



管涛：韩元虽贬值，但亚洲金融危机再现风险较低



意见领袖 | 管涛

今年, 主要亚洲货币中, 日元与韩元成为“双子星”。到 9 月 16 日, 日元对美元汇率累计下跌 19.5%, 跌至 1998 年来新低; 韩元汇率下跌 14.2%, 也跌至 2009 年来新低。韩国会因为韩元贬值再现二十五年前的金融危机吗? 本文拟就此进行探讨。



韩元大幅贬值主要是美元太强

去年起, 韩元汇率开始走弱。去年, 美元指数反弹 6.7%, 韩元汇率下跌 8.6%, 日元汇率下跌 10.0%。今年美指进一步走高, 到 9 月 16 日累计上涨 14.3%, 韩元与日元汇率继续下跌。去年初至今年 9 月 16 日, 美元指数累计上涨 21.9%, 韩元汇率累计贬值 21.6%, 日元汇率累计贬值 27.6%

(见图 1)。韩元跌幅相对日元要小, 主要反映了两国相对美国经济周期和

货币政策周期的差异。

图 1：韩元和日元兑美元汇率走势（单位：韩元/美元；日元/美元）



资料来源：韩国央行；日本央行；WIND；中银证券

凭澜观涛

新冠疫情持续冲击下，韩国经济复苏要好于日本，日本至今尚未恢复到疫情前水平。去年，美国、韩国、日本实际经济增速分别为 5.7%、4.1% 和 1.7%，2020 和 2021 年两年复合平均增速分别为 1.0%、1.7% 和 -1.4%。今年二季度，美国、韩国当季实物经济总量分别相当于 2019 年同期的 103.8% 和 106.6%，日本仅为 97.7%。

由于日本经济恢复比较缓慢，加之其国内通胀温和，日本央行坚持实施量化质化宽松（QQE）货币政策，坚守收益率曲线控制，导致日美货币政策分化加剧。结果，今年前八个月，月均 10 年期日美债负收益率差扩大

129BP（见图 2），驱动日元大跌。

图 2：10 年期日美和韩美月均国债收益率差（单位：BP）



资料来源：美联储；日本财务省；韩国央行；WIND；中银证券 经济观察网

韩国 CPI 通胀自去年 4 月份起持续超过 2% 的中期通胀目标，到今年 8 月份，CPI 同比增长 5.7%，核心 CPI 增长 4.4%。韩国央行去年 8 月份启动了加息周期，领先美联储。到今年 8 月份，韩国央行连续加息七次，累计达 200BP，基准利率为 2.50%（见图 3）。但由于美国通胀持续爆表、美联储追赶式紧缩，四次加息就追平了韩国。同时，美债收益率飙升，推动韩美利差收敛，今年前八个月，月均 10 年期韩美国债收益率差缩小 30BP（见图 2）。特别是 6、7 月份，美联储前慢后快，两次背对背加息 75BP，进一步推高美元指数，加速了韩元贬值。6 月初至 9 月 16 日，美元指数上

涨 7.8%，韩元汇率下跌 10.7%，日元汇率下跌 10.3%（见图 1）。

图 3：韩国通胀率与基准利率（单位：%）

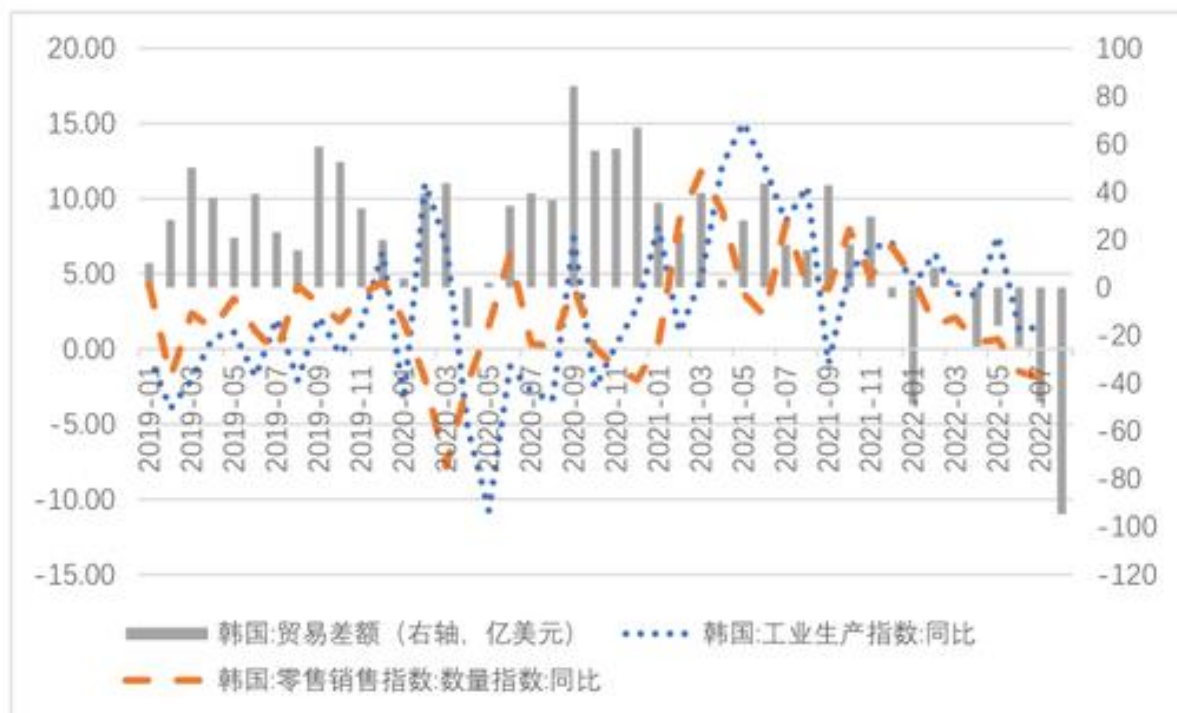


资料来源：韩国央行；WIND；中银证券

凭澜观涛

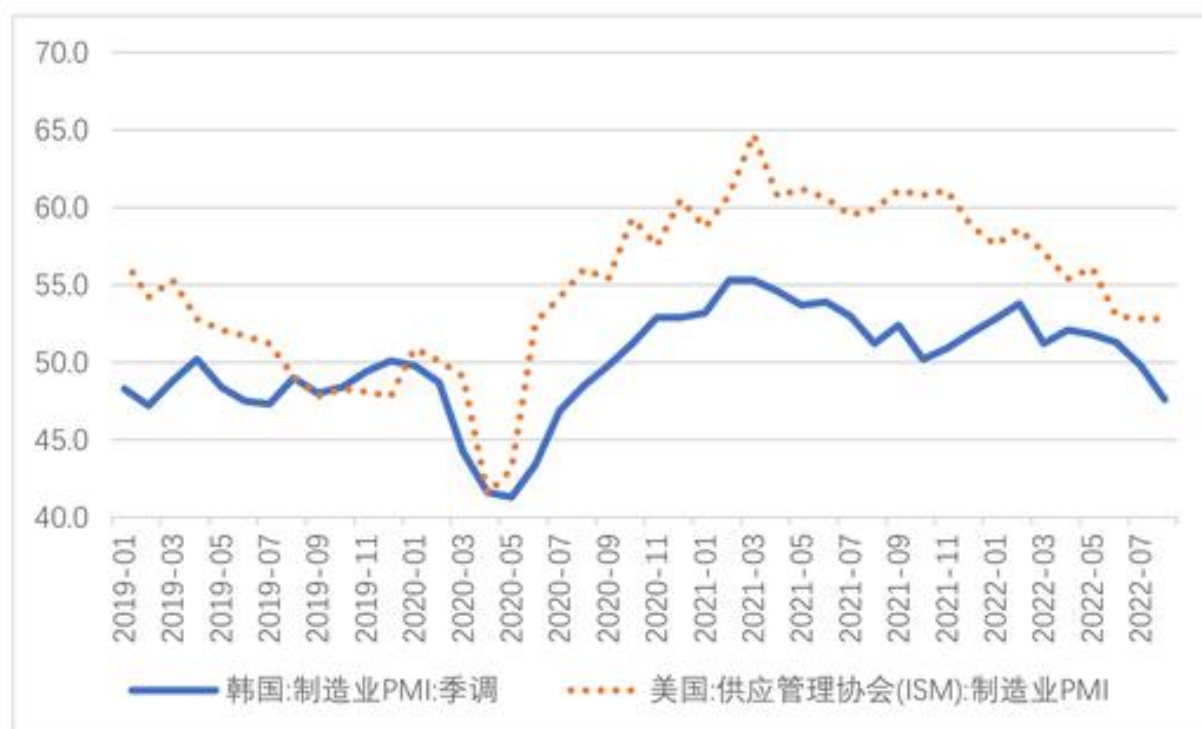
此外，今年 6、7 月份，韩国工业生产指数同比增速快速下滑，零售销售数量指数连续负增长，货物贸易逆差不断扩大（见图 4）。受此影响，5~8 月份，韩国制造业 PMI 指数连续 4 个月环比下降，且 7、8 月份连续两个月跌破荣枯线。6~8 月份，美国 ISM 制造业 PMI 指数虽连续 3 个月环比下降，却维持在荣枯线以上（见图 5）。显然，当前美国经济景气好于韩国，美联储紧缩的底气也强于韩国央行，韩元跌得不冤。

图 4：韩国主要经济指标月度变化（单位：%；亿美元）



资料来源：韩国央行；韩国国际贸易协会；WIND；中银证券 凭澜观涛

图 5：韩国与美国制造业 PMI 指数（单位：%）



资料来源：WIND；中银证券

凭澜观涛

考虑到美国劳动力市场依然偏紧、核心 CPI 更高，加息条件更充分，韩国央行难以跟随美联储继续大幅加息。7 月份加息 50BP 后，8 月份韩国央行重回 25BP 的渐进式加息路径。日前，韩国央行行长李昌镛在杰克逊霍尔会议上指出：“我们现在能够独立于政府，却不能独立于美联储。因此，如果美联储继续加息，我们的货币将面临贬值压力。”他表示，只有当汇率贬值间接影响到自身通胀，且不可接受时才会对汇率进行干预。

韩国尚无亚洲金融危机重燃之虞

今年以来，韩元延续去年的弱势，进一步下跌 10% 以上，不由得令人联想起 1997 年亚洲金融危机。当年 7 月 2 日泰铢失守，引发多米诺骨牌

效应。到 10 月份，韩国也被卷入，三个月时间就贬了 46.1%（见图 1）。
年底，韩国与国际货币基金组织签订“城下之盟”，获得 550 亿美元有条件的贷款，避免了“国家破产”，却因按贷款协议要求实施紧缩政策，导致经济金融“双重危机”。

今年韩国也遭遇了资本外流和储备下降。前七个月，韩国经常项目顺差累计 259 亿美元，同比下降 46.7%；资本项目逆差（含净误差与遗漏）403 亿美元，增长 3.3%；交易引起的储备资产减少 144 亿美元，去年同期为增加 104 亿美元。同期，韩国国际储备余额减少 245 亿美元（其中外汇储备余额减少 233 亿美元），因美元升值、全球“股汇双杀”产生的负估值效应 101 亿美元。亚洲金融危机时期的 1997 年 8~12 月份，韩国资本项目由前七个月累计净流入 130 亿转为净流出 125 亿美元，交易引起的储备资产由累计增加 14 亿转为减少 133 亿美元（见图 6）。

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_46280

