



韓国を巡るリスクの高まり

～内需低迷が続く中で有事リスクも重なり、景気の不透明感是一段と高まる～

発表日：2013年4月3日(水)

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)

- 世界経済の底打ち期待が高まっているにも拘らず、韓国では内・外需の低迷が重石になり景気は低迷している。ウォン高による輸出競争力の低下は輸出のみならず、企業活動全般を下押ししており、雇用環境の低迷や不動産市況の悪化による資産デフレは個人消費の足かせになっている。2月に誕生した朴新政権は閣僚人事で躓くなど有効な経済対策が打ち出せない中、足下では北朝鮮を巡るリスクも意識されている。外貨流動性の枯渇リスクは低いが、リスク耐性の低下が想定外の副作用を生む可能性に注意が必要だ。
- 足下のインフレ率は低下して追加利下げ余地は拡大する中、政府は景気の下振れリスクを懸念して今年の経済成長率見通しを引き下げ、補正予算を組む考えを示している。中銀はこれまで追加利下げに含みを持たせる姿勢をみせてきており、11日の次回会合で利下げに踏み切る可能性は高いと予想される。一方、足下の北朝鮮を巡る緊張感の高まりは、企業活動のほか、海外資金の動向にも影響を与えると想定される。緊張状態の長期化は悪影響の度合いを拡大させると思われ、景気のさらなる下振れも懸念されよう。

《輸出鈍化や逆資産効果による内需低迷で景気が低迷する中、有事リスクも高まるなど困難な状況に直面》

- 足下では世界経済の自律的な底打ちが期待されているにも拘らず、輸出をけん引役に経済成長を果たしてきた韓国経済を取り巻く環境は厳しい状況が続いている。10-12月期の実質GDP成長率(改訂値)は前期比年率+1.1%と前期(同+0.2%)から加速しており、世界経済の底打ちや国際金融市場の落ち着きなどを追い風に景気は最悪期を過ぎつつあるものの、潜在成長率を下回る水準に留まっている。結果、昨年通年の経済成長率は前年比+2.0%と3年ぶりの低水準となり、内・外需の低迷が景気の重石になっていることがあらためて確認されている。昨年後半以降は国際金融市場の落ち着きを背景に投資家のリスク許容度が改善する中、同国への資金流入は活発化して通貨ウォンは上昇基調を強めた結果、同国の相対的な輸出競争力は低下しており、これも輸出の足かせになることが懸念されている。こうした状況を受けて中銀や政府は、特に多くの輸出産業が競合する日本円との関係に神経質になっており、口先介入やトービン税の導入を示唆するなどウォン高をけん制する姿勢を強めた結果、年明け以降のウォンの対米ドル為替レートの上昇に一服感が出つつある。
- 同国経済を巡っては、過去数年に亘り政府が度重なる景気刺激策を図ってきたにも拘らず、国内の市場規模が小さいことに加えて、産業構造は財閥を中心とする少数のグローバル企業に占有されており、設備投資や生産、雇用などは輸出との連動性が極めて高く、公共支出の拡大による景気の押し上げ効果は限定的なものに止まってきた。中銀は積極的な金融緩和を通じて資金需給の改善と、低迷が続いている不動産市況のてこ入れを図ってきたものの、足下では十分な効果を挙げられていない。同国はマクロ面では経常黒字を抱えるなど貯蓄超過の状態にあるが、これは少数のグローバル企業による輸出に大きく依存している。一方、家計部門の貯蓄率は極めて低く、銀行部門などは資金調達を海外市場に依存せざるを得ない状況にある。国際金融市場の落ち着きによる投資家のリスク許容度改善の動きは資金調達環境の改善に繋がると期待されるものの、政府や中銀はこれに伴うウォン高を嫌って海外資金の流入が活発化することを警戒しており、国内の資金需給の改善を妨げている。さらに、資金需給の悪化は足下で不動産市況の悪化を招いており、家計資産の大半を占める不動産価格

の下落は逆資産効果を通じて個人消費の足かせになっている。また、資産デフレは国内景気を萎縮させるデフレの循環に陥るなど、同国の内需を取り巻く環境は厳しい状況に直面している。

- 同国では2月に朴新政権が誕生したものの、閣僚人事を巡る混乱により経済政策面で有効な手立てを打つことが出来ない状況が続いている。さらに、昨年末以降は隣国北朝鮮が強硬姿勢を強めており、先月には北朝鮮が一方的に休戦協定を破棄するなど「半島有事」が景気のリスク要因になる可能性も高まりつつある。武力衝突といった最悪の事態は免れるとみているものの、そうした懸念が高まれば、投資家の同国に対するマインドは急速に冷え込むことが予想され、過去において緊張度合いが高まった時と同様に急激な資金流出が起こることも予想される。同国の対外債務に占める短期債務の割合はかつてに比べて低下しているが、依然として3割強に達している一方、外貨準備高は2月末時点で3274億ドルに積み上がっており、直ちに外貨流動性が枯渇する可能性は低い。しかし、昨年には日本との間の通貨スワップ枠が縮小されるなどセーフティネットが縮小していることから、同国経済のリスクに対する耐性の低下が予想外の副作用を引き起こす可能性には注意が必要である。

図1 ウォン相場(対米ドル、日本円)の推移

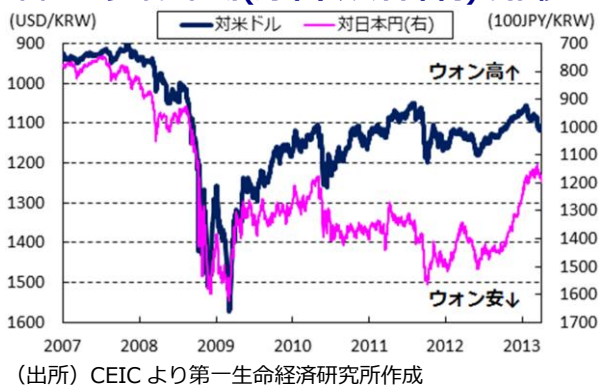


図2 輸出・生産・設備投資(前年比)の推移



《政府・中銀は景気下振れを懸念して景気刺激に動く見込みだが、有事リスクは景気を一段と下押しする懸念》

- 不動産市況の低迷による資産デフレが続く中、国内需要の弱さに加えて、ウォン高による輸入物価の抑制も相俟って足下のインフレ率は中銀のインフレ目標（2～3%）を下回るなど、追加的な利下げ余地は拡大している。政府はウォン高抑制に向けて中銀に対して利下げを促す姿勢を強めており、先月の金融政策委員会後の記者会見で中銀の金仲秀総裁は「国内景気の下振れリスクが意識されつつある中、金融政策も他の政策との調和を図るポリシーミックスを図る必要がある」との考えを示しており、利下げ実施に含みを持たせる姿勢をみせた。こうした中、政府は先月28日に足下の景気動向を踏まえて今年の経済成長率見通しを改定し、前政権下で発表された従来見通し（前年比+3.0%）から同+2.3%に▲0.7p引き下げることを発表した。政府は見通し引き下げの要因として、外需の回復が予想以上に弱い状況が続いており、雇用環境に加えて不動産市況の低迷など内需を取り巻く環境も悪化しており、景気の下押し圧力に繋がるとの見方を示している。さらに、政府は雇用創出や労働者支援などを念頭に補正予算の編成を検討しており、成長率見通しの引き下げはこれを後押しする材料になっている。なお、2日には中銀の金総裁と朴大統領の経済顧問が会談したとの報道も出ており、来週11日に予定される次回の金融政策委員会において利下げが行われる可能性は高いと予想する。
- 足下における朝鮮半島の緊張感の高まりは、同国内の経済活動にも少なからず悪影響を与えることが予想される。外資企業を中心に同国での生産を縮小する動きが広まるほか、同国企業の中にも海外に生産拠点を移転する動きが出れば、雇用環境がこれまで以上に厳しくなる事態も想定される。さらに、証券投資を中心とする「足の速い」資金などはリスク回避の動きを背景に資金流出を強めることも予想され、これは資金調達を海外

資金に依存する銀行部門を通じて同国の資金需給の悪化に繋がる可能性にも注意が必要である。資金流出によるウォン高圧力の後退は、足下で厳しい状況に直面している輸出産業にとっては追い風になると見込まれるものの、同国の輸出の大半を占める財閥系のグローバル企業がリスクを抱えたまま同国内での生産を維持するかは不透明であり、この行方は雇用を含む内需を巡る環境への波及度合いが大きい。緊張状態が長期化すればするほど、同国経済に与える悪影響はより広範により深くなっていくことが予想される。政権発足当初から朴政権の経済運営の舵取りは難しさを増している。

図3 インフレ率と不動産価格の推移

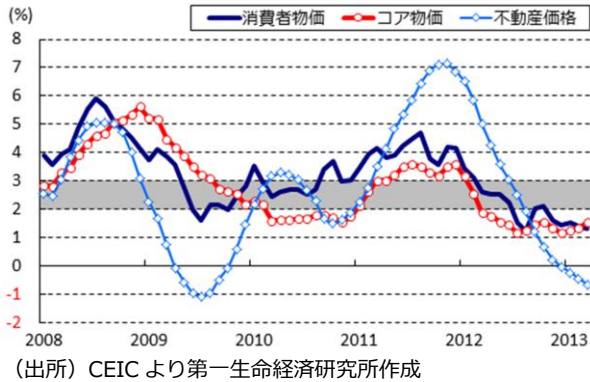


図4 経済成長率の実績の推移と政府見通し



以上