



韓国経済事情：物価と為替を両睨み

～金融引き締め的一方、為替変動緩和に向け介入を続ける～

発表日：2010年11月19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）

- 16日、韓国銀行は4ヶ月ぶりに政策金利を25bp引き上げて2.50%とする決定を行った。同行は今年7月先行きの物価上昇懸念に対する予防的利上げを行い、金融引き締めに舵を切ったが、ウォン高進行による景気への悪影響を懸念し、3ヶ月連続で金利を据え置いてきた。しかし、10月のインフレ率が当局目標を上回り、コア物価も上昇するなど先行きの物価上昇懸念が高まったことで、再び引き締めに動いた。ただし、利上げ実施にも拘らず、その後もウォン売り介入を行うなど急激な為替変動を容認していない。他方、外国人投資家に対して債券投資へのトービン税の再課税を検討している。当局は足元の金利水準を依然緩和的としており、今後も漸進的な引き締めが行われると見込まれる。
- 7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.0%と前期（同+5.8%）から減速した。輸出に頭打ち感が出ていることに加え、在庫調整圧力による生産下押しも影響している。なお、企業の設備投資は堅調な上、雇用改善に伴い個人消費も堅調であるなど、内需は底堅く推移している。また、株式相場の上昇や不動産相場の底入れなど、資産効果も内需を下支えしている。ただし、先行きは一段と在庫調整圧力が高まると見込まれ、海外経済も足取りが重いと見込まれることから、暫くの減速は避けられないと予想される。
- 貿易黒字拡大を背景に経常収支の改善が続いている上、海外資金の流入や為替介入により、外貨準備高は過去最高水準となっている。他方、サブプライムショック時に問題となった対外債務は、短期債務の圧縮が進められており、再び問題視される可能性は低下している。財政面では来年度予算で歳出拡大を予定する一方、高成長が続くとの前提で歳入増を見込み、財政赤字は圧縮するとしている。しかし、成長率の前提は当研究所の見通しと比較して甘めであり、歳出改革など財政健全化への取り組みが重要になろう。なお、来年度予算では先行投資に厚く配分されるなど、歳出の方針そのものは正しいと判断され、その他の経常歳出を如何に圧縮させるかが課題になろう。
- 海外資金の流入で株式相場は9月以降急上昇したが、足元では調整色もみられる。海外資金流入抑制策はウォン高阻止を主眼に債券投資のみを対象としており、再び上値を試す可能性もあろう。他方、当局は依然として覆面介入による急激なウォン高を阻止する方針を継続しており、今後もウォン高基調は続くと見込まれるが、緩やかなものに留まろう。

《国内外の過剰流動性による物価上昇を懸念。4ヶ月ぶりの利上げに踏み切り、漸進的引き締めを進める》

- 16日、韓国銀行は定例の金融政策決定会合を開催し、政策金利を4ヶ月ぶりに25bp引き上げ2.50%とする決定を行った（[図1](#)）。同行は今年7月、堅調な国内景気の拡大で物価上昇リスクが高まっていることを理由に約2年ぶりに利上げに踏み切り、世界金融危機後進めてきた金融緩和の見直しを本格化させた。しかし、先進国を中心とする大規模金融緩和で国際金融市場が過剰流動性相場の様相を呈する中、比較的高成長が期待され、利上げにより内外金利差拡大が見込まれることから、証券投資などにより海外資金の流入圧力が高まった（[図2](#)）。結果、国内金融市場では資金供給量が増加し、さらにウォン高圧力に対して当局は為替安定を図るべくウォン売り（米ドル買い）の覆面介入を行ってきたとみられ、このことも資金供給量を膨張させてきた（[図3](#)）。
- 足元では過剰流動性の影響に加え、天候不順により食料品価格に上昇圧力が掛かっており、さらに国際商品

市況の高止まりなどにより、先行きの物価上昇が懸念されてきた。当局は7月、将来の潜在的な物価上昇圧力を懸念して予防的な金融引き締めを舵を切ったものの、消費者物価は当局の定める目標（2.0～4.0%）の範囲内に収まっており、利上げによりウォン高圧力が強まることも懸念して、それ以降は政策金利を据え置いてきた。しかし、10月の消費者物価は前年同月比+4.1%と目標を上回り（図4）、食料品やエネルギーを除いたコア物価も前年同月比+1.9%と目標に近付いていることから、物価上昇を警戒して再利上げに踏み切った。特に、足元では国際商品市況を反映して輸入物価が上昇していることから（図5）、ウォン高により輸入物価抑制を図る意図もあると考えられる。

- 金融当局は、利上げにより金融引き締めを進めたにも拘らず、その後も引き続き外為市場においてウォン売り（米ドル買い）の覆面介入を行っている模様であり、過剰流動性相場がもたらす急激な為替変動を容認していない。さらに、同国政府は先日開催されたG20の結果を踏まえ、外国人投資家による債券投資に対して源泉徴収税を課すトービン税の再導入により投機的資金を抑制する方針であり、今後はウォン相場の変動が小さくなるよう調整しつつ、国内の過剰流動性吸収に向けて漸進的に引き締めを進めると予想する。今回の利上げに際して、金融当局は足元の金利水準は依然として緩和的であるとの認識を示しており、このことも今後の引き締めの可能性を示唆していると判断される。

図1 政策金利の推移

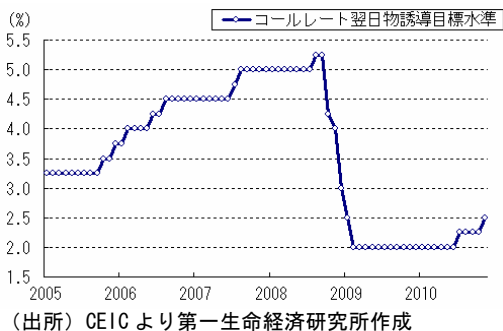


図2 海外証券投資流出入額の推移

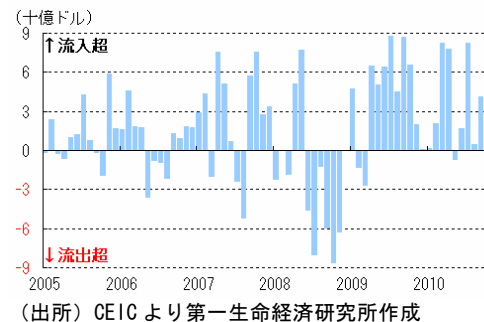


図3 マネーサプライ(M1)の推移

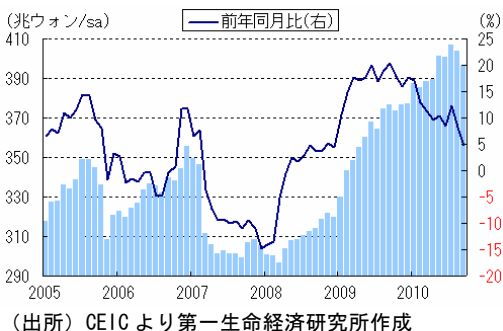


図4 消費者物価の推移(前年同月比)

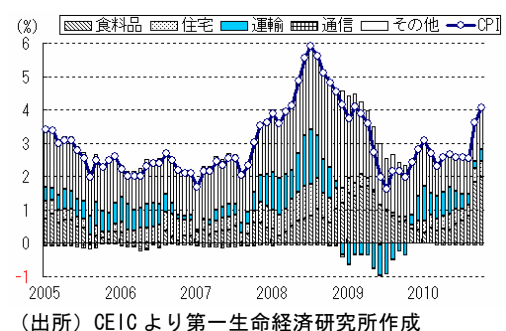
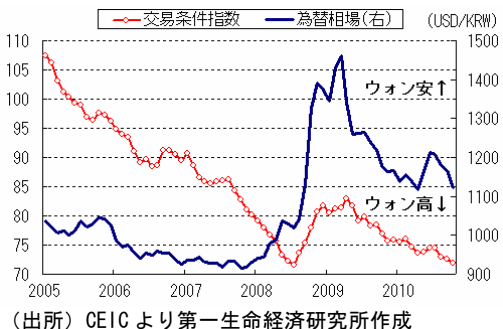


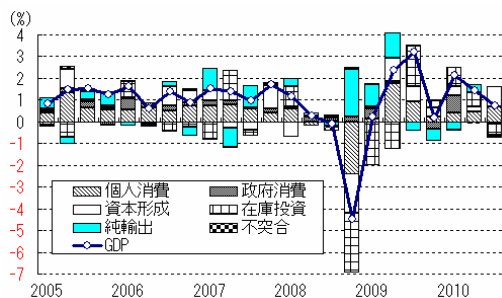
図5 交易条件と為替相場の推移



《外需は頭打ちするも、旺盛な設備投資と個人消費が景気をけん引。減速しつつもプラス成長が続く》

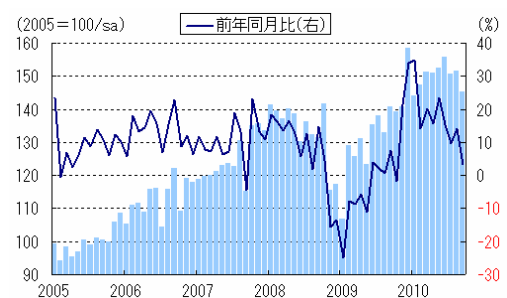
- 先月発表された7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前年同期比+4.5%と前期（同+7.2%）から伸びが鈍化し、前期比年率も+3.0%と前期（同+5.8%）から減速している（[図6](#)）。昨年半ば以降、中国などアジアの景気拡大に伴う輸出の増加で雇用環境が改善し、内需も押し上げられる好循環が続いてきたが、足元では中国など世界経済の減速を背景に輸出に頭打ち感が出ており（[図7](#)）、製造業の在庫・出荷バランスも大きくピークアウトしており（[図8](#)）、特に同国の主要産業である半導体など電子デバイス関連では、在庫が大きく積み上がっている。出荷は依然として高水準で推移しているものの、徐々に在庫調整圧力が強まりつつあることも、成長率の下押しに繋がっている。
- 非正規雇用者を中心とする雇用回復は年明け以降の改善基調から変化しつつあるものの、雇用者数は正規雇用者を中心に底堅く推移しており（[図9](#)）、個人消費を下支えしている。また、輸出企業を中心に積極的な設備投資が続いており（[図10](#)）、さらに昨年秋の不動産融資規制以降低調であった不動産投資は、9月に融資規制が一部緩和されたことや海外からの投資により、足元では主要都市を中心に底入れの兆しが出ており（[図11](#)）、資本投資は盛り上がりを見せている。さらに、不動産価格に好転の兆しが出ていることに加え、株式相場も急上昇しており（[図12](#)）、資産効果によって個人消費が下支えされている（[図13](#)）。
- 他方、昨年春以降拡大基調が続いてきた生産動向は、足元において頭打ち感が高まっており、一時は85%近傍まで上昇した平均設備稼働率も低下している（[図14](#)）。先行きについては、中国を含む世界経済の減速懸念が高まっており、一部産業で在庫水準が大幅に高まっていることから、生産調整が一段と強まる懸念される。なお、7-9月期のGDP統計（速報値）に比べ、7-9月の生産動向はわずかに上振れしており、来月3日に発表予定の確報値では速報値からわずかに上方修正される可能性がある。

図6 実質 GDP 成長率の推移(前期比)



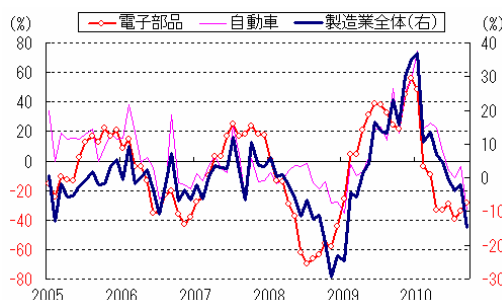
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 実質輸出の推移



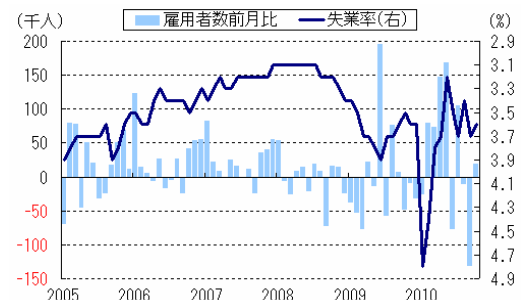
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 在庫・出荷バランスの推移



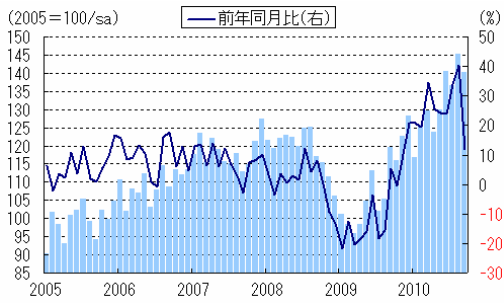
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 雇用環境の推移



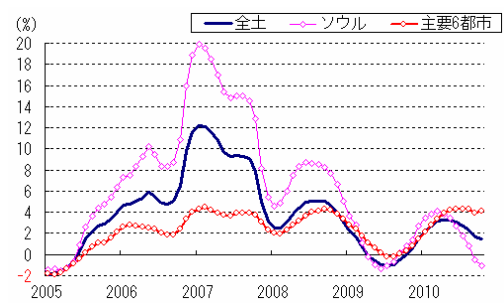
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 10 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 11 不動産価格の推移(前年同月比)



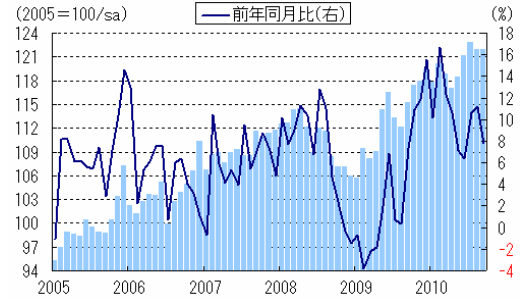
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 株式相場の推移(KOSPI)



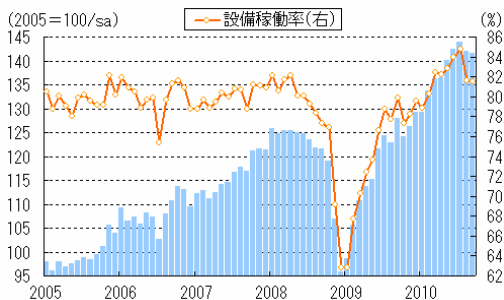
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 13 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 14 鉱工業生産と設備稼働率の推移



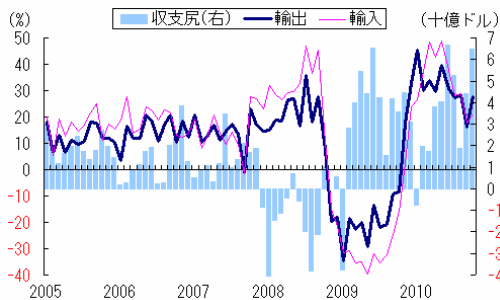
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《対外信用力は向上している。他方、政府の財政健全化見通しは甘いと思われるが、歳出方針は正しい》

- 足元では輸出に頭打ち感が出ているものの、高水準で推移していることを受けて貿易黒字は拡大し（図 15）、経常収支も黒字基調が続くなど（図 16）、対外的なファンダメンタルズは一段と強固になっている。さらに、海外資金の流入に加え、金融当局がウォン高阻止のため為替介入を断続的に行ったこともあり、10 月末時点における外貨準備高は 2933 億ドルと史上最高水準に達し、対外信用力は大きく向上している（図 17）。他方、同国は 1997～98 年に発生したアジア通貨危機の震源地のひとつであり、サブプライムショックの際にも対外債務に注目が集まったが、6 月末時点の対外債務残高は 4074 億ドルと、サブプライムショック時に比べて短期債務は圧縮されている（図 18）。今後、先進国で超緩和的な金融政策が見直される状況になれば、これまで流入した資金に巻き戻しも予想されるが、資金流入抑制策なども検討されており、大きな問題にはならないであろう。
- 9 月に発表された来年度予算案では、引き続き景気に配慮する形で歳出規模は前年比+8.2%増の 309.6 兆ウォンに達するものの、来年以降も平均 5 %程度の経済成長が続くとの前提で歳入増が見込まれることから、財政赤字を GDP 比▲2.0%に圧縮させるとしている（今年度予算では同▲2.7%）。なお、6 月末時点の公的債務残高は約 370 兆ウォンで GDP 比 35%となっており（図 19）、政府が発表した中期財政フレームに基づけば、年末時点には同 36.1%まで拡大するものの、その後は 2014 年末で同 31.8%まで圧縮させる見通し

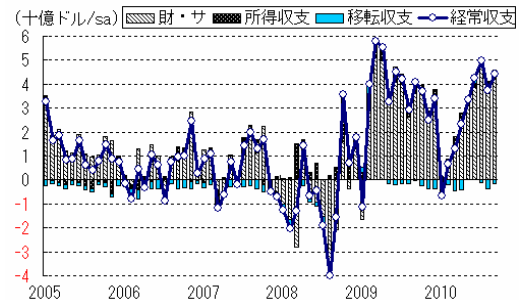
を示している。当研究所では今月経済見直しを見直しており、今年の経済成長率は減速のタイミングが想定より後ずれしていることから、前年比+6.2%と8月時点（同+5.9%）から上方修正し、2002年以来の高成長になると予想している。しかし、2011年については前年比+4.2%、2012年も同+4.4%と、政府が前提とする5%成長は下回ると予想する。よって、同国財政は政府の想定より悪化する可能性が高いと思われ、歳出増は潜在成長率の向上に資する分野に重点化するなどメリハリを付けるべきであろう。来年度予算では、R&Dなどの先行投資予算が前年比+8.6%拡充される一方、インフラ投資は同▲3.2%圧縮される見通しであり、方向性は正しいと判断される。

図 15 輸出入の推移(前年比)



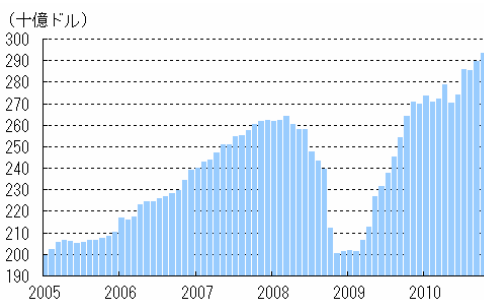
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 16 経常収支の推移



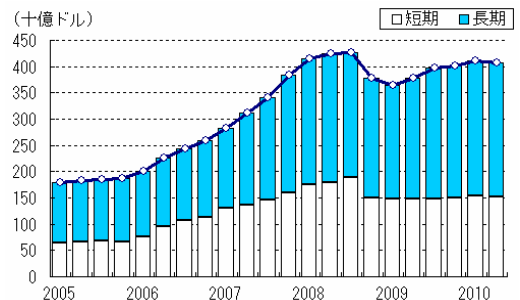
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 外貨準備高の推移



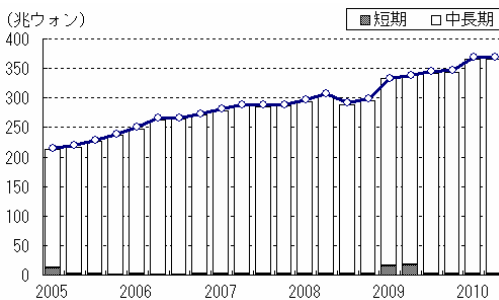
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 19 公的債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《海外資金流入でウォン高圧力が続くものの、政府による為替介入は今後も断続的に行われる見通し》

- 株式市場では、先進国の追加金融緩和で海外からの投資拡大期待が高まったことで9月以降急上昇しており、KOSPIは2007年末以来約3年ぶりに1900台に乗せる展開となっている（[図 20](#)）。しかし、材料の出尽くし感や、同国政府が海外資金の流入抑制策を検討していることが嫌気され、足元では海外投資家を中心に調整圧力が掛かっている。なお、政府による資金流入抑制策は債券投資などに限られ、当面は過剰流動性が解消される可能性が小さいことを鑑みれば、株式市場に資金が流入し易い状況は続くと考えられる。
- 海外資金の流入圧力が高まる中でも、金融当局による覆面介入が断続的に行われてきたことを受け、先月のウォンの対米ドル為替は横ばい圏で推移してきた（[図 21](#)）。今月初旬は、自国で開催されるG20を睨んで

為替介入を控えた影響でウォン高基調が強まり、利上げ実施でさらに資金流入が進むと予想されたが、再び介入を続けていると見込まれる。今後も急激な為替相場の変動に対する介入は続くと考えられ、ウォン高は緩やかなものに抑制されよう。また、金融当局が先行きも断続的に利上げを行う可能性を示唆したことに加え、海外資金流入抑制策が債券投資を中心に行われる見通しとなったことから、足元では長期金利が上昇基調に転じているが（図 22）、先行きも外国人投資家の忌避により上昇圧力が続くと考えられる。

図 20 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 22 長期金利の推移(5 年債利回り)



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 21 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

以 上