Jan22, 2019　　No.2019-001

Economic Monitor

伊藤忠経済研究所
チーフエコノミスト　武田　淳
03-3497-3676　takeda-ats@itochu.co.jp

景気が停滞し方向感を失う韓国

このところ日韓関係の悪化が顕著であるが、その根底の一つに、経済情勢の悪化がもたらした文政権の支持率低下があろう。韓国経済の成長率は、半導体分野の投資抑制や住宅投資の減少により 2018 年 7～9 月期に前年比 2.0%まで減速した。個人消費も文政権の「所得主導政策」に反して伸び悩んでおり、頼みの輸出は主力である半導体分野の落ち込みにより頭打ちの兆しが見られる。今後の景気持ち直しは世界の半導体需要の復調待ちであり、それまでの間、停滞状態が続く可能性が高い。当面、景気が好転し文政権の支持率が回復する姿は想定し難い。

悪化する日韓関係と文大統領の支持率

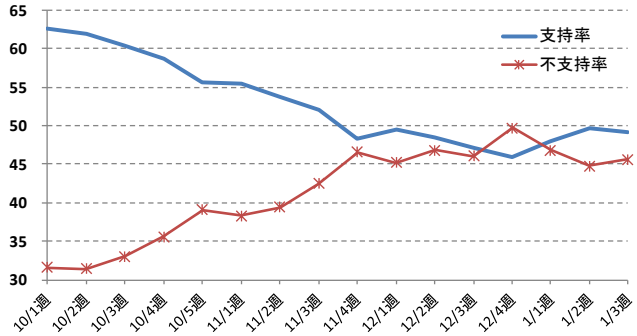
ここ数年、韓国の国内外で少女像が設置される問題が燻っていたが、昨年 10 月には韓国大法院（最高裁）が徴用工問題に関して日本企業の差し戻し上告を棄却、損害賠償の支払いを命じ、さらに今年に入って賠償のための資産差し押さえを認める事態に発展。これを受けて日本政府は 1 月 9 日、日韓請求権協定に基づく協議開催を 30 日以内という返答期限を設けて韓国政府に要請した。また、昨年 12 月 20 日には、韓国海軍艦艇が自衛隊哨戒機へ火器管制レーダーを照射するという友軍間では考え難い事件（韓国側は否定）が発生するなど、両国の関係を悪化させる問題が相次いでおり、日本国内では文在寅政権の対日政策への不信感が強まっている。注目された 1 月 10 日の文大統領による新年挨拶の後の記者会見においても、日本メディアから出た徴用工問題についての協議に関する質問に対して、大法院の判断を尊重すべきとの考えを示し、日韓の間に生じた大きな溝が埋まることはなかった。

ここまで両国関係がこじれた要因の多くは、双方の政治的な問題が複雑に入り組む中で、立ち位置の異なる両国政権間のつながりが希薄になりつつあることに依るところが大きいと考えられるが、これまでなら水面下で調整が進められたであろう問題が表面化してしまう現状に至った根本的な原因の一つとして、文政権の支持率低下が挙げられるのではないだろうか。

韓国の世論調査会社リアルメーターによると、2018 年の初めに 70%を超えていた文大統領の支持率は、年末にかけて低下傾向が続き、12 月第 4 週には 45.9%まで低下、初めて不支持率（49.7%）を下回った。途中、10 年ぶりの開催となった 4 月下旬の南北首脳会談を受けて 5 月 1 週目に 78.3%まで上昇、9 月中旬に平壌で 2018 年中 3 回目の南北首脳会談が行われた後には 65.3%へ戻す局面もあったが、支持率低下の流れを一時的に食い止めるにとどまった。

一般的に、支持を失った政権の問題解決力は大きく低下する。そして、国内に生じた不満のはけ口は、政権による誘導の有無にかかわらず国外に向けられることが少なくない。最近の韓国の動きが、そうした構図に当てはまるのかどうか確証はないものの、少なくとも経済情勢の悪化が支持率低下の元凶になっていることは間違いなく、その様子を以下で詳しく見ていくことにする。

文大統領支持率の推移（%）



（出所）リアルメーター

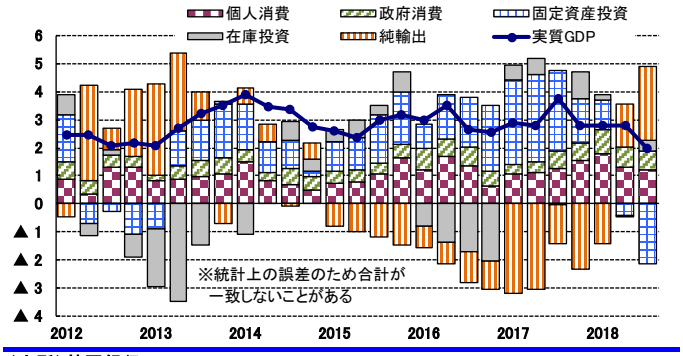
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

固定資産投資の落ち込みを主因に景気減速

まずは、成長率で経済情勢を概観すると、現時点で最新データとなる 2018 年 7～9 月期の実質 GDP は、4～6 月期の前年同期比＋2.8%から＋2.0%へ鈍化し、2009 年以降で最低の成長率にとどまった。2017 年通年の成長率が前年比＋3.1%であったことと比べると、景気の足取りの重さがより一層鮮明である。季節調整済みの前期比は 4～6 月期、7～9 月期とも＋0.6%であったが、年率換算では＋2.4%から＋2.3%へ若干ながらも減速、3%程度を常としていた韓国にとって低成長であることに変わりはない。

減速の主因は、設備投資や建設投資などの固定資産投資が落ち込み幅を拡大したことである。設備投資は 4～6 月期の前年同期比▲3.0%から 7～9 月期は▲7.4%へ、建設投資は▲1.5%から▲8.9%へ、ともにマイナス幅を拡大させた。設備投資の落ち込みは、主力産業の一つである半導体分野が中心とみられ、NAND 型フラッシュメモリーや DRAM の価格下落を背景に投資が抑制された。

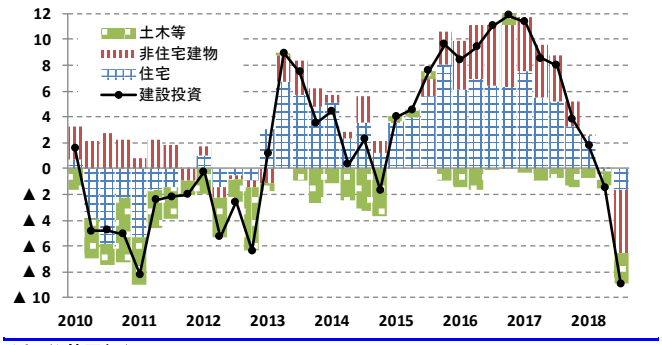
実質GDP成長率の推移（前年比、%）



（出所）韓国銀行

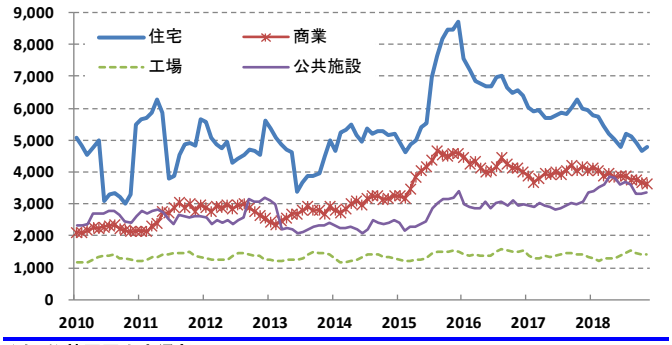
一方の建設投資を用途別に見ると、住宅は 2018 年 4～6 月期に前年比▲0.6%とマイナスに転じ、7～9 月期には▲4.6%へマイナス幅が拡大した。オフィスや店舗、工場などの非住宅も、7～9 月期に▲12.3%の大幅マイナスに転じている。さらに、先行指標である建設認可面積の動向を見る限り、年末にかけて住宅の落ち込みが続き、商業用途（オフィスビル、店舗）も緩やかに減少、公共施設（公共投資）もピークアウトしている。2 月に開催された平昌冬季オリンピック関連需要の反動落ちに加え、住宅については政府による投資抑制策の影響や住宅ローン金利の上昇が影響しているようである。

建設投資の推移（実質、前年同期比、%）



（出所）韓国銀行

建設認可床面積の推移（6ヵ月後方移動平均、千㎡）



（出所）韓国国土交通部

個人消費は最低賃金「引き上げ」によって伸び悩み

国内需要のもう一つの柱である個人消費も、4～6 月期の前年同期比＋2.8%から 7～9 月期は＋2.5%へやや鈍化しており、足取りは冴えない。季節調整済み前期比では＋0.3%から＋0.5%へ加速したが、それでも年率換算で＋1.9%にとどまっており、2017 年通年の前年比＋2.6%と比べかなり見劣りする。

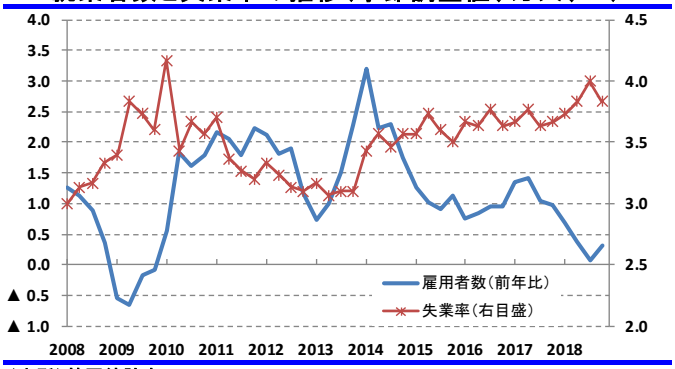
文政権が進める最低賃金の引き上げ [1]や前年業績を反映したボーナスの増加により一人当たりの所得は伸

[1] 文政権は、2018 年に最低賃金を前年の 1 時間当たり 6,470 ウォンから 16.4%引き上げ 7,530 ウォンとした（全国一律）。さら

びているが、景気の減速とともに雇用の拡大ペースも鈍化、失業率が上昇し、雇用不安などから消費者マインドが悪化していることが、消費の抑制につながっている。統計を確認すると、雇用者数は 2017 年に前年比で 1%以上の拡大が続いていたが、2018 年に入り伸びが急速に鈍化、年間を均すと 0.4%程度の増加にとどまった。

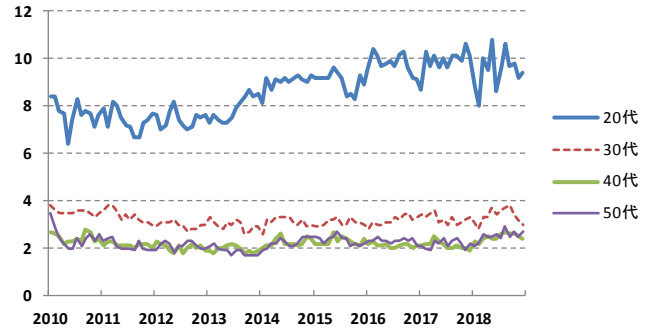
雇用の伸び悩みを受けて、失業率（季節調整値）は 2018 年 3 月に 8 年ぶりの 4.0%台を記録、8 月には 4.2%まで上昇、以降も高止まりしている。最低賃金の引き上げによるコスト増に対して、主に中小企業が雇用を抑制させているためとみられる。なかでも 20 代の失業率は 9～10%で推移、他の世代に比べて突出して高く、企業の雇用抑制による悪影響は若年層に集中している。さらに、消費者マインドの代表的な指標である消費者心理指数は、こうした雇用情勢の悪化を背景に 2018 年に入り急落、消費者マインドが急速に冷え込んでいる様子がうかがえる。文政権の経済政策における目玉である「所得主導政策」は、その中心的な支持層である若年層の雇用を奪う結果となり、支持率の低下、景気の冷え込みにつながっている。

就業者数と失業率の推移（季節調整値、万人、%）



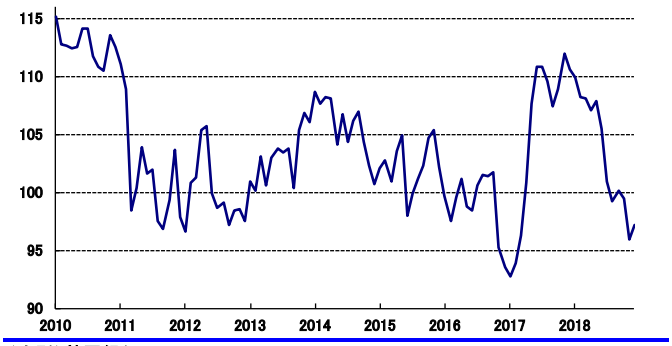
（出所）韓国統計庁

年齢階層別の失業率の推移（%）



（出所）韓国統計庁

消費者心理指数の推移

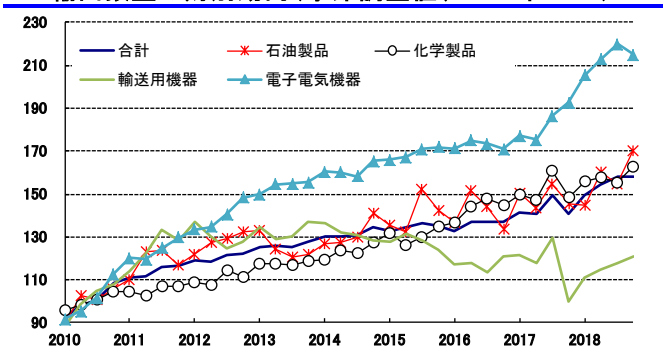


（出所）韓国銀行

輸出は堅調拡大から頭打ちの兆し

一方で、輸出は 4～6 月期の前年同期比＋4.8%から 7～9 月期は＋3.1%へやや鈍化したものの、季節調整済みの前期比では＋3.1%と堅調に拡大した。通関統計の輸出数量指数でも同様の動きが確認されるが、10 月以降は頭打ちしている点に留意が必要である。輸出数量指数の最新データは 11 月までにつき、10～11 月平均の水準を見ると、7～9 月期から横ばいにとどまっている。財別には、主力の一つである自動車などの輸送用機器（2017 年シェア 18.3%）が持ち直しの動きを維持、化学製品（シェア 12.3%）や石油製品（6.3%）も引き続き拡大傾向にあるものの、最大シェアを占める半導体などの電子電気機器（31.1%）は明確に頭打

輸出数量の財別動向（季節調整値、2010年=100）



（出所）韓国銀行

に、2019 年には 10.9%引き上げ 8,350 ウォンとしている。

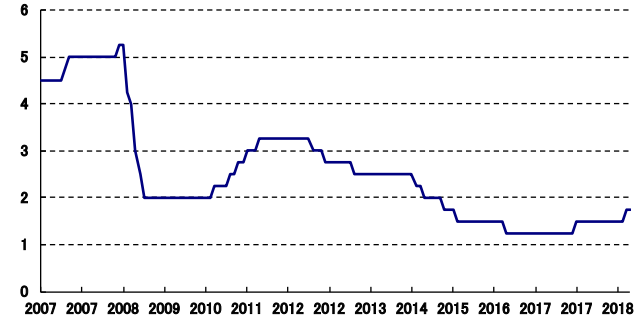
ちしている。世界的な半導体需要の一巡は、設備投資のみならず、当然にして輸出の増勢をも弱める要因となっている。

景気の停滞が続く見通し

以上の通り、ここまでの韓国経済は、半導体分野の投資抑制や住宅投資の減少に加え、個人消費も文政権の「所得主導政策」に反して伸び悩み、頼みの輸出も主力である半導体分野の落ち込みにより頭打ちの兆しが見られるなど、牽引役不在の状況に陥りつつある。

今後については、一旦ピークを迎えた世界の半導体需要が、早ければ2019年後半にも再び増勢を強めるとみられ、そうなれば、大きく落ち込んだ企業の設備投資は持ち直し、減速の兆しが見られる輸出は再び拡大基調を取り戻そう。ただ、それまでの間、個人消費に景気の牽引役を期待するのは難しそうである。2019年も最低賃金が大幅に引き上げたが、既に景気の減速が明確となっている現状においては、2018年と同様、逆に企業へ雇用の抑制を促しかねない。前年の反省を踏まえ、政府は中小企業への支援策を打ち出すことで悪影響の緩和を目指す方針を打ち出してはいるものの、その効果は不透明であり、今のところ個人消費復調の見通しを立てるのは楽観的であろう。輸出も世界経済の減速が復調を遅らせる要因となる。

政策金利の推移（7日物レポレート、%）



（出所）韓国銀行

為替相場の推移（ウォン／ドル）

（出所）CEIC

最後の砦は金融政策である。韓国銀行（中央銀行）は、消費者物価が農産品やエネルギーを除いたコアで前年比1%程度にとどまる中[2]、米国の利上げに伴う韓国からの資金流出を懸念して、11月に政策金利を1年ぶりに引き上げた。ただ、金利上昇は、未だ高水準にある債務を抱えた家計の負担増にもつながるため、韓国政府・中銀としても物価安定の下での利上げは極力避けたいところであろう。しかも、今後は原油価格の下落が物価上昇を一段と抑制することが見込まれるうえ、米国の利上げペースがかなり抑制される可能性が高まってきた。さらに、2017年から2018年にかけてのウォン相場を見る限り、米国の利上げが続く中で、むしろウォン高ドル安が進むなど、資金流出が強まる気配は見られない。今後も韓国銀行が緩和気味の政策金利を維持できる環境が続くとみられ、そのことが景気を下支えしよう。

それでも、2019年の成長率は、2%台後半まで低下したとされる潜在成長率を上回ることは難しそうである。すなわち、2019年の韓国経済は、半導体サイクルの狭間の中で世界経済の減速を迎えることになり、人為的に急速に上昇した労働コストを吸収しきれず、停滞が続く可能性が高い。金融政策においても、米国の動きを過剰に意識するあまり利上げを強行、景気腰折れにつながるリスクもある。いずれにしても、経済情勢の面において、悪化した日韓関係の改善につながる動きを期待することは難しそうである。

[2] 韓国銀行は、金融政策運営における2019年の消費者物価の目標を前年比2.0%としている。