



## 韓国経済事情：予想外の金利据え置きも事態は厳しさ続く

～年前半は設備・雇用の調整で苦しみも、ウォン安が価格競争力を増す可能性も～

発表日：2009年3月13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）

- 韓国では、リーマンショック後の世界的な景気後退による需要縮小による輸出急減で、昨年の商品市況急騰による輸入増と異なるパターンで貿易収支が悪化した。経常収支の悪化と景気減速懸念という昨年の構図が繰り返され、さらに、短期対外債務の急増で外貨流動性への逼迫懸念が市場で噂されたことで海外投資家からの売り圧力を受けた。こうした流れで年明け以降もウォン安が続いている。
- 昨年に苦しんだインフレは、商品市況の下落で低下しているものの、輸出の急減による企業業績の悪化、雇用・所得環境の悪化懸念から、消費や投資といった内需は急激に勢いをなくし、昨年10-12月期は外需縮小の影響も相俟って、前期比年率（季調済）▲20.8%と過去2番目のマイナス幅を記録した。景気失速に直面する中、金融当局は金融緩和を進め、政府は景気対策を相次いで公表している。
- 政策金利は金融当局による利下げによって足元では2.0%と過去最低水準にある。12日の金融政策委員会では利下げの効果を見極める観点から金利は据え置かれた。しかし、当局は経済が縮小する警戒から、流動性の確保に向けて金融市場の安定化を目標とするなど緩和余地は残されている。また、政府は12日に低所得者向けの生活支援を柱とする総額6.1兆ウォンの追加景気対策を公表するなど、李政権誕生直後に失墜した国民からの信任回復に向け、政府は矢継ぎ早に対策を打ち出す姿勢を強めている。
- こうした対策にも拘らず、同国産業は輸出に大きく依存していることから、未曾有の速さで出荷が減少し、生産調整にも拘らず在庫は高止まりが続いている。先行きも設備や雇用面での調整圧力が続き、消費・投資及び生産両面での下押しは避けられないであろう。ただし、先進国の景気が底入れする年後半には、ウォン安で価格競争力を高めた同国製品に対する需要が回帰する可能性があり、輸出に回復の兆しが出ると考えられる。ただし、内需の勢いが戻る景気の本格回復局面は2010年に入って以降とみられ、2009年の経済成長率は前年比▲3.6%とアジア通貨危機以来のマイナス成長になると予測する。

### 《短期対外債務の増大と景気失速の長続き懸念から資金逃避が進み、年明け以降は再びウォン安が加速》

- 韓国経済は、昨年は世界的な商品市況の急騰に端を発するインフレ圧力により内需が、その後はリーマンショックによる世界的な需要縮小により外需も勢いを失い、実体経済の失速に陥る試練に直面している。同国の産業は、電子機器や自動車、造船などの最終製品に対する世界的競争力が高い一方、素材や中間財などの川上・川中産業の厚みがなく、これらを日本などから輸入して組み立てる加工貿易が中心という特色がある。さらに、最終製品の多くも輸出向けが太宗を占め、過去1年強に亘る通貨ウォンの急激な変動の影響を受け易く、経済全体を大きく翻弄する結果に繋がった。
- 上述の産業構造から、ウォン安は輸出産業に強みとなる一方、素材や中間財を輸入する立場では割高な買い物に繋がる。ここ数年は、世界経済の好調さを背景に輸出が伸び、堅調な成長が続いた。その一方、金融当局はインフレを警戒し国内金利を高止まりさせ内外金利差が拡大、リスクマネーが高収益を求め同国に流入した。こうした資金はウォン高圧力を招き（図1）、輸出企業は為替リスクを回避するための為替予約（ウォン買い）を増大させた。さらに、昨年上期までの商品市況高騰による海運市況の上昇で造船受注が急増し、為替の動向に敏感な企業は為替予約を膨らませ、裏打ちとなる短期対外債務の増大を招いた（図2）。また、内外金利差は国内金融機関にも外貨による資金調達誘因が増大し、いわゆるキャリー取引が増大したこともウォン高や対外債務の増大を招く要因になった。

- 商品市況の急騰は、食料品やエネルギーなどを輸入に依存する中で輸入の急増をもたらし、さらに、サブプライム問題で主要輸出市場である米国をはじめ、世界的な需要鈍化が進むと国際収支の悪化が懸念された。韓国の景気自体も急速に減速し始めたことで一転して海外投資家によるウォン離れが加速した。その上、昨年 9 月には短期対外債務の償還期が集中したため、市場では外貨流動性が不足する「通貨危機」への懸念が高まった。ただし、対外債務の太宗が為替予約に伴う借入であったことでロールオーバーは比較的要因に済み、市場での危機観測は杞憂に終わる（図 3）。とはいえ、その後はリーマンショックによる輸出の激減で景気が失速、短期対外債務の償還が再び集中する今月に向けて市場でのウォン離れが再び盛り上がりを見せた。
- 韓国経済は、輸出の対 GDP 比が 60%程度と NIEs 諸国の中では外需依存度が低い。ただし、内需の柱である個人消費は、ここ数年の海外からの資金流入に伴う過剰流動性が消失した上に昨年のインフレ、キャリー取引に伴う対外債務を企業のみならず家計部門も抱えており、ウォン安による債務負担が増大したことで勢いを失った。さらに、輸出激減で輸出が稼ぎ頭となる企業部門では収益が急速に悪化、設備投資を手控える動きも強まり、内外需ともに勢いをなくしている。政府は昨年末以降、景気対策として大規模公共投資の実施を打ち出しているが、これらの景気押し上げ効果の発現には時間がかかり、景気悪化が急速に進む中で需給ギャップが拡大しているとみられ、先行きも厳しい経済環境が続くと予想される。

図 1 為替相場の推移

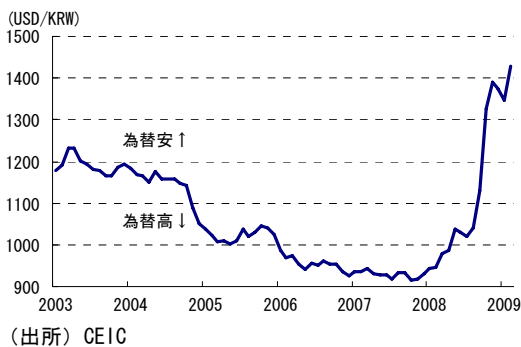


図 2 対外債務残高の推移

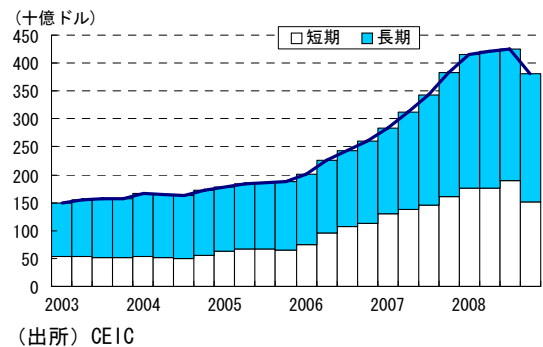
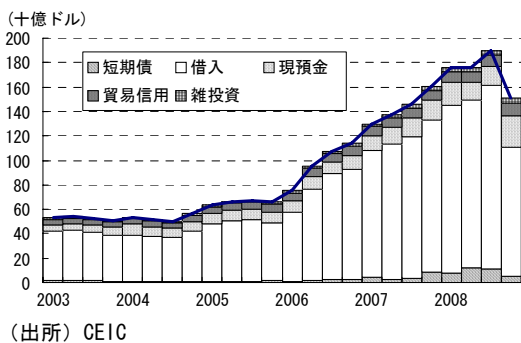


図 3 短期対外債務残高の推移



### 《景気悪化が続くも通貨安を嫌い利下げ一時休止、追加景気対策実施も外需依存型経済に試練が続く》

- 一昨年下半年以降、インフレ圧力の高まりで個人消費などの内需に頭打ち感が強まった（図 4）。その後、商品市況の下落によりインフレ圧力は後退しているが、リーマンショック後の世界的な需要縮小により輸出が大きく鈍化（図 5）。この結果、企業業績の急速な悪化で設備投資をはじめとする資本投資は縮小（図 6）、雇用環境の悪化も進んだことで（図 7）、個人消費には一段と下押し圧力が強まっている。こうしたことから、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は対前年同期比▲3.4%と前期（同+3.8%）から大幅に失速、前期比年率ベース（季調済）では▲20.8%と日本の同時期の減速度合いを大幅に上回る景気失速に陥っている（図 8）。
- 足元では景気が急速に悪化し、金融当局はリーマンショック以降、それまでの引き締め姿勢から態度を一転させ、大幅な金利引き下げを進めている。12 日に開催された定例の金融政策委員会では、利下げを織り込ん

だ市場予想を裏切り、6ヶ月ぶりに政策金利を2.0%に据え置く決定を行った（図9）。今回の決定は、過去5ヶ月の間に6度の引き下げで計325bpの金利低下を行ったことから、その効果を見極めたいとの思惑に加え、足元でウォン売り圧力が続く中、利下げがさらなるウォン安を誘発する可能性を恐れたと考えられる。同委員会後の会見では、韓国経済は先行きもダウンサイドリスクに直面し、経済の縮小を招かぬよう金融市場の安定に政策の焦点が移るとの見解を示した。当局はこれまで、金融危機対応として金融機関の流動性確保や体力強化に向けた資本注入などを矢継ぎ早に打ち出しており、今回の決定に併せても中小企業向けの特別融資枠を9兆ウォンから10兆ウォンに拡大させた。また、足元で再度懸念が生じた外貨流動性についても、2,000億ドルを超える外貨準備を用いて対応する可能性を示唆している（図10）。

- 同国政府は、昨年11月に総額14兆ウォンの景気対策を打ち出したほか、12月にはインフラ事業を寄せ集めた「韓国版ニューディール政策」を国会承認し、年末までにその実施に漕ぎ着ける早業をみせた。その後、年明けには歳出規模を向こう4ヵ年で50兆ウォンに拡大させた「グリーン・ニューディール政策」とするなど、就任直後に一旦失墜した李政権に対する国民の信認回復に向け、素早い対応が続いている。さらに、急速に景気の失速が進展していること、当面は雇用・所得環境の一段の悪化を通じて景気悪化が進む懸念が高まっていることに配慮し、12日に総額6.1兆ウォン（42億ドル）の追加景気対策を公表。今回の対策では、中低所得者層に対して商品券の配布を行うほか、住宅ローン金利負担の減免措置や教育費補助などの生活費対策が行われる予定で、財源は今月中にも編成される200億ドル規模の補正予算で充当される。
- 今回の金利据え置きに際して、金融当局は銀行の貸出態度が軟化しつつあることを理由としたが、銀行の融資残高の伸びは鈍化基調が続いており、かつての資金需要の旺盛さはない（図11）。先行きも内外需がともに力を失う中で、同国産業は外需を前提としているために生産も頭打ちとなっているほか、平均設備稼働率は60%程度まで落ち込むなど（図12）、企業の設備投資意欲も急速に低下するなど（図13）、内需には当面のところ下押し圧力が強まるとみられる。

図4 小売売上高の推移(前年比)

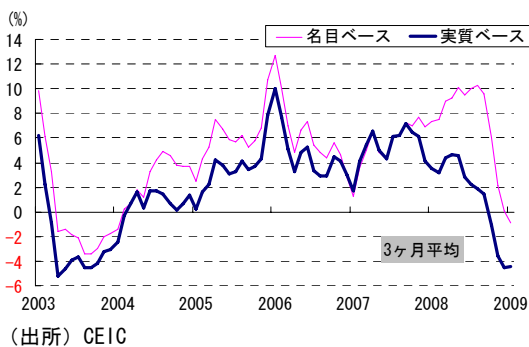


図5 輸出入の推移(前年比)

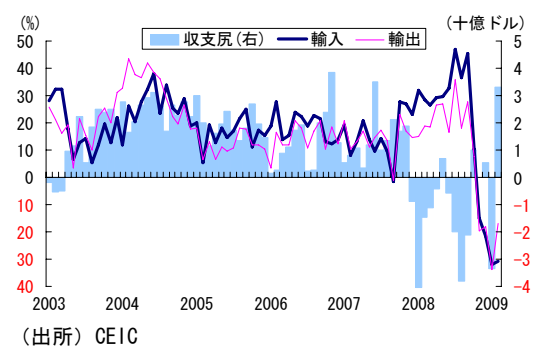


図6 設備投資見通しの推移(前年比)

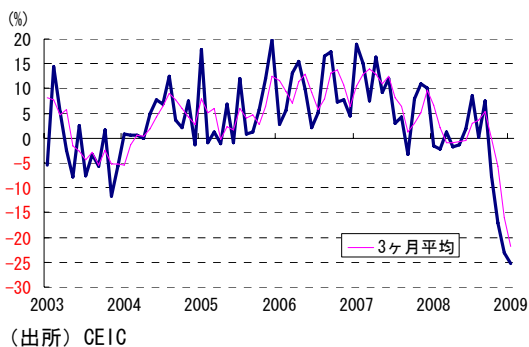


図7 雇用環境の推移

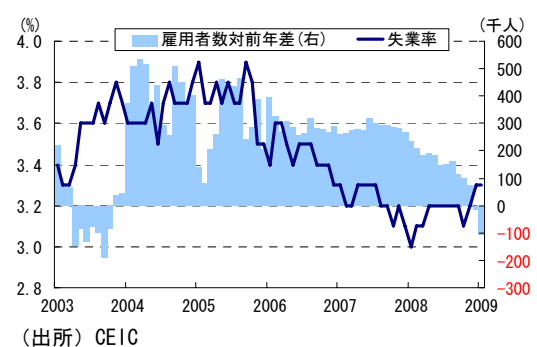


図 8 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

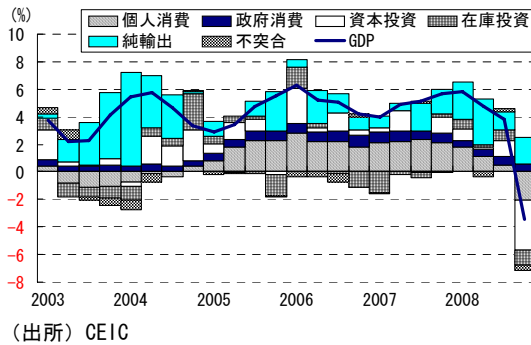


図 9 政策金利の推移

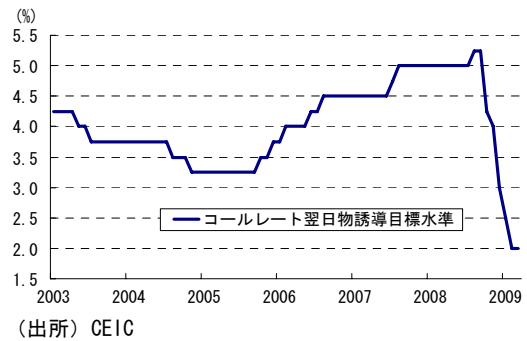


図 10 外貨準備高の推移

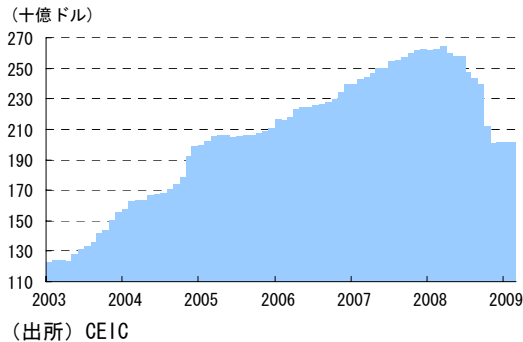


図 11 銀行融資残高の推移 (前年比)

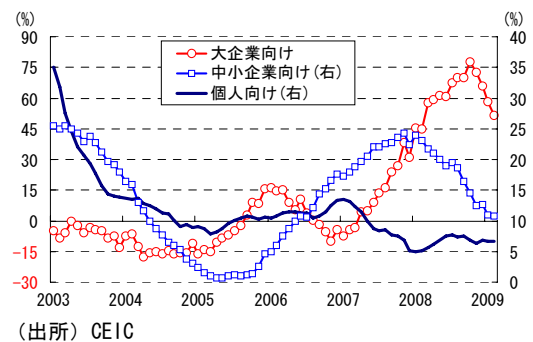


図 12 鉱工業生産と平均設備稼働率の推移

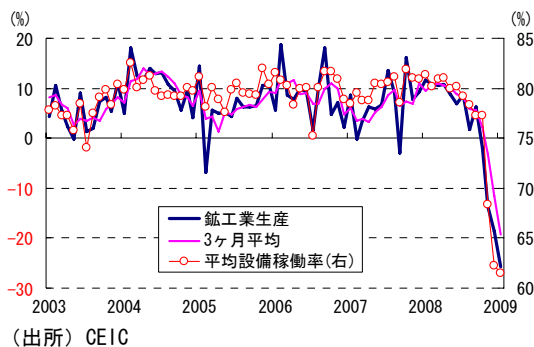
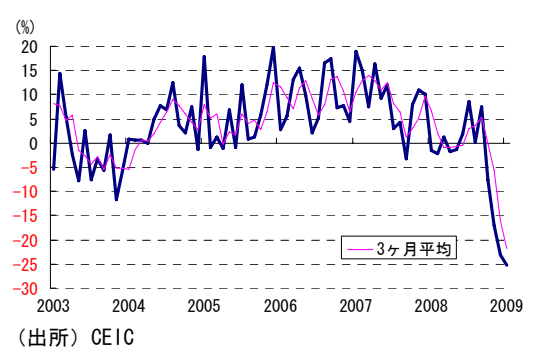


図 13 設備投資期待の推移 (前年比)



### 《輸出に勢い戻らず、当面は設備・雇用面で調整が続くと予想、年後半にはウォン安で価格競争強化の可能性》

- 昨年上期にかけて景気の悪材料となった商品市況高騰による輸入上振れ懸念はなくなったものの、外需縮小による輸出急減が貿易収支の新たな課題となり、経常収支は依然として弱含んでいる（図 14）。輸出の約 2 割を占める中国が巨額の景気対策を行っているものの、その 4 割強は電子部品などが占める。中国の景気対策がインフラ開発などを主軸としているため、中間財や資本財に対する需要が期待出来る一方、電子部品などは国内企業の保護に走る懸念もあり、景気対策による直接的な裨益効果は必ずしも大きくないと予想される。とはいえ、当面は雇用・所得の悪化により内需も力弱い状態が続くとみられ、輸入の減少が対外ポジションの一方的な悪化を妨げることになる。
- 一方で、急速な景気失速や外貨流動性の逼迫感への懸念から、通貨ウォンには年明け以降、再び売り圧力が強まっている（図 15）。先進国を中心とする外需の回復が当面期待出来ない中、半導体部門では出荷の減速が未曾有のレベルに達し在庫調整が思うように進まないなど（図 16）、輸出企業を中心に企業収益の圧迫が一段と強まるであろう。このことは雇用・所得環境を下押しし、内需に勢いが戻るには相当の時間を要すると考えられる。今年上期にかけて内外需双方での弱含み基調が続くことで、当面の景気はリセッション状態から抜け出すことは難しい。ただし、同国製品の主な市場である先進国経済が今年後半にも底入れし、需要

に少しずつ勢いが出始めるようになると、ウォン安が同国製品の価格競争力の後押し材料になり、輸出に勢いが戻る可能性は高まると考えられる。その場合、製品分野の面で競合度が高い日本企業にとって、韓国企業が脅威となることは避けられないであろう。

- 同国の産業構造上、ウォン安は輸出にプラスに作用する反面、食料品やエネルギーのみならず、製造業の原材料・素材も輸入依存にあるため、輸入物価に少なからず影響を与える。足元のインフレ指標は、商品市況の高騰を背景とする高進から一服したが、2月の消費者物価は前年比+4.1%と前月（同+3.7%）から伸びが加速、前月比でも+0.7%と前月（同+0.1%）から上振れし、為替安の影響が出ているとみられる（図17）。足元のインフレ水準は、依然金融当局が掲げるターゲット（2.5～3.5%）を上回るが、内需が弱いことで徐々にインフレ圧力は後退が進むものと予想する。よって、足元の政策金利は最低水準に達しているものの、金融当局は為替動向に配慮しつつ、景気刺激のために小刻みな利下げを仕掛ける可能性は高いと考える。
- 当研究所では先月、韓国を含むアジア主要新興国についての向こう2ヵ年の経済見通しを公表した。同国については、一部の景気対策で昨年中に工事が始まるなどスタートが早かったことで公的支出の拡大による下支えが期待される一方、今年上期は製造業を中心に一段の生産調整圧力が強まり、設備や雇用面での下押しが続くとみられる。ただし、年後半には先進国の景気に底入れの兆しが強まることで、ウォン安による価格競争力を高めた同国製品に対する需要回帰が期待される。ただし、本格的な景気回復は2010年に入って以降になると考えられる。その結果、2009年の経済成長率は前年比▲3.6%と、通年ベースではアジア通貨危機で苦しんだ1997年以来のマイナス成長に陥ると予測する。

図14 経常収支の推移

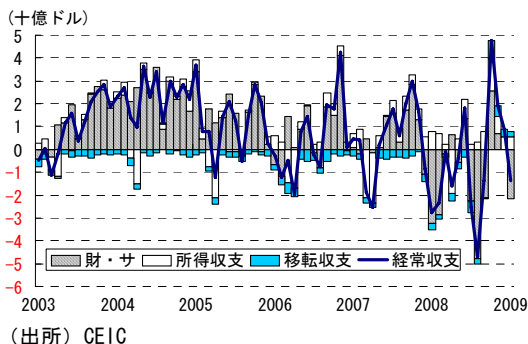


図15 為替相場の推移



図16 半導体の出荷・在庫の推移(前年比)

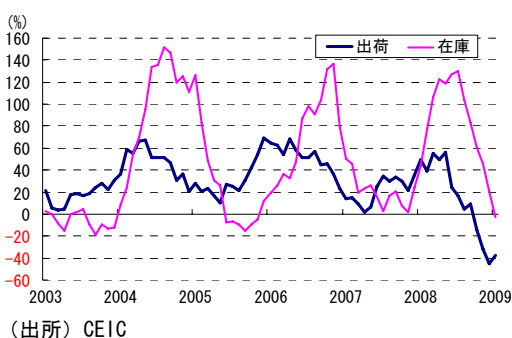
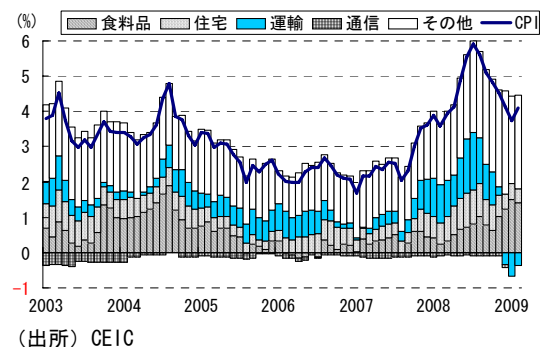


図17 消費者物価の推移(前年比)



以上