

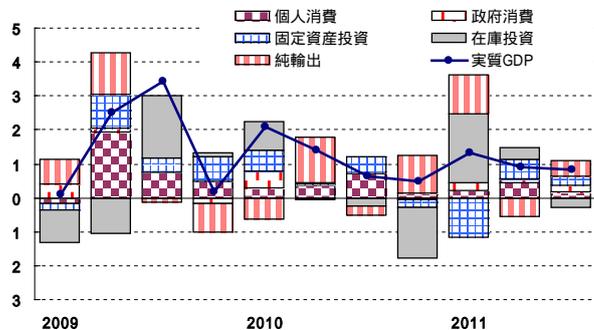
成長ペースの鈍化が続く韓国経済

実質 GDP 成長率は 1～3 月期から 7～9 月期にかけて鈍化傾向にある。10 月以降も、輸出の増勢に陰りが見られるほか、個人消費はマインド悪化により低迷、固定資産投資も先行きの不透明感が足枷となり、さらに成長ペースは鈍化したとみられる。一方で、インフレ圧力は依然として根強いいため、金融政策は現状維持を余儀なくされている。2012 年も成長率は高まりにくい。

国内需要の伸び悩みにより成長ペースの鈍化傾向が続く

実質 GDP 成長率は、2011 年 1～3 月期の前期比 1.3% (年率 5.4%) から 4～6 月期は 0.9% (3.6%) へ、7～9 月期には更に 0.8% (3.3%) まで鈍化した。主な需要の動向を見ると、輸出は 1～3 月期の前期比 3.3% から 4～6 月期に 1.2% まで減速したが、7～9 月期には 2.2% へ再加速した。その一方で、4～6 月期に増勢が加速した個人消費は 7～9 月期に伸びが鈍化し (1～3 月期前期比 0.4% 4～6 月期 0.9% 7～9 月期 0.4%)、4～6 月期に増加に転じた固定資産投資も 7～9 月期に失速するなど (1～3 月期 4.3% 4～6 月期 2.3% 7～9 月期 0.9%)、国内需要は伸び悩んだ。さらに、在庫投資の寄与度が 7～9 月期にはマイナスに転じたことも (1～3 月期 2.0%Pt 4～6 月期 0.3%Pt 7～9 月期 0.3%Pt) 成長の鈍化につながった。

実質GDP成長率の推移(前期比、%)



(出所)CEIC

輸出：10 月以降は低迷も純輸出では成長にプラス寄与

7～9 月期以降の輸出動向を通関数量指数で見ると、全体では 7～9 月期に前期比 14.1% となり、4～6 月期の 11.3% から増勢が加速している。鉄鋼が大幅増に転じたほか (4～6 月期前期比 2.3% 7～9 月期 12.7%)、化学製品 (4～6 月期 0.8% 7～9 月期 3.1%) や乗用車 (4～6 月期 1.2% 7～9 月期 2.8%) も増勢が加速しており、輸出の拡大を牽引した。しかしながら、10 月の輸出数量指数は、これら好調な業種を含めて総じて低調であり、全体では 7～9 月期を 0.9% 下回っている。

通関輸出額も、7～9 月期の前期比 3.6% から 10～12 月期は 0.9% と減少に転じている。財別 (11 月まで) には、電気製品こそ 10～11 月平均が 7～9 月期比 5.8% と増勢が加速したものの (7～9 月期は前期比 1.5%)、鉄鋼は増勢が鈍化し (7～9 月期前期比 7.4% 10～11 月 2.0%)、化学製品 (7～9 月期 2.9% 10～11 月 4.7%) や自動車などの陸上輸送用機器 (7～9 月期 7.1% 10～11 月 3.9%) は減少に転じたほか、通信・音響機器 (7～9 月期 3.2% 10～11 月 15.7%) はマイナス幅が拡大している。

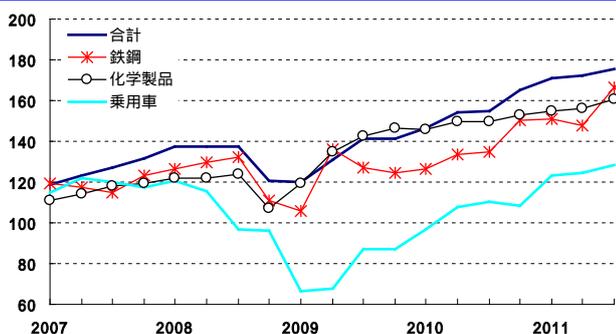
また、仕向け地別では、シェア 30.5% (2010 年) と最大の中国向け (含む香港) が 4～6 月期の前期比横ばいから 7～9 月期は 6.3% へ復調、中国以外のアジア向け (シェア 24.2%) も 4～6 月期の 2.9% から 7～9 月期は 4.6% に伸びが高まったが、ともに 10 月以降は失速している。また、ソブリン問題で揺れる欧州向け (14.9%) は、4～6 月期に前期比 8.4% とマイナスに転じ、7～9 月期も 5.1% と減少が続く。

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。見直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。

10～11月平均も7～9月期を13.4%も下回っている。その他の地域向けも減少が目立ち、10月以降の輸出は北米向け（シェア11.6%）と中東向け（6.1%）を除いて、総じて低迷している。

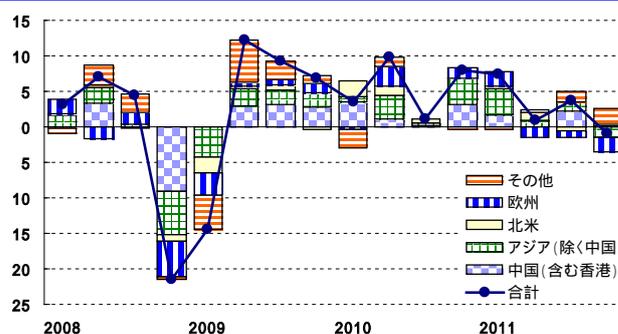
一方で、通関輸入額も7～9月期の前期比1.5%から10～12月は3.9%と減少に転じている。そのため、輸出自体は低調な推移ながら、純輸出（輸出 - 輸入）では10～12月期も実質GDP成長率に対してプラス寄与になる可能性が高い（7～9月期は0.5%Pt）。

輸出数量指数の推移 (2005年=100、季節調整値)



(出所) CEIC

輸出金額の推移 (季節調整値、前期比、%)



(出所) CEIC

個人消費：マインドの悪化を背景に低迷

7～9月期の個人消費の伸び悩みは、インフレ率の高まりや欧州ソブリン問題の深刻化などを受けた先行きに対する不透明感の強まりによる影響が大きいとみられる。

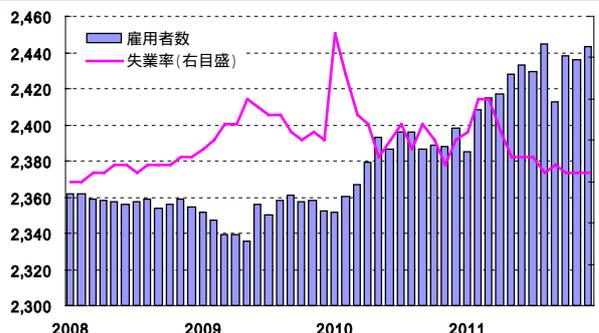
消費者マインドを示す代表的な指標である消費者センチメント指数は、2011年8月に、目安となる100を割り込んだ（7月102 8月99）。欧州ソブリン問題への警戒感が強まり株価が大幅に下落したことを受けて、サブ指数である国内景気（7月76 8月64）が大幅に悪化した。また、物価の先行き（6ヵ月後）に関する指標も5月の146を底に8月には151まで上昇しており、雇用の先行き（7月92 8月88）についても見方が慎重化した。

消費者センチメント指数の推移



(出所) CEIC

雇用者数と失業率の推移 (季節調整値、万人、%)



(出所) CEIC

しかしながら、実際の雇用情勢は、雇用者数の増加と失業率の低下が続くなど、概ね良好である。雇用者数は、4～6月期に前期比23.0万人増加し、7～9月期は2.8万人増と減速したが、2四半期を均せば堅調な拡大と言える。さらに、10～12月期も10.2万人増加しており、雇用者数の安定的な増加が続いている。そのため、失業率も8月には3.1%まで低下、9月に3.2%へ上昇したものの10月には再び3.1%まで低

下しており、以降、12月まで同水準で低位安定している。

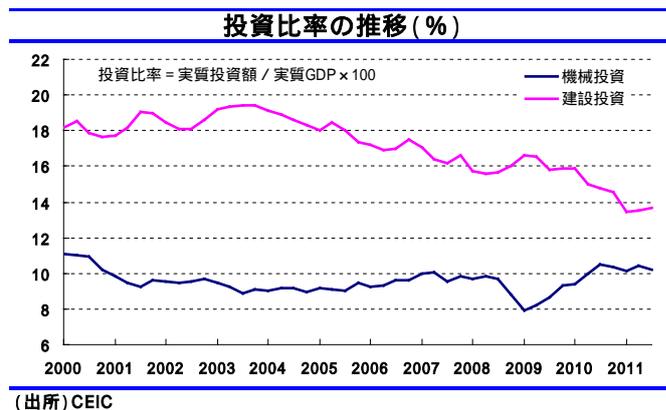
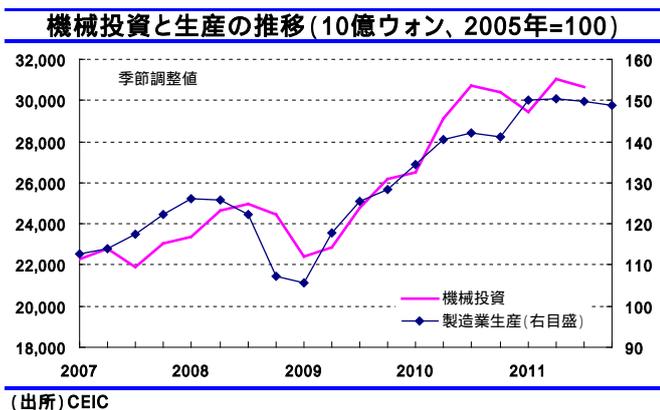
こうした状況もあり、10月以降、消費者センチメント指数は若干改善を見せていたが、12月に再び100を割り込んだ(11月103 12月99)。サブ指数は幅広く悪化しているが、特に物価の先行き(6ヵ月後)の上昇が目立っており(11月140 12月146)、後述の通り根強く残るインフレ圧力が消費マインドを再び悪化させているようである。

小売関連指標も、10月以降、悪化が顕著である。乗用車販売台数は、7~9月期の年率122.9万台(当社試算の季節調整値)から10~12月期は114.3万台へ7%減少し、小売販売指数(実質)は、全体で10~11月平均の水準が7~9月期を2%下回っている。小売販売指数の内訳を見ると、耐久財(10~11月平均の7~9月期比 2.2%)のみならず半耐久財(1.5%)、非耐久財(1.6%)とも落ち込んでおり、個人消費は全般的に停滞感を強めている。

固定資産投資：先行き不透明感により抑制

7~9月期の固定資産投資は、建設投資が2四半期連続で増加したものの(4~6月期前期比1.6% 7~9月期1.8%)、機械投資(3.9% 0.8%)が前期の反動もあって減少に転じたことが、増勢鈍化につながった。海外情勢が悪化し、個人消費の拡大ペースも鈍化する下で、企業は在庫の積み上げを控え生産を抑制しているとみられ、鉱工業生産指数(製造業)は4~6月期に前期比0.2%へ鈍化、7~9月期には0.3%とマイナスに転じている。こうした状況下では、機械投資の拡大は期待できない。

10~11月平均の生産指数も7~9月期を0.6%下回っており、10月以降も生産の抑制傾向が続いている。さらに、経済規模に対する投資水準の目安となる投資比率(機械投資/GDP)が、直近においてもリーマンショック以前の水準を上回っていることもあり、先行きに対する不透明感が強まる中で、機械投資は抑制され易い状況にある。そのため、10~12月期も機械投資の減少が続いた可能性が高く¹、仮に建設投資の底堅い動きが続いたとしても²、固定資産投資全体では、せいぜい横ばい程度にとどまったものとみられる。



¹ 機械投資の先行指標である機械受注(国内)は、1~3月期前期比5.7%、4~6月期3.0%、7~9月期5.4%と堅調な拡大が続いており、機械投資の動きと乖離しているため、先送りやキャンセルなどが発生している可能性がある。また、10~11月平均の機械受注は7~9月期を1.5%上回るにとどまっており、年末にかけて増勢が鈍化している。

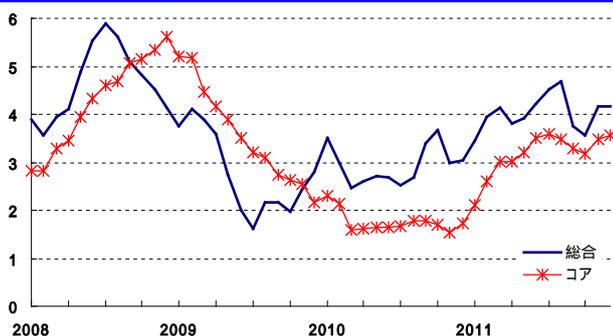
² 建設投資の先行指標である建設工事受注(民間)は、7~9月期に前期比5.0%とマイナスに転じており、10~11月平均も7~9月期を若干下回っていることから、建設投資も10~12月期に減少した可能性がある。

根強いインフレ圧力が金融政策の障害

景気が減速傾向にある中で、消費者物価上昇率は10月に前年同月比3.6%へ低下したが、11月は再び4.2%へ上昇、12月も同水準となった。10月に前年同月比2.8%まで伸びが鈍化した飲食料品価格が11月6.0%、12月7.5%と伸びを高めたほか、水道光熱費を含む住居関係費が10月の5.4%から11月は6.0%（12月5.9%）となったことが主因である。さらにその根底には、9月以降、急速に進んだウォン安や、WTIで再び100ドル台まで上昇した原油価格の動向がある。また、コア・インフレ率（農産物・石油製品を除く総合）は、11月に3.5%、12月には3.6%まで高まり、中央銀行である韓国銀行が目標とする3%±1%の上限（4%）に近づきつつある。

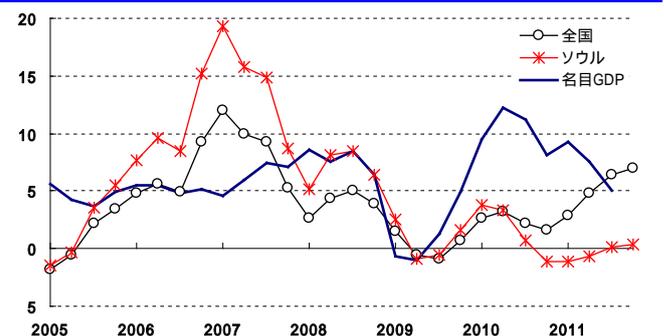
景気の減速は明確となりつつあるが、こうした物価動向を踏まえると、これまで緩和状態からの正常化を進めてきた金融政策を直ちに緩和方向へ再転換することは困難である。さらに、地方都市を中心に住宅価格が再び上昇傾向にあることも、金融緩和をためらわせる要因となろう。韓国銀行は、6月10日の利上げを最後に政策金利である7日物レポレートを3.25%に据え置いているが、今後も、少なくともインフレ率の低下傾向が確認できるまでは、利下げに踏み切れないと予想する。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) CEIC

住宅価格の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC

2011年の成長率は3%台後半に

上記の需要動向を踏まえると、2011年10～12月期の実質GDP成長率は、主に外需のプラス寄与により前期比0.5%（年率2.0%）程度にとどまったとみられる。その場合、2011年通年の成長率は3.7%程度となり、2010年の6.2%から大幅に減速することになる。

2012年についても、昨年9月以降に急速に進んだウォン安が輸出拡大の追い風になることや、景気減速を受けてインフレ率の低下が見込まれるなどプラス要因はあるものの、その一方で、最近の景気減速の一因である欧州ソブリン問題に解決のメドが立たず、輸出の伸び悩みや、それを受けた設備投資の抑制などが見込まれる。こうした情勢を踏まえ、韓国政府は2012年の実質GDP成長率見通しを、2011年と同程度の3.7%としている。これを上回るためには、インフレ動向のカギの握る原油価格や為替相場の安定、そして、欧州ソブリン問題の早期沈静化が必要条件となろう。