



韓国経済事情：年前半は驚異的な回復も年後半に減速の可能性

～4-6月期改定値(前期比)は0.3p上方修正。外需の陰りや内需先喰い懸念で先行きに不透明感～

発表日：2009年9月11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)

- 韓国は世界金融危機に伴う景気悪化から逸早く脱却した国の一つとなった。4-6月期の実質GDP成長率（改定値）は速報値から0.3p上方修正され、前期比+2.6%と前期（同+0.1%）から大きく加速した。景気対策による個人消費の押し上げに加え、中国向けを牽引役に輸出も急回復を果たし、それが企業の設備投資を盛り上げる好循環を生んでいる。内外需の回復で生産も急回復を達成し、一時は60%程度まで落ち込んだ設備稼働率は8割弱まで上昇するなど、需給ともに勢いが戻っている。
- 財政・金融双方の緩和政策で市中のマネーは拡大し、金融環境の改善で金融機関の貸出態度も改善したことでマインドは改善している。春先以降の商品市況上昇で物価は徐々に押し上げられているが、雇用・所得環境の厳しさを映してコア物価は落ち着いている。金融当局が7ヶ月連続で政策金利を据え置いた背景には、景気回復が初期段階にあることや物価の落ち着きが挙げられるが、政府内では早くも「出口戦略」への議論も高まっている。早ければ年内にも金融・財政緩和からの転換が図られる可能性が高まっているが、拙速な対応は景気を腰折れさせる懸念もあり、慎重な対応が求められよう。
- 急速な景気回復や企業業績の好転を背景に株式相場は急上昇しているほか、輸出回復に伴う対外ファンダメンタルズの強固さを背景に通貨ウォン高が進んでいる。世界経済の底打ち感の高まりでリスクマネーの動きが活発化したことも重なり、ここ1～2ヶ月の株価は再び上昇ペースを強めている。なお、ウォン高は輸出の価格競争力を削ぐとの懸念から、当局は為替介入を行い再び外貨準備が積み上がっている。
- 先行きは中国需要の拡大ペースが鈍る可能性や、年前半の景気対策効果の反動懸念もあり、依然不透明感が残る。政府は2009年の経済見通しを大きく上方修正したほか、国際機関も相次いで上方修正を行っているが、中銀は依然慎重なスタンスを維持している。当研究所は先月の定例の見直し改訂にあたり、2009年の経済成長率を前年比▲1.1%に上方修正（改訂前は同▲2.1%）、その反動で2010年を同+3.2%（改訂前は同+4.1%）に下方修正した。2009年後半は年前半の回復ペースに比べて上記の理由により伸びが緩やかになると予想している。

《4-6月期改定値は前期比0.3p上方修正。内外需の両輪が堅調な伸びを示し、前期比は5年ぶりの高成長》

- 韓国は、世界金融危機による世界的な需要縮小の直撃を受けたが、年明け後は一転してV字回復を遂げ、昨年後半の難局と景気の様相は一変した。3日に韓国銀行が公表した4-6月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比+2.6%と前期（同+0.1%）から大きく加速し、7月に公表された速報値（同+2.3%）からも0.3p上方修正された（[図1](#)）。個人消費は前期比+3.6%と前期（同+0.5%）から大幅に加速し、輸出も同+10.9%と前期（同▲4.3%）から大きく改善するなど、内需・外需ともに急回復している。また、輸出の回復により企業の設備投資意欲の悪化が緩和し（[図2](#)）、資本投資全体も前期比▲3.3%と前期（同▲11.4%）からマイナス幅が大きく縮小するなど、外需の回復が内需の回復を促す好循環が生じた。なお、資本投資は前年同期比でも▲2.5%と前期（同▲4.2%）からマイナス幅が縮小した。
- 個人消費の急速な回復は、今年度の当初予算で実施された14兆ウォン規模（うち3兆ウォンが所得税減税）の景気対策、さらに3月末に成立した17.7兆ウォンの景気対策を含む補正予算（28.9兆ウォン）による効果が大きい。また、金融当局は世界金融危機後に累計325bpの利下げによる大胆な金融緩和を行い（[図3](#)）、金

融安定化策として金融機関に対して大規模な緊急融資を行うなど、市場に流動性供給を図ったため、金融不安が後退し貸出態度も緩和された。結果、年明け以降は小売売上高が回復し（図4）、6月に実施された自動車買い替え促進策（補助金）で自動車販売台数が急増するなど（図5）、景気対策の効果が大きく現れた。

- さらに、中国の内需喚起を図った景気対策を背景に、年明け以降は中国向け輸出が急拡大し（図6）、輸出を下支えたことも成長率を押し上げる要因となった。世界金融危機後、それまでの主要輸出先であった欧米日などの先進国のみならず、ロシアや中東など新興国向け輸出も激減し、主力の輸出品である半導体などは生産圧縮による在庫調整を余儀なくされた（図7）。しかし、春先以降は中国向けを牽引役に出荷が底離れしたほか、昨年の通貨ウォンの暴落で価格競争力が高まったことを背景に（図8）、足元では輸出全体でも回復感を強めている。
- 需要回復を背景に鉱工業生産も1月を底にV字型回復を達成し、一時60%程度まで低下していた設備稼働率も7月時点で79%まで回復している（図9）。なお、同国は日本同様に資源が乏しく、輸出産業も加工組み立てが中心のため、原材料の多くを輸入に依存している。内外需の拡大に伴い輸入も回復傾向にあることから、年明け直後に劇的に拡大した貿易黒字は黒字幅を縮小させている（図10）。

図1 実質GDP成長率の推移(前期比/季調済)

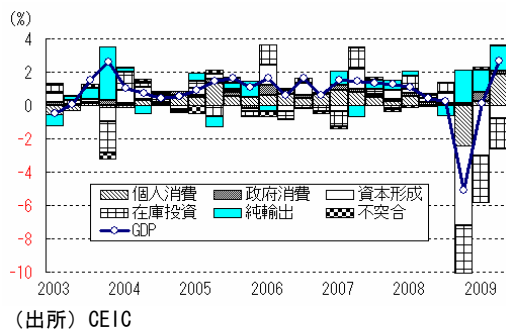


図2 設備投資動向の推移(前年比)

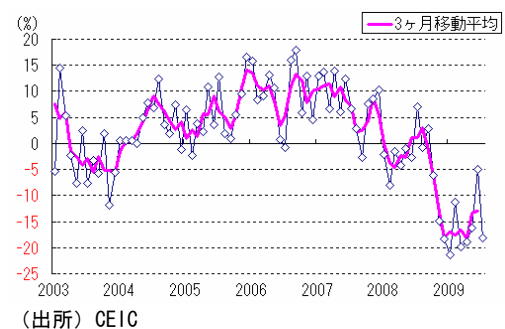


図3 政策金利の推移

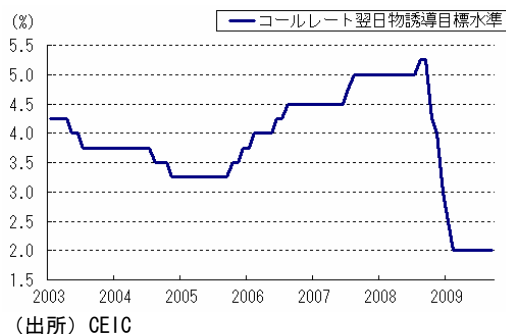


図4 実質小売売上高の推移(前年比)

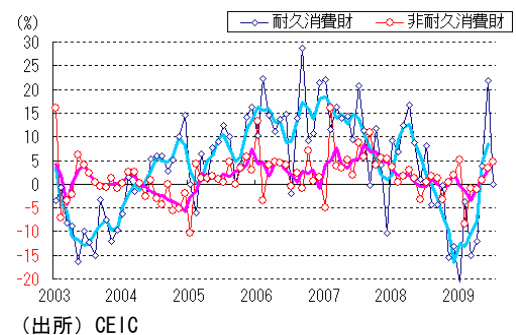


図5 自動車販売台数の推移(前年比)

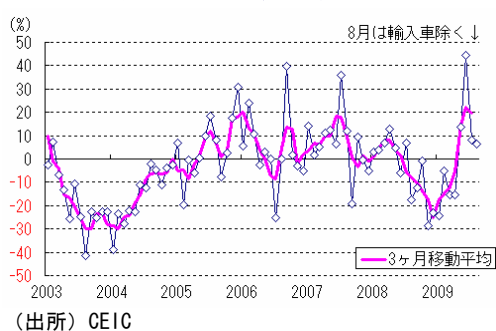


図6 中国・香港向け輸出額の推移

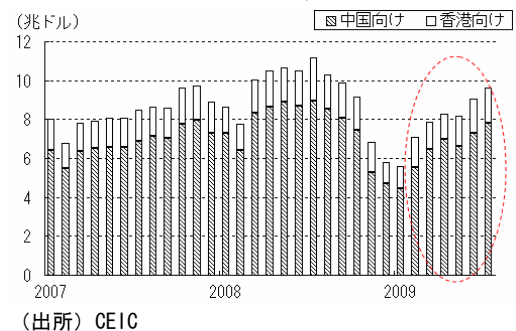


図7 半導体の在庫・出荷の推移(前年比)

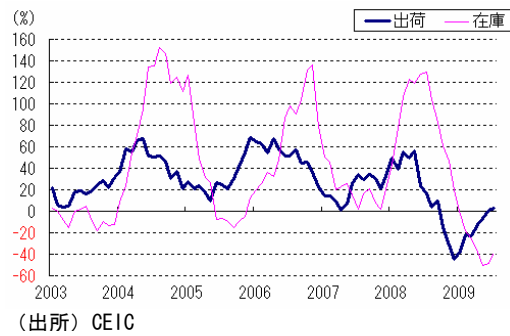


図8 為替相場の推移



図9 鉱工業生産の推移(前年比)

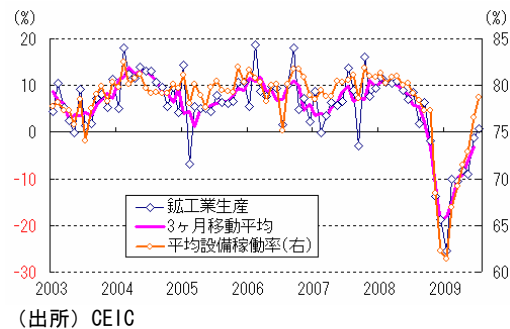
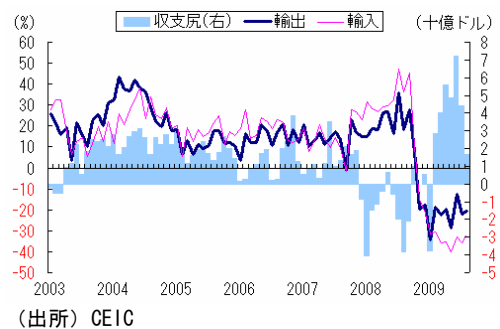


図10 輸出入の推移(前年比)



《雇用は依然厳しく自律成長になお不透明感。年後半は回復続くも、内外需ともに緩やかになる見通し》

- 財政・金融政策の急激な緩和で市中のマネーは急拡大し（図 11）、さらに金融機関の貸出態度が改善したことで銀行貸出は順調に拡大し、特に住宅関連の与信は急拡大している（図 12）。こうした状況を受けて不動産市況は春先を底に回復に転じており（図 13）、資産価格の低迷による金融機関のバランスシート調整圧力は緩和している。資産価格の底打ちのほか、春先以降の商品市況の上昇もあり物価に押し上げ圧力が強まっており、8月の消費者物価は前年同月比+2.2%と前月（1.6%）までの低下基調から反転し（図 14）、前月比でも+0.4%と食料品や原油価格の上昇を映して緩やかに上昇している。なお、食料とエネルギーを除くコア物価では前年比+3.1%と低下が続いている上、前月比も+0.1%と落ち着いており、その背景として依然雇用・所得環境が厳しい状況が挙げられる（図 15）。足元では失業率に底打ち感が高まっているものの、同国の労働市場は1997～98年のアジア通貨危機後の構造改革で流動化が進み、非正規雇用者の割合が全雇用者の4割強に達している。失業率は底打ちしても、非正規雇用者が調整弁とされている状況から（図 16）、同国の雇用・所得環境には不透明感が残る。
- 金融当局は10日に定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を7ヶ月連続で2.00%に据え置く決定を行った。その要因として、同委員会後の声明では内外需ともに回復が進んでいるものの不確実性が高いこと、インフレ率が落ち着いていることを挙げている。一方、拡張的な財政・金融政策からの「出口戦略」を探る議論が出始めている。企画財政省は出口戦略を段階的に行う必要性を認めつつ、現時点では時期尚早との立場を示唆しているが、政府・中銀ともに景気動向をみつつ、早ければ年内にも金融緩和や財政拡大路線からの転換を模索する可能性が高まっている。
- 昨年は商品市況の急騰に伴う輸入増で貿易収支が悪化し、それが経常収支の弱体化に繋がり、折からの世界的な信用収縮によるリスク許容度低下の中で投資資金の逃避を招いた。しかし、年明け以降の輸出の急回復で経常黒字が拡大するなど対外的なファンダメンタルズは強固になっている（図 17）。さらに、世界経済の底打ち感の高まりを受け、リスクマネーの動きが再び活発化する中、景気の急回復が進む同国に投資資金が回帰した結果、通貨ウォンは高値圏で推移している（図 18）。なお、ウォン高は周辺国との輸出競争が激化

する中で価格競争力を削ぐことになるため、金融当局はウォン売り（ドル買い）の為替介入を行っていると思われる。年明け以降に外貨準備高が積み上がった要因の一つとなっている（図 19）。ウォンやスも追い風に輸出が急回復する中、業績改善期待が高まった輸出関連銘柄を中心に外国人投資家の買いが活発化し、株式相場も高値圏の推移が続いている（図 20、21）。

- 先行きの見通しは、8 月の輸出が前月比▲30 億ドル程度減少しており、年前半の輸出を牽引した中国向けの拡大ペースについて、その持続性も不透明な状況となっている。さらに、これまでの個人消費の押し上げに特に寄与したのは、補助金支給の対象となった自動車などが中心であり、これは需要を先食いしていた可能性が高く、年後半に反動が出ることが懸念される。折りしも、政府は緊急避難措置としての景気対策からの出口を模索し始めており、拙速な実施が景気の下押しに繋がる可能性も危惧される。なお、景気対策により今年の財政赤字は補正予算後ベースで GDP 比▲5.4%に達する見通しで、市場では国債増発懸念から長期金利は上昇基調が続いており（図 22）、将来の財政の自由度を低下させる懸念もある。こうしたことから、年後半は年前半からの回復ペースは緩やかになると予想される。
- 企画財政省の附属機関である開発研究院は、8 日に 2009 年の経済成長率を前年比▲0.7%と 5 月時点の見通し（同▲2.3%）から大幅に上方修正し、景気対策についても徐々に正常化に向けたスタンス変更を行うことが望ましいとの見方を示唆した。一方、金融当局は 4-6 月期に力強い景気回復を達成したものの、年後半の回復の持続性に疑問を呈しており、2009 年の成長率見通しを 7 月時点の見通しである前年比▲1.6%に据え置く姿勢を示している。国際機関では、IMF が先月の IV 条協議理事会資料で 2009 年の経済成長率を前年比▲1.8%、2010 年を同+2.5%としたほか、ADB は『アジア開発見通し』で 2009 年を同▲3.0%、2010 年を同+4.0%としている。当研究所は先月定例の見通し改訂を実施し、韓国は年前半の急回復したものの、上記により年後半の回復は緩やかなものに留まると見込まれることから、2009 年の経済成長率を前年比▲1.1%（改訂前は同▲2.1%）に上方修正した。一方、2010 年は同+3.2%（改訂前は同+4.1%）と下方修正したが、これは前年の上方修正の反動を主因とするものである。

図 11 M1 と M2 の推移(前年比)

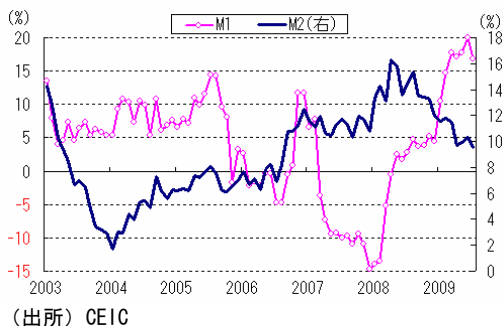


図 12 銀行貸出残高の推移(前年比)

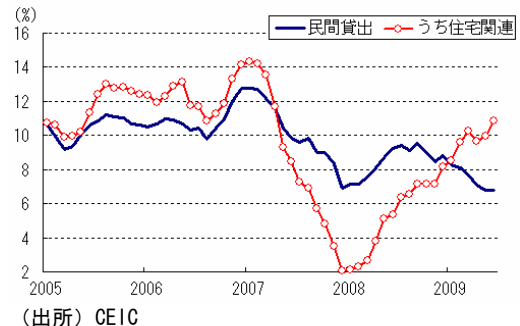


図 13 不動産価格の推移(前月比)

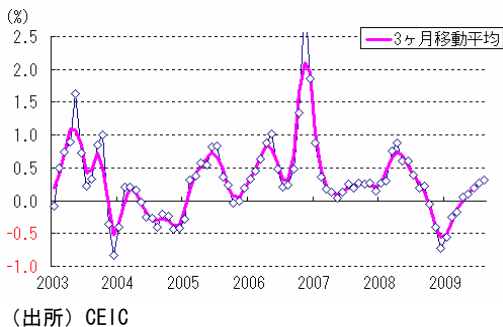


図 14 消費者物価の推移(前年比)

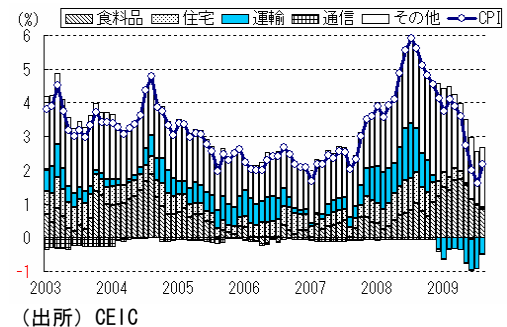


図 15 雇用環境の推移

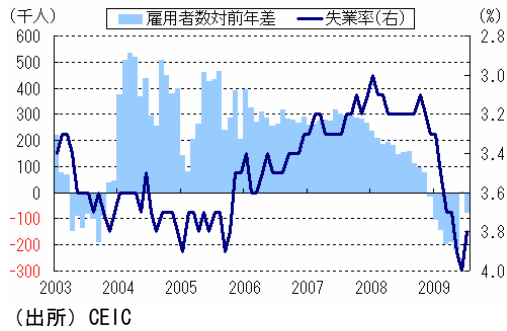


図 17 経常収支の推移

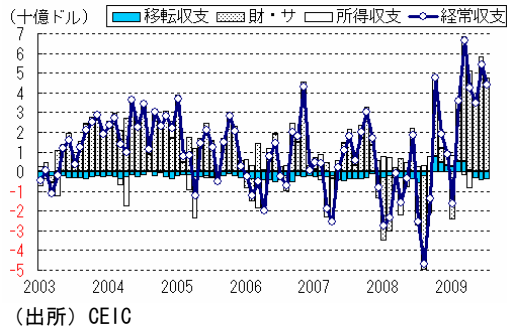


図 19 外貨準備高の推移

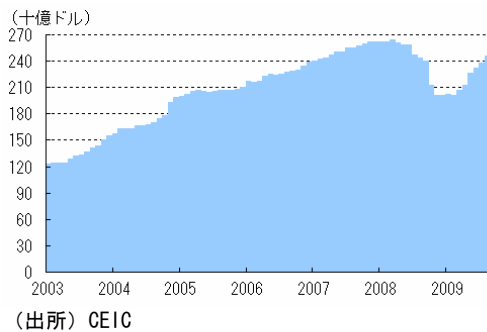


図 21 海外投資資金流出入額の推移

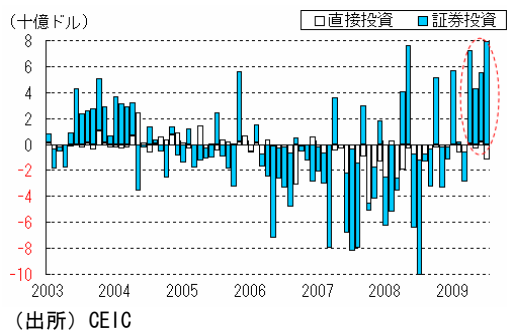


図 16 形態別雇用者数増減の推移

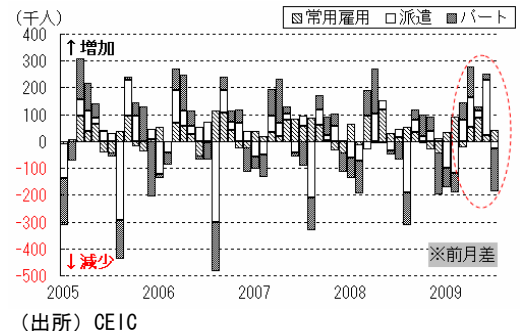


図 18 為替相場の推移

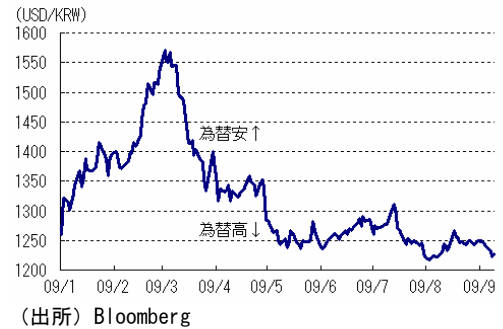
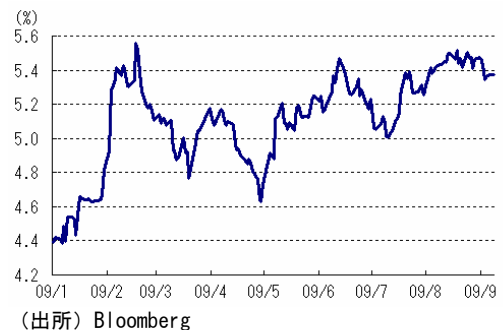


図 20 株式相場の推移 (KOSPI)



図 22 長期金利の推移 (10 年債利回り)



以 上