



韓国経済事情：インフレ高進を理由に1年ぶりの利上げ実施

～先行きはインフレと金利高の並存で内需鈍化、景気全体も減速基調を強めていく見通し～

発表日：2008年8月7日（木）

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）

- 7日、韓国銀行は金融政策委員会で政策金利を25bp引き上げ、5.25%とする決定を行った。同行はインフレ圧力が高まる中、これまで11ヶ月連続で金利を据え置いてきたものの、為替減価による輸入インフレによりコア物価も目標水準を超える事態が続いていることから、利上げに踏み切ったものとみられる。
- 同国では、世界的な資源価格高騰に加えて、過剰流動性による内需の押し上げと所得上昇、為替減価による輸入インフレの複合インフレ状況に至っており、足元のインフレ率は前年比+5.9%、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率も同+4.6%と金融当局の目標（2.5～3.5%）を超えている。
- 足元の同国経済は、インフレと金利高により家計及び企業部門のマインドが悪化傾向を強めるなど内需の鈍化基調が強まっている。一方で、通貨ウォンが年明け以降に対米ドルで減価していることで輸出競争力が相対的に上昇して底堅い伸びが続いていることは、景気の外需依存度を高めている。
- 先行きの同国経済はインフレ圧力が残存すること、高金利による家計・企業双方に下押し圧力が掛かることでさらなる景気減速が進むとみられる。為替には先行きも減価圧力が強まるとみられるものの、外貨準備の潤沢さを考えれば短期的な問題は起こり得ない。ただし、李政権の政権基盤が脆弱になる中で先行きの政策運営方針は不透明であり、財政出動によるバラ撒きによるスタグフレーションに陥る危険性は高まっている。

《金融当局は全体的なインフレ圧力の高まりを警戒、1年ぶりの金利引き上げに舵を切る》

- 7日、韓国銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利である基準金利を25bp引き上げ5.25%とする決定を行った（図1）。同国では、足元での世界的な原油及び穀物価格の高騰に端を発するインフレ圧力が高進しているにも拘らず、ここ数年の高成長を背景に家計及び企業部門の負債を増大させてきた上、インフレによる内需鈍化が足元で鮮明になっていることもあり、これまで11ヶ月連続で金利を据え置いてきた。しかし、足元では食料品及びエネルギーを除いたコアインフレ率が金融当局の定めるターゲットを超える状況が続くなど（図2）、コストプッシュ型インフレのみならず全体的なインフレ懸念が強まっていることで、当局はインフレの高進を景気減速よりも重視したものとみられる。
- 同国では、世界的な原油及び穀物価格の高騰によるコストプッシュ型インフレに端を発する形でインフレ圧力が高まっており、直近の7月の消費者物価は対前年同月比+5.9%と金融当局が定める目標レンジ（2.5～3.5%）を上回る水準で推移している。さらに、年明け以降は通貨ウォンの対米ドル為替が減価基調を強めていることで輸入物価が押し上げられるなど（図3）、全体的な物価の押し上げに繋がっている。また、同国では昨年、輸出産業を下支えする目的で大量のドル買い（ウォン売り）介入を行ったことで市場に過剰流動性が発生した。こうした過剰流動性は内需の押し上げに寄与し、足元でも依然として家計所得は伸び続けるなど（図4）、足元での需要インフレ懸念を強める要因となってきたものとみられる。

図1 政策金利の推移

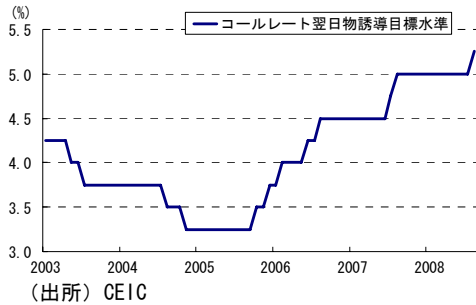


図2 消費者物価の推移(前年比)

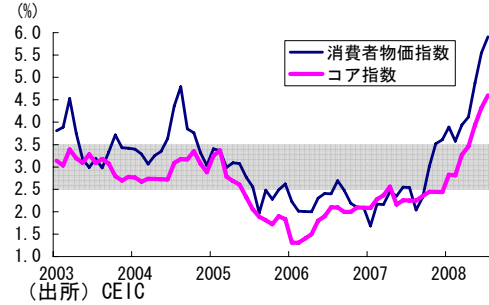


図3 輸入物価の推移(前年比)

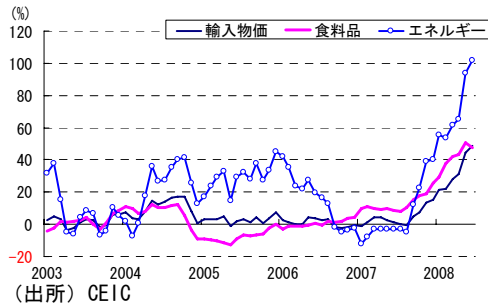
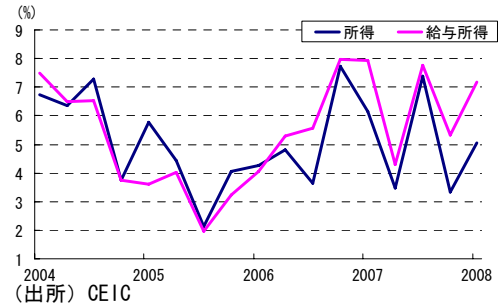


図4 家計所得の推移(前年比)



《足元の韓国経済はインフレと金利高による内需鈍化の一方、為替減価による輸出の底堅さが成長を下支え》

- 足元の韓国経済を示す指標として、4-6月期の実質GDPは対前年同期比+4.8%と前期（同+5.8%）から減速しているものの、対前期比で+0.8%と前期と同じ伸びを示している（図5）。ただし、その内容を見ると、インフレの高まりと2005年以降に金融当局が引き締め姿勢を強めたことによる金利高の影響から、特に個人消費は対前年比+2.4%と前期（同+3.4%）から大幅に減速している。その一方で、通貨ウォンの対米ドル為替が減価している影響から、輸出は同+11.7%と前期と同じ伸びを示している上、内需の鈍化により輸入が同8.4%と前期（同+9.2%）から減速し、結果として純輸出が伸びた。こうしたことから、内需の鈍化にも拘らず、外需が成長を下支えすることで底堅い成長が持続する状況が続いている。
- また、足元のインフレと金利高はここ数年の高成長を背景に増大してきた建設需要を大きく鈍らせており（図6）、特に家計部門では借入による耐久消費財消費が増大したことで家計の負債比率が高まっていることと相俟って、消費者マインドを大きく低下させている（図7）。さらに、企業部門では設備稼働率が高止まりしているにも拘わらず（図8）金利高から設備投資が進まず、足元では鉱工業生産に鈍化の兆しが出はじめているほか（図9）、企業の景気見通しも減速基調が強まっており（図10）、こうしたことも足元の内需鈍化を裏付けている。

図5 実質GDP成長率の推移(前年比)

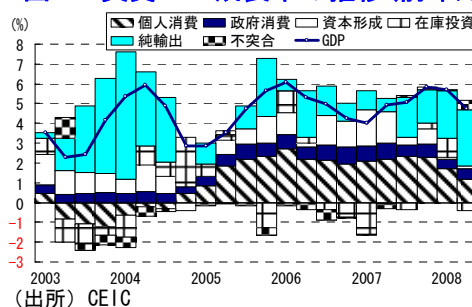


図6 建設関連指標の推移(前年比)

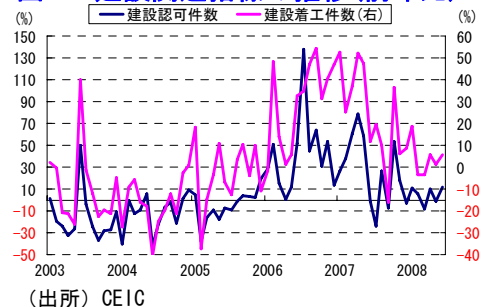


図 7 消費者関連指数の推移(前年比)

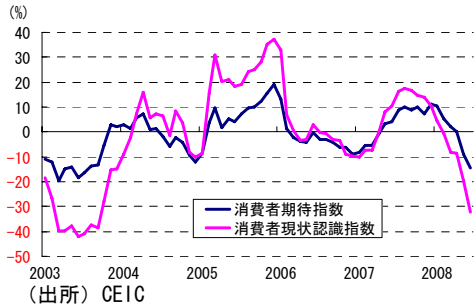


図 8 設備投資関連指標の推移

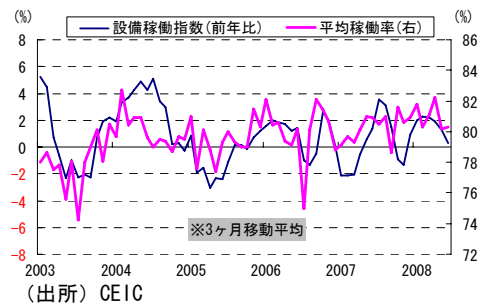


図 9 鉱工業生産の推移(前年比)

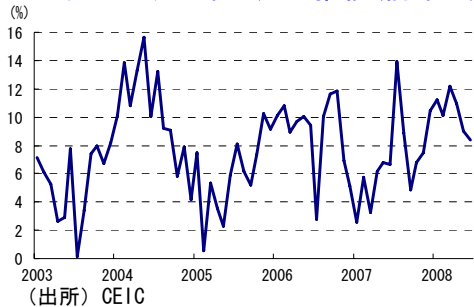
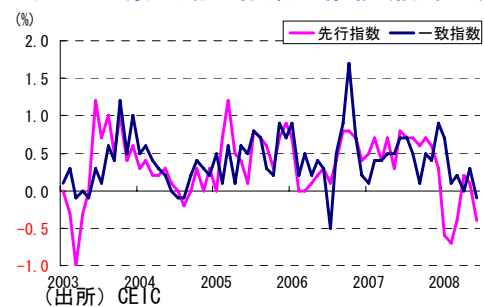


図 10 景気動向指数の推移(前年比)



- 国際収支面では、年明け以降の通貨ウォンの対米ドル減価により輸出が堅調な伸びを示しているものの、世界的な原油及び穀物価格の高騰により、輸入は輸出の伸びを上回る状態で推移していることで、足元では貿易収支は赤字基調が続いている（図 11）。こうしたことから、経常収支に下押し圧力がかかっている上（図 12）、昨年秋以降は米国サブプライムローン問題を発端とする世界的な金融市場における信用不安の高まりから新興国向け投資が減速する中で、同国向けの証券投資も売り越し状態が強まったこともあり、外貨準備の増減を示す総合収支も赤字基調が強まっている（図 13）。
- また、同国の輸出全体の 1 割強を占める半導体を中心とする IT 財市況は、足元で急激な在庫の積み上がりが起こっている上、出荷に鈍化の兆しが見えるなど極めて厳しい状況にあると言える（図 14）。今月 4 日には、米国が同国製 DRAM に対する相殺関税の撤廃を決定したほか、EU も既に同様の決定を行っていることから、先行きについては明るい材料がある一方、米国及び EU 経済の減速は、これらの国における需要の鈍化を意味することから、先行きにおいて大きく市況が改善すると考えることは難しい。先行きの IT 市況は引き続き軟調な動きから在庫調整に入る可能性が高まっており、景気全体を押し下げるとみられる。
- 同国は経常収支の基本的な底堅さに加えて、投資資金の流入により総合収支が黒字で推移したことで外貨準備も順調に積み上がるなど国際的信用を高めてきた（図 15）。さらに、昨春の米国サブプライムローン問題発覚以降は、先進国の金融当局が金融緩和に動いた一方で同国では金利が据え置かれたこともあり、内外金利差が拡大したことによる投機資金も流入し、通貨ウォンには昨年までは増価圧力が掛かっていた。しかし、為替の増価は GDP の 6 割強を占める輸出にとってマイナスであり、金融当局は積極的なウォン売り（ドル買い）介入を実施して為替の増加幅を緩やかにしてきた。しかし、年明け以降の原油価格の急騰により国際収支が悪化するようになると為替は減価に転じている（図 16）。為替減価は輸出にプラスに寄与する一方、輸入物価の押し上げからインフレの高進を助長させ、一般的な物価押し上げ要因となっている。

図 11 輸出入の推移(前年比)

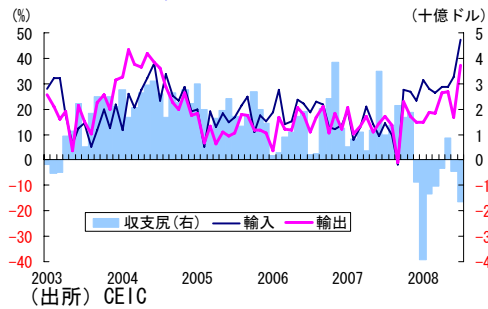


図 12 経常収支の推移

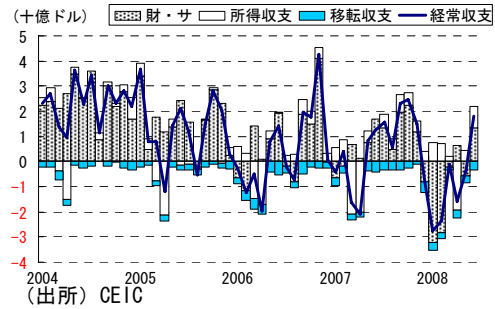


図 13 国際収支の推移

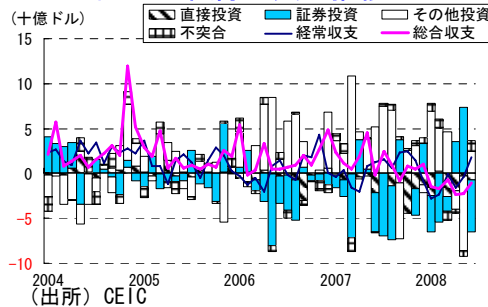


図 14 半導体の市況動向(前年比)

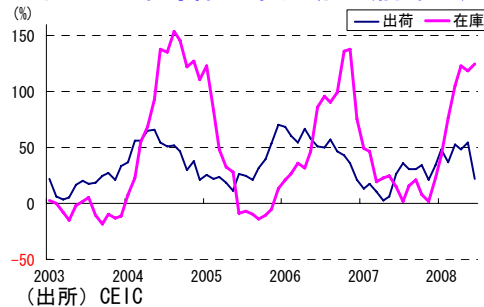


図 15 外貨準備高の推移

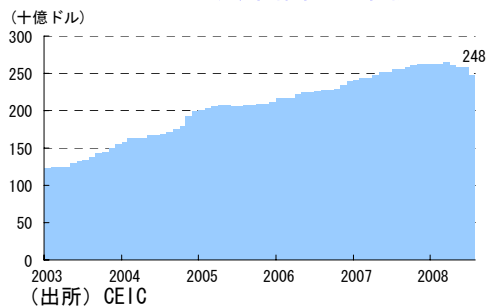


図 16 為替相場の推移



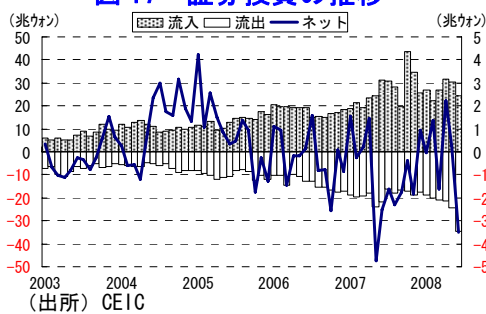
《先行きの韓国経済はインフレの持続と金利高で内需の下押しは不可避、外需下支え期待も景気全体は減速へ》

- 先行きの韓国経済を考えると、足元のインフレが食料品や燃料を中心としたコストプッシュ型インフレから、輸入物価全体の押し上げ、過剰流動性による需要インフレなどの複合インフレに至っていると考えられる。今回の金利引き上げによって流動性吸収に一定の効果はあるものと考えられるものの、依然として実質ベースでの政策金利はマイナスであることから、その効果は限定的とみられる。さらに、世界的な原油及び穀物価格が高止まりしていることから、インフレ圧力は当面残存するものとみられる。その上、今回の利上げにより多額の負債を抱える家計及び企業部門にとっては、利払負担の増大によりさらなる購買力の押し下げに繋がることから、国内の消費及び投資はこれまで以上に鈍化基調が強まっていく懸念が高まると言える。同国政府は電気やガスといったエネルギー料金引き上げを計画しており、これがさらなる内需の下押しを引き起こし、景気減速から失速に至る懸念も生じるとみられる。
- 今回の利上げにより、一時的には通貨ウォンの対米ドル為替には増価期待が起こる可能性があるものの、依然として原油及び穀物価格の騰勢が収まらない状況では、これらを輸入に依存する同国にとって経常収支に下押し圧力が掛かることから、全体的な減価基調は変わらないものとみられる。通貨の減価は同国経済が輸出依存型であることを考えると、輸出の押し上げを通じた景気の下支えに繋がる可能性がある。ただし、同国の主要輸出品である IT 関連分野では、同国は製品の製造（川下）分野に競争力がある一方、素材及び中間財（川上、川中）産業は育っておらず、それらを特に日本からの輸入に依存せざるを得ず、必ずしも輸出

のみの伸びに繋がらない。したがって、輸出の下支え効果は輸入の増大で一定程度相殺されることとなり、さらに輸入物価の押し上げで交易損失の拡大に繋がることを考えれば、景気の底上げには繋がらないとみられる。

- 過去数年に亘る同国の底堅い成長を下支えして来た外国からの証券投資については、足元では流出超の度合いが強まっている（図 17）。さらに、世界的な金融市場における信用不安が依然としてくすぶっている中では、新興国、とりわけ資源輸入国で国際収支に下押し圧力が掛かりがちな国に投資資金の回帰が起こる可能性は極めて低い。こうしたことも為替の下押し材料に繋がっていくものとみられる。金融当局は先行きにおいても、為替の安定化を目的に大幅な為替介入（ウォン買い/ドル売り）を行っていくものとみられるものの、外貨準備は 6 月末時点で 2,475 億ドルと、1997 年のアジア通貨危機の頃（約 300 億ドル程度）から大きく積み上がっていることを考えれば、短期的に経済危機的な状況に至る不安はまったくない。
- 昨年 12 月の大統領選挙に勝利して誕生した李政権は「747 政策（成長率年 7%、1 人当たり国民所得 4 万ドル、GDP 規模を世界 7 番とする）」を掲げ、公共投資などの増大により経済成長を優先させる姿勢を打ち出した。今年 4 月に実施された総選挙においても、李大統領率いるハンナラ党が圧勝するなど誕生当初は盤石な政治基盤を築いたかに思われた。しかし、米国牛肉問題を発端として国民からの求心力を失うに至っており、足元では世界的な景気減速懸念が強まる中で、経済見通しを当初の年 7%から 6%に修正を迫られるなど、発足半年強にして政権基盤は極めて脆弱な状況に追い込まれている。今回の利上げによって、国民生活には下押し圧力が強まるものとみられることを考えると、先行きの政策運営はさらに厳しさを増したと言える。足元のインフレが既に複合インフレに突入したことを考えれば、利上げにより引き締め姿勢を強めていくことが不可欠と考えられるものの、先行きもこの姿勢を堅持し続けられるかは不透明と言え、財政出動によるエネルギー価格の引き下げなどのバラ撒きに走る可能性も否定できない。そうなれば、インフレと景気減速との並存、つまりスタグフレーション懸念が高まって来ることになるだろう。

図 17 証券投資の推移



以 上