

## 輸出の牽引力低下により緩慢な成長にとどまる韓国経済

2015 年前半の成長率は輸出と個人消費の不振により前年同期比+2%台前半へ減速した。輸出は中国向け以上に米国や中南米向けが落ち込みアジア向けも冴えず、中国の輸出ドライブやウォン高の影響が大きいようである。一方の個人消費は MERS による一時的なマインド冷え込みという面が強い。底堅い固定資産投資と併せ、今後は内需の拡大により景気は回復に向かうとみられるが、中国経済に多くを期待できず、対円でウォン高水準が続くことから、輸出主導の力強い景気回復は見込めず、2015 年の成長率は 2 年ぶりに前年比+3%割れとなろう。

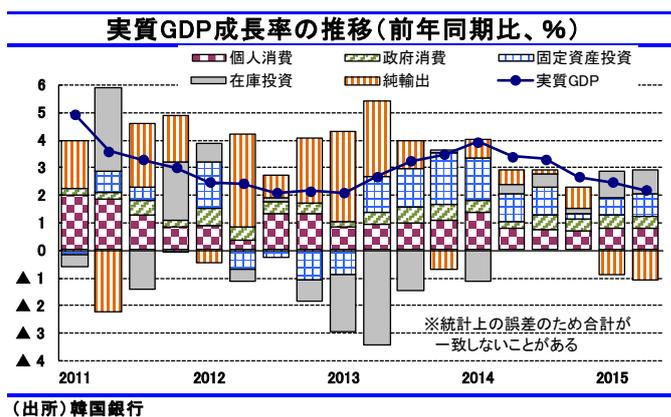
### 2015 年前半は輸出と個人消費の不振で減速続く

韓国経済は減速傾向が続いている。2015 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+2.2%となり、1~3 月期の+2.5%から更に鈍化した<sup>1</sup>。成長率の鈍化は 2014 年 1~3 月期 (+3.9%) を起点として 5 四半期連続である。そのため、年間の成長率は、2014 年に 3 年ぶりとなる前年比+3%台を回復したが、2015 年は 2013 年 (+2.9%) 以来 2 年ぶりに 2%台へ鈍化する可能性が高まった<sup>2</sup>。

GDP の内訳を見ると、このところの成長率低下の主因は輸出である。GDP ベースの輸出(実質)は、2014 年通年の前年比+2.8%から 2015 年 1~3 月期に前年同期比+0.1%へ減速、4~6 月期には▲0.9%とマイナスに転じた。2009 年 7~9 月期以来、実に約 6 年ぶりの前年比マイナスである。季節調整値を見ても、1~3 月期、4~6 月期とも前期比+0.1%と概ね横這いにとどまっており、停滞している。

また、個人消費は、1~3 月期の前年同期比+1.5%から 4~6 月期は+1.6%へ伸びを高めたものの、昨年の 4~6 月期はセウォル号転覆事故を受けたマインド悪化により水準が落ち込んでいたことを踏まえると、好調とは言えない。実際に、季節調整値で見ると個人消費は 4~6 月期に前期比▲0.3%とマイナスに転じている。MERS (中東呼吸器症候群) の感染拡大が個人消費を押し下げた模様である。

一方で、固定資産投資(+2.4%→+2.6%)が小幅ながらも伸びを高めたことは好材料である。また、在庫投資(1~3 月期前年同期比寄与度+1.0%Pt→4~6 月期+0.9%Pt)が引き続き成長率を大きく押し上げているが、成長ペースが鈍化する中の在庫増は意図せざる在庫が積み上がっている可能性を示している点に留意が必要である。仮にそうであれば、今後は在庫調整が成長ペースを抑制することになるだろう。



<sup>1</sup> 季節調整値でも、4~6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3% (年率+1.2%) にとどまり、1~3 月期の+0.8% (+3.3%) から大きく減速した。なお、前期比年率で 1%台の成長は、2014 年 10~12 月期 (+1.1%) 以来であり、その前となると 2012 年 7~9 月期 (+1.6%) まで遡る必要がある。

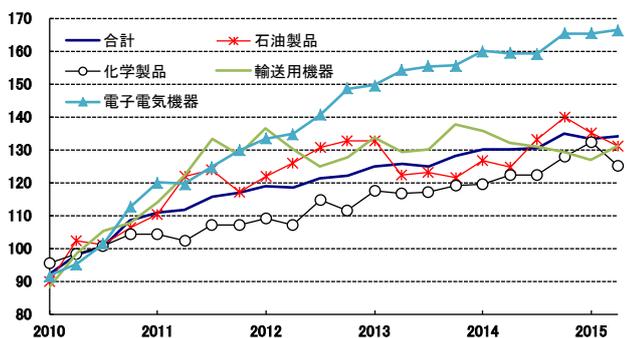
<sup>2</sup> 韓国銀行は 7 月 9 日、2015 年の実質 GDP 成長率見通しを前年比+3.1%から+2.8%へ下方修正した。

## 輸出：米国や中南米、中東向けの落ち込みが目立つ

上記の GDP 統計における輸出は、財（モノ）とサービスを合計したものであるが、そのうち大部分を占める財の動向を通関統計（名目、ドルベース）で見ると、2014 年通年の前年比+2.3%から 2015 年 1~3 月期に前年同期比▲3.0%とマイナスに転じ、4~6 月期は▲7.2%へマイナス幅が拡大しており、減少が加速している。主力輸出品である鉱物燃料や化学製品の価格下落によるところが大きい。数量ベースでも全体で 2014 年の前年比+4.4%から 2015 年 1~3 月期は前年同期比+2.8%、4~6 月期は+2.9%と伸びが鈍化しており、財の輸出の停滞が確認できる。

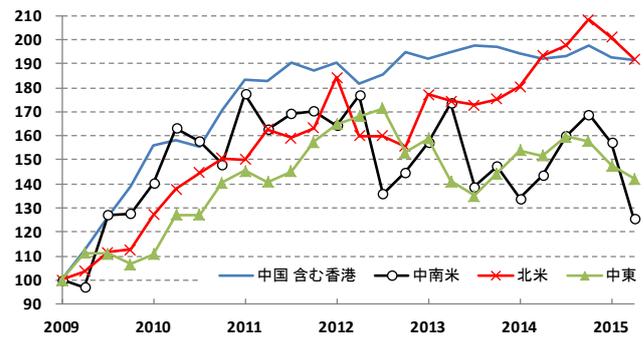
その数量ベースの輸出動向を当社試算の季節調整値で見ると、2015 年 1~3 月期に前期比▲1.2%と減少に転じ、4~6 月期も+0.6%の小幅増にとどまっており、均してみると概ね横這い推移である。品目別では、電子・電気機器（1~3 月期前期比+0.0%→4~6 月期+0.6%）がかろうじて増勢を維持しているものの、石油製品（▲3.3%→▲3.1%）は減少が続き、化学製品（+3.3%→▲5.3%）や鉄鋼（+0.6%→▲3.2%）は 4~6 月期に減少に転じている。また、輸送用機器（▲1.7%→+3.4%）は 5 四半期連続の減少の後、4~6 月期にようやく増加に転じたところであり、下げ止まった程度である。化学製品や鉄鋼は中国の輸出ドライブの影響を受けた需給悪化が、輸送用機器はウォン高による競争力低下が低迷の背景にあるとみられる。

輸出数量の財別動向（季節調整値、2010年=100）



（出所）韓国銀行

輸出金額の仕向地別動向（季節調整値、2009年Q1=100）



（出所）韓国関税庁

上記の金額ベースの輸出を前期比（当社試算の季節調整値）で見ると、全体では 2015 年 1~3 月期に▲3.2%、4~6 月期に▲3.4%と大幅な減少が続いているが、仕向地別には、全体の 30.0%（2014 年）を占める中国向け（含む香港）の 1~3 月期▲2.5%、4~6 月期▲0.6%よりも、米国向け（シェア 12.2%、1~3 月期▲4.2%→4~6 月期▲3.9%）のほか、中南米向け（シェア 6.2%、▲6.9%→▲20.1%）、中東向け（シェア、▲6.4%→▲3.8%）、アフリカ向け（シェア 1.7%、▲5.0%→▲39.8%）の落ち込みが目立つ。そのほか、ASEAN<sup>3</sup>向け（シェア 14.4%）は 10~12 月期の▲7.7%、1~3 月期の▲2.3%から 4~6 月期は+0.4%と下げ止まった程度、日本向け（シェア 5.6%）も 10~12 月期▲8.0%、1~3 月期▲9.8%から 4~6 月期は+4.6%とプラスに転じたもののリバウンドの域を脱していない。また、欧州向け（シェア 12.5%、1~3 月期+0.5%→4~6 月期▲0.9%）は概ね横這いが続いた。このように輸出が伸び悩んだのは、年初から 6 月にかけて他通貨の多くが米ドルに対して値を切り下げの中で通貨ウォンは概ね横這いで推移していたため相対的に強くなったことに加え、中南米や中東の景気が原油価格や通貨下落によって悪化した影響によるものとみられる。

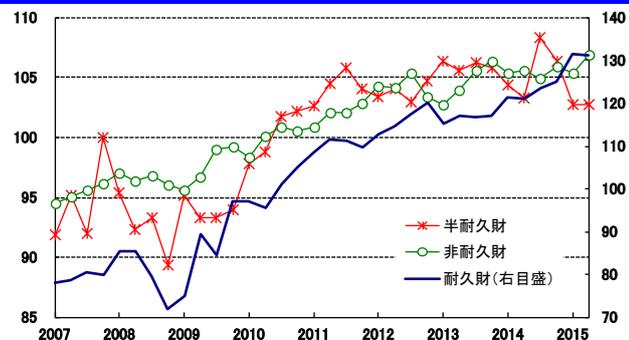
<sup>3</sup> インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、シンガポールの 6 カ国合計。

## 個人消費：マインド悪化で一時的に停滞

個人消費は、前述の通り MERS の影響などから 4~6 月期は全体で落ち込んだが、以下に見る通り小売販売は底堅く推移しており、専らサービス関連分野が不調だった模様である。

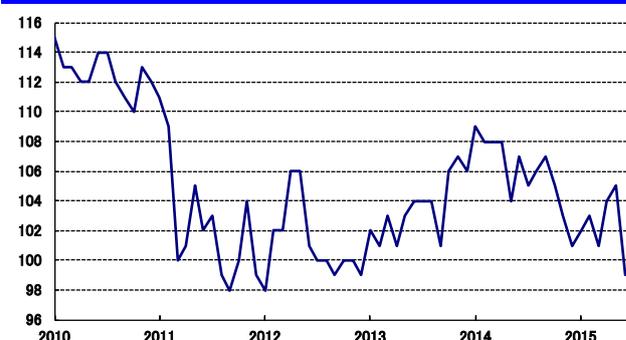
小売販売指数（実質、季節調整値）は、1~3 月期の前期比+0.5%から 4~6 月期は+0.7%へ増勢を強めた。耐久財（1~3 月期前期比+5.2%→4~6 月期▲0.1%）は減少に転じたものの、半耐久財（▲3.5%→+0.0%）は下げ止まり、非耐久財（▲0.5%→+1.5%）は堅調な拡大を見せた。消費者マインドの悪化が主に選択的な支出である耐久財消費を下押ししたが、全体としては消費者物価上昇率の低下（詳細後述）による購買力の高まりが下支えしたとみられる。なお、消費者マインドについては、代表的な指標である消費者心理指数（中立=100）が 6 月に 2012 年 12 月以来初めて 100 を下回った（99）。特に国内景気（5 月 79→6 月 65）や旅行計画（94→89）に関するマインドが顕著に悪化している。

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）



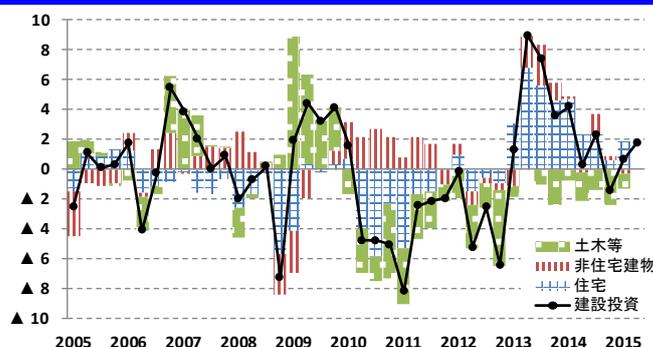
(出所)韓国銀行

一方、個人消費を取り巻く環境を見ると、平均賃金（全産業）は 1~3 月期に前年同期比+3.0%、4~5 月平均で+3.3%と安定した伸びを維持する一方で、失業率（10~12 月期 3.5%→1~3 月期 3.7%→4~6 月期 3.8%、季節調整値）は緩やかな上昇傾向にあるなど、雇用・所得環境は斑模様であるが、マインドを大きく悪化させるほどの状況ではない。したがって、マインドの悪化は主に MERS による一時的なものであり、8 月下旬にも MERS 終息宣言が出される見込みであることを踏まえれば、今後、個人消費はサービス分野も含めて徐々に持ち直す<sup>4</sup>とみて良いであろう。

## 固定資産投資：補正予算効果もあり拡大持続

固定資産投資については、建設投資が増勢を強めているほか、設備投資も底堅く推移している。建設投資は、2014 年 10~12 月期の前年同期比▲1.5%から 2015 年 1~3 月期に+0.6%、4~6 月期+1.7%と徐々に持ち直しており、内訳が確認できる 1~3 月期までに限れば特に住宅（10~12 月期前年同期比+2.3%→1~3 月期+6.0%）の復調が顕著である。その一方で、土木（10~12 月期▲5.7%→1~3 月期▲2.7%）は落ち込みが

建設投資の内訳（前年同期比、%）



(出所)CEIC DATA

<sup>4</sup> ただ、自動車販売台数は、1~3 月期に前期比▲5.5%の年率 120.6 万台へ減少した後、4~6 月期は+4.2%の 125.7 万台へ増加、7 月の水準は更に 4~6 月期を 1.6%上回っており、比較的底堅い推移となっている。

続き、非住宅建設（+0.9%→▲0.9%）は増勢が一服している。土木分野の落ち込みは、政府が2013年4月に打ち出した不動産総合対策の効果一巡による影響が大きいとみられる。

今後については、公共事業や民間投資促進などを盛り込んだ11.5兆ウォン（GDP比約0.8%）規模の補正予算案が7月24日に国会を通過しているため、予算の執行に伴って土木分野も底入れし、固定資産投資は拡大傾向を維持するとみられる。

### 輸出を左右する中国景気とウォン相場

以上の通り、個人消費や固定資産投資といった国内需要は持ち直し乃至は底堅い推移が見込まれるため、今後の景気を左右するのは主に輸出動向となる。その意味で、まずは最大の輸出先である中国経済の行方が重要となるが、中国経済は過剰供給力の調整や不動産バブルの沈静化、人民元や人件費の上昇による輸出競争力の低下など構造上の問題を多数抱え、景気の停滞が続いている状況<sup>5</sup>にあり、中国向け輸出の早期回復は期待薄である。さらに、中国は韓国輸出企業にとって需要地であるだけでなく、ASEANなど主に新興国市場において競合相手でもあり、また、先進国向けを中心に日本企業との競合分野も多いため、為替相場の動向も輸出を左右する大きな要因となろう。

ウォン相場は、年初から6月下旬にかけて、概ね1ドル=1,100ウォン前後の横這い圏で推移した後、1,200ウォン近くまで下落したが、2011年後半から2012年前半頃の水準に戻ったに過ぎず、対米ドルでウォン高が是正された程度である。さらに、日本円に対しては、足元で1円=9ウォン台半ば程度へウォン安方向に戻しているが、2012年6月の1円=15ウォン程度から2015年6月には9ウォン割れまで円安ウォン高が進んだことと比べると、極めて小幅であり、依然として大幅なウォン高水準にある。

為替相場の推移(ウォン/ドル)



(出所)CEIC

為替相場の推移(ウォン/円)



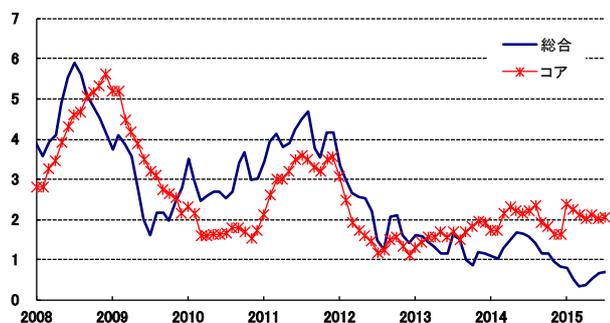
(出所)CEIC

為替相場が足元で若干ながらもウォン安に転じている背景には、米国において金融緩和が出口に向かっている一方で、韓国では金融緩和を強化していることがある。韓国銀行（中央銀行）は、低調な景気を刺激するため、政策金利である7日物レポレート<sup>6</sup>を3月12日に2.00%から1.75%へ、さらに6月11日に1.50%へ引き下げた。その後、7月、8月の金融政策決定会合では政策金利を据え置いたが、消費者物価上昇率はコアで7月は前年同月比+2.0%にとどまっております、韓国銀行が目標とする+2.5~3.5%のレンジを未だ下回っている。そのため、今後も利下げが継続される可能性が高く、ウォン相場は対米ドルでは引き続き下落基調で推移しよう。

<sup>5</sup> 中国経済の状況については、2015年8月13日付 Economic Monitor「中国経済：格差拡大し景況感は悪化、人民元下落の効果は限定的」参照。

しかしながら、日本においても追加の金融緩和が実施される可能性が残っている。そのため、対円では、ウォン高の進行に歯止めが掛かった程度の現状から、日本企業との競争力を取り戻すほどウォン高が修正されるまでには、相当の金融緩和が必要となる。韓国銀行は大幅なウォン安が資金逃避につながるリスクを重視する傾向があるため、その可能性が高いとは考え難い。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 韓国統計庁

政策金利の推移(7日物レポレート、%)



(出所) 韓国銀行

## 2015年の成長率は再び3%割れに

以上のように、中国経済の復調に多くを期待できないうえ、対円でのウォン高が持続し価格面での競争力改善もさほど進まないとなると、輸出が景気を牽引するほど力強く拡大すると見込むのは困難であろう。そのため、2015年後半の景気は、個人消費の持ち直しなど内需が主導する形で回復に向かうとはみられるが、勢いに欠くものにとどまり、2015年の実質GDP成長率は、冒頭でも触れた通り前年比で3%を下回ると予想する。2016年以降も、現状程度の為替相場水準が続けば、製造業の海外移転が加速する恐れもあり、輸出依存の成長モデルでは3%程度の成長を維持することすら困難になる恐れもあろう。先進国入りして久しい韓国経済には、成熟した先進国として内需に厚みを増す形での成長モデルを確立するため、経済構造改革を早急に進めることが求められているのではないだろうか。