

经济观察

亚洲

香港，2011年3月23日
经济分析

亚洲

亚洲首席经济学家

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

经济学家

Jenny Zheng

jenny.zheng@bbva.com.hk

韩国强劲发展展望

随着增长保持强劲以及财政状况改善，通货膨胀将成为主要挑战

- **韩国经济从 2008-09 年全球金融危机中强劲反弹**

受到强劲出口和国内需求推动，2010年GDP增长达到6.1%。前瞻性的政策响应以及全球需求的恢复是主要因素。2011年，随着全球需求增长以及个人消费和投资收益的进一步提高，增长率仍旧保持强劲，预计为4½-5%，虽然较去年相对缓和。

- **虽然展望前景是积极的，但仍存在挑战**

在宏观方面，近期主要挑战是抑制通货膨胀，受不断增长的食品和商品价格以及需求压力的推动，通货膨胀已高于政府当局确定的目标范围，达到4½%。3月10日，韩国银行（BOK）再次提高利率，这是自去年7月份以来第四次提高利率。BOK表示，未来预计还会进一步提高利率，但将逐步提高。

- **除了通货膨胀，近期展望的主要风险是不断增长的国际油价和较弱的外部需求**

鉴于日本近期遭受地震，外部风险增大。尽管目前进行评估还尚早，但前景是良好的，对韩国经济的影响将相对较小，主要表现为供应链的暂时中断。另一方面，韩国出口商竞争力和市场份额的提高将对此做出积极补偿。

- **在银行业，家庭债务、对大规模融资的依赖以及高额短期外部贷款带来风险**

政府当局已充分认识到这些风险，它们将随着时间而降低。重要的是，监管机构在采取措施降低金融风险方面具有预见性，目前，主要政策焦点集中在限制家庭债务进一步增加上。

- **总之，自 2008-09 年全球金融危机以来，抵御外部冲击的能力加强**

鉴于适度财政赤字和较低的国债负担率，主权风险较低。受强势经济增长和全球财政状况改善的推动，银行系统资本充足，脆弱性不断下降。

- **去年与朝鲜的紧张关系加剧，继续对投资者的情绪产生影响**

也就是说，韩国大多数民众对与朝鲜关系的态度仍“像往常一样”，冲突大规模升级的可能性不大。

经济发展

强势增长，通货膨胀是关注的重点

在 2008-09 年全球金融危机期间，韩国是亚洲受影响最严重的经济体之一，危机通过贸易和金融渠道对韩国造成了负面影响。然而，它也是反弹最快的国家之一。前瞻性的政策立场以及出口急剧反弹使韩国呈现“V 形”复苏，2010 年增长率从 2009 年的 0.2% 反弹至 6.1%（表 1 和图 1）。

主要增长动力是出口，它受益于通过货币贬值（韩元）而带来的竞争优势以及强大的品牌认可，后者使其消费品不仅在西方市场而且在中国迅速发展的消费者市场上具有吸引力（中国已成为韩国最大的贸易伙伴）。强劲的出口增长反过来刺激了国内需求，特别是个人消费和 IT 行业的设施投资。

表 1：
韩国经济展望（基本情况）

	2007	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Real GDP growth (YoY%)	5.1	2.3	0.2	6.1	4.5	4.5
Private consumption (YoY%)	5.1	1.3	0.2	4.1	4.0	4.6
Investment (YoY%)	4.2	-1.9	-0.2	6.5	3.9	6.9
Inflation (YoY%, avg)	2.5	4.7	2.8	3.0	3.4	3.0
Foreign exchange rate (KRW/USD, eop)	931	1362	1163	1146	1000	988
Policy rate (% eop)	5.0	3.0	2.0	2.5	3.5	4.0
Fiscal deficit (% of GDP)	-0.4	1.5	4.1	1.4	0.8	0.4
Current account (% of GDP)	0.6	-0.6	5.1	3.5	2.5	2.3

来源：BBVA Research

自 1999 年以来，主要机构给予韩国投资级的评级。作为对其增长弹性和健康公共财政的认可，穆迪在去年 4 月份将其主权评级从 A1 提高至 A2。同时，惠誉和 S&P 分别保持 A+ 和 A 的评级。所有这三个机构均认为其前景稳定。

通货膨胀成为最近几个月的政策关注重点。像地区其它国家那样，供应和需求因素造成通货膨胀压力不断增大。今年前两个月的总体通货膨胀已超过政府设定的 2-4% 的目标。2 月份，通货膨胀增至 4.5% y/y，远高于预期。自去年 9 月份以来，由于夏季天气恶劣以及最近全国性爆发口蹄疫，造成食品价格不断上涨，这是一个主要推动因素。猛增的国际油价也有着重要影响。在需求方面，强势增长和产出缺口的消除带来了压力，表现为 2 月份核心通货膨胀增至 3.1% y/y。

作为响应，政策关注重点从增长转向价格稳定。部分由于优先考虑经济复苏以及对较高借贷成本对家庭资产负债影响的担忧，韩国银行（BOK）在提高利率方面比较迟缓。但由于目前增长势头强劲，这已发生了变化，政府宣布要打响“通货膨胀战争”，并默许央行逐步提高利率。

自去年 7 月份以来，央行已四次提高政策利率，共计 100 个基点，使利率达到 3.0%。央行表示还会进一步提高利率，但将逐步提高。政府在供应方面也已采取了补充性措施，以抑制通货膨胀，包括稳定政府调控价格以及商品进口有选择地自由化。

在 2008-09 年采取刺激措施后，财政政策也同样正常化。由于取消了临时性刺激措施，2010 年财政赤字占 GDP 的 1.5%（估计），比 2009 年的 4.1% 有所下降（不包括社会保障贡献）。国债占 GDP 比率也从适度水平有所下降，约为 GDP 的 32%。

尽管出现持续经常项目顺差，货币升值幅度小于地区其它国家，这给韩国出口商提供了竞争优势（图 2）。随着央行干预以减缓升值和补充储备，2009-10 年大量资金流入造成储备迅速积累。然而，由于全球风险规避以及与朝鲜的紧张关系，此后的资金流入有所减缓。采取“宏观审慎”措施以抑制资金流入（参见下文）可能也是一个因素。

政府当局认为，其宏观审慎措施在降低对像 1997 年和 2008 年出现的突然资本逆转的脆弱性方面是有用的。这些措施包括：(i) 去年 11 月份公布的对外国购买政府债券的 14% 代扣所得税（鉴于与大多数外国投资者的国家签订了税务条约，这实际上影响很小）；(ii) 去年 6 月份开始对外币头寸（50% 资本）和外国银行（250% 资本）实行更严格的限制；(iii) 建议银行对非存款外币债务征税（该措施争议较大，尚未被议会通过）。

2011 年和中期展望

强劲国内和外部需求推动的增长

我们预计，外部和国内需求将在未来继续对韩国经济增长做出均衡贡献。2011 年，GDP 增长率预计将降至 4.5-5.0%。个人消费将受到强大的消费者信心和低失业率（目前约为 3½%，接近其历史正常水平）的推动，IT 行业预计将继续保持较高的设施投资。出口增长将保持强劲，这是韩国市场份额增长以及近年来出口多样化的结果。强大出口领域包括造船、汽车、电信、石油化工、半导体和钢。

政府在 2011 年的增长目标是 5%，由于近期强劲的出口和投资走势以及全球前景看好，央行将提高其以前 4.5% 的增长预测。未来几年的潜在增长率估计为 4% 或更高。

通货膨胀是近期的关注重点。我们以前对 2011 年通货膨胀的预测为 3.4%（平均），这一数值目前显得过低。至少在今年下半年之前，通货膨胀预计将保持高水平：央行预计通货膨胀将在今年上半年超过 2-4% 的目标，并在下半年降至 3% 的范围内。

如上所述，在今年剩余的时间里，货币政策预计将逐步紧缩。我们预计，在央行逐步推动下，特别是鉴于日本地震所带来的不确定性，利率还将再提高两次，各为 25 个基点。

如上所述，财政状况将进一步正常化，2011 年赤字预计为 GDP 的 1.5%。政府确定了主要通过限制支出在 2013-14 年前达到财政平衡的目标。也就是说，中期财政展望的挑战源自老龄化的人口以及最终与朝鲜统一（但不确定）有关的不确定成本。另外还有与贷款担保和国营企业有关的不确定债务问题。数据虽然有限，但该债务据称约占 GDP 的 35%，其中三分之一是韩国土地住宅公司的债务。这些债务被认为是可管理的，政府最近开始对国营企业的债务管理实行更严格的控制。放账过多的韩国土地住宅公司被认为是未来需要政府援助的一个机构，它供应廉价住宅。

我们并不认为近期日本地震和破坏将对韩国的经济展望产生重大负面影响。首先，对日本本身的经济影响预计有限（参见[日本地震经济影响](#)），其次，日本仅占韩国出口的 6%。日本银行贷款达到 404 亿美元（BIS 数据），这是一个可观的数额（外债总额达到 3600 亿美元），但日本的信用额度将不会撤消。一个令人担忧的问题是供应可能中断，因为一些韩国高科技出口商依赖日本的进口零部件。另一方面，日元升值以及日本出口商的困境为竞争行业的韩国公司创造了机会。

外部环境和高额家庭债务的风险

在外部方面，展望的主要风险源自油价持续增长、外部需求减弱以及与朝鲜的紧张关系。在国内方面，除了较高的通货膨胀（这可能促使央行在利率上采取更加强有力的措施），主要风险源自高额家庭债务（参见下面）：

- 外部风险：像其它石油进口国那样，油价持续增长可能影响抑制通货膨胀的努力，并可能减缓增长势头。然而，鉴于韩国较大的经常项目顺差和高水平储备，贸易支付差额的风险较小。如果全球复苏减缓，出口将受到影响，进而影响国内需求。鉴于其开放性和高度依赖外国贷款（2010 年底，外债达到 3600 亿美元），韩国仍然对于全球资金流动突然停止很脆弱。然而，由于采取了增强金融

行业的政策（下面）以及外汇储备增长（2980 亿美元），自 2008-09 年以来，这种脆弱性有所下降。

- 国内风险：政策的关注重点是高度负债的家庭领域。家庭债务稳步增长，在 2010 年第三季度达到 770 万亿韩元，超过 GDP 的 60%，相当于债务-收入比率达到 153%，高于日本（135%）和美国（128%），但低于英国（169%）。这种高水平的家庭债务可能在出现大幅经济减速或房地产价格下跌时给银行业带来系统风险（抵押债务占家庭债务的比例超过 70%），并对央行更强有力地提高利率造成限制。也就是说，目前拖欠率较低，债务主要集中在具有较高偿还能力的高收入家庭。

与朝鲜的关系

尽管紧张关系加剧，但商务往来依旧

自 1953 年以来，韩国和朝鲜一直处于战争状态。尽管封闭的朝鲜时不时地进行挑衅，但自朝鲜战争结束以来尚未发生全面冲突，双方均设法共存，偶尔会爆发小规模军事冲突。

尽管近期紧张关系有所升级（参见下面），但韩国趋于将贫穷的朝鲜视为一个令人讨厌的国家，而不是严重的军事威胁。许多韩国人希望看到双方最终统一，即使紧张关系依然存在且统一的中期财政成本非常巨大（就像东德和西德那样）。朝鲜的经济状况经常被描述为恐怖；然而，鉴于其压制范围以及中国的政治支持，其政权仍有相当长的持久性。

去年，由于 4 月份韩国海军军舰沉没以及 11 月份炮击韩国边境岛屿，韩朝关系有所恶化。朝鲜挑衅的动机仍不清楚，尽管人们广泛认为它是为了吸引注意力，并以经济援助的形式获得让步，特别是在国内经济困难时期。

与其前任相比，由总统李明博领导的执政韩国政府对朝鲜采取强硬立场，并因不恢复谈判而招致越来越多的国内批评（韩国政府任期于 2013 年初结束，总统选举计划于 2012 年举行）。自 11 月炮击事件后，双方紧张关系有所缓和，但也可能随时加剧。朝鲜政权是不可预测的，它将受到目前领导人金正日对其最小儿子金正恩政权更替的影响。

金融行业展望

财政状况改善以及强大政策使得抵御外部冲击的能力增强

在经历 2008-09 年危机中所面临的困难后，对金融行业的展望大幅改观。危机暴露了银行依赖大规模融资和外部贷款所带来的脆弱性。政府当局适时采取一系列措施，以缓解融资压力并确保银行资金的充足性。此后，又采取了一些降低行业脆弱性的措施，风险得到控制。

去年，趋势继续得到改观，大多数合理指标保持稳定（图 2）。系统资本充足，2010 年底的平均资本充足率为 14.6%。不良贷款比率较低，为 1.3%，但仍高于政府当局的预期目标。由于监管机构（FSS）收紧了对存在较多问题的建筑行业的贷款分类标准，不良贷款在 2010 年下半年小幅上升。存贷款比率（LDR）继续下降，政府已确定到 2013 年底达到 100% 的上限（LDRs 目前约为 100%）。政府当局认为，鉴于银行较高的资本充足率，Basle III 的影响有限，尽管一些银行需要进行调整，以满足更严格的流动性覆盖率。

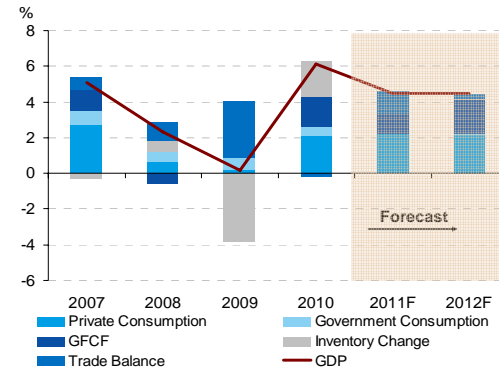
近期的一个脆弱领域是储蓄银行。目前，韩国全国有 100 多家储蓄银行，而十年前为 200 多家。由于建筑/房地产行业贷款质量差而造成流动性不足，一些银行最近出现了存款流失。其中 8 家银行在上个月暂停付款。政府当局已公布了加强行业管理和监督的措施，将提供资金对行业进行重组。储蓄银行业占银行系统资产总额的约 5%，因此，不会带来系统风险。

贷款增长显得低迷，约为 2-3% y/y，特别是与其它亚洲经济体的信贷增长相比。这主要反映了去杠杆过程以及对中小企业的贷款下降，特别是在危机前贷款迅速增长之后。其它信贷领域迅速增长，包括抵押和公司贷款。

从中期来看，政府当局启动了将首尔和釜山发展成为北亚地区金融中心的计划。它们并不是要与已确立的金融中心竞争，如香港和新加坡，而是在小众市场上占据优势，特别是资产管理和航运融资。

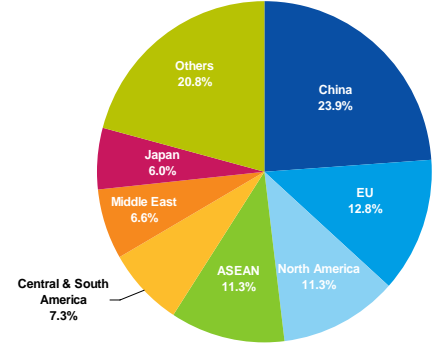
图 1
近期经济发展

GDP 增长从一个相对较高的走势水平放缓



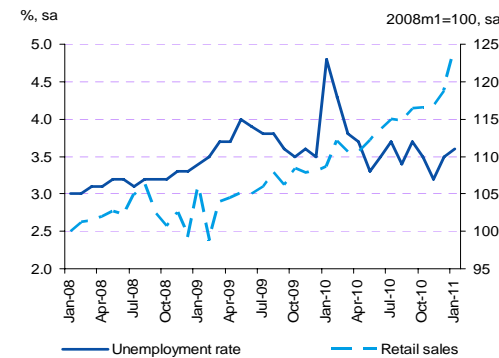
来源：CEIC 和 BBVA Research

中国是韩国最大的出口市场，而日本份额相对较小



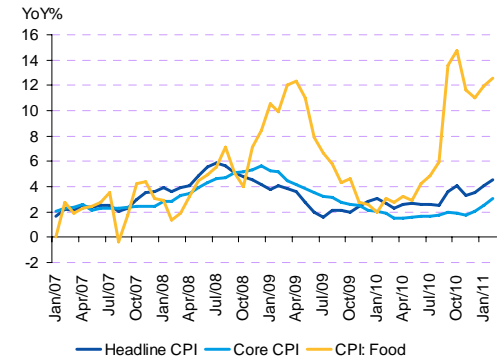
来源：CEIC 和 BBVA Research

随着劳动力市场状况改善，国内需求（零售）保持强劲



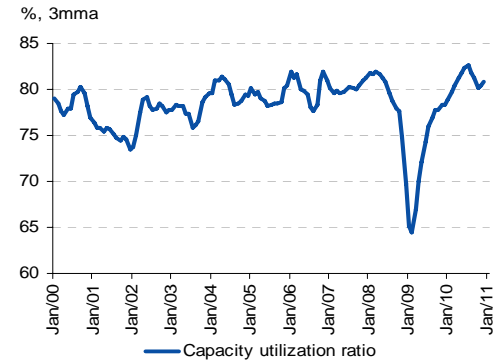
来源：CEIC 和 BBVA Research

通货膨胀最初因食品价格而增长，但不断提高的核心通货膨胀表明，需求压力目前也在起作用



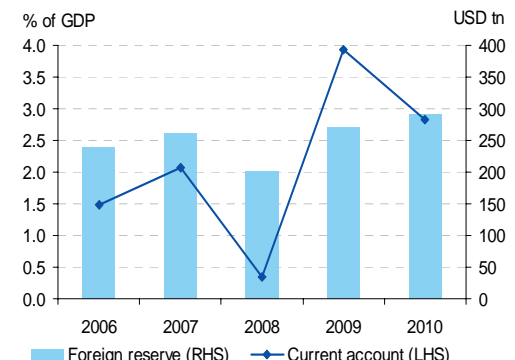
来源：CEIC 和 BBVA Research

产能利用率处于或高于历史正常水平，表明很少或没有多余产能



来源：CEIC 和 BBVA Research

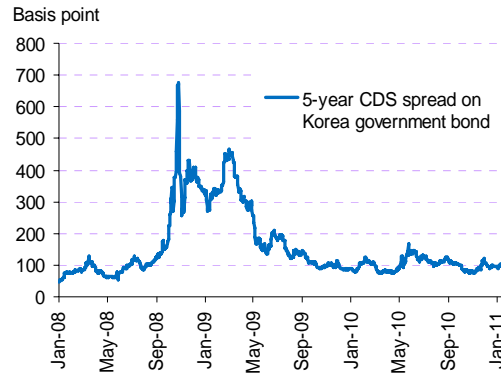
自 2008 年以来，外汇储备有所增加，经常项目为顺差



来源：CEIC 和 BBVA Research

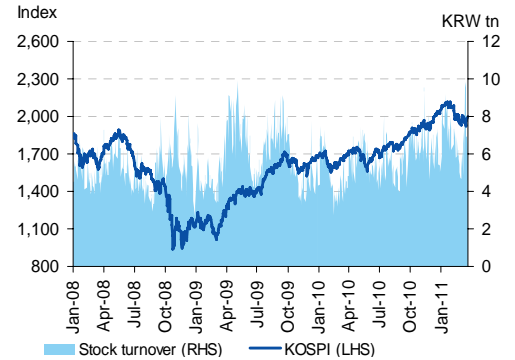
图 2
资产市场发展

韩国 CDS 收益明显下降



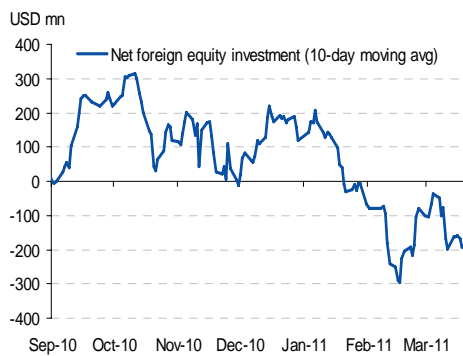
来源: CEIC 和 BBVA Research

合理增长预期以及资金流入推动了 2010 年的股票市场, 尽管它最近进行了调整



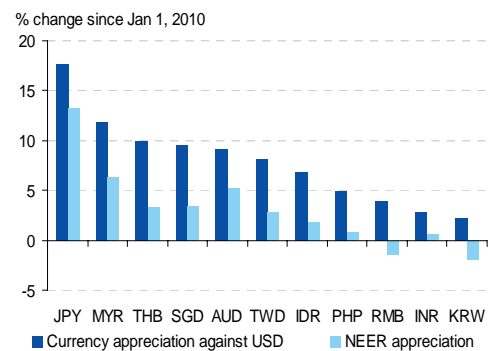
来源: Bloomberg 和 BBVA Research

鉴于全球风险规避以及与朝鲜的紧张关系, 资金流入有所下降



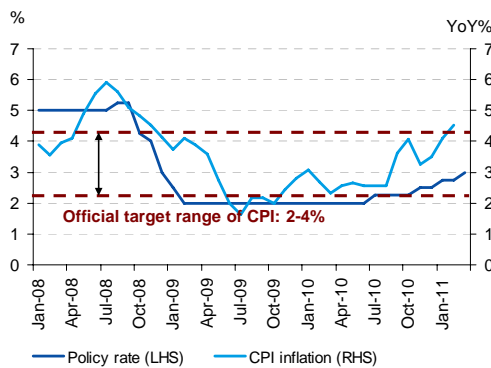
来源: Bloomberg 和 BBVA Research

韩元升值幅度小于地区其它国家



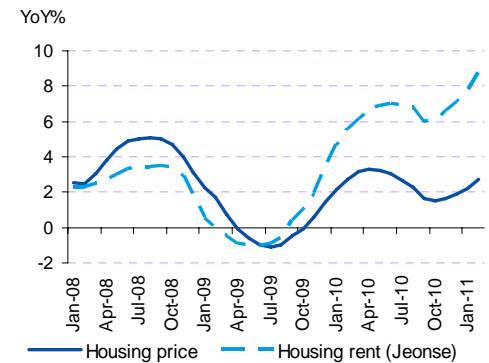
来源: CEIC 和 BBVA Research

利率增长一直小于通货膨胀增长



来源: CEIC 和 BBVA Research

在房地产行业, 随着居民选择租房而不是买房, 全国租金超过购买价格

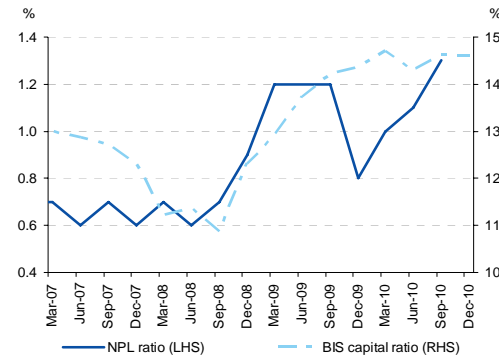


来源: CEIC 和 BBVA Research

图 3

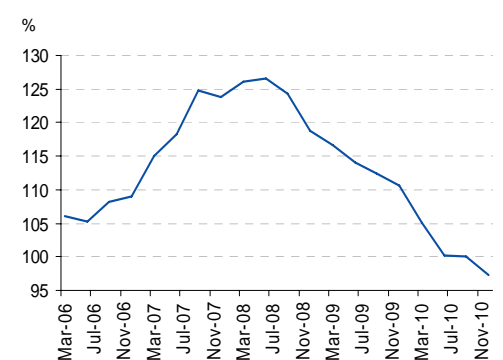
金融行业展望

银行业资本充足, 不良贷款率较低...



来源: CEIC 和 BBVA Research

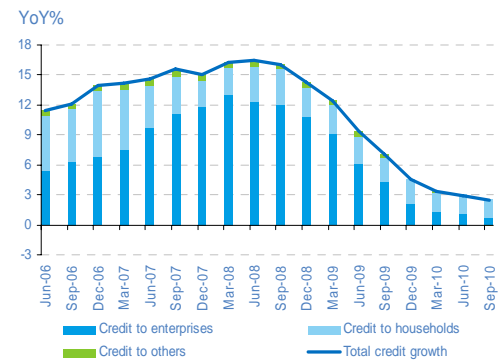
...存贷款比率下降有助于降低脆弱性



来源: CEIC 和 BBVA Research

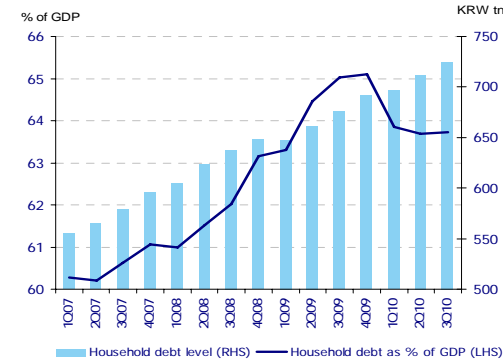
注: 存贷款比率按商业银行的韩元贷款和存款 (不包括 CDs) 来计算

由于对企业贷款谨慎, 特别是中小企业, 信贷增长保持低迷



来源: CEIC 和 BBVA Research

家庭债务较高



来源: CEIC 和 BBVA Research

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤回投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为0182