

韓国景気は政府頼み、外需の不透明感が重石の状況は変わらず

～景気が一段と悪化した場合、その理由を「日本」に擦り付ける可能性には要注意～

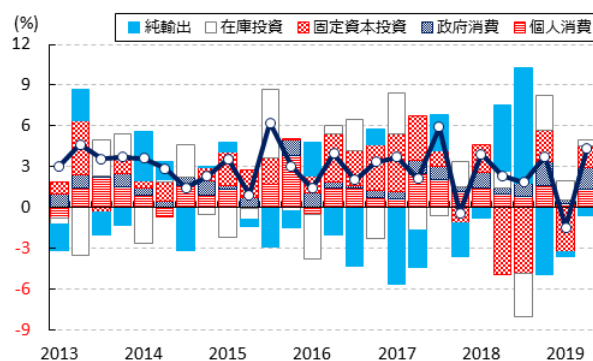
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は世界貿易の頭打ちに伴う減速懸念が高まっている。中国の景気減速が鮮明になるなか、中国依存度が高い韓国は文政権による政策失敗の影響も重なり減速感を強めている。1-3月の経済成長率がマイナス成長となった反動で4-6月は前期比年率+4.36%とプラスに転じたが、外需は力強さを欠くなかで補正予算による政府消費と公共投資の進捗が押し上げ役となった。他方、民間需要は押し並べて弱く、外需を巡る不透明感や来年の賃金上昇が小幅に留まることは、先行きの景気の足かせとなる状況が続くであろう。
- 中銀は18日の定例会合で約3年ぶりの利下げ実施を決定した。年明け以降インフレが鈍化し、米FRBが「ハト派」姿勢に転じたことは、同行の利下げ実施を後押ししたとみられる。ただし、同行は利下げ実施の理由のひとつに日本政府の輸出管理強化策などを挙げた。扇動的な報道に煽られて文政権は「非合理的」判断を繰り返しており、中銀も煽られた可能性はある。企業は冷静な判断を行う可能性はあるが、仮に外需鈍化に伴い内需が悪化すれば、要因を日本政府に擦り付けることも予想され、文政権の動向には引き続き要注意と言える。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化に加え、世界的に保護主義的な動きが広がりを見せていることを受けて世界貿易は頭打ちの様相を強めており、この動きに呼応するように製造業を中心に世界的に企業マインドは悪化の度合いを強めるなど、減速懸念が高まっている。なかでも米中摩擦の余波を最も受けている中国では、4-6月の実質GDP成長率が前年比+6.2%と1992年以降という入手可能な統計上で最も低い伸びとなるなど、極めて深刻な状況に直面している。こうした状況は、近年中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれる形で、中国の経済成長の恩恵に浴してきたアジア新興国経済の足かせとなることが懸念される。同様に、世界貿易の萎縮は経済の輸出依存度が相対的に高いアジア新興国経済の重石となるなど、景気に対する悪影響が顕在化するリスクが高まっている。韓国では、一昨年誕生した文在寅（ムン・ジェイン）政権が主導する「所得主導成長論」に基づき2年連続で10%を上回る大幅な最低賃金引き上げが行われたほか、昨年には『韓国版働き方改革』に伴う労働時間規制強化策を受け、企業部門が雇用拡大に尻込みする動きがみられた。そこに上述の外部環境の変化を受けて外需に大きく下押し圧力が掛かった結果、今年1-3月の実質GDP成長率は前期比年率▲1.47%と5四半期ぶりにマイナス成長となり、中期的な基調を示す前年比でも+

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

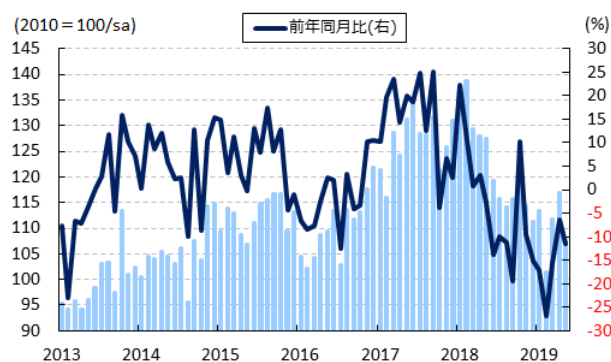
1.7%と丸 10 年ぶりの低水準となるなど急速に勢いを失っている。なお、その反動も影響して4-6月は前期比年率+4.36%とプラス成長に転じたほか、前年比も+2.1%と2四半期ぶりに2%を回復するなど底打ちの兆候をみせるものの、中銀が想定する潜在成長率(2.5~2.6%程度)を下回るなど引き続き勢いは乏しい。内訳をみると、2四半期連続で減少した輸出がプラスに転じるなど底打ちの兆しはみられるものの、財輸出に限れば中国向けは力強さを欠き、改定米韓FTA(自由貿易協定)の影響で米国向けに事実上の上限が課されるなど足かせの多い状況が続いている。他方、昨年末にかけての国際原油市況の調整に伴うインフレ圧力後退を受けて、若年層を中心に厳しい雇用環境が続いているにも拘らず

家計消費が押し上げられたほか、補正予算に伴う政府消費や公共投資の進捗に伴う固定資本投資の押し上げは内需の底打ちを促した。しかし、外需を巡る不透明要因が山積するなかで企業部門は設備投資の拡大に尻込みする姿勢を崩していない上、家計部門もGDP比で8割を上回る水準の過剰債務を抱えるなかで住宅投資の勢いも乏しい展開となるなど、民間投資は盛り上がりにくい状況が続いている。さらに、足下では企業部門のみならず家計部門でもマインドが悪化する

など、内需を取り巻く状況は厳しさを増しており、持続的な拡大実現のハードルは依然として高い上、来年の最低賃金の引き上げ幅は2.9%と10年ぶりの水準に大幅に引き下げられるなど、文政権が掲げる「所得主導成長論」は事実上の見直しを余儀なくされている。また、外需を巡る最大の懸念要因である米中摩擦に関しては30日に米中両国の通商協議が再開されるものの、この行方は依然として不透明であり、そうした状況の長期化は外需依存度のみならず、中国依存度が極めて高い同国経済にとって足かせとなり続けることは避けられない。結果、今年前半の経済成長率は前年比+1.87%と昨年通年(同+2.66%)を下回る水準に留まるなか、今年通年の経済成長率は極めて厳しい展開が続くと予想される。

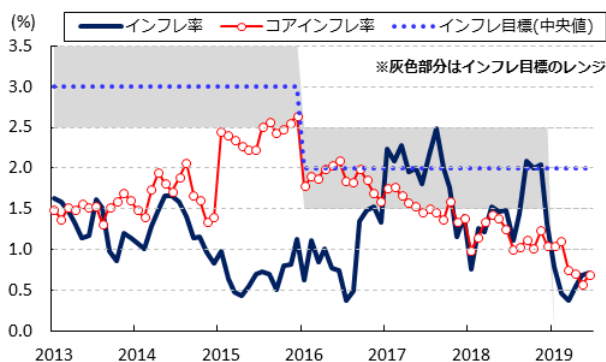
なお、今月18日に定例の金融政策決定会合を行った韓国銀行(中銀)は、同国景気を巡る先行き不透明感の高まりを理由に、約3年ぶりとなる利下げ実施の決定を行っている(詳細は18日付レポート「[韓国銀行、日本を「口実」にした約3年ぶりの利下げ実施](#)」をご参照下さい)。同行は昨年末時点においては、米FRB(連邦準備制度理事会)による金融政策の正常化の取り組みに備えるとともに、家計部門による債務拡大の過剰感やそれに伴う不動産市況の高騰に対応すべく、1年ぶりの利上げ実施に踏み切った経緯がある。他方、年明け以降は米FRBが『ハト派』姿勢に転じたことで様子見姿勢に転じることが可能になり、世界的な景気減速が意識される上にインフレ率が低下す

図2 設備投資動向の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

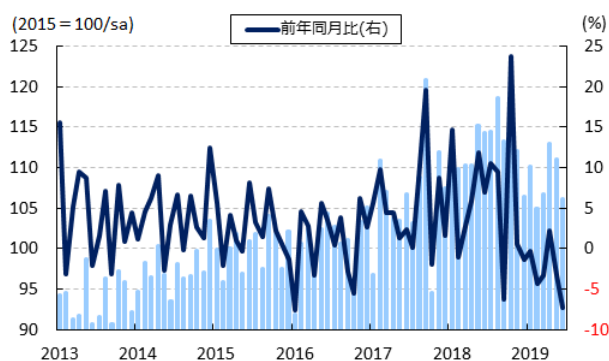
図3 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

るなか、金融市場で高まる利下げ観測に対しては同行の李柱烈（イ・ジュヨル）総裁が釘を刺すとともに冷静な対応を呼び掛ける姿勢をみせた。しかし、5月末の定例会合では政策委員の間で利下げ実施を主張する動きがみられ、その後は李総裁自身も金融緩和を示唆する発言を行い、洪楠基（ホン・ナムギ）副首相兼企画財政相も同様の姿勢を示したため、金融市場では同行が早晚利下げに動くとの見方が強まった。さらに、米FRBが『予防的利下げ』の実施に動く姿勢を示すなど、昨年は国際金融市場の動揺に伴う資金流出懸念を受けて利上げに動かざるを得ない事態に直面した新興国でも利下げが可能な環境が整ったことは、利下げ実施を目論む同行にとり文字通り『渡りに船』であったと考えられる。ただし、同行が利下げ実施の決定要因として、今月初めに日本政府が韓国向け輸出に対する管理強化の実施及び特例措置の撤廃検討を挙げたことは、些か理解に苦しむところである。この問題に関連して、韓国国内では扇動的な報道が続いており、これに煽られる形で文政権も日本政府に対する強硬姿勢を示すなど、政治的に日韓関係は『史上最悪』とも呼べる状況に陥っている。なお、当該措置に伴い手続面の煩雑さが増える可能性はあるものの、韓国内で報道される『輸出規制』とは性質を異にするものであり、『合理的』に考えれば、韓国国内で議論されるような態々調達先の変更を要する類の措置ではない。ただし、文政権は国内報道や『世論』に煽られる形で日本との間のサプライチェーンを通じた依存関係を減らすべく、補正予算を通じて関連産業支援を行う非合理的な判断を示し、二国間問題をWTO（世界貿易機関）に提起するなどの動きもみられるなど、早期の事態打開は見通しにくい。なお、同行の李総裁は日本政府の措置について記者会見で「韓国経済に如何なる影響を与えるかを判断するのは時期尚早」とするなど影響を見定められない様子がかがえる一方、今週行われた議会証言では「日本の『輸出規制』は韓国経済の三大リスクのひとつ」と述べるなど、利下げ実施の『口実』に使われた可能性は高い。他方、韓国内の関連企業は原材料の供給元の多様化や日本からの輸入量の最小化を目指す姿勢を明らかにする一方、その詳細については明らかにされておらず、企業は『合理的』な判断を行う可能性はある。しかし、足下の輸出は頭打ちの様相を強めているが、仮に先行きも外需を取り巻く状況が一段と厳しさを増すことで景気に下押し圧力が掛かり、それに伴い雇用を通じて家計消費など内需も鈍化する事態となれば、そうした理由をすべて日本政府に擦り付ける可能性も十分に考えられる。利下げ実施にも拘らずその後も通貨ウォン相場は底堅く推移するなど、米FRBの『予防的利下げ』実施の織り込みが下値を支えているとみられるが、李総裁は議

図4 実質輸出の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

図5 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

会証言で追加利下げを排除しない考えを示しており、景気を巡る不透明感を勘案すればその可能性は着実に高まることが予想される。日本としては、変な方向に議論が挿げ替えられる可能性も含めて文政権の動向に注視する必要が高まっていると言えよう。

以 上

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。

