

「暗中模索」が続く韓国経済

～外需の底入れが「光」になるかは予断を許さない～

発表日：2016年7月26日(火)

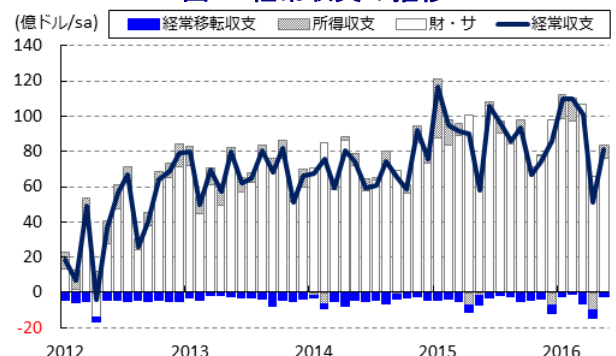
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

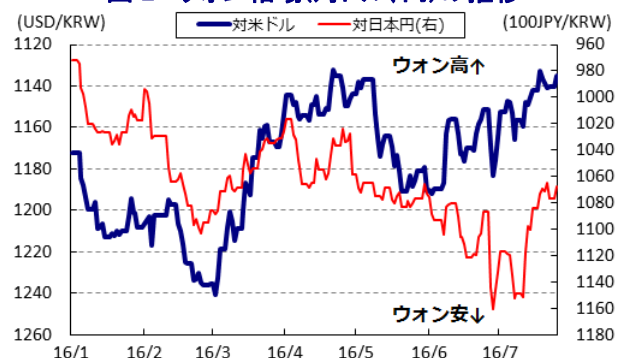
- 足下の世界経済には不透明感がくすぶる一方、主要国による市場安定化に向けた政策協調や米国の利上げ後ろ倒し観測などに伴い金融市場は落ち着きを取り戻している。経常黒字を抱える韓国では資金流入が期待される一方、このところの人民元安観測による通貨安競争懸念などがウォン相場の上値を抑える。海外経済の不透明感は輸出依存度が高い韓国経済の足かせとなるが、足下では当面の最悪期を脱しつつある。
 - 4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%と底入れしており、外需の底打ちに加え、物価安定や利下げなどを追い風に内需にも底堅さがみられる。ただし、家計部門の債務は過大でその拡大は期待しにくいなか、地域間格差も拡大するなかでデフレ懸念もくすぶる。総選挙での与党敗北で政権の指導力も発揮しにくいなか、有効な経済対策が打たれる可能性も低く、先行きの見通しは極めて厳しい状況にある。
 - 他方、世界経済を巡っても足下の中国経済の安定は長続きする類のものではない上、今後は英国のEU離脱の影響が発現することで下振れする可能性は高い。その意味では韓国経済にとっては足を引っ張る要因が多いなか、今年の成長率も昨年同様に3%を下回る力強さを欠く展開となることは不可避であろう。
- 足下の世界経済を巡っては、英国によるEU（欧州連合）離脱決定に伴う不透明感がくすぶるなか、ここ数年のけん引役となってきた中国経済が減速模様を強めるなど下押し圧力が掛かりやすい展開が続いている。こうした状況は、新興国をはじめとして相対的に輸出依存度が高い国々にとって景気の下振れ圧力に繋がりがやすいなか、ここ数年に亘り中国経済に対する依存姿勢を強めてきた韓国経済にとっては大きな痛手になってきた。なお、国際金融市場において懸案事項となってきた米国による利上げの実施は、その時期が当初の見通しに比べて後ろ倒しになるとの見方が広がっており、主要国を中心に市場安定化に向けた流動性供給策で足並みを揃えていることも重なり比較的落ち着きを取り戻している。世界的な「カネ余り」を背景に国際金融市場は「流動性相場」の様相を呈するなか、国際商品市況の低迷長期化に伴い経常黒字の拡大基調が続く韓国では、より高い収益を求めるリスクマネーの活発化によって資金流入圧力が強まるとの見方がある。その一方、中国による「人民元安」誘導への懸念は、他のアジア新興国における「通貨安競争」を引き起こすとの観測に繋がっており、結果としてウォン相場の上値を重くしている。なお、ウォン相場を巡っては、米・財務省が『外国為替報告書』において同国を

図1 経常収支の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 ウォン相場(対ドル、円)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

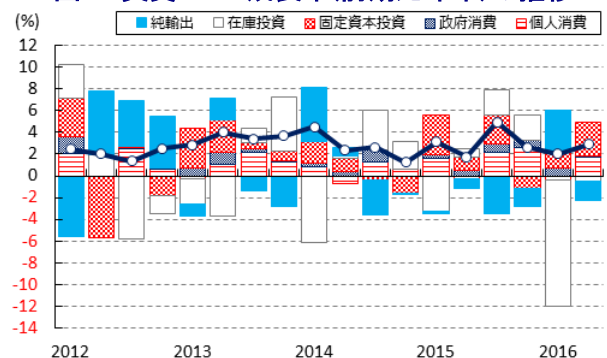
監視対象として名指したことから分かるように、当局がウォン相場の過度な変化に対して為替介入を頻繁に行うことが知られており、こうした動きは足下においてウォン相場は上昇基調を強める一方、金融市場においては上値の重さに対する意識に繋がっている可能性はある。以前はウォン安による輸出競争力の向上はそのまま輸出拡大に直結する好循環がみられたものの、年明け直後はウォン安基調が強まったにも拘らず世界経済の減速そのものが輸出の下押し圧力となり、国内においては雇用の悪化が内需の足かせとなる悪循環に繋がってきた。さらに、電気製品や自動車や船舶をはじめとする輸送用機器関連などの業界は経済以上に輸出に対する依存度が高く、年明け直後にかけては軒並み出荷・在庫バランスが急激に悪化したこともあり、企業の設備投資計画が相次いで下方修正されるなど、景気のさらなる下振れが意識される展開に陥った。ただし、足下においては英国のEU離脱による直接的影響が不透明ななか、中国経済は減速懸念が意識されるも失速が警戒される状況にはないこと、さらに米国経済の堅調さが確認されるなか、海外経済に左右されやすい韓国経済についても短期的には当面の最悪期を脱する動きがみられる。

- 昨年の経済成長率は前年比+2.6%と2年ぶりに3%を下回る水準に留まるなどひと頃の勢いをすっかり失っている状況にあるなか、年明け直後の国際金融市場の混乱は景気に対して一段と下押し圧力を強めることに繋がったが、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.2%と前期（同+2.8%）から2四半期ぶりに3%を上回る伸びに転じるなど減速感に一服感が出ている。

前期比年率ベースでは+2.9%と3四半期連続で3%を下回るなど勢いに乏しいものの、大きく減速した前期（同+2.1%）から底入れしており、その内訳についても輸出に底打ちの動きがみられるほか、低迷が懸念された個人消費が底堅いことに加え、調整模様が続いてきた企業の設備投資も拡大に転じるなど内需にも改善の動きがみられる。こうした背景には、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インフレ率が低水準で

推移しており、家計部門の実質購買力が押し上げられるなか、6月初めに中銀が予想外の形で利下げを実施するなど景気下支えの動きを一段と強めたことも影響している。さらに、年明け直後の国際金融市場の混乱を発端として世界経済の動揺が一巡したことで、輸出に底入れの動きが出ていることは非正規を中心に雇用拡大に繋がり個人消費の押し上げに繋がっている上、調整模様が続いた企業の設備投資意欲の改善を促すといった動きもみられる。また、低金利状態が長期化しているなかで家計部門が抱える債務の伸びは足下で加速度を増している上、なかでも債務全体の95%近くを占める住宅ローンの伸びは全体を上回っており、こうした動きは建設投資の活発化を促していると考えられる。ただし、足下の不動産市況を巡っては首都ソウル中心など大都市の一部を除いては低迷状態が続いており、全体として活況を呈している訳ではなく、地方部などにおいては不動産市況の低迷に伴い資産デフレ圧力が高まる可能性もくすぶっている。同国では一昨年に不動産市況の低迷によるデフレ懸念に対抗すべく不動産融資に対する規制緩和のほか、利下げなどを通じて不動産取引を活性化させる取り組みを進めてきたが、結果的には大都市部と地方との格差拡大を助長させている。家計部門が抱える債務残高は今年3月末時点でGDP比78%と極めて高水準に達しており、さらなる拡大は期待しにくくなっている一方、家計部門における資産の大半が不動産であることを勘案すれば、地方部を中心とする不動産市況の低迷はバランスシート調整圧力を高めることで景気の下押し圧力を増幅させることになる。足下の政策

図3 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

金利は過去最低水準となるなか、先行きについてはさらなる利下げが行われる可能性がある一方、中銀内では利下げの「限界」を示唆するなか、今年4月に行われた総選挙の選挙戦の最中には「韓国版量的金融緩和」の議論が活発化する場面もみられた。ただし、この「韓国版量的金融緩和」とは、韓国産業銀行や韓国輸銀など政府系金融機関の資本増強を韓国銀行（中銀）に肩代わりさせ、これらの金融機関が企業に対して構造改革の促進を名目に融資を拡大させる取り組みであり、市中に流通している国債等の引き受けに比べても「財政ファイナンス」的な意味合いが強い。最終的に与党セヌリ党が総選挙で惨敗を喫したことで法改正が必要になる一連の手続きは見送られた一方、政府は6月末に総額 20 兆ウォン超の経済対策を実施する方針を発表し、政府系金融機関による融資拡大や政府系企業に対する投資など雇用対策や生活支援に向けて 10 兆ウォン規模の補正予算のほか、中銀に対しては企業の資金繰り支援に向けて資金供給を促す方針を明らかにしている。なお、総選挙でセヌリ党は議会内で第2党に転落したが、元々セヌリ党所属で無所属にて当選した議員が復党したことで第1党に再び戻った。ただし、同党は単独過半数に満たない状況が続いている。結果、朴政権の議会対応は困難を極めるなか、円滑な政策遂行は期待しにくい展開が続いており、景気にとっても足かせとなりやすい状況が続くことが予想される。

- なお、上述の経済対策の財源としては過去の予備費や予算のうちの未使用残に当たる部分が多くを占めており、ここ数年の景気減速に伴って歳入の伸びが鈍化するなど財政余力が低下するなか、同国政府としては、国債増発などを通じて財政状況のさらなる悪化を食い止めたいとの意思はうかがえる。その一方、経済対策の規模はGDP比で1%強程度に留まっていることを勘案すれば、足下の景気動向は下振れ圧力が掛かりやすい展開となるなかで景気浮揚に十分なものは判断しにくい。さらに、朴政権は発足当初から「創造経済」を経済政策の柱に据えつつ構造改革を前進させる考えをみせている

が、現実には毎年打ち出される経済対策は小規模なものに留まっている上、財閥系を中心とする大企業が経済の大半を牛耳る状況は大きく変わらないなか、海外経済、とりわけ中国経済の状況に左右される展開が繰り返されてきた。先日の総選挙を経て朴政権は名実ともに「レームダック（死に体）」化したことで、先行きについても事態打開が容易に進む状況は期待出来ず、結果的に景気についても力強さを欠く展開が続くことは避けられないと予想される。また、足下においては輸出に底入れの動きがみられるものの、足下の中国経済は公共投資など政府の後押しや長期に亘る金融緩和を背景とする不動産投資の活発化が景気の下支えを促す一方、これらは自立的な景気回復軌道とは捉えることが出来ず早晩息切れする可能性が考えられる上、英国のEU離脱の影響は今後発現することを勘案すれば、このペースで外需が回復していくとは見込みにくい。このことも先行きの韓国経済の足を引っ張る一因になることは避けられないとみている。中銀は今月発表した定例の経済見通しにおいて、今年の経済成長率見通しを前年比+2.7%と従来（同+2.8%）から▲0.1pt 引き下げたほか、それに先立つ今年5月には政府系シンクタンク（開発研究院）も今年の経済成長率見通しを同+2.6%と従来（同+3.0%）から▲0.4pt 引き下げるなど総じて厳しい見通しを示している。なお、当研究所は今年5月の定例見通しにおいて韓国の今年の経済成長率を前年比+2.6%と発表しているが、現時点においてはこの見方を据え置く。

以上

図4 輸出額の推移

