

韓国経済事情：予想外に早い利上げで物価上昇をけん制

～海外要因に懸念はあるも、景気拡大による物価上昇を懸念して利上げ実施～

発表日：2010年7月13日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 9日、韓国銀行は定例の金融政策決定会合で政策金利を約2年ぶりに25bp引き上げ2.25%とした。足元の物価上昇率は当局の目標域内にあり、不動産バブル懸念も融資規制で沈静化しているが、海外資金の流入で過剰流動性が燻る中、当局は金融政策の正常化に向けた地均しを進めてきた。同国景気は輸出拡大が内需の押し上げに波及しつつあり、景気拡大による物価上昇圧力を懸念して予防的に利上げが行われた。なお、当局は足元の景気は本格回復に至っていないとして、緩和姿勢を続ける方針を明確にしており、先行きの金融政策は漸進的な引き締めが続くと予想される。
- 1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+8.8%と、5四半期連続で拡大した。その後もアジア向けの輸出拡大が生産や雇用の改善を促し、内需を押し上げる好循環に入りつつある。前半の公共投資による押し上げ効果の剥落や、国内景気の二極化、中台協定締結による輸出競争激化が懸念され、今後は景気に減速感も出ようが、在庫率は依然低く、旺盛なアジアの電子部品需要が景気を下支えしよう。なお、6日にIMFが発表した『世界経済見通し』では、経済見通しが上方修正され、利上げの必要性が指摘されていた。
- 輸出拡大を背景に経常収支は改善し、海外資金の流入で外貨準備も積み上がっていることから、対外信用力は向上している。2008年の資金流出の要因となった対外債務は、短期債務の再編や短期資金抑制策により、短期的なショックへの耐性が高まっている。財政面では大規模公共投資による歳出増の一方、景気拡大による歳入増で財政赤字は圧縮される見通しであり、来年度はさらに財政健全化を目指す方針である。しかし、李政権は与党ハンナラ党内部の分裂で求心力が低下している。雇用対策など景気の自律的拡大に向けた課題を抱える中、依然として政治リスクも注目点となっている。
- 株式市場は外国人売買比率が高く、4月半ば以降のユーロ問題の不透明感により約1ヶ月間で1割以上下落したが、さらに中国経済の減速懸念が上値を重くしてきた。利上げは株価のマイナス要因となるが、好調な企業業績が資金流入を促すと期待される。通貨ウォンも外国人投資家のリスク回避で大きく下落したが、利上げによる内外金利差拡大が資金流入を促す要因となろう。

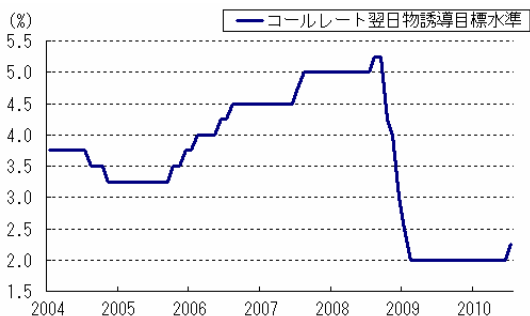
《将来的なインフレ懸念から予防的な利上げを実施。先行きも漸進的な引き締めが続くと予想》

- 9日、韓国銀行は定例の金融政策決定会合を開催し、政策金利を25bp引き上げ2.25%とする決定を行った（[図1](#)）。同国で利上げが行われるのは、リーマンショック直前の2008年8月以来で約2年ぶりとなる。当局は今回の決定に際し、欧州経済の不透明感を景気の下振れリスクとしつつ、堅調な景気拡大から将来的な物価上昇リスクがより大きいと判断した。当局は物価政策としてインフレターゲット制（今年は2.0～4.0%）を採用しているが、6月の消費者物価は前年同月比+2.6%と目標域内に収まっており、コア物価については同+1.7%と下限を下回っていることから、差し迫った物価上昇には直面していない（[図2](#)）。さらに、昨年半ば以降バブル懸念が高まっていた不動産市況も、昨年秋の不動産融資規制強化により、騰勢が目立っていたソウル周辺を中心に落ち着きを取り戻しており（[図3](#)）、ここ数ヶ月は政策決定会合の声明文からも指摘が削除されていた。
- ただし、5月の同会合では政策金利は据え置かれたが、先行きの金融政策について『当分の間据え置く』との表現が削除されるなど、金融引き締めへ転じる可能性が示唆されていた。春からは海外から証券投資の流

入超が続き（図4）、マネーサプライも大きく押し上げられ、過剰流動性の懸念が高まっていた（図5）。当局は、昨年秋から金融機関への資金供給策を縮小するなど、平時の金融政策に向けた出口を模索してきた。一方、短期資金の流出入リスクとそれに伴う為替相場の乱高下を懸念し、先月には国内外の銀行に対して為替先物取引やクロス・カレンシー・スワップ取引、為替のノンデリバラブル・フォワード（NDF）取引に上限を課す方針を明らかにした。金融政策の変更が海外資金の動向に影響を与える状況を鑑み、影響を最小化すべく対応を図ってきたと考えられる。

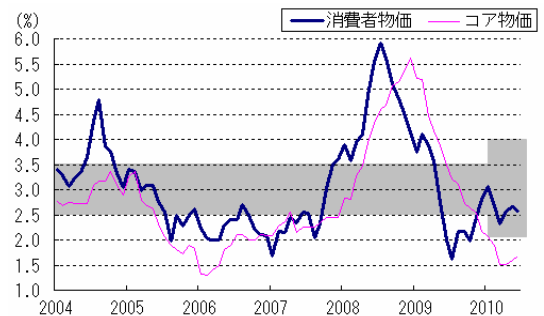
- 会合後に発表された声明文では、輸出産業を牽引役に拡大基調が維持されており、欧州問題などのリスク要因はあるが、先行きも緩やかな景気拡大が続くとの認識を示した。結果、ディマンドプル型の物価上昇圧力が強まり、来年にはインフレ率が目標域の中央値（3.0%）を上回る可能性もあることから、今回の利上げがフォワード・ルッキングなものであることを示唆した。ただし、足元の景気は本格回復に至っておらず、引き続き景気刺激を図るため、緩やかな姿勢を続けるとしている。今後の金融政策は内外景気の動向に配慮しつつ漸進的な引き締めが進むと予想される。

図1 政策金利の推移



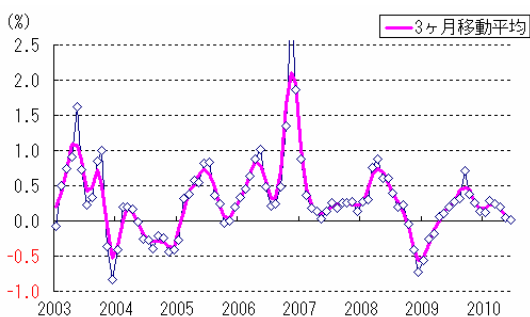
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 インフレ率の推移(前年比)



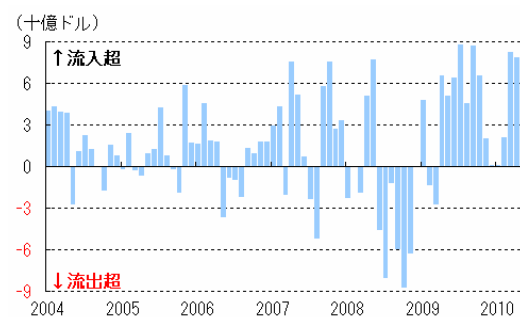
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 不動産価格の推移(前月比)



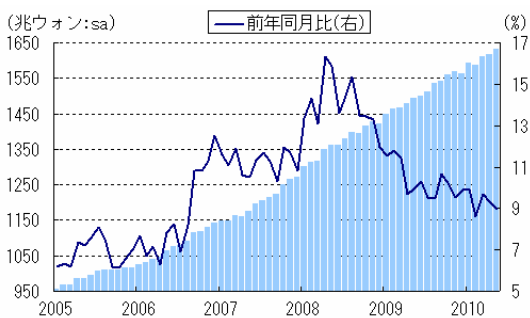
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 海外証券投資流出入額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 マネーサプライ(M2)の推移

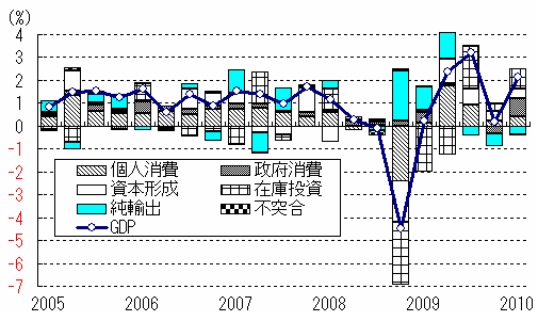


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《内外需の牽引により景気拡大が続く。年後半に減速する可能性はあるものの、腰折れには至らないと予想》

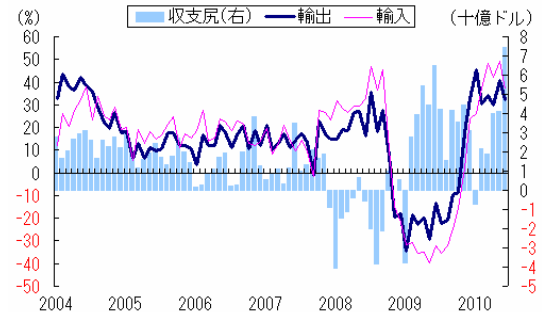
- 韓国経済は、1-3月期の実質GDP成長率が前期比年率+8.8%と5四半期連続のプラス成長となった（[図6](#)）。同国は輸出のGDP比が約5割で輸出依存度が高く、中国向け輸出の拡大が大きな牽引役となっている。6月の輸出は前年同月比+32.4%と前月（同+40.5%）から鈍化したが、単月ベースでは過去最高額となっている（[図7](#)）。また、輸出産業の電子部品や自動車などを中心に生産が拡大し、5月の鉱工業生産は前月比+2.6%と昨年11月から拡大基調が続き、設備稼働率も80%を上回る水準に達していることから（[図8](#)）、企業の設備投資意欲も高まっている（[図9](#)）。
- 生産拡大は非正規雇用者を中心に雇用改善をもたらし（[図10](#)）、個人消費にも波及している（[図11](#)）。ただし、雇用者に占める非正規雇用者の割合が4割を超えるなど同国の就業環境は不安定であり、また輸出主導で大企業が業績を改善させる一方、国内の中小・零細企業は厳しい状況が続いている。結果、百貨店売上高が好調な一方、スーパーマーケットの不振が続くなど、消費の二極化が進んでいる。
- 大企業や富裕層を中心とする民間部門の活況に加え、政府の景気対策の前倒し執行により、年前半は成長率が大幅に押し上げられている。今後は、最大の輸出先である中国の景気減速が懸念され、中国と台湾のECFA締結により競争の激化も予想される。ただし、5月時点の在庫率は主力産業の電子部品を中心に低水準であり（[図12](#)）、在庫余力は充分にあるため、半導体需要の強さなどが景気を下支えするであろう。
- 当研究所では5月時点の2010年の同国の経済成長率を前年比+5.1%と予想している。また、IMFは今日6日に『世界経済見通し2010』の改定版を発表し、2010年の経済成長率を前年比+4.5%から同+5.75%に大幅に上方修正した。その上で、今後段階的に金融緩和の見直しを図ることが適切と指摘していた。また、当局が12日に発表した経済見通しにおいても、2010年の経済成長率は前年比+5.9%に上方修正された（修正前は同+5.2%）。

図6 実質GDP成長率の推移(前期比/季調済)



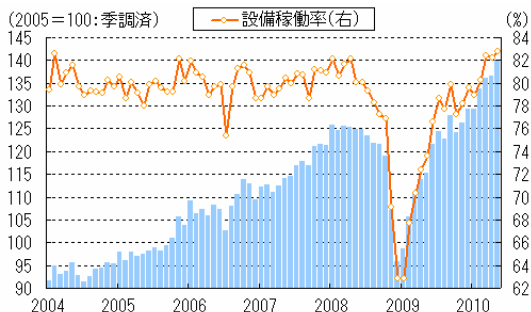
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図7 輸出入の推移(前年比)



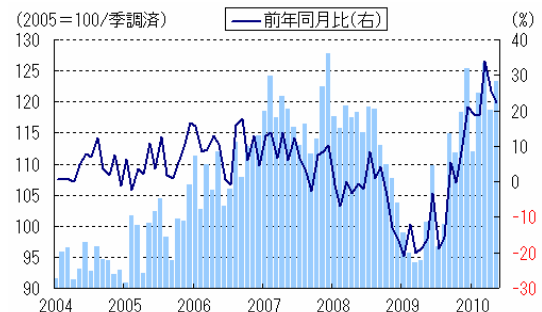
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図8 鉱工業生産と設備稼働率の推移



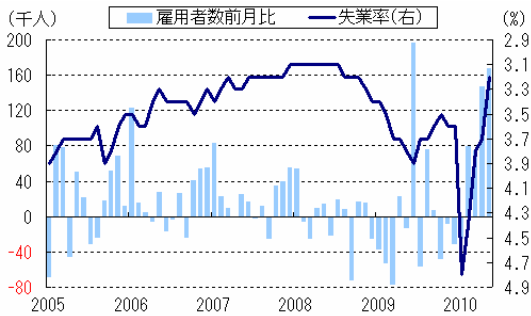
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図9 企業の設備投資動向の推移



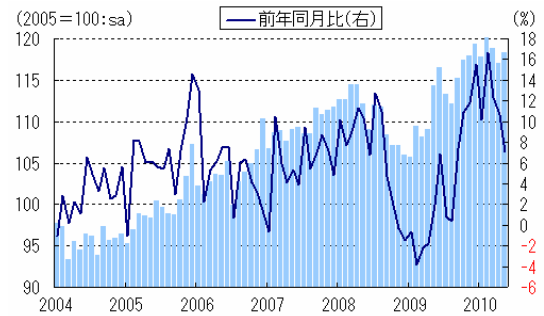
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図10 雇用環境の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 小売売上高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 在庫率の推移

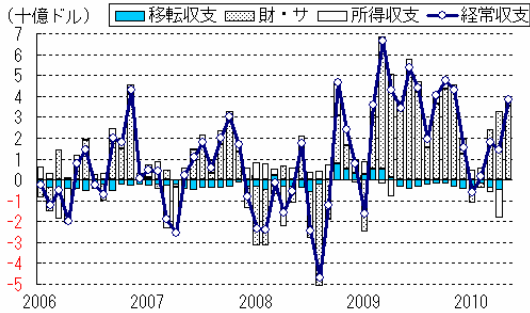


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《対外信用力や財政健全化は進むものの、依然として政治的不透明感がリスク要因》

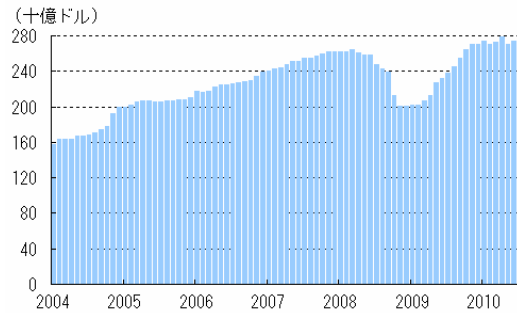
- 対外面では、年明け直後に貿易収支の悪化で一時的に経常赤字となったものの、基本的に経常黒字体質であり、輸出拡大によって対外信用力が確保されている（[図13](#)）。さらに、世界金融危機前後に海外資金の流出はあったが、その後のか以外資金の流入と、急激なウォン安防止のための為替介入によって外貨準備は再び増加しており、6月末時点で2742億ドルに達している（[図14](#)）。また、海外資金の流出要因となった対外債務は、短期債務の急増を招いた造船業界を中心に為替予約が見直され、長期債務の比率が高まっている（[図15](#)）。先月政府が発表した国内外の銀行に対する外国為替デリバティブに対する持ち高規制も、短期資金の流出による影響の緩和を図ったものであり、短期的な変動への対応が図られている。
- 財政面では、四大河川改修事業を含む景気刺激策もあり、今年度予算は292.8兆ウォンに達するものの、景気回復による歳入拡大で財政赤字は当初見込みのGDP比▲2.7%から圧縮が期待される。また、来年度予算では財政赤字を一段と圧縮させる方針を明らかにしており、2009～2013年の「中期財政計画」に沿って同▲2.3%を目指し、財政健全化を進めるとしている。一方、5月の地方選挙で惨敗して李政権の求心力が低下する中、就任前からの公約であった世宗市問題（盧前政権下で計画された首都機能移転計画）の撤回決議が与党ハンナラ党内の分裂で否決となるなど、政権は厳しい状況に立たされている。雇用問題など課題山積の中、2012年の次期大統領選挙を睨んで政争が激化しており、依然として政治リスクが燃え続けている。

図13 経常収支の推移



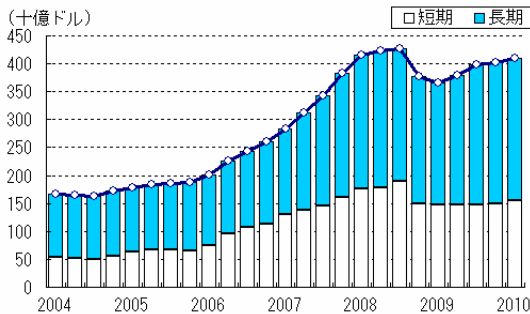
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図14 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図15 対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《利上げ継続観測の高まりや、好調な業績を受けて海外資金の流入が続く可能性が高い》

- 4月半ば以降、ユーロ問題を背景に国際金融市場でリスク回避姿勢が強まったため、外国人売買比率の高い同国株式市場で資金流出圧力が強まり、1ヶ月余りの間に1割以上下落するなど急速な調整に見舞われた。6月に入り落ち着きを取り戻すと反発したが、中国経済の減速懸念やウォン高懸念もあり、方向感の乏しい展開が続いている（[図16](#)）。今回の利上げは短期的に株価のマイナス要因となろうが、緩やかな景気拡大や好調な企業業績が再評価される展開も期待される。
- 同様に外国人投資家のリスク回避局面で通貨ウォンが大きく売られたが、先月政府が外国為替デリバティブ規制を発表して規制強化が嫌気されたこと、中国経済の減速懸念などもあり、ウォンは安値圏で上下して来た（[図17](#)）。今回の利上げにより内外金利差が拡大し、市場ではさらなる利上げ継続の観測が出ていることもあり、ウォン安に歯止めが掛かると期待されよう。一方、投資家のリスク回避姿勢もあり、長期金利は下落基調が続いてきたものの、足元ではリスクマインドが改善する中で徐々に金利が上昇している（[図18](#)）。

図16 株式相場の推移 (KOSPI)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図17 為替相場の推移 (対米ドル・ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 長期金利の推移(5年債利回り)



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

以 上