及存款，该策略在通缩环境下奏效，但在通胀中枢开始抬升环境下或面临损失。

¹⁹ 日本政府 11 月月度经济报告将对国内经济形势评估自“正在温和复苏”下调为“近期呈现部分停滞，但正在温和复苏”（此前曾于 5 月上调评估）；对企业投资的评估从“正在复苏”下调为“复苏进程有所停滞”（此前曾于 2022 年 10 月上调评估）；官员称目前内需缺乏强劲势头。政策层或意识到利率抬升开始对投资端产生抑制效果，货币政策正常化步伐放慢概率较大。