



## 韓国経済事情：雇用改善を背景に内需は底強い

～先行きの景気は、海外経済が左右する状況は変わらず～

発表日：2010年12月16日（木）

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）

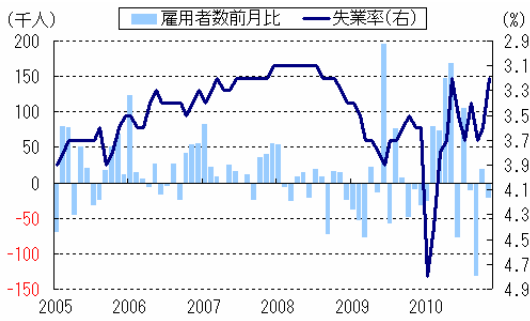
- 雇用環境の改善や景気対策により、家計部門の消費や投資は堅調が続いている。企業部門の設備投資や生産拡大が景気をけん引してきたが、足元の主要産業の在庫水準に過剰感があり、先行きの海外経済の減速懸念で頭打ちしつつある。先行きは雇用が一時的に調整する可能性もあるが、アジア経済の堅調が輸出を下支えし、個人消費は底強く推移すると見込まれる。
- 異常気象による農作物の作柄悪化により、物価上昇圧力は高まっていたが、足元では一服感が出ている。11月のインフレ率は前年比+3.3%に鈍化し、コア物価も同+1.8%と当局のインフレ目標（2～4%）に留まっている。他方、海外資金の流入で過剰流動性が発生しており、底強い内需が物価上昇圧力に繋がる可能性はある。金融当局は、来年以降も漸進的に金融引き締めを継続すると見込まれる。
- 7-9月期の実質GDP成長率は、輸出の減少で減速感が高まった。足元の輸出は底強く、個人消費も堅調だが、生産など企業活動に頭打ち感が出ており、内需に跛行色がみられる。他方、先行きの海外経済は不透明であり、来年初旬にかけて調整色は残るであろう。政府は、来年の経済成長率の見通しを前年比+5%前後になると発表したが、これは中銀見通し（同+4.5%）や、当研究所の見通し（同+4.2%）を大きく上回る。

### 《雇用改善や景気下支え策により内需は底強いが、輸出鈍化による調整が懸念される》

- 世界経済を取り巻く状況は不透明だが、韓国経済は堅調な内需が景気を下支えしている。11月の失業率は3.2%と今年5月に並ぶ低水準となり（[図1](#)）、雇用環境は改善が続いている。足元の失業率の低下は、労働力人口の減少要因もあろうが、年明け以降失業者数は減少し、正規雇用者を中心に雇用者数は増加している。一方、若年層の高失業率や、総雇用者の約4割が非正規雇用者であるなど、不安要素は小さくない。政府の打ち出した雇用対策は不十分であり、雇用環境がさらに改善するとは見込みにくい。海外経済の減速を映した生産調整により、先行きの雇用は一時的に悪化することも予想されるが、中国などアジア経済の堅調で輸出は下支えされ、急激な悪化は避けられよう。
- 雇用改善を受け、足元の小売売上高は緩やかに拡大しており（[図2](#)）、個人消費は底強く推移している。正規雇用者を中心に高額所得者の消費意欲は高く、百貨店売上高は増加基調にあるが、スーパーマーケットなどでの日用品需要は頭打ちしており（[図3](#)）、個人消費に跛行色がみられる。高額消費については、昨年の買い替え促進策終了により落ち込んだ自動車販売台数にも回復感がみられる（[図4](#)）。また、昨年秋の不動産融資規制により、首都ソウル周辺を中心に不動産市場は調整してきたが、政府は8月末に融資規制を一部緩和し、足元では住宅建設許可件数も底打ちしており（[図5](#)）、回復の兆候が出ている。このように家計部門の消費や投資は、高所得者層に支えられて底強く推移している。
- 他方、企業部門では、政府の設備投資減税や輸出増加、長期に亘る金融緩和などによって設備投資が拡大し（[図6](#)）、景気をけん引してきた。ただし、足元では主要産業で在庫・出荷バランスがピークアウトし（[図7](#)）、特に半導体など電子部品関連の在庫は過剰感が強まっている。米国のクリスマス商戦の堅調もあり足元の輸出は底強く推移しているが（[図8](#)）、先行きは依然不透明であり、今後、在庫調整圧力が高まる可能性は小さくない。昨年の春先以降拡大してきた生産も、過去数ヶ月頭打ちしており、平均設備稼働率も低下

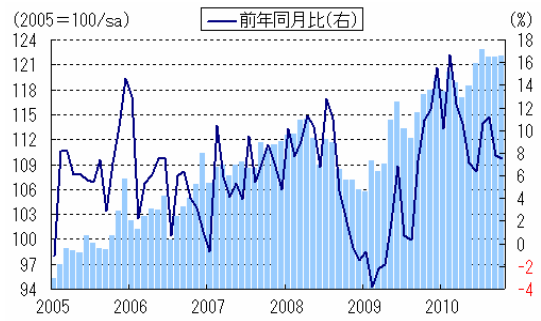
している（図9）。

**図1 雇用環境の推移**



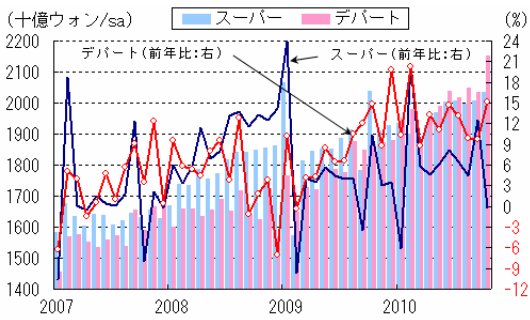
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図2 小売売上高の推移**



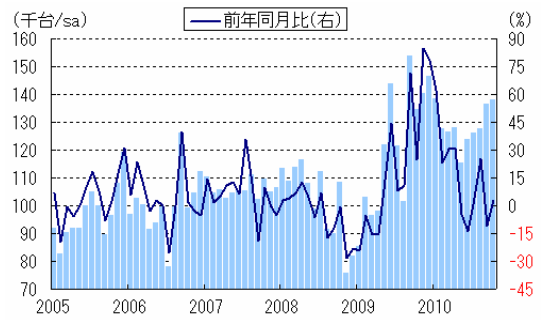
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図3 店舗形態別売上高の推移**



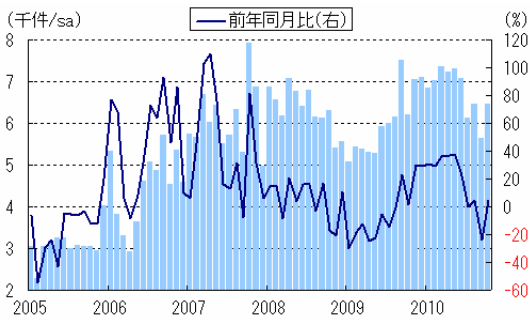
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図4 四輪車販売台数の推移**



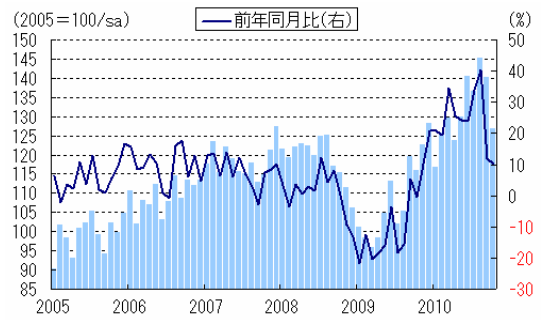
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図5 住宅建設許可件数の推移**



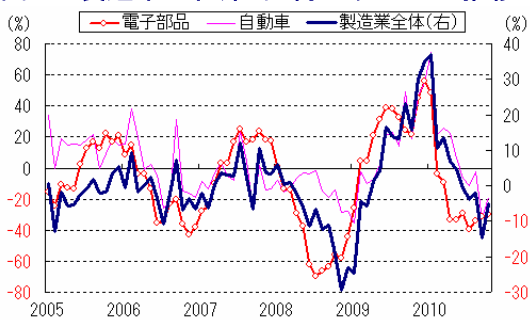
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図6 設備投資動向の推移**



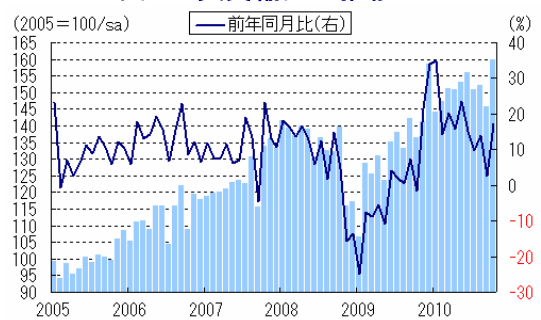
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図7 製造業の在庫・出荷バランスの推移**



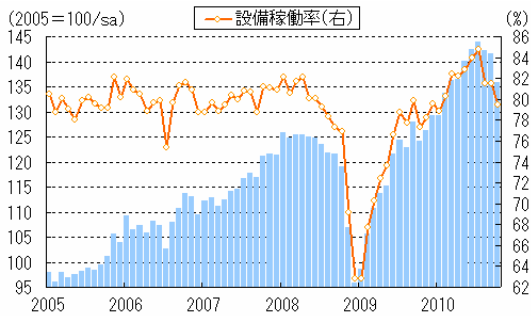
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図8 実質輸出の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 鉱工業生産と設備稼働率の推移

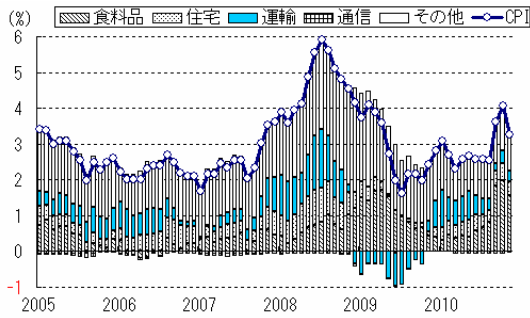


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《海外資金による過剰流動性で将来的な物価上昇が懸念される。海外資金に対する規制は強まる》

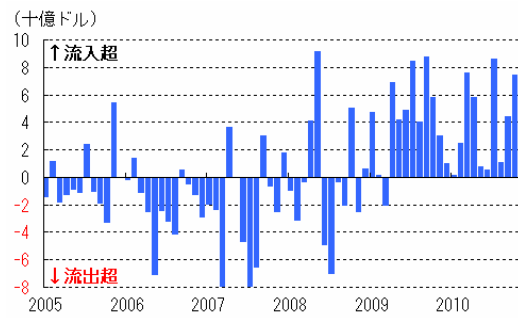
- 夏場の異常気象による農作物の作柄悪化により、食料品を中心に物価上昇圧力が高まり、10月の消費者物価は前年比+4.1%と当局のインフレ目標(2.0~4.0%)を上回った。足元では、食料品物価は一服して11月の消費者物価は前年比+3.3%に低下したことから(図10)、一時の物価上昇懸念は後退している。しかし、米国の追加量的緩和などによる世界的なカネ余りを背景に、海外からの資金流入は勢いを増しており(図11)、結果としてマネーサプライは大幅に拡大し(図12)、過剰流動性をもたらしている。11月のコア物価も前年同月比+1.8%とインフレ目標を下回っており、資金供給量の拡大は差し迫った物価上昇要因にはなっていないが、雇用改善による底堅い内需が期待されることから、引き続き先行きの物価上昇リスクは懸念されよう。
- 金融当局は、年明け以降7月と11月に利上げを行い、金融引き締め姿勢を強めてきた(図13)。今月9日の定例会合では、2ヶ月ぶりに政策金利を据え置いたが、しばらくは世界的なカネ余りで国際商品市況は高騰が続き、底堅い内需により物価上昇圧力は高まり、来年半ばにかけて緩やかに物価上昇が続くとの見方を示した。このため、当局は今後も断続的に金融政策の正常化を図るとしており、漸進的に利上げが行われると予想する。同国では景気の減速感が高まっており、先行きの金融引き締めも景気動向に配慮したものとなる。
- 昨年秋の不動産融資規制により、不動産価格は調整が続いてきたが、8月の規制緩和により海外投資家の資金が流入し、価格は底打ちした(図14)。金融当局は、足元の不動産市況について「バブルではない」としつつ、海外資金の動向を引き続き注視する方針を明らかにしている。同国では、不動産価格の上昇は、資産効果による景気下支え効果を生み易いが、過去には、市況高騰の後にバランスシート調整が長期間に及んだ経験があり、今後も慎重な対応が予想される。他方、海外資金の流入によりウォン高圧力は高まり(図15)、金融当局は度々覆面介入によりウォン高抑制を図ってきた。しかし、為替介入によるウォン売りは、貨幣供給量を増加させ、過剰流動性を生む要因になるため、政府は外国人投資家の債券投資に対する源泉課税を復活させる見通しであり、早ければ来年1月に施行される。今後も、海外資金の動向に対しては、神経質な動きが続くと予想される。

図10 消費者物価の推移(前年比)



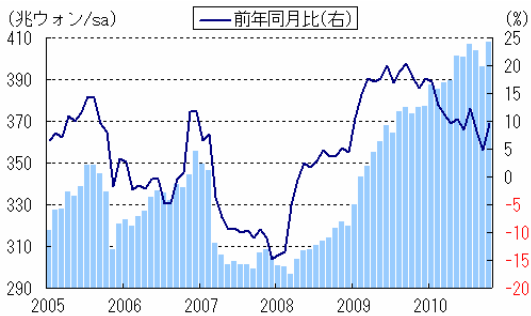
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 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12 マネーサプライ(M1)の推移



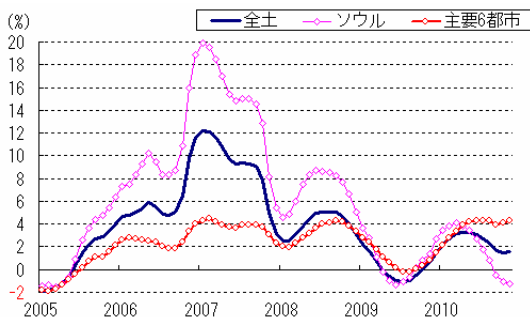
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 政策金利の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図14 不動産価格の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図15 為替相場の推移(対米ドル)



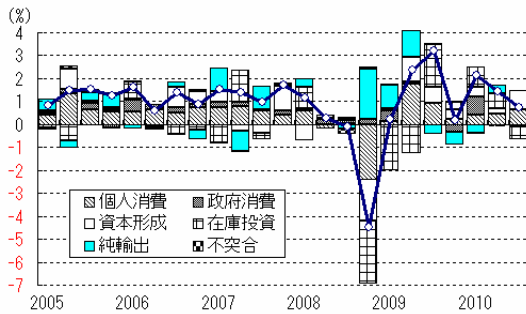
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《政府の来年の経済成長率見通しは楽観的。先行きの金融市場には、海外資金規制による環境変化が影響》

- 7-9月期の実質GDP成長率は、海外経済の減速による輸出減少により、前期比年率+3.0%と前期(同+5.8%)から減速した(図16)。足元では雇用改善を背景に個人消費は堅調だが、先行きの在庫調整圧力を懸念して生産や設備投資に下押し圧力が掛かっている。他方、アジア向け輸出は堅調が続き、米国のクリスマス商戦も好調だが、その後の海外経済の動向は不透明であり、これまでのペースで輸出拡大を見込むことは難しい。政府は14日に経済成長率見通しを発表し、来年の経済成長率は、堅調な内需と世界経済の緩やかな回復を背景に前年比+5%前後になるとみている。しかし、10日に中銀が発表した見通し(前年比+4.5%)を大きく上回っており、政府内でも見方が分かれている。当研究所は、先月に経済見通しを改定し、来年については同+4.2%に減速すると予想している。政府の経済見通しは、中期財政フレームに基づく公的債務圧縮計画の前提となるため、より慎重な見通しが求められる。
- 株式市場では、世界的なカネ余りによる投資拡大期待により株価上昇が続いており、足元のKOSPIは約3年ぶりに2000台に乗せている(図17)。懸念されていた海外資金の流入抑制策は、債券投資などに限られており、しばらくは世界的な過剰流動性が解消される可能性は小さいことから、株式市場に資金が流入し易い状況は続くと考えられる。

- 他方、海外資金の流入圧力が高まる中でも、金融当局の覆面介入に加え、投資家のリスクマインド悪化が影響し、足元のウォンの対米ドル相場は調整している（[図 18](#)）。今後についても、同国政府は急激な為替相場の変動に対して介入を続けると思われる、さらに、来年1月には外国人投資家による債券投資規制が施行されることから、ウォン高圧力は緩和すると予想される。また、海外資金に対する規制が債券投資に限定されたため、長期金利は上昇しており（[図 19](#)）、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 16 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 17 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 18 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 19 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

以上