BBVA Research

亚洲

经济观察

韩国强势反弹

香港
2010 年 11 月 10 日

经济分析

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Jenny Zheng
jenny.zheng@bbva.com.hk

Richard Li
richard. li@bbva.com.hk

概述

- 韩国人口接近 **5000** 万，世界经济排名第 **13** 位。
- 在“走出去”战略的基础上，数十年来，韩国取得了令人瞩目的经济增长，使该国从 **20** 世纪 **50** 年代一个贫穷、饱受战争破坏的国家变成如今的高科技出口强国。
- 然而，经济开放也使韩国易受震荡冲击。**1997-98** 年它需要依靠 **IMF** 走出经济低谷以及最近 **2008-09** 年的全球金融危机还都历历在目。在两次事件中，韩国经济迅速反弹，通过改革变得更加强大。
- 今年韩国经济可望增长 **6.1%**。增长正从今年初的迅猛态势转向平稳，但随着个人需求增强，经济增长可望保持强劲势头。
- 随着通货膨胀增长，我们认为，韩国银行（**BOK**）需要在近期提高利率。到目前为止，**BOK** 只在 **7** 月份提高了一次利率，达到 **2.25%**。
- 韩国不愿提高利率的原因是对全球经济实力的持续担忧以及最近强大的资金流入和对货币升值的抵制。政府当局已指出，他们可能采取新的举措，以抑制资金流入。
- 主要经济脆弱性包括过度杠杆化的房地产领域、银行对大额融资的依赖（贷款存款比率高于 **100%**）以及高额外部短期借款。脆弱性还存在于建筑和 **SME** 行业。与朝鲜关系紧张影响了投资者的热情。
- 然而，随着经济业绩的提高以及政府当局在加强银行系统方面的成功，脆弱性有所下降。

经济发展和展望

- 韩国是 2008-09 年雷曼破产造成全球经济下滑后亚洲受影响最严重的国家之一，既面临金融市场压力，又面临国内和外部需求的急剧下降。然而，它也是反弹最快的国家。前瞻性的政策立场使韩国呈现 V 形复苏，包括刺激措施和出口急剧反弹（图 1）。对中国出口的实力是韩国经济复苏的关键，后者已成为韩国最大的贸易伙伴国。
- 危机期间的货币贬值超过其贸易伙伴，使得出口商具备竞争优势。实际上，尽管出现一定升值，但与同等国家相比，韩国货币仍较弱。
- 自 1999 年以来，主要评级机构一直将韩国评为投资级。作为对其强势反弹和健康公共财政的认可，Moody's 在今年 4 月份将其主要评级从 A1 升级为 A2。同时，惠誉和 S&P 的评级分别为 A+和 A。所有三个机构均认为韩国前景稳定。
- 近期，增长扩大至私营机构内部需求，使得政府当局能够继续取消政策刺激措施。受持续低利率和资金流入的推动，投资和个人消费表现尤其良好。然而，随着经济过度杠杆化，信贷增长仍然缓慢。
- 在上半年强势增长之后（年同比增长 7.6%），随着库存周期疲软、外部需求减弱以及财政刺激措施的取消，增长已降低至更加可持续的幅度（第 3 季度年同比增长 4.5%）。国内需求仍然强劲，可望在明年成为经济增长的主要推动因素。我们预计，今年的全年增长为 6.1%（表 1），接近韩国银行（BOK）和财政部的官方预测。明年，我们有着一致的看法，预计增长将降至 4.5%。
- 通货膨胀压力正成为一个令人担忧的问题。10 月份，通货膨胀增至年同比 4.1%，高于官方的目标范围 2%-4%（根据 BOK 通货膨胀目标框架，这一范围是 2010-2012 年的平均值）。像亚洲其他国家那样，尽管需求压力变得日益明显，但通货膨胀增长主要是由于食品价格增长造成的。（特别是“kimche”价格因去年夏季恶劣天气而猛涨。）

表 1：韩国经济展望（基线情况）

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
实际GDP增长 (同比%)	5.1	2.3	0.2	6.1	4.5	4.4
个人消费 (同比%)	5.1	1.3	0.2	4.3	4.8	4.6
投资 (同比%)	4.2	-1.9	-0.2	8.1	6.7	7.8
通货膨胀 (同比%, 平均)	2.5	4.7	2.8	2.9	3.1	3.0
汇率 (兑美元, 期末)	931	1362	1163	1100	1000	988
政策利率 (%, 期末)	5.0	3.0	2.0	2.5	3.5	4.0
财政赤字 (占GDP百分比)	-0.4	1.5	4.1	1.4	0.8	0.4
经常账户 (占GDP百分比)	0.6	-0.6	5.1	2.6	2.5	2.4

来源：BBVA 研究

- BOK 在从 2.0%的较低“紧急”水平提高利率方面动作迟缓。到目前为止，利率只在去年 7 月份提高一次，达到 2.25%，我们预计未来几个月利率将进一步提高。不愿提高利率的原因是对全球经济实力的担忧以及最近美国联邦政府实行新一轮量化宽松政策（QE2）后对资金流入和货币升值的担忧。
- 与其他地区和新兴市场货币一样，韩国韩元正面临强大的升值压力（图 2）。政府当局一直在减缓升值，以保持出口竞争力。除了进行干预，去年 6 月份，他们还通过国内外银行对外国货币头寸施加了更加严格的限制，以减少投机。近期，他们还加快实行这些措施。
- 政府当局声明，他们正在对采取新举措以降低资金流入的可能性进行评估，这些措施可能包括进一步限制银行头寸、限制短期贷款和/或代扣所得税。这些措施可能在 G20 峰会后不久实施。
- 在财政方面，政府一直在逐步取消刺激措施，并将政策焦点转向创造就业方面。今年财政赤字可望从 2009 年的 4.1%降至 1.5%（不包括社会保险税）。

金融领域展望

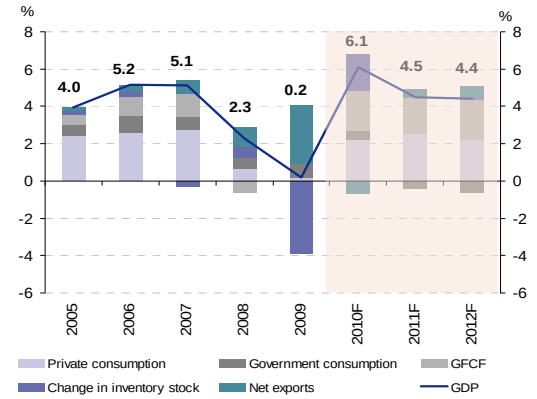
- 在韩国克服 2008-09 年面临的困难后，其金融领域展望大幅改观。危机暴露了银行对大额融资和国外贷款依赖造成的脆弱性。政府当局当时采取一系列措施，以缓解融资压力，并保证银行的资本充足率。自此以后，韩国不断采取措施，以降低金融领域的脆弱性，目前风险可控。
- 目前，系统资本充足，2010 年中期平均 CAR 为 14.3%。尽管标准以下贷款因抵押贷款领域支付困难而增加，但不良贷款比率仍较低，为 1.1%。政府当局认为，鉴于银行已经较高的 CAR，Basle III 的影响将非常有限。
- 同时，银行业的流动性风险正在下降。为了遵守在 2014 年将贷款存款比率（从目前约 110%）降至 100%的新规定，银行通过加快接受存款减少了对大额融资的依赖。
- 金融系统面临的压力主要源自高度负债的房地产领域以及前几年快速增长的消费者和抵押贷款的遗留问题（2003-04 年，韩国爆发信用卡危机，这对更严格贷款标准的出台有着积极影响）。由于房地产价格下跌（造成银行不良贷款率升高）以及 SME 领域的脆弱性，信贷危机仍然较高。也就是说，银行的资产负债表仍然是健康的，房地产相关贷款的影响有限。
- 反映去杠杆化过程的贷款增长仍然较为缓慢（9 月份年同比增长 2.6%）。与面临房地产价格泡沫危机的地区其他经济体相比（如中国、香港和新加坡），政府在 9 月份放宽了抵押贷款规定。
- 政府恢复 Woori 的私有化，后者是 20 世纪 90 年代后期的收购后要出售的大型银行的最后一家（政府持有 57%的股份）。此前，由于动荡的经济形势，出售被暂停。另一项私有化是关于出售韩国汇兑银行（KEB）57%的股份。

韩朝关系

- 韩朝自 1953 年以来一直处于技术战争状态。尽管离群索居的朝鲜不时挑起冲突，但自朝鲜战争结束以来，两国尚未爆发全面冲突，且一直寻求和平共处。许多韩国人只是将贫穷的朝鲜视为一件麻烦事，而不是严重的军事威胁。尽管紧张关系仍然存在且统一的中期财政成本可能非常巨大（像西德和东德那样），但许多韩国人仍希望看到两国最终统一。
- 今年，韩朝关系由于 4 月份韩国海军一艘军舰的沉没而恶化。最近，随着韩朝家庭团聚，两国紧张关系得到缓和。未来两国关系将受到朝鲜当前领导人金正日向其最小儿子金正恩进行政治权力交接的影响。

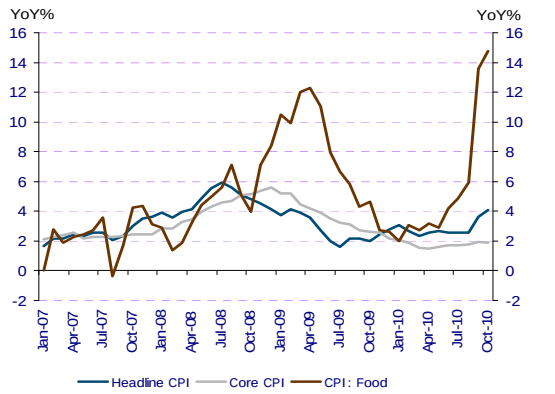
图 1：近期经济发展

增长势头趋缓，但仍然强劲



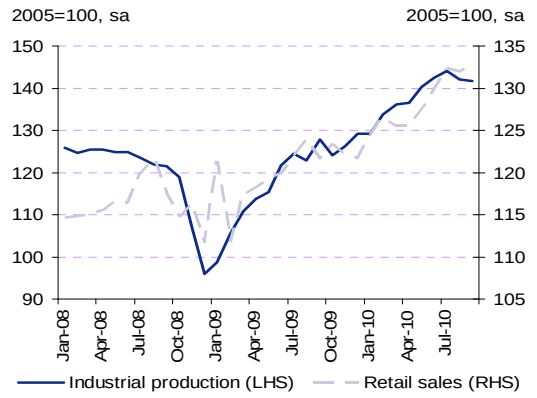
来源：CEIC 和 BBVA 研究

通货膨胀因食品价格高而增长



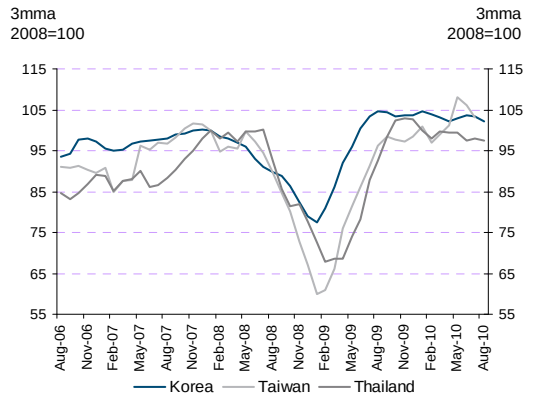
来源：CEIC 和 BBVA 研究

零售和工业生产走强



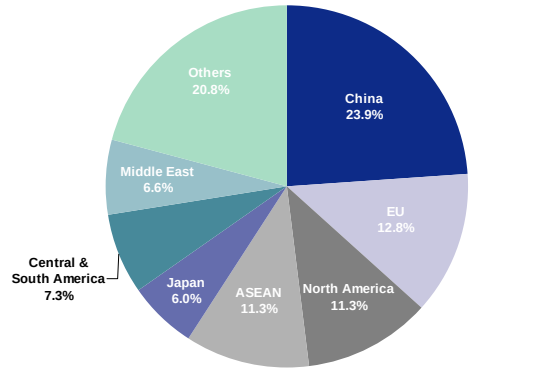
来源：Haver 和 BBVA 研究

装运库存比回归正常，表明库存重建周期结束



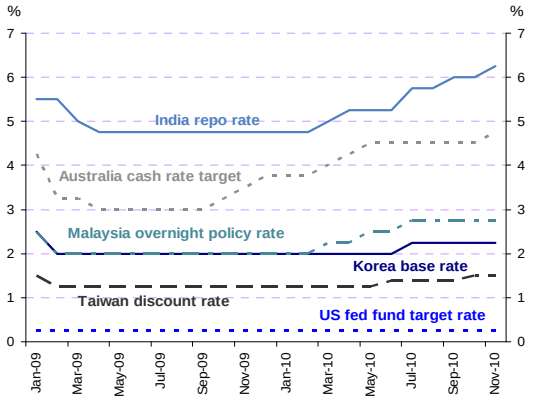
来源：CEIC 和 BBVA 研究

中国成为韩国最大的出口市场



来源：CEIC 和 BBVA 研究

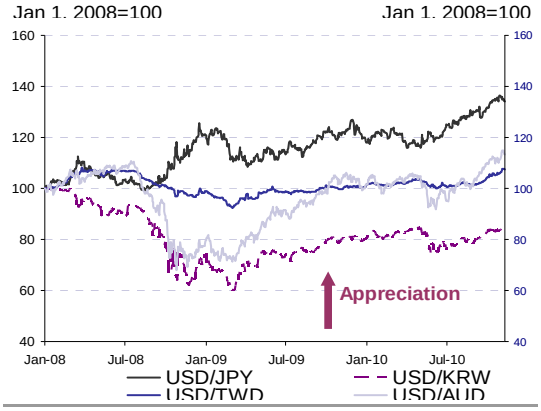
利率正常化较慢



来源：CEIC 和 BBVA 研究

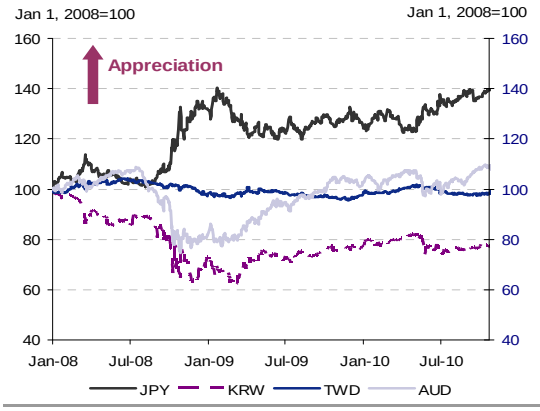
图 2：金融领域和资产市场

虽然对美元加快贬值，但仍滞后于其他国家



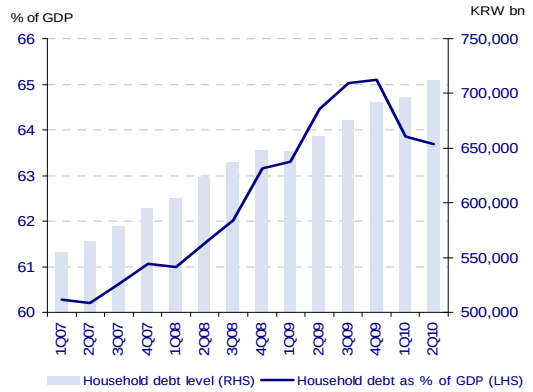
来源：CEIC 和 BBVA 研究

...包括在 NEER 方面



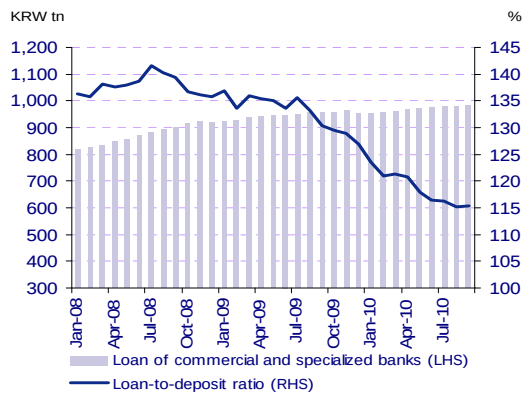
来源：Bloomberg 和 BBVA 研究

家庭债务较高



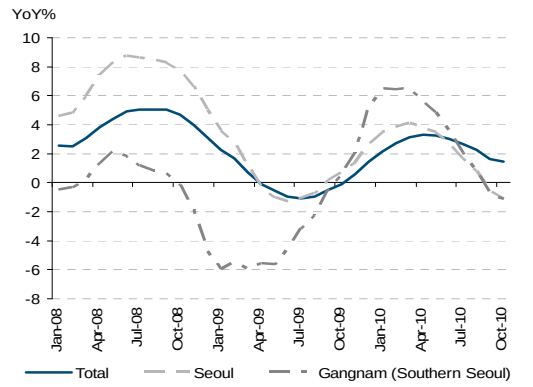
来源：CEIC 和 BBVA 研究

去杠杆化的信贷增长缓慢，贷款存款比率下降



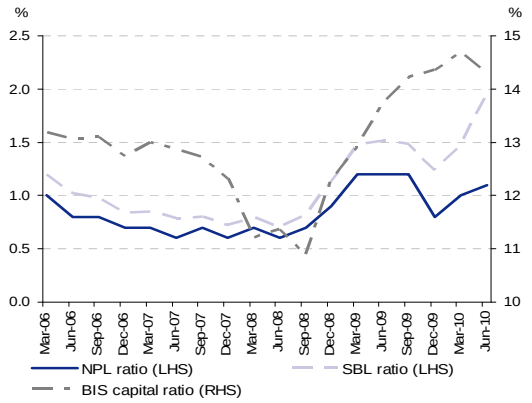
来源：CEIC 和 BBVA 研究
* 贷款存款比率按商业和专业银行的全部贷款和存款计算

首尔的房地产价格下降



来源：CEIC 和 BBVA 研究

银行资本充足率提高，NPL 较低



来源：CEIC 和 BBVA 研究

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”