

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

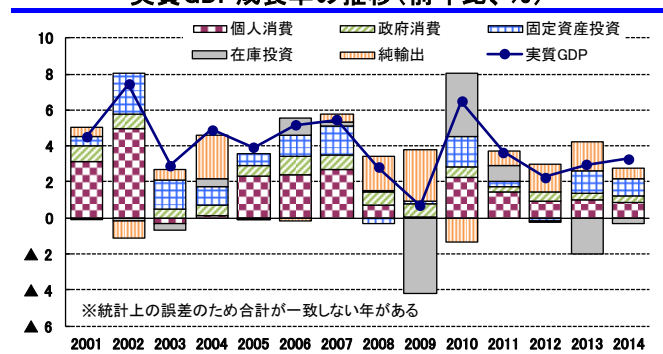
韓国経済：通貨高とデフレ懸念が景気回復を阻害

2014 年通年の成長率は前年比+3.3%と前年の+3.0%から高まったが、年後半にかけて減速傾向にあり、景気が回復に向かっているとは言い難い。個人消費は堅調ながらマインドの悪化により景気回復の先導役にはならず、円安ウォン高などにより輸出は伸び悩み、海外生産シフトもあって設備投資の増勢加速も期待薄である。2015 年も 3%台の成長率にとどまる可能性が高い。中長期的にも、既に一人当たり GDP が 3 万ドルに近づいているため、高所得国に相応しい経済構造への転換が望まれているが、一方でデフレ懸念が燦り続けており、日本の先例が示す通り成長率を維持するためのハードルは高い。「脱日本化」に向けた政府・中銀の政策運営が注目される。

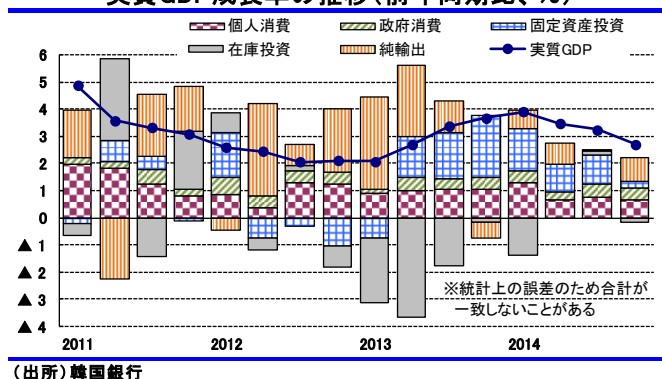
2014 年の概観：景気は年末にかけて再び減速

韓国の実質 GDP 成長率は、2014 年通年で前年比+3.3%となり、2013 年の+3.0%から若干伸びを高めた。ただ、個人消費（2013 年前年比+2.0%→2014 年+1.7%）、固定資本形成（固定資産投資、+4.2%→+3.3%）、輸出（+1.6%→+0.6%）といった主要な最終需要はいずれも減速しており、成長率を高めた主因は在庫投資のマイナス寄与縮小（▲2.0%Pt→▲0.3%Pt）である。在庫投資のマイナス寄与が大きく縮小したことは、在庫調整に概ね目途が付きつつあるという評価もできるが、少なくとも現状は最終需要が減速する中で在庫調整局面の途上であり、景気が回復に向かっているとは言い難い。

実質GDP成長率の推移(前年比、%)



実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)

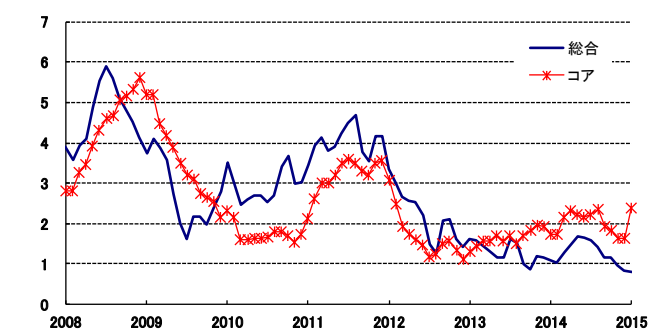


四半期推移を見ると、そうした景気の状態がより鮮明に確認できる。2014 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+3.9%であったが、4～6 月期は旅客船セウォル号の沈没事故を受けた個人消費の落ち込みを主因に+3.5%へ鈍化、その後も輸出や固定資本形成の伸び悩みにより 7～9 月期+3.2%、10～12 月期+2.7%と減速が続いた。季節調整値を見ても、1～3 月期の前期比+0.9%（年率+3.8%）から 4～6 月期は+0.5%（年率+2.0%）へ減速、7～9 月期は+0.9%（年率+3.7%）へ加速したが 10～12 月期には+0.4%（年率+1.5%）へ再び減速した。夏場の成長加速は景気回復の兆しと期待されたが、振り返って見るとセウォル号事故による落ち込みの反動にとどまったということになる。

デフレ懸念強まるも中銀は静観

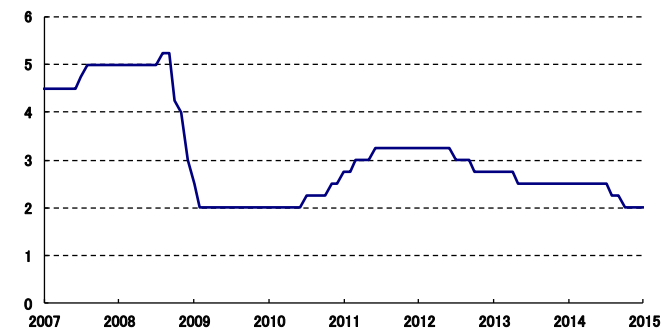
成長ペースの減速は、物価の下落圧力を一段と高めている。韓国の潜在成長率は3.5%程度とされている¹が、実際の成長率（前年同期比）は上記の通り2014年7～9月期以降、これを下回っている。そのため、消費者物価上昇率は、韓国銀行が目標レンジとする前年比+2.5～3.5%（コア：除く農産物・石油製品）の下限に届かない状況が長期化している。3月から8月にかけては2%台まで上昇する局面もあったが、9月に2%を割り込み、11月には+1.6%まで低下した²。さらに、最近の原油価格の急落を受けて、石油製品を含む消費者物価全体では12月に前年同月比0.8%まで低下している。後述の通り景気に立ち直りの兆しが見られない中で、デフレ懸念を払拭できない状況にあると言えよう。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所) Statistics Korea

政策金利の推移（7日物レポレート、%）



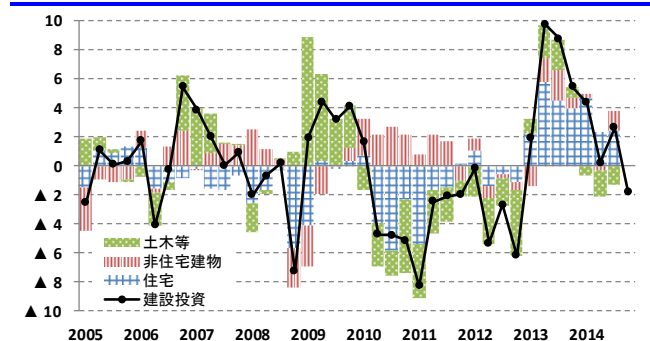
(出所) 韓国銀行

こうした状況に対して韓国銀行は、政策金利（7日物レポレート）を8月（2.50%→2.25%）、10月（2.25%→2.00%）と相次いで引き下げた。しかしながら、その後は、上記の通り成長ペースが鈍化し、消費者物価上昇率が低下しているにもかかわらず、政策金利を据え置いている。

足元の減速は建設投資と輸出の不振が主因

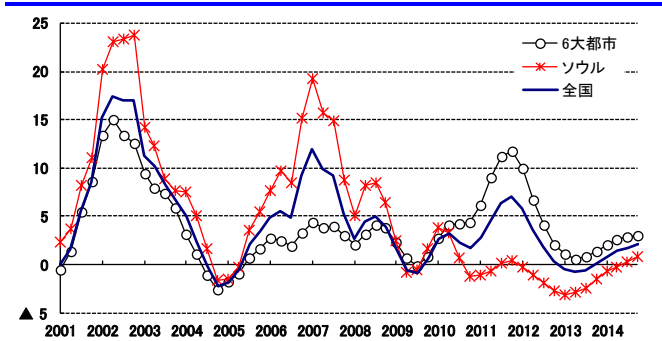
10～12月期に成長率が減速した主因は、固定資産投資の約半分を占める建設投資が落ち込んだこと（7～9月期前年同期比+2.6%→10～12月期▲1.8%）、輸出が大きく減速したこと（+2.5%→+0.8%）である。

建設投資の内訳（前年同期比、%）



(出所) CEIC DATA

住宅価格の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC DATA

¹ 2015年1月15日ロイター報によると、韓国銀行（中央銀行）は潜在成長率が2013年の3.7%前後から3.5%前後に低下したとしている模様。

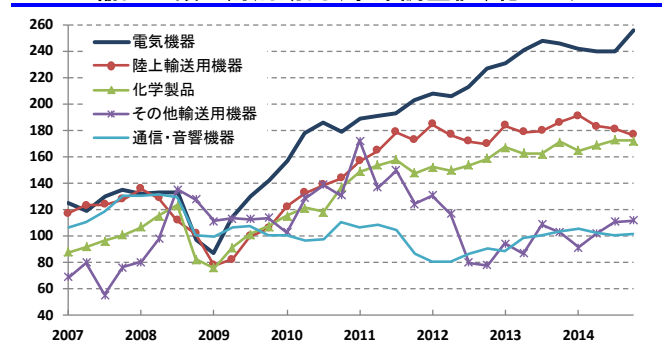
² 2015年1月は前年同月比+2.4%へ伸びが高まったが、主因はたばこの大幅値上げであり、その要因を除くと+1.8%程度だったとみられる。なお、コアでは12月と同じ+0.8%。

建設投資については、内訳が確認できる 7～9 月期までは、住宅投資が堅調な拡大を続けたものの、オフィスビルなどの非住宅建物が一進一退にとどまる中で、土木分野が政府による不動産総合対策の効果一巡により減少したことが全体を押し下げた。10～12 月期についても、住宅投資は住宅価格が持ち直し、金利低下という追い風もあって好調を維持したとみられるため、落ち込みの主因は土木分野の低迷であろう。

ただ、2015 年に入ると政策効果の剥落による土木分野の落ち込みも一巡するため、建設投資は住宅投資を牽引役として持ち直すと思われる。

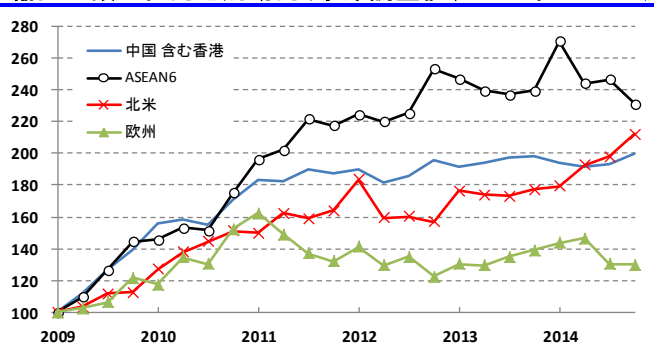
輸出は、通関金額（名目、ドルベース）でも 7～9 月期の前年同期比+3.6%から 10～12 月期は+1.2%と伸びが鈍化した。当社試算の季節調整値で見ても、7～9 月期の前期比+1.1%から 10～12 月期は+0.4%へ減速している。主力製品の動向を見ると、全体の 17.1%（2014 年）を占める電気機器（7～9 月期前期比▲0.0%→10～12 月期+6.8%）が大幅に持ち直し、通信・音響機器（シェア 7.1%、▲2.2%→+1.0%）は下げ止まったが、自動車などの陸上輸送機器（シェア 12.7%、▲1.1%→▲2.5%）は減少が続き、造船などのその他輸送用機器（シェア 7.0%、+8.9%→+0.9%）は急減速、化学製品（シェア 11.8%、+2.1%→▲0.3%）は減少に転じている。

輸出金額の財別動向（季節調整値、億ドル）



(出所) CEIC DATA

輸出金額の仕向地別動向（季節調整値、2009年Q1=100）



(出所) CEIC DATA

仕向地別では、全体の 30.0%（2014 年）を占める中国向け（含む香港、+0.9%→+3.5%）は持ち直し、米国向け（シェア 12.2%、+2.1%→+8.7%）は増勢を強めたものの、全体の 14.4%を占める ASEAN³向け（7～9 月期前期比+1.2%→10～12 月期▲6.3%）が大きく落ち込み、欧州向け（シェア 12.5%、▲11.1%→▲0.3%）も EU を中心に減少が続いた。また、中東向け（シェア 6.1%）が 10～12 月期に前期比▲0.5%と小幅ながら 5 四半期ぶりのマイナスに転じたほか、日本向けはシェア 5.6%にとどまるが 2014 年に入り前期比で減少が続き、通年では前年比▲6.9%と主要地域としては落ち込みが目立った。円安ウォン高に加え、原油安の影響も出始めていると考えられる。

そのほか、欧州向けの不振も、当地の景気停滞という需要面の要因に加えて、日本製品との競争が激しい自動車などの分野で円安ウォン高の影響が少なからず出ている模様である。なお、1 月の通関輸出額の水準は 10～12 月期を 0.9%下回っており、年明け後も輸出に回復の兆しは見られない。

個人消費は堅調拡大ながら景気回復の牽引役とはならず

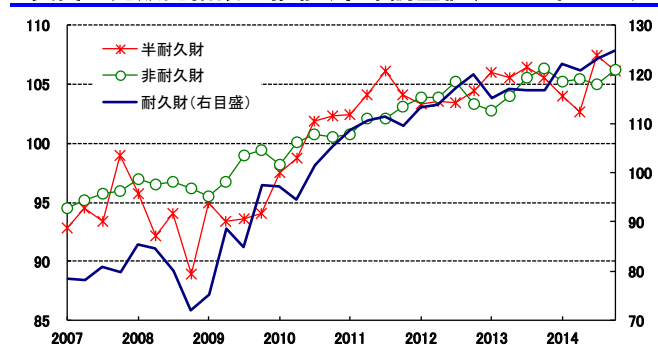
底堅く推移している個人消費についても、増勢が強まる様子は感じられない。自動車販売台数は新車効果

³ インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、シンガポールの 6 カ国合計。

などから12月に前年同月比+29.6%の大幅増を記録、当社試算の季節調整値で7~9月期の前期比▲2.5%から10~12月期は+8.5%と年末にかけて増勢を強めたが、小売販売指数(実質)は7~9月期の前期比+1.4%から10~12月期は+0.6%へ逆に減速した。内訳を見ると、非耐久財(▲0.4%→+1.1%)は前期の落ち込みの反動もあって増加に転じたものの、半耐久財(+4.7%→▲1.2%)が減少し、耐久財(+2.1%→+1.1%)も全体では減速した。

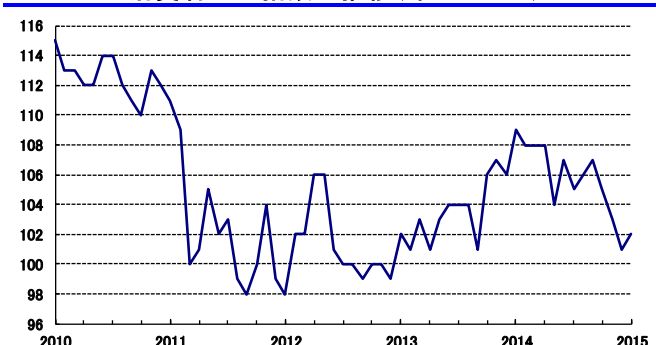
さらに、消費マインドの悪化が懸念材料である。消費者マインドの指標である消費者心理指数は、セウォル号の事故を受けて5月に104へ低下したが、6月には107へ回復、その後、一旦低下したものの9月は再び107へ水準を戻していた。ところが、10月以降は国内景気に対する見方の悪化に伴って急速に低下、12月には2013年9月以来となる101まで落ち込んでいる。

実質小売販売指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所) CEIC DATA

消費者心理指数の推移(中立=100)



(出所) 韓国銀行

ただ、個人消費を巡る環境は、概ね改善している。2014年2月に3.9%まで上昇した失業率はこのところ概ね3%台半ばで落ち着いており、賃金(正社員)は7~9月期の前年同期比+1.4%から10~11月平均は+4.8%へ伸びを高めた⁴。さらに、前述の通り消費者物価上昇率が低下しているため、実質所得の伸びは確実に高まっている。

このように、雇用・所得環境は好転しつつあるが、景気動向に対する不安がマインド悪化を通じて個人消費の増勢加速を妨げる要因となっており、少なくとも個人消費が景気回復の牽引役とはなり難い状況にあると言える。

2015年も3%台の成長にとどまる見込み

個人消費を中心とする内需主導の景気回復に期待し難いなかで、今後の景気は企業、なかでも輸出比率の高い韓国経済においては、輸出産業の動向に大きく依存することになる。しかしながら、輸出については、特に対円でのウォン高という逆風のほか、中国企業の追い上げもあり、競争環境が厳しさを増している。KOTRA(大韓貿易投資振興公社)が輸出企業888社に対して行った調査によると、2015年に輸出が増えたと見込んだ企業は全体の59%と過半を占めてはいるが、前年調査の64%を下回った。なお、輸出に影響を及ぼす要因として為替を挙げた企業が全体の44%と半数近くを占め⁵、円安ウォン高の影響の大きさが確認された。そのほか、中国やユーロ圏の景気動向、原油価格下落なども上位を占めており、中東

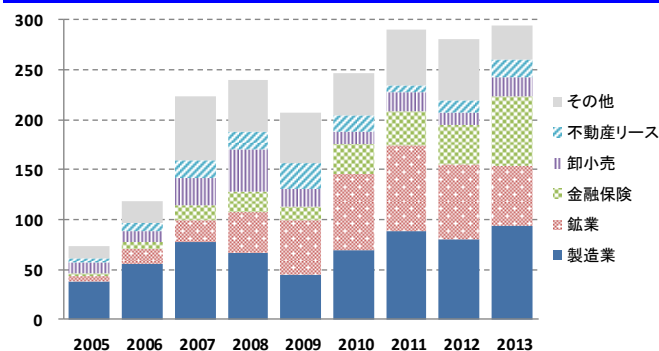
⁴ 主に特別給与が7~9月期の前年同期比▲9.9%から10~11月に+9.3%とプラスに転じたことが大きい。所定内給与(7~9月期+3.2%→10~11月+3.1%)、残業代(+10.7%→+9.3%)とも比較的高い伸びを維持した。

⁵ 2015年1月29日NNA報より。

を含め主要輸出先の景気が芳しくない点も輸出の先行きを懸念させる要因となっている。

さらに、輸出環境の悪化に加え、賃金上昇圧力が根強いこともあり、海外生産シフトが一段と進む可能性が高い。2013年の対外直接投資額（実行ベース）は全体で前年比+5.1%の294.8億ドルと過去最高を更新したが、うち約3割を占める製造業の直接投資は全体を上回る前年比+16.6%の高い伸びを記録、海外生産シフトが加速した。海外生産シフトの初期段階では、一般的に現地生産設備用の資本財のほか、設備稼働後は生産財の輸出が増加するとされており、すぐに輸出の減少につながるとは限らないが、少なくとも国内投資を抑制する要因とはなろう⁶。そのため、足元の国内における設備投資（機械投資）は、GDPベースで2014年10～12月期も前年同期比+4.2%と比較的堅調であるが、今後、増勢が加速することは期待薄であろう。

対外直接投資の推移(億ドル)

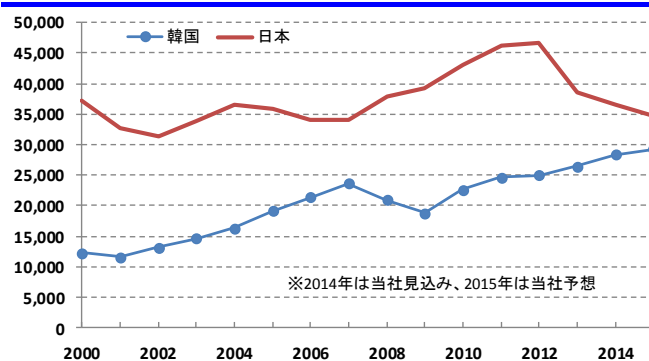


(出所) 韓国輸出銀行

以上を踏まえると、2015年の韓国経済は、個人消費が多少伸びを高め建設投資が持ち直すとしても、輸出や設備投資が伸び悩むとみられるため、3%台半ばとされる潜在成長率を大きく超えて回復する姿を想定し難い（当社は2015年の実質GDP成長率を前年比3.5%と予想）。そのため、デフレ懸念が燃える停滞感の強い状況が長期化し、かつての日本のように期待インフレ率や期待成長率の低下が自己実現するリスクが高まろう。

日本の経験から見れば、高所得かつ労働力が伸び悩む国において、低成長を回避することは非常に困難である。韓国の一人当たりGDPは2014年に28,000ドルを超えたとみられ、円安によって36,000ドル台まで低下した日本との差が縮まっている。一段と円安ウォン高が進んでいる最近の状況を踏まえると、2015年には両者がさらに接近することが予想され、数年のうちに逆転するという見方すらある。

一人当たりGDPの推移(ドル)



(出所) 韓国銀行、内閣府資料などから当社にて試算

日本においては、一人当たりGDPが90年代前半に30,000ドルを超え、円高が加速する局面では一時的に40,000ドルを超える年もあったが、世界トップクラスの所得水準、言い換えると生活水準が個人消費の伸びしろを減少させるとともに、高コストと通貨高によって輸出が伸び悩み、リーマン・ショックまでに限っても平均わずか0.3%程度⁷の低成長を余儀なくされた。その間には平成バブルが生み出した多額の不良債権処理による下押しもあったが、それも80年代後半に内需主導への構造転換を急いだ副産物であり、高所得国が陥り易い問題につき、除外すべきものではない。いずれにしても、韓国経済が低成長に苦しむ日本と同じ轍を踏まないためには、政府・中銀が期待インフレを維持し経済構造改革を進めることで「脱日本化」を図る必要があるろう。

⁶ 2014年に入り製造業の対外直接投資は1～9月合計で前年比18.9%と大きく落ち込んでいるが、2011年以降高い水準が続いており、設備稼働までの時間を考慮すると、それまでの直接投資が2015年も国内投資を抑制するとみて良いであろう。

⁷ 1994年から2007年までの実質GDP（暦年）の平均変化率。