

Weekly
エコノミスト・
レター【韓国 7-9 月期GDP】
景気対策で内需は回復するも、
輸出は低迷

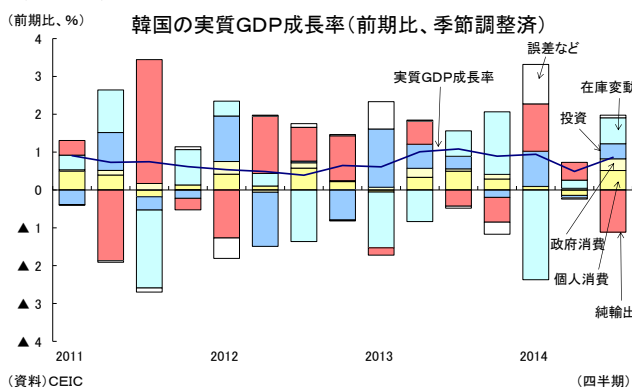
経済研究部 研究員 齊藤 誠
(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

1. 韓国の 2014 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.9%と、セウォル号沈没事故の影響で減速した 4-6 月期（同+0.5%）から回復し、1-3 月期（同+0.9%）の水準まで持ち直した。
2. 景気回復の牽引役は、これまで伸び悩んでいた内需であった。特に、韓国政府と中央銀行の景気刺激策によって政府消費と住宅投資が改善した影響が大きい。一連の景気対策は①拡張的な財政政策、②企業所得還流税制、③不動産市場活性化のための規制緩和、④緩和的な通貨政策などで構成されるが、これらの対策は引き続き、内需を刺激し、景気の牽引役になると見ている。
3. ただし、景気対策への過度な期待は禁物だ。家計所得が増加しても、膨張した家計債務が消費を抑制するほか、金融緩和策でウォン安誘導の利下げに踏み切ったとしても、経常黒字や購買力平価の水準から見ればウォン高は続きそうだ。
4. 現在は立て続けに打ち出される景気対策に注目が集っているが、本来的には構造改革が不可欠である。ベンチャー企業の育成や新産業の創出、5大サービス産業（医療、観光、金融、ソフトウェア、教育）の育成ができれば、内需が拡大し、経済構造もバランスの取れたものになるだろう。景気対策による浮揚効果が持続する間に、構造改革を進めておきたいところだ。

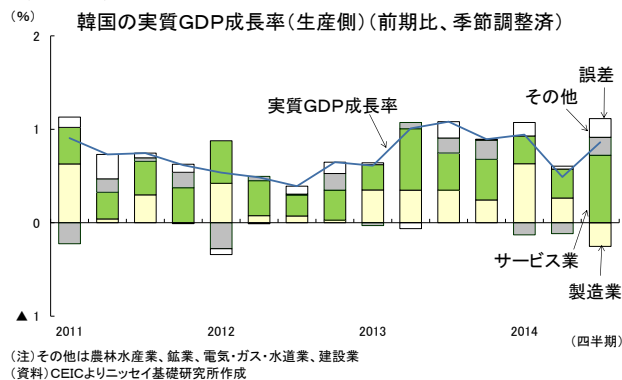
1. 7-9 月期は前期比+0.9%

韓国銀行（中央銀行）は10月24日、2014年7-9月期の国内総生産（GDP）の速報値を公表した。実質GDP成長率は前期比（季節調整済）で+0.9%と、セウォル号沈没事故の影響で減速した4-6月期（同+0.5%）から回復し、1-3月期（同+0.9%）の水準まで持ち直した（図表1）。また、Bloomberg 調査の市場予想（同+0.9%）どおりの結果となった（図表1）。前年同月比では+3.2%（前期：同+3.5%）と、2期連続で減速した¹。

（図表1）



（図表2）



<需要項目別>

需要項目別に見ると、7-9月期の実質GDP成長率（前期比）は、外需が減少したものの、内需が改善したことが分かる。消費は、民間消費が前期比+1.1%（前期：同▲0.3%）、政府支出が前期比+2.2%（前期：同+0.3%）とそれぞれ改善した。投資は、設備投資が前期比▲0.8%（前期：同+1.1%）と減少したものの、建設投資が前期比+2.9%（前期：同+0.4%）、知的財産生産物投資が前期比+0.6%（前期：同▲3.6%）とそれぞれ改善した。

一方、外需については、輸出が前期比▲2.6%（前期：同+1.7%）となり、2008年10-12月期（同▲4.3%）以来では最大のマイナス幅となった。また、輸入も前期比▲0.7%（前期：同+1.1%）と減少した。

結果として、実質GDP成長率への寄与度（前期比）は、国内需要が+1.9%（消費+0.8%、投資・在庫変動+1.1%）、外需が▲1.1%であった。

<供給項目別>

供給項目別では、主要産業である製造業が前期比▲0.9%（前期：同+0.9%）と、液晶パネルやスマートフォンなどの電気・電子機器の不振が響いて減少した（図表2）。

全産業のGDPの約6割を占めるサービス業は前期比+1.4%（前期：同+0.6%）と、卸売・小売業、運輸業、金融・保険業など幅広い業種が上昇した。

その他の業種では、建設業が前期比+1.8%（前期：同+0.2%）、電気・ガス・水道業が前期比+4.7%（前期：同▲2.3%）、第一次産業が前期比+1.9%（前期：同▲3.7%）とそれぞれ改善した。

¹ 韓国銀行は10月15日に成長率見通しを公表しており、成長率見通し（前年比）を2014年が+3.5%（7月時点：同+3.8%）と3ポイント下方修正した。また、2015年も+3.9%（7月時点：同+4.0%）と1ポイント下方修正した。

2. 内需回復と輸出の変調

(内需回復の要因)

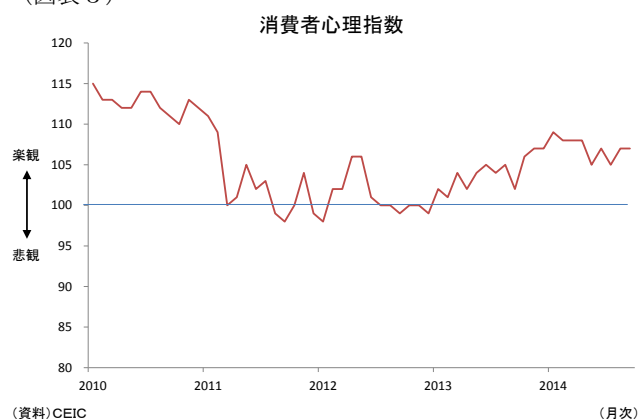
まず、7-9月期の実質GDP成長率が4-6月期から改善した要因を確認する。需要項目別に寄与度が大きい項目（在庫変動を除く）を見ると、個人消費（+0.4ポイント）、建設投資（+0.4ポイント）、政府支出（+0.3ポイント）が上位3項目であった。なお、これらの実質GDPに対するシェアは、個人消費が48.5%であるのに対し、建設投資は14.6%、政府支出は14.4%と小さい。このことから建設投資と政府支出の好調がうかがえる。さらに以下では、これら3項目を押し上げた要因について考える。

まず、個人消費の改善については、旅客船沈没事故後に広がった自粛ムードが緩和し、前期に抑制されていた消費が反動で増えたことが主因である。実際、消費者心理指数は8・9月と持ち直しの兆しが見られるほか、8月の小売売上高は前年同月比+2.4%と7ヵ月ぶりの2%台の伸びとなった。しかし、依然として消費の勢いは強くない（図表3・4）。

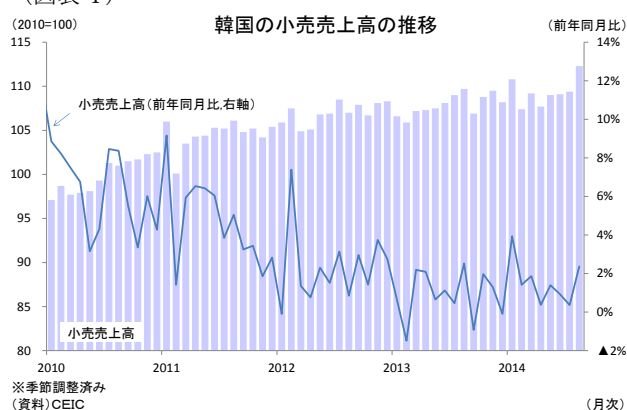
また、建設投資および政府消費の改善については、韓国政府と韓国銀行（中央銀行）による景気刺激策が影響したものと考えられる。7月以降、韓国では政府と中央銀行による財政政策・金融政策の両面で景気浮揚策が立て続けに打ち出されている。これには7月16日、崔旻煥（チェ・ギョングファン）氏が経済副首相兼企画財政部長官に就任した影響が大きい。崔副首相を中心とする「第2期経済チーム」は、減速する内需の活性化を目指す新たな経済運営方針「チョイノミクス」を掲げた。現在までに公表された「チョイノミクス」の政策は、拡張的な財政政策、企業所得還流税制、不動産市場活性化のための規制緩和などで構成される。さらに、崔副首相は、就任早々に中央銀行の李柱烈（イ・ジュヨル）総裁と対談し、景気回復には韓国政府と中央銀行の協調が必要との認識で一致した。その後、中央銀行は8月の金融通貨委員会で政策金利の引き下げに踏み切るなど、景気浮揚に向けて政府と足並みを揃え始めた。

以下では、韓国政府と中央銀行が7月以降に打ち出した景気刺激策とその期待される効果について整理する。

(図表3)



(図表4)



(韓国政府と中央銀行の景気刺激策)

① 拡張的な財政政策

韓国政府は7月24日に公表した包括的な景気対策パッケージの目玉として、41兆ウォンの景気刺激策を打ち出した。補正予算は時期が遅いために編成しないとしたものの、補正予算と同等の効

力を持つ基金などを通じた財政支出を 11.7 兆ウォン、金融支援を 29 兆ウォン拡大²するとした。

また、韓国政府は 10 月 8 日、景気の回復速度が遅れていることを受けて、41 兆ウォン景気対策のうち年内の支出額を 5 兆ウォン上乘せ³し、当初の 26 兆ウォンから 31 兆ウォンに引き上げた。

こうした拡張的な財政政策が、7-9 月期の政府消費の拡大に寄与したと見られる。また、この景気刺激策は直接的な支出は少なく、基金や政策金融を活用するものが多い。今後、貸出の増加による投資の拡大が期待される。

また、韓国政府は 9 月 18 日に 2015 年度予算案を公表。2015 年度の歳出は前年比 5.7%増の 376 兆ウォンとし、これまでの中期財政運営計画の 3.5%増を上回った。今後の財政規模拡大が企業の投資心理と消費者心理を覚醒させる「呼び水」になることが期待される。⁴

②企業所得還流税制

韓国政府は 8 月 8 日、「2014 年税法改正案」を発表した。主な狙いは、税制で社内留保金が家計に流れるように誘導することである。消費需要が拡大すれば、企業の投資意欲が刺激されるほか、新産業の育成にも繋がるなど、内需活性化の好循環が生まれるとの考えだ。

具体的には、家計所得増大税制 3 大パッケージ（勤労所得増大税制、配当所得増大税制、企業所得還流税制）を来年から 3 年間に渡って施行する。政府は社内留保金自体には手を付けず、利益の一定割合以上を賃上げ・配当・投資等に用いた企業に対して税制面でインセンティブを与える一方、そうでない企業に対しては課税するといった内容になっている。

この税制の施行は来年以降のため、年内の経済成長率に直接的な影響はないものの、間接的には消費者心理の改善が期待される。

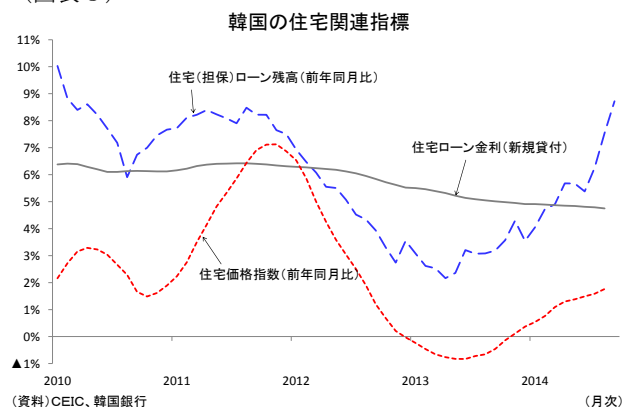
③不動産市場活性化のための規制緩和

韓国政府は、7 月 24 日の景気対策パッケージの 1 つとして不動産融資規制の一部緩和を発表した。具体的には住宅担保認定比率（LTV）と総負債償還比率（DTI）の各上限を地域および金融機関の種別に関係なく、それぞれ一律 70%、60%に上昇修正するとし、8 月 1 日にスタートした。

また、9 月 1 日にも不動産対策を発表した。この対策の目玉は建替え規制の緩和であり、マンションの再建築年限は現行の最長築 40 年から築 30 年に短縮されることになった。

これら規制緩和によって、建設需要の創出や資産効果（不動産市況の回復）による消費需要の拡大が期待される。実際、不動産市況は昨年の不動産取引活性化策を受けて底入れしつつあるなか、今回（7-9 月期）の一連の対策を受けて、9 月の住宅ローン残高は前年同月比+8.7%まで加速したほか、8 月の住宅価格指数も前年同月比+1.8%まで回復した（図表 3）。

（図表 3）



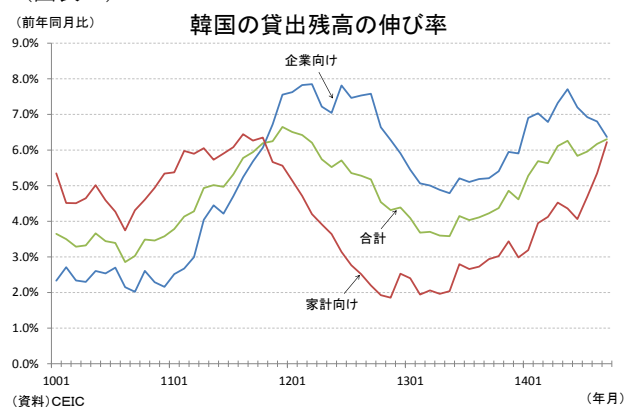
² 財政支出 11.7 兆ウォンの内訳としては、国民住宅基金に 6 兆ウォン、中小企業・小規模事業者に 2.4 兆ウォン、観光産業に 0.1 兆ウォン、農水産物の流通に 0.1 兆ウォンなどがある。金融支援 29 兆ウォンの内訳としては、産業銀行や企業銀行、輸出入銀行の政策金融支援額を 50 億ドル拡大、安全ファンドの造成に 5 兆ウォン、中小・中堅企業向けの設備投資ファンドの造成に 3 兆ウォンなどがある。
³ 5 兆ウォンの内訳には、外貨建融資・設備投資ファンドの執行拡大 3 兆 5,000 億ウォン、政策金融支援 4,000 億ウォン、基金運用計画計画の見直し 2,400 億ウォンなどがある。また、円安対策として、為替変動保険の保険料を半分に引き下げ、政策金融などで 1 兆ウォンの支援も公表した。
⁴ 韓国政府は 9 月 18 日に中期財政計画を公表。2015-18 年の 4 年間については、歳出を年平均 4.5%拡大する方針とした。

④緩和的な通貨政策

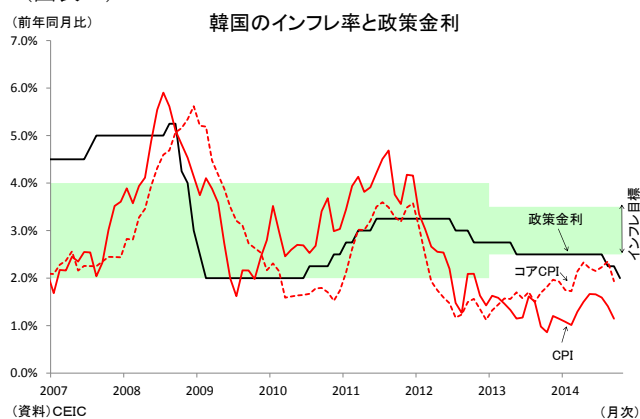
中央銀行は7月24日、韓国政府が打ち出した景気対策パッケージとは別に3兆ウォン規模の融資ファシリティーの創設を公表した。また、8月14日には政策金利を15ヵ月ぶりに引き下げ、さらに10月15日には追加利下げに踏み切り、政策金利を過去最低水準に並ぶ2.00%とした。中央銀行は、内需不振による景気の下振れリスクの回避を利下げの理由としたが、「事実上は」政府による要請を受けたものと見られる。政策金利の引下げは、貸出金利の低下を通じた設備投資拡大のほか、ウォン高是正効果も期待される。実際、貸出金利の低下を通じて貸出残高の伸び率は6%台まで上昇したものの、足元の企業向けの伸びは縮小しており、家計向け（特に住宅ローン向け）が伸びていることが分かる（図表4）。

また、政策金利の引き下げは物価上昇のリスクが伴うが、韓国の消費者物価上昇率は原油価格の下落の影響を受けて、9月は前年同月比1.1%まで低下した。中央銀行が掲げるインフレ目標（2013-2015年：2.5-3.5%）を下回っており（図表5）、今後、中央銀行は実質金利を引下げるために、追加利下げに踏み切る可能性はありそうだ。

（図表4）



（図表5）



（輸出の鈍化）

海外経済は伸び悩みの懸念が強まっているとは言え、米国主導の緩やかな回復は続いている。このことから輸出は緩やかな改善が続くものと予想していたが、7-9月期の輸出（実質ベース）は前期比▲2.6%となり、2008年10-12月期（同▲4.3%）以来では最大のマイナス幅となった。韓国経済は輸出依存度が高いだけに、先行きの輸出の動向に注目が集まっている。

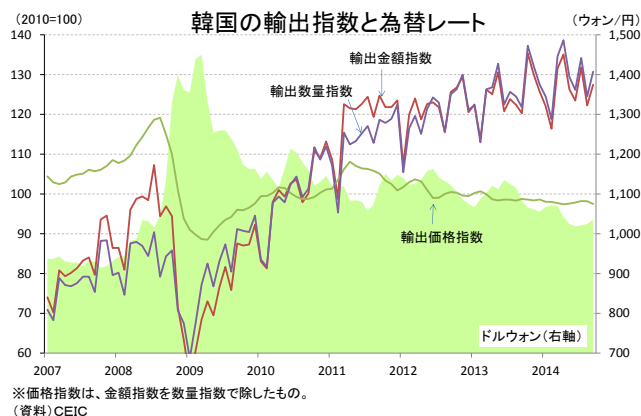
輸出が伸び悩む背景には、中国企業との価格競争に晒されていることが関係する。①世界の貿易取引額は、2011年頃から中国・欧州経済の減速によって縮小した。その結果、過剰生産設備を抱える中国の素材産業（鉄鋼・石油価格など）の安価な製品が市場に溢れるようになったこと。②経常黒字を背景に緩やかなウォン高が進んだこともあり、韓国企業は中国企業との価格競争⁵のために輸出価格の切り下げに追い込まれたこと（図表6）。さらに③最近ではエレクトロニクス製品の分野のモジュール化が進み、高度な技術を持たずとも高品質な台湾の半導体や日本の素材・部品などを組合せることで、中国企業も「安く使える」製品を製造できるようになったことが挙げられる。③は中国スマホ市場におけるサムスンのシェア低下にも繋がっている。

韓国企業は価格競争のために、新たな製造拠点は海外に設立する動きを加速させており、これが輸出の伸び悩む要因となっている。また、国内の製造拠点では設備投資や研究開発を抑えた結果、

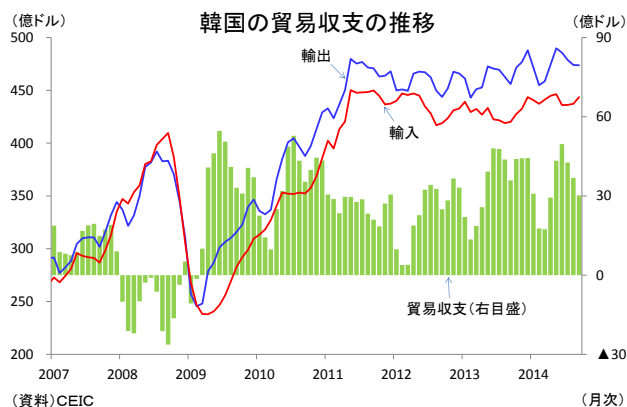
⁵ 例えば、中国の素材産業（鉄鋼・石油価格など）が過剰生産設備を背景に安価な中国製品が市場に溢れたこと、エレクトロニクス製品の分野のモジュール化⁵が進み、高度な技術を持たなくとも高品質な台湾の半導体や日本の素材・部品などの組合せることで、「安く使える」中国製品が増えたことが考えられる。

輸入も伸び悩み、経常黒字は縮小していない（図表7）。そして、金融市場ではその経常黒字が材料視されてウォン高となるといった悪循環が起きている。

（図表6）



（図表7）



3. 先行き：当面は景気刺激策によって回復基調を辿る

現在の韓国経済は、景気対策に依存した回復経路を辿っている。来年度も政府予算は歳出拡大が見込まれるほか、企業所得還流税制の施行も控えている。また、緩和的な金融環境は続くことが見込まれ、当面は内需を牽引役とした景気回復が続くものと予想する。

ただし、景気対策への過度な期待は禁物だ。家計債務が1000兆ウォン超（名目GDPの7割に相当）までに膨張したことを踏まえれば、家計所得の増加が消費の拡大に繋がりにくい面はあるだろう。また、家計の所得増は小さく不動産市場ばかりが過熱すると、家計債務残高（対可処分所得比）の拡大基調が強まるため、不動産対策にはこの点を踏まえる必要がある。

金融政策については、ウォン安誘導の利下げに踏み切ったとしても、経常黒字や購買力平価の水準から見れば、今後もウォン高が続くようだ。

輸出については、世界経済が緩やかに回復する見通しであり、景気下押し要因になるとは見えない。しかし、政府が企業優遇策から家計優遇策に転じたこと、今後も中国企業などの価格競争によって、製造業の海外への生産移転は加速すると見込まれることから、輸出の伸びは緩慢なものとなりそうだ。

現在は立て続けに打ち出される景気対策に注目が集まっているが、本来的には構造改革が不可欠である。朴政権が掲げる「経済3ヵ年計画」の中でも、特にベンチャー企業の育成や新産業の創出、また5大サービス産業（医療、観光、金融、ソフトウェア、教育）の育成ができれば、内需が拡大する上に、経済構造もバランスの取れたものになるだろう（図表8）。景気対策による浮揚効果が持続する間に、構造改革を進めておきたいところである。

（図表8）

