

## 韓国、一部で話題に上りつつある危機のリスクは本当か

～一部の懸念は些か行き過ぎだが、文政権の対応の拙さがリスクへの意識を増幅させた可能性～

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)

- 足下の国際金融市場では、米中摩擦の再燃で投資家のリスク回避姿勢が強まり、年明け以降の新興国通貨の上昇は「帳消し」された。経済の中国依存度が高い韓国では外需が減速するなか、文政権の「失策」に伴い内需も鈍化しており、足下の景気は急速に弱含んでいる。利下げ観測はくすぶるが巨額の家計債務の問題を抱える一方、米トランプ政権の対イラン制裁強化など新たな問題も噴出するなど難しい対応を迫られている。
- 景気減速に加え、先行き不透明要因の山積も重なり、先月末以降のウォン相場は急落している。一部に危機を懸念する向きもあるが、経常黒字国である上、外貨準備高の動向を勘案すれば危機的状况にはほど遠い。足下ではディスインフレ懸念がくすぶり、輸出競争力向上に向けて当局がウォン安を放置している可能性はある。他方、外貨建債務の負担増が経済活動を蝕む可能性もあり、早晚対策に迫られる必要性は高まろう。
- 足下のウォン相場急落の背景には、文政権下でわが国を含む周辺国との関係悪化によりセーフティーネット構築による潜在的リスクへの対応が疎かになっていることも挙げられる。潜在的リスクに加え、ウォン安は米トランプ政権との新たな火種になる可能性もあるなど、今後も懸念要因がくすぶる展開は続くであろう。

このところの国際金融市場においては、米中摩擦の再燃を受けて投資家の間にリスク回避的な動きが広がりを見せており、年明け以降は米FRB（連邦準備制度理事会）が『ハト派』姿勢に転じたことをきっかけに新興国通貨に底入れの動きが出ていたものの、足下では一転して下落圧力が強まり年明け以降の上昇は『帳消し』されている。米中摩擦を巡っては、米トランプ政権は中国からのすべての輸入品に対して制裁関税を掛けることも辞さない姿勢をみせる一方、中国政府が発表した報復措置は米国による制裁に対して規模が小さいなど一部に『弾切れ』もささやかれるなど、米国以上に中国経済に打撃を与えることが懸念される。こうした事態を受けて、足下では中国経済に対する依存度が高く、かつ中国を中心とするサプライチェーンを通じて中国の対米輸出の動向にも影響を受けやすい国々を中心に売り圧力が強まる動きが顕著になっている。韓国経済は、アジア新興国のなかでは相対的に経済の輸出依存度が高く、輸出全体に占める中国向けの割合は3分の1を上回り、中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれているほか、来訪者数に占める中国人観光客の割合も4割弱に達するなど、外需面で中国に対する依存度が極めて高い。結果、1-3月の実質GDP成長率は前

図1 MSCI 新興国通貨指数の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

年同期比+1.8%と世界金融危機直後以来となる丸10年半ぶりに2%を下回る伸びに鈍化しており、前期比年率ベースでも▲1.35%と5四半期ぶりにマイナス成長になるなど、足下の景気は急速に弱含んでいる（詳細は4月25日付レポート「[韓国景気、世界金融危機直後以来の「急ブレーキ」](#)」をご参照下さい）。

4月の輸出額も前年を下回る推移をみせているほか、今月も上中旬ベースの輸出額は前年を二桁%以上下回る伸びに留まるなど弱含む展開が続き、外需の鈍化懸念を受けて企業部門は昨年以降幅広い分野で設備投資を手控える動きをみせており、今後もそうした動きが続く可能性が高まっている。

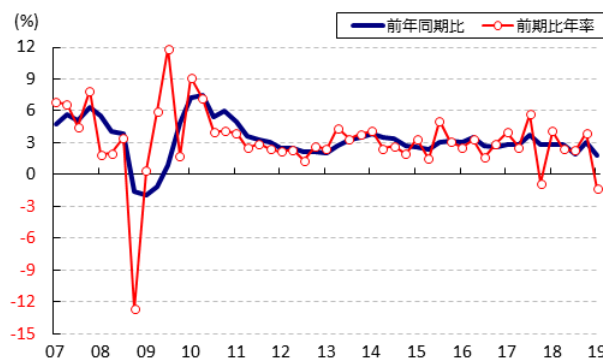
さらに、文在寅（ムン・ジェイン）政権が主導する「所得主導成長論」に基づく最低賃金の大幅引き上げや『韓国版働き方改革』の実施に伴い、足下の雇用・所得環境には若年層を中心に下押し圧力が掛かっており、家計消費は弱含むなど政権が一連の政策実施で想定した所期の目標実現にはほど遠い状況が続いている。他方、韓国銀行（中銀）は昨年末に『政策余地』の拡大と不動産バブル懸念に対応すべく1年ぶりの利上げ実施に踏み切ったが、年明け以降は米FRBの『ハト派』姿勢転換に伴い様子見姿勢に転じており、金融市場では足下の景気減速を受けて利下げに踏み切るとの観測がくすぶる。ただし、中銀は直近の定例会合において金融緩和の可能性を排除する姿勢を示すなど、低金利政策の長期化に伴い家計債務が景気拡大を上回るペースで拡大を続けており、足下ではアジア太平洋地域で突出していることも影響している。今後は米トランプ政権による対イラン制裁強化に伴う原油輸入を巡る物価などへの影響も懸念されるなか、政府及び中銀は難しい政策の舵取りを迫られている。

このところの景気減速に加え、先行きに対する不透明要因が山積しているほか、中銀による利下げ観測が強まっていることも理由に、金融市場においては通貨ウォン相場が急速に下落しており、足下の対ドル相場は約2年半弱ぶりの水準となっている。

特に、先月末以降については下落ペースが急激に加速しており、米中摩擦の再燃による国際金融市場におけるリスク回避的な動きに加え、韓国経済自体への悪影響も懸念されるほか、米トランプ政権の政策運営に揺さぶられやすい体質も影響している。なお、韓国は1997～98年に発生したアジア通貨危機が飛び火して最終的にIMF（国際通貨危機）に支援を要請する事態に追い込まれたため、一部には足下のウォン相場の急落を理由に同様の状況に見舞われることを警戒する向きはある。

通貨危機に見舞われた当時の韓国経済は経常赤字国であったものの、その後IMF主導で行われた構造改革なども追い風に足下では経常黒字国となっているほか、通貨危機当時の外貨準備高は200億ドル程度に満たなかったものの、直近4月末時点では

図2 実質GDP成長率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図3 ウォン相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

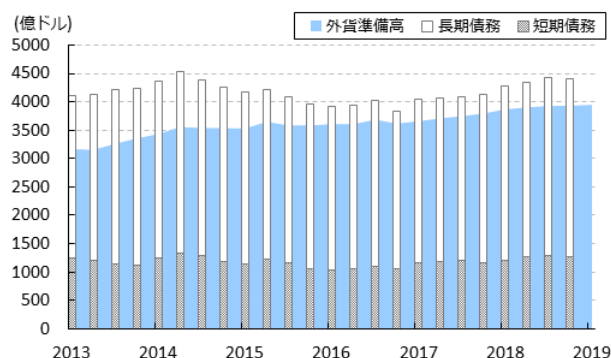
3935 億ドルに達しており、対外債務に占める短期債務残高（昨年末時点で 1266 億ドル）との単純比較で危機が懸念される状況にはほど遠い。また、年明け以降の原油相場の上昇による影響は懸念されるほか、急激なウォン安は輸入インフレ圧力に繋がるなどの問題はあるものの、足下のインフレ率は中銀が定めるインフレ目標を大きく下回るデフインフレが懸念される展開が続いており、インフレにほど遠い状況にある。さらに、上述のように経済の輸出依存度が高い韓国にとり

ウォン安の進展は輸出競争力の向上を通じた景気下支えに繋がりがやすく、中銀は先月末以降に急激なウォン安が進行しているにも拘らずこれを『放置』している可能性は考えられる。なお、こうした構図は世界経済が拡大を続けている状況であれば『定石』として捉えられるものの、足下の世界経済は米中摩擦の再燃に加え、世界的に保護主義の動きが強まりをみせるなかで製造業を中心に下押し圧力が強まっており、価格競争力の向上が輸出拡大に繋がるかは不透明である。足下の動きが長期化すれば、銀行セクターを中心に海外資金への依存度が高い同国経済にとっては、ウォン安に伴う債務負担の増大が幅広い経済活動の足かせとなる可能性もあり、早晚ウォン安阻止に向けた対策に動く必要性も高まろう。

なお、このところのウォン安の動きが急激に進んでいる背景には、文政権による『アイデンティティ政治』の背後でわが国をはじめとする周辺国との関係は急速に悪化しており、結果的にわが国との間の通貨スワップ協定など『セーフティーネット』を通じた潜在的リスクへの対応が疎かになっていることも影響していると考えられる（詳細は 4 月 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）。上述したように、外形的にみれば韓国経済が直ちに危機的状況に陥る可能性は低いものの、同国の短期対外債務の大宗は民間部門によるものであり、仮に国際金融市場がパニック的な状況に陥る事態となれば外貨の資金繰りに対する悪影響が顕在化する可能性は残る。さらに、金融市場でリスク回避的な動きが強まる状況においては、日本円に相対的に上昇圧力が高まりやすくなる傾向があり、ウォン安が進むなかでは相対的に日本企業が不利な状況に置かれやすくなる点にも注意が必要である。他方、昨年に改定に向けた交渉が行われた後、今年 1 月に発効した改定米韓 F T A（自由貿易協定）では『為替条項』が中心議題のひとつに挙げられたが、足下の急激なウォン安の進展はトランプ米大統領が『新たな議題』を立ち上げる呼び水になる可能性もある。足下で喧伝される危機のリスクは些か行き過ぎの感があるものの、文政権の対応がそうした懸念を惹起させている面はあり、今後も懸念がくすぶる展開が続くであろう。

以上

図 4 外貨準備高と対外債務残高の推移



(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。見直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。