

## 文政権、総選挙に向けてなりふり構わぬ景気刺激策に動く

～財政、金融で大盤振る舞いも景気の行方は見通せず、景気的大幅下振れは不可避の情勢～

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)

- 昨年末に中国で発生した新型コロナウイルスは、その後中国と結び付きの深い韓国で流行しており、文政権は感染封じ込めに向けた対応を強化させた。同国内ではピークアウトする一方、中国景気の減速に加え、世界的流行による世界経済の減速の影響に直面している。さらに、外需鈍化が雇用悪化を通じて内需の重石となる動きも顕在化するなか、中銀は金融市場の動揺による影響を緩和すべく緊急利下げに動いた。他方、資金流出によるウォン安圧力がくすぶるなかで中銀は為替介入に動かざるを得ないなど難しい対応が続く。
- 文政権は2015年のMERS流行時を上回る景気対策を打ち出したほか、中銀も事実上の量的緩和策に動くなどなりふり構わぬ形で景気下支えに動いている。こうした対応は今年15日に予定される次期総選挙が影響しており、新型肺炎対策での一定の成果を背景に政権支持率が底入れしたことが選挙決行に繋がったとみられる。他方、足下では企業、家計ともにマインドが急激に悪化するなか、先行きは外需の低迷が懸念されるなど景気の見通しは立ちにくい。今年の経済成長率は昨年から大きく下振れする可能性は高いであろう。

昨年末に中国で発生した新型コロナウイルス（COVID-19）を巡っては、その後に中国との社会・経済面などで関係深化を進めてきた韓国において感染が拡大しており、文在寅（ムン・ジェイン）政権発当初こそ楽観的な見方を示していたものの、2月上旬以降は一転して集会などの開催中止など幅広い経済活動を制限したほか、事実上の『戒厳措置』の発動に踏み切るなど封じ込めを強化させる方針に動いた。また、感染封じ込めに向けて検査数を急拡大させるとともに、感染者を対象とする自主隔離の実施及び広く国民に対して外出自粛を呼び掛けるなど対応を強化した結果、2月末には新規の感染者数が900人超の水準に達するなど「感染爆発」状態に至ったものの、足下では100人程度で推移するなど徐々に頭打ちの様相を強めている。なお、ピークは越えたものの依然として事態収束は道半ばの状況にある上、足下では新型コロナウイルスの「パンデミック（世界的流行）」による世界経済の減速も強く意識されるなか、アジア新興国のなかで経済の輸出依存度が相対的に高い韓国経済にとっては悪影響が避けられなくなっている。なお、韓国は輸出に占める中国向けが3割を上回り、外国人観光客に占める中国及び香港・マカオからの来訪者が4割弱を占めるなど中国経済への依存度が極めて高く、中国での新型肺炎の大流行を受けて中国経済への下押し圧力が強まっていることを受けて、すでに外需は大きく鈍化する動きが確認されている。昨年末にかけては米中による「第一段階の合意」を受けて米中摩擦の緩和期待を背景に中国景気が底打ちし、韓国にとっては対中輸出の改善に繋がるとの期待感が高まる動きがみられたものの、年明け以降は環境が一変して輸出関連産業を中心に幅広く生産活動に下押し圧力が掛かっている。さらに、昨年末にかけての生産底打ち期待に加え、文政権が日本による輸出管理強化への対抗策として補正予算を通じて対象品目の内製化に動いたことで設備投資が押し上げられる動きもみら

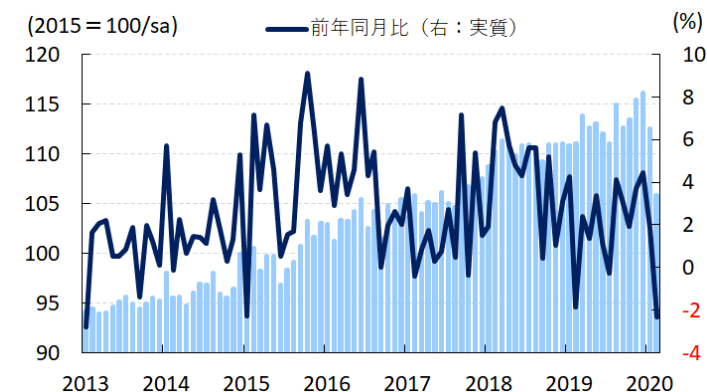
れたものの、年明け以降は減産圧力の高まりを受けて一転下押し圧力が強まっている。また、こうした動きを反映して足下では非正規雇用者を中心に調整圧力が強まる動きが出ており、60代以上の高齢層以外のすべての年代で雇用に下押し圧力が掛かっている上、その『しわ寄せ』は10代及び20代といった若年層に及ぶなど厳しい状況に直面している。こうした状況に加えて、政府による外出自粛要請の影響も重なり、足下の家計消費には大きく下押し圧力が掛か

るなど、外需の低迷が内需の重石となる流れが一段と加速している様子が見えてくる。他方、ここ数年は地方を中心とする不動産市況の低迷を背景とする資産デフレ圧力が家計部門の財布の紐を占める一因となってきたなか、中銀は昨年7月及び10月に相次いで利下げ実施に動いた結果、首都ソウルを中心とする都市部で不動産市場に資金が回帰して相場が底打ちしたものの、足下では新型コロナウイルスの流行を受けてその勢いに陰りが出ている。これは、国際金融市場の動揺を背景とする同国では資金流出の動きが強まり、金融市場は通貨、株式、債券のすべてが下落する「トリプル安」が直撃するなど流動性リスクが意識されたことが影響したとみられる。こうした事態を受けて、中銀は米FRB（連邦準備制度理事会）による緊急緩和をきっかけにした「緩和ドミノ」の流れに追随する格好で、先月16日に緊急利下げを実施したほか（詳細は3月16日付レポート「[韓国中銀、「清水の舞台から飛び降りた」緊急利下げ](#)」をご参照下さい）、為替介入やレポオペの強化を通じて金融市場の動揺を抑える姿勢を強化するなどなりふり構わぬ姿勢をみせている。ただし、こ

うした中銀の対応は通貨ウォン安圧力に苦しむなかでウォン安圧力を増幅させることが懸念され、国際金融市場の動揺一服を受けてウォン相場は落ち着きを取り戻すも下押し圧力がくすぶる展開が続いている。韓国を巡っては、1998～99年のアジア通貨危機の影響が直撃した国の一つであることを理由に、国際金融市場の動揺による資金流出圧力が強まる度に危機的状況を意識する向きがくすぶるものの、早期に同国が外貨不足に陥

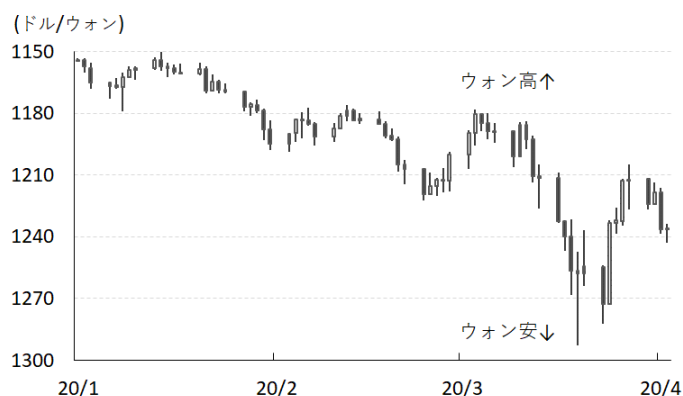
る可能性は低い。他方、過度なウォン安の進展はGDP比で3割弱に上る対外債務を巡る債務負担の増大に繋がることで国内経済の重石となることが懸念されるなど、新たなリスク要因となり得るため、中銀は上述のように金融緩和を進める一方で事実上の金融引き締めに繋がるウォン買い介入を行わざるを得ない難しい対応を迫られている。先行きの景気の見通しも立ちにくいなか、中銀は文字通り『清水

図1 小売売上高の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図2 ウォン相場(対ドル)の推移



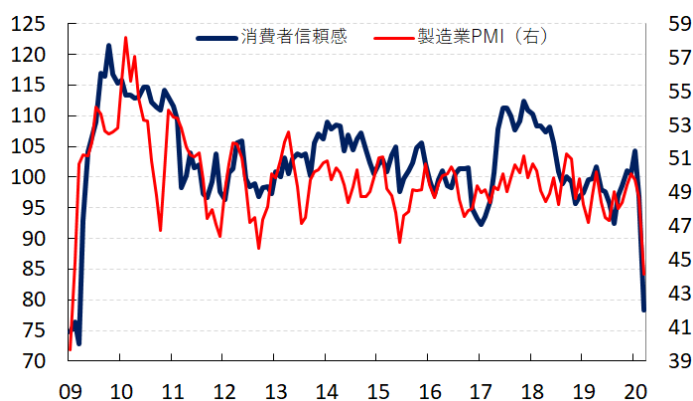
(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

の舞台』から飛び降りたものの、さらなる対応余地は乏しくなっているのが実情であろう。

こうした事態を受けて、文政権は2月末に新型コロナウイルス対策と景気下支えを目的とする形で総額16兆ウォン（GDP比0.84%）規模の景気刺激策を発表しており、具体的には中小・零細企業を対象とする低利融資の拡充及び減税の実施に比べ、新型コロナウイルスの流行による影響が直撃している航空会社及び観光関連産業を対象とする目的減税の実施や雇用維持支援金の給付などが盛り込まれている。さらに、先月初めにはさらなる景気刺激を目的に総額11.7兆ウォン（GDP比0.61%）規模の追加補正予算の編成を発表しており（うち0.8兆ウォンは景気減速に伴う歳入減の補填対象のため、残りの10.9兆ウォン（GDP比0.57%）が真水に相当する）、医療機関の支援や防疫強化策に加え、中小企業を対象とする支援金や従業員の休暇取得に伴う所得補償を目的とする育児助成金などが実施される。この時点において、政府が発表した一連の景気刺激策は2015年に同国においても感染が広がったMERS（中東呼吸器症候群）の際の感染症対策を上回る水準となったものの、その後も文政権は支援策を拡充させている。先月19日には、中小・零細企業を対象とする融資保証を提供すべく50兆ウォン（GDP比2.61%）規模の資金支援を行う緊急対策を公表したものの、24日には支援規模を100兆ウォン（GDP比5.22%）に倍増させた上で、うち29.1兆ウォンを中小・零細企業向けの貸付、うち20兆ウォンを社債及びコマースーパーの買入資金に充てる方針を示した。さらに、金融市場の動揺に対応する形で金融委員会（FSC）は10.7兆ウォン規模の「株式市場安定化基金」の設立によるPKO（株価維持策）の実施を公表したほか、今月には中銀及び民間金融機関84行の共同出資による「債券買入基金」も発足される上、中銀も上述の緊急利下げに加えて3月末には3ヶ月物の資金供給オペを無制限で実施する事実上の量的緩和政策も実施している。このように、政府が立て続けに財政、金融政策の両面で景気及び金融市場の下支えに動いている背景には、今月15日に次期総選挙の実施が予定されていることが大きく影響している。文政権及び政権を支える与党・共に民主党にとっては、残りの任期が2年残るなかでの総選挙の結果は『中間評価』的な意味合いがある一方、最大野党・未来統合党にとっては2年後に予定される次期大統領選での政権奪取に向けた『前哨戦』的な意味合いもあるため、2日に選挙戦が開始されるなかで与野党双方がつば迫り合いを強めることが予想される。世論調査の動向をみると、年明け直後にかけては景気減速に加え、政権内の政治スキャンダルが相次いだことも影響して与党・共に民主党の劣勢が伝えられていたものの、足下では新型コロナウイルスに対する感染抑制策で一定の成果を上げていることを受けて文政権の支持率も上昇しており、新型コロナウイルスの影響が懸念されるなかでも総選挙実施に踏み切ったと考えられる。ただし、足下の企業部門及び家計部門のマインドはともに世界金融危機直後以来となる水準に急激に悪化しており、こうした状況が文政権及び与党・共に民主党に対して『追い風』となり得るかは見通しにくい状況にある。さらに、一連の景気刺

激

図3 消費者信頼感と製造業PMIの推移



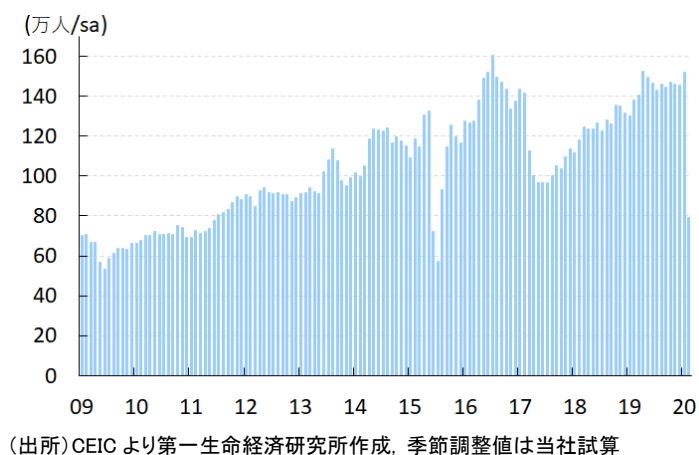
(出所)CEIC, IHS Markit より第一生命経済研究所作成

激策のなかには家計部門を対象とする直接的な補助金給付策など「票をカネで買った」とも受け取られかねない動きもみられる上、首都ソウル周辺では不動産バブル懸念がくすぶるなかでの過度な金融緩和は都市間の社会経済格差のさらなる拡大を招くなど、新たな弊害にも繋がり得る。さらに、同国については新型コロナウイルスの影響がピークアウトを迎えるなど事態収束の兆候が前進しつつあるものの、足下では世界的流行による世界経済の減速が懸念されるほか、見通しが立たない状況が続くなど、アジア新興国の中で相対的に経済の外需依存度が高い構造を抱えるなかで景気回復の道筋は立てにくい。新型コロナウイルスの流行を受けて海外からの来訪者数が激減する事態に直面しているが、足下では多くの国が同国への渡航を事実上禁止する措置を採っており、仮に同国内で早期に事態収束が図られた場合においてもこうした措置が解除されるかは見通しにくい。中銀は2月末に開催

した定例会合の際に1-3月の実質GDPはマイナス成長となる可能性が高いとの見通しを示したが、4月以降も外需への下押し圧力は避けられないと見込まれるなど反動の動きが強まる可能性は低く、今年の経済成長率は昨年(+2.0%)からの大幅な下振れは避けられないであろう。

以上

図4 外国人来訪者数の推移



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。