

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

景気の減速傾向が続く韓国経済

1～3 月期の実質 GDP 成長率の高まりを受けて持ち直しが期待された韓国経済は、4～6 月期に再び成長ペースが鈍化し景気の減速傾向が続いている。輸出に下げ止まりの動きが見られず、固定資産投資は機械投資、建設投資とも軟調に推移、個人消費も増勢が鈍化し、過剰な住宅ローンによる悪影響も懸念される状況にある。物価上昇率の低下により金融緩和余地が拡大しているため景気底割れリスクは低いものの、輸出主導で景気が持ち直すには時間を要する見込み。

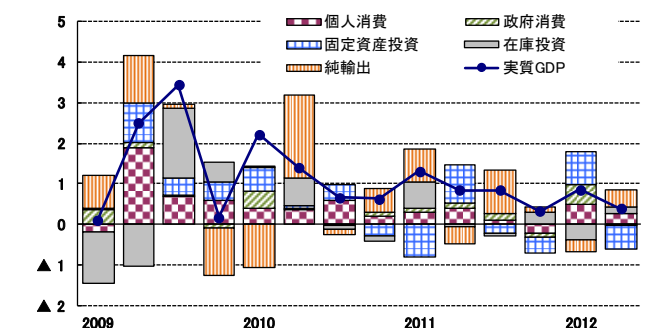
実質 GDP 成長率は 4～6 月期に再び低下

今年に入り輸出が一時的に持ち直したことから、成長ペースの減速に歯止めが掛かったかに思われた韓国経済であるが、2012 年 4～6 月期の実質 GDP は前年同期比 2.4%¹となり、1～3 月期の 2.9%から伸びが一段と鈍化した。季節調整済の前期比でも、昨年 10～12 月期の 0.3%（年率 1.3%）から今年 1～3 月期には 0.9%（年率 3.5%）まで伸びが高まったが、4～6 月期は 0.4%（年率 1.5%）へ大幅に鈍化しており、景気は減速傾向から脱していない。

実質 GDP が前期比で減速した主因は、固定資産投資と輸出の落ち込みである。固定資産投資は、1～3 月期に前期比 3.2%の比較的高い伸びを記録した反動もあって 4～6 月期は▲2.3%と減少し、実質 GDP 成長率を 0.6%Pt も押し下げた。また、輸出も 1～3 月期の前期比 3.0%に対して 4～6 月期は▲0.6%、実質 GDP への寄与度は▲0.3%Pt となった。ただし、輸入が輸出以上に落ち込んだため（4～6 月期前期比▲1.7%）、純輸出の寄与度は 0.4%Pt のプラスとなっている。

その一方で、個人消費は増勢を維持し（1～3 月期前期比 1.0%→4～6 月期 0.5%）、在庫投資は実質 GDP に対してプラス寄与に転じているが（▲0.4%Pt→0.2%Pt）、個人消費の増勢は鈍化しており、最終需要は停滞感を強めていると言える。

実質 GDP 成長率の推移（前期比、%）



（出所）CEIC

輸出：下げ止まりの動き見られず

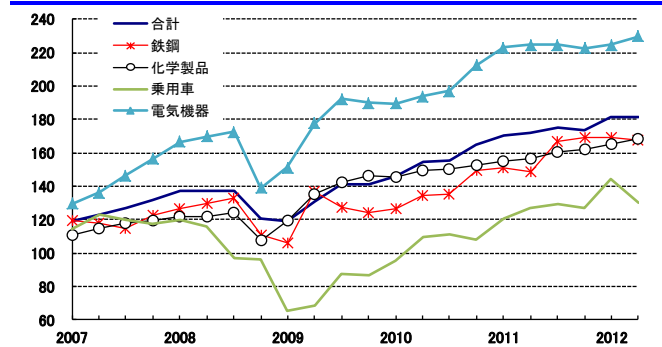
輸出は、通関統計の輸出数量指数で見ても、1～3 月期の前期比 4.6%から 4～6 月期は▲0.6%となり、GDP 統計と同様の動きになった（当社試算の季節調整値）。財別に見ると、乗用車が 1～3 月期の前期比 13.8%から、その反動もあって 4～6 月期は▲10.3%と大きく落ち込んだほか、鉄鋼（1～3 月期前期比 0.0%→4～6 月期▲0.9%）もマイナスとなり、全体を押し下げた。その一方で、化学製品（1.9%→2.1%）がやや増勢を加速させ、電気機器（0.8%→2.3%）は大きく伸びを高めている。

また、通関輸出額も、全体で 1～3 月期の前期比 1.7%から 4～6 月期は▲2.9%とマイナスに転じた（当社

¹ 9 月 6 日に改定値が発表される予定。

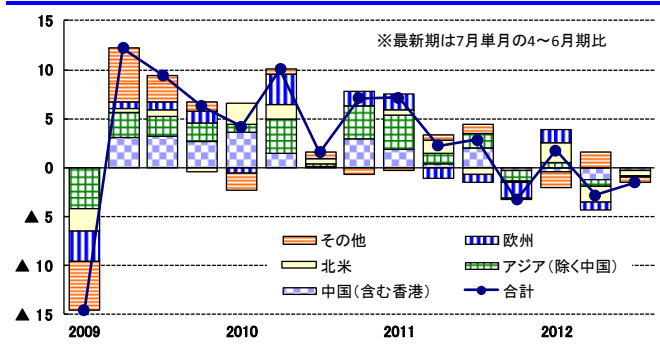
試算の季節調整値)。

財別輸出数量指数の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所) CEIC

仕向地別輸出動向(季節調整値、前期比、%)



(出所) CEIC

仕向地別に見ると、全体の 29.7% (2011 年) を占める中国向け(含む香港)が 1~3 月期の前期比▲1.5% から 4~6 月期は▲4.5%へマイナス幅を拡大したほか、米国向け(シェア 10.1%、1~3 月期前期比 16.0% →4~6 月期▲11.5%)は 3 四半期ぶりの減少に転じ、EU 向け(シェア 10.0%)は、1~3 月期に 4 四半期ぶりとなるプラス(13.1%)に転じたが、4~6 月期は▲7.1%と再び減少した。日本向け(シェア 7.1%)も 2 四半期ぶりのマイナス(4.5%→▲10.8%)に転じている。その一方で、ASEAN²向け(シェア 12.6%、4.8%→0.4%)は、減速したものの同地域の堅調な内需を背景に増勢を維持している。このように、輸出は、概ね仕向地の経済情勢を反映した動きとなっており、特に最大の輸出先である中国において在庫調整が本格化している影響を強く受けている。

7 月はさらに 4~6 月期の水準を 1.6%下回っており、前年同月比では▲8.8%の大幅な落ち込みとなった。また、7 月は各仕向地向けとも減少しており、今のところ輸出に下げ止まりの動きは見られない。

固定資産投資：機械投資、建設投資とも軟調

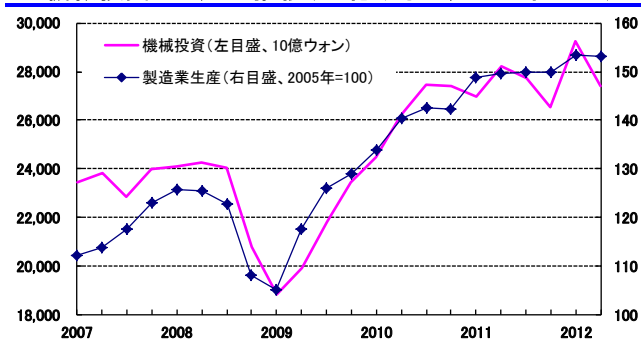
固定資産投資も 2012 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率を押し下げたが、なかでも落ち込みが顕著であったのは機械投資である。機械投資は、1~3 月期に前期比で 10.3%増加したが、4~6 月期は▲6.4%と大きく落ち込んだ。1~3 月期の反動による部分が少なからずあるとみられるが、製造業の生産が回復力に乏しいことも一因と考えられる。

製造業生産指数は、1~3 月期に輸出が一時的に持ち直したことから前期比 2.2%と比較的高い伸びを見せたものの、4~6 月期には▲0.2%と減少に転じている。主な財の生産動向を見ると、自動車²が 1~3 月期の前期比 5.4%から輸出と同様に 4~6 月期に▲0.6%と減少に転じたほか、国内の機械投資の落ち込みなどを受けて一般機械もマイナスに転じている(1~3 月期 6.9%→4~6 月期▲2.4%)。一方で、輸出が持ち直した電気機器は 4~6 月期に前期比 3.8%と 3 四半期ぶりのプラスに転じたほか、精密機械は 1~3 月期の前期比横ばいから 4~6 月期は 7.2%と伸びを高めている。

機械投資の先行きについても、回復する兆しは見られない。先行指標である機械受注は、4~6 月期に前期比▲7.7%の大幅な落ち込みを記録し、3 四半期連続の減少となった。

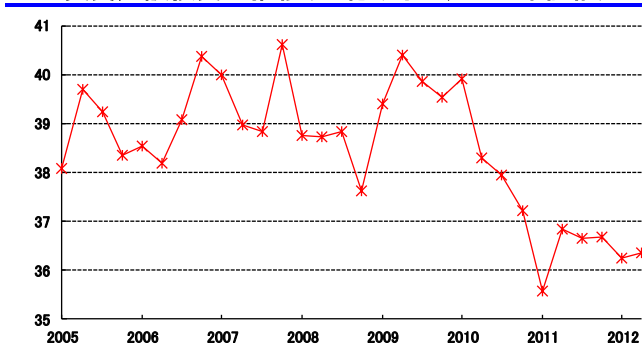
² シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナムの 6 カ国のみ集計。

機械投資と生産の推移(10億ウォン、2005年=100)



(出所) CEIC

実質建設投資の推移(10億ウォン、2005年価格)



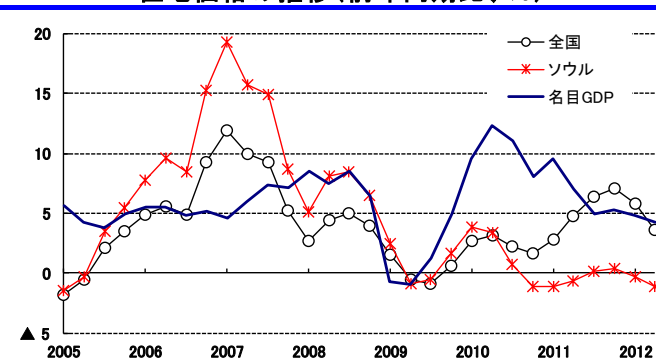
(出所) CEIC

一方で、建設投資は、1～3 月期の前期比▲1.2%から 4～6 月期は 0.3%と小幅ながらも増加に転じた。ただし、4～6 月期の水準は、リーマン・ショック後のピークとなった 2009 年 4～6 月から 10%も落ち込んでおり、減少傾向の中で下げ止まりの兆しを見せた程度に過ぎない。

さらに、住宅価格の下落が示す通り、住宅需要は盛り上がり欠けている。過去を遡ると、長期に渡る金融緩和³などを背景に、住宅価格は 2000 年代半ばに名目 GDP 成長率を上回って大幅に上昇し、住宅バブルの様相を呈していた。2009 年にはリーマン・ショックを受けて一旦沈静化したものの、その後の金融緩和によりバブル再燃が懸念されたことから、政府は住宅価格抑制策を強化⁴した。

そうした中で、2011 年後半は前年比プラス圏に持ち直していたソウルで 2012 年に入り再び下落しているほか、全国平均でも 2011 年 7 月の前年同月比 7.1%から 2012 年 7 月には 2.5%まで鈍化している。そのため、韓国では、住宅価格の下落により、保有する住宅の価値がローン残高を下回る「ハウスパア」と呼ばれる世帯が増加⁵し、社会問題化している。こうした家計のバランスシート悪化により、今後も住宅投資は低迷が続き、建設投資の回復を遅らせることとなろう。

住宅価格の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC

個人消費： 今後は増勢が一段と鈍化する可能性

前述の通り、GDP 統計では 4～6 月期に個人消費の増勢が鈍化したが、財の消費の指標である小売販売指数(実質、季節調整済)は、1～3 月期、4～6 月期とも前期比 1.5%で変わらず、堅調な増加が続いた。このため、個人消費の減速はサービス消費の落ち込みによるものと考えられる。また、実質小売販売指数の内訳を見ると、耐久財は 1～3 月期の前期比 1.7%から 4～6 月期は 3.6%へ増勢が加速した一方で、半耐久財(1～3 月期前期比 1.2%→4～6 月期 0.3%)や非耐久財(2.3%→1.2%)は増勢が鈍化した。ただ

³ 韓国銀行は、2003 年 4 月に利下げ(4.25%→4.00%)に転じて以降、2004 年 11 月にかけて 3.25%まで段階的に引き下げ、2005 年 10 月まで金融緩和局面を継続した。

⁴ 総負債返済比率(総所得に占める年間元金返済額の割合、DTI)や分譲価格の上限に対する規制を強化した。

⁵ 朝鮮日報と新韓銀行が新韓銀行の顧客に行ったアンケートによると、住宅保有者のうち自らをハウスパアと認識している人の割合は 28.6%に上った。また、朝鮮日報は、住宅価格が 7%下落すると 19.4 万世帯がローンの返済に窮し破綻するとしている。これは、韓国の総世帯数(約 2,000 万)のおよそ 1%に相当する。

し、乗用車販売台数は、1～3月期、4～6月期とも年率117.2万台と横ばい推移にとどまっているため、4～6月期の個人消費の拡大は乗用車以外の耐久財消費が中心であったと言える。

なお、雇用所得環境は、全体としては改善している。就業数は、1～3月期に前期差11.7万人増加した後、4～6月期に13.9万人と増勢が加速した。7月の水準も、4～6月期を7.8万人上回っており、増勢を維持している。また、4～6月期の月平均賃金は前年同期比5.1%となり、特別給与の大幅増という特殊要因で7.8%まで伸びが高まった1～3月期ほどではないが、2011年通年の前年比0.9%を大きく上回った。さらに、消費者物価上昇率（詳細後述）は、2011年通年の前年比4.0%から、2012年1～3月期は前年同期比3.0%、4～6月期は2.4%まで低下しており、物価上昇を除いた実質賃金の伸びは、2011年の前年比▲3.1%から2012年4～6月期は前年同期比2.7%へ大きく改善している。

その一方で、消費者マインドは悪化している。消費者マインドの代表的な指標である消費者センチメント指数は、3月に101と好不調の分岐点である100を超え、5月には105まで改善したが、7月にかけて100まで低下した。なかでも国内景気情勢に関する指標の悪化が顕著であり（5月81→7月71）、回復の兆しが見られない景気動向が消費マインドに悪影響を与えている模様である。

このように消費者マインドが悪化する中で、今年の夏場に限ればオリンピックの効果により外食が好調であったほか、猛暑によって関連家電製品や食品の販売が増加しており、個人消費は底堅く推移しているようである。しかしながら、10～12月期以降は、夏場の盛り上がりの反動が見込まれるうえ、景気減速の中で消費者マインドの改善は期待し難いため、個人消費の増勢が一段と鈍化する可能性がある。上記「ハウスプア」の増加に表象されるような、住宅価格の下落や金利の上昇により住宅ローンの負担感が高まっている世帯が増えていることも、個人消費の回復を阻害する要因となろう。

金融政策は緩和方向へ

景気の減速を受けて、前述の通り消費者物価上昇率は低下傾向にあり、7月には前年同月比1.5%まで伸びが鈍化した。主因は飲食料品価格の落ち着きである。飲食料品価格は、2011年8月に前年同月比11.2%まで伸びが高まったが、その後は伸びが概ね鈍化傾向にあり、2012年7月には2.4%となった。また、燃料価格の下落などから運輸関連物価の上昇率も鈍化しており（2012年2月前年同月比5.0%→7月1.2%）、消費者物価の安定に寄与している。

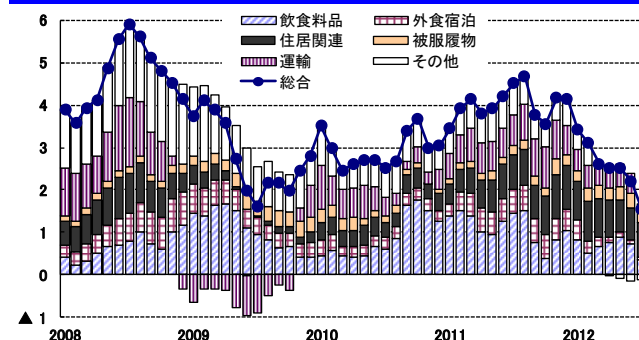
中央銀行である韓国銀行は、景気の減速に歯止めが掛からない中で、6月の消費者物価上昇率が目標レンジである3%±1%の下限(2%)に近づいたこともあり、7月12日の金融政策決定会合において政策金利（7日物レポレート）を3.25%から3.00%へ引き下げた。利

消費者センチメント指数の推移



(出所) CEIC

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC

下げは、昨年 6 月 10 日に利上げを打ち止めて以降、初めてとなる。

続く 8 月 9 日の決定会合では、韓国銀行は、上記の通り 7 月の消費者物価上昇率（1.5%）が目標レンジの下限を下回ったにもかかわらず、追加利下げを見送った。7 月に行った利下げの効果を見極めるためとみられるが、これまで見た通り、その後も景気に回復の兆しが見られないことを踏まえると、次回 9 月 13 日の決定会合では追加利下げに踏み切る可能性が高いと考えられる。

2012 年の成長率は 3%を割り込む可能性も

以上で見たように、韓国経済は減速しており、輸出の予想を上回る落ち込みや過剰な住宅ローンの影響が景気を下押ししている。一方で、雇用所得環境が改善していることから個人消費の大幅な落ち込みは避けられ、物価上昇率の低下により金融緩和の余地も広がったことから、景気が底割れする可能性は高いとは言えない。しかしながら、米国や中国の景気回復が遅れているため、輸出が増勢を取り戻し景気の拡大を牽引するといった本来の成長軌道に戻るには、やや時間を要するとみられる。

そのため、2012 年の実質 GDP 成長率は、当社の従来予想していた前年比 3%台半ばには至らず、3%を割り込む可能性が高まったと考えられる⁶。2013 年についても、輸出の持ち直しにより成長率は高まるものの、家計の過剰債務問題などが重石になり、3%台を回復する程度の成長にとどまると予想する。

⁶ 韓国銀行も、2012 年の実質 GDP 成長率見通しを従来の前年比 3.5%から 3.0%に引き下げている。