

# 经济观察

亚洲

香港 2011 年 12 月 19 日  
经济分析

亚洲

Chief Economist  
Stephen Schwartz  
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Economist  
Jeffrey Cantwell  
Jeffrey.cantwell@bbva.com.hk

## 2008 至 09 年的经验教训令韩国准备得更好

在朝鲜领导人金正日逝世的消息公布之后，全世界的目光都集中在朝鲜半岛的局势上，现在正是时候来评估韩国未来的经济前景。以下的报告是基于近期我们到访首尔会见韩国的部分决策者及研究人员后获得的信息所撰写的。我们发现韩国经济的韧性近年来日益改善，这应该有助于该国抵御不断恶化的外部环境所带来的风险，同时亦限制了朝鲜最新局势对其经济造成的负面影响。

### 总结

- 韩国经济近年来日益强劲，得益于一系列应对 2008 至 09 年全球金融危机而采取的宏观审慎措施，由于韩国依赖出口及短期外部借贷，该国经济受金融危机影响非常严重。从那时开始，韩国的经常账户开始录得盈余，短期债务水平下降，外汇储备稳步上升，主要的银行业指标得到改善，韩国的公共财政状况仍然良好，在外部需求急剧减弱的情况下，提供了实施政策刺激的缓冲余地。
- 主要评级机构均予以韩国投资评级，尽管外部环境恶化，惠誉 11 月份上调韩国主权评级前景展望，由“稳定”至“积极”。
- 虽然来自美国及欧洲的需求减弱令韩国出口增长放缓，但是新兴市场经济体及韩国强劲的内需填补了部分缺口。我们预计该国 2011 年全年 GDP 增长为 3.7%，对于 2012 年 GDP 增长目前预测为 3.8%，不过考虑到外部经济前景恶化，我们的预测面临下行风险。
- 在朝鲜最新的消息发布之前，投资者及该国决策者最为关注的是欧债危机深化所带来的风险。考虑到该国经济可能受到的外部冲击，韩国央行（BOK）准备了应对外部危机恶化的应急方案。韩国也宣布了与日本（700 亿美元）及中国（3600 亿元人民币）之间新的货币互换协议，这可用于刺激已然庞大的储备水平。
- 除资金外流的风险以外，韩国经济面临的主要风险来自较高的私人短期外部债务及家庭债务水平。前者尽管仍维持在较高水平且可能引发美元融资问题，但已经有所下降。与此同时，后者仍在增加，不过低拖欠率的家庭债务更多的是对于经济增长的阻力而不会威胁到金融系统的稳定性。
- 与亚洲地区其它经济体一样，货币政策的优先性近几个月逐步从抗通胀转向保增长。韩国央行过去 6 个月维持政策利率在 3.25%，我们相信他们仍将保持观望态势，只有在经济增长前景急剧恶化的情况下才有减息的可能。
- 当朝鲜意外宣布其领导人金正日逝世后，朝鲜半岛的紧张局势再次引发全球关注。尽管金正日的逝世令朝韩关系前景的不确定性增加，但可能不会发生明显的变化，因为众所周知金正日的健康情况不断恶化，且继承人已确定是他的儿子，金正恩。

## 经济发展及前景

- 韩国经济自 2008 至 09 年全球金融危机中强劲反弹, 2010 年 GDP 增长达到 6.2% (表 1)。不过近期经济增长步伐开始放缓, 2011 年第二、第三季度连续下滑, 分别为 0.9% 及 0.7% (经季节因素调整, 非年化), 我们预计全年增长将达到 3.7%。出口对第三季度经济增长贡献最大, 其中以电子及钢铁为首。尽管欧美国家需求减弱, 但是出口增长仍然强劲, 主要是因为面向新兴经济体的出口市场多元化, 这部分出口占韩国出口总额的 70% (中国是韩国最大的出口市场, 占其出口总额 25%)。韩国产品的品牌认知度高, 韩元走弱使出口产品具有竞争优势也是有利因素。

表1  
韩国经济展望 (基准预测)

|                  | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F |
|------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| 实际GDP增长 (%同比)    | 5.1  | 2.3  | 0.3  | 6.2  | 3.7   | 3.8   |
| 个人消费 (%同比)       | 5.1  | 1.3  | 0.0  | 4.1  | 2.7   | 2.9   |
| 投资 (%同比)         | 4.2  | -1.9 | -1.0 | 7.0  | 0.7   | 5.0   |
| 通胀 (%同比, 平均)     | 2.5  | 4.7  | 2.8  | 3.0  | 4.4   | 3.4   |
| 外汇汇率 (韩元兑美元, 期终) | 931  | 1362 | 1163 | 1145 | 1080  | 988   |
| 政策利率 (% , 期终)    | 5.0  | 3.0  | 2.0  | 2.5  | 3.3   | 3.5   |
| 财政赤字 (%GDP)      | 3.4  | 1.3  | -1.9 | 1.3  | 0.7   | 0.8   |
| 经常账户 (%GDP)      | 2.0  | 0.5  | 3.9  | 2.7  | 1.5   | 1.5   |

来源: BBVA研究部

- 正如我们所预计的, 11 月份通胀暂时回升 (由 10 月份的按年 3.6% 回升至 4.2%), 不过之后预计将会回落至该国政府设定的 2 至 4% 的目标区间。目前看来通胀已在今年夏天见顶 (8 月份为按年 5.3%), 我们预计通胀放缓的趋势将延续, 特别是在 11 月份该国消费者物价指数篮子构成调整之后, 单是调整本身就可令测量的通胀水平按年下降 0.4% 左右。
- 自 2010 年 7 月以来的 5 次加息之后, 政策利率由历史低位 2.00% 升至 3.25% (图 1), 韩国央行 (BOK) 自今年 6 月以来一直持观望态度, 且近期内都可能继续维持其观望立场, 因为外部环境恶化及通胀放缓均排除了进一步加息的可能性。同时, 由于实际利率仍然为负, 加上对引发更多家庭借贷的担忧 (BOK 视 4.00% 为中立政策利率), 目前减息的可能。
- 尽管韩国经常账户持续盈余, 且财政管理审慎 (债务对 GDP 比率为 35%), 但该国货币升值步伐落后于区域内其他国家和地区, 令韩国出口商具有相对竞争优势。资本外流解释了该国货币走弱的部分原因, 此外, 宣布金正日死讯后金融市场的反应显示出投资者对朝鲜半岛紧张局势的担忧。在过去一年中, 为了减少货币的波动性, 当局出台新的宏观审慎措施, 比如在 2011 年 1 月份向购买政府债务的外国投资者征收 14% 的预扣税。(此项措施是为了应对资金流入, 不过考虑到其与大多数投资者所在国家的税务条约, 此举在很大程度上只是象征性的)。
- 自 1999 年确认韩国良好的公共财政状况、长期增长前景以及较低债务水平以来, 国际多间主要评级机构均予以该国投资评级。穆迪维持该国主权信用评级于 A1, 惠誉及标普分别维持其 A+ 及 A 的主权评级。11 月份, 惠誉将韩国主权评级前景展望由 “稳定” 上调至 “积极”, 指出尽管外部环境恶化, 但该国外汇储备增加, 短期债务减少。

- 2011年8月份外汇储备见顶, 达3122亿美元, 11月份为3086亿美元, 较2008至09年全球金融危机时的2000亿美元大幅增加。因此, 外汇储备对短期债务的覆盖率超过100%。为了进一步增强储备, 韩国央行10月份与日本央行(700亿美元)及中国人民银行(3600亿元人民币, 尽管因为人民币目前仍是非自由兑换货币, 在抵御外部冲击方面, 不及与日本的互换货币协议作用大)协商了新的双边货币互换协议。也就是说, 考虑到外部经济前景的不确定性, 外国投资者经常对在岸美元流动性可能出现短缺表示担忧。根据韩国央行提供的信息, 目前还未出现流动性短缺的迹象, 且至今为止外部债权人仍大量维持他们的信用额度, 部分欧洲银行在进行小规模去杠杆化。
- 尽管如此, 2012年经济增长前景或受外部环境较高度度的不确定性所影响, 面临下行风险。一些前瞻性经济指标已呈现下行趋势, 比如消费者信心, 企业信心及PMI指数, 而来自朝鲜的最新消息或将提高这些下行风险。
- 该国政府原先对于2012年经济增长预测(7月份设定)为4.5%, 不过有可能将下调。韩国央行已下调其2012年经济增长预期至3.7%, 尽管这在下行风险加剧的情况下仍显得较为乐观。通胀看来已经见顶, 料2012年可回落至3.4%, 在官方2-4%的目标范围之内。在2012年大部分时间, 估计货币政策仍将维持观望态度。考虑到该国传统的财政审慎态度, 当局目标是在2013年达到财政平衡(除去社会保障资金的贡献)。决策者不愿在目前阶段采取经济刺激措施, 更倾向于在2012年将开支提前。财政预算可能将于2月份通过, 若经济增长明显放缓, 该预算可能包括应急刺激措施。
- 货币前景与外部环境密切相关。韩元是该区域高贝塔值货币, 伴随全球风险规避而波动。我们预计, 若外部环境稳定, 韩元将逐渐升值。
- 明年经济形势与政治高度相关, 4月份举行国民议会选举后, 12月份将举行总统选举。该国执政党大国家党的前景仍存在不确定性, 特别是在平民主义强烈反对的情况下(从10月份反对派候选人当选首尔市市长的事情上可以看出)。在这一年中, 政治环境可能会令刺激措施更难通过。出于这个原因, 2月份通过的预算可能包括自动应变措施, 以便在经济不景气的情况下支撑经济增长。

## 经济前景面临的风险

- 尽管外部经济前景的风险上升, 韩国经济自2008至09年金融危机以来一直保持有利位置。外汇储备处在较合适的水平, 令韩国银行在必要时可提供在岸美元流动性。此外, 经常账户保持盈余, 加上外部短期债务已经减少(9月底为1385亿美元, 占其外部债务的35%, 低于近年来的50%水平)。在上次金融危机时暴露的其他宏观方面的漏洞也已经减少, 包括在政府指引下, 料2012年中期以前, 银行贷存比将降至100%以下(2008至09年金融危机时, 高贷存比是经济脆弱的根源)。
- 在外部经济环境急剧恶化的情况下, 韩国央行可能会减息, 正如上面所提到的, 该国有足够的空间可采取财政刺激措施, 就像2008至09年时一样。我们预计, 采取刺激措施后, 在风险情景假设下(2009年经济增速降至0.3%), 经济增长将会维持在0至2%的水平。

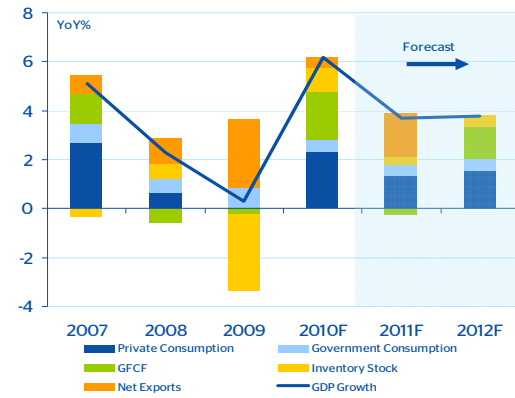
- 外部风险的一个特别来源可能是, 在国外信贷紧缩的情况下, 银行向外借款。韩国融资对欧洲银行的依赖性很强。根据 BIS 数据显示, 韩国 48% 的外债来自欧洲银行, 而韩国的银行向外借款总额中, 32% 来自欧洲 (后者的统计数据是韩国战略及财务部提供的)。同样地, 在外国投资者持有的韩国股票及债券总额中, 约 30% 来自欧洲投资者。因此, 来自欧洲金融机构及投资者的融资突然回落, 将对向外融资方面造成压力。
- 家庭债务仍处在较高水平。特别是, 债务对可支配收入的比例为 146%, 高于经合组织 134% 的平均水平, 而且家庭债务水平仍在持续增长, 2011 年至今增长 5.4% (在 2010 年增长 8.1%)。尽管如此, 大多数消费者的借款以资产作抵押, 甚至偿还能力较高的高收入家庭也是这样。因此, 拖欠比率较低, 且韩国家庭的平均贷款对价值比率为 (48%), 远低于欧洲经济体 (美国 75%, 英国 85%)。
- 刚刚过去的 6 月份, 金融监督院 (FSS) 采取措施, 以遏制较高水平的家庭债务。这些措施包括在按揭贷款方面限制债务对收入比例, 高风险按揭贷款较高的风险比重, 以及针对非银行机构充分利用法规。当局相信, 这些措施可令家庭方面有效放缓信贷增速。家庭方面的信贷增速 9 月以来已放缓至按年 8.6%, 2005 至 09 年间信贷平均增速达到按年 10.4%。

## 金融行业前景

- 在 2008 至 09 年金融危机之后, 银行业的稳健性不断改善, 在金融危机期间, 银行依赖大额融资及对外借款令该行业受创。短期外部债务已经减少, 更重要的是, 由于减少对非存款融资来源的依赖, 银行的贷存比 (LTD) 已经由 2008 年时的最高点回落 (图 2)。当局相信银行将在 2012 年中达到贷存比 100% 的要求。实施宏观审慎措施来减少对外借款包括向非核心外汇负债征税, 及降低外汇衍生品最高限度。
  - 在今年较早时, 7 家互助储蓄银行 (MSBs) 关闭后, 互助储蓄银行一直面临不断加强的监管。现在, 情况已经平静下来, 不会构成系统性风险 (互助储蓄银行仅占银行系统资产约 5%)。韩国目前有 100 家储蓄银行, 改善监管及重组银行业的措施已经开始实施。
  - 银行系统为巴塞尔协议 III 的实施做好准备, 银行拥有足够的资本 (11 月份, BIS 比率为 14.17%, 一级资本充足率为 11.45%)。此外, 9 月份整体家庭贷款拖欠比率及按揭贷款拖欠比率分别为 0.71% 及 0.63%。
- 摺 8 月份以来, 整体贷款增长仍停滞在按年 2.8% 左右, 而去年增速为 3.9%。这与其他亚洲经济体的信贷相对高速增长形成对比, 反映了去杠杆化的过程及面向中小型企业缓慢的信贷增长。其他信贷领域的增长较为迅速, 包括抵押贷款及企业贷款。

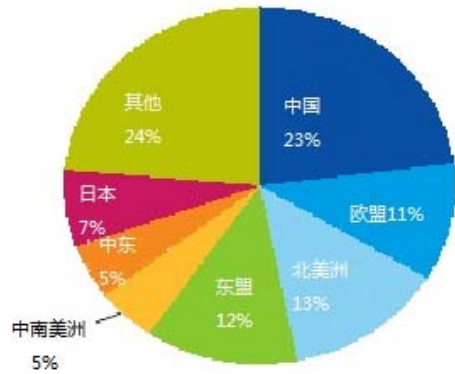
图 1: 近期经济发展

### GDP 在 2010 年大幅反弹后已经放缓



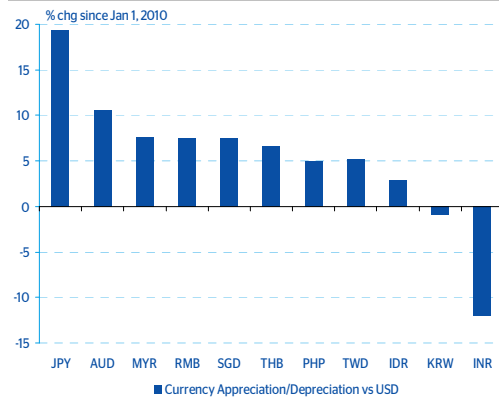
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 中国是韩国最大的出口市场, 但与欧美之间的贸易仍占很大份额



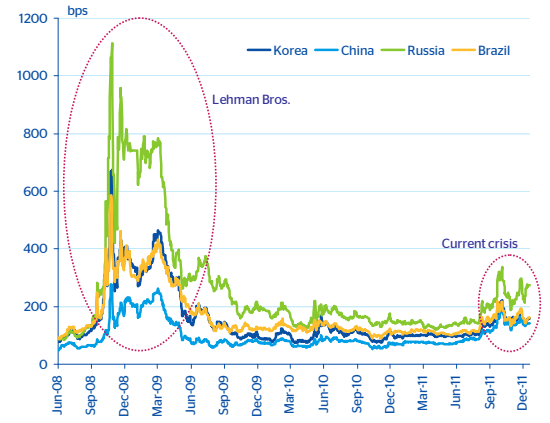
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 2010 年年初以来, 韩元升值步伐相对迟滞



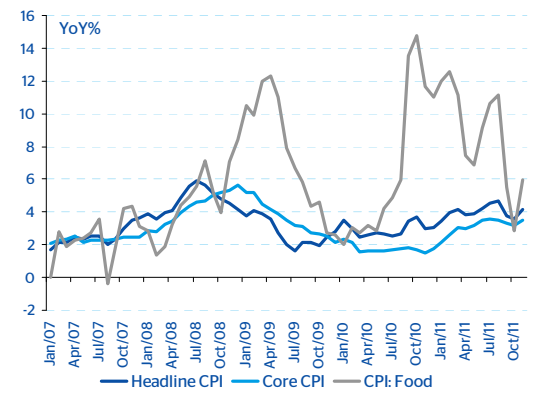
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 韩国的信用违约掉期息差开始上升, 但仍远低于 2008 至 09 年水平



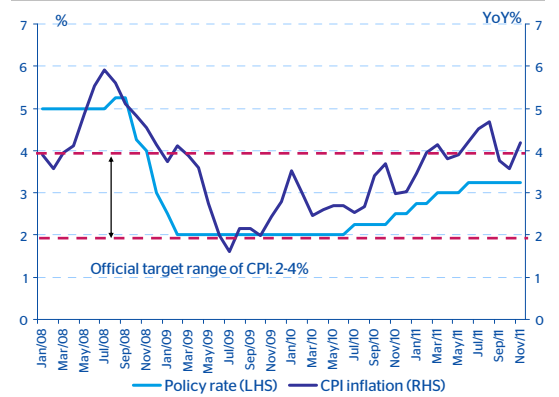
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 通胀仍处于目标区间的高端, 但预计将逐步回落



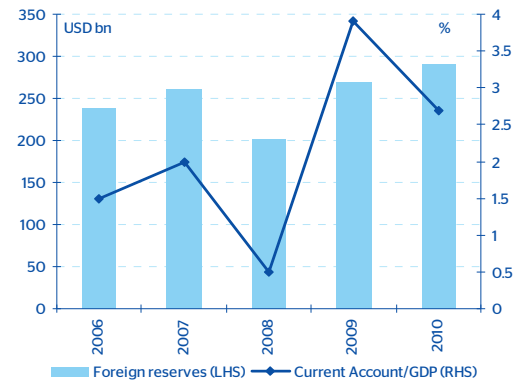
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

### 实际利率为负



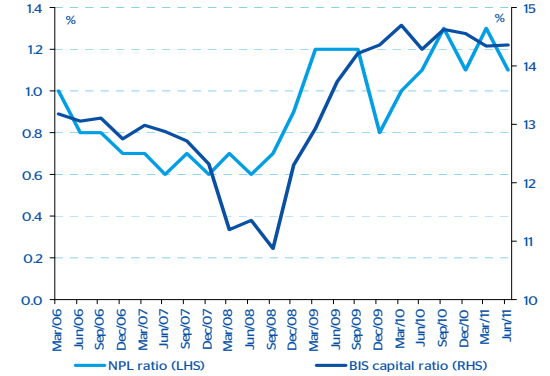
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

图2: 汇率, 储备及金融部门  
外汇储备增加, 经常账户盈余



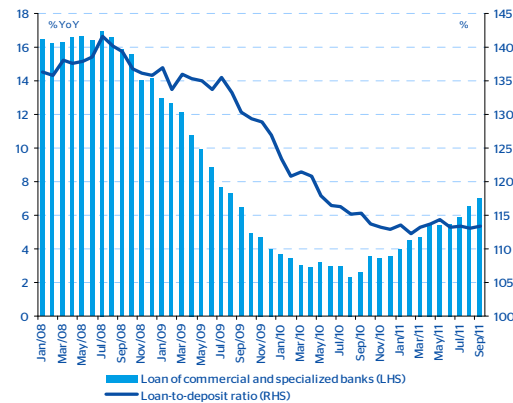
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

资本充足率较高, 且不良贷款较少



来源: CEIC 及 BBVA 研究部

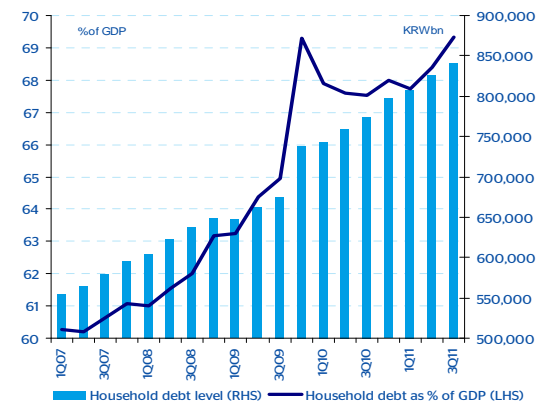
信贷增长回升, 贷存比下降...



来源: CEIC 及 BBVA 研究部

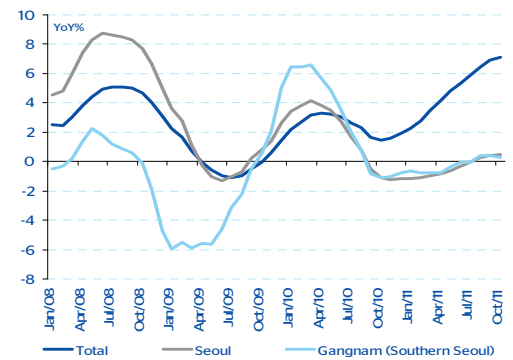
\* 贷存比的计算是根据商业及专门银行的总贷款及存款而定

...不过家庭债务水平攀升仍是一个问题



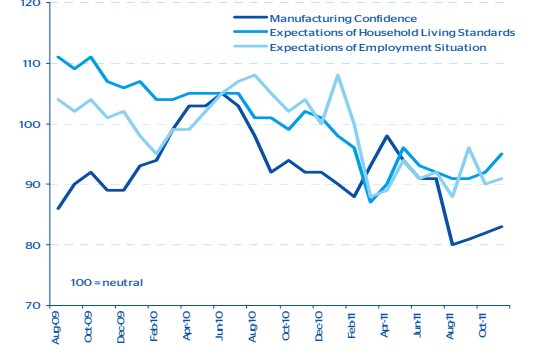
来源: CEIC 及 BBVA 研究部

全国房价上涨, 不过首尔房价较稳定



来源: CEIC 及 BBVA 研究部

领先指标显示悲观迹象



来源: CEIC 及 BBVA 研究部

## 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、撤出投资的邀约、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到的权利、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](http://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**