



联讯证券专题研究

反思韩国模式：亚洲金融危机、对外开放与财阀

2018年11月13日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

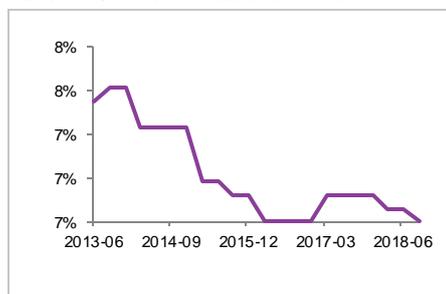
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《中小银行的焦虑、迷茫与转型》

2018-10-23

《PMI 分析手册》2018-10-25

《政治局会议释放的 7 大信号》

2018-10-31

《大类资产配置首选债券》2018-11-06

《中小银行如何支持小微》2018-11-08

◇ 反思韩国模式：亚洲金融危机、对外开放与财阀

韩国经济在上世纪 60 年代开始腾飞，用短短几十年的时间，从一个贫穷落后、资源稀缺、市场狭小的国家，成功跨越高收入之墙跻身发达经济体。但“韩国模式”的背后，是政府、银行和财阀之间打造的“铁三角”关系，财阀负债率居高不下，大而不强缺少核心竞争力。

1997 年亚洲金融危机爆发，此前持续高增长的韩国经济遭受重创。外资机构纷纷撤离，外汇储备告急，不少大公司倒闭，整个国家命悬生死一线。韩国被迫向 IMF 等国际组织和其它国家求助，在外国势力的倒逼下，韩国被动开始改革，开放资本市场。外资的进入也强化了公司治理，约束了国内既得利益者。尽管这个转型过程很痛苦，财阀模式的后遗症也未完全消除，但韩国经济确实也实现了从量到质的蜕变。

◇ 风险提示：外部环境恶化



目 录

一、IMF、美国和韩国的博弈.....	3
二、对外开放、财阀约束和经济转型.....	5
三、财阀模式后遗症仍未消除.....	10
（一）财阀仍然绑架韩国经济，左右政府.....	10
（二）高债务问题仍存，进而抑制国内生产率.....	10
（三）民众福利差，社会两极分化严重.....	12
四、结语.....	14

图表目录

图表 1: IMF 与韩国协议的调控概况.....	3
图表 2: 韩国政府注入公共资金改善金融市场.....	4
图表 3: 1997 年 12 月和 1998 年 5 月，韩国两次大幅放开外资持股上限.....	6
图表 4: 2004 年 12 月，外资在韩国国内银行的持股比例.....	6
图表 5: 外资进入后，改善了韩国银行业的经营效益.....	7
图表 6: 韩国政府用于 R&D 的支出占 GDP 比例居于主要国家之首.....	8
图表 7: 三星集团迷宫般的股权结构图.....	11
图表 8: 韩国年轻群体失业率处于较高水平.....	12
图表 9: 韩国工薪阶层不敢消费，平均消费倾向中枢下移.....	13
图表 10: 韩国在快速进入老龄化.....	13



韩国经济在上世纪 60 年代开始腾飞，用短短几十年的时间，从一个贫穷落后、资源稀缺、市场狭小的国家，成功跨越高收入之墙跻身发达经济体。但“韩国模式”的背后，是政府、银行和财阀之间打造的“铁三角”关系，财阀负债率居高不下，大而不强缺少核心竞争力。

1997 年亚洲金融危机爆发，此前持续高增长的韩国经济遭受重创。外资机构纷纷撤离，外汇储备告急，不少大公司倒闭，整个国家命悬生死一线。韩国被迫向 IMF 等国际组织和其它国家求助，在外国势力的倒逼下，韩国被动开始改革，开放资本市场。外资的进入也强化了公司治理，约束了国内既得利益者。尽管这个转型过程很痛苦，财阀模式的后遗症也未完全消除，但韩国经济确实也实现了从量到质的蜕变。

一、IMF、美国和韩国的博弈

亚洲金融危机时期，韩国外汇储备规模急剧收缩，政府面临破产，被迫向 IMF 等国际机构和其他国家寻求帮助。但 IMF 和它的主导国美国，在一揽子援助贷款背后，给韩国提出了一系列严苛的调整政策。巨大的调整压力给韩国带来痛苦，每一个附加条款都让韩国陷入艰难抉择。

图表 1: IMF 与韩国协议的调控概况

改革领域	主要调控
宏观政策	<p>前期：</p> <p>紧缩的货币政策：调高国内利率</p> <p>紧缩的财政政策：调高部分税收，尽可能减少财政支出</p>
	<p>后期：（99 年后）</p> <p>放弃高利率政策，允许财政赤字的扩张政策</p>
结构调整	<p>金融机构：清理亏损严重的机构，建立更健全的金融监督体系，成立监督机构，注入公共资金对金融资产进行改善</p> <p>贸易和资本：对外国投资者开放金融市场，进一步开放贸易程度</p> <p>企业领域：要求企业实行透明化的管理，降低企业负债率</p>

资料来源：联讯证券，IMF

比如 IMF 要求政府立即关闭那些与财阀有着千丝万缕联系的商业银行，但在韩国历史上政府从未主动关闭过任何一家金融机构。而且关闭这些和财阀联系紧密的商业银行，意味着斩断了财阀从一些银行放肆借贷的权利，势必会对财阀企业造成冲击。

再比如 IMF 要求韩国将利率提高到 30%，以吸引外国资金进入韩国，但强制实行高利率将把很多财阀和公司送进破产之渊。

IMF 提出的方案约束了国内很多既得利益者，一些遭受冲击的既得利益群体，试图以保住经济主权为由反对政府和 IMF 签订条约。但经济命悬一线的现实，让韩国政府不得不考虑接受 IMF 的条约。1997 年 11 月 28 日韩国政府表示愿意进行金融体系的改革整顿，提高监管力度，但对关闭与财阀有密切联系的商业银行、大幅提高利率持抵制态度，因为这将让不少掌控韩国经济命脉的财阀企业破产，代价太大了。

IMF 对韩国的这种坚持非常不快。韩国政府求助于日本，希望抓住这最后一颗稻草，因为他们认为韩国的危机一旦恶化到了无法挽回的地步，日本必将受到牵连。但迫于美国和 IMF 的压力，日本政府也表示只有在韩国接受 IMF 的改革框架后，他们才愿意支持韩国。



到了 1997 年 12 月，韩国外汇储备仅剩 50 亿美元左右。每多一刻的犹豫都可能葬送整个韩国经济，政府最后不得不接受 IMF 提出的方案，获得了其提供的 570 亿美元一揽子贷款。

与 IMF 达成协议也在韩国激起了不同的舆论。一部分民众盼望在外部力量倒逼下，韩国经济能得到洗礼，铲去原有的顽疾。但也有不少自尊心极强的韩国民众认为签订这种协议无异于丧权辱国，让韩国失去了自己的经济主权。

但在破产面前，韩国人最终还是选择了妥协。在整个改革过程中，IMF 和它背后的美国始终掌控着方向大权，压倒性的外部势力迫使韩国完成了一系列深入变革。

首先，金融体系改革。在 IMF、世界银行和美国等的督促下，韩国政府对国内金融体系进行了改革。

一是修改和完善《证券交易法》、《企业破产法》等，清理亏损严重的金融机构，关闭了 11 家自有资本率不到 8% 的银行。至 2001 年底，韩国总共清理整顿了逾 600 家金融机构。

二是建立更高标准的金融监管体系。1998 年韩国成立“金融监督委员会”，1999 年相应执行机构成立，负责对金融机构进行监督。

三是通过注入数额庞大的公共资金（共计 155 万亿韩元），迅速出清金融机构不良贷款，以切断信用内生性收缩的恶性循环。

四是韩国政府不再对金融机构进行全面掌控，包括信贷投向等。

图表 2: 韩国政府注入公共资金改善金融市场

受益机构	基金名称	基金目的	规模	资金来源
银行	银行资本充足基金	改善银行资本状况，支持实体经济	20 万亿韩元	银行、韩国金融公司、韩国资产管理公司
企业	债券市场稳定基金	认购问题企业的债券，为市场增添流动性	5 万亿韩元	韩国金融公司、金融机构
金融机构	1. 不良贷款处置基金 2. 结构调整基金 金融市场稳定基金	从金融实体购买以及处置不良资产；认购项目债券；为金融市场提供其稳定所需的资本和流动性	21.6 万亿韩元； 6.2 万亿韩元； 没有固定额度。	政府、韩国资产管理公司、金融机构、银行借款。

资料来源：联讯证券，韩国企划财政部

其次，改善公司治理。韩国废除了部分阻碍中小企业发展的法律法规，在政府的施压下，也开展了产业机构和经营模式的变革。在公司治理方面，保障中小股东权益，引进独立的外部审查制度，包括公开企业内部关键的资料，如“财务报表”，使财务透明化。

与此同时，还实施了一系列市场化的举措：惩罚财阀内部不公平“内部”交易、管制关联企业投资总额、取缔附属企业之间的负债担保等。

最后，对外国投资者完全开放金融市场。危机之后，韩国政府应 IMF 要求对外国投资者开放金融市场，取消了外资股权的全部上限规定，允许外资股权参与和对银行部门



进行投资。进一步提高外汇市场、债券市场、保险领域等的开放程度，1997 年韩国政府正式宣称将实施外汇交易自由化。

在 IMF 等的督促下，韩国进行了较为彻底的改革。危机倒逼一些不良的金融机构进行清算，剩余机构也进行了及时的不良资产处置和资产结构调整，通过这些方式韩国金融体系健康程度得到明显改善，不良贷款比例从危机爆发时的 20% 下降到了 2001 年底的 3% 左右。金融体系经过大换血，盈利能力得到提升，也为国家的整体经济良性发展铺垫好基石。

这些改革举措也帮助韩国打破了政府信用担保的僵局。20 世纪 60 年代开始的经济腾飞中，韩国政府在其中一直扮演着重要角色，通过政府担保的模式培养出了一批有利于经济发展的财阀企业，但同时也滋养出了不少风险，造成高债务率，是金融危机的导火索之一。

亚洲金融危机的爆发迫使韩国政府做出转变，为此引入了存款保险制度。金融机构和公司治理的改革也加快政府信用担保退出，大部分企业经过兼并重组以后，改变了大股东一手遮天的局面，控股股东的权益得到多方的制衡和约束，肆意举债的现象有所下降。

危机之后，韩国政府除了普及性的改善公司治理外，还针对一直以来受到政府扶持的财阀企业特别出台了“新财阀政策”。这些政策旨在削减财阀的负债比、进行公平贸易的管制等，部分失去了政府无条件支持的财阀，因为难以偿还的高负债面临整改、破产。据统计，前 30 家大财阀有半数因为金融危机被迫走上了破产、清算和合并重组的道路。

作为曾经的韩国第二大企业，大宇集团的倒闭更是见证了韩国政府破除信用担保的决心。危机前的大宇集团经营范围包括外贸、造船、重型装备、汽车、电子、通讯、建筑、化工、金融等，有系列公司 29 个，国外分公司 30 多个，手下职工高达 26 万。金融危机爆发后，大宇集团的高负债率造成了天量的债务负担，盈利的减少造成了股价的下跌。尽管经过一系列的裁减措施，大宇集团还是无力回天，“大马不死”的神话终究破灭。一向来对财阀特殊待遇的韩国政府没有施出援手，放手让大宇灭亡其实也是为其他财阀敲响警钟，政府为财阀企业买单的时代已经过去。

韩国政府这一次的强硬程度超乎预期，不少企业接连倒闭引发了失业潮，很多韩国民众对政府采取的措施产生了质疑的态度。但是深谙韩国经济病根的金大中政府没有心慈手软，金大中总统曾发表言“丢三保七”的言论：丢掉 30% 的工人的工作，保 70% 的工人就业。

幸好破旧也迎来了立新。在风险释放、债务处理、产能去化的煎熬之后，韩国经济的基本面得到了改善。原先在政府强力干预下扭曲的资源得到一定程度的纠正，市场的手段开始发挥作用，韩国经济发展的新篇章也就此拉开序幕。自 1999 年起经济开始反弹，焕发出新活力。

二、对外开放、财阀约束和经济转型

韩国政府大刀阔斧的改革，为经济发展破除了阻碍。而资本市场和金融市场开放后，FDI 的流入则为韩国增添了新动力。外国资本大量流入和外国股权大幅上升，改变了韩国企业原有的家族垄断式经营结构，并且将先进的管理制度和高新技术带进韩国，它是后危机时代变革中浓墨重彩的一笔。

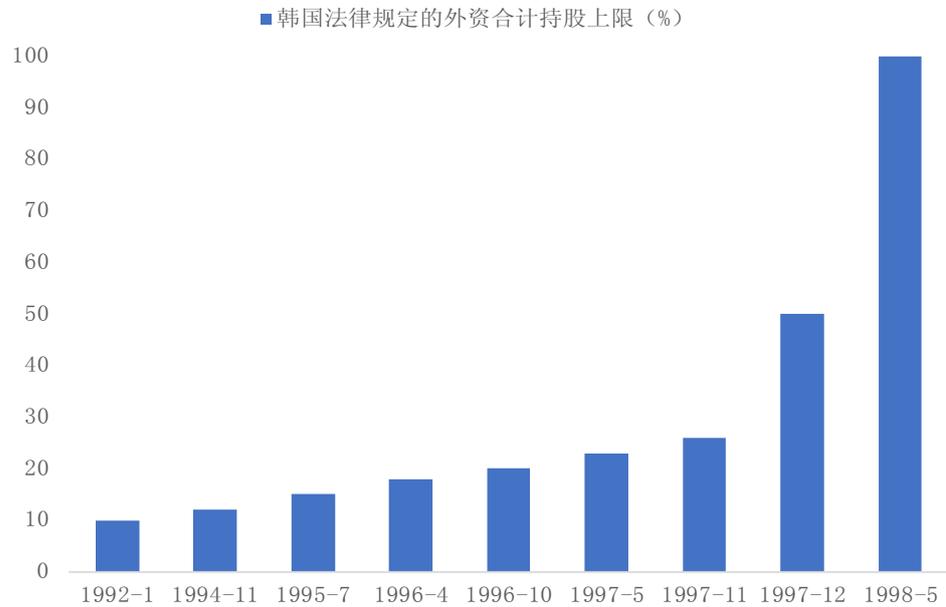
亚洲金融危机之后，韩国国内大量企业破产，其中包括了许多银行。除政府之外，



国内唯一拥有能力解救银行的只有排名靠前的大财阀企业，但为了避免财阀企业的进一步扩张，威胁到政府的控制力，韩国政府严格限制财阀资本进入国内银行部门。

在对外开放过程中，包括银行业在内的外资持股比例上限，也在加快放开。1997年12月和1998年5月，上限比例分别提高到了50%和100%。

图表 3: 1997 年 12 月和 1998 年 5 月，韩国两次大幅放开外资持股上限



资料来源：联讯证券，韩国统计局

外国资本加速进入韩国的银行业。1999年美国新桥资本收购韩国第一银行，2003年美国孤星投资基金收购韩国外汇银行。至2005年末，韩国SC第一银行的外资持股比例达到了100%，外汇银行外资股份高达74%，全国性银行的外国股权比率平均超过50%。

图表 4: 2004 年 12 月，外资在韩国国内银行的持股比例

银行	外资持股比例 (%)	董事会外国人比例 (%)	大股东及其持股率
国民银行	77.36	15.00	ING Bank 4.06%
外汇银行	71.88	36.84	Long Star 50.53%
汉拿银行	66.59	5.71	Templeton 9.40%
新韩银行	62.98	0.00	BNP Paribas 4.39%
助兴银行	62.98	0.00	BNP Paribas 4.39%
釜山银行	59.05	0.00	
大邱银行	56.54	0.00	
第一银行	48.56	65.52	新桥资本 48.56%
济州银行	39.35	0.00	
全北银行	11.56	0.00	
光州银行	10.93	0.00	
友利银行	10.93	0.00	存款保险公司 Temasek 9.8%

资料来源：联讯证券，[韩]任炳翼（2006）

由于不少外国资本在收购韩国银行和企业后的几年内又出售，获利好几倍，一些民众在外资控股的问题上有所抵触，甚至有人认为这是外国投资者跑到韩国来搞短期套现。



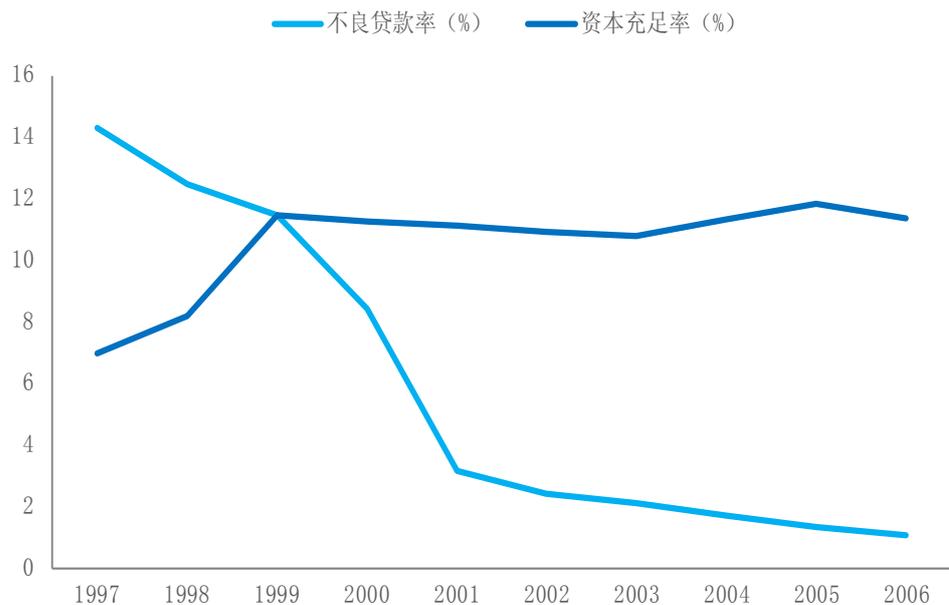
譬如备受争议的“套现者”——美国孤星基金，在 2003 年以 2.2 万亿韩元收购韩国外汇银行，却在 8 年后以 6.9 万亿韩元的价格将其卖给了韩国韩亚金融集团。

但不得不说的是，外资进入确实改善了韩国企业的公司治理水平，为韩国的转型提供了不少帮助。

最为重要的是，外资控股下“官制金融”的传统模式行不通了，财阀的势力得到限制。韩国银行业在 20 世纪 60 年代归为国有，是政府的信贷工具，虽然在 80 年代实行私有化，但是一直受到政府的指导，以低息放贷的形式支持财阀等企业发展，导致不良债务问题十分严重。但是外资控股下的韩国银行业，打破了与财阀勾结的关系，商业银行成为市场上的独立主体，不再为财阀所用。

外资控股也改善了银行业的经营效益。通过资产重组和不良资产消化等方式，韩国银行业的不良贷款比例显著下降了。外资入股后，也引入了欧美等发达国家先进的管理经验和创新理念，这又给原先的银行造成了压力，迫使国内银行进行相应的整改，通过这样的竞争，韩国国内银行的效率得到提升。数据显示外资进入后，韩国银行的资本充足率在上升，而不良贷款率在下降，银行更加重视贷款的质量，整个银行业的风险得到了有效控制。

图表 5: 外资进入后，改善了韩国银行业的经营效益



资料来源：联讯证券，韩国央行

被美国私募基金新桥资本收购的韩国第一银行，在被收购的第二年，就在整体银行业亏损的状况下，创造了过亿美元的盈利。这离不开新桥资本作为大股东，给第一银行带来的公司治理水平上升。而外汇银行在孤星基金入股后，取得了良好的业绩，在短短 8 年内外汇银行盈利达到了 4.7 万亿韩元。

除了银行业得到换血以外，不少陷入经营困境的韩国企业也被外国投资者收购。如三星汽车在 2000 年就被法国雷诺集团收购，大宇汽车 2001 年被美国通用汽车收购。

韩国企业的外资控股率也明显提升。全州新闻纸厂 66% 的股份、电信公司 33% 的股



份都被外国公司所有。在韩国股市上，外国投资者持股比例从 1997 年的 14.6% 开始直线上升，2000 年超过 30%。

外资流入也加快了韩国企业的转型。就拿在韩国曾引起轩然大波的 SK 控股权纷争来说，SK 集团是韩国四大财阀之一，和韩国其他大财阀一样，面临着所有权主要掌握在一个家族手中、中小股东利益受损、部分子公司靠内部交易营生等问题。2003 年左右，SK Global 的财务造假问题引起 SK 股价暴跌。这个时候，迪拜的 Sovereign Asset Management 对其下手了，通过收购成为 SK 集团的最大股东。

在 Sovereign Asset Management 成为 SK 公司大股东之后，提出了一系列对公司经营有利的方案，比如反对 SK 公司对 SK Global 的扶持、关闭经营不善的子公司以此来改善 SK 的业绩等。在 Sovereign Asset Management 持有 SK 股权期间，一直对原有的掌门人和管理层施压，认为 SK 集团原有的管理层涉嫌财务造假以及不正当的内部集团交易。

虽然崔泰源等人利用韩国人一直以来的爱国心理，通过煽动公司股东等把 Sovereign Asset Management 定位为“国际投机资本”，最终保留了对 SK 公司的控股权。但在这个过程中，外国投资者对韩国财阀原有结构的挑战，迫使 SK 集团在 2004 年对公司进行调整，包括增加股东权益、实行独立董事制度、提高会计信息透明度等。在历经了股权纷争案之后，SK 集团见证了股价的快速上涨。

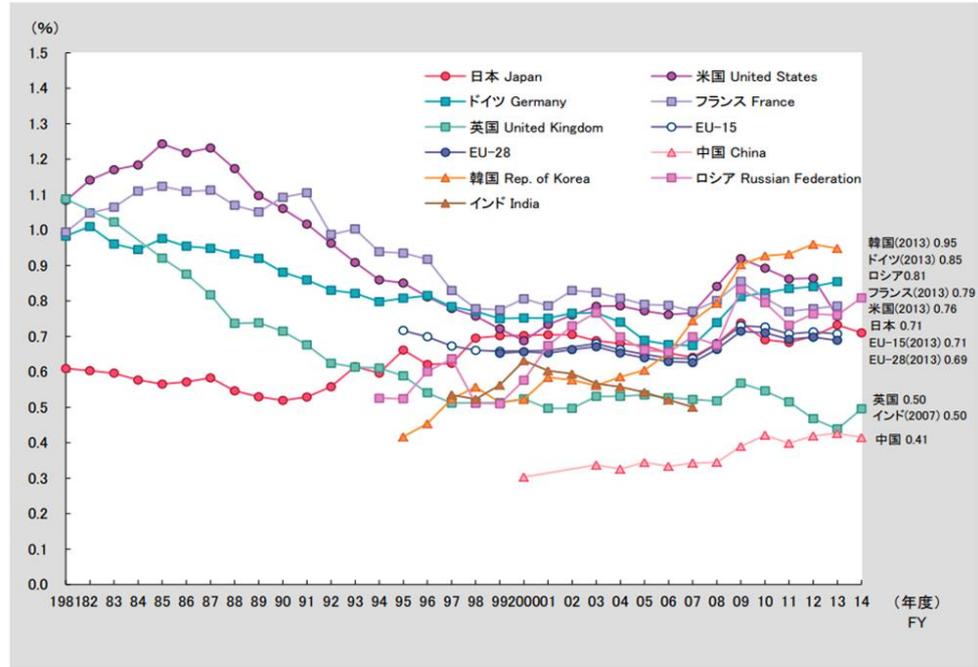
虽然在很多韩国民众心中，外国投资者仍然是来韩国投机和套现的。但必须承认的是，投机资本是资本市场上一个正常的现象，外国投资者在韩的投资收益也主要来自于他们妥善地管理和经营所投资企业。外资进入，也冲击了韩国原有的财阀模式，加快了产业结构调整和公司治理建设。

与此同时，危机爆发和经济全球化的推进，让韩国清醒地意识到科技创新和技术发展的重要意义。韩国政府希望能够发展知识密集型企业模式来代替以财阀为中心的资本密集企业模式，加快了产业战略调整，致力于发展高科技产业，“科技立国”战略取代了“重工业化”战略。

政府不再直接给相关企业投放资金，而是变为鼓励研发支出，积极设立国家研究项目。亚洲金融危机后，韩国成立了一个全面协调国家资助 R&D 计划的机构——国家科学技术理事会（NSTC）。1999-2004 年，每年政府都投资 2000 亿韩元来设立计算机、电子通信等相关研究院。为了提升人力资本，韩国政府启动了“21 世纪精英工程”。

韩国政府用于 R&D 的支出占 GDP 比例持续上升，目前居于主要国家之首。

图表 6: 韩国政府用于 R&D 的支出占 GDP 比例居于主要国家之首



资料来源：联讯证券，2016年日本文部科学省报告

1998年至2003年间，韩国花在科技研发上的经费高达140万亿韩元，涉及信息技术、半导体、新能源、精细化学、生物科技、新材料、航空航天等28个领域。2003年韩国政府把半导体、新一代移动通讯和新能源汽车等列为重点产业，大力支持。2008年为抵御全球金融危机，韩国制定了新的发展战略，韩国未来企划委员会公布《IT韩国未来战略》，计划将高新的IT技术渗透进各个产业。

韩国从政府直接干预企业，转向支持研发的方式，取得了不少科技创新。譬如说韩国自主研发的移动宽带无线接入技术——WiBro(Wireless Broadband Access Service, 无线宽带接入)，是当前最为前沿的。目前全球采用的无线数据技术主要是WLAN和蜂窝技术，但WLAN的覆盖范围和移动能力非常有限，而蜂窝系统主要用于语言业务服务，虽然移动性和业务质量有所保证，但是数据传输慢、接入成本高。WiBro能在保证数据业务接入速率的同时，兼顾质量和安全等不同的业务需求。

韩国政府为WiBro的开发投入了不少。政府推动了项目的成立，而且为它提供了充沛的资金。此外，政府还推动了企业之间的合作，WiBro是三星电子、韩国电子通信研究院(ETRI)和SK电讯通力合作开发的。韩国也是世界上最早正式为移动WiMAX分配了2.3GHz频率资源的国家之一，足见其重视程度。

高投入也取得了成效，目前韩国电信公司已组建一个有全球20余个通信运营商参加的协会，希望各公司的WiBro能够形成“跨国漫游带”。

在“科技立国”得到基本实施后，韩国又提出“文化立国”战略。韩国政府先后颁布了《文化产业发展五年计划》、《12世纪文化产业设想》等。此后，韩国的文化产业，如影视、音乐、游戏等都有了长足的发展，文化相关产业收入持续增长，与韩国先进科技一起成为韩国现代发展的双足。

在全球化时代，韩国文化得到了广阔传播。中国作为韩国的近邻，受“韩流”的影响更为明显，《冬季恋歌》、《大长今》等电视剧深受中国观众欢迎。韩国综艺席卷中国，近几年还和国内电视台合作，如韩国SBS的《Running Man》和浙江卫视，推出了热门



综艺——跑男。

三、财阀模式后遗症仍未消除

亚洲金融危机后，韩国采取的一系列改革措施，取得了令世人瞩目的成就。1999年GDP高速增长，达到了11.3%，2000年也有8.9%。2001年开始，经济增速虽然有所回落，但和全球主要国家相比，韩国的经济表现亮眼。在成功实现增速换挡的过程中，韩国经济质量也得到提升。

尽管如此，但仍有很多问题亟需解决。韩国财阀的根基太深重了，使得财阀模式的后遗症仍流淌在韩国经济的血脉里。

（一）财阀仍然绑架韩国经济，左右政府

韩国财阀仍然无孔不入，中小企业没有成长的机会，要么被大财阀企业扼杀在摇篮之中，要么成为财阀企业的转包企业为财阀所用。许多韩国财阀除了在自身发展的行业垄断以外，还将触角伸至各个行业，可以说是无处不在。排名前四大的财阀（三星、LG、现代、SK）平均拥有68家子公司。韩国前30位的财阀企业销售额占全国销售额的40%，资产规模则达到GDP的95%左右，相当惊人，比危机之前有增无减。

财阀企业大多以家庭为经营组织，导致财富、资源和经济力量都过于集中。国内收入分配十分极端，对财阀企业的依赖性强。而过于强盛的权势和经济力量，又滋生了财阀的不法行为，而这些违法的财阀掌门人往往在入牢后又被以为经济增长作出重大贡献的理由赦免，导致不少韩国民众气愤地认为财富和权力面前无法律可言。

在韩国现有的产业结构下，任何的新兴企业想要分一杯羹都难如登天。如果他们的业务动摇到现有的财阀集团，那么财阀集团很有可能会通过自己庞大的势力逼其退出。当新兴领域有较好的利润和前景时，那么“不差钱”的财阀集团便会伸出自己的触角，成立子公司涉足这一领域。

更可怕的是，实际上，很多韩国新兴的企业过度依赖于韩国财阀集团，他们需要财阀集团的合作或者是青睐，因为财阀就是韩国经济的一片天。很多时候财阀集团们都作为甲方出现在中小企业的业务领域，一旦他们中断合作，中小企业基本就没有市场生存空间了。

政商勾结依然是韩国经济的顽疾。每当韩国经济出现衰退时，总统便请求各财阀集团加大投资和增加就业机会，而财阀企业利用和政府官员亲密的关系，不断获得更多的自身利益。韩国财阀势力甚至庞大到敢直接向政府叫嚣，三星集团的前董事长李健熙就曾公开辱骂韩国政府。

（二）高债务问题仍存，进而抑制国内生产率

尽管经过对外开放和金融改革，韩国的市场环境和经济效率有所改善，但高债务的问题仍然没有完全解决。财阀把持下的韩国，全要素生产率并没有得到彻底的释放。

韩国财阀展现出“大而不倒”的强大势力，不断向不同产业延伸，扩大集团下属业务领域。但这些财阀真的无所不能吗？答案是否定的。

就连韩国人最骄傲的企业三星来说，它的主营业务范围包括电子产品、半导体、建筑、化工、造船等重工业，还延伸到游戏、广告、服装、宾馆、游乐园、投资等等。但



竞争的市场发展，造成了韩国经济长期不平衡的局面。

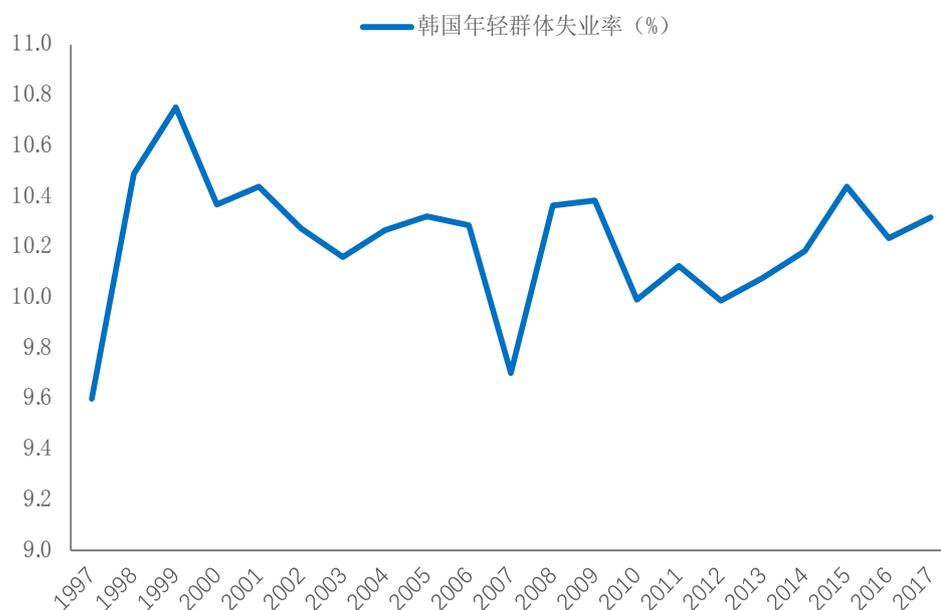
韩国财阀是军政时期政府为了快速发展而创造的工具，是时代的产物。但是它们已经脱离了掌控，变成了肆意扩张和绑架政府的主体，让韩国政府和民众深陷两难困境。

（三）民众福利差，社会两极分化严重

亚洲金融危机后，韩国成功地从泥沼脱身，并提前两年还清 IMF 的巨额贷款，经济增长率也一直处于 OECD 国家的前列。但是，亮眼的经济增长数据背后，却没有给韩国民众带来相应的福利提升。

韩国的经济增长没能创造大量的就业机会，就业的弹性系数非常之低，这与韩国重视制造业的传统有关。目前来看，韩国的就业结构性问题对社会影响很大，青少年和女性的就业问题严重。

图表 8: 韩国年轻群体失业率处于较高水平



资料来源：联讯证券，IMF

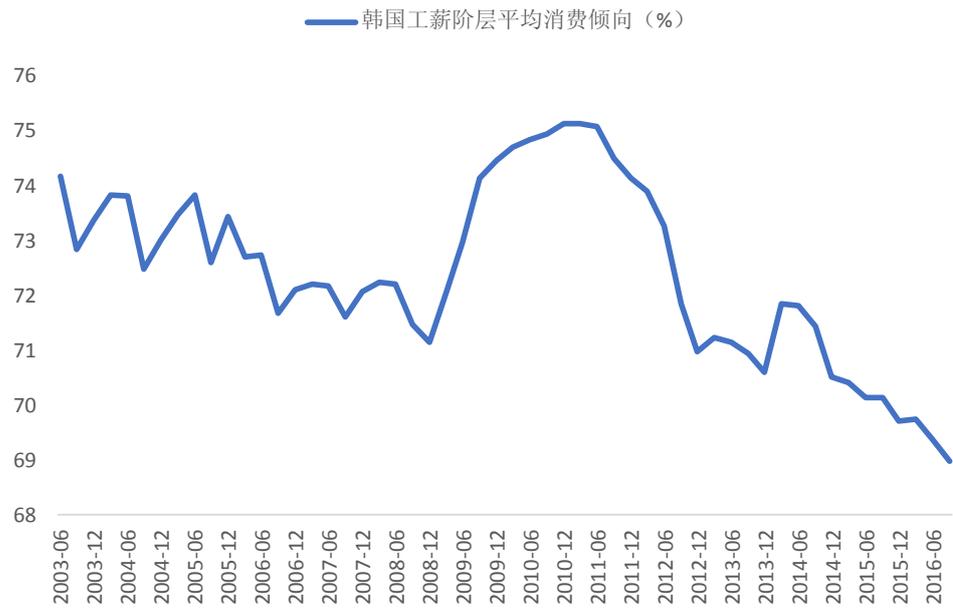
除此之外，韩国的工资收入增长，也没能赶上其漂亮的宏观经济数据。2002 年至 2012 年的十年，韩国经济 GDP 整体增长了 45.6%，但居民实际工资增长却只有 23.2%，勉强过半。但迅速飙升的房价却是令人咋舌。

这些因素叠加在一起，导致了韩国消费萎缩。家庭预期收入的减少以及物价的增长，让韩国普通民众不敢随意消费。结果就是，普通大众认为他们从来都不是韩国经济增长的获益者，怪不得有韩国民众呐喊“韩国的民主不是我们的民主”。

韩国目前日益严重的人口老龄化问题也羁绊了韩国的经济发展。近年来，韩国整体生育水平较低，而老龄人口的数量在增加，而且老龄化的速度非常快。2000 年韩国 65 岁及其以上的人口占总人口的比重达到了 7.2%，预计 2019 年左右这一数字将翻倍。由此导致的养老负担持续加重，让年轻人倍感压力。

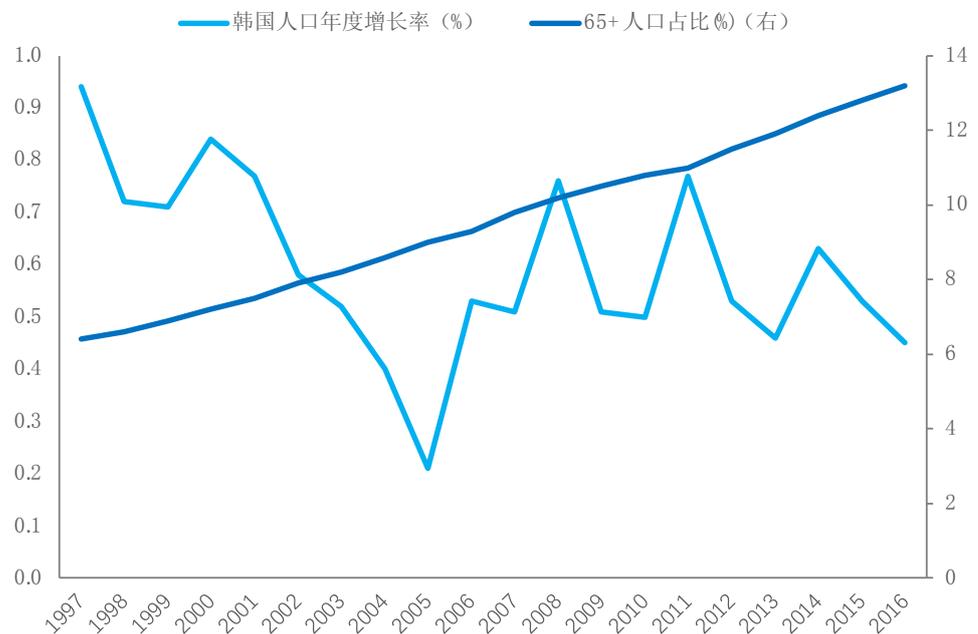


图表 9: 韩国工薪阶层不敢消费，平均消费倾向中枢下移



资料来源：联讯证券，韩国统计局

图表 10: 韩国在快速进入老龄化



资料来源：联讯证券，韩国统计局

韩国直接越过福祉社会阶段，跨入新自由主义，导致它比较低的福利水平。西方自由体制下存在的贫富差距问题在韩国也变得更加严重，自金融危机之后，韩国的基尼系数不断上升，财富分配不均进一步恶化。

根据 OECD 的相关调查，有 7.9% 的韩国民众从中产阶级落入了下层阶级。根据 2005 年韩国统计厅公布的数据来看，维系社会稳定的中产阶级开始崩裂，其中极少部分凭借



所掌握的高级知识和技能成为阶级上层，而更多的中产则沦为下层阶级。

新自由主义变革瓦解了韩国原来固有的社会契约和雇佣制度，原先的威权主义虽然存在诸多问题，但也在一定时期内控制了财阀过度寻租和其他导致极端不平等的行为。

而改革对金融机构和财阀企业的整改重组，引发了惊人的失业数字。而且原先被默认的终身雇用制度被短期雇佣取代，非正式雇佣的劳动力占据了相当比例，这些劳动人群只能获得极低的薪资和福利保障。之前高投资高增长的体制被破坏，先发展再分配的誓言被遗忘，付出代价最多的是普通劳动者和市民。

因此民众的生活并未在财阀的改革整顿后获得改善，经济发展的果实仍然被一小部分人摘取和享用。而为了整改付出的代价，却由整个社会来承担，这一度让韩国人民难以喘息。

总之，韩国经济的增长是不平等的增长，经济发展的成果被少部分人享有。而由于这种经济增长成果的不合理地分配，未能释放合理的消费需求，因此也没有让消费需求拉动投资，使得韩国的经济发展面临新困境。

四、结语

韩国在亚洲金融危机后的涅槃重生也不失为一个奇迹，它也是遭遇严重的金融危机后，第一个提前还清 IMF 负债，走上持续经济发展道路的国家。回顾韩国的历史，我们不难发现，韩国得以持续的发展，快速地走出危机，和其及时根据时势进行政策的动态调整有关。韩国借助金融危机成功地推行了金融体系改革，淘汰了部分阻碍市场发展的企业，实现了经济从量到质的蜕变。

但客观地说，韩国目前的经济模式仍有诸多弊端。要实现经济的长期发展，产业结构调整应持续进行，韩国财阀问题依然严重，放任庞然大物继续增长致使中小企业生存空间进一步缩水显然不是明智之举，如何实现公平和高效的市场，释放出内在的生产力是韩国的当务之急。

此外，在国际贸易条件进一步恶化的情况下，持续将经济重心依赖于出口有较大风险，韩国还应该扩大内需，提高居民收入、改善民众福利，以消费拉动增长。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入联讯证券，现任宏观研究员，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com