

## 韓国、外需主導で景気底入れの一方、内・外需双方で不安材料は残る

～世界経済の減速懸念、不動産バブル懸念、雇用を巡る不透明感など不透明要因は依然山積～

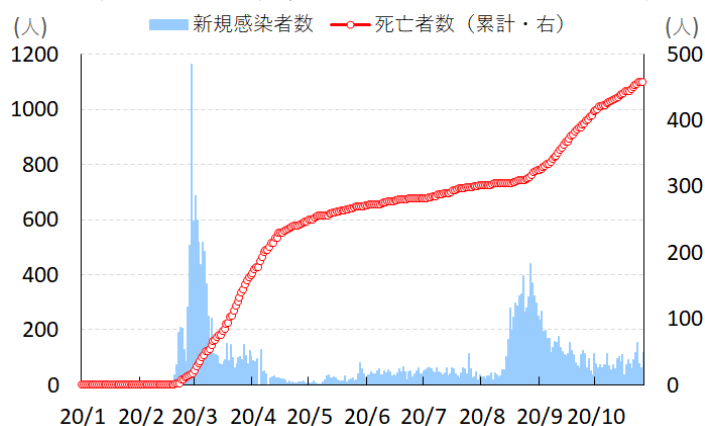
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 新型コロナウイルスは世界経済の最大のリスク要因となるなか、世界経済の減速は輸出依存度が高い韓国経済の下振れ要因となり、同国内での感染拡大の動きも景気の重石となった。その後は文政権による「K防疫」が一定の成果を挙げている上、世界経済の回復期待を受けて財輸出は底入れしている。他方、来訪者数は低調であるなど関連産業は厳しい展開が続くなど、足下の景気回復は道半ばの状況にあると捉えられる。
- 7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+7.9%と3四半期ぶりのプラス成長となり、財輸出の拡大がけん引役になった。他方、雇用環境を巡る不透明感などを理由に家計消費をはじめとする内需は総じて下振れする展開が続くなど、景気を取り巻く状況は対照的である。在庫調整が進む動きはみられる一方、観光関連などサービス業を巡る状況には不透明感がくすぶり、先行きの景気回復の行方は見通しにくい状況にある。
- 足下では欧米主要国での新型コロナウイルスの感染再拡大など世界経済の減速懸念が高まる一方、中銀による金融緩和を背景に不動産バブル懸念もくすぶるなど、追加金融緩和のハードルは高まっている。中国景気回復は韓国経済の追い風となるが、先行きの景気上振れを期待しにくい展開が続くと見込まれ、当研究所は今年の経済成長率を▲1.0%に上方修正するもアジア通貨危機以来のマイナス成長と予想する。

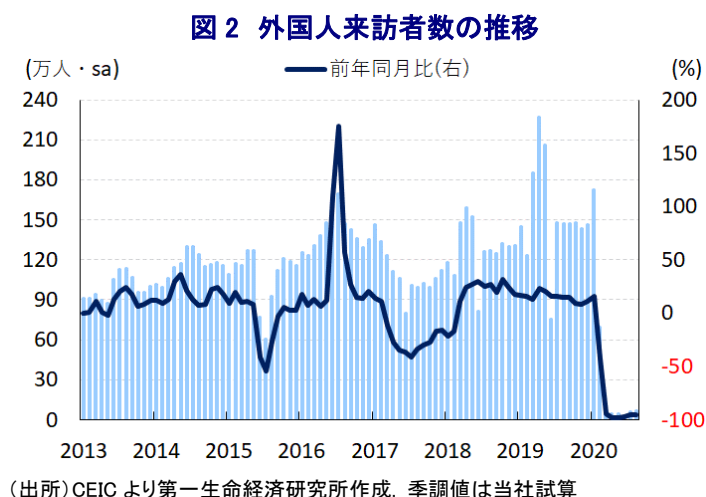
昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を巡っては、年明け以降に中国全土に感染拡大の動きが広がり中国経済に深刻な悪影響を与えたほか、その後のパンデミック（世界的大流行）を受けて世界経済にもかつてない下押し圧力を招くなど、今年の世界経済にとって最大のリスク要因となっている。中国と経済的に関係が極めて深い韓国では、中国での感染拡大の直後に感染拡大の動きが広がったものの、文在寅（ムン・ジェイン）政権が主導する検査の徹底と感染者の自主隔離をはじめとする防疫政策（いわゆる『K防疫』）を受けて新規感染者数は2月末をピークに一旦大きく鈍化した。こうしたことから、文政権は5月に防疫政策を緩和することなどを通じて経済活動の正常化が進められたものの、8月には首都ソウルの教会など宗教施設がクラスター化する形で感染拡大の動きが再燃する『第2波』に直面したため、仮に防疫政策が再強化されれば幅広い経済活動に悪影響が出ることが懸念された。しかし、政府は社会的距離（ソーシャル・

図1 新型コロナの新規感染者及び死亡者(累計)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

ディスタンス) 規制などを再導入するも、警戒レベルを据え置くことで経済活動への悪影響の最小化を図りつつ、防疫政策の徹底を通じて感染封じ込めを図る姿勢を強めてきた。結果、その後の新規感染者数は落ち着いた推移が続いており、回復者数を加味した感染者数は先月上旬をピークに頭打ちしている上、累計の感染者数は2.6万人弱、死亡者数も450人強に留まるなど感染封じ込めに成功していると捉えられる。よって、その後は経済活動の正常化に向けた



動きが再び進められているほか、最大の輸出相手である中国景気が急回復する動きをみせている上、欧米など主要国での経済活動の再開など外需を取り巻く環境の改善を受けて、アジア新興国のなかでは経済構造の面で相対的に輸出依存度が高い韓国経済に追い風になることが期待される。事実、年明け以降の輸出額は前年比で大幅マイナスの推移が続くなど大きく下振れしたものの、9月は前年比+7.6%と前年を上回る伸びに転じるなど底入れが進んでいる様子うかがえる。他方、近年の韓国においては中国を中心とする外国人来訪者数の拡大が関連産業などの押し上げに繋がって来たものの、新型コロナウイルスのパンデミックを受けて全世界的にヒトの移動制限の動きが広がったことを受けて、年明け以降の来訪者数は急減するなど関連産業に甚大な悪影響が出ている。足下では感染抑制に成功している国及び地域を対象にビジネス目的を対象に外国人来訪者の解禁に動く流れもみられるものの、前年比ベースで▲95%超の大幅減が続いている上、観光目的での外国人来訪者の解禁には依然として相当の時間を要することが見込まれるなど、関連産業にとっては極めて厳しい状況の長期化が懸念される。このように韓国の外需を巡っては、財関連では底入れが進む一方で観光などサービス関連では底這いの展開をみせるなど対照的な状況が続いており、結果的に産業ごとに雇用を取り巻く環境も大きく異なる。その意味では、足下の韓国経済は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う『最悪期』は過ぎていると捉えられるものの、上述のように観光関連を中心とするサービス産業では影響の長期化が懸念されるほか、雇用環境を通じて家計消費など内需の足を引っ張る可能性もあるなど、景気回復は道半ばの状況にある。

年明け以降の韓国経済を巡っては、中国での新型コロナウイルスの感染拡大を受けた景気減速に加え、中国を中心とするサプライチェーンの寸断により幅広い生産活動に悪影響が生じたほか、その後は韓国国内での感染拡大による経済活動の制限措置などを背景に2四半期連続のマイナス成長となり、4-6月の実質GDP成長率は前期比年率▲12.0%といわゆる「リーマン・ショック」をきっかけとする世界金融危機直後の2008年10-12月(同▲12.5%)以来となる大幅なマイナス成長に見舞われた。しかし、その後は上述のように中国景気が急激に回復の動きを強めている上、主要国でも経済活動の再開の動きが広がっている一方、依然として世界的に防疫の取り組みを強化する動きが続いていることもあり、主力の輸出財である半導体をはじめとする電子部品関連、自動車をはじめとする輸送用機器に加え、新型コロナウイルス感染対策の試薬関連などを中心に輸出が拡大した結果、7-9月の実質GDP成長率は

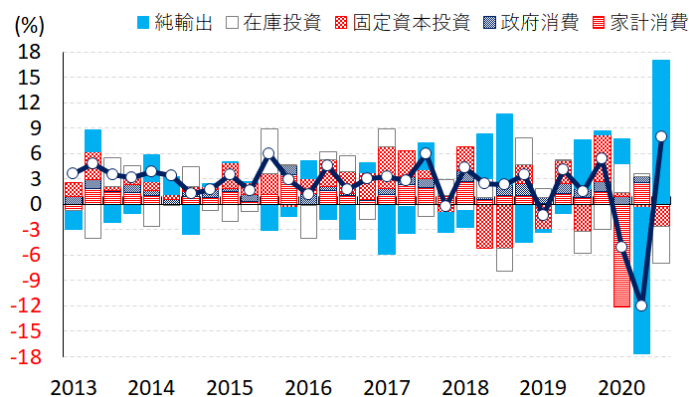
前期比年率+7.9%と3四半期ぶりのプラス成長となり、プラス幅も世界金融危機からの回復局面の2010年1-3月(同+8.1%)以来の水準となった。また、実質GDPの水準は新型コロナウイルスの影響が直撃する前の昨年10-12月に比べて▲2.5%下回る水準に留まり、影響克服は道半ばの状況にあると捉えられる。なお、需要項目別の成長率寄与度は純輸出が大幅プラスとなるなどけん引役となる動きが顕著な一方、内需関連では政府消費がわず

かにプラスとなった以外はすべての項目でマイナスとなるなど、幅広く内需に下押し圧力が掛かる対照的な展開となっている。新型コロナウイルスの感染拡大による悪影響を軽減すべく、中銀は利下げ実施や事実上の量的緩和策を実施するなど強力な金融緩和を通じて金融市場の安定化を図っているほか、主力の輸出財を中心に輸出が底入れの動きを強めていることを受けて企業部門による設備投資は押し上げられたものの、不動産関連を中心に建設需要は弱含む展開が続いているほか、公共投資の進捗遅延の動き重なり固定資産投資に大きく下押し圧力が掛かっている。さらに、前期については防疫政策の緩和に伴うpent-up・デマンドの発現が家計消費の押し上げに繋がったものの、当期はその反動が出たことに加え、防疫政策の長期化や雇用・所得環境を巡る不透明感が足かせとなる形で家計消費は減少に転じるなど、幅広く内需は鈍化傾向を強めている。一方、国内外の経済を巡る不透明感の高さを理由に企業部門は慎重姿勢を強めている模様であり、在庫投資の成長率寄与度は前期比年率ベースで▲4.3ptと3四半期ぶりのマイナス寄与となるなど在庫調整の動きを進めている様子が見え始める。ただし、上述のように外国人来訪者の見通しが立たないなど観光関連産業を取り巻く状況は厳しい展開が予想される上、足下の雇用環境は若年層を中心に厳

しい状況が続いていることを勘案すれば、先行きの景気回復の動向には不透明な展開が続く可能性が見込まれる。

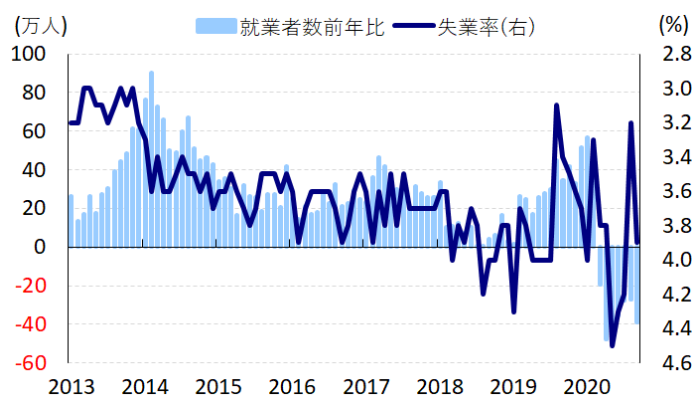
なお、足下では欧米など主要国において新型コロナウイルスの感染拡大の動きが強まり世界経済の不透明要因となる可能性が出るなど、韓国経済にとっては外需に対する下押し要因となることが懸念される。事実、10月の輸出額は上中旬ベースながら前年比▲5.9%と2ヶ月ぶりに前年を下回る伸びに転じるなど、底入れの動きを強めてきた輸出に冷や水を浴びせる展開となっており、仮にこうした動きが一

図3 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

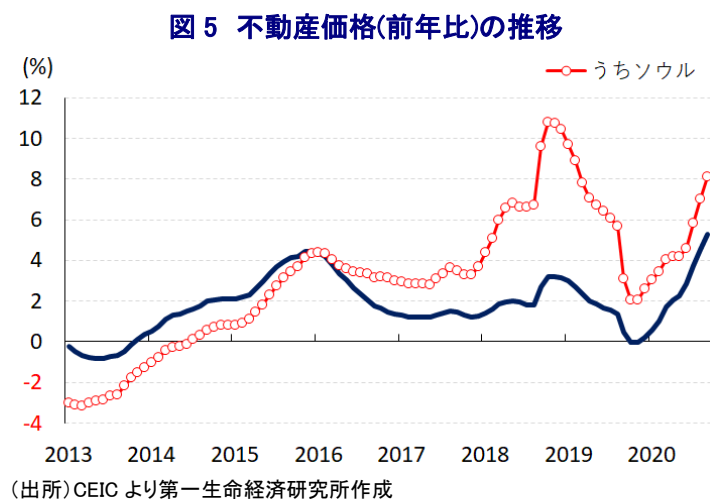
図4 雇用環境の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

段と強まれば輸出関連産業を中心に生産活動や設備投資の動向に悪影響を与えることは避けられない。さらに、足下においては若年層を中心とする雇用に調整圧力がくすぶる展開が続いているが、上述のように観光関連を中心とするサービス業を取り巻く状況は厳しい展開が予想される。また足下では製造業の企業マインドも最悪期を過ぎるも好不況の別れ目を下回る展開が続くなかで下押し圧力が掛かれば、家計消費を一段と圧迫することに繋がることも予想される。他方、中銀は新型コロナウイルスの影響を克服すべく大胆な金融緩和を実施しているが、そうした対応により金融市場では『カネ余り』が意識されやすくなるなか、足下では首都ソウルを

中心に不動産市況が大きく上振れするなどバブルに繋がる懸念されるほか、その背後で家計債務が増大するなど家計部門を巡る脆弱性が高まる動きもみられる。中銀は今月の定例会合において金融市場の安定を重視する姿勢を強調したが（詳細は16日付レポート「[韓国中銀は金融市場の安定を重視の様相（Asia Weekly\(10/12～10/16\)）](#)」をご参照下さい）、上述のように不動産バブル懸念がくすぶっていることを



勘案すれば、景気の下振れが顕在化した場合における追加緩和実施のハードルは高まっている。当面の景気については最大の輸出相手である中国景気の堅調さが韓国経済にとってプラスに繋がることが期待される一方、欧米をはじめとする主要国の動向も無視し得ない状況にあることを勘案すれば、大幅な景気の上振れを期待することは難しいであろう。なお、当研究所は7-9月のGDP統計の内容を踏まえて今年通年の経済成長率見通しを▲1.0%と8月時点の見通し（▲1.2%）から上方修正するが（詳細は8月19日付レポート「[グローバル経済見通し（2020年8月）](#)」をご参照下さい）、アジア通貨危機の影響が直撃した1998年（▲5.1%）以来のマイナス成長となることは避けられないであろう。

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。