

韓国経済：底入れするも米中貿易摩擦や日本の輸出規制強化で先行き懸念燦る

4～6 月期の成長率は前期比で 2 四半期ぶりのプラス成長となり、景気の悪化には歯止めが掛かったものの、その牽引役となった固定資産投資は回復力に欠ける。個人消費も雇用の伸び悩みから拡大ペースは緩慢にとどまろう。輸出は中国発の在庫調整の影響が一巡し持ち直しを期待されるが、米中貿易摩擦や日韓関係悪化が懸念材料となる。ともに悪影響が限定的となれば、経済・金融政策の後押しも受け、韓国経済は持ち直しへ向かおう。

景気の悪化に歯止め掛かるも回復には至らず

景気の現状を実質 GDP 成長率で確認すると、2019 年 1～3 月期は前期比で 5 四半期ぶりのマイナス成長（▲0.4%、年率換算▲1.5%）であったが、4～6 月期はプラス成長（+1.1%、年率+4.4%）に復しており、悪化にはひとまず歯止めが掛かったと言える。ただ、前年同期比では 4～6 月期でも+2.1%にとどまり、1～3 月期の+1.7%から改善したとはいえ、2018 年通年の+2.7%に遠く及ばない。韓国経済は、一時の落ち込みからは持ち直したものの、回復には遠く及ばない状況と評価すべきであろう。

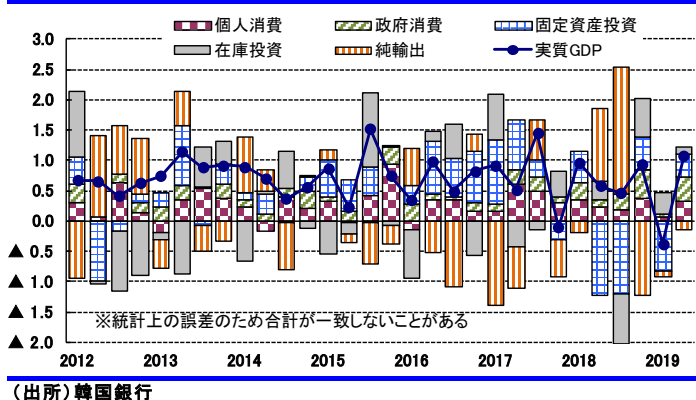
成長率の内訳を見ると、プラス成長復帰に最も貢献したのは固定資産投資であり、1～3 月期の前期比▲2.8%から 4～6 月期は+1.3%に復調した。ソフトウェア投資（1～3 月期前期比+1.3%→4～6 月期▲0.3%）は停滞したが、工場などの機械投資（▲9.1%→+2.4%）が大幅減からリバウンドし、建設投資（▲0.8%→+1.4%）も増加に転じた。

また、個人消費（+0.1%→+0.7%）は停滞の反動もあって増勢を強め、輸出（▲3.2%→+2.3%）は 3 四半期ぶりの増加に転じた。そのほか、政府消費（+0.4%→+2.5%）が大きく伸びを高めるなど、政府部門が成長の押し上げに一定の貢献をしている。

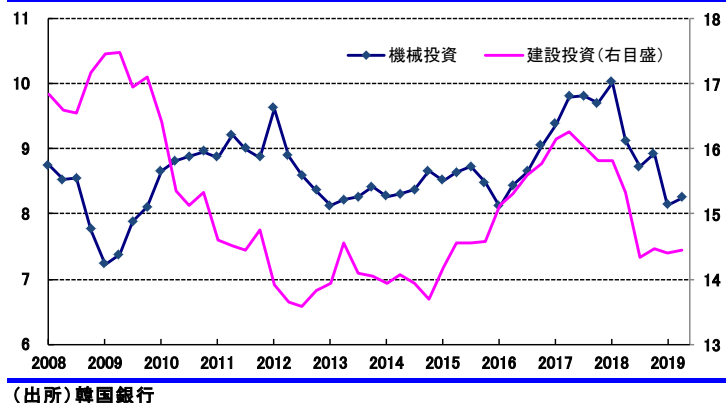
固定資産投資は底入れするも回復力弱い

成長を牽引した固定資産投資のうち、機械投資や建設投資が増加に転じた背景として、循環的な調整が終了しつつある点が指摘できる。一般的に、これらの投資の規模は GDP の一定割合で推移することが多いが、機械投資についてはリーマンショック以降の平均で GDP の 8.8%（2010～2018 年）であり、2017 年から 2018 年にかけては 10%程度まで拡大していたため、以降はその調整局面にあった。そう

実質GDP成長率の推移(前期比、%)



投資比率の推移(GDP比、%)



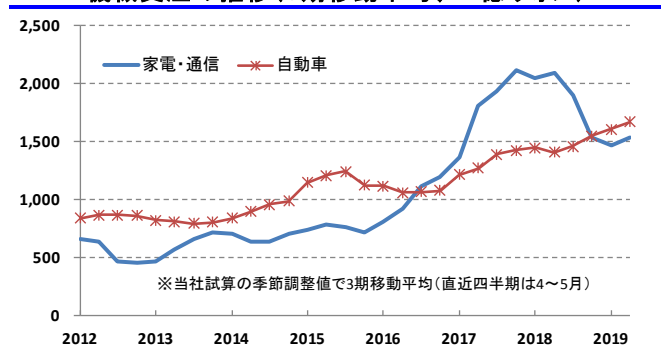
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

した中で、2019年1～3月期には前2回¹のボトムと同じ8.1%まで低下したため、調整局面が終了した可能性が指摘できる。一方の建設投資についても、2017年4～6月期の16.3%をピークに調整局面入りし、2018年後半には14%台前半まで低下し、以降、概ね横ばいで推移し底入れ感は出ている。ただ、前回のボトムは13%台後半であり、これを基準とすれば調整余地を残しているという見方もできる。

実際に、機械投資に関しては、先行指標である機械受注が、半導体を含む家電・通信分野の投資拡大によって2017年に大幅増となったあと、2018年は大幅に減少、2019年に入り下げ止まりから持ち直しの兆しを見せている。一方で、建設投資の先行指標となる建設認可床面積の動きを見ると、2017年の投資拡大につながった住宅分野の認可面積は足元でも減少傾向にあり、その他の分野も含め、下げ止まる様子は見られない。やはり、建設投資については、もう一段の調整を覚悟する必要があるだろう。

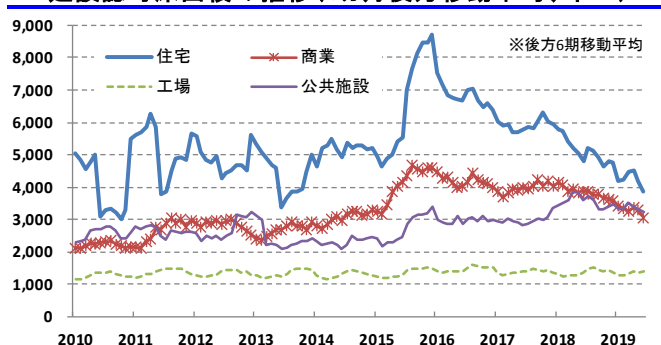
さらに言えば、機械投資についても、持ち直しが期待された家電・通信分野の機械受注は4月から5月にかけて大きく落ち込んでおり、底入れはしたとしても、このまま回復に向かうという確信はない。まずは足元で下げ止まりつつある輸出の先行き、そして、それを左右する米中貿易摩擦や、新たな懸念材料として浮上する日韓問題が与える影響を見極める必要があるだろう。

機械受注の推移(3期移動平均、10億ウォン)



(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

輸出は中国向け電子部品を中心に下げ止まり

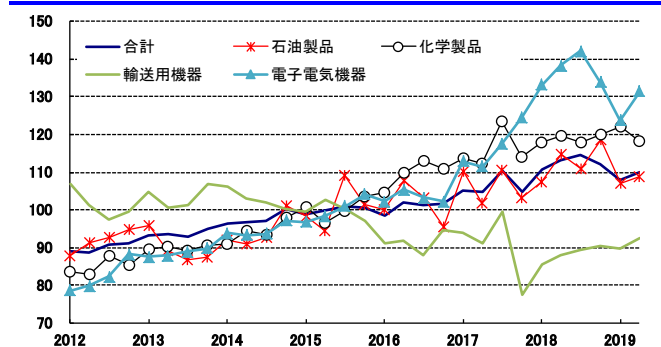
輸出が4～6月期に3四半期ぶりの増加に転じたのは、半導体など電子部品分野の回復によるところが大きい。モノ(財)の輸出動向を示す指標である通関輸出数量指数は、サービスを含めたGDP統計の輸出と同様、4～6月期に前期比+1.9%と3四半期ぶりの増加に転じたが、内訳を見ると、大幅な減少が続いていたディスプレイ(1～3月期前期比▲26.8%→4～6月期▲6.5%)の落ち込み幅が縮小する中で、半導体(▲5.1%→+17.1%)が急回復、精密機器(▲8.8%→+5.7%)も増加に転じたことが、その主因である。自動車などの輸送用機器(▲0.8%→+3.0%)も輸出の反発に一役買った。

また、輸出を仕向地別(金額ベース)で見ると、全体の14.9%(2018年)を占めるASEAN²向け(1～3月期前期比▲7.8%→4～6月期▲6.7%)の大幅な落ち込みが続き、シェア12.3%の北米向け(▲4.3%→▲1.7%)や13.0%の欧州向け(▲14.7%→▲3.9%)も減少する中で、30.9%を占める中国(含む香港)向け(▲8.6%→+2.9%)の下げ止まりが際立っている。財別の動向と併せて考えると、中国でのスマートフォンを中心とする情報関連機器の在庫調整が一巡したことが、韓国の輸出減少に歯止めを掛けた主因とみて良いだろう。

¹ 2013年1～3月期と2016年1～3月期。

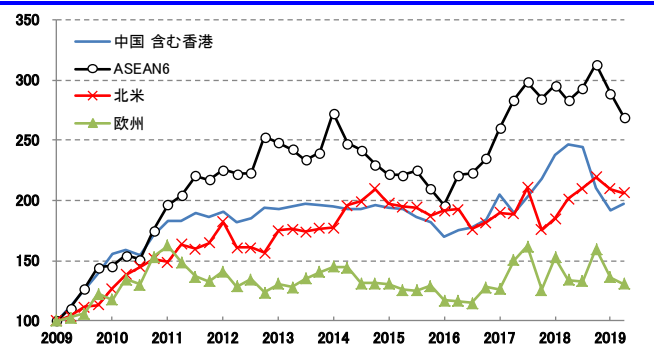
² 主要6か国(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、シンガポール)の合計。

輸出数量の財別動向(季節調整値、2015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) 韓国銀行

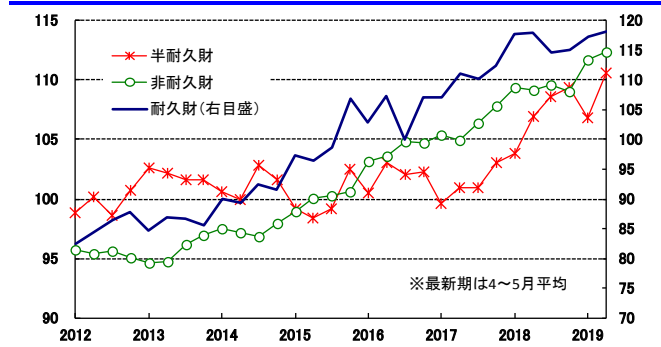
個人消費は賃金上昇を受けて緩やかに拡大

個人消費は、前述の通り 4～6 月期に前期比で増勢を強め持ち直したものの、前年同期比では 1～3 月期の +1.9% から +2.0% へ小幅加速したに過ぎない。2018 年通年の前年比 +2.8 % を大きく下回る緩慢な拡大にとどまっている。

小売販売(実質)の動向を見ても、実績の確認できる 4～5 月の状況は、確かに 1～3 月期よりも増勢を強めてはいるが³、耐久財や非耐久財の拡大ペースは 1～3 月期からむしろ減速しており、専ら半耐久財が 1～3 月期の大幅な落ち込みから反発し増勢を強めたことによる部分が多い。

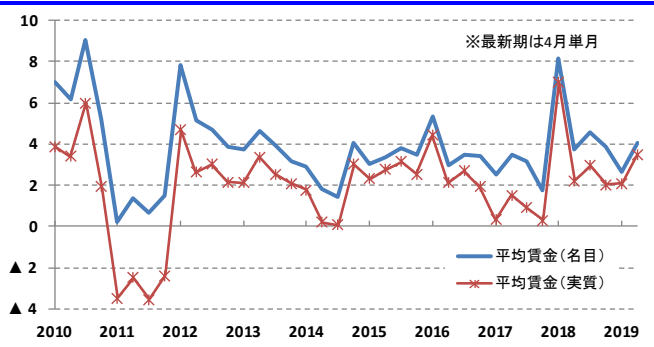
それでも、労働者の平均賃金は、名目で前年同期比 +3% 前後から 4 月は +4.0% へ伸びを高め、消費者物価上昇率は景気の減速やウォン高などを背景に前年同月比 +0.5% 前後まで鈍化しているため、実質で 3% を超えている。一方で、消費者マインドに改善が見られず、雇用の拡大も頭打ちしているが、こうした実質賃金の上昇により、個人消費は今後も前年比で 2% 以上の拡大を維持できそうである。

実質小売販売指数の推移(季節調整値、2015年=100)



(出所) 韓国統計庁

平均賃金の推移(前年同期比、%)



(出所) Ministry of Employment and Labor, Korea

日本の輸出規制強化で回復シナリオに暗雲

以上の通り、国内需要は固定資産投資が下げ止まる程度、個人消費は緩やかな拡大にとどまると見込まれる中で、今後の韓国経済が回復に向かうかどうかのカギを握るのは、やはり輸出の動向であろう。前述の通り、これまで下押し要因だった中国発の情報関連機器の調整は概ね一巡しており、米中貿易摩擦の激化が世界経済に大きなダメージを与えないとすれば、今後は反転し景気の押し上げ要因となることも期待できる。しかしながら、そうした楽観ムードに水を差すのが、日本政府による対韓輸出規制の強化である。

³ 1～3 月期の前期比 +1.2% に対して、4～5 月平均の 1～3 月比は +1.3% と、小幅ながらも増勢を強めている。

今回の日本政府による措置は、①半導体材料 3 品目（フッ化ポリイミド、レジスト、フッ化水素）の韓国への輸出について包括輸出許可制度の対象から外し個別に審査・許可すること、②韓国に関する輸出管理上のカテゴリーを手続き簡素化対象である「ホワイト国」から見直すこと、の 2 点である。前者は 7 月 4 日から実施され、後者は 7 月 24 日に締め切ったパブリックコメントを踏まえ、8 月 2 日にも「ホワイト国」の対象から外す政令改正を閣議決定する見通しである。

①の影響は、まず、これらの品目の輸出に際し、これまで不要だった個別審査が必要となり、納品までの日数が 90 日程度増えることである。これらの材料を使用する韓国半導体メーカーは、審査厳格化により入荷が途絶える間、在庫の取り崩しで凌ぐことになるが、90 日分の在庫を持たない品目もあるため、既に在庫の確保を急いでいる。一部報道によると、最大手のサムソン電子

対韓輸出が個別許可に切り替わった3品目

品目名	特徴	用途	日系シェア
フッ化ポリイミド	フィルム状の物質 高強度・高耐熱性	スマートフォンの画面 化学兵器	70%
レジスト (フォトレジスト)	液状の物質 感光性	半導体基板の感光材 戦闘機、レーダー	90%
フッ化水素 (エッチングガス)	ガス状の物質 毒性	シリコン基板の洗浄 (最先端半導体には高純度が必要) ウラン濃縮、毒ガス兵器	90%

(出所)各種報道等から伊藤忠総研にて作成

は当面必要な在庫を確保した模様であるが、一部の製品で生産が一時停滞する可能性はあろう。それでも、個別審査の結果、いずれも品目も各社への輸出に問題なしとなれば、その後は新たな審査体制の下で継続的に材料を調達できるため、韓国メーカーの半導体生産に与える影響は限定的なものにとどまる。逆に言えば、審査の結果、輸出不可となった場合、当該企業は他国からの調達ルートを確保する必要がある、それまでの間、生産が停滞することになる。審査の行方は見通し難く、その点において先行きは不透明である。

②の影響についても、基本的には上記 3 品目と同様であろう。「ホワイト国」の対象外となれば、輸出許可が必要な全ての規制対象品目について包括許可が使えず、3 品目と同じく個別許可が必要となる。さらに、規制対象外の品目についても必要に応じて許可申請が求められる「キャッチオール規制⁴」が適用されるようになる。つまり、これまで比較的簡素な手続きで輸出できていた多くの品目で、時間がかかり輸出差し止めの可能性もある手続きが必要となるわけである。その対象は、電子部品や工作機械など 1,000 品目以上にも及ぶとの見方もある。ただ、非ホワイト国である台湾などへの輸出において、現在行っている手続きと変わりはなく、さほどハードルの高いものではないという指摘もあり、輸出の可否は手続きの煩雑さよりも審査の裁量に多くを依存するのだろう。

現実的には、本制度を所管する経済産業省が、安全保障の観点から明らかに問題でなければ、日本企業に過度な負担を強いる判断をするとは考え難い。裁量という面で不透明感が残すとはいえ、最終的には一部の品目で一時的に日本からの輸出が滞り、それによって韓国では一部の製品の生産が一時的に減産を強いられるということではないだろうか。

低成長ながら景気は底入れから持ち直しへ

以上の現状や外的要因を踏まえ、各機関で韓国経済の見通しを下方修正する動きが相次いでいる。まず、韓国政府は 7 月 3 日、2019 年の実質 GDP 成長率の見通しを昨年 12 月時点の前年比 +2.6~2.7%から +2.4~2.5%へ下方修正した。米中貿易摩擦の影響などから輸出や設備投資が抑制されることを理由とした。

⁴ 一般的に武器転用の恐れが高くない品目であっても、安全保障上の懸念があれば個別許可申請を要求する制度。

2018 年の実績は+2.7%であり、経済成長の減速やむなしと政府が判断したことになる。

さらに、韓国銀行も 7 月 18 日、上半期（1～6 月）の輸出と投資の不振を理由に 2019 年の成長率見通しを 4 月時点の+2.5%から+2.2%へ下方修正したうえ、政策金利を 1.75%から 1.50%へ引き下げた。利下げの背景には、年初からドルに対して上昇傾向にあるウォン相場が、7 月末に見込まれる米国の利下げを受けて一段と上昇、輸出回復の足枷になる懸念への配慮もあったとみられる。

仮に韓国銀行が見込む 2.2%成長を実現するとしても、2019 年後半の 2 四半期をそれぞれ前期比+0.9%程度（年率+4%程度）のペースで拡大し続ける必要がある。直近 4～6 月期の実績が+1.1%だったことと照らせば、さほど難しくないように見えるが、4～6 月期の数字にはマイナス成長だった 1～3 月期の反動も含まれていることに留意が必要である。こうした要因を均すため半期ベースで見れば、2019 年上半期（1～6 月）は前期比+0.6%にとどまり、2018 年上半期、下半期の+1.2%に比べ緩慢である。そして、2019 年通年で+2.2%の成長を実現するためには、下半期（7～12 月）に前期比+1.9%程度へ加速する必要がある。一見すると厳しいように感じる韓国銀行の見通しも、回復シナリオであることは間違いない。

当社も、今後の韓国経済について、持ち直しから回復を伺う展開を予想している。すなわち、米中貿易摩擦はひとまず激化を回避、日韓問題は双方に大きな経済的ダメージを与えず、半導体需要の底入れを背景に輸出は緩やかな拡大が続き、設備投資（機械投資）は徐々に持ち直し、個人消費も緩慢ながら拡大を維持するという姿である。一方で、建設投資の低迷が続くため、2019 年の成長率は前年比 2%を多少上回る程度にとどまると見込んでいる。低成長、低インフレの下で、政府・韓国銀行は、さらなる景気刺激的な経済・金融政策が求められ、そのことも 2%程度の成長を支える要因となろう。