

## 成長ペースの減速に歯止めは掛かった韓国経済

1～3 月期の実質 GDP は前期比で 10～12 月期より伸びが高まり、成長ペースの減速傾向には歯止めが掛かった。マインド改善を背景に個人消費が復調したほか、生産の持ち直しを受けて固定資産投資も増加に転じ、輸出も前期の落ち込みを取り戻した。物価の落ち着きにより金融緩和余地も生じており、景気下振れリスクは大きく低下したが、一方で欧州ソブリン問題や原油価格上昇というリスク要因は残っており、現時点では成長ペースの加速も期待し難い。

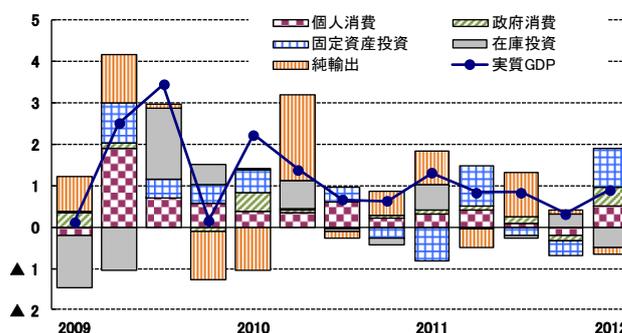
### 1～3 月期 GDP：内需の持ち直しにより前期比成長率が高まる

4 月 26 日に発表された 2012 年 1～3 月期の実質 GDP は前年同期比 2.8% となり、2011 年 10～12 月期の 3.3% から伸びが鈍化した。前年同期比では 2009 年 7～9 月期 (1.0%) 以来となる伸びの低さが注目されたが、季節調整済みの前期比では 10～12 月期の 0.3% (年率 1.3%) から 1～3 月期は 0.9% (年率 3.7%) へ増勢が加速しており、2011 年を通じて見られた成長ペースの減速傾向に歯止めが掛かったと評価すべきであろう。

なお、前期比の増勢加速は、個人消費が 10～12 月期の前期比 ▲0.4% から 1～3 月期は 1.0% と 2 四半期ぶりに増加に転じたほか、固定資産投資も 3 四半期ぶりに増加し (7～9 月期 ▲0.8% → 10～12 月期 ▲1.5% → 1～3 月期 3.7%)、政府消費も 2 四半期ぶりに増加したことが大きく寄与している。つまり、10～12 月期に落ち込んだ反動を多分に含んでおり、1～3 月期の景気は成長率の数字が示すほどの力強さはない。

そのほか、在庫投資は最終需要の持ち直しを受けて 2 四半期ぶりに前期比でマイナス寄与となり、純輸出についても、輸出は 2 四半期ぶりの増加に転じたが輸入の増加ペースが上回りマイナス寄与となった。

実質 GDP 成長率の推移 (前期比、%)



(出所) CEIC

### 個人消費：物価の落ち着きを受けたマインド改善により復調

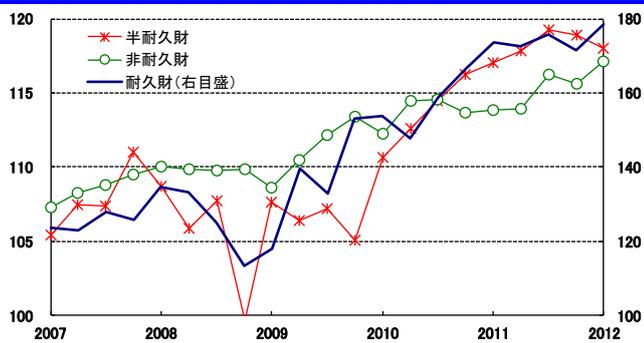
主な需要の動向を見ると、個人消費の代表的な指標である小売販売指数 (実質、季節調整済) は、10～12 月期に前期比 ▲1.3% と落ち込んだが、1～2 月平均は 10～12 月期を 1.4% 上回り、GDP 統計と同様、2012 年に入り個人消費が持ち直したことを示した。内訳を見ると、耐久消費財 (10～12 月期前期比 ▲2.4% → 1～2 月平均 4.0%) が前期の落ち込みを上回る増加となり、食料品などの非耐久財 (▲0.5% → 1.2%) も持ち直したが、衣料品などの半耐久財 (▲0.3% → ▲0.8%) は減少が続いた。耐久財消費の復調は、乗用車販売台数が当社試算の季節調整値で 10～12 月期の前期比 ▲6.1% (年率 114.6 万台) から 1～3 月期は 3.4% (118.4 万台) と増加に転じたことからも確認できる。

このように個人消費が持ち直した背景には、消費者マインドの改善がある。消費者マインドを表す消費者

センチメント指数は、昨年12月に目安となる100を割り込み、1月には98まで悪化していたが、2月以降は改善が続き、4月には104まで回復している。同じ時期に物価の先行き（6ヵ月後）に対する見方が改善していることから（12月146→4月137）、物価の落ち着き（詳細後述）がマインド好転を通じて個人消費の復調に寄与したものとみられる。

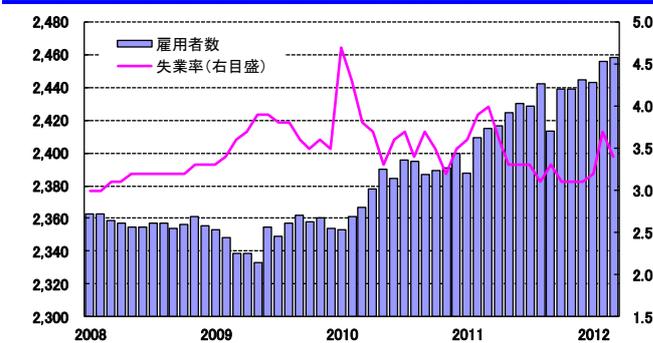
また、雇用の持続的な拡大が個人消費の下支えとなっている。就業者数は10～12月期の前期比12.6万人（年率2.1%）増に続き、1～3月期も11.7万人（年率1.9%）増と比較的堅調な拡大を続けた。さらに、雇用の拡大を受けて失業率は10～12月期に四半期では約4年ぶりとなる3.1%まで低下<sup>1</sup>した。1～3月期には労働力人口が前期比21.9万人も増加したため失業率は3.4%へ上昇したが、これは雇用環境の改善に伴って待機雇用が労働市場に再流入した結果であり、悲観的に評価する必要はないであろう。

実質小売販売指数の推移（季節調整値、2005年=100）



(出所) CEIC

雇用者数と失業率の推移（季節調整値、万人、%）

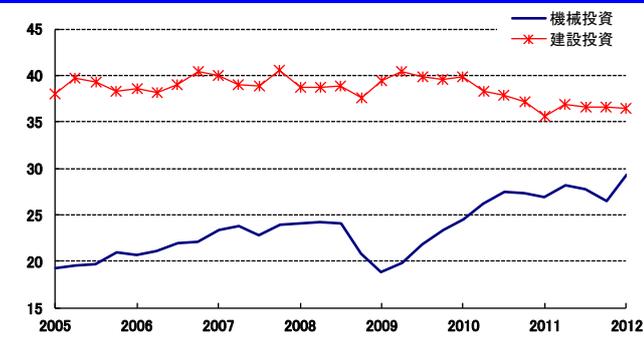


(出所) CEIC

## 固定資産投資：生産持ち直しを背景に機械投資が急回復

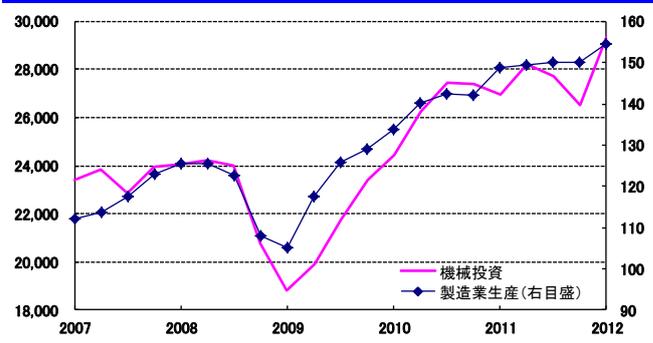
2012年1～3月期の固定資産投資は3四半期ぶりの前期比プラスに転じた（▲0.8%→▲1.5%→3.7%）。その内訳を見ると、建設投資が2011年7～9月期以降、概ね横ばい推移が続く中（7～9月期前期比▲0.5%→10～12月期0.1%→1～3月期▲0.7%）、機械投資が急増したことが固定資産投資回復の主因である（▲1.8%→▲4.3%→10.8%）。

機械投資と建設投資の推移（兆ウォン、2005年価格）



(出所) CEIC

機械投資と生産の推移（10億ウォン、2005年=100）



(出所) CEIC

そして、機械投資の回復は生産の持ち直しによるところが大きい。鉱工業生産指数（製造業）は、2011年4～6月期に前期比0.5%まで減速した後、7～9月期0.3%、10～12月期0.0%と足踏み状態が続き、機械投資が停滞する主因となっていた。ところが、2012年1～3月期の生産指数は前期比2.1%増加し、

<sup>1</sup> 2008年1～3月期の3.0%以来の低水準。月次では、2011年8月にも3.1%を記録している。

復調の兆しを見せている。業種別には、一般機械が10～12月期の前期比▲5.1%から1～3月期は6.6%と急回復を見せたほか、自動車（10～12月期▲3.4%→1～3月期 5.5%）、造船などのその他輸送用機器（▲2.9%→4.4%）が回復し、電子部品（3.7%→1.0%）は2四半期連続で増加した。

## 輸出：北米向けを中心に持ち直し

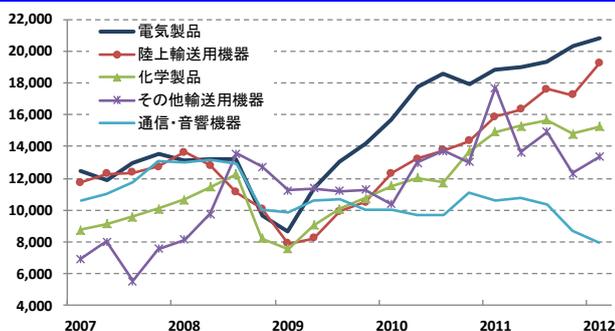
また、生産回復の背景には輸出の持ち直しがある。2012年1～3月期の輸出（通関ドルベース）は前年同期比3.0%となり、10～12月期の9.0%から伸びが鈍化したが、より短期的な動向を示す前期比は1～3月期に2.8%（当社試算の季節調整値）と2四半期ぶりの増加に転じている（10～12月期▲2.4%）。

輸出動向を財別に見ると、自動車を中心とする陸上輸送用機器が10～12月期の前期比▲2.1%から1～3月期に11.4%へ急増したほか、その他輸送用機器（▲17.6%→8.5%）も持ち直し、電気製品（5.4%→2.3%）は増勢を維持するなど、概ね生産動向と同様の傾向が見られた。

仕向け地別では、北米向けが10～12月期の前期比2.4%から1～3月期は16.7%の大幅増となり輸出全体を2.1%Ptも押し上げたほか、日本や中国、ASEANなどアジア向け（10～12月期前期比▲2.1%→1～3月期1.6%）も復調した。ただし、アジア向けのうち中国向け（含む香港）は横ばい推移（▲0.4%→▲0.7%）にとどまっている。なお、欧州向けは1～3月期に前期比11.4%の大幅増となったが、前3四半期連続で落ち込んだ後であり（4～6月期前期比▲7.5%→7～9月期▲4.7%→10～12月期▲10.6%）、反動の域を脱していない。

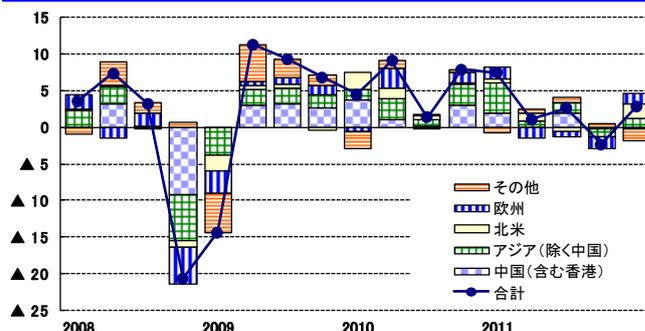
このように、2012年に入り輸出は持ち直しているが、10～12月期の落ち込みを取り戻した程度であり、今のところ一部の財や地域に偏った部分的な回復にとどまっている。

財別輸出動向(季節調整値、100万ドル)



(出所) CEIC

仕向け地別輸出動向(季節調整値、前期比、%)



(出所) CEIC

## 物価安定の中で静観を続ける金融政策

これまでの景気減速などにより、2011年8月に前年同月比4.7%まで高まった消費者物価上昇率は、飲食料品価格の落ち着きを主因に2012年3月には2.6%へ低下した。飲食料品価格は、昨年8月の前年同月比11.2%から2月には3.6%まで伸びが鈍化した後、3月は4.9%と再び伸びが高まったものの昨年に比べ上昇は抑制されている。そのほか、2月から3月にかけては、政府の補助金拡大により教育関連の物価上昇率が大きく低下したことも（2月前年同月比1.7%→3月0.6%）、物価上昇率を押し下げた。

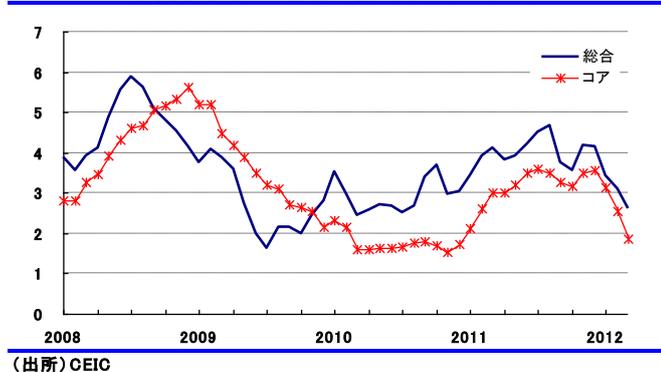
この結果、3月のコア・インフレ率（農産物・石油製品を除く総合）は前年同月比1.9%まで低下し、中

中央銀行である韓国銀行が目標とする3%±1%の下限(2%)を下回った。こうした物価動向に加え、先に見た通り、景気は個人消費に底堅さが見られるものの、輸出は不安定な海外情勢を踏まえると成長ペースを加速させるには未だ力不足であり、依然として景気の足腰は弱い状況にある。こうした観点から見れば、金融政策に対して利下げによる景気刺激が求められているように見える。

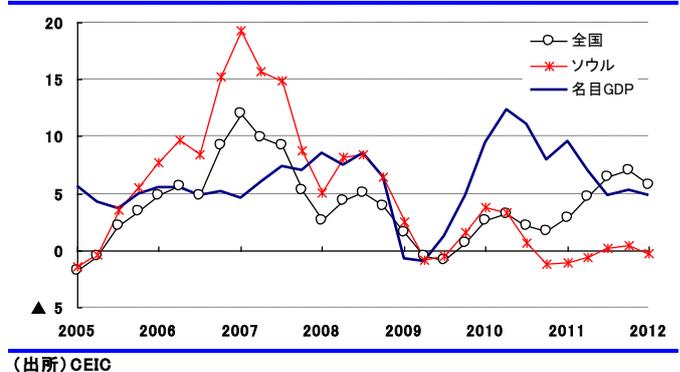
しかしながら、その一方で原油価格が高止まっていることや、ソウル以外の都市では住宅価格の前年比上昇率が依然として高い水準にあり不動産バブルのリスクが残っていることが、金融緩和を躊躇させる要因となっている。

韓国銀行は、昨年6月10日を最後として利上げを中断し、政策金利(7日物レポレート)を3.25%に据え置き続けているが、今後も景気や物価に影響を与える諸要因の動向を慎重に見極めることとなろう。すなわち、今後の金融政策の方向性は、景気が順調に回復すれば利上げ、回復がもたつく中でインフレ・リスクが後退すれば利下げもあり得るという両睨みの状態が当面は続くとみられる。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



住宅価格の推移(前年同期比、%)



## 2012年の成長率は3%台半ばに

以上で見た通り、減速局面を終えた韓国経済は、雇用の持続的な拡大を背景とする個人消費の底堅さや、物価の落ち着きにより生じた金融緩和余地により、下振れリスクは大きく後退している。輸出依存度の高い韓国経済にとって重要なカギを握る海外景気についても、欧州(輸出シェア13.5%、2011年)こそ低迷が続くとみられるが、米国(10.1%)は緩やかながらも着実に回復に向かっており、アジア(56.6%)も日本(7.1%)やASEAN(12.6%、主要6カ国)は既に持ち直しの動きが見られる。さらに、減速が続いている中国(29.7%、含む香港)も年後半には回復に向かうと予想されるため、今後も輸出は拡大傾向を維持し、成長ペースが大きく落ち込むことは避けられそうである。

しかし、その一方で、欧州発の金融市場の混乱や原油価格高騰のリスクが燻り続け、景気の回復に弾みがつきにくい状況が見込まれることも事実である。4月16日に韓国銀行が2012年の実質GDP成長率見通しを3.5%へ下方修正し、IMFやOECDも相次いで同じ水準まで見通しを引き下げたが、これは4~6月期以降、前期比1%(年率4%強)をやや上回る成長が続く程度の姿である。現段階では成長ペースの大幅な加速も期待できず、2012年の成長率予測を3%台半ばとするのは現実的な見方であろう。