



韓国経済事情：一部の指標に景気底入れ間近の兆しも

～中国向け輸出への過度な期待にリスクも、政府の素早い対策の打ち出しを好感～

発表日：2009年4月13日（月）

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）

- 韓国経済は、昨年10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率（季調済）▲20.8%と大幅に失速した。昨年のインフレで内需は勢いをなくし、金融危機後は外需も激減して景気は失速した。韓国経済は外需依存度が比較的高く、企業による急激な生産調整の余波で雇用や投資が抑制され、内需・外需とも一段と厳しくなった。しかし、輸出の2割強を占める中国での大規模景気対策の影響か、足元では一部の指標に改善の兆しが出始めるなど、景気の底入れの近さを感じさせる材料も出始めている。
- 政府は、内需振興による外需依存からの脱却を目論み、昨年後半以降に度重なる景気対策を打ち出した。その背景には、政権運営の拙さから国民の信任を失っていたことがあったが、素早い景気刺激策が好感され、足元では政権の支持率に底入れ感が出ている。3月末には今年度の補正予算を国会に提出したが、現政権は依然国会内の政権基盤が脆弱なため、逸早い法案成立に向けた努力が求められる。金融当局も、景気刺激に向けて急速な金融緩和を実施しており、こうした金融・財政でのバランスある対応が、早い段階で景気底入れの可能性が高まるきっかけになったと考えられる。
- 中国向け輸出と補正予算の動向が当面の韓国経済を左右するが、これらの進捗如何では早ければ、年半ばにも実体経済が底入れする可能性が高まっている。景気対策の頻発による財政赤字の拡大で、赤字国債の増発が見込まれ、足元では長期金利が上昇するなど注意を要する側面はあるが、国家戦略と景気対策を一直線上に進めた点は、市場で好感される要因になったと考えられる。3月以降は世界的にリスクマネーの動きが活発化しており、為替・株式相場共に上昇基調に転じているが、先行きの上昇ペースは緩やかになると予想される。

《内需は依然として弱さが残る一方、外需に底入れの兆し。市場では中国向け輸出に対する期待が高まる》

- 韓国では、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率（季調済）▲20.8%に陥り、日本（同▲12.1%）を上回る急激な失速に直面した（図 1）。昨年の韓国経済は、他の新興国同様に商品市況の急騰によるインフレが重石となり、個人消費を中心とする内需が急速に勢いを失った（図 2）。一方、韓国の輸出は、実質ベースで対 GDP 比 64%（2008 年通年）に達し、輸出依存度はアジア新興国の中でも比較的高く、通貨ウォン安を追い風に外需が景気を下支えしてきた。しかし、頼みの綱であった輸出も、金融危機以降の世界的な需要の激減に直面し（図 3）、昨年末には内需・外需とも勢いをなくして景気が失速した。
- 内需・外需双方の急速な冷え込みで、企業は在庫の積みあがりに直面し、昨年後半以降は急激な生産調整を進めた（図 4）。その結果、企業は設備投資を圧縮させた上（図 5）、折から雇用者に占める非正規雇用の割合が半分近くに達するなど、雇用調整がしやすい環境にあったことで、雇用環境も急速に悪化した（図 6）。先行きの雇用不安により、足元でも個人消費は減速基調が続くなど、内需は依然力強さを欠いている。
- 一方、急速な生産調整で在庫圧縮が進んだことに加え（図 7）、外需面では輸出の 2 割強を占める最大の輸出先の中国向けに期待が高まっている。足元では、中国での大規模景気対策の効果か、今年の春節（旧正月）が 1 月末にずれ込んだことによる影響かを見極める必要はあるが、2 月の輸出は前年比の減少幅が大きく縮小した。その結果、2 月の出荷に底入れ感が高まり、2 月の鉱工業生産は前月比（季調済）でプラスに転換するなど、好転の兆候が窺える。また、韓国銀行（中央銀行）が毎月公表している企業景気実体調査指数（BMI）では、製造業・非製造業ともに 1 月を底に改善基調が続いている（図 8）。ただし、改善基調にあるものの、

その水準は「中立（100）」を遥かに下回っており、景気の本格回復にはまだ時間を要するとみられる。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

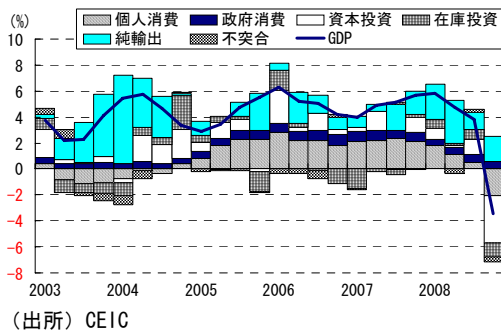


図2 小売売上高の推移(前年比)

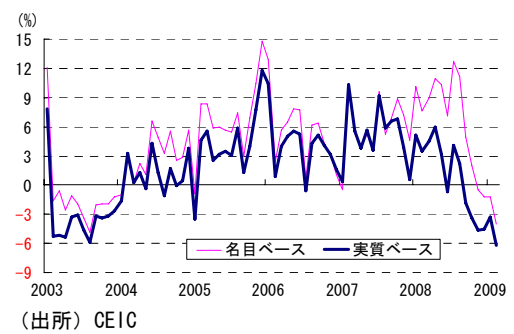


図3 輸出入の推移(前年比)

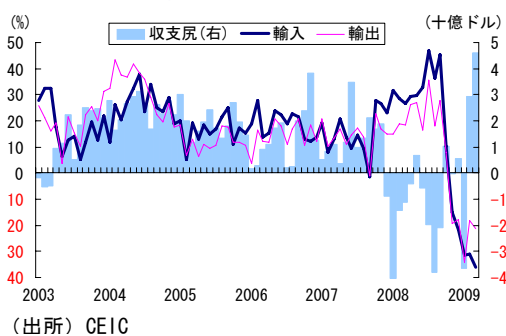


図4 鉱工業生産の推移(前年比)

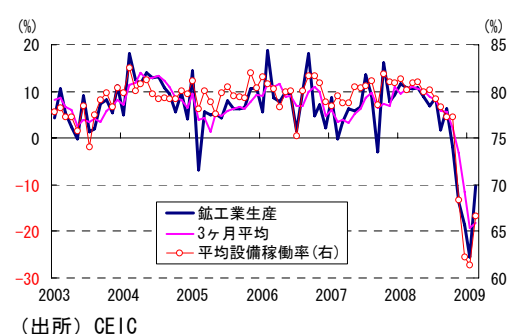


図5 設備投資見通しの推移(前年比)

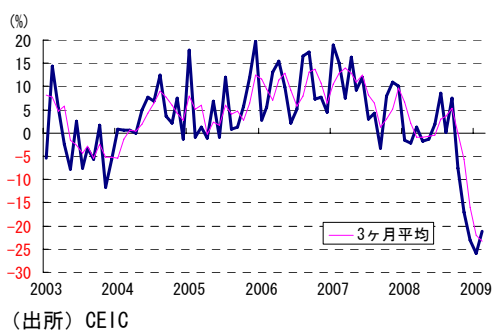


図6 雇用環境の推移

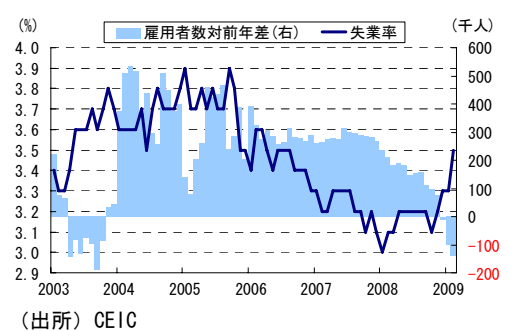


図7 IT 関連財の在庫・出荷の推移(前年比)

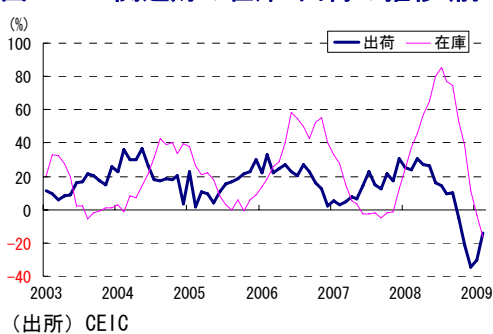
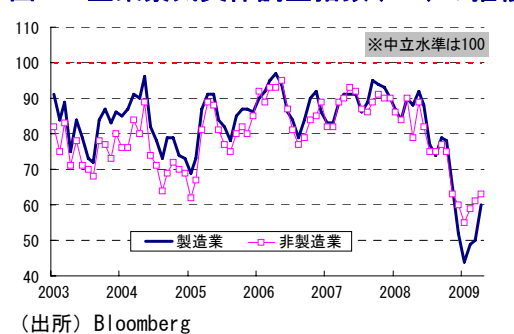


図8 企業景気実体調査指数(BMI)の推移



《内需拡大に向けて政府は度重なる景気対策を公表。3 月にも追加対策公表、円滑な遂行に向けた努力が不可欠》

- 政府は、内需振興により外需依存から脱却を図るため、昨年 11 月に景気対策として、2009 年度予算に減税や地方インフラ開発など、総額 14 兆ウォン（110 億ドル）規模の追加歳出を打ち出した。さらに、翌 12 月には「韓国版ニューディール」として、李大統領が大統領選で実現を公約した大規模インフラ事業を柱とする総額 14 兆ウォンの追加景気対策を公表し、年内の一部実施に漕ぎ着ける素早い対応を図った。その上、年明けには「ニューディール」を環境配慮型インフラ開発として「グリーン・ニューディール」に衣替えし、規模

も4ヵ年で総額51兆ウォン（368億ドル）に膨らませる計画を発表している。

- 景気対策の第1弾目は、1月から始まった2009年度予算に盛り込まれたが、インフラ開発などは歳出に繋がるまでの動きが遅く、効果の発現に時間を要する難点がある。年明け以降には、企業の生産調整の余波で雇用環境が一段と悪化したため、政府は3月末に「グリーン・ニューディール」を含む28.9兆ウォン（203億ドル）規模の補正予算を国会に提出しており、うち17.7兆ウォン（134億ドル）が追加歳出である所謂「真水」に充てられる（図9）。李政権に対する国民からの支持率は足元で回復しつつあるが、国会内の政権基盤は依然脆弱であり、昨年の景気対策では国会審議の困難さを理由に補正予算の提出が見送られ、2009年予算に併せる形で対応した経緯がある。足元では一部に景気底入れの兆しがあるが、外需頼みからの脱却のためにも、政府には国会審議円滑化への取り組みが求められる。
- 昨年の懸案事項であったインフレは、年後半以降の商品市況の下落により大幅に低下している。未だに金融当局の定めるインフレターゲットを上回る水準にあるが、落ち着きを取り戻しており（図10）、今後も低下が期待される。また、インフレと共に内需を鈍らせる原因となった高金利も、金融危機以降は当局が急激な利下げを進め、合計で325bpもの大規模な金融緩和を行った結果、政策金利は過去最低水準の2.0%に低下した（図11）。なお、9日に開催された定例の金融政策委員会では、一部の指標やマインド統計などに景気底入れの兆しが出ていること、これまで実施した大幅利下げの効果を見極めたいとの考えから、2ヶ月連続で金利が据え置かれた。同会後の会見で、当局は景気の落ち込みがアジア通貨危機の時を上回る懸念は大きく遠のいているとの見通しを示した。ただし、先行きの金融政策について追加利下げの実施を否定しないなど、依然不透明感が残っていることも示唆している。

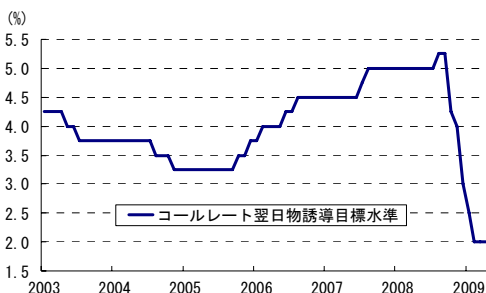
図9 補正予算での追加歳出の内訳

(単位:兆ウォン)

内容	対象額
雇用対策	3.5
中小企業・新規事業創業支援対策	4.5
地域経済振興対策	3.0
グリーンニューディール、教育対策	2.5
低所得者支援対策(給付金)	4.2
計	17.7

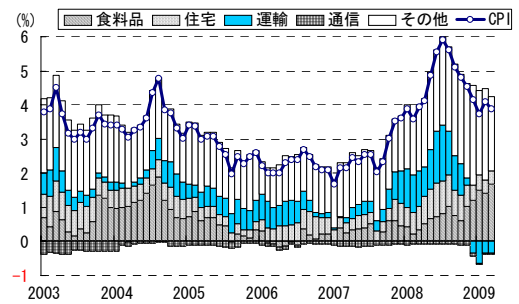
(出所) 政府公表資料より第一生命経済研究所作成

図11 政策金利の推移



(出所) CEIC

図10 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC

《株式や為替は早くも上昇基調を強めるも、实体经济の本格的な底入れは早くても今年半ば以降になる見通し》

- 先行きの韓国経済については、補正予算の成立時期が大きな鍵を握る。今月中に国会が補正予算を承認出来れば、早ければ5月にも低所得者向けの給付金の支給が始まり、一時的には個人消費の押し上げ効果が期待される。一方の外需は、昨年来続いた通貨ウォン安が輸出競争力の向上に寄与し、中国向け輸出に回復の兆しがみられるが、それだけで昨年までの高い生産の伸びをカバーすることは難しいであろう。とはいえ、直

近の BMI 調査では雇用は中立水準を上回っており、非正規雇用者に限られる可能性はあるが、足元の雇用調整が急激に進んだ揺り戻しも期待される。輸出が底入れして企業収益が改善すれば、雇用・所得環境の底入れに繋がるとみられ、早ければ今年半ばにも景気に底入れ感が出る可能性がある。

- 10 日に韓国銀行が公表した「2009 年経済見通し（改定版）」では、2009 年の経済成長率は前年比▲2.4%と、前回見通し時（昨年 12 月）の同+2.0%から大幅な下方修正が行われた。ただし、その内訳をみると、景気対策に伴うインフラ開発の進捗が影響し、1-3 月期の実質 GDP 成長率が前期比（季調済）+0.2%とプラスに転換し、リセッション状態には陥らないとしている。また、同期における輸入の伸びが同▲5.0%で内需の弱さを映していることを考えると、実体経済の本格的な底入れは、個人消費、設備投資、そして輸入がそれぞれ前期比プラスとなる年後半と判断される。当研究所では、2 月に経済成長率の見通しを改定し、2009 年の経済成長率を前年比▲3.6%と、今回の韓銀見通しを依然下回る水準としている。なお、国際機関では IMF が同▲4.0%としているほか、ADB も同▲3.0%に相次いで見通しを下方修正しており、通貨危機後の 1998 年以來のマイナス成長は避けられない見通しだ。
- 政府は今年度の財政収支について、既に当初予算時に GDP 比▲2.4%と大幅な財政赤字を想定していたが、補正予算の実施により▲5.4%まで拡大する見通しを示した。財政赤字のファイナンスは、その太宗を赤字国債の発行によって賄う見通しから、国債の増発が懸念され、年明け以降は長期金利が徐々に上昇する状況が続いている（図 12）。特に 2 月初旬は、昨年 10-12 月期の GDP 成長率の急激な失速が明らかになり、韓国経済に対する悲観的な見方が強まったことで急上昇を招いたが、その後は高止まりしながらも落ち着きを取り戻しつつある。今後も追加対策が示されれば、さらなる上昇が懸念されるが、当面はそうした状況となる可能性は低いと考えられる。
- 昨年は商品市況急騰による貿易収支の悪化で経常収支が赤字に転落し（図 13）、さらに、造船業界などの輸出産業を中心とする為替予約の増大で短期対外債務が増大したことを材料に（図 14）、外貨流動性不足に陥る懸念から、市場では一時期「危機説」が囁かれるなど、通貨ウォンの為替相場は大幅に下落した。昨年末には、為替安の流れも一旦は落ち着きを取り戻したが、年明け以降は、昨年 10-12 月期における景気失速などを材料に景気悪化への懸念が高まったことで、再び為替相場に売り圧力が掛かった。なお、3 月以降は、国際金融市場を取り巻く環境に改善の兆しが見え始めたことで、新興国にリスクマネーの回帰の動きが強まり、一転してウォン高基調で推移している。一部の指標に景気の底入れの近さを暗示する動きが出始めていることで、先行きはウォン高基調が強まる可能性が高まっている。
- 米国サブプライムローン問題による世界的な信用収縮の影響で、景気減速懸念と相俟って下落局面が続いてきた株式相場も、昨年末には、国際金融市場が平静を取り戻しつつあったこと、また、急激な下落が続いたことのリバウンドにより落ち着きを取り戻した。年明け以降は一進一退の展開が続いたが、3 月以降は為替相場同様に、新興国にリスクマネーが回帰する動きが強まり、株価は上昇局面に転じ、足元では年初来高値を更新している（図 16）。先行きについては、底入れを感じさせる材料が出始めていることで輸出企業を中心に上昇基調が続く可能性がある一方、ウォン高は輸出企業にとってマイナス材料となるため、上昇スピードはここ 1 ヶ月と比べて緩やかになる可能性がある。

図 12 長期金利の推移(10 年国債)

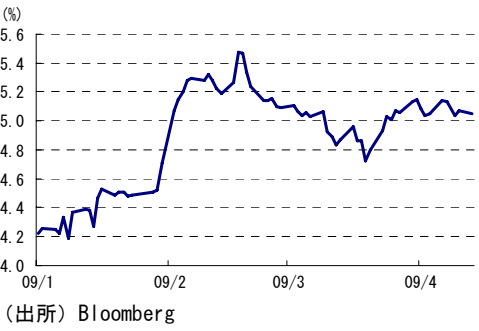


図 13 経常収支の推移

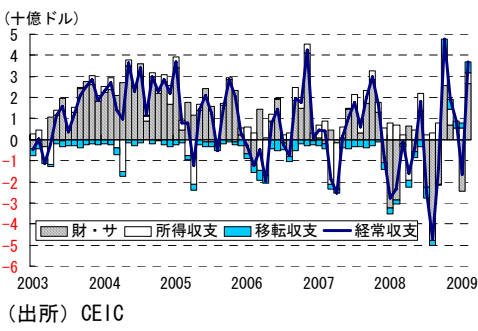


図 14 対外債務残高の推移

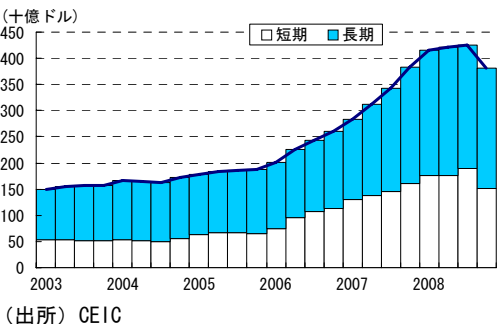


図 15 為替相場の推移

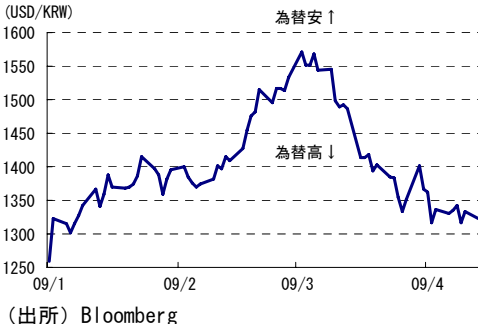
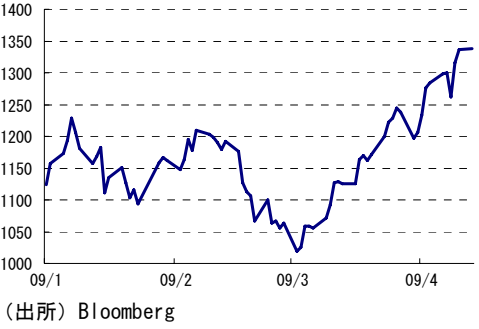


図 16 株式相場の推移



以 上