



韓国銀行、不動産バブル懸念に対応すべく1年ぶりの利上げ

～景気に不透明要因山積の一方で不動産バブル懸念、今後も難しい対応が迫られる～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 世界経済を巡る不確実性が高まるなか、新興国にとっては厳しい環境が続いている。韓国では文政権の経済政策の「失策」により景気は頭打ち感を強めており、政権支持率は低下している。今月初めに経済政策の司令塔は更迭されたが、「所得主導成長論」を推進する姿勢は変わらないとみられる。他方、景気見通しの下方修正が相次ぐなか、産業界と労働組合との対立も激化するなど、事態打開は見通しにくい状況が続く。
- 他方、長期に亘る金融緩和に伴い家計債務が拡大するなか、首都ソウルの不動産価格の急騰が新たなリスク要因となってきた。中銀は金融緩和を続けて来たが、夏場以降利上げを主張する委員が現われ、先月の会合後に早期利上げ観測が強まり、30 日の定例会合で1年ぶりの利上げを実施した。景気及び物価動向を勘案すれば緩和環境の継続は可能な一方、過剰な家計債務は金融市場のリスク要因となり得るだけに、中銀にとっては今後も外部環境を睨みつつ、適時適切な対応を求められる難しい状況となることは避けられない。

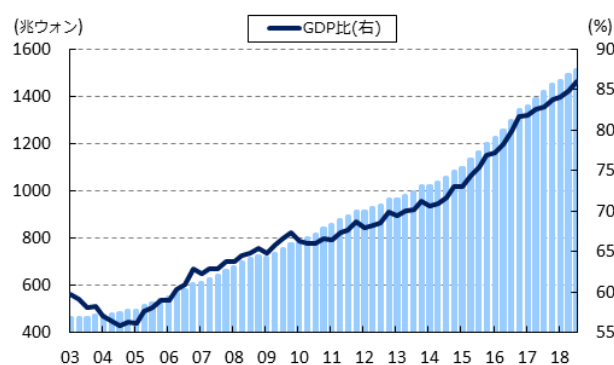
世界経済を巡っては、米中貿易摩擦の激化に伴い世界貿易の萎縮が懸念されるなか、足下では中国景気の減速感が強まるなど、様々なリスク要因が意識されている。他方、いわゆる『トルコ・ショック』をきっかけにした国際金融市場の動揺は足下で落ち着きを取り戻しており、新興国にとって資金流出圧力の懸念は幾分後退している。ただし、世界経済を巡る不確実性は高まっている一方、米FRBによる金融政策の正常化の取り組みの動きも重なり、新興国には今後も厳しい状況が続く可能性は高い。こうした状況は、アジア新興国のなかでも相対的に経済の外需依存度が高く、経常黒字国ではあるが、金融セクターを中心に海外資金に対する依存度が高い韓国経済にとり難しい状況に繋がりやすい。さらに、文在寅（ムン・ジェイン）政権の経済政策を巡る『失策』も重なり、足下の景気は急速に頭打ちの動きを強めており（詳細は10月25日付レポート「[韓国、外部環境の悪化に経済政策の失策がダブルパンチ](#)」をご参照下さい）、直近の世論調査では「[経済及び民生問題を巡る指導力不足](#)」を理由に政権支持率は低下傾向を強めている。結果、今月初めには経済政策の『司令塔』を担ってきた金東亮（キム・ドンヨン）前副首相兼企画財政相と、張夏成（チャン・ハソン）前大統領府政策室長が更迭される事態に追い込まれた。なお、後任の洪楠基（ホン・ナムギ）副首相兼企画財政相（前國務調整室長）及び、金秀顕（キム・スヒョン）大統領府政策室長（前大統領府社会首席秘書官）はともに革新色が強く、文政権が推進する雇用創出や賃上げによる所得向上で景気拡大を目指す『所得主導成長論』を継承する状況は変わらず、大きな方針転換が行われる可能性は低いとみられる。こうしたなか、10月には韓国銀行（中銀）が発表した最新の『経済見通し』で今年及び来年の経済成長率見通しを下方修正したほか、今月初めには政府系シンクタンクの韓国開発研究院（KDI）が「内需の不振」を理由に今年及び来年の成長率見通しを下方修正するなど、先行きの景気に対する見方は厳しさを増している。こうした事態を受け、産

業界は文政権に対して規制緩和を要請し、今年7月に導入された『韓国版働き方改革』に基づく労働時間上限制限の「弾力的運用」を求める一方、労働組合はこれに反発する姿勢を強めており事態打開の道筋は描けていない。文政権は大統領直属の『経済社会労働委員会』を新設し、労使と政府が協議する場を設けたが、労働組合の反発は強く、議論の行方如何では政権支持率への悪影響も必至であるなど『板ばさみ』状態に見舞われている。なお、当研究所も先日発表した最新の経済見通しにおいて、今年及び来年の経済成長率をそれぞれ前年比+2.6%、同+2.3%と一段と厳しさが増すと予想している（詳細は28日付レポート「[アジア（中国・インド・NIES・ASEAN 5）経済見通し（2018年11月）](#)」をご参照下さい）。

他方、夏場以降の国際金融市場の動揺では、資金流出に伴い通貨ウォン相場が下落基調を強めたほか、株価も下落傾向を強めるなど国内金融市場も大きく動揺した。その一方、韓国では長期に亘る金融緩和政策の影響で家計部門の債務が拡大傾向を強めており、この動きに呼応するように首都ソウルを中心に不動産投資ブームが起こり、足下のソウルの不動産価格は前年比で二桁%の高い伸びとなるなど、新たなリスク要因となることが懸念されてきた。よって、中銀内では夏場以降、国内金融市場のボラティリティが高まっていることを受けて金融緩和の継続を訴える声が大勢を占める一方、国内金融市場の動揺にも拘らず早期の利上げ実施によりリスクの極小化を図ることが必要との声が出た。7月の定例会合以降は票決が割れる展開が続き、7月及び8月の会合後に行われる記者会見では李柱烈（イ・ジュヨル）総裁が「李一衡（イ・イルヒョン）委員が反対票を投じた」と説明していた。なお、李一衡委員はIMF（国際通貨基金）での経歴が長く、主要国などと比較して韓国の家計債務の規模が大きい上、その裏側でバブル的な不動産価格の上昇が起こっていることに伴う金融市場のシステミックリスクに対する警戒感を抱いたとみられる。ただし、10月の定例会合では利上げを主張する委員に高承範（コ・スンブム）委員（韓国金融委員会出身）も加わったほか、李

総裁も家計債務の抑制の必要性や金融市場の安定を重視する姿勢を示すなど、早期の利上げ実施を模索する可能性が高まった。こうしたなか、30日に行われた定例会合で同行は1年ぶりとなる利上げ（1.50%→1.75%）を実施した。会合後に発表された声明文では、海外経済及び国際金融市場に対する見方は前回会合からほぼ変わらず、国内経済についても「全般的に潜在成長率並みの成長が続いている」との見方が据え置かれたほか、先行きについても「10月の経済成長率見通しに沿った動きが期待される」との

図1 家計部門の債務残高及び GDP 比の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 ソウルの不動産価格(前年比)の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

見方を示した。他方、物価についても足下の動向を反映しつつ、先行きについては「緩やかに加速する」との見方を変えていない。金融市場については、国際金融市場が落ち着きを取り戻していることは好影響を与える一方、家計債務は「政府の不動産市場安定化策にも拘らず拡大が続いている」と警鐘を鳴らした。先行きについては「金融市場の安定に注意しつつ、中期的な景気回復と物価安定を目指す一方、当面はインフレ懸念が高くないため、緩和的なスタンスを維持する」とし、漸進的なプロセスを採る姿勢を示した。よって、同行は早期の利上げが必要との認識を持つ一方、金融市場が動揺する状況では利上げ実施は難しいものの、足下では国際金融市場の動揺は一服しており最良のタイミングと判断したと考えられる。なお、先行きの判断材料として「景気及び物価動向」に加え、「主要国の貿易政策、主要国の金融政策、新興国の金融・経済動向、家計債務の動向、地政学リスク」を挙げており、家計債務の動向には引き続き注意が必要と言える。

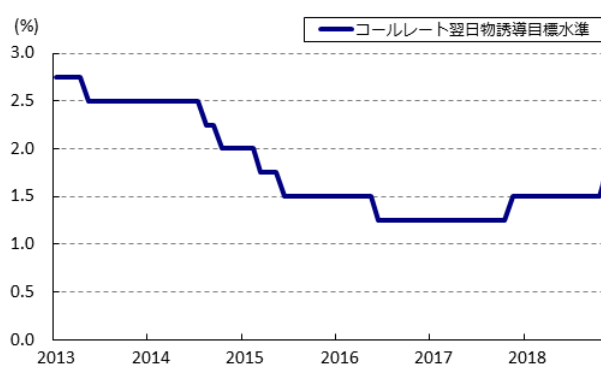
なお、会合後に記者会見に応じた李総裁は今回の決定について「全会一致ではない」とし、委員の名前は伏せたものの「2名の委員が金利据え置きを主張した」と説明した。その上で、今回の利上げ決定について「政府の不動産市場安定化策と相俟って金融市場を巡るアンバランスの解消に繋がる」とした

上で、足下の金利水準について「想定される中立水準を依然下回っている」との認識を示した。そして、米F R B（連邦準備制度理事会）による利上げに関連して「資本流出が高まるとはまったく心配していない」との見方を示した。その一方、先行きの景気について「来年にかけて国内景気を巡る懸念が高まると認識している」とした上で、「来年の経済成長のけん引役は輸出と消費になる」との考えを示した。ただし、上述のように先行きの景気を巡る動きには不透明感が高まって

いるにも拘らず、足下ではソウルを中心に不動産のバブルが懸念される状況に見舞われており、当面は金利据え置き姿勢が続くと予想される一方、今後も同行は外部環境を見定めつつ政策判断を行わざるを得ない難しい状況に立たされる展開が続くであろう。

以 上

図3 政策金利の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。