



## 韓国「円安」を標的にした景気刺激策

～不透明な政策決定過程に加え、家計債務リスクが膨張する可能性も～

発表日：2014年10月15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)

- 輸出依存度の高い国々にとって米国を中心とする世界経済の回復はプラスに作用し易いが、韓国は厳しい状況にある。周辺国と比較して相対的な通貨高による競争力低下が輸出の足かせになっている。政府・中銀は7月以降に相次いで景気刺激策を発表したが、外需の鈍化が内需の重石になる状況が続いてきた。
- 政府は大統領の意向を背景に『円安』を標的にした追加策を発表し、中銀もそれに追随すべく利下げを発表。しかし、中銀が会合後に発表した声明文では内外経済に対する見方は変わっておらず、政策決定過程の不透明さが際立つ。恣意的な政策対応は同行に対する国際的な信認低下を招く可能性に注意が必要だ。
- 『円安』を意識した政策対応が思惑通りに進むかは不透明である。国際金融市場の動揺も予想されるなか、同国発の金融危機に陥るリスクは極めて小さい。しかし、足下で家計部門の債務は過去最高水準に膨張するなか、追加緩和により今後リスクが一段と高まれば、政策対応が困難になることも予想される。

- 足下の世界経済は米国の堅調な回復を追い風に底入れの動きが出るなど、輸出依存度の相対的に高い国々にとっては景気にプラスの効果が出やすい環境にあるにも拘らず、ここ数年外部環境の改善の効果を謳歌してきた韓国経済は厳しい状況に直面している。最大の輸出相手である中国経済を巡っては、国内景気に不透明要因がくすぶる一方、海外経済の底入れが外需の回復を促す動きがみられるなか、輸出財の生産に必要な部材などの需要拡大が同国からの輸出を押し上げる動きがみられる。他方、一昨年末以降の国際金融市場においては日銀による『量的質的金融緩和』の効果により日本円の下落圧力が強まり、部材や素材などの分野で日本の価格競争力が急速に高まったほか、韓国ウォンに比べて台湾ドルが相対的に安値で推移していることから、韓国企業は競争環境の悪化に直面している。さらに、足下の世界経済は米国など先進国の景気に堅調さがうかがえる一方、近年のけん引役となってきた新興国経済は依然として勢いを取り戻していないなか、新興国向け輸出においては年明け直後に起こった人民元安に伴い、韓国製品の相対的な競争力が低下する事態に直面している。こうしたことから、韓国経済はアジア諸国の中でも相対的に輸出依存度が高い状況にも拘らず、足下の輸出は伸び悩む状況が続いており、製造業を中心とする生産動向や雇用環境などの足かせとなるなど、韓国景気全体の重石になっている。こう

図1 周辺諸国の名目実効為替レートの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 企業の設備投資動向の推移



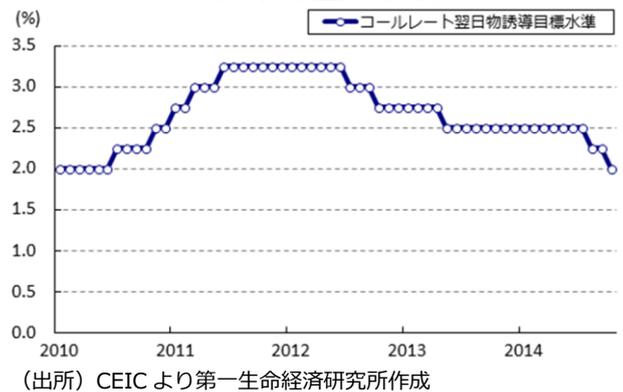
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

した状況を受けて、同国政府は7月末に来年までの2ヶ年を対象に総額41兆ウォンに上る景気刺激策を発表し、中銀も企業の設備投資を促すべく総額3兆ウォン規模の特別融資枠の創設を決定したほか、8月には1年3ヶ月ぶりに利下げを実施するなど財政・金融の両面から景気刺激を図る姿勢を前面に打ち出した。景気刺激策としては、調整圧力が強まった不動産市況が資産デフレを通じて信用収縮を招くとの見方が強まったことを受け、規制緩和を通じて市況の底入れを図るほか、企業による設備投資を促進させるべく基金を創設する方針などが示された。しかし、不動産市況には底入れの動きがみられる一方、輸出の回復が進まないなかで企業の設備投資意欲は高まらず、雇用環境の下押し圧力と相俟って国内景気の重石となる展開が続いてきた。

- こうした事態を受けて、政府は上述の総額41兆ウォンの景気刺激策のうち26兆ウォン（GDP比1.8%）を年内に支出する方針を示し、今月初めには追加的な景気刺激策として5兆ウォンの歳出拡大を図る方針を発表した。来年に予定されていた設備投資関連基金と外貨建融資の拡充に3.5兆ウォンを拠出し、政策金融機関を通じて1.4兆ウォン規模の融資拡充を図るほか、足下で輸出のボトルネックになっている『円安』に対応して日本向け輸出に対して実質的な補助金を出す一方、中小企業には日本からの資本財輸入に対して関税減免など税制優遇を図る方針が示された。このように『円安』を過度に意識した政策が打ち出されている背景には、今月初めに朴槿恵大統領が足下の為替相場に言及するなど異例の対応を示したことが影響したと考えられる一方、一連の景気刺激策の発表に際して崔旻煥企画財政部長（財務相）は「これ以上の追加的な緩和策は不要」との考えを示していた。しかしながら、韓国銀行は15日に開催した定例の金融政策委員会において2会合ぶりに25bpの利下げを実施し、政策金利を過去最低水準に並ぶ2.00%とする決定を行った。なお、会合後に発表された声明文においては、海外経済に対する見方は前回から大きな変更点はなく、国内経済も前回会合まで言及された旅客船沈没事故による悪影響が後退している様子が見えるも

の、「企業の設備投資は依然鈍く、景況感の改善も一部に留まる」との見方を示した。足下のインフレ率は低下トレンドを強めるなか、先行きは「当面は農産品価格や燃料価格の安定により低水準で推移するが、来年にかけて徐々に上昇する」一方、「以前の予想に比べてインフレ圧力は弱まる」としてインフレ懸念の後退が追加利下げを後押ししているとの考えを示した。金融市場についても「国際金融市場の混乱による外国人投資家のシフトを受けて株価は大きく下落しており、通貨ウォンの対米ドル相場も急落する一方、長期金利は低下している」と外部要因による影響を懸念する姿勢をみせる。しかし、足下のウォン相場は先月以降米ドルに対して急落するなど、一時に比べてウォン高が警戒される水準とはなっておらず、日本円に対しても先月末以降は下落トレンドに転じており、このタイミングでウォン安圧力を誘発する利下げに踏み切ったことは明らかに上述の大統領発言を踏まえた『円安』を標的にした対応と考えられよう。会合後の記者会見において同行の李柱烈総裁は「1人の政策委員が金利据え置きを主張した」と全会一致では

図3 政策金利の推移



の、「企業の設備投資は依然鈍く、景況感の改善も一部に留まる」との見方を示した。足下のインフレ率は低下トレンドを強めるなか、先行きは「当面は農産品価格や燃料価格の安定により低水準で推移するが、

来年にかけて徐々に上昇する」一方、「以前の予想に比べてインフレ圧力は弱まる」としてインフレ懸念の後退が追加利下げを後押ししているとの考えを示した。金融市場についても「国際金融市場の混乱による外国人投資家のシフトを受けて株価は大きく下落しており、通貨ウォンの対米ドル相場も急落する一方、長期金利は低下している」と外部要因による影響を懸念する姿勢をみせる。しかし、足下のウォン相場は先月以降米ドルに対して急落するなど、一時に比べてウォン高が警戒される水準とはなっておらず、日本円に対しても先月末以降は下落トレンドに転じており、このタイミングでウォン安圧力を誘発する利下げに踏み切ったことは明らかに上述の大統領発言を踏まえた『円安』を標的にした対応と考えられよう。会合後の記者会見において同行の李柱烈総裁は「1人の政策委員が金利据え置きを主張した」と全会一致では

図4 ウォン相場(対ドル、円)の推移



日本円に対しても先月末以降は下落トレンドに転じており、このタイミングでウォン安圧力を誘発する利下げに踏み切ったことは明らかに上述の大統領発言を踏まえた『円安』を標的にした対応と考えられよう。会合後の記者会見において同行の李柱烈総裁は「1人の政策委員が金利据え置きを主張した」と全会一致では

なかった旨を発表しており、8月の利下げ決定会合と同様であった様子がかがえるものの、政策決定プロセスが不透明になったことで同行に対する信認が低下することは避けられないであろう。なお、記者会見では今年の経済成長率が従来の+3.8%から+3.5%に▲0.3p 下方修正され、今年のインフレ率は+1.9%から+1.4%に▲0.5p、来年のインフレ率も+2.7%から+2.4%に▲0.3p 下方修正されることが示された。

- 一連の追加景気対策を通じて、政府及び中銀は先行きの経済成長が大幅に押し上げられるとの見方を示しているが、国際金融市場においては日銀が依然として量的質的金融緩和を継続していることを勘案すれば、韓国側の思惑通りに円安圧力が落ち着くかは極めて不透明である。

また、ウォン相場が米ドルに対して急落したことから、足下では交易条件に底打ちの動きが出るなど国内経済にとってはプラスの効果が出る可能性はあるものの、依然として低位に留まっていることから、直ちに国内景気の押し上げに繋がるとは考えにくい。幸いながら足下では原油をはじめとする国際商品市況が大きく調整しており、これらを輸入に依存する同国経済にとっては好材料になると予想される一方、原油市況の調整が世界経済の減速を背景とするも

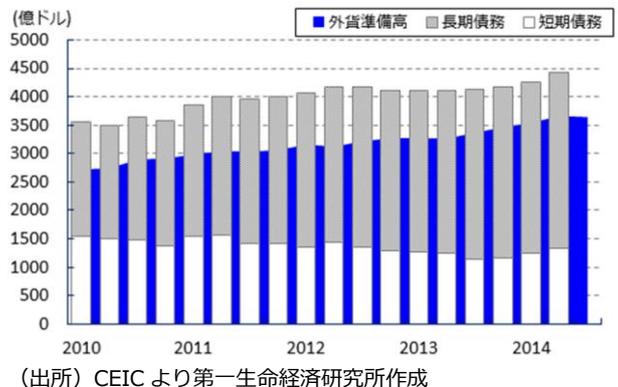
図5 交易条件指数の推移



のであれば、世界的な貿易量縮小は同国にとって輸出の下押し圧力に繋がる点には注意が必要である。さらに、先行きにおいては米国による金融政策の正常化の取り組みが進むと見込まれるが、その場合は昨年来にみられたように世界的なマネーに動揺が広がる可能性があり、多くの新興国で資金流出に直面することも予想される。

同国の9月末時点における外貨準備高は3644億ドルに上る一方、6月末時点の対外債務残高は4422億ドルではあるものの、そのうちの短期債務残高は1318億ドルに留まっており、短期的な資金流出が急速に進んだ場合でも、1997～98年に起こったアジア通貨危機のような状況に直面するリスクは低い。他方、同国の家計部門が抱える債務残高は8月末時点で717兆ウォンと過去最高を更新し続けており、GDP比で約5割に達する規模にまで膨れ上がるなど金融市場のシステミックリスクに発展する可能性が懸念されている。

図6 対外債務残高と外貨準備高の推移



足下では銀行などによる貸出の伸び以上に、信用組合やノンバンクなど比較的経営基盤の脆弱な金融機関による貸出が急速に伸びており、金融市場における信用収縮の影響がより濃く出やすい環境になっている。こうした状況下における追加金融緩和の実施は、リスクのさらなる膨張を通じてその後の対応を困難にする可能性に注意する必要がある。目下の景気に対する懸念材料である『円安』の影響を過大に見積もる代わりに、家計債務を過小に見積もっているとすれば今後の金融政策の舵取りは一段と難しくなるであろう。

以上