



韓国経済事情: ウォン高圧力への抵抗感は根強い

～過剰流動性懸念により、利上げの可能性は徐々に高まる～

発表日: 2010年10月15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)

- 14日、韓国銀行は定例の金融政策決定会合で3ヶ月連続の政策金利据え置きを決定した。6月に約2年ぶりの利上げに踏み切ったものの、その後はウォン高圧力が高まったことに配慮し、内外金利差拡大に繋がる利上げを見送っている。他方、当局は未公表ながら断続的な為替介入を実施しており、これが資金流通量の増加をもたらしている。昨年秋以降の不動産融資規制により不動産市況は落ち着いているが、足元では諸要因も重なり物価上昇圧力が高まっている。先進国で一段の金融緩和が模索される中、ウォン高阻止の介入が続けられれば、さらに物価上昇圧力が高まることになろう。会合後の会見では、今回の据え置きが「全会一致ではない」と表明され、今後利上げが行われる可能性を示唆している。家計の負債比率が拡大し、利上げが消費を冷やす可能性があることも当局が利上げを躊躇する要因となってきたが、年内に2回予定されている定例会合で利上げに踏み切る可能性は小さくないと考えられる。
- 海外経済の減速で輸出の頭打ちが懸念されてきたが、9月は輸出が再び拡大しており、これはウォンが競合国に比べて割安である要因も大きい。輸出主導で生産は底堅く、雇用環境の改善や個人消費の堅調に繋がっている。しかし、非正規労働者比率が4割に達して社会問題化する中、高額消費は底堅い一方、日用品消費は鈍いなど跛行色が顕著である。同様に設備投資も大企業を中心に拡大しているが、中小企業では低調に推移している。マクロでは内・外需ともに堅調に推移しているが、その内容は二極化が顕著となっている。
- 中国や先進国の景気減速に伴い、先行き調整は避けられないであろう。他方、国際金融市場での過剰流動性や輸出企業を中心とする好決算を背景に、株式市場に海外資金が流入しており、株式相場は直近で年初来高値を更新している。当面はアジア新興国の景気の堅調の影響を受け易く、史上最高値を窺う展開も予想される。一方、ウォンの対米ドルレートは先月以降上昇ペースを強めている。来月には自国でG20が開催され、新興国での為替介入が議題に挙がる可能性が高いことから、積極的な介入はしばらく落ち着く可能性もあろう。

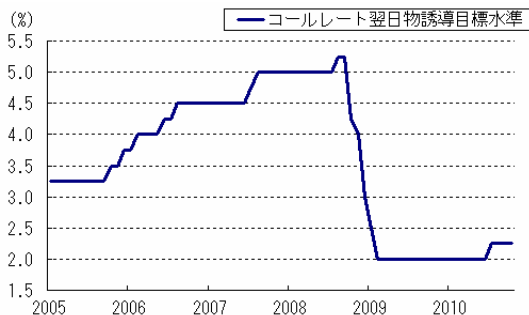
《国内の過剰流動性懸念はあるが、海外資金流入によるウォン高圧力の悪影響を警戒して金利を据え置く》

- 14日、韓国銀行は定例の金融政策決定会合を開催し、3ヶ月連続で政策金利を2.25%に据え置いた(図1)。同国では6月に約2年ぶりの利上げが行われており、金融政策の見直しが進むと思われてきたが、世界的な金融緩和によるカネ余りで内外金利差に着目した海外資金の流入が続いているため(図2)、ウォン高圧力が強まっていることに対応した決定である。他方、金融当局は公表こそ行っていないものの、ウォン高に対抗して年明け以降米ドル買いによる為替介入を行っており、結果として資金供給量が大幅に拡大し、過剰流動性懸念が高まっている(図3)。昨年秋に実施された不動産融資規制により、足元の不動産価格は他の新興国のような急騰を免れているが、豪雨による食料品価格の上昇で9月の消費者物価は前年同月比+3.6%と前月(同+2.6%)から加速し、当局の定めるインフレ目標(2.0~4.0%)の上限に近付いた(図4)。他方、食料品とエネルギーを除いたコア物価は、前年同月比+1.9%と目標を下回っているが、過剰流動性が物価上昇を引き起こす可能性は燻っている。
- 一方、先進国ではさらなる金融緩和観測が高まっており、国際金融市場でのカネ余りから、中長期的に経済成長が期待されるアジア諸国に注目が集まっている。さらに、金融緩和の見直しによる内外金利差の拡大は

海外資金の流入を促す要因になるため、利上げ実施がウォン高圧力をもたらす可能性は高い。また、先進国のみならず中国経済でも減速が懸念される中、ウォン高による輸出競争力の低下は輸出を下押しするため、景気に悪影響を与える可能性がある。こうしたことが、国内金融市場における過剰流動性懸念の高まりにも拘らず、利上げ実施を踏み留まらせる要因となっている。なお、会合後の記者会見において、金総裁は「今回の金利決定は全会一致で決まったものではない」と表明し、金融当局内でも意見が割れていることを示唆した。

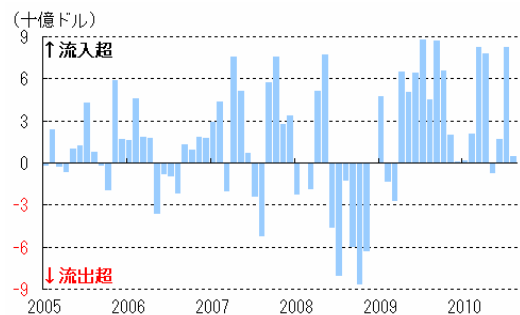
- 足元では国内要因による食料品価格の上昇に加え、世界的な過剰流動性により商品市況に上昇圧力が掛かっており、物価上昇圧力が一段と高まる可能性がある。来月にG20の自国開催を控えているため、公然と為替介入を行うことは難しい環境にあるが、当面は緩やかなウォン高とすべく介入を続けると見込まれ、引き続き国内の過剰流動性要因となろう。また、輸出の堅調による景気の底堅さや、過剰流動性を背景とした株価上昇による資産効果なども物価上昇をもたらすと考えられる。今月の消費者物価は昨年水準が低位にあるために前年同月比で高い伸びが見込まれ、一時的にインフレ率が当局の目標を上回る可能性もあることから、年内にあと2回予定される定例会合において利上げが再開される可能性は否定出来ない。

図1 政策金利の推移



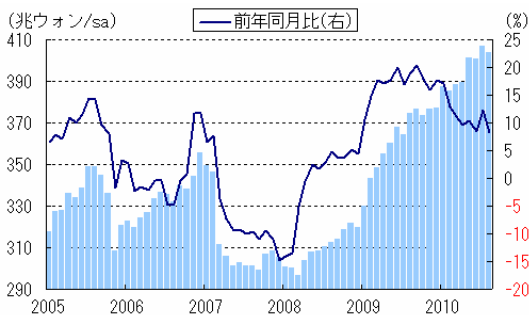
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 海外証券投資の流出入動向の推移



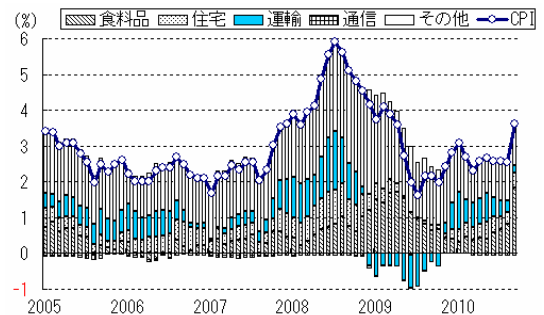
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 マネーサプライ(M1)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

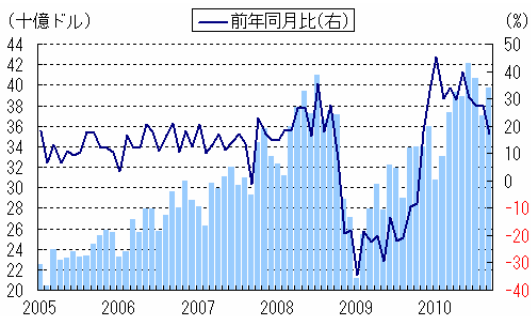
《底堅い輸出により雇用改善が続き、内外需ともに底堅い。跛行色はあるが、内需の堅調が物価上昇要因に》

- 先進国や中国の景気減速感の高まりで、輸出の頭打ちが懸念されている。しかし、9月の輸出額は前年同月比+17.2%と前月(同+27.7%)から伸びは鈍化したが、前月比では+7.5%と前月(同▲9.1%)までの減少から増加に転じており(図5)、これは周辺の輸出競争国に比べて通貨が割安にあることも要因となっているし(図6)。他方、足元の出荷は好調に推移しているものの、電子部品関連を中心に在庫はリーマン・ショック前に並ぶ水準まで増加しており、在庫・出荷バランスは全産業でピークアウトしつつある(図7)。よって、先行きにおいて世界経済の減速が顕在化すれば、大幅な調整圧力が掛かる可能性が高いと思われる。
- 輸出の拡大に伴い昨年春を底に鉱工業生産は拡大基調が続いてきたが、輸出の減少を受けて8月実績は前月比▲1.0%と10ヶ月ぶりに減少しており、平均設備稼働率も81.8%と過去最高を記録した前月(84.8%)から低下している(図8)。ただし、生産拡大に加え、労使間によるワークシェアリングが昨年合意され、正

規雇用者の就業が図られたことで雇用環境は改善基調が続いており、8月の失業率は3.4%まで低下している（**図9**）。当面は緩やかな雇用改善が続くと見込まれ、個人消費を下支えすると期待される。

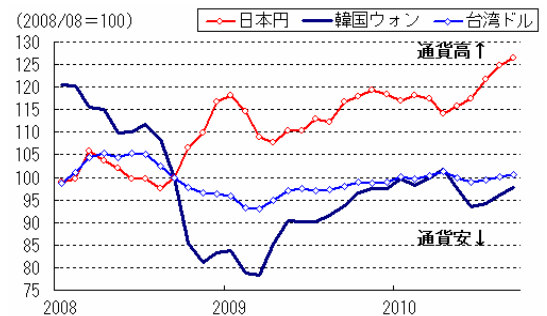
- 個人消費は堅調な拡大を続けている（**図10**）。しかし、富裕層を中心とする消費が堅調に推移している一方、非正規労働者の割合が4割に達する中で日用品の消費が弱いなど、個人消費には跛行色がみられる。他方、生産拡大や設備稼働率の高止まりから大企業を中心に設備投資意欲は高く（**図11**）、景気のけん引役となっている。ただし、同国は裾野産業が小さいことに課題があり、中小企業での設備投資意欲は依然として回復しておらず、投資面でも跛行色が生じている。このように、マクロでは内・外需とも堅調を保っているが、その中身は二極化が色濃く現れている。
- また、長期間低金利が続き住宅投資が増加してきたため、家計部門の住宅ローンは増加基調が続いている（**図12**）。結果、家計の負債比率が高まっており、金利上昇は消費を冷やす要因となるため、これも金融当局が利上げを躊躇する要因となった。しかし、過剰流動性の拡大で引き続きバブル懸念は意識されており、利上げのタイミングは近いと思われる。

図5 輸出額の推移



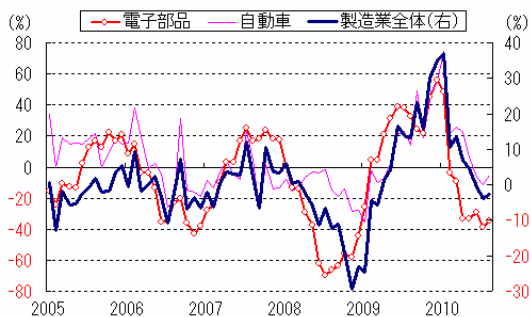
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図6 日韓台の対米ドル為替動向の推移



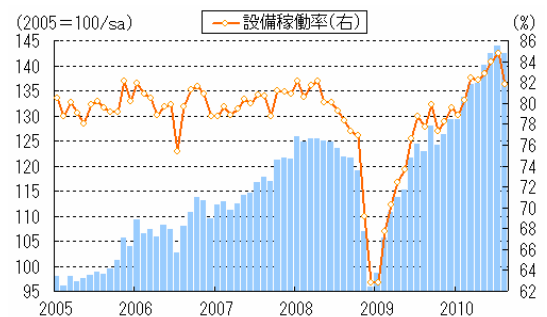
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図7 主要産業別出荷・在庫バランスの推移



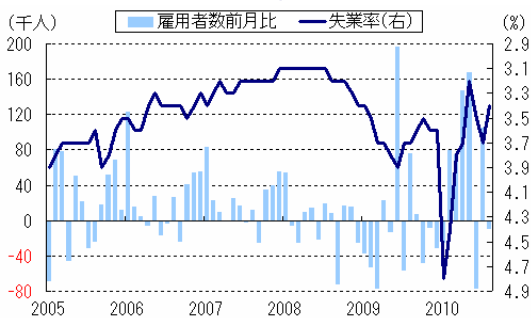
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図8 鉱工業生産と設備稼働率の推移



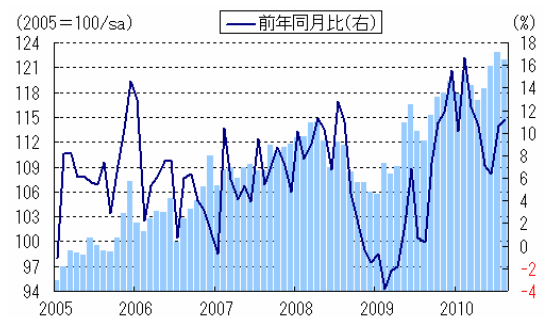
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図9 雇用環境の推移



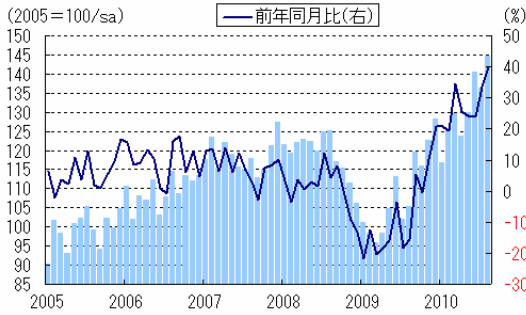
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図10 小売売上高の推移



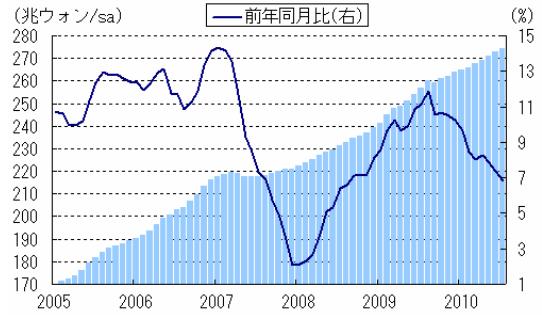
（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

図 11 設備投資動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 国内信用の推移(家計の住宅ローン)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《過剰流動性相場が続く中、株式・通貨・債券のトリプル高が続いている》

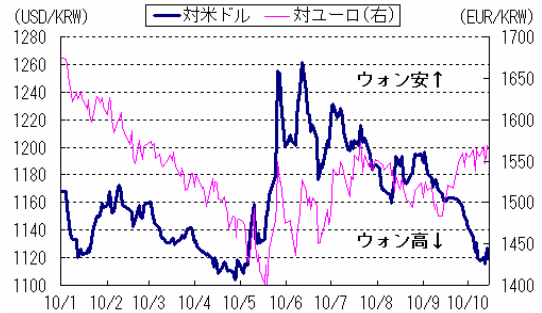
- 足元では内・外需とも堅調に推移しているものの、主要輸出先である中国や先進国の景気減速により、先行きは調整が避けられないと見込まれる。しかし、先進国の金融緩和観測で国際金融市場に過剰流動性懸念がもたらされ、輸出企業を中心に好決算が続いていることから、株式市場に資金流入が続いている。また、国内の過剰流動性も低迷の続く不動産市場からシフトしており、株式相場は年初来高値を更新している(図 13)。当面は過剰流動性相場の様相が続くと予想され、先行きは 2007 年に記録した史上最高値を窺う可能性もあろう。
- 海外資金の流入圧力が高まったことで、ウォンの対米ドル為替は先月以降上昇ペースを強めている(図 14)。金融当局は相当のウォン売り介入を行っていたと推測され、9月は貿易黒字の大幅拡大はあったものの、外貨準備は 44 億ドルも増加しており、月末時点の外貨準備高は 2898 億ドルに達している(図 15)。ただし、来月に自国で G 20 が開催され、新興国の為替市場介入が議題とされる可能性は高いことから、積極的な介入はしばらく控える可能性もあろう。また、安全資産志向が依然として高いことから長期金利は低下している(図 16)。

図 13 株式相場の推移(KOSPI)



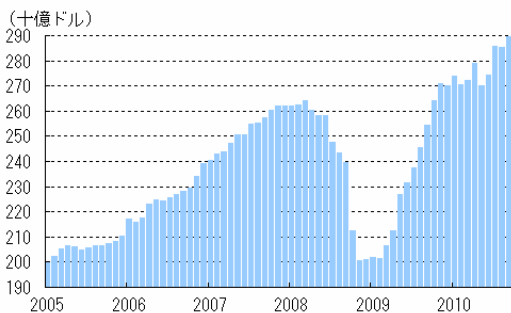
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15 外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 16 長期金利の推移(10年債利回り)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。