



## 韓国 景気浮揚の芽が出ない内外環境

～内需低迷が続くなか、ウォン高は外需に打撃～

発表日：2014年7月3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)

- 韓国経済が厳しい状況に直面している。景気は政府の対策に左右される状況が続くなか、旅客船沈没事故後の「自粛」が内需の足かせとなっている。家計部門では不動産市況の低迷に加え、過剰債務も重石となり、雇用改善が中高年に集中することも消費を下押ししている。日本を上回るスピードで少子高齢化が進んでおり、社会保障負担の拡大が家計を圧迫することから、今後は一段と厳しい状況が予想される。
- 先進国の景気回復にも拘らず、中国経済の不透明感や通貨ウォン相場の相対的な高止まりは外需の足かせになっている。国際金融市場が落ち着くなかで、経常黒字を抱える同国への資金流入が続く上、金融機関の外貨建の資金調達もウォン高を招いている。足下ではウォン高を理由に輸出企業は生産拠点を海外に移すなか、裾野産業の薄さを勘案すれば、ウォン安に転じても生産拡大に繋がるかは不透明である。
- 朴大統領は2月に向こう3ヶ年の経済政策の方針を発表したが、その後は指導力不足が指摘される場面が相次ぎ政権支持率は低下。2年目にして政権がレームダック化することも懸念され、有効な経済政策が打ち出されないことも懸念される。対外収支などをみれば、同国発で危機的状況に陥る可能性は極めて低いが、不透明な金融市場ゆえに海外投資家に狙い撃ちされやすいため、動揺は避けられないであろう。

- 韓国経済が厳しい状況に直面している。昨年2月に誕生した朴政権は、政権運営1年目となる2013年の経済成長率を前年比+3.0%と前年(同+2.3%)から加速させたものの、足下の景気は政府の景気刺激策などに大きく依存する環境が続いており、自律的な経済成長に向けた道筋を描けずにいる。今年1-3月期の成長率は前期比年率+3.8%と比較的底堅い動きをみせたが、米国をはじめとする先進国景気の回復に伴い外需が堅調なほか、昨年実施された景気刺激策に伴う不動産取引活性化策による建設需要が景気の押し上げに繋がったものの、個人消費は依然として力強さを欠く展開が続くなど跛行色が鮮明になっている。その後は不動産取引活性化策の効果により下落基調が続いた不動産市況に底入れの動きが出たため、資産効果による個人消費の押し上げが期待されたものの、4月に発生した旅客船沈没事故の影響で同国内では「自粛ムード」が広がるなどサービス消費などに下押し圧力が掛かりやすくなり、依然として消費を巡る不透明感はくすぶる。さらに、政策効果の剥落に自粛ムードが重なったことで不動産取引に悪影響が出ており、結果、国民の5分の1強が集中する首都ソウル周辺の不動産市況は再び下落基調に転じている。家計部門にとっては資産の多くを不動産が占めるなか、市況下落は逆資産効果を通じて消費の下押し圧力に繋がることが懸念される。上、近年の不動産取得に関連して家計部門の負債残高は過去最高を更新しており、その債務返済も消費の足かせとなるなど厳しい状況にある。なお、足下では家計部門に対する信用の伸びに底入れの動きがうかがえるが、

図1 小売売上高の推移



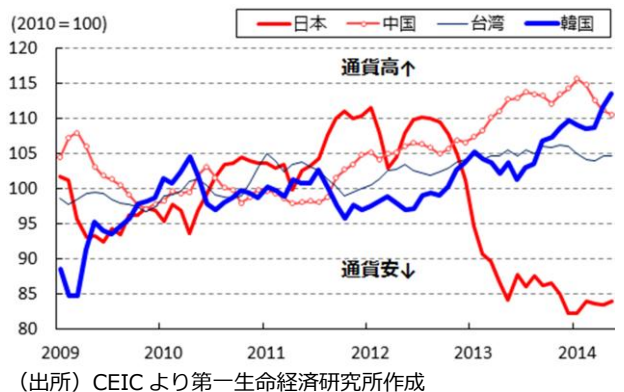
これはノンバンクなどによる融資拡大の動きが影響しており、近年の家計部門の債務拡大と同様の動きである上、同国では過去にも「クレジットカードバブルの発生→破たん」という歴史が幾度に亘って繰り返されてきたことを勘案すれば、持続可能な消費行動ではない。政府はノンバンク融資に対する規制強化を打ち出したほか、朴政権が昨年設立した国民幸福基金を通じた債務減免措置を実施するなどの動きをみせるが、当該制度は個人債務を政府が肩代わりすることで「モラルハザード」を生む懸念がある上、制度運営上の公平性にも疑問が残る。事実、ノンバンクからの借入を受けられない家計のなかには規制外の融資を受ける動きが出るとの見方も強く、家計部門を取り巻く環境は今後一段と厳しさが増すことも予想される。他方、足下では先進国の景気回復が進んでいることで雇用改善が進むとの期待はあるが、こうした動きは一部に留まっている。さらに、年金制度が手薄な同国では高齢者を中心に貧困が社会問題化するなか、2016年には企業の定年延長が義務化されることで中高年を中心に雇用が偏るといった弊害も生まれつつある。結果、働き盛り世代や若年世代を中心に雇用環境は厳しさを増しており、これも家計消費の伸び悩みに繋がっている。同国の合計特殊出生率は日本を下回る水準に留まるなか、日本を上回るスピードで少子高齢化が進展することが予想されることを勘案すれば、依然手薄な年金をはじめとする社会保障支出が家計消費の足かせとなることは避けられない。こうした状況を踏まえると、同国の家計部門を取り巻く環境が当面大きく好転していく可能性は想定しにくく、厳しい展開が続くと見込まれる。

- 他方、先進国の景気回復が追い風になると見込まれてきた外需についても予想外に厳しい環境が続いており、相対的に外需依存度が高い同国経済にとっては雇用改善の足かせとなっているほか、企業の設備投資意欲にも悪影響を与えている。その要因となっているのは、輸出の3割以上を占めるなど最大の輸出先である中国経済を巡る不透明感であり、さらに足下で進んでいるウォン高により周辺の東アジア諸国に比べて価格競争力が低下していることもある。韓国と様々な輸出産業で競合している日本、台湾、さらに足下では新興国などで新たな競合相手となっている中国との間で為替（名目実効ベース）を比較すると、足下の韓国が置かれている状況が一目瞭然である。昨年以降のいわゆる「アベノミクス」によって円安基調が強まっているのみならず、ウォン高が続いているにも拘らず台湾ドルは比較的安定的に推移している上、年明け以降は人民元安圧力が強まった結果、足下のウォン相場は東アジアの主要輸出国の通貨に対して割高になっている。ウォン高を招いている要因としては、先進国による金融緩和が続き「カネ余り」が続く状況下で国際金融市場は落ち着きを取り戻すなか、先進国では長期金利の低下により投資の妙味が低下しており、より高い収益を求めるリスクマネーが新興国に回帰する動きが出ていることが影響している。昨年来の金融市場の混乱では経常赤字を抱えるなど対外収支の脆弱な国々を中心に資金流出圧力が強まる動きがみられたが、同国では対照的に経常黒字が続いている上、年明け以降は黒字幅が拡大していることも資金流入を促す一因になっていると考え

図2 雇用環境の推移



図3 アジア諸国の名目実効為替レートの推移



られる。ただし、足下で貿易黒字が拡大している背景には相対的なウォン高による輸出回復に重石はあるものの、内需低迷に伴い輸入が一段と鈍化していることがあり、景気を取り巻く環境が改善している訳ではない。こうした状況にも拘らず資金流入が続く一因には、上述のように足下ではノンバンクをはじめとする資金供給が活発化する背後で、これらの多くが海外で資金調達を行っていることも影響している。日銀による質的量的金融緩和の実施以降は日本において安価な資金調達が容易になっており、通貨ウォンの対日本円相場を下押しさせる一因になった可能性が高い。

こうした動きに対して中銀は口先介入などを通じてウォン高抑制を図る姿勢をみせるが、当面は金融市場における「カネ余り」が続くと見込まれるなかでは実効性に乏しいものになるであろう。これまでのように市中銀行を通じたウォン安介入を続けることは、同国の金融市場が成熟出来ないことを示している。他方、ウォン高圧力が落ち着けば外需を取り巻く環境が劇的に回復するとも考えにくい状況に陥っていることには注意が必要だ。OECDが2009年時点の同国の輸出産業の構造について行った試算では、同国の輸出のうち同国内において生まれた付加価値は59%に留まり、十分な裾野産業が国内には成熟していないことが明らかである（なお、米国は89%、日本も85%とOECD加盟国のなかでも高水準である）。付加価値ベースでみた輸出の4割以上は海外で生産されており、その多くは米国や日本から輸入している素材や部材などが中心になっているため、ウォン安に転じることは調達価格の上昇が最終財価格に影響を及ぼすことは避けられない。さらに、ウォン高のみならず、苛烈な労働争議による影響も重なり輸出企業の中には生産拠点自体を海外に移す動きが出ており、ウォン高圧力が収まったとしても国内生産に回帰する動きが出るかは不透明である。この点は昨年来の円安にも拘らず、日本国内における生産が好転しにくくなっている状況と重なると言えよう。

- 朴大統領は今年2月の就任1周年を期に今後の経済政策の柱となる「経済革新3ヶ年計画」を発表し、内需拡大を通じて安定的で持続可能な経済成長を目指す方針を示した。しかし、スローガンとなる「1人当たり国民所得4万ドル、雇用率70%、潜在成長率4%」という数字を振って「474計画」と評されたところまではよかったものの、その後は4月に発生した旅客船沈没事故を巡る政府の不手際に加え、その後は首相交代を巡る指導力の低さ（最終的には鄭烘原氏が留任）などを理由に政権支持率は低下している。同国政治を巡っては大統領が再選出来ないために、5年の任期の後半に差し掛かると「レームダック化」する傾向が強く、経済政策においても有効な策が打ち出されにくい特徴があるが、早くも2年目でこうした状況にあることは先行きの同国経済の重石になることは避けられないであろう。他方、足下の同国では短期資金を中心とする海外資金の動きが活発化していることを勘案すれば、米国の金融政策の変更をはじめとする国際金融市場の動揺に際しては海外資金の流れが大きく変わる可能性も含めて留意が必要である。特に、同国は1997～98年に発生したアジア通貨危機の際に甚大な影響を被った過去があり、国際金融市場では動揺のたびに注

図4 経常収支の推移

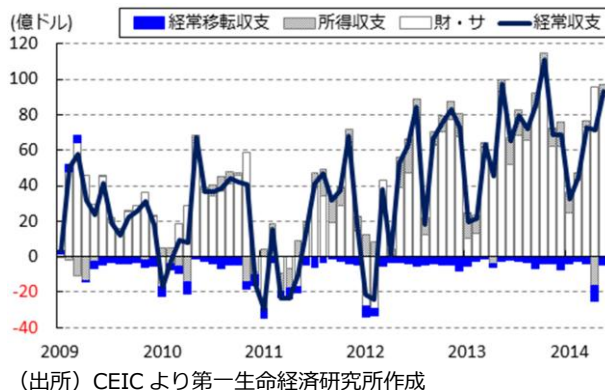
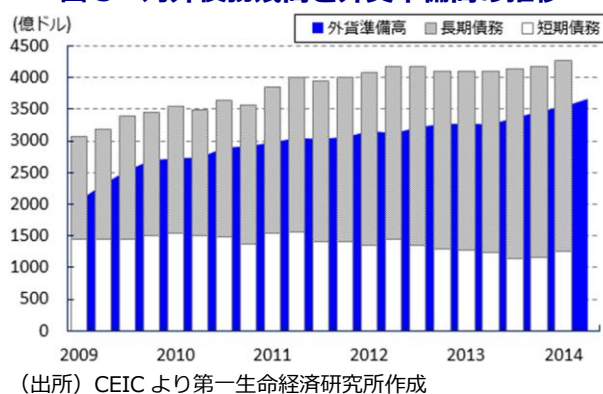


図5 対外債務残高と外貨準備高の推移



目が集まりやすいが、近年は対外債務のうち短期債務の圧縮に努めてきたこともあり、3月末時点における短期対外債務残高は1238億ドルである一方、6月末時点の外貨準備高は3665億ドルに達している。（アジア通貨危機の際は外貨準備高の数字が偽装されていたため、その後の混乱が増幅された経緯があるが）公表されている数字を素直にみれば、同国発で危機的状況が再来する懸念は低いと見込まれるが、成熟しきれていない金融市場ゆえに動揺は避けられないと予想される。

以 上