

韓国景気、世界金融危機直後以来の「急ブレーキ」

～下押し材料山積のなか、政策的後押しも限定的で厳しい状況が続く可能性は高い～

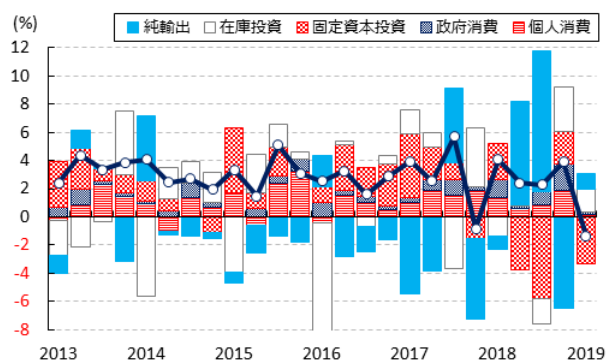
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年以降の世界経済は全体的に勢いに陰りが出るなど、韓国景気の足を引っ張っている。文政権は経済政策の「失策」を挽回すべく外交に傾注するも思惑は外れ、閣僚などのスキャンダル噴出も重なり、支持率低下が続く。足下では中国景気の底打ち期待の一方、1-3月の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.35%とマイナスとなり、基調も減速傾向を強めている。内・外需双方で下押しの動きが顕在化しており、在庫の積み上がりに加え、中国の景気底打ち期待の効果発現にも時間が掛かるなど、当面の景気は厳しい展開は避けられない。
- 18日の定例会合で中銀は金利据え置きを決定するなど、年明け以降は様子見を続ける。景気及び物価見通しを下方修正する一方、総裁は利下げを否定した。年明け以降の原油相場底入れに加え、米トランプ政権の対イラン制裁強化はイラン産原油への依存度が高い同国経済にも少なからず悪影響を与え得る。24日に政府は補正予算を発表したが、早期成立は見通しにくく景気押し上げ効果は限定的と見込まれる。家計債務を警戒する中銀は利下げにも動きにくく、先行きの韓国経済には厳しい環境が待ち受ける状況が続くであろう。

昨年後半以降の世界経済を巡っては、習政権が主導するデレバレッジ（債務抑制）政策や米中貿易摩擦の激化などを背景に中国景気が減速感を強めたほか、EU（欧州連合）を中心に先進国景気も頭打ちの様相を強めるなど、全体的に勢いに陰りが出る動きが続いた。こうした動きに呼応するように世界貿易には下押し圧力が掛かり、経済の輸出依存度が相対的に高く、近年は中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれてきた韓国経済にとっては、景気の足を引っ張られる要因となっている。さらに、韓国では一昨年誕生した文在寅（ムン・ジェイン）政権の下で「所得主導成長論」と称する『社会実験』に近い経済政策が採られているが、現時点では外部環境の悪化も重なり効果を挙げられず、結果的に文政権の誕生を大きく後押しした若年層を中心に雇用・所得環境は悪化している。他方、文政権は経済政策での『失策』を挽回すべく、朝鮮半島問題を巡って北朝鮮と米国の『パイプ役』を進んで買って出る動きを示してきたが、今年11日に行われた米韓首脳会談では米トランプ大統領が文氏の姿勢に釘を刺す動きをみせるなど、文政権の思惑は大きく外れている。このように文政権にとっては『踏んだり蹴ったり』の状況が続くなか、先月以降は閣僚及び閣僚内定者などによるスキャンダル事案が相次いで表沙汰になり、文政権の支持率は低下の一途を辿って過去最低水準を更新するなど厳し

図1 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

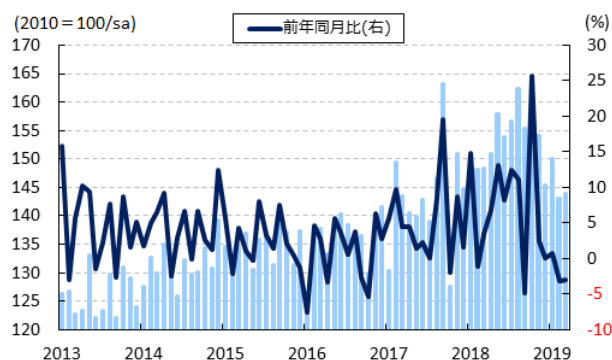
い状況に見舞われている（詳細は10日付レポート「[「アイデンティティ政治」が追い込む韓国経済の行方](#)」をご参照下さい）。その一方、足下では中国景気の底打ちが予想外に早まる可能性を示唆する動きがみられ（詳細は17日付レポート「[中国景気に予想外に早い底入れの兆候](#)」をご参照下さい）、この動きは中国经济との連動性が高い韓国経済の底打ちを促すと期待されるが、中国との関係は『最悪期』は脱したものの依然『すきま風』が吹く状況が続いている上、日本との関係は改善の兆しもみられず潜在的なリスク回避策の強化は『棚上げ』されている。こうしたなか、今年1-3月の実質GDP成長率は前年同期比+1.8%と前期（同+3.1%）から大幅

に減速して、世界金融危機直後以来の丸10年半ぶりに2%を下回る伸びに留まり、前期比年率ベースでは▲1.35%と前期（同+3.91%）に大きく上振れした反動も重なり5四半期ぶりにマイナス成長となるなど急速に景気は弱含んでいる。輸出は財・サービス双方で減少が続いている上、マイナス幅が拡大するなど米中貿易摩擦の激化や世界経済の減速懸念に加え、中国との『微妙な関係』が続くなかで中国からの観光客数に下押し圧力が掛

かっていることも重石になっている。さらに、外需を巡る不透明感に加え、文政権による最低賃金の大幅引き上げなどの雇用政策を受けて企業部門の設備投資意欲は急速に冷え込むなか、家計部門による債務膨張を警戒して中銀が昨年末に利上げ実施に踏み切ったことで住宅投資にもブレーキが掛かり、結果的に固定資本投資は下押しされた。また、昨年末にかけての原油相場の調整はインフレ圧力の後退を通じて家計消費の押し上げに繋がると期待されたものの、年明け以降は原油相場の底入れが進んでいるほか、家計債務が膨張する一方で上述の昨年末に行われた利上げ実施に伴い年明け以降の不動産市況に調整圧力が掛かっている。さらに、文政権が進める労働政策などを理由に雇用・所得環境は厳しい状況が続くなか、家計部門にとっては実質購買力への下押し圧力が強まり、結果的に家計消費の足かせとなる動きもみられる。このように、これまでは外需が弱含むなかでも家計消費などの内需が比較的底堅い動きを続けて景気を下支えする展開が続いたものの、足下では内・外需双方に弱含む動きが強まっている。また、今の上中旬ベースの輸出額は引き続き前年を大きく下回る水準で推移しており、外需を巡る環境改善にはしばらく時間を要する状況が予想される。また、2四半期連続で在庫投資の成長率寄与度がプラスで推移するなど、在庫が積み上がっていることは先行きの生産の足かせとなる可能性があり、その意味でも先行きの景気には厳しい展開が待ち受けていると言えよう。

なお、中銀は18日に開催した定例の金融政策委員会において、政策金利を3会合連続で1.75%に据え置く決定を行っており、年明け以降は米FRB（連邦準備制度理事会）が『ハト派』姿勢に転じていることを受けて様子見を続けている。ただし、足下で世界経済を巡る不透明感が高まっていることなどを理由に、今年の経済成長率見通しを前年比+2.5%と1月時点（同+2.6%）から▲0.1pt、物価見通しも同+1.1%と1月時点（同+1.4%）から▲0.3ptそれぞれ引き下げる下方修正を行っている（詳細は19日付レポート「[豪州の雇用は力強いが、NZの物価は下振れ \(Asia Weekly\(4/12~4/19\)\)](#)」を

図2 輸出量の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

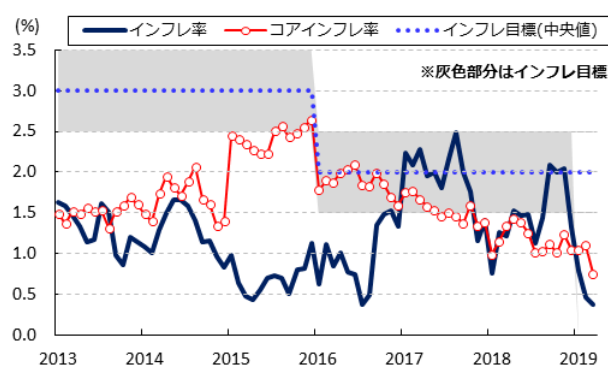
ご参照下さい)。会合後に記者会見に応じた李柱烈（イ・ジュヨル）総裁は、金融政策の方向性について「金融緩和が協議されている訳ではない」と述べたほか、現状について「デフレに陥るリスクは低く、利下げを協議する時期ではないという従来のスタンスに変更はない」との考えを示している。足下のインフレ率は生鮮品を中心とする食料品価格の下落などを理由に減速傾向が強めているほか、コアインフレ率も景気の先行き不透明感や雇用・所得環境の悪化などに伴い減速傾向を強めているものの、年明け以降の原油相場が底入れの動きを強めていること

を勘案すれば、先行きのインフレ率が一段と減速する可能性は低いと見込まれる。さらに、米トランプ政権は対イラン制裁を強化する方針を明らかにし、イラン産原油取引を巡って8ヶ国・地域を対象にした『適用除外措置』が撤廃されるなか（詳細は23日付レポート「[米トランプ政権がイラン制裁強化へ、新興国に新たなリスク](#)」をご参照下さい）、韓国は中国に次いでイラン産原油を輸入するなど関係が深く、今後はイラン以外の国々などからの輸入を拡大する必要に迫られるなど、インフレ率の上振れ要因となることが懸念される。他方、中銀は家計部門が抱える債務についてその拡大ペースを憂慮する考えを引き続き示しており、足下では依然として景気拡大のペースを上回る水準での拡大が続いていることを勘案すれば、景気を理由にした早期の利下げ実施にも動きにくい状況は変わっておらず、中銀には極めて難しい舵取りが迫られている。なお、政府は24日に大気汚染対策と景気下支えを図る観点からGDP比0.4%弱に当たる6.7兆ウォン規模の補正予算案を発表しており、補助金による自動車買い替え促進や空気清浄機の購入促進、再生可能エネルギーの活用などに加え、輸出信用の拡大などが図られる見通しとなっている。政府（企画財政部）の試算では、今年

の経済成長率が+0.1pt程度押し上げられるほか、7.3万人程度の雇用創出効果があるとするが、文政権を支える与党である「共に民主党」の国会（総議席数：300）における所属議員数は128と4割程度に留まり、補正予算案の国会議決には野党協力が必要であることを勘案すれば早期の成立は難しい。よって、早期の効果発現には繋がりにくいと見込まれ、先行きの景気に対する押し上げ効果も年後半に限定的な水準に留まると予想されるなど、明確な景気回復には繋がりにくいとみられ、厳しい状況が続くことは避けられそうにない。

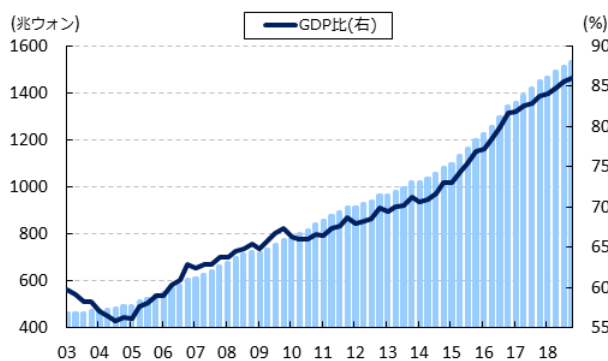
以上

図3 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図4 家計部門の債務残高の推移



(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。