

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

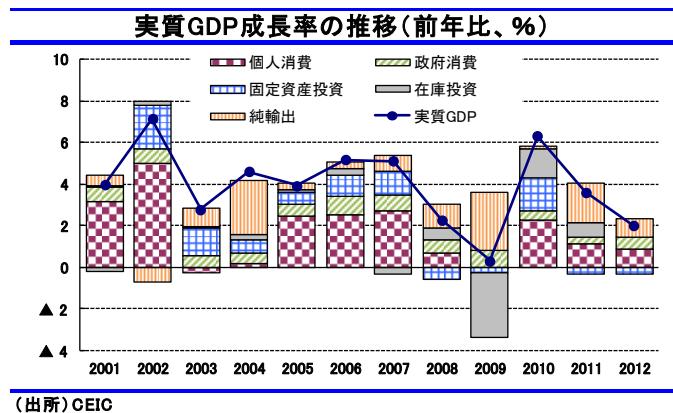
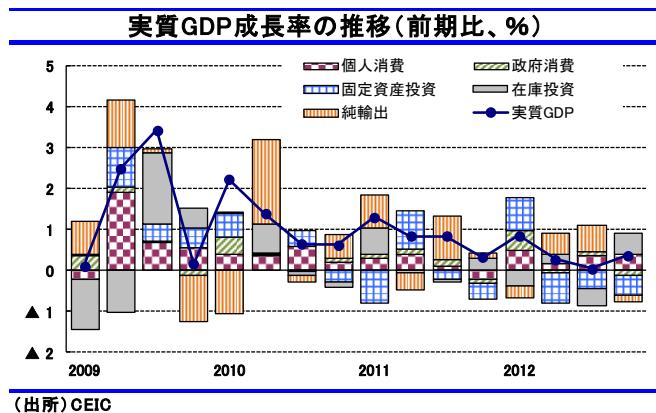
ウォン高と住宅市場の調整により低成長を強いられる韓国経済

2012年10~12月期の実質GDPは前期より伸びが高まつたものの最終需要は低迷しており、持ち直しと言える状況ではない。輸出は下げ止まつたもののウォン高の逆風を受けて回復力に乏しく、固定資産投資は機械投資の下げ止まりが期待されるが住宅市場の調整が長期化しており建設投資は低迷が続く可能性が高い。個人消費も過度な住宅ローン負担と雇用減により景気を牽引する力はない。韓国銀行は追加の利下げを迫られようが、金融政策だけでは住宅問題の解消は困難であり、新政権の経済政策が注目される。

実質GDP成長率は底入れするも持ち直しには至らず

韓国経済は、実質GDP成長率の鈍化が示す通り景気の減速が続いていたが、2012年10~12月期の実質GDPは7~9月期と同じ前年同期比1.5%となり、5四半期連続の鈍化を回避した。また、季調済前期比では7~9月期の0.1%（年率0.2%）から0.4%（年率1.5%）へ伸びを高めるなど、底入れの可能性を示唆した。

しかしながら、10~12月期の前期比0.4%に対する需要項目別の寄与度を見ると、最終需要のプラス寄与は個人消費の0.4%Ptだけであり、残る固定資産投資（▲0.5%Pt）、純輸出（▲0.2%Pt）、政府消費（▲0.1%Pt）はいずれもマイナス寄与であった。つまり、10~12月期の実質GDPは、在庫投資の寄与（0.5%Pt）によってプラス成長を維持したに過ぎない。今後、在庫投資の反動落ちによって成長が押し下げられる可能性を踏まえると、現在の韓国経済は、ひとまず底入れはしたものの、今後の持ち直しを期待するどころではなく、底固めすら覚束ない状況にあると考えるのが妥当な評価であろう。



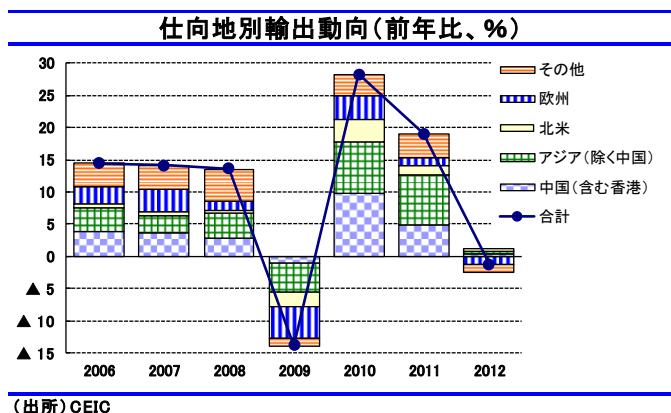
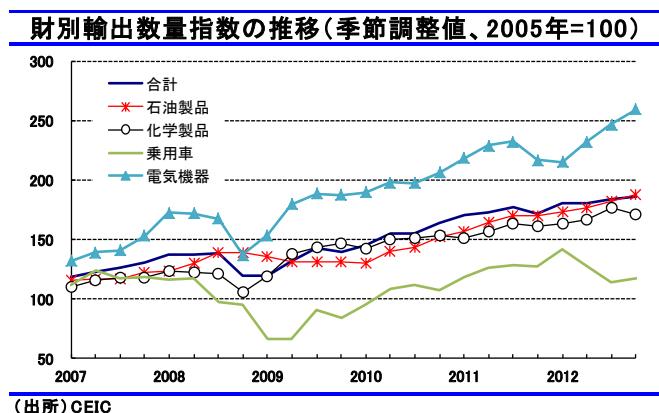
なお、2012年通年の実質GDP成長率は、前年比2.0%にとどまった。ここ数年の動きを振り返ると、実質GDP成長率は、リーマン・ショックを受けて2009年に前年比0.3%まで鈍化した後、2010年には輸出の回復が固定資産投資や、企業収益の増加を通じた個人消費の拡大に結び付き、6.3%へ急回復したものの、翌2011年は固定資産投資の減少と個人消費の減速により3.6%へ、2012年には上記の通り2.0%へ一段と鈍化している。この間、輸出が大幅に減速したが（2010年前年比14.7%→2011年9.5%→2012年3.7%）、輸入がそれ以上に減速したため純輸出（輸出-輸入）の寄与度は2010年の0.1%Ptに対して

2011 年 1.9%Pt、2012 年 0.9%Pt と比較的高い。すなわち、内需の不調が景気減速の大きな要因となつたと言える。

輸出：下げる止まるも回復力は限定的

輸出（GDP ベース）の 2012 年中の動きを見ると、1~3 月期の前年同期比 4.7% から 4~6 月期 3.2%、7~9 月期 2.9% と伸びが鈍化した後、10~12 月期は 4.0% へ伸びを高めた。しかしながら、季節調整済の前期比では 7~9 月期の 2.8% から 10~12 月期は▲1.2% とマイナスに転じており、輸出が持ち直しつつあるという判断は早計であろう。

通関統計の輸出数量指数で財別の動きを見ると、金額シェア最大（15.6%、2012 年）の電気機器が 2012 年 1~3 月期の前年同期比▲0.1% から 4~6 月期 1.7%、7~9 月期 6.1%、10~11 月平均で 18.4% と伸びを高めたが、季調済前期比では 4~6 月期 7.8%、7~9 月期 6.3%、10~11 月平均 5.2%（7~9 月期比）と加速感はない。シェア 2 位（12.7%¹）の乗用車は、1~3 月期の前年同期比 20.9% から 4~6 月期 1.3%、7~9 月期▲13.7% と急減速し、10~11 月平均は▲5.3% とやや持ち直し、前期比では 4~6 月期▲9.6%、7~9 月期▲10.8%、10~11 月 3.1% と下げる止まりつつある²。そのほか、化学製品（シェア 11.2%）は 4~6 月期の前期比 1.9% から 7~9 月期に 6.1% へ増勢を加速させたが 10~11 月平均は 7~9 月期から 3.1% 水準を落としている。また、石油製品（シェア 10.5%）は 4~6 月期の前期比 2.2% から 7~9 月期 2.9%、10~11 月平均 3.2%（7~9 月期比）と増勢を速めているが、そのテンポは緩やかである。



また、通関輸出額は、2011 年に全体で前年比 19.0% の高い伸びを記録したが、2012 年はウォン高による輸出価格の低下も相俟って▲1.3% とマイナスに転じている。仕向地別に見ると、全体の 12.5%（2012 年）を占める欧州向けがマイナスに転じたほか（2011 年前年比 7.8%→2012 年▲9.0%）、主力のアジア向け（シェア 58.1%）は伸びが大幅に鈍化した（23.1%→1.4%）。ASEAN 向け³（シェア 14.1%）こそ 2012 年も前年比 10.6% と二桁増を維持したものの（2011 年は 34.0%）、中国向け（含む香港、シェア 30.5%）が 2012 年は 1.1% へ減速し（2011 年 16.2%）、日本向け（シェア 7.1%）が減少に転じたためである（40.8%→▲2.1%）。また、北米向け（シェア 11.6%、13.4%→3.6%）も増勢が鈍化し、中南米向け（シェア 6.7%、10.9%→▲8.4%）や大洋州向け（シェア 2.8%、27.4%→▲9.7%）は大幅マイナスに転じた。なお、中国

¹ 正確な分類は「陸上輸送用機器」。

² 自動車業界の集計によると、完成車 5 社の 2012 年の輸出台数は、前年比 0.6% の増加にとどまった。北米向けは増加したが、欧州向けのほか、アジア向け、中南米向けの落ち込みが相殺した。なお、アジア向けの落ち込みの要因として日本車との競争激化や現地生産化が指摘されている。

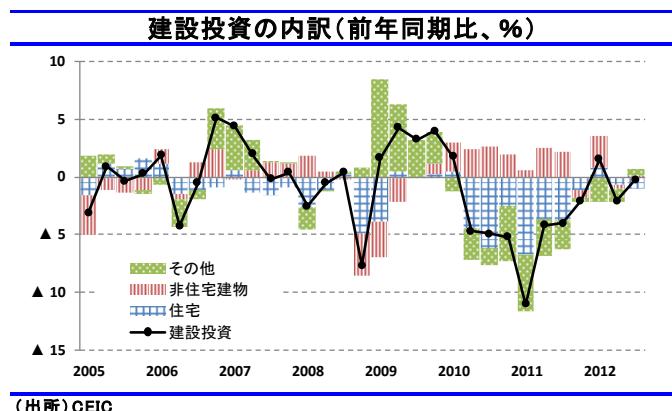
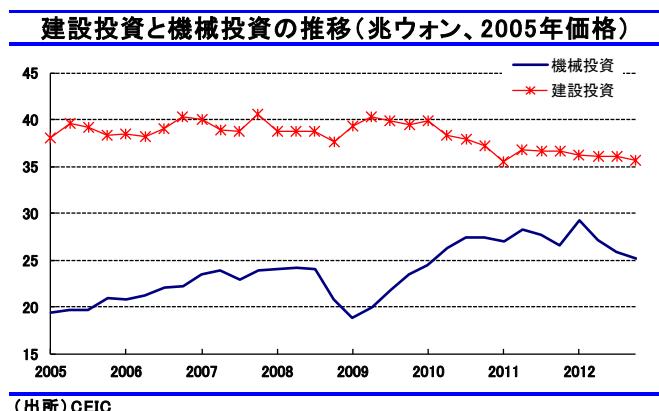
³ シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナムの 6 カ国のみの集計。

向けは 2012 年 7~9 月期に 4 四半期ぶりに前期比プラス（3.1%）に転じた後、10~12 月期（5.4%）は増勢を加速させているほか、ASEAN 向けは 10~12 月期に 2 四半期ぶりの増加（14.0%）に転じるなど、アジア向け輸出は持ち直し傾向が明確になっている。

このように、輸出減速の背景は、主に中国や欧州、日本など主要輸出先の景気減速ないしは後退であり、そのほか、韓国企業の現地生産化の動きや、同じく現地生産化を進める日本企業などとの競争激化による影響が、特に落ち込みの目立つ自動車分野で強く出ている模様である。こうした状況を踏まると、今後の輸出は、米国や中国、日本の景気持ち直しが追い風となる一方で、ウォン相場が特に円に対して大幅に上昇していることが競争環境悪化や現地生産化を通じて下押し要因となる。そのため、輸出の回復力に多くを期待できないと考えておいた方が良いであろう。

固定資産投資：建設投資は軟調続くも機械投資は下げ止まる見込み

固定資産投資（固定資本形成）は、2012 年を通じて軟調に推移し、通年で前年比▲1.3%と 2 年連続のマイナスとなった（2011 年は▲1.1%）。建設投資が 2010 年の前年比▲3.7%、2011 年の▲5.0%に続いて▲1.5%と 3 年連続で減少したほか、機械投資も 2011 年の前年比 3.7%から▲1.8%となり、3 年ぶりの減少に転じた。四半期の推移を見ても、建設投資は 7~9 月期（前期比 0.1%）を除く 3 四半期で前期比 1%前後のマイナスを記録し減少傾向から脱しておらず、機械投資も 4~6 月期以降、3 四半期連続の前期比マイナスとなり、落ち込みが続いている（4~6 月期前期比▲7.0%→7~9 月期▲4.8%→10~12 月期▲2.8%）。



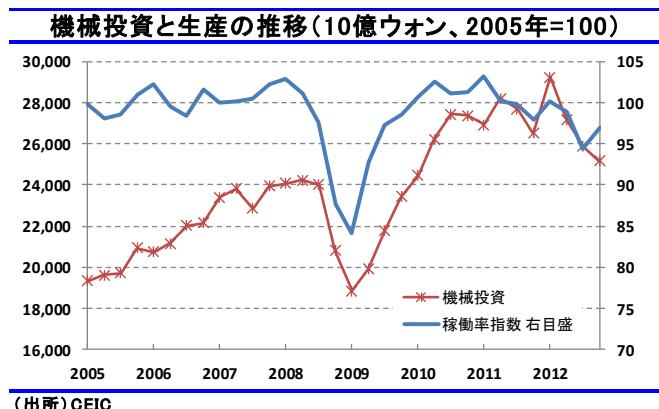
建設投資低迷の背景としては、住宅市場の調整が未だ続いていることが挙げられる。建設投資の内訳を見ると（右上図）、2010 年から 2011 年にかけて全体を大きく下押しした住宅投資が 2012 年に入りても落ち込みが続き、建設投資減少の主要因となった。こうした住宅供給の抑制にもかかわらず、住宅価格指数は、ソウルで 2012 年に入り前年比のマイナス幅を拡大、その他の地域でも上昇率が急速に鈍化しており、2012 年 12 月には全国平均で僅かながらも前年同月比マイナスに転じた⁴。供給抑制下での価格下落は住宅需要の弱さを示しており、今後も住宅投資の減少が続く可能性が高いと考えられる⁵。

一方の機械投資は、生産設備の稼働率の低さが落ち込みの主因である。過去の製造業における設備稼働率指数（2005 年=100）と機械投資の関係を見ると、概ね稼働率指数が 100 程度かそれ以上の場合、機械投

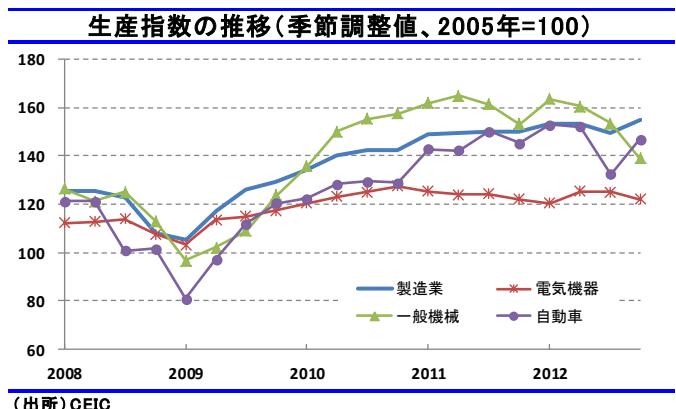
⁴ 住宅価格指数（2011 年 1 月=100）は、2011 年 12 月の 102.43 に対して 2012 年 12 月は 102.40 と僅かに低下した。

⁵ 住宅建設受注額は 2012 年 4~6 月期の前年同期比▲5.7%から 7~9 月期▲11.2%、10~12 月期▲35.5%と急減しており、住宅投資の減少テンポが加速する可能性を示唆している。

資が拡大する傾向がある（次ページ左図）。稼働率指数は、2011年後半に100を下回り、2012年1、2月こそ100を上回ったものの、3月以降は再び100を下回り、夏場にかけて低下した。



(出所) CEIC



(出所) CEIC

稼働率の低下は、言うまでもなく需要の減少を受けた生産水準の低下によるものである。製造業の生産指標は、輸出の減速や内需の不調に大手自動車メーカーのストライキも加わって、2012年7～9月期に前年同期比でマイナスに転じた。10～12月期には前期比3.5%と持ち直したもの、2012年通年では前年比1.8%と2011年の7.0%から伸びが大きく低下しており、復調には程遠い状況にある。

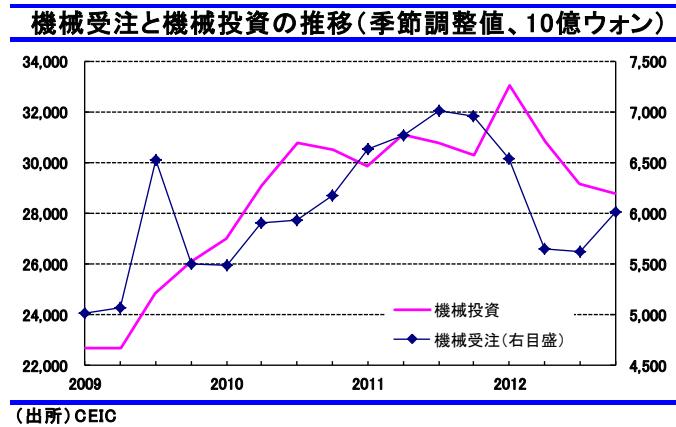
主な業種の動きを見ると（右上図）、電気機器は、輸出が増勢を維持する中で2012年前半は一旦持ち直したもの、年後半は再び減少傾向となっている。自動車は、ストにより7～9月期に前期比▲12.9%もの大幅な落ち込みを記録した後、10～12月期は反動により前期比11.0%の大幅上昇となったが、4～6月期に比べると依然として3%余り水準が低く、回復には至っていない。また、一般機械は、機械投資の落ち込みなどにより、4～6月期に前期比▲1.9%と減少に転じて以降、7～9月期▲4.4%、10～12月期▲9.4%と落ち込みが加速している。

ただし、稼働率指数は2012年9月以降、持ち直しつつあり、12月には98.3と100近くまで上昇しているため、機械投資の調整局面は間もなく終了するとみられる。実際に、機械投資の先行指標である機械受注（国内）は、2012年7～9月期まで4四半期連続で前期比マイナスであったが、10～12月期には7.0%の増加に転じている。機械投資は、早ければ2013年1～3月期にも増加に転じると予想される。

個人消費：住宅ローン負担と雇用減が重石に

2012年の個人消費は、GDPベースの実質で1～3月期の前期比1.0%から4～6月期には0.4%へ減速したものの、7～9月期0.7%、10～12月期0.8%と復調し、年間を通じて見れば底堅く推移した。ただし、通年では2011年の前年比2.3%から2012年は1.8%へ伸びが鈍化しており、景気を牽引するほどの勢いはない。

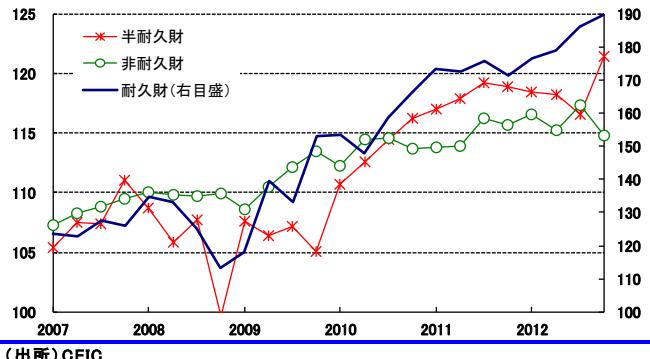
小売販売指数（実質、季節調整済値）で財別の動向を見ると、耐久財は2012年を通して増勢を維持し、



(出所) CEIC

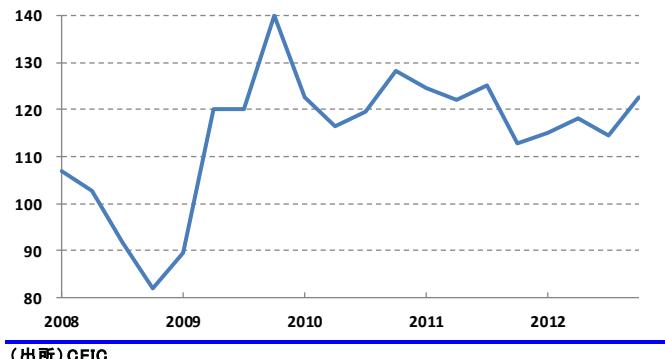
通年では前年比 5.5%と 2011 年の 10.7%からは鈍化したが堅調に拡大した。耐久財のうち、乗用車販売台数は 8 月に大手メーカーのストライキの影響により大幅に落ち込んだことから、2012 年通年でも前年比▲2.9%の 117.6 万台にとどまったが、家電販売が好調だった模様である。一方、半耐久財は 10~12 月期に前期比 4.2%と 5 四半期ぶりに増加したが、2012 通年では前年比 0.3%と微増にとどまった（2011 年は 4.2%）。また、一進一退が続いている非耐久財は、2011 年の前年比 1.0%に続いて 2012 年も 0.9%の小幅増にとどまった。

実質小売販売指数の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所) CEIC

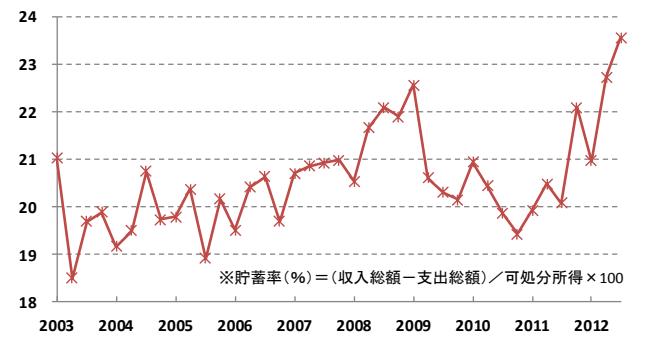
乗用車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所) CEIC

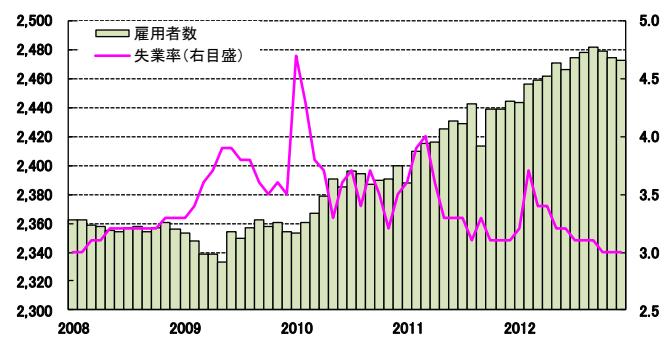
この結果、2012 年の小売販売は、全体で 2011 年の前年比 4.4%から 1.8%へ減速した。このように個人消費が伸び悩んだ背景の一つに、住宅ローンの負担増が挙げられる。世帯当たりの可処分所得⁶は、2011 年の前年比 5.1%から 2012 年は 7~9 月期まで前年比 6%台で推移しており、所得環境は良好と言える。そうした中で、貯蓄率⁷は 2011 年から 2012 年にかけて急上昇しており、家計が所得の増加分を優先的に貯蓄に回している様子が見て取れる。住宅市場は 2010 年から 2011 年にかけて一時持ち直す局面があつたが、この間の住宅取得の増加が家計の住宅ローン残高を増加させ、貯蓄率の上昇（ローン返済額の増加）につながったとみられる。

貯蓄率の推移(季節調整値、%)



(出所) CEIC

雇用者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所) CEIC

雇用情勢にも陰りが見られる。失業率は、2012 年 10 月から 12 月にかけて、リーマン・ショック直前のボトムと同水準の 3.0%（季節調整値⁸）で推移しているが、就業者数は 9 月をピークに減少に転じており、失業率の改善は労働力人口の減少によるものであることが分かる。このまま低成長が続き雇用が一段と落

⁶ 収入合計から税金および社会保険料を差し引いたもの。

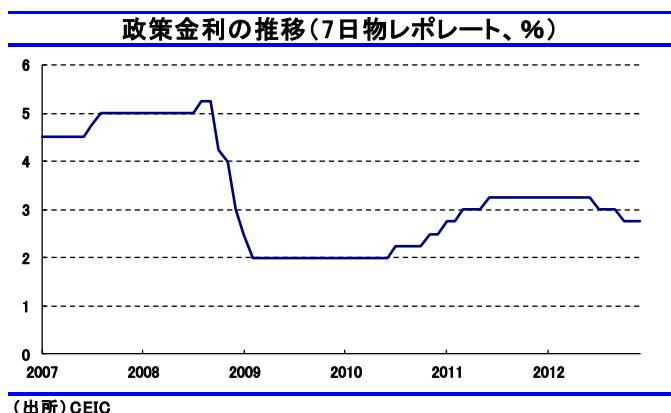
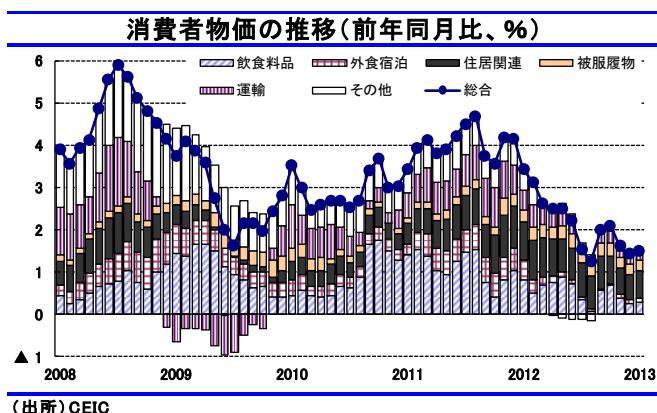
⁷ ここで言う貯蓄率は、以下の定義に基づく。貯蓄率 (%) = (収入総額 - 支出総額) / 可処分所得 × 100。

⁸ 原数值では 10 月、11 月の 2.8% から 12 月は 2.9% へ上昇している。

ち込めば、いずれ失業率が上昇し賃金が抑制されることとなろう。

物価の安定により金融緩和余地は大

景気の減速を受けて、物価は極めて安定している。消費者物価上昇率は、飲食料品価格の一時的な上昇により 2012 年 9 月から 10 月にかけて前年同月比で 2% 台へ高まったが、11 月以降は再び 1% 台まで低下している（2013 年 1 月 1.5%）。ウォン高の恩恵によりエネルギー価格上昇の影響が減殺されていることも、物価上昇率の低位安定に寄与している。そのほか、目立った上昇を示す品目がないため、コアインフレ率（農産物・石油製品を除く総合）は 12 月、1 月と前年同月比 1.2% の低い伸びが続いている、韓国銀行が設定した新たな目標レンジである 2.5~3.5%⁹ から大きく下方に乖離している。



韓国銀行は、2012 年 7 月に政策金利である 7 日物レポレートを 3.25% から 3.00% へ引き下げ、金融政策を緩和方向に転じた。さらに、10 月にも 2.75% へ引き下げたが、1 月 11 日の金融政策決定会合では景気の見通しを下方修正しつつも利下げを見送り、金融緩和の効果を見守るスタンスを維持した。しかしながら、上記の通り、景気は減速に一旦は歯止めが掛かったものの、雇用が減少に転じるなど未だリスクは下方にある。景気底入れを確実にするためには、速やかな追加利下げが避けられない状況にあると言え、韓国銀行は、次回 2 月 14 日の決定会合において追加利下げを行う可能性が高いであろう。

金融緩和によって、ウォン高は正や家計のローン負担軽減のほか、住宅需要が刺激され住宅市場の調整が進むことが期待される。しかし、一方で、金利の低下は住宅供給の拡大にもつながり易いため、住宅市場の調整が進むとは限らない。つまり、現在、韓国経済の大きな足枷となっている住宅問題を解決するためには、金融政策だけでは不十分であり、政府による取り組みが不可欠である。また、今回の大統領選におけるメイン・テーマの一つであった格差是正を巡って、どのような政策が打ち出され、家計と企業の行動にどのような影響を与えるのかも、景気の先行きを占う上で重要となる。今月 25 日に就任予定の朴新大統領による経済政策が注目される。

⁹ 韓国銀行は、2013 年から 2015 年のインフレ目標を 2.5~3.5% に設定した。なお、2010 年から 2012 年の目標は 2~4% であった。