

韓国中銀、景気回復の背後で進む家計債務の膨張に警戒

～外需に期待の一方、ウォン高や感染再拡大の影響に懸念、緩和余地が限られるなかで対応は困難に～

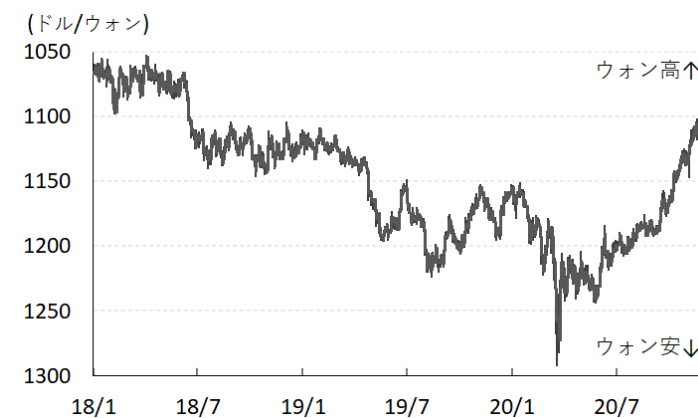
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は主要国での新型コロナウイルスの感染再拡大の影響が懸念される一方、国際金融市場は活況を呈する対照的な状況が続く。韓国では世界的な「カネ余り」も追い風に資金流入によりウォン高が進む一方、同国でも感染再拡大の懸念のほか、北朝鮮問題など不透明要因はくすぶる。ウォン高は輸出競争力の重石となり景気回復の足を引っ張ることも懸念されるなど、極めて難しい状況に直面している。
- こうしたなか、中銀は26日の定例会合で政策金利を0.50%に据え置いた。10月の前例会合では家計債務の行方を警戒する姿勢を示したが、今回は景気見通しを上方修正する一方、家計債務に対する警戒感を強めた。先行きも緩和姿勢を維持する考えをみせる一方、景気見通しには感染再拡大の影響を織り込んでおらず、再下方修正の可能性を滲ませた。追加緩和余地が限られるなかで政策対応は困難さが増している。

このところの世界経済を巡っては、欧米など主要国において新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の感染再拡大を受けて行動制限が再強化される動きが広がりを見せており、回復が進むとみられた流れに冷や水を浴びせることが懸念されている。一方、国際金融市場では全世界的な金融緩和による『カネ余り』が続くなか、新型コロナウイルス向けのウイルス開発を巡る動きに加え、米大統領選において民主党のバイデン前副大統領が優勢となるなど次期政権下での景気刺激策を期待する向きが強まり、世界的に資産価格が上昇するなど活況を呈している。このように実体経済を取り巻く環境と金融市場を巡る状況は対照的となるなかで、一部のマネーはより高い収益を求めて新興国に流入する動きが出ており、韓国の通貨ウォン相場は上昇傾向を強めるなどここ

図1 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

数ヶ月の状況は一変している。他方、足下の韓国では新型コロナウイルスの感染拡大の動きが再燃する『第3波』が直撃しており、同国政府は今週に社会的距離（ソーシャル・ディスタンス）に関する規則を強化するなど、景気の底入れが進むとの期待が一変する懸念が高まっている。さらに、上述のように国際金融市場は米バイデン次期政権への期待が活況を生んでいるが、韓国にとって最大のリスク要因となり得る北朝鮮問題への対応を巡り不透明なところが少なくないなど（詳細は10日付レポート「[バイデン政権による米中関係、新興国を巡る状況を考察する](#)」をご参照下さい）、バイデン次期政権の対応如

何では北朝鮮が挑発行動に再び動くリスクも懸念される。こうした状況を勘案すれば、足下において急速にウォン高圧力が強まっている動きは国際金融市場の活況や米ドル安が追い風になっている一方、些か『行き過ぎ』の感は否めないと判断出来る。なお、今月に入って以降は当局がウォン高圧力を抑えるべくウォン売り（米ドル買い）の為替介入を実施している模様であるが、足下の対ドル相場は2年半弱ぶりの高値水準となっており、世界経済に対する不透明感が

高まるなかで輸出競争力の足かせとなることも先行きの景気に対する不透明要因となり得る。よって、足下の同国経済は新型コロナウイルスの影響による『最悪期』は過ぎている上、最大の輸出相手である中国経済が『独り勝ち』の様相をみせていることは景気回復の追い風になると期待される一方、一転逆風に繋がり得る材料が山積している点に注意する必要がある。

こうしたなか、中銀は26日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利を4会合連続で過去最低水準である0.50%に据え置く決定を行った。同行は年明け以降だけで計2回（累計75bp）、昨年後半以降を併せると計4回（累計125bp）の利下げを実施したほか、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を受けた国際金融市場の動揺を受け、資金供給オペの無制限実施という事実上の量的緩和政策に舵を切る対応をみせた。他方、その後は新型コロナウイルスの感染拡大の動きが落ち着きをみせたことで経済活動の正常化を進めたものの、同国金融市場には異例の金融緩和を背景とする『カネ余り』や低金利環境の長期化を追い風に家計債務残高は拡大傾向を強めているほか、この動きに呼応して首都ソウルを中心に不動産価格が上振れするなどバブルが懸念されている。10月に開催された前回の定例会合の議事要旨においては、政策委員の間で家計債務の増大が同国経済にとって主なリスクになると指摘されるなど、追加的な金融緩和の余地は限定的と判断される（詳細は10月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）。

一方、上述のように先行きの景気に対する不透明要因が山積されるなかで中銀が如何なる判断を示すかに注目が集まった。会合後に公表された声明文では、世界経済について「回復が続いているが、そのペースは新型コロナウイルスの感染再拡大を受けて鈍化している」一方、国際金融市場は「経済指標の改善やワクチン開発を巡りリスク回避志向が後退している」とし、先行きも「感染再拡

図2 新型コロナの新規感染者及び死亡者(累計)の推移

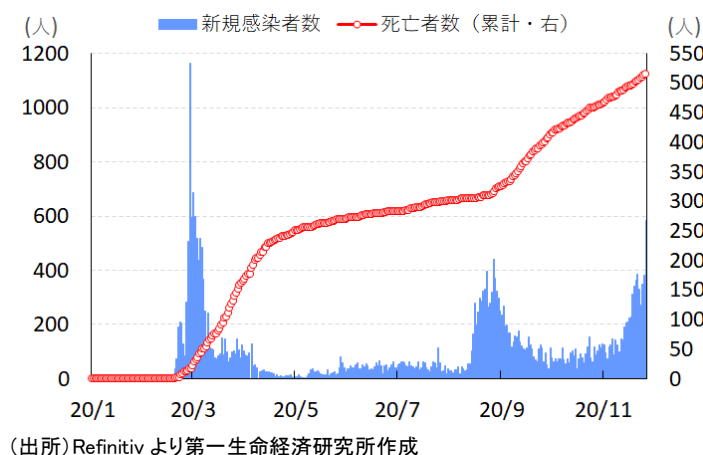
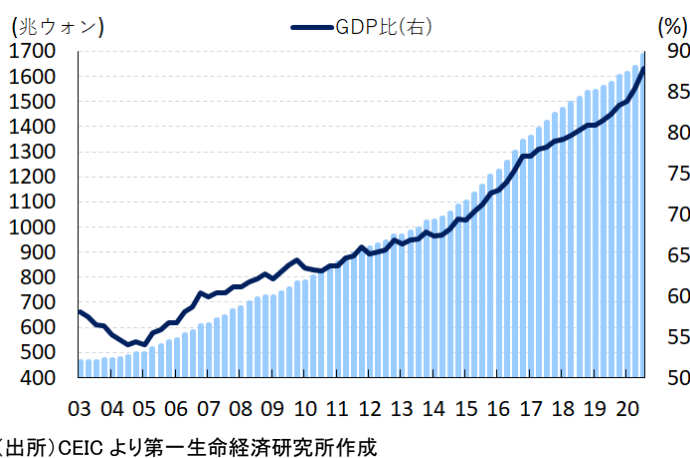


図3 家計債務残高及びGDP比の推移



大の行方やワクチン開発の動向、各国の政策対応の影響を受ける」との見方を示した。一方、同国経済は「緩やかに回復が続いている」とし、先行きについても「輸出と投資がけん引役になる形で緩やかな回復が続くが、見通しに対する不確実性は高まっている」とした。なお、同時に公表された最新の経済見通しでは「今年の経済成長率は▲1.1%、来年は+3.0%」と8月時点の見通し（今年は▲1.3%、来年は+2.8%）から上方修正された。また、物価動向については「足下で公共サービス価格の下落を受けて下振れしている」とし、先行きは「しばらくインフレ率は0%台前半で推移した後に徐々に1%前後に上昇する」など、8月時点から下方修正された。金融市場については「株価や為替は上昇している上、長期金利も上振れしている」とする一方、「家計債務は拡大しており、不動産市場も全土で上昇傾向を強めている」と引き続き警戒する姿勢をみせている。先行きの政策運営については引き続き「金融市場の安定に留意しつつ中期的な景気回復と物価安定を目指す」としつつ、「景気回復は緩やかに留まり、需要インフレ圧力は弱い展開が続くと見込まれ、緩和スタンスを維持する」との見方を示した上で、「新型コロナウイルスの動向や国内外の経済及び金融市場、家計債務の動向や政府による政策対応の効果などを見定める」とし、家計債務の動向を追記するなど注視する姿勢が強調された。

また、会合後に記者会見に臨んだ同行の李柱烈（イ・ジュヨル）総裁は、今回の決定について「全会一致で決定された」とした上で、足下の経済動向について「最悪期は過ぎた」との認識を示した。さらに、足下において一部の議員が同行の責務に雇用創出目標を加えることを求めていることに対して「綿密な議論が必要である」との考えを示すなど、現時点で明確な姿勢を示すことは保留した。その上で、このところのウォン高について「主要通貨に比べても強含んでおり、金融市場における『群集心理』がボラティリティに繋がっていることを勘案すれば、今後も動向を注視する必要がある」と述べた上で、「必要に応じて為替安定に向けた対応を講じる」とし、「急激なウォン高は望ましくない」とする姿勢をみせた。そして、「足下の1日当たりの輸出量は新型コロナウイルスの感染拡大前の水準に回復しつつある」との認識を示す一方、「家計債務の急増を懸念している」と警戒感を滲ませつつ、「金融政策の正常化を議論するタイミングではない」とした上で、金融市場の安定に向けて「金融安定化債の発行を検討する必要がある」との見方を示した。他方、「新型コロナウイルスの感染再拡大が続けば景気見通しの変更が必要になるかもしれない」と述べるなど、上述のように最新の景気見通しでの上方修正にも拘らず、再び下方修正される可能性に含みを持たせた。ただし、上述のように家計債務の増大をリスク要因として認識していることを勘案すれば、景気の下振れ懸念が高まった場合にも金融緩和余地は乏しいなど対応はこれまで以上に難しくなりつつあると判断出来る。

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。