May 2, 2014　　No.2014-059　　伊藤忠経済研究所

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

韓国経済：インフレ警戒から金融政策が成長加速にブレーキ

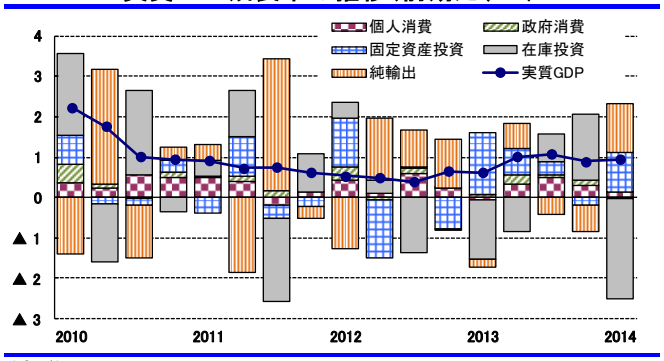
2014 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 3.8%となり、4 四半期連続で潜在成長率と同等以上の成長ペースを維持した。内需が成長を支えるなかで、輸出が持ち直しつつあり、回復に広がりが見られる。ただ、雇用拡大とマインド改善を背景に個人消費は増勢を維持しているが、固定資産投資は牽引役であった建設投資にピークアウトの兆しがあり、輸出は主力の中国向けなどが頭打ちするなど、回復に勢いはない。さらに、需給ギャップ縮小を理由に中銀新総裁がタカ派的姿勢を示したことがウォン高を誘っており、成長加速には供給力の強化が不可欠な状況。

景気の概観：緩慢な回復ながら広がりも

韓国経済は、かつての好調期の 5%成長には至っていないものの、回復に向けて緩やかに改善している。2014 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 3.9%となり、2013 年通年の前年比 3.0%[1]を上回った。また、季節調整値で見ると、2013 年 4～6 月期の前期比 1.0%（年率 4.1%）、7～9 月期の 1.1%（年率 4.4%）、10～12 月期の 0.9%（年率 3.6%）、2014 年 1～3 月期の前期比 0.9%（年率 3.8%）と、4 四半期連続で 3%台後半とされる潜在成長率[2]と同程度かそれ以上となった。つまり、最近 1 年間は、実力相応か、それをやや上回る成長を続けていることになる。

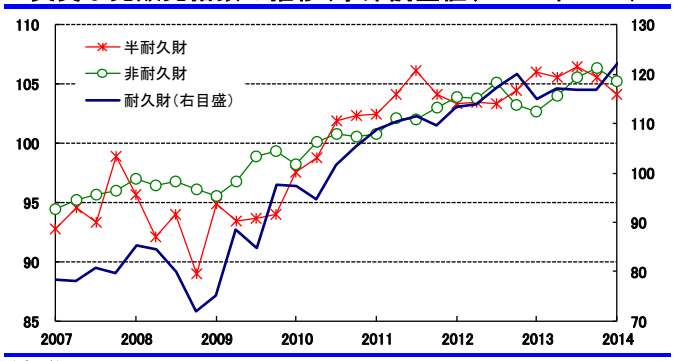
この間の成長を支えたのは内需である。直近 4 四半期の個人消費は、伸びは鈍化傾向にあるとはいえ、前期比で増加を維持している。固定資産投資は、2013 年 10～12 月期に一旦前期比マイナス（▲0.7%）となったが、2014 年 1～3 月期には 10～12 月期の落ち込みを補って余りある増加（＋3.5%）を見せるなど、増加基調を維持している。さらに、出遅れていた輸出も直近 2 四半期は連続で増加（10～12 月期前期比 1.4%、1～3 月期 1.7%）、持ち直しの動きが見られており、韓国経済は回復の動きが徐々にではあるが広がりつつある。

実質GDP成長率の推移（前期比、%）



（出所）CEIC

実質小売販売指数の推移（季節調整値、2010年=100）



（出所）CEIC

個人消費：雇用拡大とマインド改善により増勢維持

最近の景気を牽引した個人消費の動向を小売販売指数（実質季調値）で見ると、衣料品などの半耐久財が

[1] 速報ベースの 2.8%から、GDP 統計の推計方法変更に伴い上方改訂されている。
[2] 政府系シンクタンクの韓国開発研究院（KDI）は潜在成長率を 3.6%と試算している。

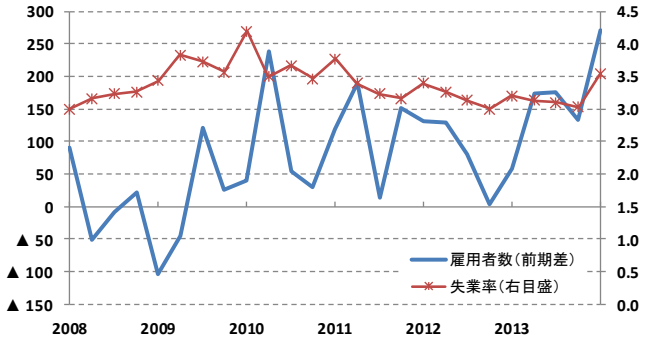
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

10～12 月期に前期比▲0.8%、1～3 月期も▲1.4%と 2 四半期連続で減少、食料品などの非耐久財も 1～3 月期に前期比▲1.1%と 4 四半期ぶりに減少し失速した。しかしながら、耐久財は 2013 年 4～6 月期以降、概ね増加傾向を維持しており、2014 年 1～3 月期には自動車販売の好調などから前期比 4.5%の大幅増を記録、個人消費の増勢維持に貢献している。なお、乗用車販売台数は、2013 年 4～6 月期以降、持ち直し傾向にあり、2014 年 1～3 月期には年率 118 万台（当社試算の季節調整値）と 5 四半期ぶりの水準に回復した。

こうした個人消費の拡大を支えたのは、雇用の増加と消費者マインドの改善である。就業者数は 2013 年 4～6 月期に 4 四半期ぶりの二桁増となる前期比 17.5 万人増へ増勢を加速させた後、10～12 月期まで 15 万人前後の増加が続き、1～3 月期には 27.0 万人の大幅増となった。なお、雇用の大幅拡大にもかかわらず、1～3 月期の失業率（季節調整値）は 10～12 月期の 3.0%から 3.5%へ高まったが、主因は労働力人口の増加（前期比＋41.3 万人）であり、職探しをあきらめていた労働力の労働市場への回帰という前向きな動きと言える。

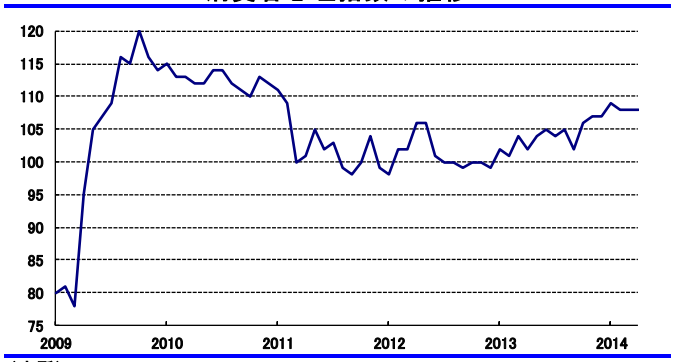
また、消費者マインドを示す代表的な指標である消費者心理指数は、好転と悪化の境目である 100 を 2013 年 1 月に上回り、以降も緩やかな上昇傾向にあった。2014 年 2 月以降は横ばい（108）状態が続いているが、2011 年 2 月（109）以来の水準を維持しており、消費者マインドの比較的良好な状態が続いている。

雇用者数と失業率の推移（季節調整値、千人、%）



（出所）CEIC

消費者心理指数の推移



（出所）CEIC

固定資産投資：住宅投資から機械投資への牽引役交代に期待

足元までの固定資産投資の拡大は、建設投資の 4 割弱を占める住宅投資が牽引していた。建設投資の内訳を見ると、住宅投資は 2013 年 1～3 月期に 1 年ぶりとなる前年同期比プラスに転じ（9.3%）、翌 4～6 月期は政府の不動産総合対策による押し上げ効果もあって 27.7%へ伸びを高め、以降も 7～9 月期 20.9%、10～12 月期 18.7%と高い伸びを維持した。この結果、建設投資全体では、2013 年 1～3 月期の前年同期比 1.9%から 4～6 月期には 9.8%まで伸びが高まり、以降、7～9 月期 8.8%、10～12 月期 5.4%、1～3 月期 4.1%と伸びは鈍化傾向にあるが、プラスを維持している。

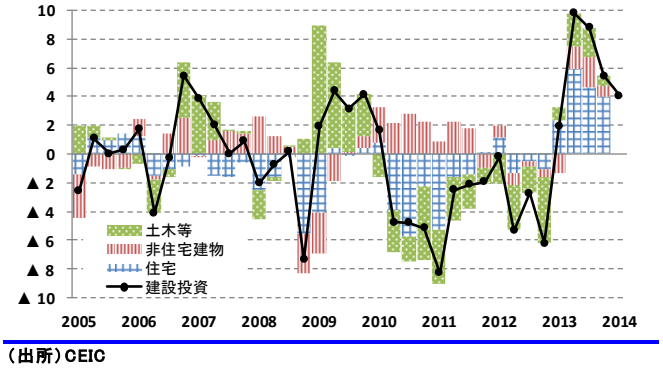
なお、2014 年 1～3 月期の内訳は未公表であるが、先行指標である建設受注が住宅を中心に 2013 年後半に堅調な拡大を見せた[3]ことから、1～3 月期も住宅投資を牽引役に建設投資の拡大が続いたとみられる。しかしながら、建設受注は 2014 年 1～3 月期に前期比▲6.4%と 4 四半期ぶりのマイナスに転じており、

[3] 建設受注は当社試算の季節調整値で 2013 年 4～6 月期に前期比 1.4%のプラスに転じた後、7～9 月期 13.2%、10～12 月期 7.2%と高い伸びが続いた。この間、住宅は、4～6 月期前期比 4.8%、7～9 月期 30.9%、10～12 月期 14.0%と大幅に拡大した。

建設投資のピークアウトが近づいている可能性も示唆した。

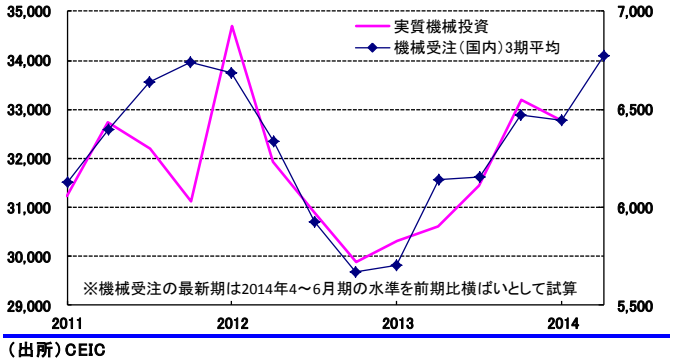
一方の設備投資（機械投資）は、2013 年 1～3 月期に前期比 1.5%と 3 四半期ぶりのプラスに転じた後、10～12 月期にかけて増加が続いていたが、2014 年 1～3 月期は▲1.3%とマイナスに転じた。ただし、設備稼働率の上昇が続いていること[4]、先行指標である機械受注（国内需要）が 2013 年 10～12 月期の大幅増（前期比＋17.5%）のあと、2014 年 1～3 月期は概ね横ばい（▲0.5%）と高水準を維持していることから、このまま機械投資が減少傾向に転じるとみるのは早計であろう。むしろ、今後の需要動向次第では、再び拡大傾向となることが期待される。

建設投資の内訳（前年同期比、%）



（出所）CEIC

機械投資と機械受注の推移（季節調整値、10億ウォン）

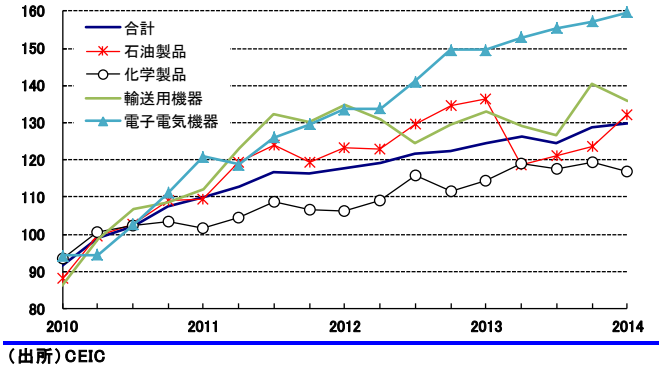


（出所）CEIC

輸出：中国再減速とウォン高が懸念材料

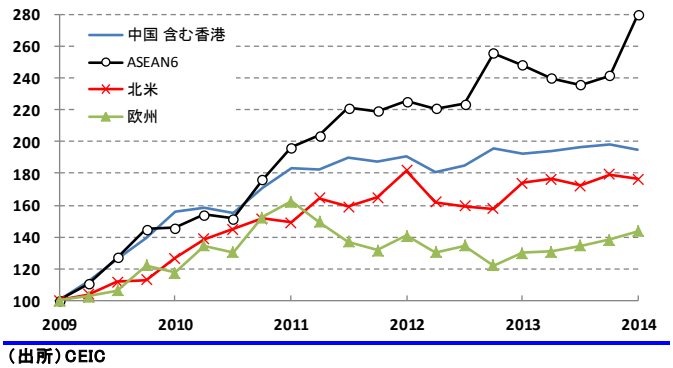
GDP 統計で 2013 年 10～12 月期以降の持ち直しが確認された輸出であるが、通関統計の輸出数量指数も 10～12 月期に前期比 3.6%、1～3 月期も 0.8%と増加が続いた（当社試算の季節調整値）。財別の内訳を見ると、最大シェア（2013 年 17.3%）の電子電気機器は、2013 年 4～6 月期以降、前期比 1～2%程度の増加を続けており（2014 年 1～3 月期は 1.6%）、石油製品（シェア 9.7%）は 2013 年 4～6 月期に大きく落ち込んだものの、その後は持ち直し、2014 年 1～3 月期は前期比 7.1%と大幅に増加した。輸送用機器（シェア 12.9%）も、10～12 月期に前期比 10.8%と大幅に増加した反動で 1～3 月期は▲3.2%と落ち込んだが水準は依然として高く、増加基調を維持している。その一方で、化学製品（シェア 11.8%）は 10～12 月期に前期比 1.4%増加したが 1～3 月期は▲2.0%と減少に転じており、一進一退で伸び悩んでいる。

輸出数量指数の財別動向（季節調整値、2010年=100）



（出所）CEIC

輸出金額の仕向地別動向（季節調整値、2009年Q1=100）



（出所）CEIC

[4] 設備稼働率指数は、2013 年 7～9 月期の 93.3 を底に 10～12 月期 95.0、1～3 月期 95.8 と緩やかに上昇している。

仕向地別（米ドル建て金額ベース）では、欧州向け（2013 年シェア 12.4%）が 1～3 月期も前期比 3.7%と増加傾向を維持したほか、ASEAN 向け（シェア 14.4%、主要 6 ヵ国[5]）は 10～12 月期に 4 四半期ぶりに前期比プラス（2.5%）に転じた後、1～3 月期に 15.7%の大幅増加となった。一方で、北米向け（シェア 12.0%）は 10～12 月期の前期比 4.1%から 1～3 月期は▲1.5%と減少に転じ、最大シェア（31.0%）の中国向け（含む香港）も 3 四半期連続の増加から 1～3 月期は▲1.5%となるなど、伸び悩んでいる。北米向けは大雪などによる一時的な落ち込みである可能性が高いが、中国向けは同国の景気再減速の影響によるものとみられ、早期回復は見込み難い。

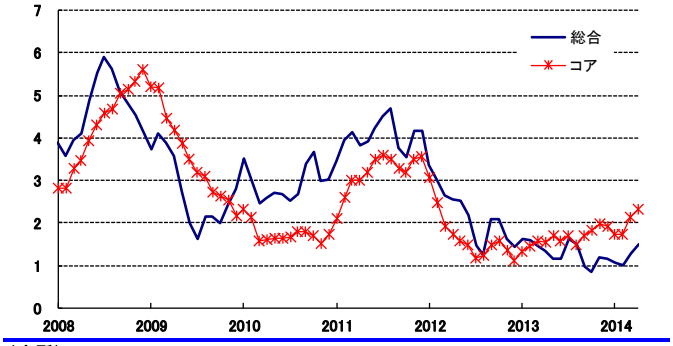
また、輸出動向を左右するウォン相場は、4 月中旬以降、ウォン高が進行し、4 月下旬には対米ドルで 2008 年 8 月以来のウォン高水準となる 1 ドル＝1,030 ウォン台まで上昇した。対円でも、1 月以来となる 1 円＝10 ウォン割れ直前まで上昇しており、輸出にとってウォン相場は逆風となっている。きっかけは、4 月 10 日の金融政策決定会合において、4 月に就任した李柱烈（イ・ジュヨル）韓国銀行（中央銀行）総裁が、インフレ予防的な早期利上げの可能性を示唆したことである。

実際に、消費者物価上昇率は、2 月の前年同月比 1.0%から 4 月には 1.5%まで伸びが高まった。内訳を見ると、被服履物（2 月前年同月比 3.9%→4 月 5.1%）や教育（0.2%→1.8%）が伸びを高め、通信（▲0.2%→0.2%）はプラスに転じ、飲食料品（▲1.3%→▲0.3%）のマイナス幅が縮小するなど、幅広い分野で物価上昇圧力の高まりが見られる。また、農産物や石油製品を除くコアでは、2 月の 1.7%から 4 月は 2.3%へ伸びが高まった。それでも、韓国銀行が消費者物価上昇率（コア）の目標とする 2.5～3.5%のレンジ下限を未だ下回っており、潜在成長率を若干上回る程度の景気拡大ペースや為替相場のウォン高地合いを踏まえると、利上げを急ぐ必要はない。そのため、次回 5 月 9 日以降、当面の金融政策決定会合において、利上げは見送られる可能性が高い。ただし、韓国銀行がインフレへの警戒感や市場の早期利上げ観測を強める姿勢を示した場合、ウォン高が一段と進行し、輸出の回復に水を差す恐れがある点に留意が必要である。

為替相場の推移（ウォン／ドル）

（出所）CEIC

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC

成長加速を求めるなら供給力強化が必要

上記の通り、李新総裁を迎えた中銀のスタンスは、景気回復よりもインフレ予防であり、その結果、ウォン相場は強含み、輸出の拡大を抑制するほか、韓国経済を支える輸出企業は生産拠点を海外へシフトする動きを強めるとみられ、設備投資の回復力をも削ぐことになろう。さらに、市場金利が上昇すれば、ピー

[5] インドネシア、タイ、シンガポール、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

クアウトの兆しが見られる住宅投資の調整を加速させるほか、既に大きな債務を抱える家計部門の負担を高め個人消費へも悪影響が生じる。**インフレ圧力を高めず 4%を超える成長を実現するためには、3%台後半とみられる潜在成長率を引き上げるため供給力の拡大が不可欠**であるが、少子化による労働余力の低下を考慮すると、設備投資の拡大に多くを依存せざるを得ない。こうした現状と中銀のタカ派的スタンスとの間に存在するギャップが、成長加速を求める場合、そ

の障害となろう。当社は 2014 年の実質 GDP 成長率を引き続き 3%台後半と見込むが、今回から GDP 統計の改訂に伴い成長率が嵩上げされたことを差し引くと、実質的には下方修正である。また、2015 年についても 4%程度にとどまると予想する。