

韓国経済に忍び寄る「デフレ懸念」

～不動産市況の悪化が重石の一方、家計部門の過剰債務もくすぶるなど政策対応は困難に～

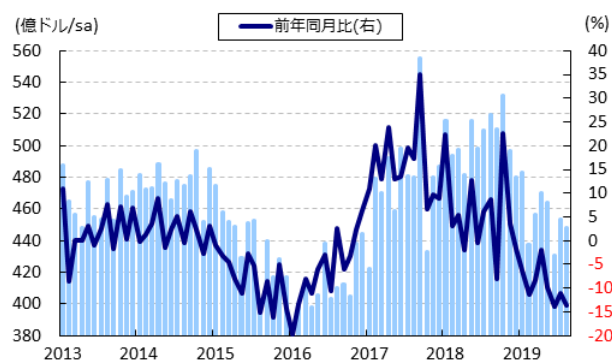
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は頭打ちの様相をみせる一方、実体経済と対照的に国際金融市場は底堅い展開が続いている。中国による対策期待も一助になっているが、中国の景気減速は中国依存が高い国の景気の足を引っ張っている。韓国は財・サービスの両面で中国依存が高く、輸出低迷が景気の足かせとなり、今年前半の経済成長率は+1.86%と昨年通年(+2.66%)を下回る1%台に留まり、景気を取り巻く状況は厳しさを増している。
- 足下の失業率には表面上改善の動きがみられるも、労働参加率が大きく低下するなど労働市場からの退出が活発化している可能性もあるなど厳しい状況が続く。こうしたなか、景気減速懸念を受けた不動産市況の低迷に伴い足下のインフレ率はマイナスとなるなどデフレ懸念が出ている。中銀は利下げを通じた下支えに意欲を示すが、家計債務の過剰状態が深刻化するリスクもあり、政策対応は一段と困難になっていると言える。

足下の世界経済を巡っては、米中摩擦が一段と激化していることに加え、保護主義的な姿勢が広がりを見せていることも重なり、昨年末以降の世界貿易は急速に萎縮する動きが強まっており、世界経済の下押し圧力となることが懸念されている。さらに、足下では米国でも製造業の企業マインドが悪化傾向を強めており、『独り勝ち』の様相をみせてきた米国経済にも変調の兆しがみられるなど、世界経済を取り巻く不透明さは着実に高まっており、そのことも世界貿易の萎縮に繋がっているとみられる。一方、国際金融市場では年明け以降における米FRB（連邦準備制度理事会）の『ハト派』姿勢への転換をきっかけに、世界経済の減速懸念が高まってきたにも拘らず比較的堅調な推移をみせており、足下では「予防的利下げ」を期待した底堅い動きが続いている。つまり、足下の国際金融市場は米FRBを中心に全世界的に金融緩和の動きが強まることで、世界的に『カネ余り』の環境が一段と強まることを好感しているものと捉えることが出来る。そして、米中摩擦の激化や世界経済の減速懸念は中国の外需に対する重石となる動きが続くなか、足下では中国政府が諸政策を通じた家計消費など内需喚起に動くとの期待が高まっており、こうした状況も国際金融市場を下支えする一助になっているとみられる。事実、中国政府は先月末以降に消費喚起策を検討する方針を示したほか、今月6日には年明け以降だけで3度目となる預金準備率の引き下げを決定するなど、景気下支えに向けて政策の総動員を図っている。ただし、足下の中国経済については好悪双方の材料が混在する状況が続いているも

図1 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成, 季調値は当社試算

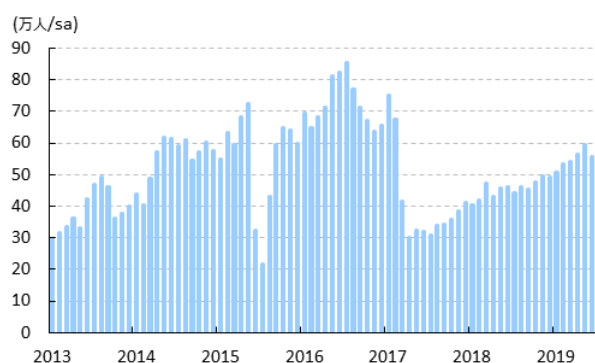
の、基調としては減速傾向が強まる展開をみせるなど、中国経済に対する依存度の高い国にとっては厳しい環境となっている（詳細は2日付レポート「[中国景気、上がってるの？、下がってるの？](#)」をご参照下さい）。特に、近年は中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれるなど財輸出の面で中国経済への依存度が高い上、観光客の4割弱を中国及び香港からの来訪者が占めるなど観光面でも中国依存度が高い韓国にとっては、足下の中国経済の減速懸念は『向かい風』となりやすい。昨年末以降の輸出額は前年割れの展開が続いている上、足下では

一段と鈍化しており、米中摩擦の激化に伴う中国国内における生産調整の動きが玉突き的な下押し圧力に繋がっているほか、世界経済が頭打ちの様相を強めていることも重石になっている。また、朴槿恵（パク・クネ）前政権下での在韓米軍によるTHAAD（終末高高度防衛ミサイル）配備をきっかけに中国政府は観光客を抑制させる『嫌がらせ』に直面したが、その後の関係改善に伴い底入れする動きはみられるものの、足下では依然と

してピークの6割強程度に留まっており、中国景気の減速懸念も重石になっているとみられる。こうした外需を取り巻く環境の急激な悪化を受けて企業部門は設備投資意欲を後退させているほか、雇用環境を巡っては非正規比率が3割強に達するなかで非正規雇用者を中心に調整圧力が強まるなど、家計消費をはじめとする内需にも悪影響を与えることが懸念されている。こうした背景には、韓国経済にとって輸出のGDP比は4割強とアジア新興国のなかでも相対的に外需依存度が高く、外需のなかでも中国に対する依存度が極めて高いことが影響しており、今年前半の経済成長率は前年比+1.86%と昨年通年（+2.66%）を下回り1%台に留まるなど極めて厳しい状況に直面している。

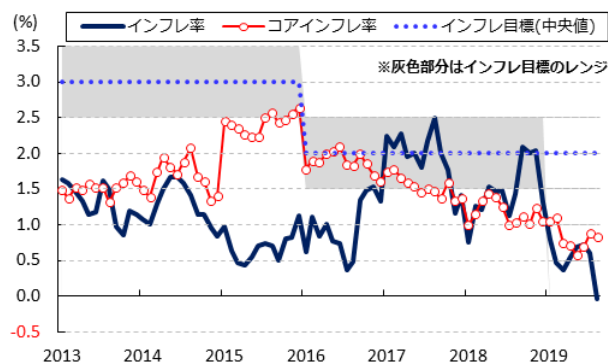
上述のように外需を巡る環境が厳しさを増していることを受けて、足下では内需を取り巻く状況も徐々に悪化する動きをみせている。なお、8月の失業率は3.1%と大きく低下しており、なかでも文在寅（ムン・ジェイン）現政権下で10%を上回る水準で推移するなど悪化の度合いを強めてきた10代及び20代といった若年層の失業率は7.6%と大きく低下するなど、急速に改善している様子がうかがえる。ただし、その内訳をみると、失業者数はすべての年代で減少する一方で雇用者数はすべての年代で拡大するなど改善の動きはみられる一方、若年層を中心に労働力人口は大きく減少しており、外需を巡る不透明感を背景に雇用・所得環境の悪化が懸念されるなかで労働市場からの退出の動きが強まり、若年層を中心に労働参加率が急速に低下するなど状況は極めて厳しい。文政権は日本との関係が急速に悪化していることを理由に、今年度の補正予算及び来年度予算を通じて日本政府

図2 中国及び香港からの来訪者数の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

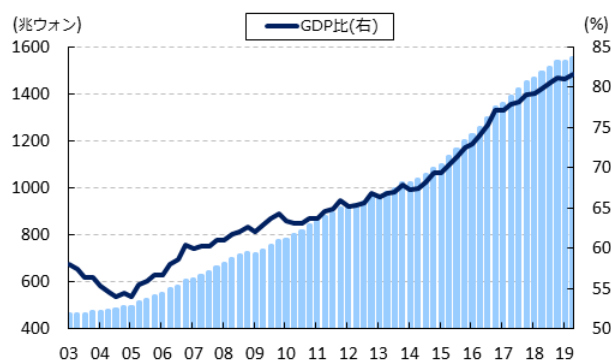
図3 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

が輸出管理を強化した財の『内製化』に動く姿勢を示しているものの、この取り組みが同国経済にとって外需を取り巻く環境改善に繋がるとは考えにくく、それに伴う雇用・所得環境の改善を促す材料ともなりにくいことを勘案すれば、実体経済に与える効果は限定的と捉えられよう。他方、景気の先行きに対する不透明感の高まりは新たなリスクに繋がっており、直近8月のインフレ率は前年同月比▲0.0%とわずかながらマイナスとなるなどデフインフレ圧力が強まる動きがみられる。なお、同国でインフレ率がマイナスとなるのは1962年1月以来と半世紀以上ぶりのことであり、足下では天候不順などに伴う生鮮品を中心とする食料品価格の上昇や国際金融市場における通貨ウォン安の進展による輸入物価への押し上げ圧力など、インフレに繋がる材料は山積しているにも拘らず、デフインフレ状態となるなど難しい状況に直面している。こうした背景には、景気の先行き不透明感が高まるなかで首都ソウル周辺以外の不動産市況が急速に冷え込んでいることが影響しており、中銀は昨年11月に首都ソウルでの不動産市況のバブル化を警戒して1年ぶりに利上げに動く対応をみせたものの、その後は一転して頭打ちしているほか、ソウル以外の不動産市況は一段と冷え込む事態を招いている。なお、中銀は景気の減速懸念が高まったことを受けて7月に利下げを実施するなど政策の方向性を一転させており、首都ソウルの不動産市況には底打ちの兆しがみられる一方、ソウル以外では下落傾向が続くなど対照的な状況が続いている。他方、韓国では低金利環境の長期化も影響して家計部門が抱える債務水準はGDP比で8割を上回るなどアジア新興国のなかでも突出した水準にある上、その9割以上を住宅ローンが占めるなど不動産市況の影響を受けやすい体質となっている。中銀は先行きの追加利下げの可能性に含みを持たせる姿勢をみせる一方、足下でもすでに過剰状態の家計債務がさらに積み上がる懸念もあり、政策対応は極めて難しい状況に直面している。さらなる金融緩和はソウル周辺の高騰に繋がり、ソウル周辺と地方との社会及び経済的格差を一段と拡大させる可能性もあり、中銀にとっては政策の『次なる一手』は容易に出しにくいのが実状と言えよう。

図4 家計債務残高及び GDP 比の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

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。