



韓国経済は霧の真っ只中

～過度に通貨安を意識する動きは来るべき対応余地を狭めるリスク～

発表日：2015年4月14日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 最大の輸出先である中国経済の減速は外需を通じて景気の重石となり、韓国経済は厳しい状況に直面している。原油安は交易条件の改善に繋がる一方、景気減速がディスインフレ圧力を増幅させている。景気刺激策の効果で一部の不動産市況は底入れするも、経済格差の拡大を招くリスクもある。経済政策の不透明感から朴政権の支持率は低迷するが、景気低迷の長期化で政権の死に体化が一層進むことも予想される。
- 外需低迷には円安やユーロ安で通貨ウォンが相対的に高止まりしたことも影響している。中銀は金融緩和などによる景気下支えに動く一方、足下では家計債務がGDP比7割超に達する問題を抱える。一段の利下げを示唆する動きもみられ、米国の利上げによる市場の動揺も予想されるなかで政策対応余地を自ら狭めているとも判断出来る。政府及び中銀にとって来るべき事態への対応は一層困難になっている。

《外需の鈍化で原油安の「恩恵」を活かすことが出来ず景気低迷が続くなか、政権を取り巻く環境は一段と厳しさを増す》

- 韓国経済を巡っては、輸出額の3割を上回る中国経済の減速に伴う外需の不透明感が高まるなか、足下では外需低迷が内需の足かせとなることで景気全体の足を引っ張る悪循環に直面している。昨年の経済成長率は前年比+3.3%と前年(同+2.9%)からわずかに加速したものの、2000年代には中国の高い経済成長などを追い風に平均で5%を上回る水準の伸びを続けてきたことを勘案すれば、ここ数年の景気は厳しい環境にある。同国経済にとっての輸出は名目ベースでGDP比約5割、実質ベースでは6割弱に達するなど、アジア新興国のなかでも相対的に外需依存度が高い上、ここ数年は中国との連動性を高めてきたことから、中国の景気動向の影響を大きく受けやすくなっている。足下では習政権が掲げる「新常态(ニューノーマル)」のスローガンの下、構造改革を前進させる一方で一定程度の景気減速を容認する姿勢を前面に打ち出しており、結果的に韓国経済にとっては輸出の下押し圧力が高まり、企業による雇用拡大や設備投資意欲の低下を通じて個人消費をはじめとする内需の足かせとなっている。折しも、昨年後半以降における原油をはじめとする国際商品市況の調整はこれらを輸入に依存する同国にとり、交易条件の改善を通じて国民所得を押し上げることが期待されており、足下の水準は約4年半ぶりの水準に回復している。また、政府は昨年半ば以降に総額41兆ウォンに上る景気対策や利下げによる景気刺激策に取り組んでおり、その後も5兆ウォン規模の追加的な景気対策を行うなど、財政・金融政策を通じた取り組みを強化している。特に、

図1 経済成長率の推移

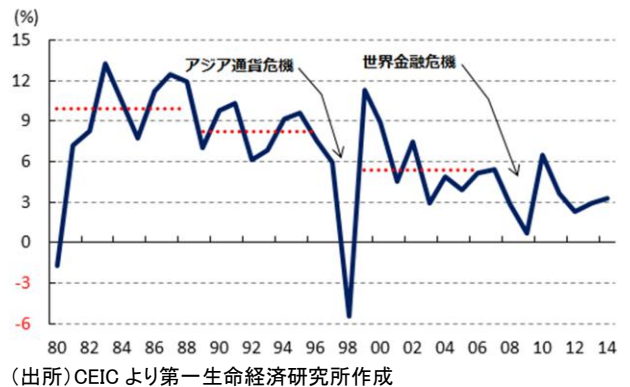


図2 交易条件指数の推移



一連の対策に伴う不動産需要喚起策は長期に亘って低迷が続いてきた首都ソウル周辺を中心に市況の改善を促しており、家計部門の資産に占める不動産の割合が極めて高い同国にとってプラスの効果を与えると期待される。その一方、過去の政府による度重なる不動産需要喚起策に加え、長期に亘る低金利状態が続いていることも重なり、昨年末時点における家計部門の債務残高は1089億ウォンとGDP比で73.3%に達する規模に拡大しており、これに伴う債務負担の拡大も個人消費の重石となっている。足下のインフレ率は原油安に伴うエネルギー価格の低下を背景に低下トレンドを強めているが、エネルギー関連を除いたコアインフレ率も中銀の定めるインフレ目標（2～3%）の下限近傍で推移しており、景気の弱さも相俟ってディスインフレ圧力に繋がっている。さらに、足下ではソウルなど大都市圏を中心に不動産市況に底入れの動きが出ており、先月にも中銀が予想外の形で利下げを実施したことでそうした傾向は続くと思込まれる一方、地方では不動産市況の頭打ち感が強まっており、地域間での経済格差が一段と顕在化することも懸念される。朴政権を巡っては、就任3年目と任期（5年）の折り返しを迎えているにも拘らず、経済政策面での不透明感を理由に支持率が低迷する状況が続いており、景気低迷の打開策を打ち出すことも出来ず浮揚のきっかけを失いつつある。原油安という「棚ぼた」をうまく景気回復に活かすことが出来なければ、政権の「レームダック（死に体）」化が一気に進むことも予想される。現政権は経済構造の抜本的な転換を図るべく、中小企業の育成に取り組む姿勢をみせているが、現時点においては金融市場で進む「円安」への対応策として行った金融緩和のほか、低利融資の実施にむけた基金設立などに留まっており、具体的な後押しには力不足の感が否めない。その意味においても、同国経済は極めて厳しい状況に直面していると判断出来る。

《ウォン高阻止に向け金融緩和実施も、家計債務の問題や危機対応の余地縮小により、政策対応は一段と難しくなろう》

- このところの外需の鈍化については、中国の景気減速に加えて、国際金融市場において日本銀行の「異次元緩和」を反映して円安基調が強まっており、年明け以降はECB（欧州中央銀行）が量的金融緩和に踏み切ったことでユーロ安基調も強まるなか、通貨ウォンの実効為替レートは高止まりして輸出競争力が相対的に低下していることも影響している。他方、ウォンは米ドルに対しては昨年秋以降下落基調に転じており、これは米国FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ実施が意識されたことに伴う米ドル高圧力を反映したものと考えられるものの、先日米国財務省が公表した『為替報告書』では「ウォン高阻止を目的とする為替介入を行っている」上、「為替介入は金融市場の混乱の際などに限定すべき、かつ、その透明性を高めるべき」との指摘がなされている。こうした状況を勘案すれば、当局が今後ウォン高の阻止を目的とした為替介入（ウォン売り介入）を積極的に行うことは難しくなっていると考えられ、その点では外需の急激な回復を目指すことも困難な状況になりつつあると判断出来る。結果、同国においては輸出の多くを財閥系企業などが占めている上、雇用の面でも財閥系企業が中心となっていることを勘案すれば、国内の雇用に調整圧力が掛かりやすく、そのことが個人消費の重石となることも懸念される。中銀は先月、足下における景気の鈍化や先行きの景気回復が想定以上に緩慢なものに留まるとの見方を示した上で、通貨ウォンが相対的に高止まりしている状況を打開すべく利下げに踏み切り、今月については金利を据え置く一方で先行きの利下げに含みを

図3 ウォンの名目実効為替レートの推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

持たせる姿勢を示している。中銀は金融政策委員会に併せる形で最新の経済見通しを発表し、今年の経済成長率を前年比+3.1%、インフレ率を同+0.9%と1月時点の見通し（経済成長率は同+3.4%、インフレ率は同+1.9%）から下方修正しており、景気及び物価の下振れリスクを意識する姿勢をみせている。こうした状況を勘案すれば、足下の政策金利は過去最低水準にあるものの、一段の金融緩和により景気の下支えを図る可能性は残るものと予想される。ただし、外需依存度が極めて高い同国において外需の本格回復が見込みにくいなかでの一段の金融緩和は、足下においてGDP比で7割を上回る水準に達する家計部門が抱える債務のさらなる膨張を招くことに繋がり、一部の大都市などを中心とする不動産市況の高騰を引き起こすなど、いわば「バブル」を生むリスクがある可能性には注意が必要である。同国の昨年の合計特殊出生率は1.21人とOECD

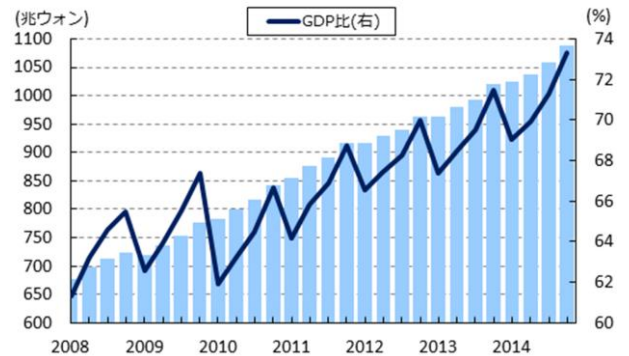
（経済開発協力機構）加盟国34ヶ国中最も低いなど、わが国を上回るペースで少子高齢化が進んでいることを勘案すれば中長期的にみた不動産市場の価値は高まりにくい状況にあるなか、不動産市場でのバブル発生には早晚「手仕舞い」が避けられない。そうした観点では、追加的な金融緩和による資産価格の上昇などで一時的に景気浮揚効果を得ることは可能かもしれない一方、先行きを見通す上ではその副作用が表出することにより、中長期的に悪影響を及ぼすリスクを勘案する必要性はあろう。足下の国際金融市場

においては、米国FRBによる利上げ実施のタイミング及びそのペースが想定されたよりも遅く、かつ緩慢なものになるとの見方が強まっており、主要先進国では軒並み量的金融緩和政策が採られていることで世界的なマネタリーベースはかつてない規模になるなか、世界的なリスクマネーも活発化する動きがみられる。結果、海外資金の流入が活発化していることを反映して、足下の

ウォン相場は短期的ながら米ドルに対して強含む動きをみせ、株式相場も底入れして主要株式指数（KOSPI）は4年ぶりの高水準を記録しているほか、長期金利は過去最低水準を更新するなど「トリプル高」の様相を呈している。ただし、実体経済面においては必ずしも同国経済が上向きの状況ではないことに加え、当面は景気回復が見込みにくいことを勘案すれば、こうした「金融相場」とも呼べる状況が長続きする可能性は高くないものと予想される。また、

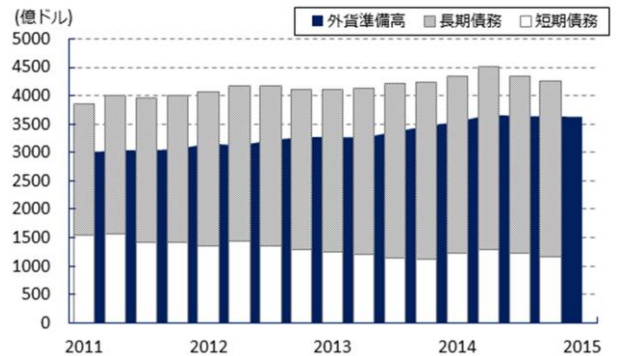
先行きにおいては早晚米国が利上げに動くことが見込まれ、それに伴って一昨年（2014年）のいわゆる「バーナンキ・ショック」後のように世界的なマネーが動揺する可能性が考えられるなか、同国においても海外資金の流出が国内の信用収縮などを招くリスクを意識せざるを得ない。足下の対外バランスをみると、原油安の影響で貿易黒字が積み上がりやすくなっていることに加え、上述のように定常的に為替介入を行っていることを見込まれることも重なり、今年3月末時点の外貨準備高は3628億ドルに達する一方、昨年末時点における対外債務残高（4254億ドル）のうち短期債務は1153億ドルに留まっており、マクロ指標上は短期的な資金流出によって外貨調達が困難になる事態は想定しにくい。ただし、同国の金融セクターなどでは外資系金融機関などを中心に上述の対外債務にカウントされない親子間借入があるほか、国内金利が相対的に高いことを受けて近年は外資

図4 家計部門の債務残高の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図5 対外債務残高と外貨準備高の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

系金融機関などを通じた外貨建借入が拡大しており、これは上述のように家計部門の債務が拡大してきた一因にもなっている。海外資金の流出圧力が強まることでウォン相場が急激に下落する事態となれば、一部では見込み以上に債務負担が急拡大することも考えられ、すでに金利が過去最低水準となっていることはそうした事態への対応余地を狭めているとも言える。足下における金融政策はウォン高による国内経済への影響を緩和することを目的にしたものと言えるものの、それによって家計債務に対する評価を過小にしていることや、危機対応のバッファを縮小しているとすれば、その後の政策対応を一層困難なものにしていると言えよう。

以 上