



韓国を取り巻く「内憂外患」

～外需を巡る不透明感に政治の機能不全、中銀への負荷が増す可能性～

発表日：2016年4月26日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済や国際金融市場は一時の混乱を抜け出し落ち着きを取り戻している。ただし、中国経済を巡る不透明感に加え、韓国にとっては中国との競争などが外需を下押しするなか、企業の設備投資意欲も急速に低下している。雇用環境の頭打ちも内需の足かせとなり、外需の低迷が内需の足を引っ張る悪循環に陥っている。資産デフレの懸念は過剰債務を抱える家計部門の重石となる構造問題をも抱えている。
- 昨年の経済成長率は2年ぶりに3%を下回る伸びに留まったが、年明け以降も減速基調は変わらない。外需の低迷が内需の重石となる構図が明らかになったが、在庫調整が景気の足かせとなるなど、先行きの底入れを示唆する動きもある。とはいえ、中銀を中心に景気見通しの下方修正を繰り返しているなか、足下の景気状況は政府想定をも下振れしているとみられ、力強さに欠ける展開となることは不可避であろう。
- 今月実施された総選挙では朴大統領を支える「セヌリ党」が大惨敗を喫し、政権の「死に体」化は避けられなくなっている。他方、野党共闘もままならないなか構造改革をはじめ同国経済の立て直しに有効な策が打ち出される可能性は低い。結果、今後は中銀の金融政策に負荷が掛かることも予想される。足下では金融市場の落ち着きもありウォン高基調が続いているが、先行きは上値の重い展開になると見込まれる。

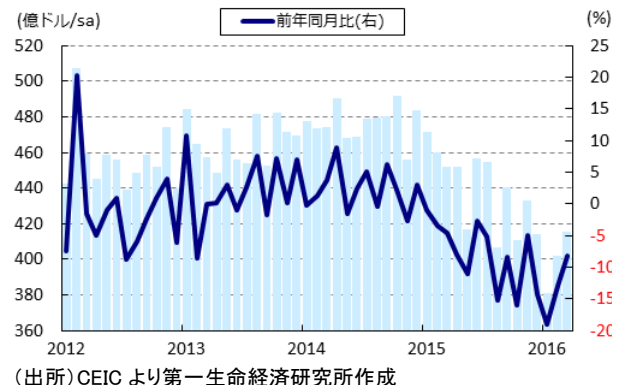
《外部環境の悪さが景気の足を引っ張るなか、政治の機能不全で構造改革も期待出来ず、金融政策への負荷に懸念》

- 足下の世界経済並びに国際金融市場を巡っては、年明け直後の中国発での金融市場のドタバタをきっかけにした中国経済に対する過度な悲観論が後退していること、原油をはじめとする国際商品市況の底入れによって「オイルマネー」の逆流に対する警戒感が薄れていることで落ち着きを取り戻しつつある。こうした動きに伴って、新興国や資源国から流出の動きを強めた世界的なマネーは再びこうした国々に回帰する動きをみせており、通貨安懸念の後退に繋がるなど金融市場に安心感をもたらしている。さらに、足下では減速基調を強めてきた中国経済についても、先行きに対する不透明感

はくすぶるものの底入れを示唆する動きをみせており、世界経済の底打ちを促すとの見方に繋がっている。こうした外部環境の変化は経済構造の外需に対する依存度が高い上、なかでも中国に対する依存度が高い韓国経済にとってプラスに寄与すると期待する向きがある一方、足下の輸出を巡る動きは十分に勢いを取り戻すには至っていない。昨年来の国際金融市場の動揺に伴う資金流出を受けて通貨ウォンの実質実効為替レート

は下落基調を強めたことで、輸出競争力は相対的に高まる展開が続いてきたものの、このところの資金回帰を受けて足下ではウォン高圧力が強まるなど一転して輸出の足かせとなっている。さらに、中国国内においては公共投資や不動産投資の活発化などを追い風に生産拡大の動きが広がるなか、中国からの鉄鋼製品や石油製品などの輸出量は高水準で推移する動きもみられるなど、中国からの輸出拡大の動きがアジア市場の価格低下の

図1 輸出額の推移



ほか、同業間でのカニバリ（共食い）を誘発している可能性がある。足下では人民元の実質実効為替レートにピークアウトの動きが出るなど輸出競争力が底入れするなか、韓国にとってはこうした展開の割を最も食いやすい状況に陥っている。また、同国の主力輸出産業であり国際競争力が比較的高いとされる電子部品や電気機械関連についても、世界的なスマートフォン需要の一巡が懸念されているほか、足下では中国製品との間で競争が激化していることなどで輸出に頭打ちの動きが出ている上、

自動車や造船などの輸送用機械も中国との競争環境悪化が足を引っ張る展開が続いている。結果、企業の設備投資意欲は昨年半ばをピークに急速に落ち込んでおり、足下でも底入れの兆しが出ていないことに加え、雇用の拡大ペースも鈍化基調を強めており、個人消費を中心とする内需への悪影響も懸念される。同国ではここ数年、家計部門が債務を積み上げる一方で不動産投資を活発化させることが景気の下支えに繋がる動きがみられたものの、足下では不動産価格が頭打ちするなど資産デフレ懸念が高まるなか、家計部門の債務残高は昨年末時点でGDP比 77.4%と他のアジア諸国と比較しても過剰感が出ている。このように、足下の韓国経済を取り巻く状況は、上述のように外部環境が厳しさを増すなか、国内においても様々な構造問題が景気の足を引っ張る難しい展開に直面していると言えよう。

- 昨年の経済成長率は前年比+2.6%と前年（同+3.3%）から2年ぶりに3%を切る水準に留まるなど、世界経済の変調が外需を通じて景気の足を引っ張る事態に直面しているが、上述の通りそうした展開は年明け以降も大きく変わっていない。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+2.7%と前期（同+3.1%）から減速基調を強めており、前期比年率ベースでも+1.5%と前期（同+2.7%）から一段と減速して3四半期ぶりの低い伸びに留まるなど厳しい状況にあることが確認された。内訳をみると、国際金融市場の動揺などを受けて世界経済に下押し圧力が掛かった影響で輸出が減速しているほか、企業の設備投資も大きく落ち込んでいるなど、外需の低迷が景気を下押しする状況が鮮明になっている。さらに、原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化を受けて足下の交易条件は改善基調を強めるなど、国内経済全般にとっては実質購買力の押し上げに繋がる材料となっているにも拘らず家計部門をはじめとする民間消費は減少しており、雇用改善の頭打ちや資産デフレ懸念を背景とするディスインフレ圧力が内需の足かせになっている様子もうかがえる。なお、こうした内需の弱さを反映する形で輸入は輸出を上回るペースで減速しており、純輸出の成長率寄与度は前期比年率ベースで7四半期ぶ

図2 企業の設備投資動向の推移

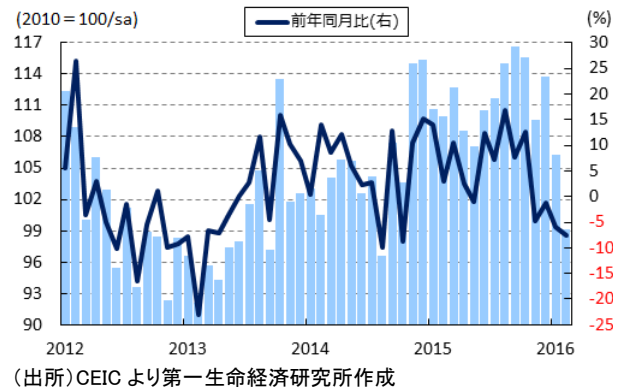


図3 実質GDP成長率(前期比年率/寄与度)の推移

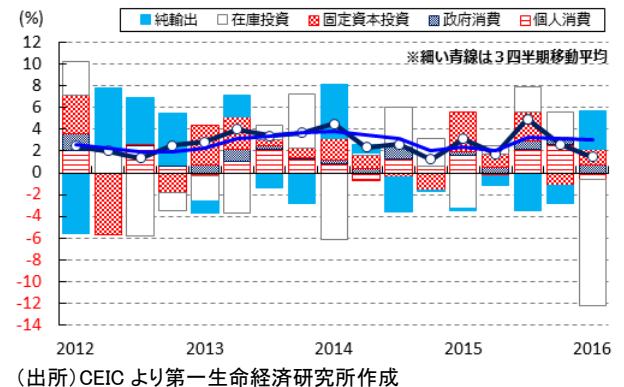


図4 交易条件指数の推移



りにプラスに転じている。また、過去3四半期に亘っては在庫投資の積み上がりが成長率の「かさ上げ」に繋がってきたが、当期については在庫の縮小が前期比年率ベースで▲11.6pt と大幅な下押し要因になっていることを勘案すれば、このこと自体は先行きの景気を見通す上では必ずしも悪い話ではない。事実、当局は1-3月期の景気について「2月並びに3月にかけて改善の動きがみられたものの、1月の落ち込みを補うには不十分であった」との認識を示すとともに、先行きの景気についても「第1四半期を底に伸びは加速する」との見方を示している。政府は年明け以降の世界経済を巡る混乱に際しても、「足下の基調は想定範囲内」として今年の経済成長率を前年比+3.1%とする見通しを変更していない一方、中銀は今日19日に今年の成長率見通しを同+2.8%と今年1月（同+3.2%→同+3.0%）に引き続き下方修正している。当研究所は今年2月段階の経済見通しにおいて韓国の今年の経済成長率見通しを前年比+2.8%としているが、足下の状況は同国経済が2年連続で3%を下回る成長に留まる可能性を示唆していると言えよう。

- なお、このように韓国経済を取り巻く環境は厳しさを増しているものの、今月行われた総選挙においては朴大統領を支援する「セヌリ党」が16年ぶりに第1党から陥落する大惨敗を喫しており、大統領と議会との「ねじれ」が顕在化する事態となっている。仮に、元々「セヌリ党」所属議員ながら今回の総選挙は無所属で立候補して当選した議員が「セヌリ党」に復党した場合においても「セヌリ党」が単独で過半数を獲得することはない上、最大政党となった「共に民主党」と院内交渉団体の構成要件を満たした「国民の党」についても、その設立の経緯を勘案すれば野党共闘で一枚岩になれるかは不透明である。結果、いわゆる「国会先進化法」の影響によって法案審議がまったく前進しない事態も予想され、結果的に議会が機能不全状態に陥るリスクが高まっている一方、今回の総選挙の惨敗を受けて朴大統領自身も任期を1年10ヶ月ほど残して「死に体（レームダック）」化が避けられない状況にある（詳細は14日付レポート「[韓国、朴政権の「死に体」化は必至の情勢](#)」をご参照ください）。上述のように足下の韓国経済にとっては様々な構造問題が景気のボトルネックになっていることは明らかであるが、政治が機能不全に陥るなかでこうした状況を打開する有効策が打ち出される可能性は低く、2月に政府が発表した財政支出の拡大や低利融資の拡充、6月末までを期限とする自動車購入に対する消費税減税策といった「カンフル剤」的な景気刺激策に終始する可能性は高いと見込まれる。他方、中銀は今日19日に開催した定例会合において政策金利を据え置く決定を行い、会合後の記者会見において李柱烈総裁は足下の金融政策について「経済成長を後押しする」とする一方で「金融政策の効果は限定的である」との考えを示し、さらなる利下げ実施のハードルの高さを示唆する姿勢をみせている。しかしながら、総選挙の結果を受けて効果的な財政出動をはじめとする景気刺激策の発動が期待しにくい環境にあること、足下のインフレ率が再び下方屈折する兆候が出ていること、足下でウォン高圧力が高まっていることを勘案すれば、比較的早期に追加

図5 経常収支の推移

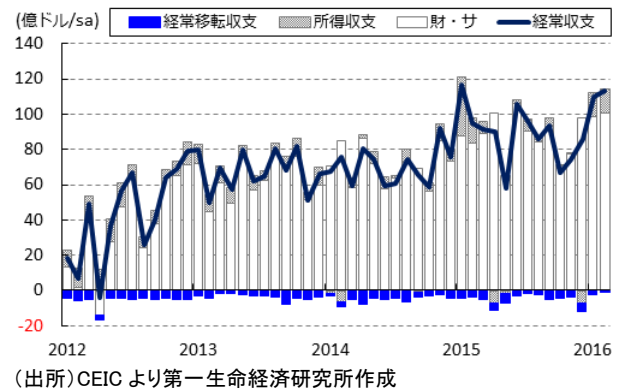
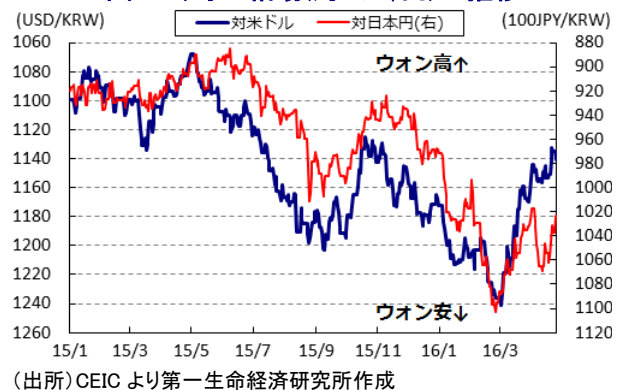


図6 ウォン相場(対ドル、円)の推移



利下げに踏み切る可能性は残る。折しも今月 21 日には中銀の理事が 4 人交代しており、新任委員の経歴をみると比較的「ハト派」的とみられる委員も存在するなど、先行きの方針が大きく転換される可能性もある。他方、足下では国内景気の弱さを背景に経常収支は黒字基調を強めており、国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかではウォン高圧力が高まりやすい環境にあることを勘案すれば、中銀にとってはウォン安を求める「外圧」が強まることが予想され、先行きについてはそうした思惑がウォン相場の上値を重くすることが考えられよう。

以 上