



韓国経済事情：外貨確保による安心感か、強硬な利下げ姿勢を継続

～市場予想を大幅に上回る100bpの利下げ、金融不安が払拭されない中で資金流出を抑えられるか～

発表日：2008年12月12日（金）

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)

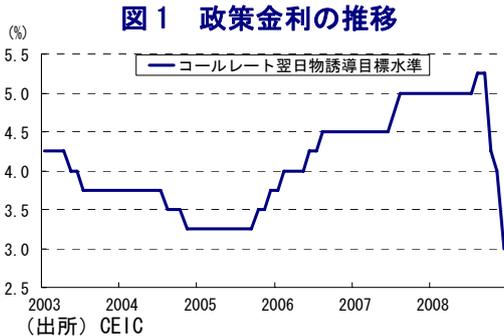
(要旨)

- 11日、韓国銀行は金融政策委員会を開催、政策金利を100bp引き下げ3.00%とする決定を行った。7-9月の実質GDP成長率は前年比で+3.8%、前期比では+0.5%と景気減速基調が鮮明となっている。さらに、力強く推移した内需は年明け以降のインフレと金利高で勢いを失い、リーマンショック以降の金融危機により世界経済の後退で輸出の下押しも避けられなくなっている。こうしたことから、金融政策をさらに緩和することで景気刺激を図る意図があるものと考えられる。
- 年明け以降に急上昇したインフレ率は、足元では商品市況の急速な下落によりインフレ懸念が後退しており、先行きも低下が見込まれる。ただし、金融危機を発端に外国人投資家のリスク許容度の低下で投資資金の流出が続き、通貨ウォンは足元でも減価圧力が残る。輸入の伸びが輸出の伸びを上回る中では自国通貨安は輸入物価の押し上げに繋がり、新たなインフレ圧力となる。ヘッドラインのインフレ率は先行き低下が見込まれる一方、物価の高止まりで実質購買力の押し下げに繋がる懸念が残る。
- 外国人投資家が主導する資金流出の要因には、キャリー取引を通じた対外債務の急速な拡大で外貨が不足する懸念を生んだとみられる。しかし、短期の対外債務の多くは輸出に伴う為替ヘッジ取引によるものであり、政府は民間対外債務に時限的に政府保証を付与するなど、ロールオーバーへの懸念は大きく低下している。依然として外貨準備は2,000億ドルを超える規模を確保している上、米国や日中との間で外貨スワップ協定を締結するなど、同国自身の外貨調達手段も確保している。
- 年内の歳出による景気刺激策が寡少な一方、来年度には大規模な歳出拡大策を計画しており、その前に国内金利の引き下げを狙った可能性がある。流動性確保に向けた諸施策は多岐に実施されるなど、積極的な対応が市場で好感されつつある。ただし、一番の懸念材料である資金流出を食い止めるには、金融機関を含めた企業再編などによる競争力の強化も求められ、政府の果敢な対応が不可欠である。

《内・外需双方で景気減速懸念が強まる中、金融政策も景気刺激色をより一層打ち出す姿勢にギアチェンジ》

- 11日、韓国銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利である基準金利を100bp引き下げて3.00%とする決定を行った（図1）。同国では、年明け以降の資源及び穀物価格の急騰によってインフレの上振れや経常収支の赤字化といったファンダメンタルズの悪化が直撃、外国人投資家からのポジション離れを招いた。さらに、インフレに対抗する観点から金融当局が引き締め姿勢を堅持し続けたことでインフレと金利高が共存し、過去数年に亘る成長を牽引した内需が勢いを失うなど景気の減速感も強まっている。こうした中で9月にはリーマンショックが発生、ポジション離れを進めた外国人投資家のリスク許容度がさらに低下、同国の株式や通貨ウォンに対する売り圧力が一層強まった。
- 金融危機によって世界経済は後退懸念を強め、同国景気を牽引してきた輸出環境の悪化も鮮明になるなど、内需のみならず外需にも減速基調が強まっている。リーマンショック以降、金融当局は金融引き締めから一転して金融緩和に舵を切っており、ここ3ヶ月足らずの間の利下げ幅は225bpに及ぶ。金融不安による流動性の逼迫感が強まっていることで金融当局は様々な流動性供給策を打ち出しているほか、政府も景気刺激に向けて2009年度に総額14兆ウォン（約110億ドル）規模の景気対策を打つ旨を表明している。景気対策の実施には国会承認が必要であり依然ハードルは高いものの、景気にとっては下支え効果が期待される。

- 委員会後に公表されたコメントでは、金融当局がさらなる利下げの実施に含みを持たせていることから、今後の動向を見つつ、さらに 100bp 程度の利下げ幅をもって金融緩和を進める可能性が高まったと考えられる。今回の利下げが市場予想（コンセンサス予想は 50bp の利下げ）を大きく上回る緩和となったことで、政府もさらなる景気刺激策を打ち出す可能性が高まったと考えられる。とはいえ、世界経済の後退が避けられない中、同国経済を牽引した輸出には厳しい状況が続くとみられる。経済に占める輸出依存度の高さを考えると、輸出の減少は雇用や所得環境の悪化を通じて内需にも悪材料となるとみられる。こうしたことから、金融緩和のみに依存し続けても個人消費を喚起する力は小さいとみられ、財政政策を伴った景気刺激が求められよう。



《内需・外需ともに下押し強まる、外需依存度の高さが世界経済の後退の影響を一段と強める可能性残る》

- 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+3.8%と前期（同+4.8%）から大きく減速している（図 2）。インフレと金利高の共存で、個人消費が同+1.1%と前期（同+2.3%）から伸びが鈍化したほか、世界経済の減速懸念により輸出が同+9.4%と前期（同+12.5%）から減速するなど、内需・外需双方で勢いが後退したことが鮮明となっている。対前期比（季調済）でも+0.5%と前期（同+0.8%）から減速感が強まっている。リーマンショック以前においてもこのように景気の減速感が鮮明になっていることで、リーマンショックによる世界経済を取り巻く環境が激変したこともあり、マイナス成長入りする可能性が高まっている。
- 過去数年に亘り底堅さが続いた個人消費を中心とする内需は、年明け以降のインフレと金利高で勢いを失った結果、足元では伸びも頭打ちとなっている（図 3）。7-9 月期の GDP 統計上は伸びを示していた資本投資については急速な利下げの実施もあり、幾分押し上げの効果が出ていることが期待される。しかし、世界経済の後退によって輸出向けの需要の伸びが期待出来ない中、さらに主要輸出財である半導体などの IT 財は市況が足元で急速に悪化していることもあり（図 4）、こうした環境下で新規投資を行う可能性は極めて低いと言える。これまで順調に推移してきた自動車や船舶などの輸送機械についても、足元では急速に世界的な需要が悪化していることもあり、鉱工業生産は急速に鈍化が進んでいる（図 5）。
- 特に、同国の場合は人口が 5,000 万人不足と国内市場が小さいこともあり、輸出志向型での工業化を進めてきた経緯がある。世界経済の後退による輸出需要の鈍化は、企業業績の悪化を通じた生産調整圧力となり、ひいては雇用や所得環境の悪化に直結する。10 日に公表された 11 月の雇用統計では、失業率（季調済）が 3.3%と前月（同 3.1%）から 0.2p 上昇するなど雇用環境の悪化が忍び寄りつつある状況が示された（図 6）。既に大手企業を中心に雇用調整に向けた動きが進んでいるほか、過去の IMF 支援下での経済改革によって雇用流動化に向けて非正規雇用者が増大するなど、足元の日本と同じ問題に直面している。先行きにおいては雇用環境の一層の悪化が進むとみられ、所得の伸びがさらに鈍化（図 7）、ひいては減少することも懸念され、個人消費の勢いをさらに失わせる可能性が高まるとみられる。
- なお、年明け以降の資源及び穀物価格の急騰により悪化したインフレは、商品市況がピークアウトから大幅

に調整している影響から足元では鈍化基調を強めている。直近 11 月の消費者物価は対前年同月比+4.5%と 7 月のピーク（同+5.9%）から大きく低下、前月比でも▲0.3%と減速速度を強めている（図 8）。その一方、年明け以降に通貨ウォンの下落が続いており、足元では輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったことで輸入物価の押し上げによる新たなインフレ圧力が意識されている。その結果、食料品やエネルギーを除いたコア物価は足元でも伸び続け、金融当局の定めるターゲット（2.5~3.5%）を上回る（図 9）。

こうしたことから、先行きは商品市況の下落によりインフレ圧力は大きく後退し、ヘッドラインインフレは下落していくことが予想されるものの、物価の高止まりが続く懸念がある。所得の伸びが鈍化する中で物価の高止まりは、実質的な購買力を下押しするため、内需に勢いのない状態に陥る可能性が高いと言える。

図 2 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

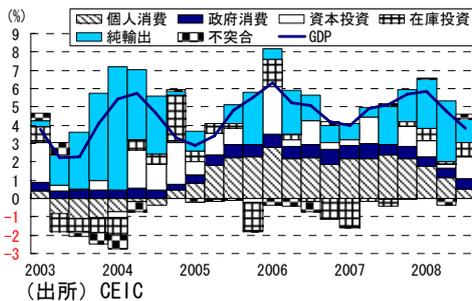


図 3 小売売上高の推移 (前年比)

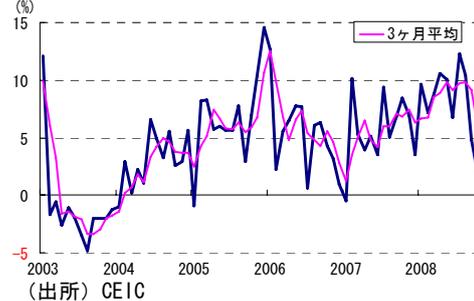


図 4 IT 財の在庫動向の推移 (前年比)

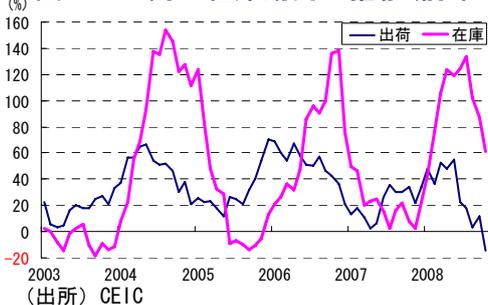


図 5 鉱工業生産の推移 (前年比)

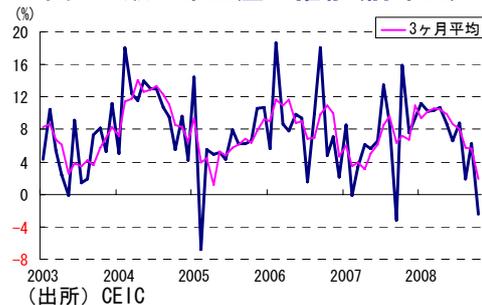


図 6 雇用環境の推移

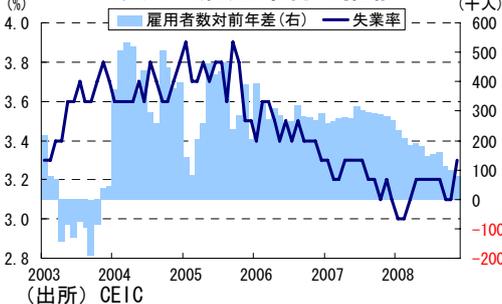


図 7 家計の給与所得の推移 (前年比)

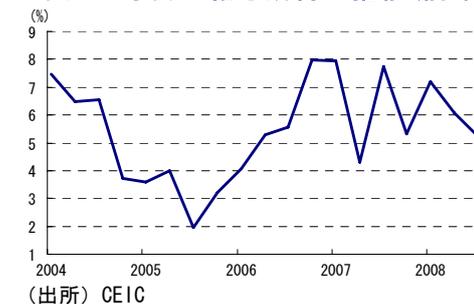


図 8 消費者物価の推移 (前年比)

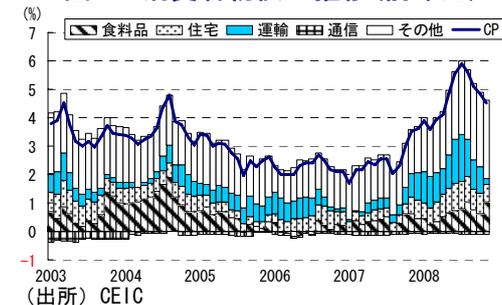
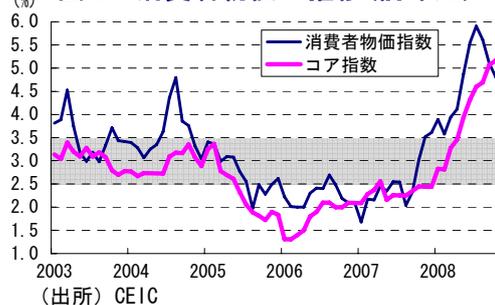


図 9 消費者物価の推移 (前年比)



《外国人投資家の売り圧力で外貨準備は急減も高レベルを維持、諸処の危機回避策も講じられている》

- 同国は輸出志向型の加工貿易が中心とする輸出入構造となっており、年明け以降は原材料価格の高騰で輸入額が大きく押し上げられた。その結果、貿易収支は昨年末以降は赤字に転落する傾向が強まったが、足元では商品市況の急激な調整の影響から輸入額も大きく減少し貿易黒字に再度転化している（図 10）。なお、貿易赤字化したことで経常収支が悪化したことが、年明け以降の通貨ウォンの売り圧力をもたらす要因のひとつになったとみられる（図 11）。しかし、足元では貿易収支が改善基調にあるうえ、通貨ウォンが急激に下落した影響で海外への旅行客が減少、逆に日本を中心に韓国向けの旅行客が増加したためにサービス黒字が拡大、経常収支は急回復をみせている。とはいえ、先行きは輸出環境の悪化がさらに進むとみられる中で貿易収支の改善を期待することは難しく、その意味では経常収支も改善が進むとは考えにくいと言える。
- リーマンショックによる世界金融危機は外国人投資家のリスク許容度を大きく低下させ、折からの景気減速懸念に加えてドル資金の不足が懸念されるなど、度々「危機説」が囁かれてきた同国からは資金逃避が進んだ。その結果、外貨準備の増減を示す総合収支は大幅な赤字となるなど（図 12）、ここ数年に亘って積み上がってきた外貨準備は足元にきて急速に減少している（図 13）。しかしながら、11 月末時点における外貨準備高は約 2,005 億ドルとアジア通貨危機の頃と比べると高水準にあるほか、今年の月平均輸入額の 5.4 ヶ月分と直ちに外貨不足に陥る規模にはないと考えられる。
- なお、足元での外国人投資家による資金逃避を招いた要因には、過去数年の国内金利高により民間銀行を中心に低金利の日本円や米ドルで資金調達する借入キャリー取引が拡大したことも挙げられる（図 14）。さらに、年明け以降はそれまで増価基調にあった通貨ウォンが急激に減価したことで対外債務による債務負担が上昇、キャリー取引の解消が進んだことも投資資金の流出に繋がった上、それに伴うドル資金の逼迫感が外貨不足懸念を想起させ、1997～98 年のアジア通貨危機を連想させる動きに至ったとみられる。また、短期の対外債務が急激に増大したことも外貨の急激な流出を引き起こす懸念に繋がったとみられる。

ただし、短期資金の多くは輸出業者による為替ヘッジ契約に関連している上、金融危機対策として時限的ながら民間対外債務に国家保証を付与おり、危機的状況を招く可能性は大きく低下していると言える。市場では早くも今年 9 月の「危機説」に続き、短期債務の返済が集中する来年 3 月の「危機説」が囁かれているものの、金融当局が米国 Fed や日本、中国との間で通貨スワップ契約を締結するなど、外貨調達に向けたセーフティーネットの構築を進めており、危機的状況に陥る可能性は低下していると考えられる。

図 10 輸出入の推移(前年比)

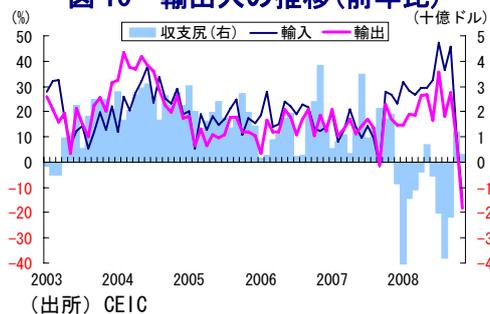


図 11 経常収支の推移

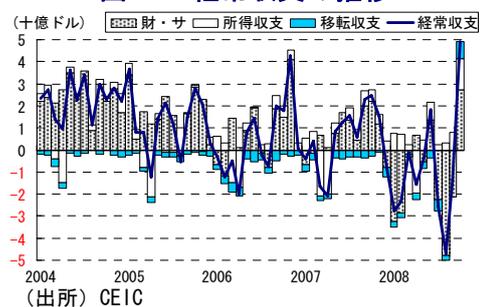


図 12 国際収支の推移

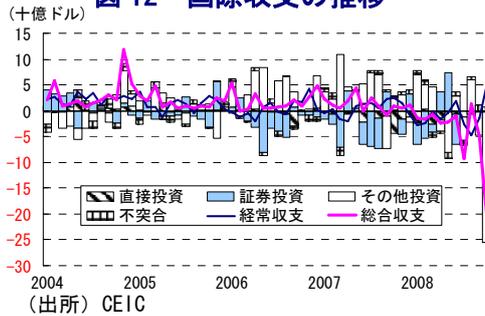


図 13 外貨準備高の推移



図 14 対外債務残高の推移

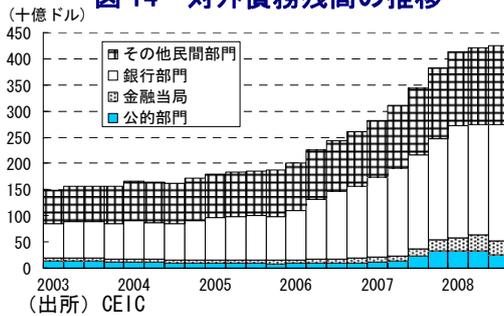


図 15 対外債務残高の推移



《景気刺激への緩和策も、足元の元凶が資金流出にあることを考えると抜本的な金融安定化策が求められる》

- 今年前半の懸念材料であったインフレは、足元では商品市況の急速な下落で後退基調が強まっており、先行きもヘッドラインの低下は進んでいくものと予想される。ただし、同国の金融市場には「危機説」が燃る中で外国人投資家による資金流出懸念は残存するとみられ、結果として通貨ウォンの減価圧力に繋がる可能性がある（図 16）。そうなれば、インフレそのものは鈍化基調が進む中で物価の高止まりが続くことになり、輸出産業を中心に雇用環境の悪化により所得の伸びが期待されない中では、実質購買力の下押しを通じて内需の勢いを失わせる懸念が高まろう。

金融当局は足元の金融危機への対応策として市場に潤沢な流動性を確保した上で大幅な利下げを行うなど、踏み込んだ緩和策を講じている一方、歳出拡大による景気刺激策は、年内は総額 6.4 兆ウォン（約 63 億ドル）の燃料税減税に留まるなど、手続きが安易な金融緩和が先行している。家計部門はかつての住宅バブル時に負債比率を高めており、利下げによる利払い負担の軽減が内需押し上げに繋がる可能性はある。しかし、世界経済の後退で輸出需要が見込めない状況で利下げが投資喚起をもたらすかは疑問であり、企業収益の圧迫が予想される中で所得の伸びが抑制されれば、当局が期待する内需の押し上げ効果は限定的となろう。

- 同国政府は、来年度予算において総額 14 兆ウォン（約 110 億ドル）規模の景気対策を行うことを公表している。内訳としては 11 兆ウォンをインフラ整備を中心とする公共事業の拡大に当てるほか、3 兆ウォンは追加減税を行うとしている。同額は対 GDP 比で約 1.6%に上るが、足元では財政黒字幅が縮小基調にあることを考えると太宗が財政赤字に繋がると考えられる。外国人投資家のリスク許容度が低下していることを考えると海外からファイナンス資金を得ることは難しいとみられ、国内借入での調達にならざるを得ない。こうしたことも、急激な利下げを行う要因に繋がっていると考えるのは下種の勘繰りであろうか。ただし、この対策の実施については議会承認が前提となる上、与野党間のみならず与党内でも大統領候補者選別に起因する分裂の影響が残る中、円滑な進捗が図られるか疑問が残る。
- 金融安定化策については、金融機関の経営責任などは不問とされることでモラルハザードを生む懸念がある。流動性の確保を最優先課題とする点は理解できるものの、11 日には金融当局が証券会社から直接債券買取を行う方針が示されたが、金融当局のバランスシートを毀損する懸念を考えると対策にも慎重さが求められる。

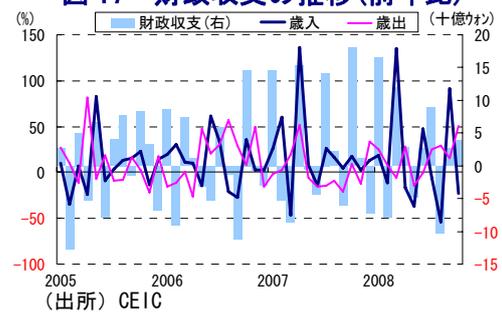
よう。さらに、新興財閥の C&グループが今回の金融危機の余波で経営破綻に追い込まれるなど、新興財閥を中心に経営基盤の脆弱性が露呈している。短期的には流動性を供給することで経済全体の下支えをすることが必要な一方、金融機関を含めて企業再編により個々の企業の経営強化を促す取り組みも必要になろう。

- 内需刺激策は、外需依存度の高さを考えると世界経済が停滞する中では不可欠である。とはいえ、外国人投資家による資本流出を食い止めることが不可欠な中、金融緩和に依存して実効性のある金融安定化策や景気刺激策を採れないことは、同国の金融市場の不安定さを材料に投資家の売り圧力に繋がる状況を考えると得策ではない。景気減速の可能性が高まっている状況から、短期的には内需刺激効果を起こし易い財政政策で底上げを図りつつ、金融安定化策の実行性を高めるべく経営が不安視される金融機関の国営化といった大胆な取り組みが不可欠であろう。そうした施策を土台に金融政策面での適切な調整を行うことが求められる。

図 16 為替相場の推移



図 17 財政収支の推移(前年比)



以上