

《韓国経済の今後を展望するシリーズ①⑥》

2018年11月2日
No.2018-037

過剰投資の反動が懸念される韓国経済

— 成長は鈍化へ、資産バブル崩壊の懸念も —

調査部 副主任研究員 成瀬道紀

《要 点》

- ◆ 韓国は、総固定資本形成の対GDP比率が他国対比高水準であるうえ、2014年を底に再び上昇している。近年の総固定資本形成の増加の内訳をみると、住宅建築、非住宅建築、設備投資の全てが増加している。
- ◆ この背景には、金融緩和により投資を促しやすい金融環境になったところへ、政府が景気対策として投資促進策を打ち出したことがある。具体的には、住宅ローン規制の緩和により住宅投資を促したほか、企業所得還流税制の導入によって設備投資も増加させた。
- ◆ この結果、経済は3%成長を続けることに成功し、景気対策としての目的は達成された。しかし、固定資産や生産能力の過剰という深刻な副作用が表面化しつつある。住宅投資は5年前の2倍に急増してバブルの様相を呈しているほか、製造業の設備稼働率は低下し、オフィスの空室率も上昇している。
- ◆ 住宅ローン規制の強化により、今後は住宅投資がピークアウトする見込みである。一方で、設備投資は、文政権が一段の拡大を求めているため、過剰投資に拍車がかかる恐れがある。この状況が続けば、韓国経済は、景気減速と過剰投資の後始末という二重の問題に苦しむことになるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・副主任研究員・成瀬道紀宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-8388

Mail: naruse.michinori@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

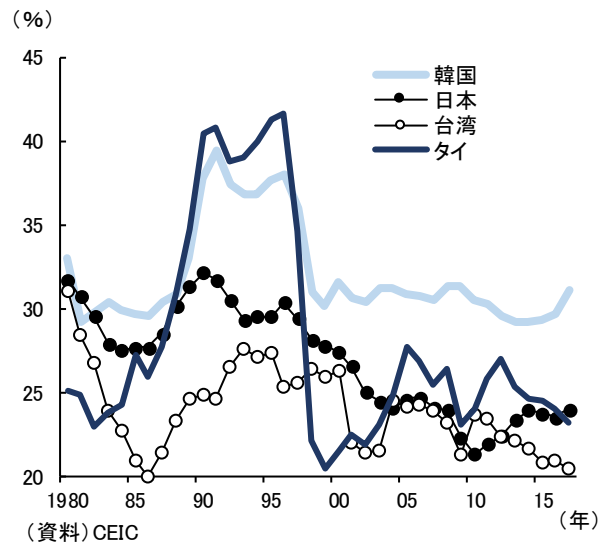
1. はじめに

韓国は、総固定資本形成の対GDP比率が3割前後と他国対比高水準である（図表1）。これは、わが国でみたら、バブル期並みの水準である。また、台湾やタイなど比較的経済発展が進んだ他のアジア諸国の近年の水準と比べても大幅に高い。

総固定資本形成の対GDP比率は、高度成長期に上昇したあと、経済の成熟につれて低下していくのが一般的である。韓国は一人当たりGDPがすでに3万ドルに達し、高所得国の仲間入りをしたにも関わらず、同比率がなかなか下がってこない。さらに注目されるのは、2014年を底に比率が再び上昇に転じている点である。過度に総固定資本形成に依存

した経済成長は、いずれ過剰投資問題を引き起こす。わが国も含む他国の経験では、その後の過剰投資の調整過程で、投資需要の減少を通じて成長率が低下するほか、不良債権の発生に伴う信用不安が生じる懸念もある。そこで以下では、足元で総固定資本形成が増加している背景を分析したうえで、今後の展開を考えてみたい。

（図表1）GDPに占める総固定資本形成比率



2. 投資増加の背景

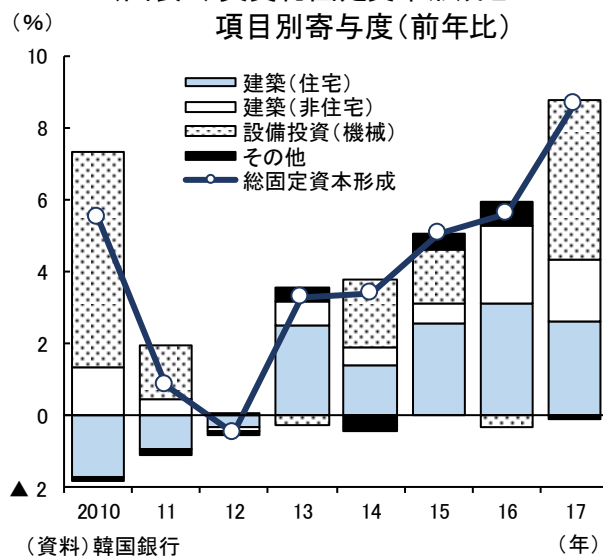
近年の韓国の総固定資本形成の増加の内訳をみると、住宅建築、非住宅建築、設備投資の全てで増加している（図表2）。

こうした投資増加の背景として、金融緩和によって投資を促しやすい金融環境が醸成されたところへ、政府による景気対策としての投資促進策が、家計や企業の投資を後押ししたことが指摘できる。

まず、韓国の中央銀行である韓国銀行は、政策金利の引き下げによる金融緩和を通じて、住宅ローン金利や企業向けの貸出金利を引き下げ、家計や企業の資金調達コストを低下させた。韓国銀行は、リーマン・ショックからの回復を受けて2010年から利上げを進めた

ものの、その後の欧州債務危機による世界的な景気減速を受けて早くも2012年7月には利下げに転

（図表2）実質総固定資本形成と項目別寄与度（前年比）



じた（図表3）。さらに、2014年4月に発生したセウォル号沈没事故による消費低迷などを受けて、2014年8月から再び利下げのペースを速めた。この結果、住宅ローン金利や企業の貸出金利は過去最低水準にまで低下した。

こうして投資を促しやすい金融環境が醸成されたところへ、政府が成長減速を回避するための景気対策として、投資促進策を打ち出したことが、家計や企業の投資を大きく押し上げた。具体的には、以下の2つの政策である。

第1に、住宅ローン規制の緩和である。セウォル号沈没事故後の消費低迷などで窮地に陥った朴槿恵政権は、不動産市場の活性化による景気浮揚効果に活路を求め、2014年7月、住宅ローン規制を緩和した。具体的には、地域ごとに別々に設定されていたLTV（住宅担保認定比率：住宅評価額に対する住宅ローン金額の比率）やDTI（総負債償還比率：年間総所得に対する年間元利金支払いの比率）の上限を、それぞれ70%と60%に統一した。これは、もともと厳しく（低く）設定されていたソウルなどでは大幅な緩和となった。

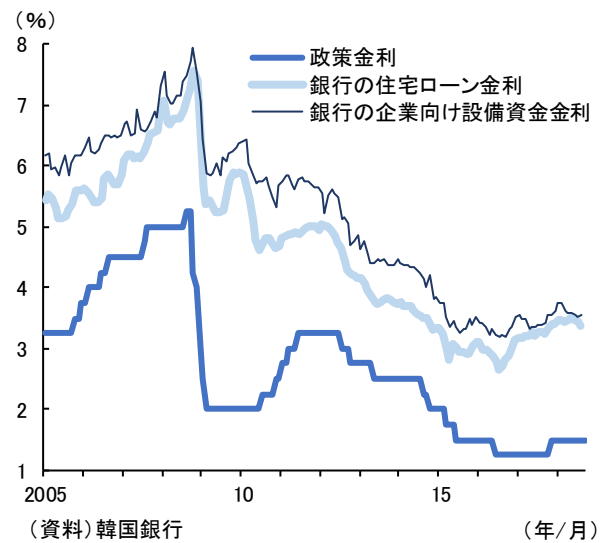
やDTI（総負債償還比率：年間総所得に対する年間元利金支払いの比率）の上限を、それぞれ70%と60%に統一した。これは、もともと厳しく（低く）設定されていたソウルなどでは大幅な緩和となった。

本来、この住宅ローン規制は、韓国の住宅政策において、家計の住宅投機を抑制するうえで、要の役割を果たすものであった。人口の都市部への急激な集中が進んだ韓国では、限られた面積に効率的に住宅を供給するため、1980年代頃から新規住宅供給の中心はアパート（日本でいうマンション）となった。一方で、規格化されたアパートは一軒家比べて流動性・換金性が高いこと、アジア通貨危機の一時期を除いてアパート価格が安定的に上昇し続けたことなどから、アパートへの投機熱が高まった。なかには、チョンセと呼ばれる韓国特有の住宅賃貸制度（家主は入居時に借り手から住宅価格の5～8割程度の保証金を預かる代わりに家賃はなし、保証金は退去時に返還、家主は保証金の運用で収入を得る）で借り手から預かった保証金を次の住宅購入資金に充てる家主も現れた。こうした投機による住宅価格の高騰は、住宅バブルにつながる懸念があるほか、実需に基づく人々の住宅購入を困難にした。このため政府は、伝統的に厳しい住宅ローン規制を課して、アパートへの投機を抑制してきた。

朴政権による住宅ローン規制の緩和は、抑制されてきた住宅投機需要のタガを外す役割を果たしたのである。

第2に、企業所得還流税制の導入である。企業の内部留保を景気対策として活用するため、韓国政府は2015年から2017年にかけて、資本金500億ウォン超の大企業を対象に、企業所得還流税制を導入した。その概要は、課税所得の80%から賃金増加・配当・投資を控除した金額に対して、10～11%の税金を賦課するというものである。この課税から逃れるためには賃金・配当・投資のいずれかを増やす必要があり、いずれも景気刺激効果をもたらすものであった。そして、多くの韓国企業が選択したのは、銀行借入れ金利がかつてない水準まで低下していたこともあり、設備投資の増額であった。さらには、輸出の高成長が続いた頃の成功体験が鮮明であったこと、実質的に財閥を

（図表3）政策金利と銀行の貸出金利



支配する財閥総帥が実際には少数の株式しか持たないため配当の恩恵が限定的であったことなども、企業所得還流税制への企業の対応を設備投資へと傾斜させたと考えられる。

2015年以降、企業所得還流税制の対象でない中小企業で設備投資が減少する一方、対象となる大企業では設備投資が増加していることから、同税制の設備投資誘発効果の大きさを窺い知ることができる(図表4)。

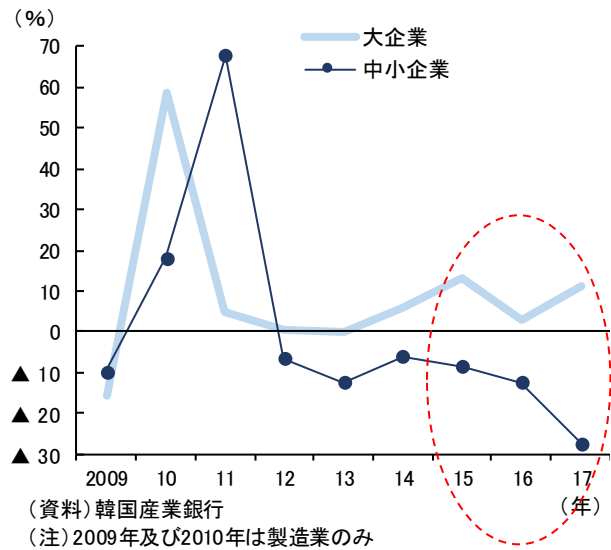
3. 投資増加の結果生じた供給過剰

金融緩和と政府の投資促進策により、成長減速を回避するという景気対策としての目的は達成された。実際に、韓国の実質GDP成長率の推移をみると、2014年以降、輸出の成長鈍化を総固定資本形成の加速で補うかたちで、全体として3%前後の底堅い成長を維持してきたことが分かる(図表5)。

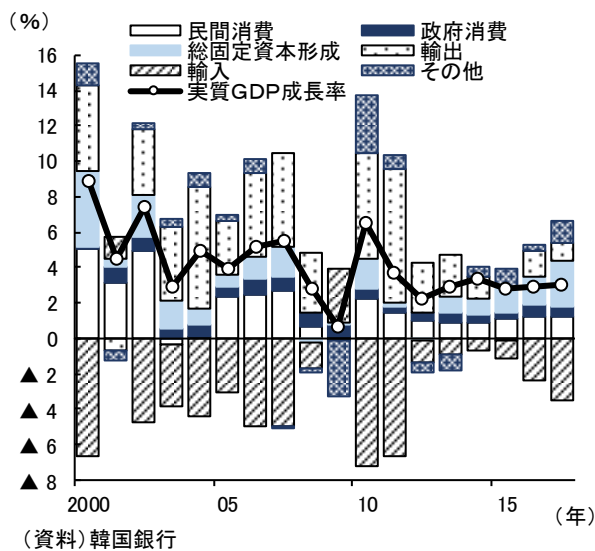
もっとも、投資に偏重した経済成長は、固定資産や生産能力の過剰という深刻な副作用をもたらしつつある。

まず、住宅については、急速な少子化で人口増加ペースが鈍化するなかでも住宅完工戸数が大幅に増加した(図表6)。2013年頃までは月間3万戸程度のペースで推移していたが、足元では月間5万戸以上のペースにまで拡大している。これは、明らかに人口動態にそぐわない供給拡大である。

(図表4) 設備投資額(前年比)



(図表5) 実質GDP成長率項目別寄与度

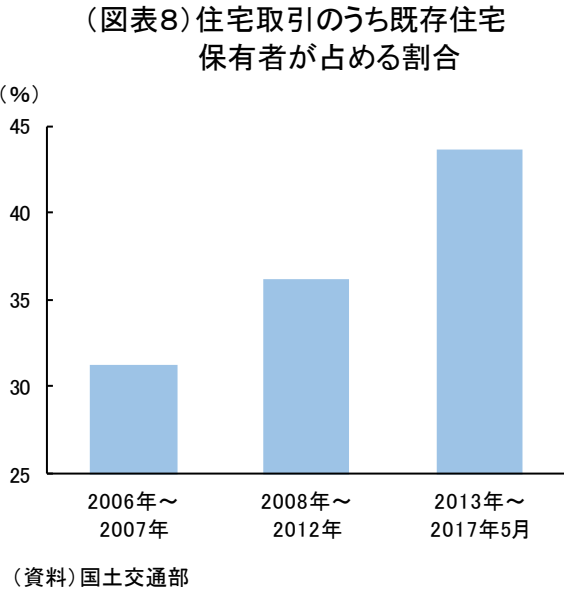
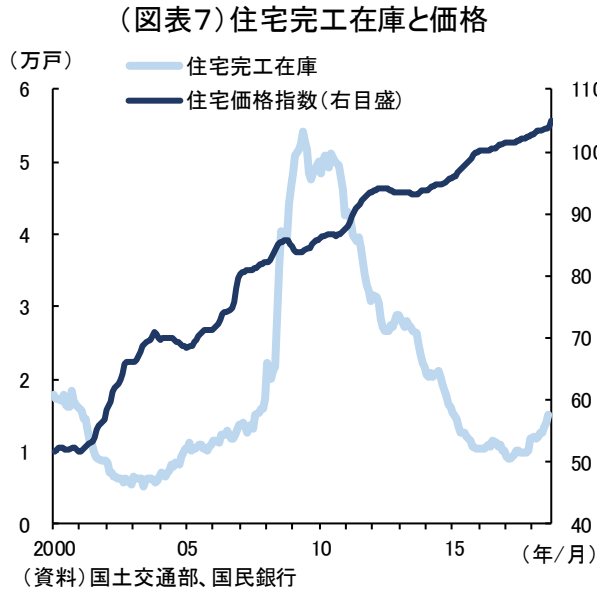


(図表6) 住宅着工・完工戸数

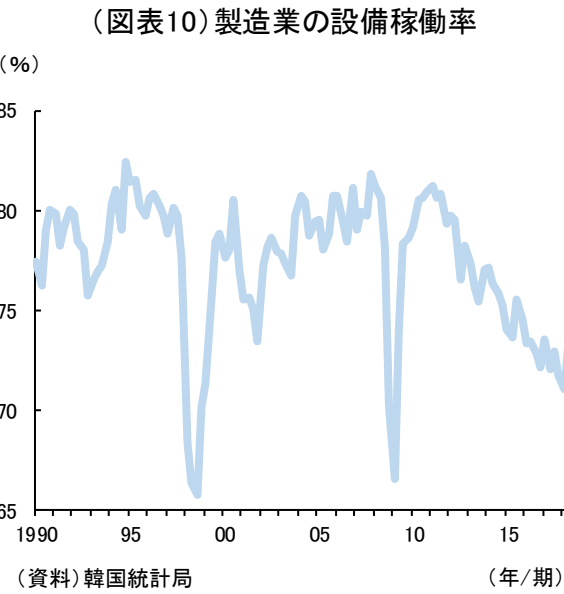
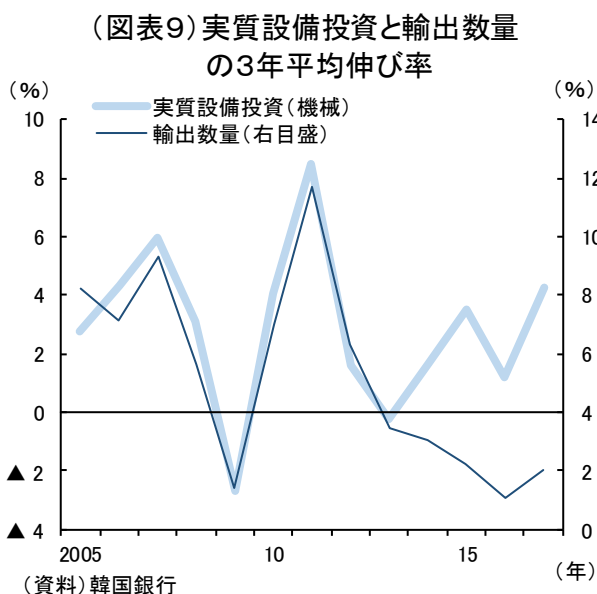


現時点では、住宅市場の需給バランスが崩れる兆しは現れていない。住宅完工在庫は過去ピークに比べれば低水準にとどまっているうえ、住宅価格も上昇傾向にある(図表7)。このように、大量供給にも需要がしっかりとついてきているため、特段問題がないようにも見える。

しかし、投機目的での購入が住宅市場を支えている可能性がある。実際、住宅取引のうち既存住宅保有者が占める割合が高まっており、4割を越える水準にまで達している（図表8）。これは、自らが居住する目的ではなくて、転売や賃貸など投機目的で住宅を購入する人が増えていることを意味する。住宅市場は実需の裏づけに乏しい住宅バブルの様相を呈しているといえよう。



企業の過剰投資による設備・建物などの供給過剰も顕在化している。輸出依存度の大きい韓国では、設備投資も輸出に連動して成長してきた（図表9）。ところが、2010年代入り後、家電やスマートフォンなどのベトナムへの生産シフトや、中国の液晶パネルなどの内製化により、韓国の輸出の成長は大きく鈍化した。一方、低金利や企業所得還流税制などを受けて、設備投資の成長は加速し、両者の乖離が広がった。この結果、設備過剰状態に陥り、製造業の設備稼働率は大きく低下することになった（図表10）。設備稼働率は、アジア通貨危機やリーマン・ショックといった経済危機の際に一時的に急低下することはあったものの、近年のように長期間にわたり持続的に低下を続けるのは過去に例のない事態である。



企業による過剰投資は、機械などの設備だけにとどまらず、建物にも及んだ。例えば、ソウルのオフィス市場においては、需要を上回る供給がなされ、オフィス空室率が大幅に上昇した（図表 11）。また、統計としては発表されていないものの、ホテルの客室稼働率低下もしばしば報道されている¹。

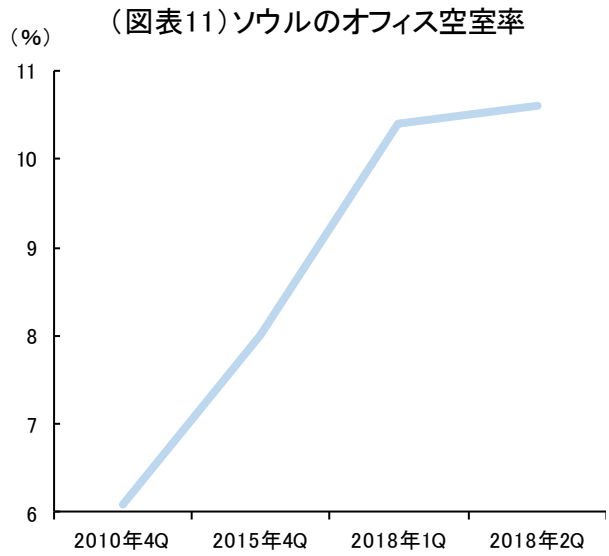
4. 今後の見通し

このように各所で固定資産や生産能力の過剰が顕在化してきたが、朴槿恵政権から交代した文在寅政権による対応は、家計（住宅）と企業で大きく異なった。端的に言えば、住宅は投資抑制に舵を切り、企業には更なる投資増加を促した。

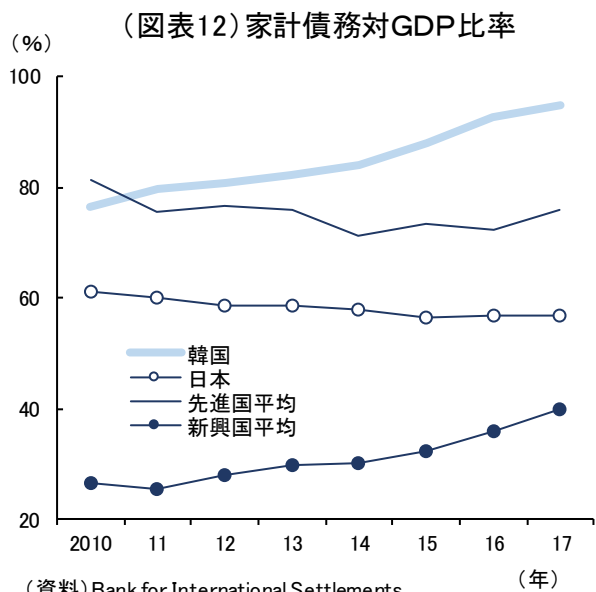
庶民寄りの政策を掲げる共に民主党の文在寅政権にとっては、投機による住宅価格の高騰は許容し難いものであった。2017年8月2日に、「8.2 不動産対策」として知られる総合的な対策を発表した。具体的には、投機が激しくなっている「投機地域」などを指定し、該当地域のLTV、DTIの上限をともに40%にまで引き下げるなど、住宅ローン規制を再び厳格化した。さらに、複数の住宅を保有する者に対して譲渡所得税を引き上げたほか、分譲権の転売を制限した。続く10月には、複数住宅保有者に対する住宅ローン規制を更に強化し、首都圏で2件以上の住宅ローンを借りることはほぼ不可能となった。2018年9月には、複数住宅保有者に対する不動産保有税の引き上げを発表している。

こうした政府の度重なる住宅投機の抑制策もあり、今後は、住宅投資はピークアウトするとみられる。もっとも、どのような調整過程をたどるのかは不透明だ。明らかに過剰な住宅供給となっているなかでは、ソフトランディングできるとは限らず、住宅バブルの崩壊も懸念される。韓国では、不動産が家計資産の約7割を占めており、住宅バブルの崩壊は消費に対する大きな下押し圧力となる。また、家計債務の対GDP比率は国際的にみて高水準であり、住宅市場の急速な調整は、家計や建設業者の信用不安を惹起する懸念もある（図表 12）。

一方、企業の設備投資についても、住宅投



(資料)ジェンスター



(資料) Bank for International Settlements

¹ NNA (2017年5月17日)、亜洲経済 (2018年3月15日)。

資同様、調整局面に向かうことが長期的観点では望ましい。設備稼働率の低迷が続いているうえ、これまで好調を維持してきた主力産業の半導体メモリも、2019年から中国企業の本格生産が始まり市況が緩むとみられるためである。実際、過剰投資が終息に向かう兆しは現れていた。設備投資は、2018年4~6月期と7~9月期は、2四半期連続でマイナスの伸びとなっている。

ところが、文在寅政権は、景気下支えのため企業の設備投資が減速するのを回避し、むしろ阻止しようと、さらに拡大させる姿勢を鮮明にしている。2017年までの期限付きであった企業所得還流税制は、より強化されたかたちで、2018年以降も継続された。具体的には、土地への投資と配当を所得控除項目から除いたうえ、税率を11%から22%に引き上げた。さらに、政府は、制度面だけでなく、直接主要財閥に働きかけることで、投資の拡大を図ろうとしている。政権発足以来、財閥と距離を置いていた文在寅政権であるが、2018年6月の統一地方選で大勝して以降、主要財閥の首脳級との会談を実施している。その後、8月から9月にかけて、財閥側は相次いで大規模な投資計画を発表した。発表された計画案は大まかな内容であったが、10月に入り、政府がより具体的な計画の提出を財閥側に求めているとの報道もある。

財閥に対する世論が厳しく、前政権との癒着問題でサムスンやロッテなどの巨大財閥のトップが逮捕されている状況のなか、財閥側も文在寅政権からの投資拡大要請を無視するわけにはいかないという事情がある。財閥企業がどの程度の投資によって文在寅政権の期待に応えるかは、見通し難い。しかし、仮に市場動向や需給の実勢とかけ離れた巨額投資を実行した場合は、短期的には住宅投資の減少によるマイナス影響を補って、景気の減速を和らげるものの、長期的には過剰設備問題をより深刻化させ、将来固定資産全般にわたるバブルが崩壊する時の衝撃を増幅させることになる。

5. おわりに

以上みてきたように、韓国は2014年から2017年にかけてわが国や台湾と比べて高めの成長を確保してきたが、実力以上の投資で成長を押し上げていたのが実態といえる。韓国の潜在成長率は既に2%台前半まで低下しているにも関わらず、その現実を直視せず、成長率の底上げばかりに目を向けた過剰投資で歪みを蓄積させてきたのである。

今後、住宅投資は減少し、韓国経済の成長率を押し下げることが見込まれる。設備投資も、いずれ調整局面に転じざるをえない。それが過剰投資のもたらす当然の結末である。韓国政府に望まれる政策運営は、過剰投資をさらに蓄積させて深刻なバブル崩壊を招くよりも、当座の景気減速を受け入れて、過剰投資の調整を図り、長期的に受けるマイナス影響を小さくすることである。もし、住宅投資と設備投資が同時に減速することで、急激な景気後退に陥る懸念が強まる場合は、減税や公共投資の拡大で景気を下支えし、潜在成長率並みの成長への軟着陸を目指すのが賢明であろう。

以 上