



韓国、内需の足かせで景気の足取りは重い

～ウォン高に抗するハードルが高まる中、追加利下げの可能性も～

発表日：2013年1月17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)

- 世界的なカネ余りに加えて、国際金融市場の混乱一服なども背景にリスクマネーの動きが活発化する中、アジア市場は活況を呈している。韓国は経常黒字であるものの、銀行を中心に資金調達を海外市場に依存しており、金融環境に改善の動きがみられる。さらに、最大の輸出相手である中国景気の底入れを背景に外需は底打ちしており、生産拡大の動きがみられる。一方、家計部門では不動産市況の低迷が消費の足かせになっている上、中小企業を中心に企業の設備投資意欲は低迷し、景気の重石になっている。来週発表される10-12月期のGDP統計も、内需が重石になり緩慢な回復に留まると予想している。
- 昨年半ば以降、通貨ウォン高基調が強まっているが、経常黒字である上、昨年夏以降信用格付が相次いで引き上げられたことも海外資金を惹きつける一因になっている。一方、同国の為替市場を巡っては、その閉鎖性が指摘されることが少なくないが、米国とのFTA発効を経て米国内でこの点が議論的になっていることから、覆面介入などを実施しにくくなっていることも予想される。急速なウォン高に対して中銀は口先介入を実施しているが、公然と為替介入が行いにくくなっていることから、景気への影響を懸念して、今後はウォン安誘導に向けた利下げを行うことも予想される。

《金融市場の混乱一服に加えて外需の回復は景気を後押しするも、内需が足かせになり景気回復は緩慢》

- 欧米先進国による量的金融緩和の拡大を経て、国際金融市場においては所謂「カネ余り」を背景に過剰流動性相場の様相を呈する中、不透明感が懸念されてきた世界経済についても、米国経済が予想外に底堅く推移していることに加えて中国経済の底入れも影響して、緩やかに回復しつつある。こうした状況の下、一昨年来の国際金融市場の不透明要因になってきた欧州債務問題に対する懸念がいささか後退していることも重なり、世界的に投資家マインドに改善の動きがみられるなど、リスクマネーの動きは再び活発化している。この結果、世界的に安全資産に向かう傾向が強かった資金動向にも変化の動きが出ており、より高い収益を求める資金はアジアをはじめとする新興国に向かい、その流れは通貨や国債などの安全資産から株式や社債などリスク性の高い資産にも向かうなど、アジア新興国の金融市場は活況を呈している。
- こうした中、韓国では最大の輸出相手である中国経済の減速などが外需の重石になり、景気の不透明感が懸念されてきた同国市場にも海外資金が回帰する動きが強まっている。同国経済は元々経常黒字を有するなどマクロ経済全体では貯蓄超過状態にあるものの、輸出産業を中心とする企業部門が貯蓄を拡大させている一方、家計部門は保有資産の大半が不動産などに偏っている上、住宅ローンなど負債を抱えるなど貯蓄率は高くない。こうした事情を背景に同国の銀行セクターは資金調達を海外市場に依存する傾向が高いことから、国際金融市場が混乱した場合に同国金融市場にも動揺が波及する一因になっている。他方、足下のように国際金融市場における資金調達環境が改善している場面では、同国の金融機関は海外市場において積極的に資金調達を実施しやすくなっている。折しも同国政府は景気減速を懸念し、昨年6月に中小企業の資金繰り支援を柱とする景気対策を、9月にも所得税減税などによる家計部門向けの景気対策や、中小企業に対する減税及び低利融資拡充などの追加対策も発表するなど、景気刺激に大きく舵を切る姿勢をみせている。さらに、中銀も昨年7月及び10月に利下げを実施し、財政・金融政策両面で景気を下支えする姿勢を示しており、これらの対策によって同国内における資金調達環境は一段と改善することが期待されている。
- 政府は個人消費や企業の設備投資など内需喚起を通じて景気浮揚を図る姿勢を示す一方、同国経済の浮揚には

GDPの5割を上回る輸出の回復が重要な鍵を握る中、足下では最大の輸出相手である中国経済に底離れの動きが出ており、底打ちの動きが窺える。さらに、同国は米国やEUとの間でFTA（自由貿易協定）が発効されるなど、貿易拡大に向けた環境整備を整えてきたことから、これをてこに欧米向け輸出の競争力はわが国を含む周辺国に比べて高まっており、特に、米国経済の底堅さは輸出を下支えしている。結果、足下の生産は拡大基調を強めており、平均設備稼働率も上昇し、企業の設備投資意欲が喚起される兆しが窺えるほか、製造業全般で出荷・在庫バランスも改善するなど、企業活動の活発化が期待される。

- 他方、足下の失業率は依然低水準で推移しているものの、同国の就業者の4割近くを非正規労働者が占めていることから、企業の生産や業績拡大にも拘らず所得向上に繋がりにくい。また、雇用状況の厳しさを理由とする自発的失業者は数百万人に達するとされており、これも所得環境の急激な改善を促しにくい一因になっている。足下のインフレ率は低下しており、中銀が定めるインフレ目標（2～4%）の下限付近で推移するなど、外的要因による景気への不透明感が残る中で追加的な金融緩和の余地はある。インフレ率の低下は一見すると家計部門の実質購買力の向上に繋がっているように思われるが、同国はわが国同様にエネルギー資源の多くを海外からの輸入に依存していることに加えて、食料品についても同様に輸入依存度が高く、近年の一次産品価格の高止まりによる交易条件の悪化に伴い国民所得は低下している。さらに、足下では景気減速による不動産市況の低迷が続いており、家計部門にとっては所謂「資産デフレ」を通じて購買力の下押し圧力に繋がるなど個人消費の足かせになっている。政府は内需喚起の観点から、不動産取引の活発化を促す施策を打ち出しているが、資金調達環境の改善にも拘らず不動産市場への資金流入は以前に比べて小規模に留まっており、急激な市況改善に繋がるかは不透明であることから、個人消費の回復も緩やかなものになると見込まれる。
- 来週発表される10-12月期のGDP統計について、当研究所は外需をけん引役に景気の底離れが確認されると予想している。しかし、足下の個人消費の勢いが乏しいことに加えて、企業の設備投資や家計の住宅投資が低調に推移していることから、前期比+0.5%、前年同期比+1.7%の伸びに留まるとみている。

図1 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 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

《ウォン高圧力の中で市場介入のハードルは高まっている。ウォン安誘導に向けて利下げに動く可能性も》

- 足下では、国際金融市場における不透明要因が後退していることも背景に同国への海外資金の流入が活発化しており、通貨ウォン高圧力が急速に強まっている。これには、元々同国がマクロでみて経常黒字を抱えるなど資金余剰があると見込まれていることで資金流入が起りやすくなっていることに加えて、昨年8月以降主要格付機関が相次いで同国の信用格付を引き上げており、海外投資家にとって投資市場としての魅力が高まっていることも要因になっている。一方、同国の為替市場を巡っては、金融当局が積極的に覆面介入を行うことで通貨安誘導を図ってきたとの疑念が付きまとっている。この背景には、MSCIが同国株式市場を「先進国」に格上げする方向で検討するも、市場の開放度合いや為替取引規制に関する緩和が十分に進んでいないことを理由に4年連続で格上げを見送っていることにも現れているように、為替市場が極めて閉鎖的であることが要

因になっている。ただし、これによる事実上の覆面介入の実現可能性が徐々に狭まっている。同国では昨年、米国とのF T Aが発効したことを契機に米国向けの輸出が拡大しているが、一方で米国では同国を「為替操作国」として調査する動きが出ており、公然と為替誘導を図りにくくなっている。このように外部環境が大きく変化している中、国際金融市場の混乱収束により海外市場における資金調達が可能になっていることから、円をはじめとする調達金利の低い通貨での資金調達が活発化していることも、通貨ウォン高圧力を招く一因になっている。中銀は先日、「口先介入」を通じて市場介入の実施を示唆する動きをみせているが、上述のような理由で公然と為替介入を行うことのハードルは高まっている。輸出依存度の高い同国経済にとっては、先行きにおける景気回復の足かせになることも予想され、中銀が今後もウォン安誘導を意図した利下げなど金融緩和に動く可能性は高いと見込まれる。

図3 経常収支の推移

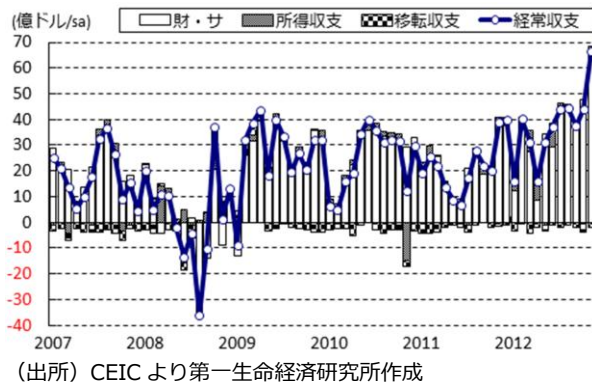


図4 為替相場(対米ドル、日本円)の推移



以上