



韓国経済事情：景気の底入れが続くが、輸出を如何に確保するか

～景気対策で短期的な景気押し上げが効くも、輸出競争力の確保が今後の成長の課題～

発表日：2009年6月16日（火）

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）

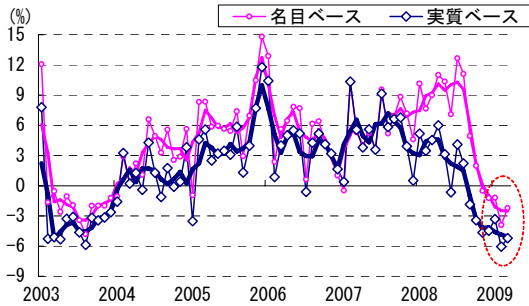
- 韓国経済は、中国向け輸出の上昇や景気対策での個人消費の下支えにより生産がV字回復し、1-3月期は前期比プラス成長となっている。また、1-3月期には企業部門による積極的な在庫調整が行われ、4月以降は順調な生産の回復が続く、足元では設備稼働率も7割程度にまで回復するなど、在庫圧縮の反動による生産押し上げ効果も出ている。ただ、1-3月期の景気好転の背景には内需の弱さによる輸入減も影響している。同国の輸出産業は加工貿易中心であり、先行きは輸出の増大に伴い輸入の増加が懸念されている。足元では原油をはじめ資源価格に上昇圧力が強まるなど、マイナス材料に留意する必要がある。
- 政府は大規模公共事業など積極的な財政支出による景気底上げを図っているが、雇用流動化が進む中で正規雇用の回復が進んでいない。これは個人消費の伸びを下押しするとみられ、内需は回復感の乏しい状況が続くとみられる。また、物価全体では依然デフレ懸念が残る中、大胆な金融緩和により早くも不動産価格は底入れが進む。4回の金利据え置き決定が続いており、利下げは打ち止めになったと予想するが、長期金利の上昇懸念もあり、年内は現行水準の緩和姿勢が続くとみられる。なお、国際金融環境の好転で資金回帰の動きが強まっており、対外ポジションは改善が続いている。
- 3月以降は海外からの資金流入で株式・通貨ともに高値圏での推移が続いているが、株式は既に頭打ち感を強めており先行きの伸びは緩やかになるとみられる。一方の為替も、為替高による輸出への悪影響を懸念し、当局はスミージングオペの実施を示唆するなど介入の可能性が一段と高まっている。1-3月期に景気は底入れしたが、政府・金融当局ともに景気への慎重姿勢を崩しておらず、2009年の経済成長率を共に前年比▲2.0%程度になるとしている。当研究所は先月に見直しを行い、2月時点に比べて景気底入れが早まっていることを考慮し、2009年の成長率を前年比▲2.1%と2月時点（同▲3.6%）から上方修正している。

「1-3 月期は急速な在庫調整による下押し圧力も、景気対策による個人消費回復でリセッション入りを回避」

- 韓国では、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%（季調済）とリセッション入りを回避し、金融危機後の急速な景気悪化から反転基調が強まっている。2009 年度予算に総額 14 兆ウォンの景気対策として盛り込まれた所得減税及び公共事業のほか、金融当局の大幅利下げにより個人消費に底入れ感が強まっているほか（図 1）、建設需要も下げ止まりが続くなど（図 2）、内需を取り巻く環境は好転しつつある。一方、輸出は年明け以降中国（含、香港）向けが順調に伸び（図 3）、輸出全体でも底入れが進んでいるものの、EU や米国、日本などの先進国をはじめ世界的に需要回復が進まず、輸出額は依然ピークの 7 割弱に留まっている（図 4）。
- ただ、内需・外需ともに底入れ感が強まっていることで、昨年末にかけて急激に縮小した生産も、年明け以降は「V 字回復」が続いており、60%程度まで低下した設備稼働率も足元では 70%強に回復している（図 5）。さらに、世界的な需要縮小を受け企業部門が在庫圧縮のために積極的な生産調整を図り、主要産業の IT 関連分野では、足元で過去に例のない在庫圧縮が進んだ（図 6）。1-3 月の実質 GDP 成長率は前年同期比▲4.2%となったが、在庫投資の寄与度は同▲4.2%と大きく下押しした。前期比の寄与度も▲2.9%と大きく、大胆な在庫圧縮が景気を押し下げていたことがわかる（図 7）。一方、先行きは在庫圧縮の反動による生産の押し上げが期待される。

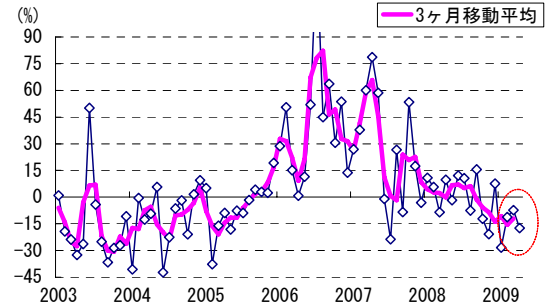
- 1-3 月期の GDP 統計上、個人消費は前期比+0.5%と 4 四半期ぶりにプラスに転換するなど、内需の回復が鮮明になった。一方、輸出は中国以外の市場向けが振るわず前期比▲4.3%と前期（同▲8.9%）からマイナス幅は縮小したものの、依然力強さに欠けている。同国の輸出産業は加工貿易が中心であり、輸出財生産のために素材や中間財の輸入が不可欠なことから、輸入も前期比▲8.4%と大幅な減少が続いた。結果、純輸出の成長率への寄与度は前期比ベースで+1.3%と景気の押し上げ要因に繋がった。先行きは輸出の改善が期待されるが、それに伴う輸入増が統計上の景気下押しに繋がる可能性もあり、こうした点に留意する必要がある。

図 1 小売売上高の推移(前年比)



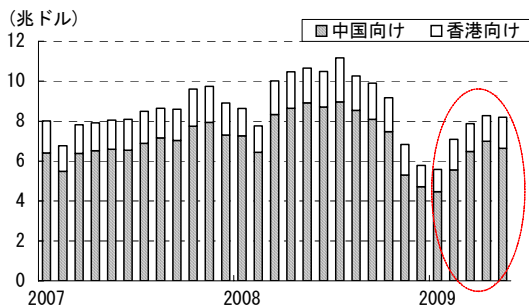
(出所) CEIC

図 2 建設許可件数の推移(前年比)



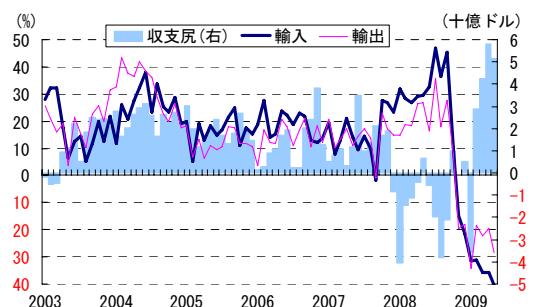
(出所) CEIC

図 3 中国・香港向け輸出額の推移



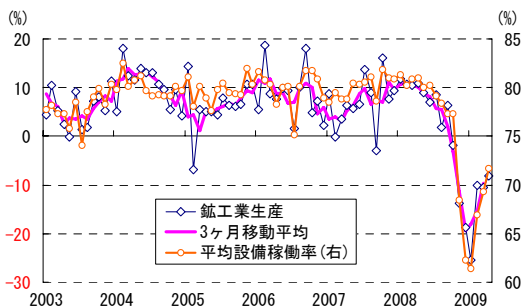
(出所) CEIC

図 4 輸出入の推移(前年比)



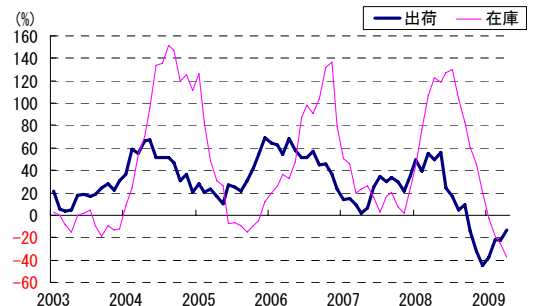
(出所) CEIC

図 5 鉱工業生産と設備稼働率の推移



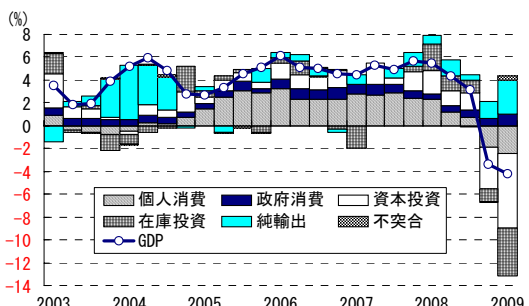
(出所) CEIC

図 6 IT 関連財の在庫・出荷の推移(前年比)



(出所) CEIC

図 7 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



(出所) CEIC

《積極的な雇用対策を採るも消費の回復は鈍い。不動産に底入れもデフレ懸念により緩和姿勢が続く》

- 政府は、昨年末に既存の経済対策を「グリーン・ニューディール」に衣替えさせ、向こう4ヵ年で51兆ウォン（368億ドル）の歳出拡大を行う方針を示した。こうした流れを受け、政府は28.4兆ウォン（212億ドル）と年間予算の1割に上る補正予算を計上し、うち17.2兆ウォンが追加歳出（所謂「真水」）に充てられる。なお、補正予算では大規模公共事業として注目を集めた「四大河川整備事業」のほか、低所得者層に対する給付金や失業者対策などに充てられる。同国では、アジア通貨危機後の構造改革の一環で雇用の流動化が進んだ結果、労働者の4割近くが非正規雇用となり、昨年後半以降の急激な生産調整圧力の中で失業率が急激に上昇するなど、雇用・所得環境の悪化が続いている（図8）。足元では生産の底入れで雇用者数も増加基調に転じているが、非正規雇用の回復は早いものの正規雇用の戻りは遅い（図9）。また、政府は正規雇用の確保を目指し、ワークシェアリング導入に向けて労使間の仲介をしているが、所得の伸びは期待出来ない。こうしたことは個人消費の伸びの抑制に繋がり、内需は回復感の乏しい状況が続くとみられる。
- 一方、金融当局の急激な緩和で昨年10月以降の利下げ幅は325bpに達し、足元の政策金利は過去最低水準の2.00%となっている（図10）。金利低下により、住宅バブル崩壊で下火になっていた住宅投資に底入れ感が強まっており、早くも住宅価格に下げ止まり感が出るなど（図11）、その効果が発現し始めているように見受けられる。また、家計部門に対する信用の伸びは、全体的には伸びの鈍化が続いているにも拘らず、住宅向けは伸びが加速している（図12）。11日の金融政策委員会では、4回連続での金利据え置きが決定され、その後の声明文においても「不動産市場で緩やかな価格上昇トレンドが続いている」と指摘しており、さらなる利下げは打ち止めになったとみられる。一方、5月の消費者物価は前年同月比+2.7%とピークから大幅に下落し（図13）、当局の定めるインフレターゲット（2.5~3.5%）に収まっているが、前月比では±0.0%とサービス部門での価格鈍化圧力が強まるなどデフレ懸念が台頭している。雇用悪化懸念から直ちにインフレ圧力が生じる可能性は低く、金利据え置きによる緩和姿勢が続くであろう。
- 対外面では、昨年末以降の輸出の現象を上回る輸入の激減により、貿易黒字が拡大し経常収支は改善した（図14）。また、政府は昨年後半以降金融支援などを通じ、「9月危機説」の根源となった短期対外債務の圧縮に取り組み、3月末時点の短期対外債務は1,481億ドルまで縮小している（図15）。また、資金流出により通貨ウォンが暴落したため、為替介入を余儀なくされ減少が続いた外貨準備も、足元では順調に拡大しており、5月末時点で2,268億ドルまで回復している（図16）。特に、3月以降は国際金融環境の改善で投資家のリスク許容度が好転し、同国にも資金流入が戻っており、当面は対外ポジションの改善が続くことが期待される。

図8 雇用環境の推移

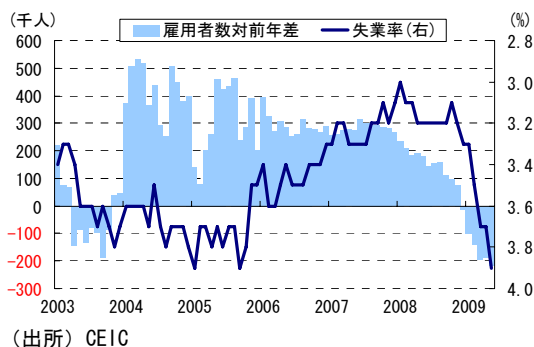


図9 雇用者数増減の推移(前月差)

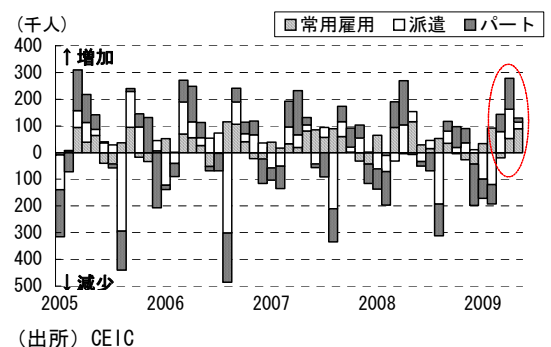
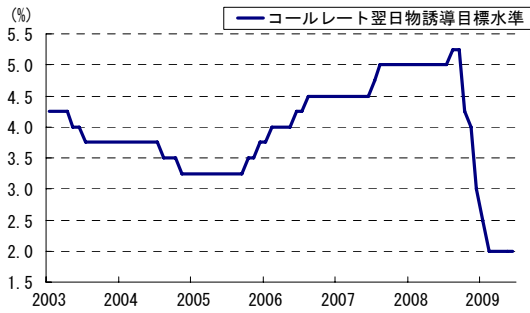
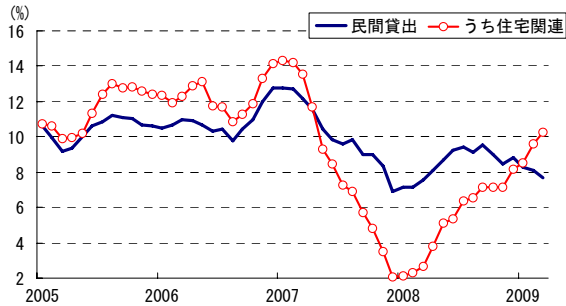


図 10 政策金利の推移



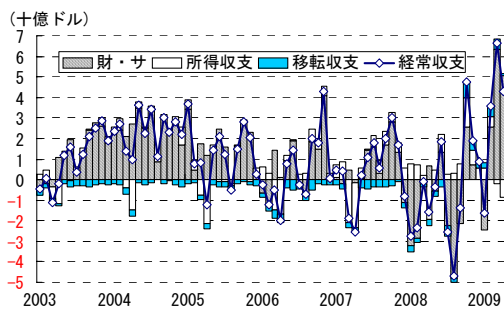
(出所) CEIC

図 12 民間向け貸出残高の推移(前年比)



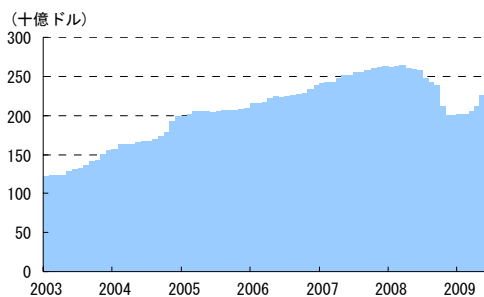
(出所) CEIC

図 14 経常収支の推移



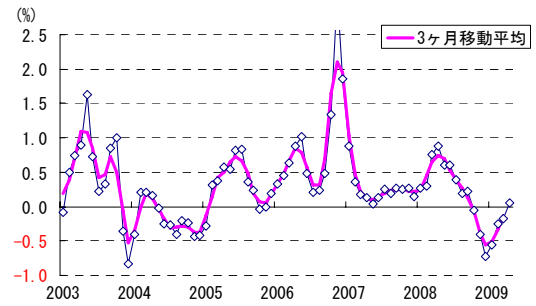
(出所) CEIC

図 16 外貨準備高の推移



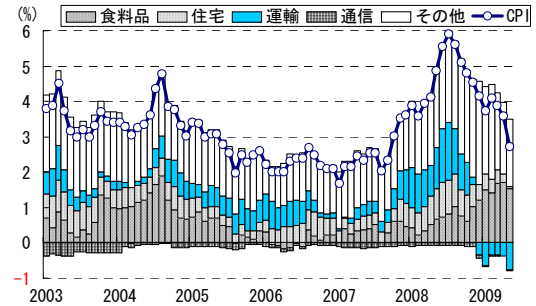
(出所) CEIC

図 11 住宅価格の推移(前月比)



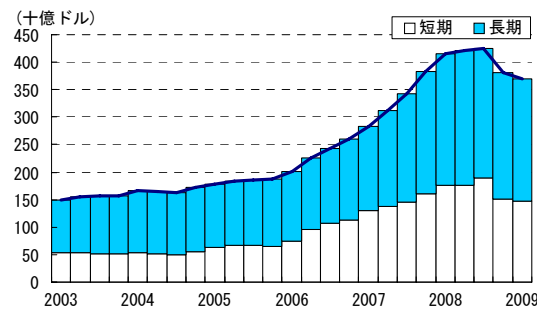
(出所) CEIC

図 13 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC

図 15 対外債務残高の推移



(出所) CEIC

《先行きの回復度合いは近年にない頭の重さが続く予想されるが、2月時点から成長率見通しを上方修正》

- 先行きの韓国経済は、財政・金融政策が消費及び投資など内需の減速を食い止めることが期待され、中国向け輸出が外需を下支えするとみられる。ただし、中国向け輸出が今後も足元のペースで伸び続けるとは考えにくく、金融当局もリスク要因に先進国の景気後退を挙げており、米国や日本など先進国向けの輸出回復が先行きの外需の鍵を握る。人口 5,000 万人弱の同国経済にとっては、同国経済の輸出依存度の高さもあり、輸出産業こそが同国の重要な雇用吸収源であり、設備投資を主導してきた。政府は景気対策で雇用創出を図

っているものの、必ずしも生産性向上に資する政策ではない。よって、輸出回復による生産増加が期待出来ない中では、雇用拡大による消費拡大、さらに設備投資という循環は生じにくい。足元の生産回復で設備投資の底打ちも期待されるが、稼働率の本格回復には暫く時間を要することを鑑みれば、直ちに雇用・所得環境の改善に繋がると考えにくく、当面の個人消費は頭の重い状況が続くであろう。

- 政府は、補正予算を含む財政拡張路線により今年度の財政赤字が GDP 比▲5.4%に達する見通しを示している。財政赤字のファイナンスは主に国債増発により手当する方針であり、こうした事情を懸念し、年明け以降は長期金利の上昇が続いている（図 17）。金融当局は、今月の委員会後の声明でも引き続き「暫くの間緩和的な政策スタンスを採り続ける」との文言を明確に入れ続けている。利払い負担の増大で財政が一段と悪化することを懸念しているとみられ、時間軸効果を狙った対応と言える。
- 3 月以降は投資家のリスク許容度の好転もあり、それまでの資金流出圧力から一転して資金回帰の動きが強まり、通貨ウォン高基調で推移している（図 18）。特に、アジアの中でも比較的早くリセッションを回避するなど政策効果が好感されており、財政状況の悪化が懸念されるにも拘らず、今後もウォン高基調が続くと予想される。結果、足元では昨年末に比べて大幅な為替高となっているが、中国以外向けの輸出の低調が続く中、輸出への悪影響が懸念され始めており、今後は当局によるウォン売り（ドル買い）介入の可能性が高まるものと予想される。一方、主要株式指標である KOSPI も 3 月以降は投資家マインドの改善や景気底入れの早さ、中国向け輸出の増加に伴う生産拡大などを受けて大幅に上昇した（図 19）。しかし、足元の PER は 30 倍程度と割高感が強まっており、足元では上値の重い展開が続いている。なお、最安値からの値上がり率は 40%強に達しており、国内の投資家層の裾野が広がりつつあることから、資産効果による消費の押し上げは期待出来るであろう。
- 政府は、1-3 月期の実質 GDP 成長率がプラスに転換したものの、景気動向は楽観視出来ないとの姿勢を崩さず、2009 年の経済成長率は前年比▲2.0%との見通しを示している。また、金融当局も先行きのリスクに先進国の景気後退と足元の原油・資源高を挙げ、4 月時点で同▲2.4%と見通している。なお、当研究所は先月見通しを改訂し、2 月時点では 2009 年の経済成長率を前年比▲3.6%としていたが、中国の景気対策の中身の変化で輸出が底入れしたことに加え、景気対策の効果が予想より早く現れるなど景気の底入れが早まったことを考慮し、同▲2.1%に上方修正した。なお、インフレ率は前年比+3.2%としている。

図 17 長期金利の推移(10 年債利回り)

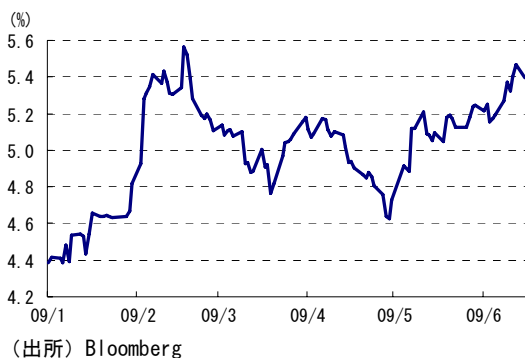


図 18 為替相場の推移



図 19 株式相場の推移 (KOSPI)



以 上