

世界経済の影響を受け易い韓国

～足下は堅調な内需だが、外需の減速が波及する可能性も～

発表日：2011年8月25日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

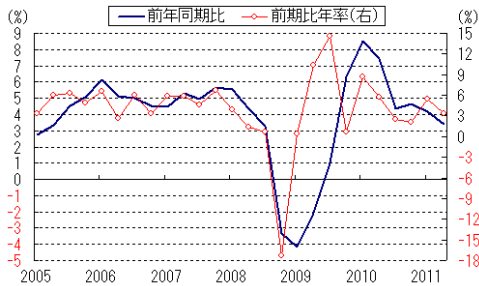
- 世界経済減速による外需の鈍化は韓国経済に悪影響を及ぼしつつある。4-6月期の実質GDP成長率は前期比+3.4%と前期(同+5.4%)から減速。雇用改善などで内需は堅調な一方、世界経済の減速で外需の伸びが鈍化している。7月の輸出額は単月ベースで過去最高を更新したが、出荷・在庫バランスに悪化の兆候がみられる。今後、生産鈍化を通じて先行きの雇用に悪影響を及ぼす可能性がある。
- 商品市況高騰や過剰流動性によりインフレ圧力は高まっており、年明け以降インフレ率は金融当局の目標を上回っている。国際金融市場の混乱による海外資金の流出で過剰流動性懸念は薄らぐ可能性はあるが、一部で不動産バブルの兆候は続いており、引き続き金融引き締めの高必要性は高い。政府や当局は輸出競争力確保のためウォン安誘導を図ってきたが、これは輸入物価の上昇要因となることから、今後は景気と物価のバランスを図りつつ難しい舵取りが迫られよう。
- 先進国経済は回復感に乏しい展開が予想され、中国などアジア新興国でもその影響が見込まれる中、しばらくは外需のけん引力に大きな期待は出来ず、内需への波及も懸念される。当研究所は今月に定例の経済予想を発表しており、今年の経済成長率を前年比+4.1%、来年は同+4.3%と景気の回復力に乏しい展開が続くと予想している。

《雇用改善などで内需は堅調に推移しているが、海外経済の減速により先行き不透明感が高まる》

- 欧米の財政問題を発端として世界経済の減速懸念が高まっており、輸出依存度の高い韓国経済への悪影響が懸念されている。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.4%となり、前期(同+4.2%)から伸びが鈍化した(図1)。前期比年率も+3.4%と前期(同+5.4%)から減速。雇用・所得環境の改善を背景に個人消費は堅調に推移し、企業の設備投資も拡大したが、世界経済の減速などで輸出の伸びは鈍化しており、内需の堅調による輸入拡大も景気を下押しした。足下では先進国景気の減速懸念が高まる中、同国の主要産業である半導体など電子部品の世界需要は低迷しており、これが生産・輸出の低迷を通じて雇用・所得環境の悪化に繋がる可能性もあり、先行きの景気の重石になる可能性もあろう。
- 金融危機後の世界経済の回復局面において、同国はウォン安による価格競争力を追い風に生産拡大を果たし、雇用・所得環境も改善してきた(図2)。昨年後半以降の物価や金利の上昇は個人消費の重石になるが、足下の小売売上高は底堅く推移しており、特に高額品需要は好調となっている(図3)。世界経済の先行きに不透明感が高まっているものの、企業の設備投資意欲は依然高水準で推移(図4)、さらに、長期に亘る金融緩和や海外資本の流入により不動産価格は再び騰勢を強めており、足下では不動産投資ブームとも呼ばれる状況にあることなどにより(図5)、家計の債務増加は新たなリスク要因となりつつある。世界的なカネ余りが続く中、株価上昇などによる資産効果も内需を下支えしてきたが、足下では国際金融市場の混乱で株価水準は大きく下落しており、先行きの内需に下押し懸念は燻る。
- 世界経済の回復に伴う輸出拡大は同国の景気を押し上げてきたが、欧米先進国や中国の景気減速、東日本大震災による日本向け輸出の激減などにより、当四半期は輸出の下押し圧力が強まった。なお、予想以上に速く部材供給網の復旧は進んでおり、日本の復旧や中国やアジア新興国の底堅い景気を背景に輸出は底堅く推移しており、7月の輸出額は単月ベースで過去最高を更新している(図6)。これにより足下の生産も底堅いものの(図7)、出荷・在庫バランスは先進国の景気減速などで主力輸出財である電子部品を中心に悪化

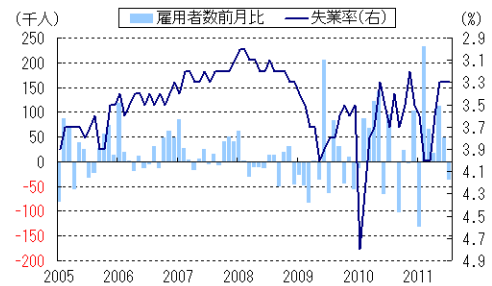
しつつあり（図8）、先行きの生産の重石になろう。さらに、同国は労働者の約4割が非正規雇用者であることから雇用調整が比較的容易であり、生産調整が雇用悪化に繋がり易いため、これまで堅調であった内需に悪影響が及ぶ懸念もある。

図1 実質 GDP 成長率の推移



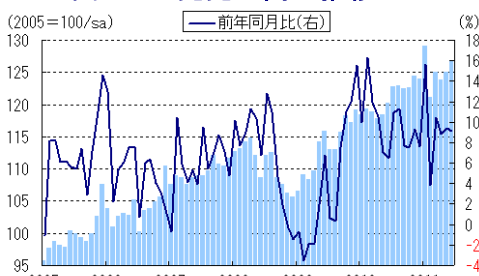
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 雇用環境の推移



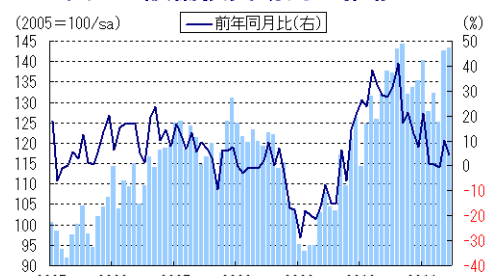
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 小売売上高の推移



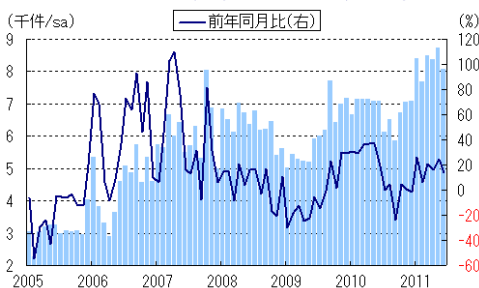
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 設備投資動向の推移



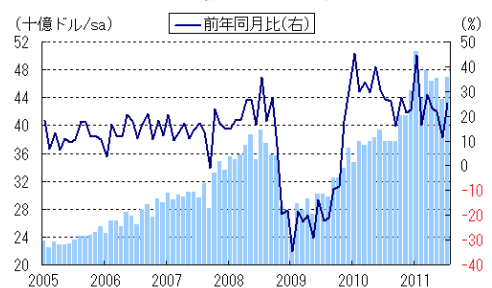
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 住居向け建設許可件数の推移



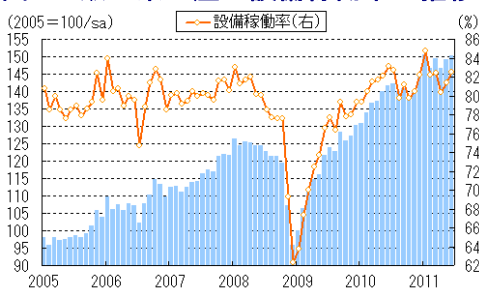
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 輸出額の推移



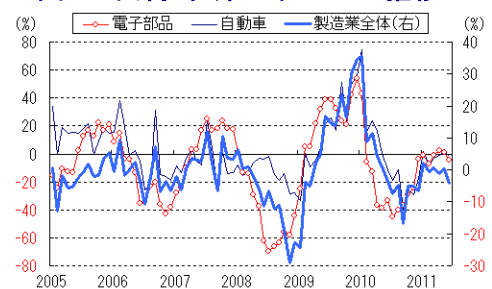
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 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8 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

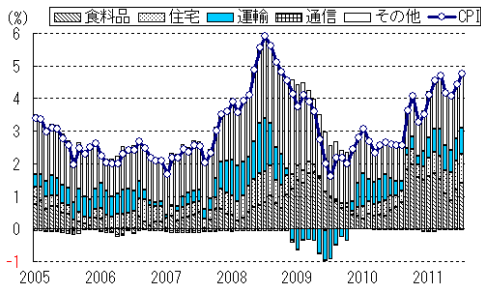
《物価高が続く一方、先行きの景気には不透明感も強く、金融当局は難しい対応を迫られよう》

- 昨年秋以降の国際商品市況高騰で世界的に物価上昇圧力が高まる中、同国においても食料品やエネルギーを中心に物価が上昇している。7月の消費者物価は前年同月比+4.7%と前月（同+4.4%）から加速しており、金融当局が定めるインフレ目標（3±1%）を7ヶ月連続で上回っている（図9）。前月比も+0.7%と前月（同+0.2%）から加速しており、大雨による穀物価格の高騰や原油市況上昇によるエネルギー価格上昇が物

価を押し上げている。さらに、足下では一般消費財への価格転嫁の動きが進み、雇用・所得環境の改善でサービス価格にも上昇圧力が高まり、7月のコア物価は前年同月比+3.8%に加速している。金融危機以降の世界的なカネ余りによる資金流入も少なからず物価に影響を及ぼしている（[図 10](#)）。

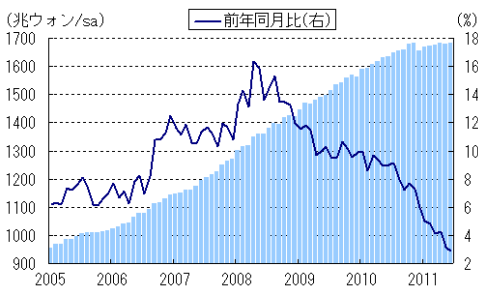
- 足下では海外資金の流入の勢いが鈍り、マネーサプライの伸びも鈍化している（[図 11](#)）。しかし、引き続き過剰流動性は不動産ブームをもたらしており、足下の不動産価格は前年同月比+5.9%とインフレ率を上回る上昇となっている（[図 12](#)）。6大都市圏では前年比二桁%に達しており、2018年の冬季五輪開催が決定した平昌のある江原道でも加速が進むなど、一部ではバブルの様相を呈している。金融当局は昨年夏以降、漸進的に金融引き締めを実施してきたが、今月11日に開催した定例の金融政策委員会では、欧米の財政問題や世界経済の減速懸念の高まりにより、同国経済でも下押し圧力が高まることを懸念して金利を据え置いた（[図 13](#)）。同国証券市場は外国人投資家の取引割合が高いが、同国株が大きく売り込まれて内需の下押しが懸念されることも、利上げを見送った要因であろうと思われる。
- 足下では国際金融市場の混乱により同国への資金流入も細っていることから、これによる過剰流動性懸念は一服すると見込まれる。しかし、雇用・所得環境の底堅さを背景に内需の堅調は続く見込まれ、価格転嫁の新党などにより物価上昇の範囲は拡大しており、今後も金融政策を通じた物価抑制は必要であろう。また、海外資金の流出懸念の高まりにより、足下のウォンの対米ドルレートは下落している。ウォン安は輸出依存度の高い同国にとり景気押し上げ要因となる一方、輸入物価の上昇をもたらす。金融当局は景気と物価のバランスを採る難しい舵取りを迫られよう。

図 9 消費者物価(前年比)の推移



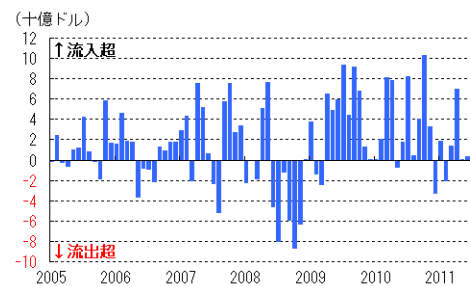
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 11 マネーサプライ(M2)の推移



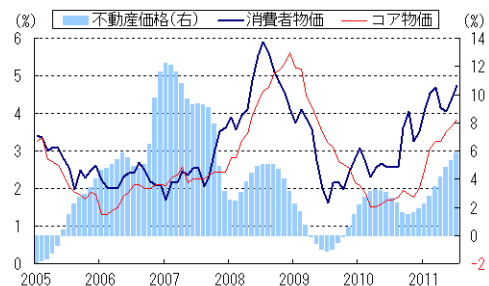
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 10 海外証券投資流出入動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 物価・不動産価格(前年比)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

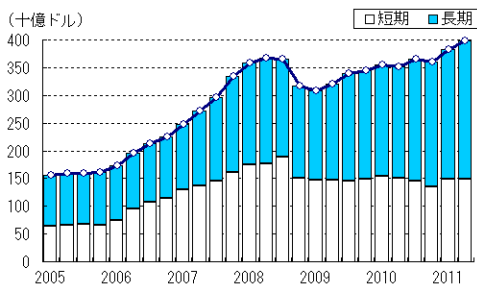


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《先行きの世界経済の回復感の乏しさは、外需のみならず内需の重石になることも予想される》

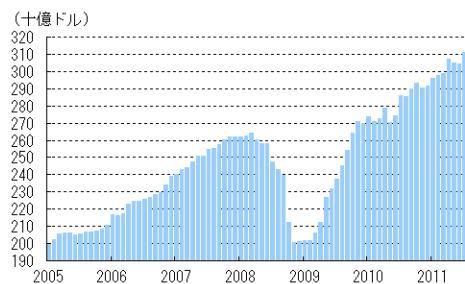
- 足下の先進国は景気が減速しており、先行きも回復感に乏しい状況が予想される。一方、アジア新興国では年明け以降中国の景気に減速感が窺われるが、先行きは第 12 次 5 ヶ年計画などによる投資主導で景気は加速感が高まると見込まれる。ただし、先進国の景気減速が中国の輸出に悪影響となることは必至であり、同国の主要輸出財である電子部品需要低迷もあり、輸出環境の厳しさが予想される。日本の復興需要の本格化や、EU との FTA 発効などは同国の輸出を下支えしようが、主要輸出先の景気減速により外需の鈍化は避けられず、これは内需にも波及しよう。今月、当研究所は定例の経済予測を発表しており、2011 年の経済成長率を前年比 +4.1%、2012 年は同 +4.3% と予想している。
- 同国では民間金融機関の海外での活発な資金調達が対外債務の拡大要因となり、6 月末の対外債務残高は 3980 億ドルに拡大しているものの、近年の拡大は中長期債務が中心となっている (図 14)。他方、海外資金の流入や金融当局による断続的なウォン売り (米ドル買い) 介入による対外資産の拡大で、7 月末時点の外貨準備高は 3110 億ドルと過去最高に達しており (図 15)、足下の国際金融市場の混乱にも拘わらず、これまでのように対外信用力が特に問題視される可能性は低い。景気拡大によって財政状況が大きく改善していることも、対外信用力の改善に繋がっている。
- 米国債格下げなどによる国際金融市場の混乱により外国人投資家を中心にリスクマインドは急速に悪化しており、輸出企業などの業績悪化懸念もあり株式相場は大きく下落した (図 16)。その後、証券取引所による株の空売り禁止措置や、年金基金などによる株式購入などの株価下支え策は採られているが、投資家の懸念要因は容易に払拭されず、当面は上値の重い展開が続こう。また、金融市場におけるリスク回避の流れはウォン売りに繋がっているが (図 17)、金融当局は急激な為替変動による悪影響を懸念して、足下では一転してウォン買い介入を行っている。また、同国はウォン高対策として、外国人投資家の債券投資に対する規制強化を進めてきたが、足元ではリスク回避の動きにより長期金利は下落している (図 18)。

図 14 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 15 外貨準備高の推移



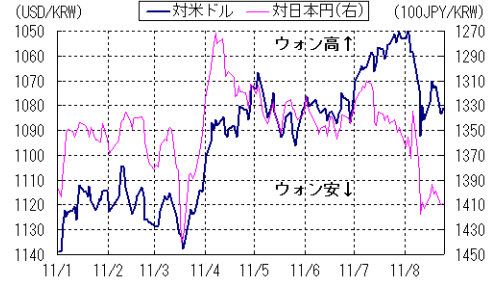
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 16 株式相場(KOSPI)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 為替相場(対米ドル、日本円)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 長期金利(10年債利回り)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上