

# アジア経済情報 2011年4月号

## Summary

【内容】

### 1. 景気の現状

海外景気の持ち直しを背景に2010年は高成長を記録

主力の家電製品や自動車を中心に輸出の中国シフトが進む

2011年1~3月期も輸出主導の堅調な景気拡大が続く

インフレ圧力が高まる一方、住宅価格は沈静化

### 2. 今後の見通し

## 【韓国経済の現状と先行き】

2010年の実質GDP成長率は、前年比6.2%の高成長を記録した。高成長を主導したのは輸出であるが、輸入も急増したため、純輸出の成長率に対する寄与度は小幅なプラスにとどまった。また、機械投資や個人消費といった内需の回復も成長に寄与した。

2010年の景気回復を主導した輸出動向を財別に見ると、電気製品や自動車、化学製品、鉄鋼などが急回復を見せた一方で、通信・音響機器は減少した。仕向地別では、中国向けが急拡大を見せたほか、ASEAN向けや日本向けも高い伸びを記録するなどアジア域内向けが輸出拡大を主導した。米国向けも好調であったが、EU向けや中東向けは伸び悩んだ。

2011年1~3月期の実質GDP成長率は、前期比1.4%となり2010年10~12月期の0.5%から増勢が加速した。輸出が輸入を大きく上回って拡大し純輸出の寄与が拡大したほか、個人消費も伸びが高まった。また、在庫投資も成長率に対してプラス寄与に転じた。一方で、固定資産投資は大幅に落ち込み成長率の押し下げ要因となった。総じて見れば、2011年入り後も韓国経済は輸出主導の堅調な拡大を続けていると言える。

景気の先行きを展望する上でのリスク要因はコア・インフレ率の上昇である。一方で、一時はバブル化が懸念された住宅価格は落ち着いた動きを見せている。背景には、金融政策の修正があり、住宅価格の落ち着きや建設投資の減少を見る限り、さらに引き締めを行えば金融機関の不良債権増加や建設投資の減少、通貨高を通じた輸出の拡大抑制に結び付く恐れがある。一方で、インフレ圧力の高まりは引き締め余地が残ることを示唆している。韓国銀行にとっては、金融政策上、極めて難しい局面を迎えていると言えよう。

そうした中で、韓国銀行は、引き続きインフレ抑制を優先し利上げを継続する可能性が高い。ただし、物価上昇余地は限られているとみられ、大幅な利上げにより景気が失速する可能性は低い。以上を踏まえると、2011年の韓国経済は、輸出や個人消費はやや減速するものの堅調な拡大が続き、建設投資は落ち込みが避けられない一方で機械投資は復調が見込まれることに加え、在庫投資が積み増しに転じ成長を押し上げるため、成長率は巡航速度とみられる4~5%程度の水準を確保すると予想する。

伊藤忠経済研究所

所長  
三輪裕範  
(03-3497-3675)

主任研究員  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

## 1. 景気の現状

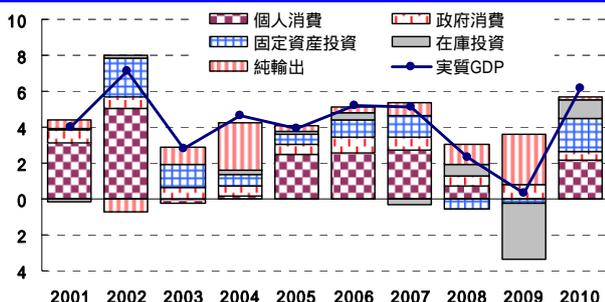
### 海外景気の持ち直しを背景に 2010 年は高成長を記録

2010 年の実質 GDP 成長率は、前年比 6.2% の高水準を記録した。韓国の実質 GDP 成長率は、2004 年から 2007 年にかけて概ね 4~5% 程度で推移していた。リーマンショックをきっかけとする世界金融危機の影響により 2008 年に 2.3% まで低下、2009 年には 0.3% まで落ち込んだが、2010 年は急回復を見せた。

2010 年の高成長を主導したのは輸出である。輸出は、2009 年の前年比 1.2% から 2010 年は 14.5% と大幅なプラスに転換、実質 GDP 成長率を 6.5% Pt 押し上げたのみならず、水準は 2008 年を 13% も上回る過去最高を記録した。この結果、輸出依存度（総需要に対する輸出の比率）は 2008 年の 34.4% が 2010 年には 35.0% まで上昇し過去最高を更新<sup>1</sup>、輸出依存を高めながら経済成長を続ける韓国経済の姿が明確となった。

ただし、輸入も国内需要の回復や輸出増に伴う素材・部品などの需要増に伴って、2009 年の前年比 8.0% から 2010 年は 16.9% へ急増したため、2010 年の純輸出（輸出 - 輸入）は実質 GDP に対する寄与度が 0.1% Pt と小幅なプラスにとどまった。

実質 GDP 成長率の推移 (前年比、%)



(出所)CEIC DATA

輸出依存度の推移 (季節調整値、%)



(出所)CEIC DATA

輸出の回復を受けて、固定資産投資も回復した。固定資産投資の約 4 割を占める機械投資は、2008 年に前年比 1.0% とマイナスに転じた後、2009 年も 9.8% と 2 年連続で減少していたが、2010 年は 25.0% の大幅増加を記録した。残る 6 割程度を占める建設投資は 2010 年に 1.4% と落ち込んだが、固定資産投資全体では 2010 年に前年比 7.0% 増加し、実質 GDP 成長率を 1.9% Pt 押し上げた。なお、建設投資の落ち込みは、前年の 2009 年に景気対策を主因として増加（前年比 3.4%）した反動が主因である。

個人消費も、2008 年 4~6 月期から 2009 年 1~3 月期にかけて前期比マイナスが続いていたが、政府による自動車買い替え促進策実施や所得環境の改善などを背景に 2009 年 4~6 月期以降は前期比プラスに転じている。この結果、2009 年は前年比横ばいにとどまったものの、2010 年は 4.1% 増と回復し、実質 GDP 成長率を 2.2% Pt 押し上げた。

<sup>1</sup> 名目ベース。なお、GDP に対する輸出の比率で見ると、2008 年の 53.0%（過去最高）から 2010 年は 52.4% と若干低下しているが、2009 年の 49.7% から大きく上昇しており、輸出依存を高めて成長しているという評価は変わらない。なお、日本の輸出依存度は、総需要比で 2008 年の 14.9% から 2010 年は 13.3% へ低下している。

そのほか、在庫投資は、金融危機を受けた企業活動の萎縮により 2009 年は大幅な減少（取り崩し）となり、成長率を 3.1%Pt も押し下げたが、2010 年は 2 年連続の減少ながら減少幅が縮小したことから成長率に対しては 1.0%Pt のプラス寄与となった。

## 主力の家電製品や自動車を中心に輸出の中国シフトが進む

景気回復を主導した輸出動向を財別に見ると、金融危機を受けて中国など各国で実施された消費刺激策や積極的なインフラ投資拡大により、シェア最大（下図）の電気製品が 2009 年の前年比 3.4%（名目、ドルベース）から 2010 年は 47.8% の大幅増に転じたほか、自動車を中心とする陸上輸送用機器（2009 年 24.5% 2010 年 46.6%）、化学製品（12.4% 30.8%）、鉄鋼（30.2% 39.9%）などが急回復を見せた。一方で、世界的に携帯電話の需要回復が遅れたことから通信・音響機器は減少が続いた（2009 年 16.2% 2010 年 2.0%）。

仕向地別では、全体の約 3 割を占める中国（含む香港）向けが 2010 年に前年比 33.6% の急拡大を見せたほか、1 割強を占める ASEAN 向けが 29.9%、シェア 6% の日本向けが 29.4% の高い伸びを記録するなど、アジア域内向けが輸出拡大を主導した。また、全体の 1 割強を占める米国向けも前年比 32.3% と好調であったが、仕向地の景気回復の遅れなどから EU 向け（14.8%）や中東向け（18.0%）は伸び悩んだ。

	2009年	2010年	変化
電気製品	13.1	15.1	2.0
陸上輸送用機器	10.0	11.4	1.4
化学製品	10.3	10.5	0.2
その他輸送用機器	12.0	10.4	1.6
通信・音響機器	11.3	8.7	2.7
鉱物燃料	6.5	7.0	0.4
鉄鋼	4.8	5.2	0.4
農業用機械	2.6	3.4	0.8
繊維製品	2.5	2.4	0.2
その他	26.8	26.0	0.8

(注) その他輸送用機器は大部分が船舶。

(出所) CEIC DATA

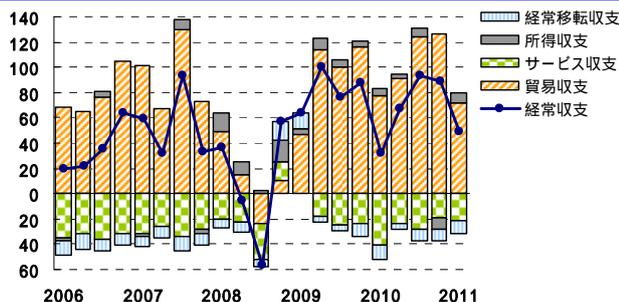
	2009年	2010年	変化
中国	29.3	30.5	1.2
EU	12.8	11.5	1.3
ASEAN6	11.1	11.2	0.1
米国	10.4	10.7	0.3
中南米	7.4	7.8	0.4
中東	6.6	6.1	0.5
日本	6.0	6.0	0.1
大洋州	4.5	2.9	1.6
インド	2.2	2.5	0.2
その他	9.9	11.0	1.1

(注) 中国は含む香港。ASEAN6はインドネシア、マレーシア、シンガポール、タイ、フィリピン、ベトナム。

(出所) CEIC DATA

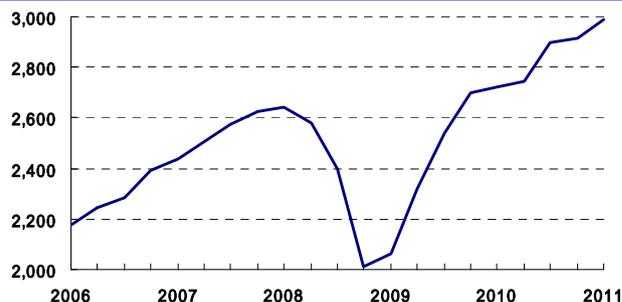
輸出の回復を受けて、2009 年に 328 億ドルまで拡大した黒字幅は、2010 年も 282 億ドル（GDP 比 2.4%）と比較的高い水準を維持している。また、ウォン相場は、高水準の経常収支黒字を背景に、2009 年 3 月につけた安値 1 ドル = 1,570 ウォンから 2010 年 4 月には 1,110 ウォン程度まで約 4 割も上昇、その後も 1,100 ~ 1,200 ウォンの高値圏で推移している。輸出依存度の高い韓国経済にとって通貨高は景気拡大を阻害しかねないため、政府・中銀はウォン高圧力緩和のためのウォン売り介入を行っており、外貨準備は 2010 年末で輸入額の約 8 ヶ月分に相当する 2,916 億ドルまで積み上がっている。

経常収支の推移 (季節調整値、億ドル)



(出所) CEIC DATA

外貨準備の推移 (億ドル)

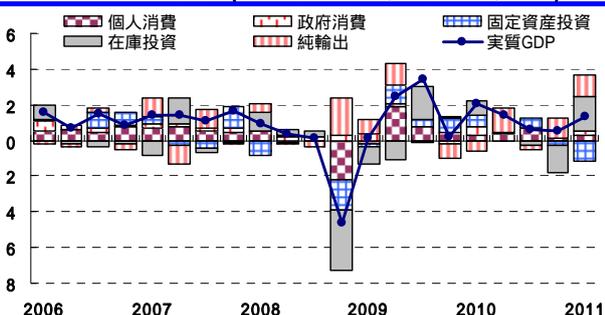


(出所) CEIC DATA

## 2011年1~3月期も輸出主導の堅調な景気拡大が続く

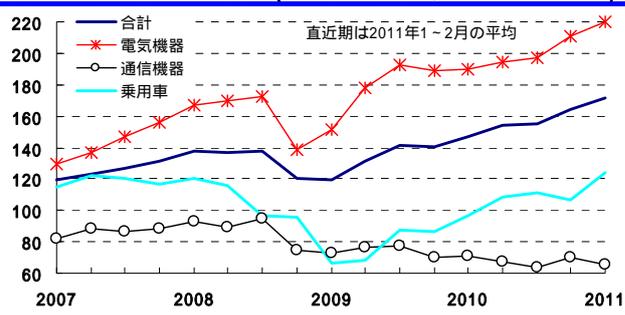
4月27日に発表された2011年1~3月期の実質GDP成長率は、前期比1.4%（年率5.6%）となった（下図）。2010年10~12月期の0.5%（年率2.0%）から増勢が加速している。需要項目別に見ると、輸出が前期比3.3%と輸入の1.2%を大きく上回って拡大したことから純輸出の寄与は1.2%Ptに拡大（10~12月期は1.1%Pt）個人消費も前期比0.5%と10~12月期の0.3%から伸びが高まったことが増勢加速に貢献した。また、在庫の取り崩しが一服したことも成長率押し上げに寄与した（寄与度1.9%）。一方で、固定資産投資は前期比4.3%となり成長率を1.1%Pt押し下げた。

実質GDPの推移(季節調整値、前期比、%)



(出所)CEIC DATA

輸出数量指数の推移(季節調整値、2005年=100)

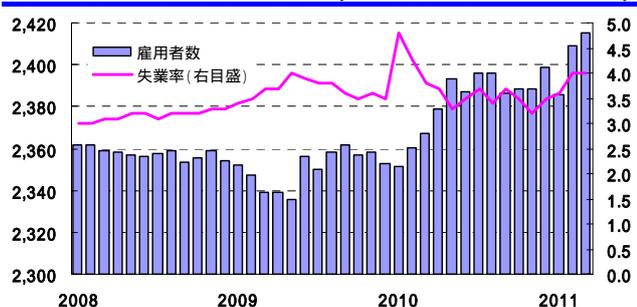


(出所)CEIC DATA

主な需要の動向を見ると、輸出は、当社試算の季節調整値（名目ドルベース）で電気製品が10~12月期の前期比2.6%から1~3月期に4.7%の増加に転じたほか、陸上輸送用機器（自動車など）が1.8%から12.5%へ伸びが高まり、その他輸送用機器（船舶など）も7.5%から41.0%と大幅な増加に転じたことが、全体の拡大を牽引した。一方で、携帯電話などの通信・音響機器は10~12月期に前期比10.8%と持ち直したが、1~3月期は4.9%と再び落ち込んでいる。価格変動の影響を除いた数量指数からも、概ね同様の傾向が窺える（上図右）。

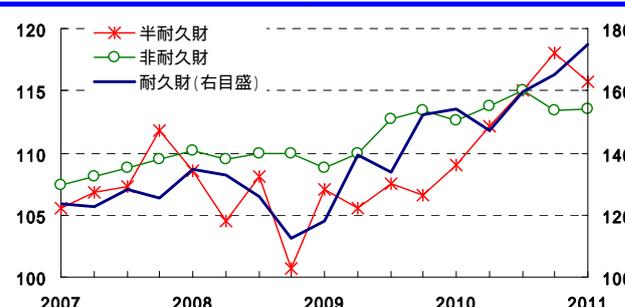
個人消費の堅調な拡大は、雇用情勢の改善が追い風となったとみられる。雇用者数は、2010年10~12月期の2,392万人から2011年1~3月期は2,403万人へ11万人増加した。一方で、失業率は、2010年11月の3.2%から2011年2月には4.0%まで上昇しているが（3月も4.0%、下図左）、1~3月期は労働力人口が23万人も増加していることを踏まえると、失業率上昇の主因は待機労働力が労働市場へ再参入したためと考えられる。そのため、失業率の上昇は一過性のものである可能性が高く、雇用情勢は就業者数の増加が示す通り、改善傾向が続いていると判断すべきであろう。

雇用者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)CEIC DATA

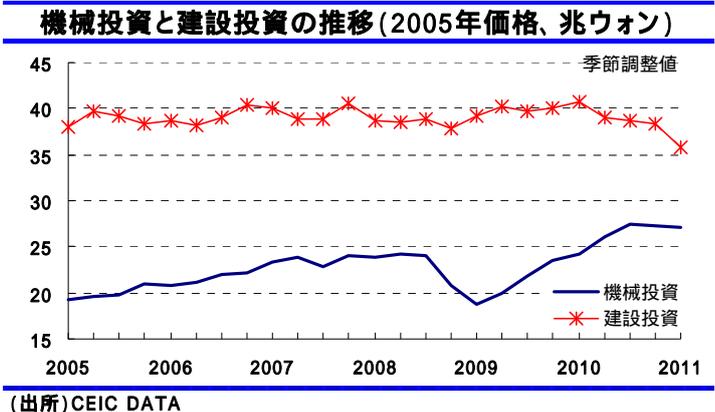
実質小売販売指数の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIC DATA

また、小売販売指数（季節調整値）は1～2月平均が10～12月期を1.2%上回り、財消費の堅調さを示した。財別の動向を見ると、自動車や家電製品などの耐久財が10～12月期を5.8%上回った一方で、衣料品などの非耐久財は0.1%上回るにとどまり、食料品などの半耐久財は2.0%下回っている。2011年1～3月期の個人消費拡大は、耐久財が牽引した模様である。

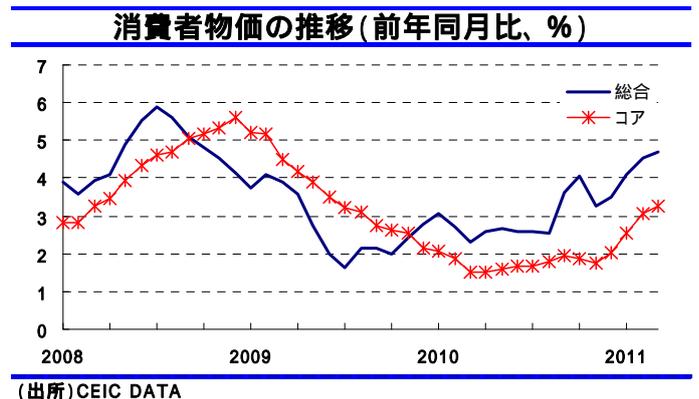
固定資産投資は、前期比 4.3%と10～12月期の 0.9%に続く2四半期連続のマイナスとなった。機械投資が 0.8%と2四半期連続で減少したことに加え、建設投資は 6.7%と4四半期連続の減少、マイナス幅は10～12月期の 1.0%から大きく拡大した。機械投資については、減少したとは言え依然として水準は金融危機前のピークを上回っており（右図）、2009年以降に急回復した反動による調整が続いているとみられる。また、建設投資の減少は、後述する通り緩和的な金融政策の修正に伴う影響も出始めたと考えられる。



以上の通り、韓国経済は、2011年入り後も輸出主導の堅調な拡大を続けている。在庫投資がフローでほぼゼロとなり積み増し局面に入る兆しが見られるなど、持続的な拡大が期待できる状況にあると言える。

## インフレ圧力が高まる一方、住宅価格は沈静化

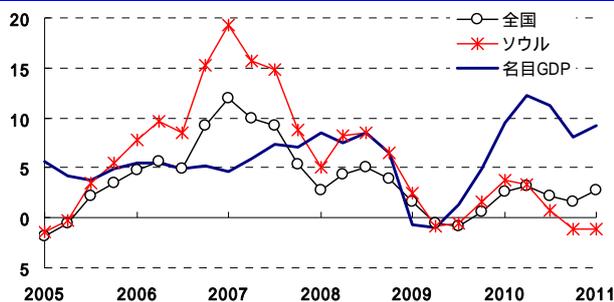
景気の先行きを展望する上での第一のリスク要因は、インフレであろう。消費者物価の前年同月比は、2010年8月まで3%前後で推移していたが、2011年3月には4.7%まで伸びが高まった（下図）。2010年8月に前年同月比5.7%であった食料品価格が翌9月に13.0%へ急騰、2011年3月も10.9%と高止まりしていることが主因である。また、原油価格の上昇が住居費（2010年8月2.1% 2011年3月4.1%）や運輸費（2.8% 7.9%）へ波及した可能性があるほか、賃金上昇によりサービス価格が上昇（4.6% 7.3%）したことも、物価を押し上げる要因となった。2011年に入ってから、食品・エネルギー価格を除くコア・インフレ率の上昇が顕著となっており、堅調な景気拡大を背景にエネルギーや人件費コストの上昇分が最終製品価格へ転嫁され、物価全体を押し上げる状況となっている。



一方で、一時はバブル化が懸念された住宅市場は、落ち着いた動きを見せている。住宅価格の適正水準を測るため、名目GDPを所得水準の目安として両者の動きを比較すると、2010年以降の名目GDPが前年同期比10%前後で推移する中で、住宅価格は全国平均で3%程度の伸びにとどまっている（次ページ図）。特にソウルに限れば、2010年10～12月期以降、住宅価格は前年比マイナスに転じている。住宅バブルが懸念された金融危機以前について見れば、住宅価格（全国平均）は2006年半ば以

降、名目 GDP の伸びを大きく上回り、ソウルでは 2006 年初めから上回り続けていた。こうした状況と比べると、昨年来の住宅価格の動向は極めて安定していると言える。

住宅価格の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

マーシャルのKの推移



(出所)CEIC DATA

住宅価格が沈静化した背景には、金融政策の修正がある。中央銀行である韓国銀行は、2010年7月に利上げを開始、2011年3月までの間に、4回で計1%Ptの利上げを行い、政策金利を2%から3%まで引き上げるなど、緩和的な金融政策の中立化を進めてきた。これに伴って、マネーサプライ(M2)の伸びは、2010年前半の前年同期比10%台から2011年1~3月期には5.3%まで低下している。この結果、マネーサプライを経済規模(名目GDP)と比較したマーシャルのKは、2009年以降、低下傾向にあり、資金供給量が経済成長に比べて抑制されていることを示している(上図右)。

こうした住宅価格の落ち着きや、先に見た建設投資の落ち込みなどを見る限りでは、金融政策は既に中立ないしは引き締め状態とも言える状態にある。そのため、一段の金融引き締めを行えば、住宅価格が大幅に下落し、金融機関の不良債権増加や建設投資の一層の落ち込みにつながる恐れがあるほか、通貨高を通じて景気の牽引役である輸出の拡大にもブレーキをかけることになりかねない。一方で、インフレ圧力が高まっていることも事実であり、物価動向に着目すれば金融政策の引き締め余地を残すことになる。韓国銀行は、金融政策運営において極めて難しい局面を迎えていると言えよう。

## 2. 今後の見通し

そうした中で、韓国銀行は、引き続きインフレ抑制を優先し利上げを継続する可能性が高い。韓国銀行が設定するインフレ・ターゲットは現在3%±1%であり、コア・インフレ率は着実に上限に近づいている。インフレ率の上昇に歯止めがかかるまでは、利上げを続けざるを得ないであろう。ただし、既に住宅価格や建設投資には利上げの効果が見られることに加え、最近のウォン高進行により原油などの輸入品価格の上昇抑制が期待できること、失業率の上昇から賃金が急速に上昇するリスクは大きくないと判断されることなどを踏まえると、インフレ率の上昇が頭打ちするまで、さほど時間は要しないと予想される<sup>2</sup>。利上げにより成長テンポが大きく抑制される事態は避けられる可能性が高い。

また、日本における東日本大震災の影響により、日本製の素材や部品に対する依存度が高い自動車や半導体、造船業界においては、一部製品の生産が滞る可能性がある。一方で、自動車など日本企業と競合する分野も多く、日本における供給力低下が韓国に対する代替需要増につながる面もあるため、

<sup>2</sup> 韓国銀行は、4月13日に2011年のインフレ率予想を前年比3.5%から3.9%に引き上げたが、2011年1~3月期のインフレ率は既に4.5%まで高まっている。すなわち、修正後のインフレ予想は、今後のインフレ率低下を意味するものである。

両者を合わせると影響は概ね中立と考えて良いであろう。

以上を踏まえて 2011 年の韓国経済を展望すると、牽引役の輸出は、中国を初めとするアジア新興国の堅調な景気拡大を背景に増勢を維持し、個人消費も雇用情勢の改善を背景に堅調な拡大が続こう。ただし、ウォン高進行やインフレ率の上昇により、増加テンポはやや鈍化するとみられる。建設投資は 2011 年 1～3 月期時点で既に 2010 年の水準を 9% 近く下回っており、落ち込みが避けられないが、輸出や個人消費の持続的な拡大を背景に機械投資の調整は軽微なものにとどまり、また、在庫投資は積み上げ局面に転じ成長を押し上げるとみられる。このため、2011 年の成長率は、2010 年の 6.2% からは鈍化するものの、巡航速度とみられる 4～5% 程度は確保すると予想する。

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。