

韩国央行年内第二次降息

一、韩国央行年内第二次降息

■ 10月16日，韩国央行下调基准利率25bp至1.25%，为年内第二次降息（此前7月降息25bp至1.50%），当前基准利率为2017年11月以来最低水平。韩国央行表示，考虑到国内经济增长放缓，以及偏低的通胀水平，将维持宽松的货币政策立场。2019Q2韩国实际GDP同比2.1%，环比1.1%，相对Q1增速回升，但依然处于近年来偏低水平。2019年以来，CPI同比增速持续位于1%以下，9月CPI同比-0.4%，8月PPI同比-0.6%，均为连续两个月负值。经济增速放缓下，通缩压力显现，这是韩国央行今年第二次降息的背景。从支出法角度来看，全球经济放缓下净出口韩国对经济拉动明显放缓。Q2净出口拉动GDP同比增长0.6个百分点，较Q1下降1.2个百分点。今年1-9月，摩根大通全球制造业PMI从50.8降至49.7。韩国净出口的走弱主要源于全球经济走弱下出口与进口的联动放缓。Q2固定资产形成拖累GDP同比1.1个百分点，较Q1改善1.5个百分点，其中设备投资拖累GDP同比0.7个百分点，建筑投资拖累0.6个百分点。私人设备投资方面，设备投资的恶化实际上也是受到外部需求走弱影响。2018年韩国出口产品中半导体占比24%，由于全球半导体市场的低迷以及美中贸易争端的不确定性加剧，企业设备投资已经连续五个季度对GDP负贡献。船舶新订单在2017年大幅增加后，随着全球贸易增速的放缓逐步减少，是船舶企业设备投资减少的主要原因。同时，原油价格的下跌也影响了石化制品的出口，企业也相应减少了资本开支。实际上，由于出口企业和国内企业是相辅相成的，出口企业订单的减少也相应影响到了国内企业，从而减少了资本开支。全球经济增速放缓下私人设备投资增速走弱。房价增速趋缓下，住宅建筑施工放缓，导致建筑投资趋弱。建筑投资已经连续五个季度对GDP形成负贡献，建筑订单、开工建设面积增速的放缓是主要影响因素，2018年以来韩国住宅价格大幅增长，但今年以来房价涨幅放缓，叠加居民住宅贷款增速的放缓，住宅建筑投资短期难有起色。2019Q2韩国私人消费拉动GDP同比0.9个百分点，是2017Q1以来的最低值，主要受名义工资增长放缓和就业人数下降影响。总体就业人数保持缓慢增长，但受外部环境影响，2018年4月以来制造业就业人数持续负增长，家庭名义可支配收入随之放缓，成为消费增长的主要拖累。此外，中美贸易争端的不确定性增加以及对经济放缓的担忧，也对消费者信心造成负面影响，消费者信心指数、家庭生活水平预期均从2018年初高点回落。我们认为，韩国央行降息源于全球经济增速放缓对其造成的负面冲击。由于全球贸易不确定性影响，以及半导体行业需求下降等问题，韩国作为出口导向型经济体，未来经济增长将面临多重困难，预计韩国央行存在进一步降息可能。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- 美联储：部分官员支持进一步降息。圣路易斯联储主席布拉德表示，美国经济情况良好，存在一些下行风险；美联储必须考虑进行额外的保险式降息。
- 欧央行：德拉吉表示准备好在需要时调整所有政策工具。
- 日本央行：黑田东彦表示有可能进一步放松货币政策。
- 其他央行：韩国央行降息。

三、文献推荐

- 经济衰退中的消费：财务困境渠道（FED）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下：

一、韩国央行年内第二次降息

10月16日，韩国央行下调基准利率25bp至1.25%，为年内第二次降息（此前7月降息25bp至1.50%），当前基准利率为2017年11月以来最低水平。韩国央行认为，外部随着贸易的收缩，全球经济增长的速度继续放缓。内部来看，国内经济增长依然缓慢，其中消费增速放缓，建筑投资继续调整，出口和设备投资依然偏弱，在石油产品、农产品等影响下，CPI通胀降为负值。韩国央行表示，考虑到国内经济增长放缓，以及偏低的通胀水平，将维持宽松的货币政策立场。

经济增速放缓下，通缩压力显现，这是韩国央行今年第二次降息的背景。2019Q2韩国实际GDP同比2.1%，环比1.1%，相对Q1增速回升，但依然处于近年来偏低水平。经济增速放缓下，通胀低迷，通缩压力显现。2019年以来，CPI同比增速持续位于1%以下，9月CPI同比-0.4%，8月PPI同比-0.6%，均为连续两个月负值。居民、企业通胀预期不断走弱，主要是受国内外总需求走弱、原油价格下降等多方面影响。这是韩国央行今年第二次降息的背景。

从支出角度来看，全球经济放缓下净出口韩国对经济拉动明显放缓。Q2净出口拉动GDP同比增长0.6个百分点，较Q1下降1.2个百分点，今年1-9月，摩根大通全球制造业PMI从50.8降至49.7，净出口的走弱主要源于全球经济走弱下出口与进口的联动放缓。Q2固定资产形成拖累GDP同比1.1个百分点，较Q1改善1.5个百分点，其中设备投资拖累GDP同比0.7个百分点，建筑投资拖累0.6个百分点，无形固定资产投资拉动GDP同比0.1个百分点。私人设备投资方面，设备投资的恶化实际上也是受到外部需求走弱影响。2018年韩国出口产品中半导体占比24%，由于全球半导体市场的低迷以及美中贸易争端的不确定性加剧，企业设备投资已经连续五个季度对GDP负贡献。船舶新订单在2017年大幅增加后，随着全球贸易增速的放缓逐步减少，是船舶企业设备投资减少的主要原因。同时，原油价格的下跌也影响了石化制品的出口，企业也相应减少了资本开支。实际上，由于出口企业和国内企业是相辅相成的，出口企业订单的减少也相应影响到了国内企业，从而减少了资本开支。考虑到全球经济的放缓、以及全球经济的高度不确定性，韩国私人设备投资增速依然乏力。房价增速趋缓下，住宅建筑施工放缓，导致建筑投资趋弱。建筑投资已经连续五个季度对GDP形成负贡献，建筑订单、开工建设面积增速的放缓是主要影响因素，2018年以来韩国住宅价格大幅增长，但今年以来房价涨幅放缓，叠加居民住宅贷款增速的放缓，住宅建筑投资短期难有起色。2019Q2韩国私人消费拉动GDP同比0.9个百分点，是2017Q1以来的最低值，主要受名义工资增长放缓和就业人数下降影响。此外，中美贸易不确定性以及经济放缓，也对消费者信心产生了负面影响。总体就业人数保持缓慢增长，但受外部环境影响，2018年4月以来制造业就业人数持续负增长，家庭名义可支配收入随之放缓，成为消费增长的主要拖累。此外，中美贸易争端的不确定性增加以及对经济放缓的担忧，也对消费者信心造成负面影响，消费者信心指数、家庭生活水平预期均从2018年初高点回落。

我们认为，韩国央行降息源于全球经济增速放缓对其造成的负面冲击，存在进

一步降息可能。由于全球贸易不确定性影响，以及半导体行业需求下降等问题，韩国作为出口导向型经济体，未来经济增长将面临多重困难，预计韩国央行存在进一步降息可能。

图表 1: 韩国央行降息 25bp 至 1.25%



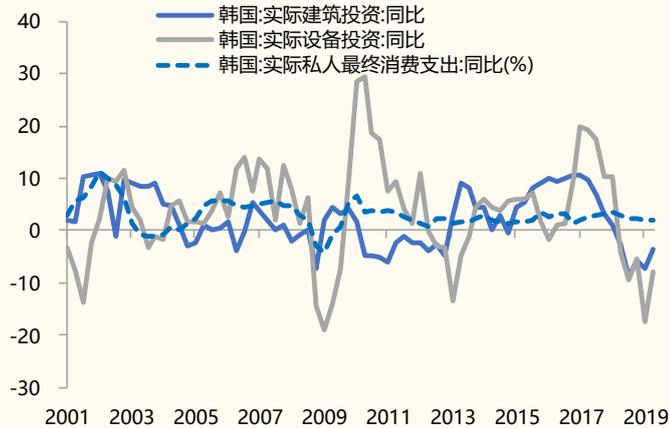
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 全球经济走弱下韩国出口增速放缓 (%)



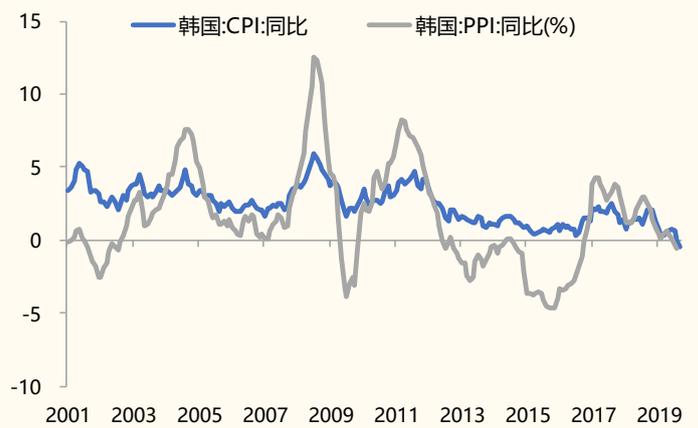
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 韩国私人消费, 固定资本形成增速放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 韩国 CPI, PPI 均陷入通缩



来源: Wind, 国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国央行: 货币市场利率上升

国内货币市场利率上升。10月18日, R007、DR007、Shibor3M 分别较上周(10月12日)上升 30bp、19bp、3bp 至 2.8%、2.7%、2.7%。下周有 300 亿逆回购到期。

香港货币市场利率上升, Libor-Hibor 利差回升。10月19日, Hibor 隔夜、1周、3 个月较上周(10月11日)分别波动 42bp、7bp、-10bp 至 1.23%、1.37%、2.13%; 1周 Libor-Hibor 利差升至 66bp。

2. 美联储：部分官员支持进一步降息

圣路易斯联储主席布拉德表示，美国经济情况良好，伴随一些下行风险；美联储必须考虑进行额外的保险式降息。

达拉斯联储主席卡普兰表示，贸易不确定性正在拖慢经济增速；美国经济增速面临的风险偏向下行。

美联储副主席克拉里达表示，购买国债的目的在于提高流动性，不能与危机时期的 QE 混为一谈。

明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，购买国债并非 QE，不会影响到长期利率。

纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储拥有许多工具以解决潜在的经济衰退，其中包括资产购买和前瞻性指引。

旧金山联储主席戴利表示，支持 7 月和 9 月的降息；未来是否进一步降息需要观察更多经济数据。

3. 欧央行：德拉吉表示准备好在需要时调整所有政策工具

欧央行行长德拉吉表示，欧央行已准备好在需要时调整所有政策工具。

欧央行管委霍尔茨曼表示，欧元区经济有改善的迹象，有序脱欧会对经济有所帮助；负利率长期来看是不可持续的。

欧央行管委魏德曼表示，贸易分歧近期对全球经济的负面影响有所上升。

4. 日本央行：黑田东彦表示有可能进一步放松货币政策

日本央行行长黑田东彦表示，日本央行有可能进一步放松货币政策；必须关注长期宽松政策带来的副作用。

5. 其他央行：韩国央行降息

10 月 16 日，韩国央行下调基准利率 25bp 至 1.25%，为年内第二次降息。

三、文献推荐

经济衰退中的消费：财务困境渠道

Kartik Athreya, Ryan Mather, Jos'e Mustre-del-R'io, Juan M. S'anchez

(来源：FED，地址：

<https://s3.amazonaws.com/real.stlouisfed.org/wp/2019/2019-025.pdf>)

在大萧条期间，美国的消费崩溃随着房价的下跌发生了系统性变化。我们发现，美国家庭的财务困境加剧了消费对房价冲击的敏感性。主要有两个基本事实：

- (1) 衰退期间，房价下跌将先引发家庭财务困境加剧，然后导致收入下降；
- (2) 在邮政编码区域，衰退前的财务困境发生比率与衰退开始时的房价下跌呈正相关。在使用充分的动态估计模型来衡量财务困境发生的渠道之后，我们发现这两个基本事实分别使消费总量下降了 7% 和 45%。

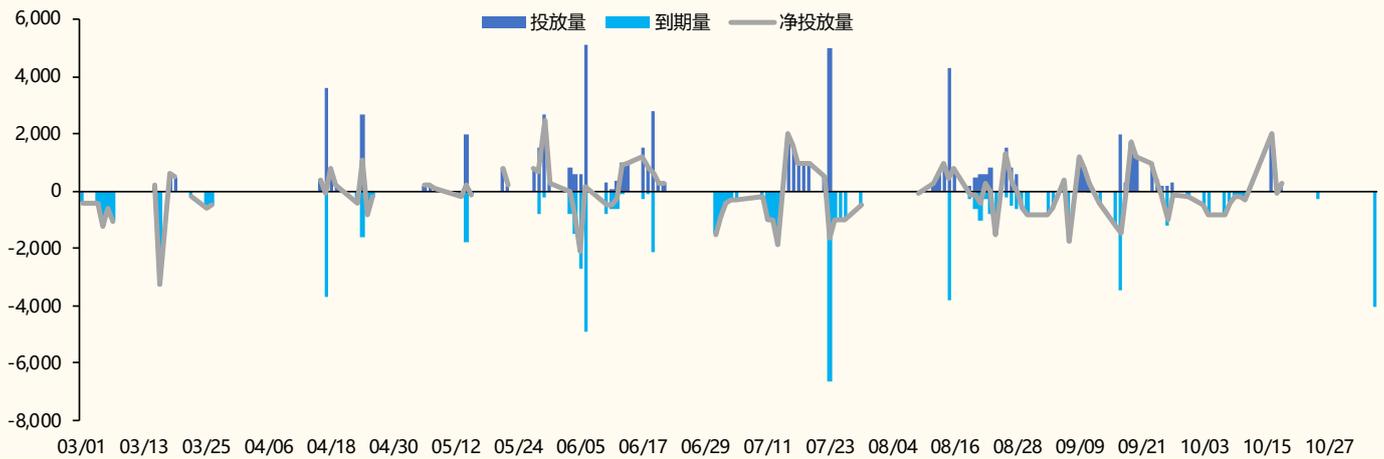
图表 5: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整¹ (%)

	国家/地区	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25	-0.25		1.75-2.00
	欧元区:存款便利利率									-0.10		-0.50
	巴西:隔夜利率								-0.50	-0.50		5.50
	泰国:隔夜利率								-0.25			1.50
	中国香港:贴现窗利率								-0.25	-0.25		2.25
	土耳其:一周回购利率							-4.25		-3.25		16.50
	韩国:基准利率							-0.25			-0.25	1.25
	马来西亚:隔夜利率					-0.25						3.00
	菲律宾:隔夜借款利率					-0.25			-0.25	-0.25		4.00
	印尼:基准利率								-0.25	-0.25	-0.25	5.25
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.25		-0.35		-0.25	5.15
	南非:再回购利率							-0.25				6.50
	俄罗斯:关键利率						-0.25	-0.25		-0.25		7.00
	澳大利亚:隔夜利率						-0.25	-0.25			-0.25	0.75
	新西兰:基准利率					-0.25			-0.50			1.00
	冰岛:基准利率					-0.50	-0.25		-0.25		-0.25	3.25
	乌克兰:贴现利率				-0.50			-0.50		-0.50		16.50
	智利:隔夜利率	+0.25					-0.50			-0.50		2.00
	墨西哥:基准利率								-0.25	-0.25		7.75
	埃及:贴现利率		-1.00						-1.50	-1.00		13.75
丹麦:基准利率									-0.10		-0.75	
无变化	日本:政策目标利率											-0.10
	英国:再回购利率											0.75
	中国台湾:担保放款利率											1.75
	加拿大:隔夜目标利率											1.75
	瑞士:3M LIBOR 目标利率											-0.75
	保加利亚:基本利率											0.01
	匈牙利:基准利率											0.90
	波兰:28 日再回购利率											1.50
	以色列:基准利率											0.25
加息	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25			+0.25		1.50
	瑞典:再回购利率	+0.25										-0.25
	捷克:2 周再回购利率					+0.25						2.00

来源: Wind, 国金证券研究所整理

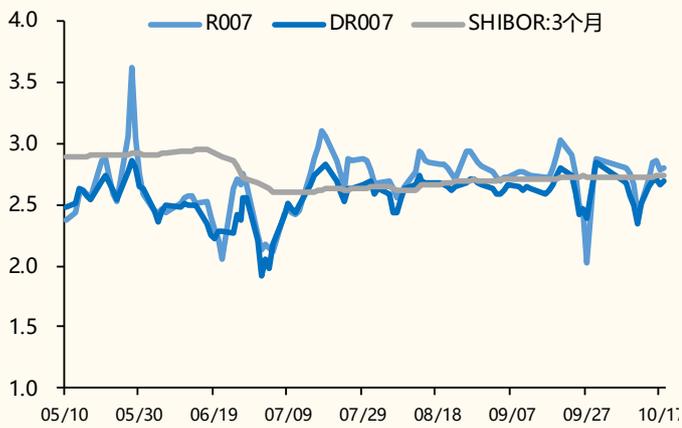
¹ 截至 2019 年 10 月 20 日

图表 6: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



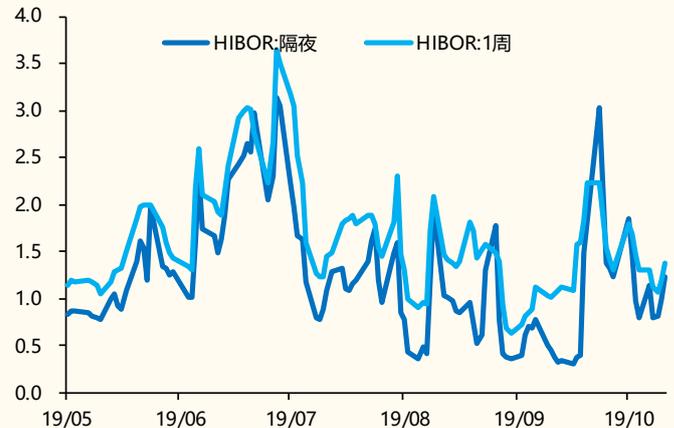
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 国内货币市场利率上升 (%)



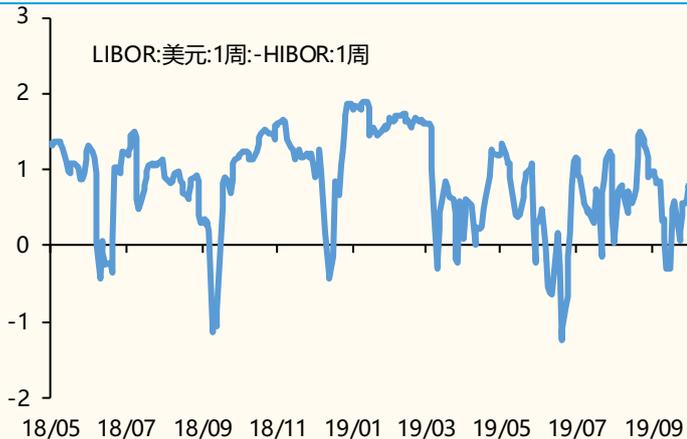
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 香港货币市场利率上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: Libor-Hibor 利差小幅上升 (%)



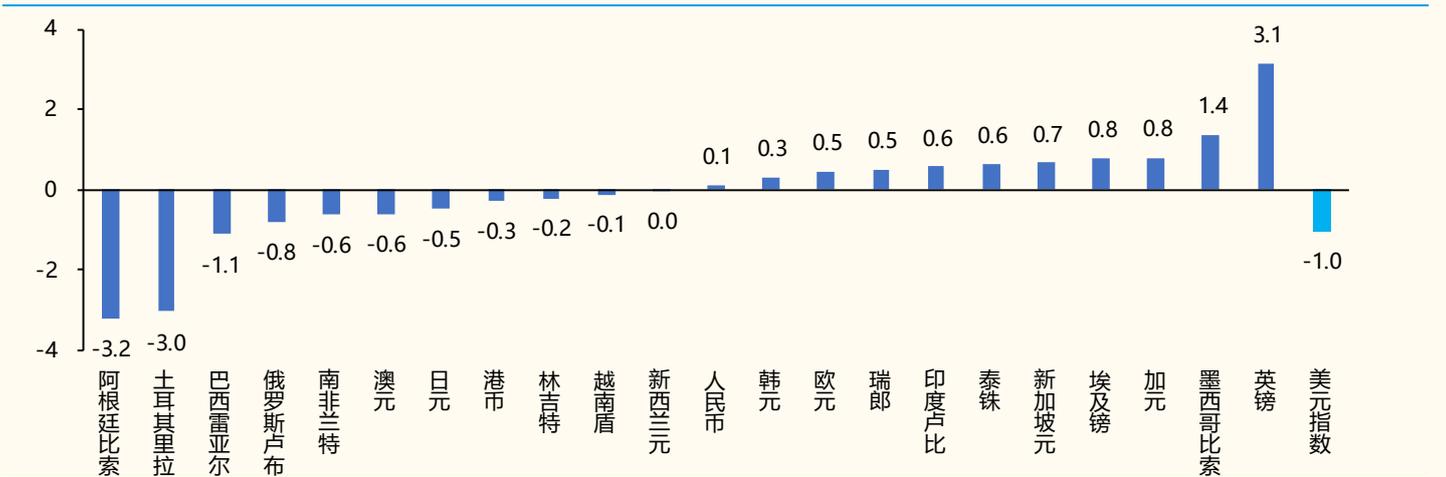
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: CME 数据显示的美联储降息概率 (10.19)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 175-200bp)				
	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2019/10/30			0.0%	91.4%	8.6%
2019/12/11	0.0%	0.0%	24.3%	69.4%	6.3%
2020/1/29	0.0%	6.2%	35.8%	53.3%	4.7%
2020/3/18	0.5%	8.8%	37.3%	49.0%	4.3%
2020/4/29	1.4%	11.9%	38.6%	44.2%	3.8%

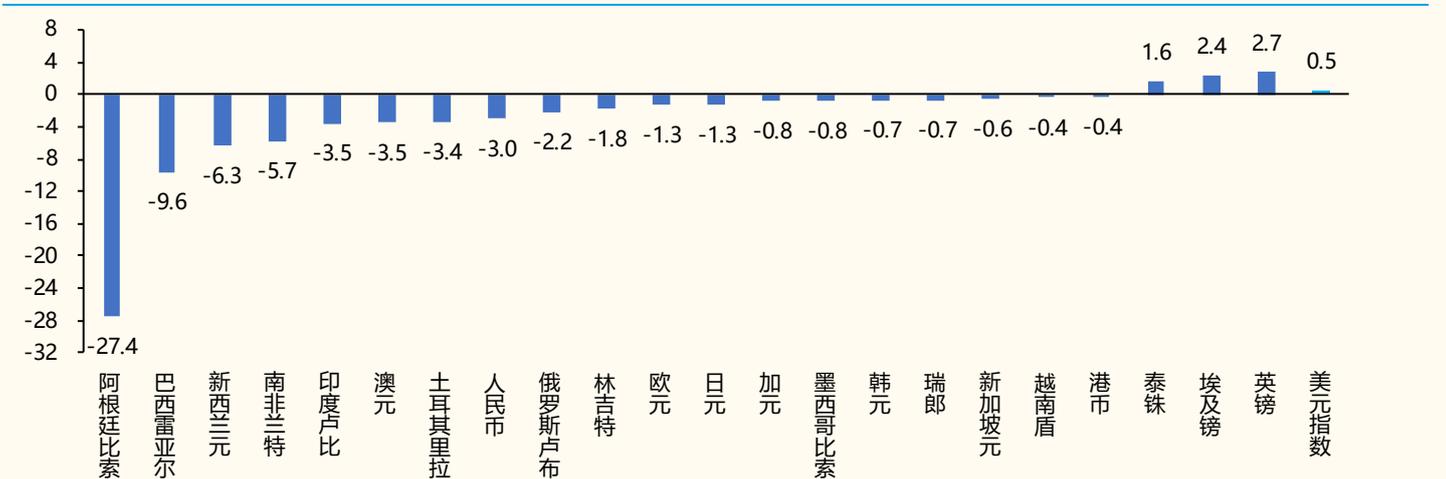
来源: CME, 国金证券研究所

图表 11: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



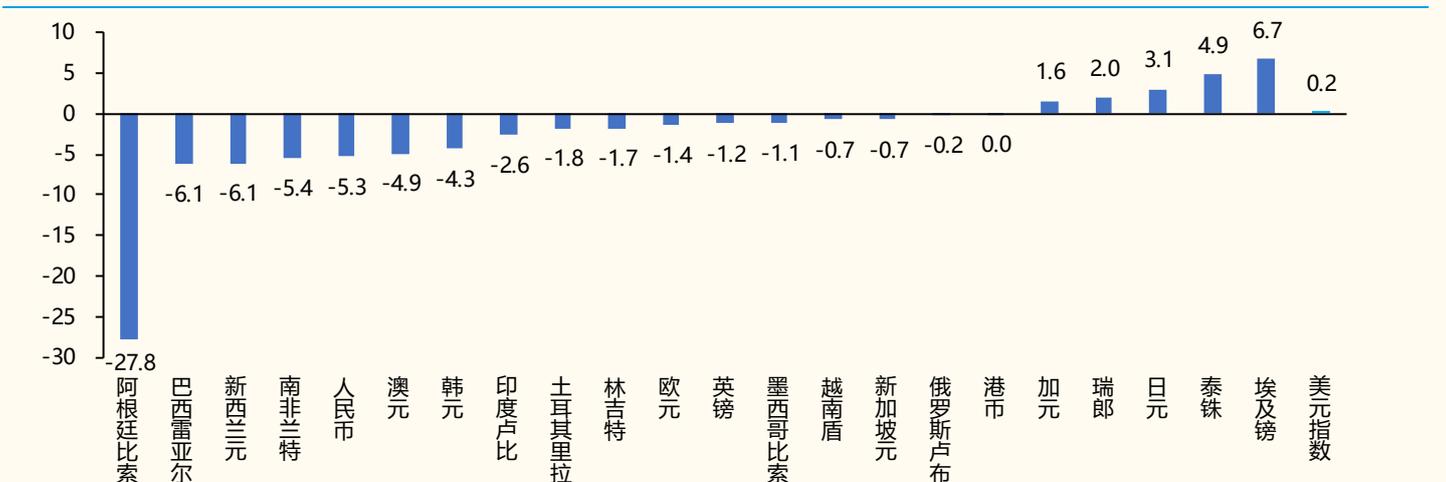
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
10月18日	以利率招标方式开展了300亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
10月17日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
10月16日	开展中期借贷便利（MLF）操作2000亿元，期限1年，利率3.30%
10月15日	今日是对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点的第一次调整，释放长期资金约400亿元。银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
10月14日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 15: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
10月19日	达拉斯联储主席卡斯普兰	2020年	贸易不确定性正在拖慢经济增速；美国经济增速面临的风险偏向下行。
10月19日	美联储副主席克拉里达	永久	购买国债的目的在于提高流动性，不能与危机时期的QE混为一谈。
10月18日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	2020年	购买国债并非QE，不会影响到长期利率。
10月18日	纽约联储主席威廉姆斯	永久	美联储拥有许多工具以解决潜在的经济衰退，其中包括资产购买和前瞻性指引。
10月16日	旧金山联储主席戴利	2021年	支持7月和9月的降息；未来是否进一步降息需要观察更多经济数据。
10月16日	芝加哥联储主席埃文斯	2019年	低利率环境下，美联储抵御经济负面冲击的能力较小。
10月15日	圣路易斯联储主席布拉德	2019年	美国经济情况良好，伴随一些下行风险；美联储必须考虑进行额外的保险式降息。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 16: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
10月18日	欧央行行长德拉吉	欧央行已准备好在需要时调整所有政策工具。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9515



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn