



韓国経済事情：経済対策に前のめりを取り組む方針を明確化

～政策金利は史上最低の2.5%も景気の下振れリスクは依然多く、一段の景気対策に進む可能性～

発表日：2009年1月9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）

- 9日、韓国銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を50bp引き下げて過去最低水準の2.5%とする決定を行った。昨年9月のリーマン・ショック後は外国人投資家による同国経済への懸念が高まったことで、政府と中銀は総出で経済対策を打ち出すが、政治的混乱から手続きが簡便な金融政策に偏り勝ちであった。2009年度予算では総合経済対策が組み込まれている上、今月初めには所謂「グリーン・ニューディール政策」を打ち出すなど、歳出拡大に向けた動きも足並みが揃いつつある。
- 昨年の懸案材料であったインフレは、商品市況の急激な調整から足元ではインフレ圧力は後退した。一方、通貨ウォンの大幅減価で輸入物価の押し上げを通じた物価の高止まりが続いている。景気対策の効果がある程度期待される一方、物価の高止まりが実質購買力の押し下げ要因として効果を相殺する懸念がある。また、経済の外需依存度の高さから、世界的な景気後退による輸出需要の急速な悪化で雇用・所得環境の悪化は避けられず、不動産バブルの崩壊による逆資産効果など、内需の下押し要因が多いことで内需に勢いが戻るのを期待することは難しいと考えられる。
- 加工貿易中心の輸出構造から、輸出鈍化は輸入減速をもたらし、商品市況の下落も追い風となっているものの、経常収支はかつての黒字からは弱含みの状況が避けられない。海外からの資金流入が当面期待出来ない中では、昨年大きく下落した通貨・株式に勢いが戻る可能性は低いであろう。外貨準備は大きく減少したものの、米・日・中との通貨スワップ協定で危機的状況を招く懸念は回避されよう。一方、国内の金融市場では依然として流動性に不足感があり、企業の経営基盤の脆弱化が懸念されている。金融当局をはじめ流動性供給による対応は進んでいるが、企業部門の健全化に向けては、責任の明確化と不良債権処理の迅速化に向けた大胆な政策を打つ必要があるだろう。
- 2009年の韓国経済は、外需を巡る環境が急速に悪化している上、内需振興策にも拘らず、所得環境の悪化や物価の高止まりなどの下振れ要因がネックとなり、全体では減速が続くと予想される。12月時点では、2009年の成長率を前年比+3.4%としていた。しかし、10-12月期が輸出を中心に予想以上に悪化している可能性が高まっており、2月の予測見直しに向けては大幅な下方修正前提に検討を行っている。

《財政・金融双方での景気対策に急速に舵を切るも、政府による対応が後手に回っている感否めない》

- 9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7日物レポレートを50bp引き下げて2.50%と過去最低水準となった（図1）。同行では、昨年9月の年明け以降のインフレ圧力の高まりに対抗する形で政策金利を高止まりさせてきたが、海外経済の減速による外需の鈍化に加えて、インフレにより内需も頭打ち感を強めるなど景気減速感が強まってきた。さらに、昨年9月のリーマンショックに端を発する世界金融危機により、一段の景気悪化基調が鮮明となったことで10月初旬からの2ヶ月余りの間に4度に亘り計225bpの金融緩和に急激に舵を切っている。今回の同委員会に先立って公表された12月の指標は、外需関連が一層悪化し、外需依存度の高い同国には景気の一段の下押しが避けられない情勢となっていた。その上、今月5日には金融当局が国内経済を支援と金融システムの安定化のために金融政策を最優先する方針を打ち出した。足元のインフレ率が原油をはじめとする商品市況の急激な調整によって大きく低下していることも、利下げを後押しする材料になったとみられる。
- 昨年上旬は、原油をはじめとする商品市況の急上昇によるコストプッシュ型インフレにより消費者物価が急

上昇した。しかし、足元では一転して原油価格がピークアウトしたのに歩調を併せる形でインフレ圧力は後退、直近 12 月の消費者物価は対前年同月比+4.1%と 7 月のピーク（同+5.9%）からは大きく減速しており、対前月比でも±0.0%と鈍化基調を強めている（図 2）。なお、同国経済は世界的なリスクマネーの受け皿の一つとなっていたことから、一昨年までは通貨ウォンに増価圧力が掛かっていたものの、昨年以降は原油輸入の急増に伴う経常収支の悪化を原因に減価に転じ（図 3）、一般的な輸入物価が押し上げられた。こうしたことから、食料品やエネルギーを除いたコア物価は依然として上昇基調を強めており、金融当局の定めるインフレターゲット（2.5~3.5%）を大きく上回る状況が続く（図 4）。

- 通貨ウォンに対する売り圧力は、原油価格が大幅に調整したことで輸入に下押し圧力が掛かるなど、貿易赤字が大幅に圧縮されたことで経常収支が改善していること、金融当局が大規模なウォン買い（ドル売り）の為替介入を実施したことで足元では落ち着きを取り戻している。先行きについてはインフレ圧力の後退基調が一段と進むと予想されるものの、原油関連を除くと多くの財で価格は高止まりし、輸入財は依然価格が上昇している。さらに、世界経済の後退を背景に輸出産業を中心に雇用環境の悪化が避けられなくなっており、所得の伸びは期待出来ない状況にある。したがって、インフレ鈍化が消費の押し上げに直ちに繋がると考えるのは拙速であろう。
- 同国政府は、昨年 11 月に 2009 年度予算に 11 兆ウォンのインフラ開発計画と 3 兆ウォンの減税の総額 14 兆ウォン（約 110 億ドル）規模の総合経済対策を公表したが、政治的混乱の影響から補正予算などでは対応せず、予算成立も昨年 12 月にずれ込むなど、政府の対応が後手に回った感は否めない。今月初めには「グリーン・ニューディール政策」として、2009 年から向こう 4 年で総額 50 兆ウォン（約 382 億ドル）を投じて四大運河整備を中心とするインフラ整備や環境プロジェクトなどを通じて約 96 万人の新規雇用を創出する計画を打ち上げた。総合経済対策については今後円滑な進捗が期待されるものの、後者については未だに国会での与野党対立が続く中で円滑な審議が進むか不透明感が残されている。

図 1 政策金利の推移

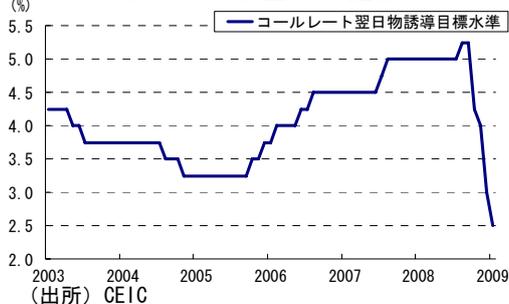


図 2 消費者物価の推移(前年比)

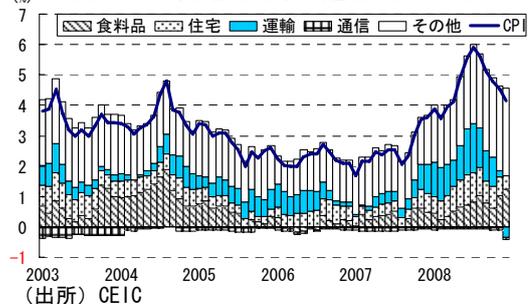
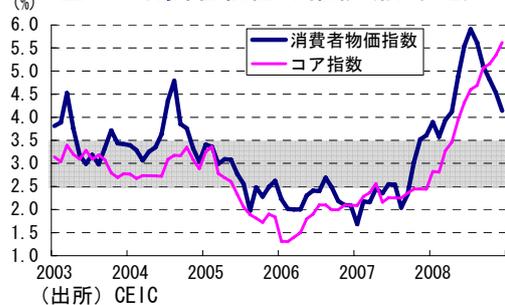


図 3 為替相場の推移



図 4 消費者物価の推移(前年比)



《外需依存の高さから世界的な景気後退の影響が直撃、生産・需要双方での急激な減速が進行中》

- 過去数年は個人消費を中心とする内需主導で成長を享受した同国だが、一昨年来の原油価格の急騰によるインフレ圧力によりその勢いに翳りが生じた。ただし、同国経済は輸出が対 GDP 比 7 割程度と経済の輸出依存

度が高く、米国サブプライム問題が発覚により世界的な金融不安が顕在化し始めた一昨年後半以降は、内需に代わって外需が成長を下支えする構図となっている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は対前年同期比+3.8%、対前期比（季調済）でも+0.5%とと徐々に減速基調が強まっている（図 5）。特に、個人消費についてはインフレ上昇により急激な減速が進んでおり、中国をはじめとするアジア域内や中東・ロシアなどの資源国向け輸出が牽引する形で成長の外需依存度がさらに高まる形となっていた。

- 個人消費と表裏一体の関係にある小売売上高については、名目ベースでは年明け以降もインフレ上昇の影響から伸びが続いていたものの、実質ベースでは実質購買力の低下を背景に減速基調が強まっており、足元では前年比マイナスに突入するなど勢いが鈍っている（図 6）。さらに、ここ数年は活況を呈してきた不動産市場は、米国サブプライム問題の発覚をきっかけに資金流入が細ったことで一服感が強まった。その上、同国では国内金利の高さを背景に低金利通貨でのキャリー取引を通じた資金調達に依存したことで、世界金融危機後は急速な取引解消の動きから流動性の逼迫感が高まり、一段と市況が悪化する状態に陥っている。足元では急速な金融緩和が進んでいるものの、家計部門が急速にマインドを悪化させていることに加えて輸出部門を中心に雇用環境の悪化が避けられないこともあり、不動産市況は一段の悪化が避けられなくなっている（図 7）。こうしたことも、内需の下押しに大きく寄与しているものと考えられる。
- 内需の鈍化のみならず、昨年 9 月のリーマンショック後は、世界経済の後退により輸出に対する需要も急速に悪化していることもあり、鉱工業生産は急激な調整を余儀なくされている（図 8）。先行きについては、世界経済の後退は当面続くとみられる一方、経済対策によって内需の振興を図る方針を示している。また、外需の鈍化によって不安定化する可能性が高い雇用についても、内需振興策による雇用創出効果により労働力の吸収が期待される。しかしながら、生産については外需面で厳しい状況が続く一方、経済対策により内需向けでの下支えが期待されるものの、約 5,000 万人という同国の市場規模を考えると、生産設備や労働力の過剰感の残存は当面免れないであろう。生産の調整圧力は暫くの間は避けられないとみられ、景気を下押しすると予想される。

図 5 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

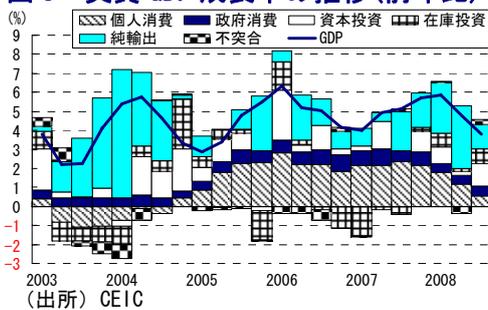


図 6 小売売上高の推移 (前年比)

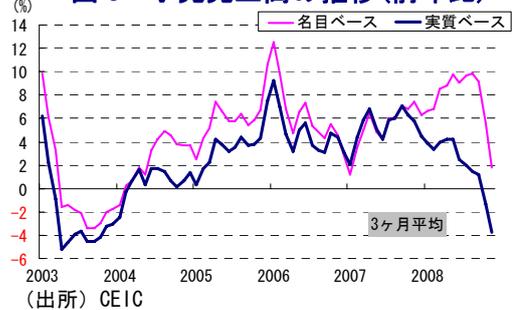


図 6 不動産市況の推移 (前年比)

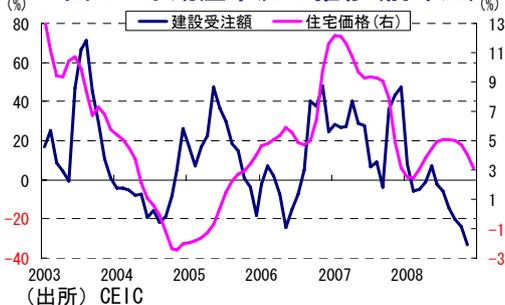
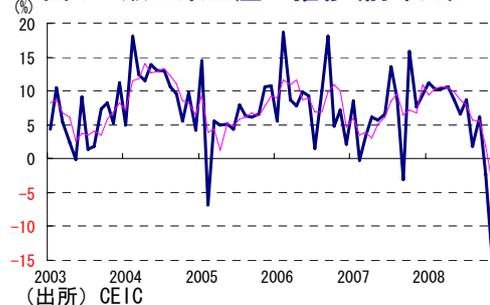


図 7 鉱工業生産の推移 (前年比)



《輸出入の双方の急減で対外ポジションは底堅さ戻すも、景気減速により通貨・株式の上値は重い展開続く》

- 同国は、輸出の対 GDP 比が 7 割程度と経済の輸出依存度が相対的に高く、足元の世界的な景気後退による需

要の鈍化は急速に輸出の伸びを押し下げている。一方、同国の輸出産業は素材や中間財といった川上・川中産業などの国内での内生化度合いが低いこともあり、輸出の減少は輸入の減少に繋がる傾向が強い。さらに、足元では原油価格をはじめとする資源価格が大幅に調整していることもあり、輸入の伸びも急速に鈍化する事態となっている（図 8）。こうしたことから、昨年上期に急激に拡大した貿易赤字は、足元では急速に縮小し、若干の黒字に転化する状況に至っている。先行きの輸出環境を考えると、世界経済の回復には依然として時間が掛かるとみられる中、主要輸出財である IT 関連財の出荷・在庫状況は、足元では急速な在庫調整が進んでいる一方、出荷の減速も急激に進んでいることから（図 9）、出荷・在庫バランスの回復局面が続くかは不透明感が強い。その他、自動車や船舶などの輸送機器についても最後の買い手となっていた中東や中南米向けなども頭打ち感を強めており、輸出は弱い動きが続くとみられ、それに伴って輸入も弱含むであろう。貿易収支は悪化は避けられるものの、大幅な改善もなく進むと予想される。

- このように昨年は貿易収支が急激に悪化した影響から経常収支が大幅赤字に陥ったことから（図 10）、通貨ウォンの急激な減価を招く要因の一つになった。足元では貿易収支の好転により経常収支にも改善の兆しがみえつつあるものの、為替安定化の観点から金融当局による大規模なウォン買い（ドル売り）介入が実施されたことで、外貨準備の増減を示す総合収支は急速に悪化しており（図 11）、外貨準備も急速に減少した（図 12）。昨年 12 月末時点の外貨準備は、組み入れ通貨のうちユーロの対米ドル為替が増価したことで 2,012 億ドルと前月に比べて若干増加したものの、依然として為替の動きが不透明であることを考えると、引き続き為替介入を行う可能性は残されていると言える。
- なお、昨年の通貨ウォン相場の急激な下落を引き起こした要因には海外からの資金流出があるが、その流出の材料とされたのが、金融機関を中心とする低金利通貨によるキャリー取引の急増にあった。同国の国内金利は、2003 年に発生したクレジットカード問題以降に引き締め姿勢が強められたことで高止まりしたこともあり、民間銀行を中心に低金利通貨を用いた対外債務による資金調達を志向するようになった。その結果、対外債務のうち短期債務が急速に増大し（図 13）、昨年 9 月末時点における 1 年以内に償還を迎える長期債務を併せた流動債務の残高は 2,271 億ドルと外貨準備を上回る規模にまで積みあがった。そこに、米国サブプライム問題の発覚で資金流入が細り始めた上、リーマン・ショックによりリスクマネーが新興国から一斉に引き上げる流れが強まったことで一時は「危機説」がささやかれる事態となった。昨年の通貨ウォンの下落率は一時は年初から▲38%程度まで及んだほか（図 14）、株式相場も一時は年初来で▲50%超の大幅下落となったものの（図 15）、足元では双方とも落ち着きを取り戻している。とはいえ、先行きも景気の減速感が強まる見通しから、当面は弱含みの展開が続くと予想される。

図 8 輸出入の推移(前年比)

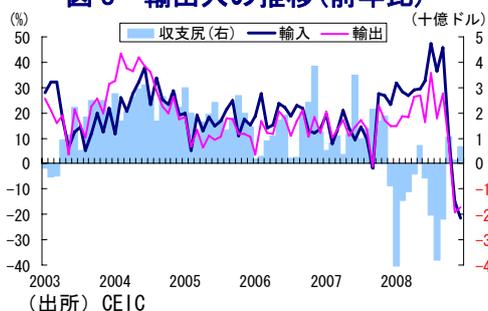


図 9 半導体の出荷・在庫の推移(前年比)

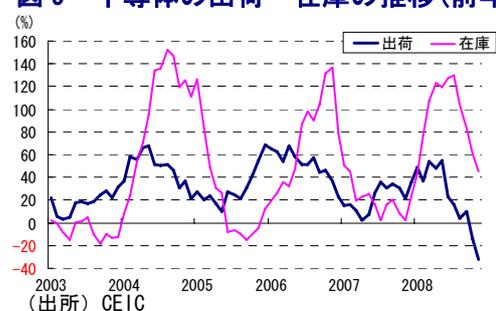


図10 経常収支の推移

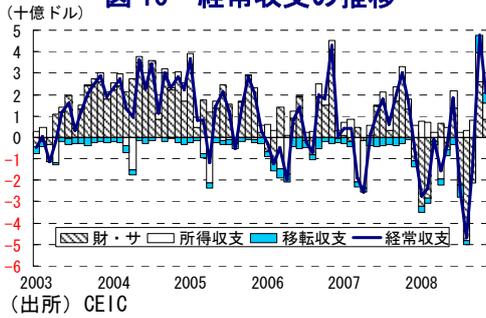


図11 国際収支の推移

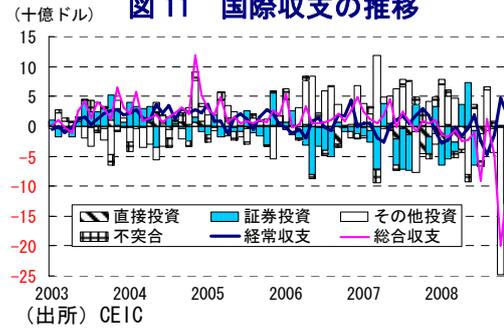


図12 外貨準備高の推移



図13 対外債務残高の推移



図14 為替相場の推移



図15 株式相場の推移



《外需の厳しい環境が続く中で内需刺激策を打ち出すも、下振れ材料が多く景気減速の食い止めは難しい》

- 先行きの韓国経済は、内需振興に向けて 2009 年度予算で総額 13 兆ウォン規模の減税のほか、11 兆ウォンの財政支出拡大策が組み込まれたことで、ある程度の下支え効果は期待されるであろう。しかし、企業部門は輸出関連産業が中心となっており、世界経済の後退による輸出の急激な減速によって先行きは雇用、ひいては所得環境の悪化が懸念される。企業業績の悪化見通しが強まる中、企業による設備投資予測は足元で急速に減速するなど（図 16）、投資への下押し圧力が急激に強まっている。家計部門も、減税効果は一部で現れる期待がある一方、一部で起こった不動産バブルの崩壊によって逆資産効果が生ずる可能性もあり、個人消費に対する押し上げ効果は頭が重い状況が続くと予想される。こうしたことから、2009 年の韓国経済は下振れリスクが高まっているとすることが出来よう。
- 先行きのインフレ見通しについては、原油をはじめとする商品市況が大幅に調整していることで、伸び率は今後も低下が続くものと期待される。ただし、通貨ウォンの為替相場を巡る動向が依然として不透明な中、昨年起こったような急激な下落が起こるとは考えにくいものの、安値圏で推移する可能性が高く、輸入物価の押し上げを通じて価格の高止まりは暫く続くとみられる。雇用や所得環境の悪化が避けられない中で物価の高止まりが続くことは、実質購買力の押し下げ要因となる懸念がある。こうしたことも減税による消費の押し上げ効果を相殺することが懸念され、内需については勢いを欠く状況が続くものと予想される。
- 財政面では、経済対策に加えて「グリーン・ニューディール政策」のような大規模な歳出計画が目白押しと

なっており、一方で歳入は減税によって縮小を余儀なくされるとみられる。ここ数年は、好景気に沸いたことで歳入が拡大して財政収支も黒字基調にあったものの、先行きは財政赤字への転落に加えて、その拡大は避けられないと考えられる。世界的な金融危機を経て、同国は短期の対外債務の多さが外国人投資家にとって敬遠材料となったこともあり、当面はリスクマネーの動きが鈍ると予想される中では、ファイナンスの原資を海外からの調達に依存することは難しい。したがって、国内借入による調達に頼らざるを得ず、こうしたこともリーマン・ショック以降の急激な利下げ圧力に繋がっているものと考えられる。今月初めに金融当局が、金融政策に関して、政策金利の調節は経済活動と金融市場の状況の改善が目的との方向性を示したことも、上述のように考えると合点がいく話とも言える。したがって、足元の政策金利は 2.5% と史上最低レベルにまで低下したものの、一層の金融緩和を志向する可能性が残されていると予想する。

- 金融システムに関連しては、特に、外貨調達が一時は厳しくなるとの見通しが強まった。しかし、米国 Fed との通貨スワップ協定の締結や日本及び中国とのチェンマイ・イニシアティブを強化する形での通貨スワップ協定の額拡大などにより、外貨不足に陥る懸念は大きく後退したと言える。一方、経常収支は足元で改善基調にあるものの、輸出環境の急激な悪化によりかつての力強さを欠く中では、昨年後半に掛けて増大した海外への資金流出を食い止める必要があった。経済対策で景気の押し上げを図る意図は理解出来るものの、世界中のリスクマネーの動きも鈍る中で資本流入を促すには至っていない。このことは、国内の企業部門の資金調達環境を悪化させており、新興財閥の破綻や自動車メーカーによる法定管理の申請が起こっている上、金融機関の経営体力も低下する懸念が高まっている。政府系金融機関などを通じて国内銀行の財務基盤強化策が打ち出されているが、流動性を供給する代わりに、金融機関を含めた企業再編を通じて個々の企業の経営基盤を強化させる大胆な取り組みも必要になるであろう。
- このように、2009 年の同国経済は外需を巡る状況が予想以上に急激に悪化にするとみられ、経済対策による内需の下支えはあるものの、雇用環境の悪化や資産価格の大幅な調整が避けられない中では、景気の全体感減速をさらに強めるものと予想される。12 月時点では、2009 年の実質 GDP 成長率は前年比 +3.4% と予想していたが、10-12 月期は輸出の急激な悪化で前期比でのマイナス成長が避けられなくなっている中で、その後も極めて厳しい状況が続くとの前提から、来月にも予定している再度の改定ではもう一段の下方修正を前提に検討を行っている。

図 16 設備投資見通しの推移(前年比)

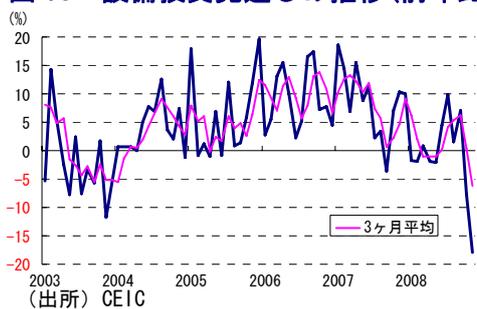
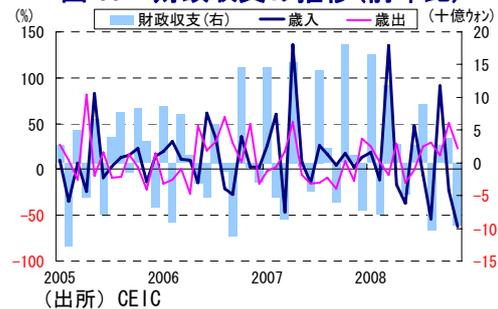


図 17 財政収支の推移(前年比)



以上