

韓国経済：政治停滞の悪影響が広がり復調の芽が摘まれる恐れ

大統領の失職により政治的な空白を余儀なくされる韓国経済は、成長率が鈍化しており、デフレ突入と「成長率の屈折」の懸念が募る状況にある。家計債務負担は一段と高まっており、かつて経済成長を牽引した輸出の低成長が長期化している。足元で輸出や設備投資に持ち直しの動きが見られるが、構造改革が求められる中で中国の影響や財閥企業の萎縮などが足枷となるため、これらの持続的回復は見込めず、少なくとも2017年中の韓国経済復調は期待できそうもない。

大統領失職により政治的空白続く

3月10日、憲法裁判所は弾劾訴追された朴前大統領の罷免を全員一致で決めた。これを受けて、60日以内というルールに基づき 5月9日の大統領選実施が決定した。なお、新大統領が決まるまでの間は引き続き黄教安（ファン・ギョアン）大統領代行が職務を担うことになる。

現時点で支持率が最も高い大統領候補は、左派「共に民主党」の前代表であり前回の大統領選で朴前大統領と戦った文在寅（ムン・ジェイン）氏である。支持率は3割を超え、2位以下を大きく引き離して現状は独走状態にある。その一因は、支持率トップになることもあった最大のライバル潘基文（パン・ギムン）前国連事務総長が出馬を見送った（2月1日）ことである。なお、同氏への支持は大部分が忠清南道知事の安熙正（アン・ヒジョン）氏と大統領代行の黄教安氏に流れた模様である。

韓国大統領選の主な候補者

候補者	役職	年齢	政党	支持率		日韓合意		THAAD	
				3月2週	3月15日				
文在寅(ムン・ジェイン)	共に民主党前代表	64	共に民主党	32.0	37.1	×	無効とし見直しを示唆	×	配備見直しの可能性を示唆
安熙正(アン・ヒジョン)	忠清南道知事	51	共に民主党	14.1	16.8	△	合意に否定的だが、韓日間の戦略的な協力は必要とする	○	合意を尊重、中国の指導者の理解を望む
黄教安(ファン・ギョアン)	大統領権限代行首相	59	無所属	13.5	—	○	合意の趣旨と精神を心から尊重し、実践しなければならない	○	配備を早期に終えなければならない
安哲秀(アン・チョルス)	国民の党前代表	55	国民の党	10.2	12.0	×	独断的な大統領による過ち、破棄が妥当	△	急に破棄するのは難しいのが現実
李在明(イ・ジェミョン)	城南市長	52	共に民主党	10.3	10.3	×	日本は敵性国家	×	配備を撤回
洪準杓(ホン・ジュンピョ)	慶尚南道知事	62	自由韓国党	3.6	7.1	×	外交でなく裏取引		
劉承攸(ユ・スンミン)	国会議員	59	正しい政党	3.1	4.8	×	再交渉を求める	○	合意した以上迅速に導入

(注) 支持率はリアルメーター調査

その影響もあって今年に入り支持率を高めている安熙正氏は、トップの文在寅氏と同じ「共に民主党」に所属しているが、両者の主要政策に対するスタンスは異なっている。例えば、日韓合意¹については、文氏が無効として見直しを示唆しているのに対し、安熙正氏も合意自体には否定的であるが日本との協力関係は重要視する姿勢を見せている。また、在韓米軍のTHAAD（Terminal High Altitude Area Defense：終末高高度防衛ミサイル）配備問題については、文氏が配備見直しの可能性を示した一方で、安熙正氏は米韓の合意を尊重し中国の理解を求めるべきだという見解である。

そのほか、「共に民主党」所属の大統領候補として、大胆な発言で「韓国のトランプ」との異名をとる李

¹ 2015年12月28日の日韓外相会談における、慰安婦問題に関する合意内容。

在明（イ・ジェミョン）城南市長も名乗りを上げているが、このところ支持率は低下傾向にある。それでも、これら「共に民主党」所属 3 名の支持率を合計すると 50%を超えており、左派勢力が圧倒的に優勢の状況にあると言える。「共に民主党」は 4 月 3 日に代表候補者を選出する予定であり、まずはその結果が注目される。

一方、朴前大統領の与党「自由韓国党（旧セヌリ党）」は、今年 1 月に前大統領と距離を置く一部の党員が離脱、議会第一党の座を「共に民主党」に譲ったところで今回の大統領失職となり、党勢は弱まっている。そうした中で、「自由韓国党」から出馬表明をした元裕哲（ウォン・ユチョル）国会議員のほか、慶尚南道知事の洪準杓（ホン・ジュンピョ）氏も出馬に意欲を見せている。そのほか、離脱組が結成した「正しい政党」の劉承旼（ユ・スンミン）氏も出馬表明しているが、これら保守勢力の候補はいずれも支持率は数%以下にとどまっている。さらに、無所属ながら保守層からの支持を集めていた黄教安大統領代行の出馬見送りにより、保守派は核となる候補者が不在の状態となっている。

そうした中で注目されるのは、「国民の党」の安哲秀（アン・チョルス）前代表であり、支持率 1 割強と相対的に高く、左派ではあるが保守寄りの部分もあることから、有力候補不在の保守層から支持を取り込めるかどうか注目点となろう。ただ、保守派候補の支持率を加えても 3 割にも満たないため、左派支持層の一部も取り込まない限り勝算は乏しい。そのため、現時点では左派政権が誕生し政策が大きく変化する可能性が高いと考えざるを得ない。

今回の大統領失職において留意すべきは、政治の停滞や今後の政策の不透明さだけでなく、悪影響が産業界へも及ぶ恐れである。朴前大統領は失職によって不逮捕権も消滅するため、今後は収賄などの容疑で捜査を受ける見通しである。これは、ただ単に朴前大統領だけの問題ではなく、関与が指摘されている財閥企業へも捜査が及ぶ恐れが多分にあり、これら経済の牽引役である企業の行動を制約する要因ともなりかねない点が懸念される。

株価は上昇するも成長率は鈍化傾向

このように政治の停滞が確実な中で、株価は上昇基調にある。代表的な株価指数である KOSPI（韓国総合株価指数）は大統領が罷免された 3 月 10 日从前日から上昇し 2,097.35 で引けた（前日終値 2,091.06）。さらに、その後も米国市場の好調さや韓国企業の業績改善を背景に一段と上昇、大統領失職の影響は見られなかった。むしろ、弾劾が決着したことを好感したという見方が大勢を占めた。

とはいえ、実体経済は停滞している。2016 年の実質 GDP 成長率は、2015 年の前年比 +2.6% から +2.7% へ小幅加速したとはいえ、2012 年以降、2014 年（+3.3%）を除いて 3% を下回る状況が続いており、5% を超えていた 2000 年代の平均成長率²と比べるとかなり見劣りする。なお、主な需要の動向を見ると、輸出の伸び悩みから純輸出（輸出－輸入）がマイナス

韓国総合株価指数の推移（1980年1月4日=100）



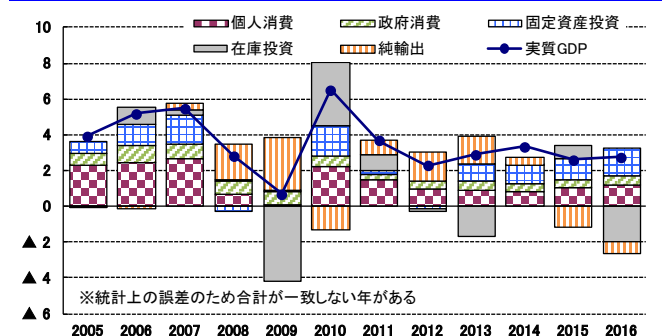
（出所）CEIC DATA

² リーマン・ショックで大きく減速した 2009 年を除いた 1999～2008 年の平均成長率。なお、2009 年を含めても 4.7% であり、最近 5 年間（2011～2016 年）の平均 2.8% は低成長である。

寄与(▲0.7%Pt)、在庫投資(寄与度▲1.9%Pt)も成長を下押ししたが、個人消費(2015年前年比+2.2%→2016年+2.4%)がやや伸びを高めたほか、建設投資の大幅拡大(+3.9%→+11.0%)が成長率を押し上げており、これまで韓国経済を牽引してきた輸出の弱さが目立つ。

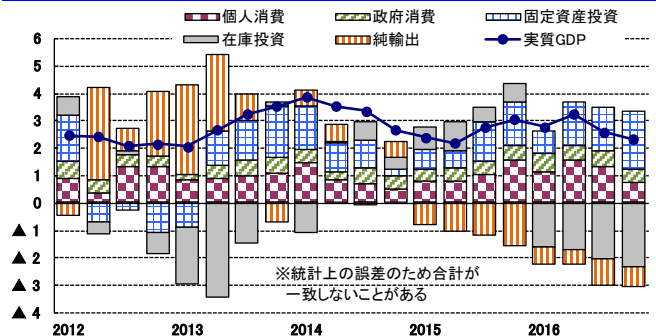
成長率の四半期毎の動きを見ても、2016年4~6月期の前年同期比+3.3%から7~9月期+2.6%、10~12月期+2.3%と鈍化傾向³⁾にある。輸出の伸び悩みや在庫の落ち込みに加え、年前半に堅調な拡大を見せた個人消費の減速が顕著である。建設投資は年後半にかけて伸びを高めたが、成長率全体の鈍化を食い止めることはできなかった。

実質GDP成長率の推移(前年比、%)



(出所)韓国銀行

実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



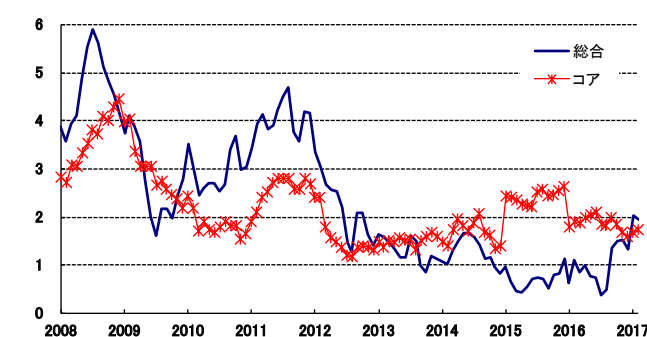
(出所)韓国銀行

デフレ懸念と「成長率の下方屈折」

こうした成長鈍化は、デフレ圧力を高める要因となる。実力ベースの成長力を示す潜在成長率は、各機関によって概ね3%前後⁴⁾と推計されているが、上記の通り実際の成長率は2014年を除いて潜在成長率を下回っているため、国全体の供給力と需要の差(需給ギャップ)が拡大し、需給面からの物価下落圧力が強まっていると考えられる。実際に、消費者物価(総合)上昇率は、エネルギー価格の持ち直しなどから足元で高まっているが、食品・エネルギーを除いた「コア」で見ると2015年終わり頃から鈍化傾向にあり、2016年以降は前年同月比で概ね2%を下回って推移している。

物価上昇率の低下(いわゆるディスインフレ)は、景気拡大を後押しする面はあるものの、景気が一段と減速し物価が下落、すなわちデフレ状態に陥れば、日本の例を見るまでもなく長期低迷に至る恐れもある。一方で、潜在成長率も低下しているため、成長ペースが減速してもデフレ圧力はさほど高まらないという見方もある。確かに、経済の成熟化に伴って成長率が低下していくことは自然であり、その全てを否定的に捉える必要はないが、一方で、かつての5%前後の成長を前提として行われた投資などの経済活動や、設計された社会保障などの制度に大きな歪が生じる、「経済成長率の屈折」の影響には留意しておくべきであろう。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)韓国統計庁

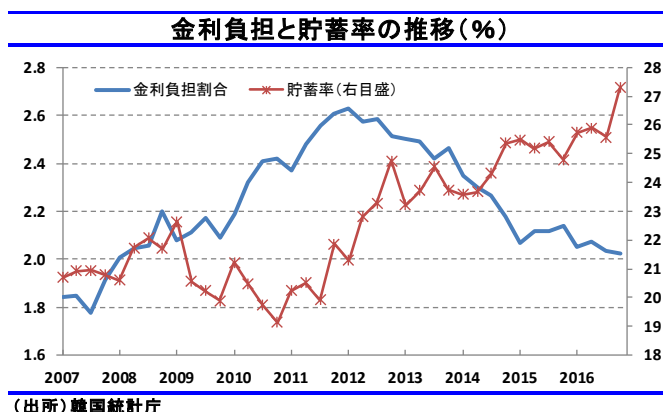
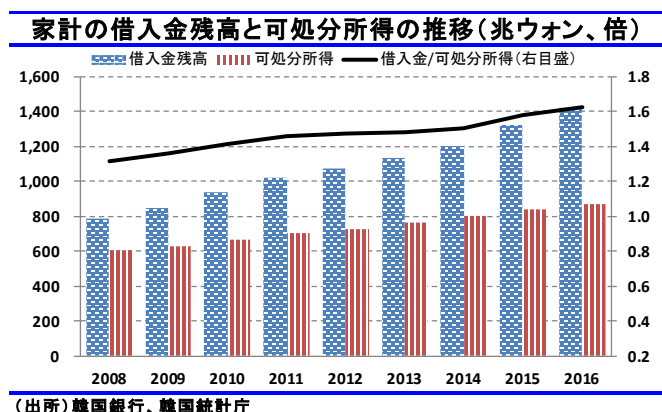
³⁾ 前期比でも4~6月期+0.8%、7~9月期+0.6%、10~12月期+0.4%と鈍化傾向にある。

⁴⁾ 韓国の潜在成長率について、OECDは3.1%としており、IMFは2.9%とみている模様。韓国銀行は3.0~3.2%としているが、下方修正の可能性を示唆している。

日米を大きく上回る家計の債務負担

そうした意味でも、家計の債務負担の増大は韓国経済の大きな懸案事項である。韓国銀行の統計によると、家計の借入金残高は2016年9月末時点で1,418兆ウォン⁵（約133兆円⁶）まで増加、870兆ウォン（81.5兆円）程度とみられる可処分所得⁷の約1.63倍に達している。同様の数字を日米と比較すると、日本は可処分所得299兆円程度（2016年見込み⁸）に対して借入金残高は319.3兆円（2016年9月末）で約1.07倍、米国は可処分所得14.05兆ドル（2016年、約1,530兆円⁹）に対して負債残高は15.1兆ドル（2016年末、1,640兆円）で同じく約1.07倍となっている。米国ではリーマン・ショック直前の2007年に家計の債務負担の大きさが警戒され始めたが、その時でも可処分所得の1.35倍程度であったことを踏まえると、韓国における家計の債務負担が如何に大きいか分かる。

もちろん、借入金残高が増加したとしても、可処分所得がそれを上回って増えれば、負担度合い（借入金残高の可処分所得に対する比率）は低下する。しかしながら、韓国においては可処分所得の増加を上回るペースで借入金残高が増えているため、負担は重くなっている。



にもかかわらず、こうした状況を維持できているのは、金利の低下に依るところが大きい。家計の支出額を見ると、借入金残高の増加を背景に金利支払い額は2012年前半には可処分所得の2.6%まで増加したが、以降は金利が低下に転じたことから2016年後半には2.0%まで減少している（上右図）。一方で、貯蓄率は上昇傾向（消費性向は低下傾向）にあるが、これは借入金の元金返済¹⁰の増加によって消費に回すお金が減っている可能性を示唆している。つまり、家計の債務負担増加は既に個人消費の拡大を妨げているわけである。さらに、成長率の低下に伴って可処分所得の伸びも鈍化しつつあり、そうした中で金利が上昇に転じれば、金利支払い額が再び増加に転じ個人消費を大きく下押しするだけでなく、債務の維持が困難となる世帯も出る可能性がある。

輸出：持ち直しの動き見られるが持続性には疑問

前述の通り、牽引役である輸出の停滞は、成長エンジンの不調という意味で影響が大きい。実質 GDP と実質輸出の前年同期比の伸びを比較すると、2013年後半以降、輸出の伸びが実質 GDP を下回ることが多

⁵ 長短借入金の合計。一般に韓国の家計債務残高として銀行とノンバンクの家計向け信用残高（約1,300兆ウォン）が引用されることが多いが、本数字は概念上、より範囲の広いものである。

⁶ 2016年平均の為替レート（1円＝10.68ウォン）で換算。可処分所得も同じ。

⁷ 家計調査を参考に、2015年の実績837.2兆ウォンから4%の増加を見込んだ。なお、2015年の前年比は+5.2%。

⁸ 2015年の実績294.6兆円から0.5%の増加を見込んだ。なお、2015年の前年比は+1.1%。

⁹ 2016年平均の為替レート（1ドル＝108.66円）で換算。負債残高も同じ。

¹⁰ 借入金の元金返済部分は、統計上、消費ではなく貯蓄にカウントされる。

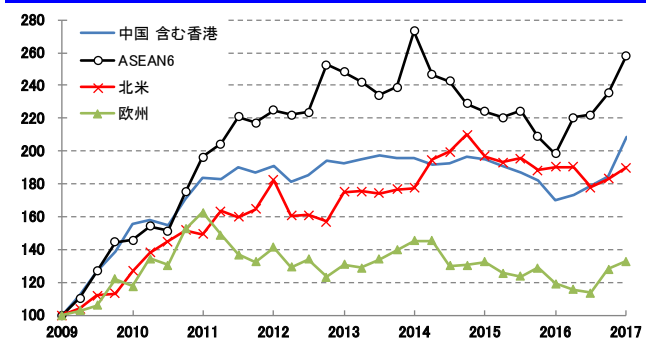
く（次ページ右上図）、この間、輸出はむしろ成長を抑制する要因となっていたことが分かる。

ただ、2017 年に入ると輸出は持ち直しの動きが見られる。2017 年 1～2 月合計の通関輸出額は前年同月比+15.7%の高い伸びを記録、2016 年 10～12 月期の+1.8%から大幅に伸びを高めた。当研究所試算の季節調整値でも 2017 年 1～2 月平均の水準は 2016 年 10～12 月期を 5.3%も上回っており、10～12 月期の前期比+3.6%から増勢を強めている。仕向け地別に見ると、最大シェア（2016 年 31.1%）の中国（含む香港）向けが急増したほか、ASEAN 主要 6 カ国¹¹向け（シェア 14.7%）も大幅増、日本向け（6.0%）、北米向け（12.1%）、欧州向け（12.7%）も増加するなど、幅広く持ち直した。

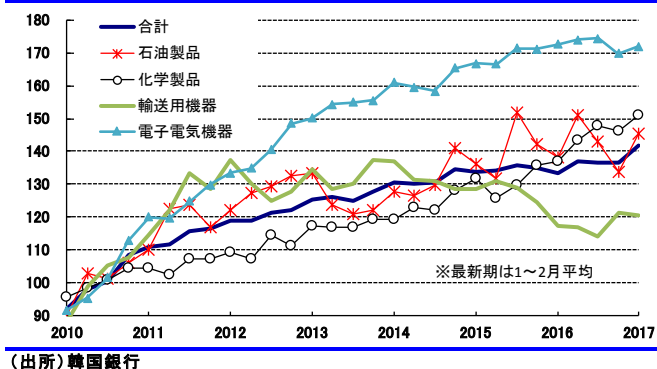
価格変動を除いた数量ベースの輸出も、2017 年 1～2 月は前年同期比+7.9%と 2016 年 10～12 月期の+1.1%から伸びを高めた。なお、上記の金額ベースの伸びほどではないのは、石油製品や鉄鋼など昨年に比べ価格が大幅に上昇した品目があったためである。当研究所試算の季節調整値では、1～2 月平均が 10～12 月期を 4.0%上回っており、2017 年に入り輸出が数量ベースでも急速に持ち直している様子が確認できる（下右図）。シェア 27.3%（2016 年）を占める電子電気機器は半導体の大幅増を家電製品や通信機器の落ち込みが減殺し小幅増にとどまり、輸送用機器（シェア 12.5%）は 10～12 月期に急増した反動で小幅減少したものの、石油製品（シェア 5.4%）が大幅増、化学製品（シェア 10.7%）も堅調に拡大し全体を押し上げた。

これまで中国経済の減速や輸出競争力の低下により低迷していた輸出であるが、このように中国経済の復調や素材の市況回復などを背景に持ち直しつつある。しかしながら、中国が在韓米軍の THAAD（終末高高度防衛ミサイル）配備に反発して報復的な動きを見せていることに加え、中国経済自体が 2017 年後半には減速に転じるとみられること、米中の自動車需要はピークアウトが見込まれることなどを踏まえると、輸出の拡大に過度な期待は禁物であろう。

輸出金額の仕向け地別動向（季節調整値、2009年Q1=100）



輸出数量の財別動向（季節調整値、2010年=100）



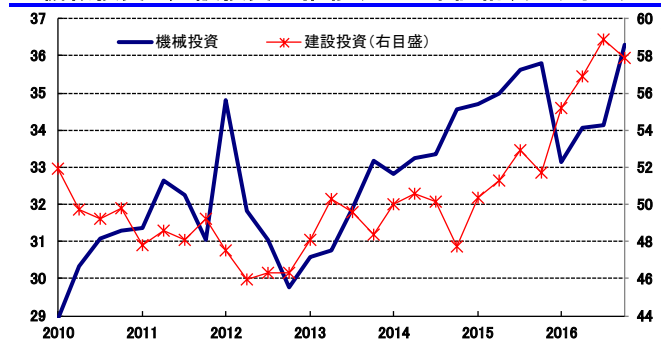
¹¹ シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

固定資産投資：建設投資は頭打ち、機械投資も悪材料多数

残る需要の柱である固定資産投資は、建設投資が頭打ちの兆しを見せる中で、機械投資（設備投資）が急回復し、全体としては2016年7～9月期の前年同期比+5.3%から10～12月期は+7.0%へ伸びを高め、前期比でも10～12月期は+0.8%と4四半期連続のプラスを記録、堅調な拡大を続けている。

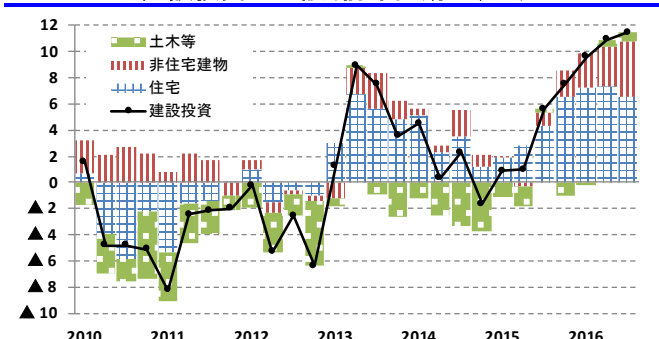
今後を展望すると、機械投資は先行指標である機械受注が10～12月期に前期比+18.9%の大幅増、最新データである1月の水準は更に10～12月期を1.2%上回っており、しばらく増勢を維持しそうである。しかしながら、上述の通り今後は輸出の増勢鈍化が見込まれることに加え、政府が進める産業構造改革が対象業種¹²の投資を抑制する要因となること、それ以前に大統領選を控えた行政の停滞、更には朴前大統領の贈収賄容疑に関する捜査が大手財閥企業の行動を萎縮させる可能性もあり、機械投資にも多くを期待できる状況にない。

機械投資と建設投資の推移（2005年価格、兆ウォン）



（出所）韓国銀行

建設投資の内訳（前年同期比、%）



（出所）韓国銀行

一方の建設投資は、これまで拡大を牽引してきた住宅投資が既に政府の規制強化により減少に転じている（右上図）。非住宅投資も上記の通り先行きの不透明感が強まる中で増勢を維持することは困難とみられ、建設投資は今後、調整局面を迎える可能性が高い。

2017年の成長率は一段と低下する見通し

こうした状況の中で、韓国銀行（中央銀行）は、2月23日の金融通貨委員会でも政策金利を据え置いた（7日物レポ金利1.25%）。据え置きは8ヶ月連続となる。足元で輸出持ち直しの動きが見られるとはいえ、インフレ率はコアで低下しており、金融面からの景気刺激が不要とは言えない状況であるが、それでも利下げに踏み切れないのは、政策金利の水準が既に史上最低であり余地が限られることに加え、政治の混乱を受けた資金流出懸念に配慮したためであろう。

いずれにしても、利下げ余地が限定的であり、政府が重要な意思決定を行い難い中で量的金融緩和の導入に踏み切る可能性は低く、今後も金融政策に景気の支援役を期待できない。一方、財政面での支援は期待できるとしても大統領選後となろう。

市場コンセンサスに比べ強気の見通しを立てることの多い韓国銀行ですら、2017年の成長率予想を前年比+2.5%とし2016年よりも一段と減速すると見込んでいる。構造改革が求められる韓国経済は、政治の停滞という悪材料が加わり、今しばらく停滞状態から脱し得ないとみておくべきであろう。

¹² 政府は海運、造船、建設、石油化学、鉄鋼を構造調整業種に指定、改革を促している。