

《韓国経済の今後を展望するシリーズ No.8》

2016年6月6日
No.2016-006

企業債務の増加が影を落とす韓国経済

— 造船・海運などの不況業種で急がれる構造調整 —

調査部 研究員 松田健太郎

《要 点》

- ◆ 韓国では輸出の低迷が長期化するのに伴い、企業収益が大幅に悪化している。高水準の債務を抱える企業では構造調整が必要となっている。
- ◆ とりわけ、海運・造船業では一部企業で赤字が持続するなど、収益の悪化が顕著である。これに伴い、支払能力も大きく低下しており、利払いや返済が困難な状況にある。この結果、金融機関の経営にも影響を与えることが懸念される。
- ◆ 韓国の銀行を民間と政府系で分けると、政府系銀行の貸出増加が際立っている。海運・造船業への貸出ウエイトが大きい政府系銀行では、貸出債権のうち固定（延滞期間が90日以上）以下与信比率が足元で急上昇しており、健全性の低下が看取される。
- ◆ 以上のように企業債務が増加する一方で収益が悪化することにより、企業部門では①企業の中長期的な成長を目指した設備投資の抑制、②リストラの一環としての人件費削減、金融部門では③貸出基準の一層の厳格化、④海外からの資金流入の停滞、などが生じる可能性もある。
- ◆ 今後の成長と競争力強化に向け、経営資源の効率化や健全性を高めるため、構造調整を政府主導で推進していく必要があるだろう。また、構造調整への着実な支援を行うために金融機関の健全性を高める取り組み、競争力強化に向けた新産業の育成も急務となる。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・松田健太郎宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0911

Mail: matsuda.kentaro@jri.co.jp

1. はじめに

中国をはじめとする新興国で景気減速が鮮明となるなか、韓国では輸出の鈍化に伴い、景気の減速懸念が強まっている。

2015年の実質GDP成長率は前年比+2.6%と前年(+3.3%)を下回った(図表1)。成長への寄与度をみると、不動産市場活性化策を受けて建設投資が増加したことにより総資本形成が+2.0%ポイントとなったほか、継続的な景気刺激策により民間消費が+1.0%ポイントとなった一方、2000年代入り以降成長を支えてきた輸出は+0.2%ポイントにとどまった。これまで輸出が成長の原動力となってきたが、足元でそのけん引力は弱まりつつあり、低成長を余儀なくされている。

輸出の不振が長期化するのに伴い、企業部門の収益悪化が鮮明となっている。電気機器、自動車などの主要産業では15年半ば以降軒並み収益が減少傾向にあるほか、世界的な供給過剰や需要減退を受けて鉄鋼、造船・海運業では赤字を計上する企業も多くなっている。

このような企業収益の悪化は、多額の債務を抱える韓国企業にとって、大きな打撃となりかねない。韓国企業の債務は世界的にみて、非常に高い水準となっており、これらの債務の返済が困難になった場合、設備投資の縮小や人件費の削減を通じて、国内景気を大幅に下押しする可能性がある。また、債務不履行が生じれば、金融機関の資産状況が大幅に悪化し、金融市場の混乱を通じて世界経済に影響を及ぼすリスクもある。

以下では、韓国の企業部門の債務の現状と金融機関の健全性を整理したうえで、企業債務問題が韓国経済に与える影響と課題について検討したい。

2. 企業債務の現状と金融機関の健全性

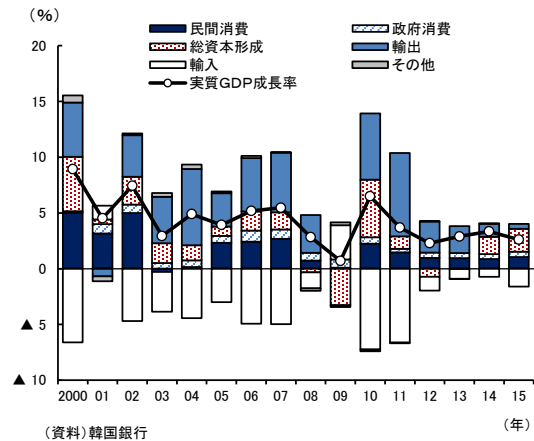
韓国では、1990年代に入り財閥企業が国内外から資金を大量に調達して事業を拡大した。しかし、過剰投資が生じたことにより、97年に中堅の財閥が相次いで破綻し、通貨危機につながる事態に陥った。その後政府主導の債務削減や金融機関への資本注入といった企業・金融改革が進められ、99年の成長率は、前年のマイナスから一転、前年比+10%超となった。

2000年代入り以降は、中国の成長加速と新興国経済の成長持続を背景に輸出主導の成長を続けてきたが、ここに来て中国の成長減速の影響により輸出の低迷が長期化するなか、企業の収益力が大幅に低下している。

(1) 高水準の債務と支払能力の低下

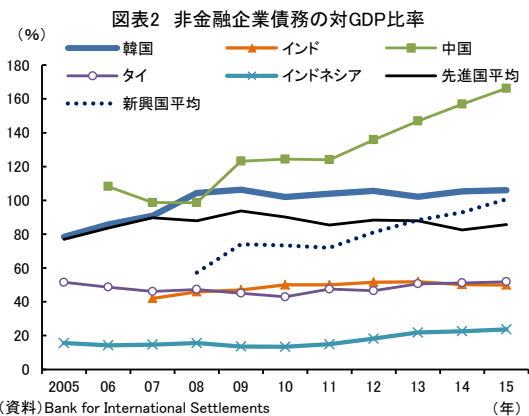
国際決済銀行によると、韓国の非金融企業債務の対GDP比は100%超と、新興国なかでは中国に次ぐ

図表1 実質GDP成長率(項目別寄与度、前年比)



(資料)韓国銀行

(年)



(資料) Bank for International Settlements

(注1) 先進国は、日本、米国、ユーロ圏、英国など。新興国は中国、インド、ASEAN諸国など。

(注2) 2015年は7-9月期のデータを使用。

高水準であり、先進国平均よりも高くなっている（図表2）。ちなみに、インドネシアは20%程度、タイやインドは50%前後にとどまっている。

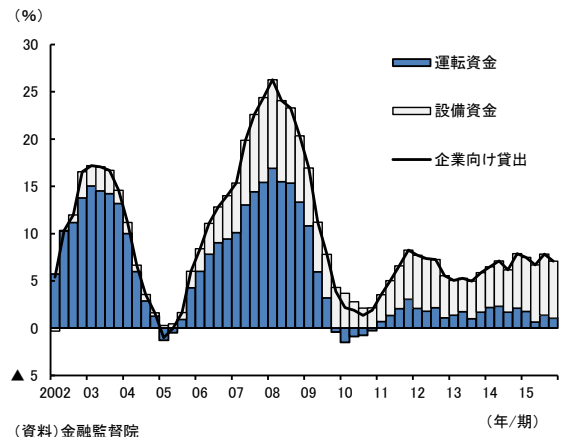
国内の民間銀行・政府系銀行の企業向け貸出残高は、総じて増加傾向が続いている（図表3）。2010年以降運転資金の貸出の伸びが限定的となる一方、設備投資促進策（加速度償却や所得還流税制）や金利低下を背景に設備資金の貸出は底堅く推移している。05年以降、徐々に増勢を強めた設備資金貸出残高は08年の金融危機以降も前年比プラスを維持しており、大企業を中心に事業拡大や競争力強化を狙った積極的な投資が続いたことがうかがえる。

このように企業向け貸出が底堅い伸びを見せる一方、債務返済の原資となる企業収益は低迷が鮮明となっている。15年まで比較的堅調に推移してきた企業業績は、中国経済の減速の影響を受けて悪化した。とりわけ、景気変動の影響を受けやすい海運・造船業で採算が著しく低下している。

韓国の主要海運企業の業績をみると、最大手の韓進海運では15年前後に黒字に転じていた本業の収益を表す営業利益が、15年10～12月期に大幅な赤字となった（図表4）。現代商船でも、13年1～3月期を底に縮小傾向にあった営業赤字が、足元では再び拡大している。こうした背景には、①資源取引減退による海運需要の減少、②中国経済の減速、③好況時に長期契約した船舶の高い賃借料、④中国の船舶過剰生産による競争激化、が指摘される。実際、積み船の運賃を示すバルチック海運指数は、14年1月の2000ポイント超をピークに、資源価格の低迷などを受けて低下基調にある（図表5）。世界的に景気回復ペースに遅れがみられるなか、需要の弱含みによる船舶の余剰が想定され、大幅な持ち直しは見込みにくい状況である。

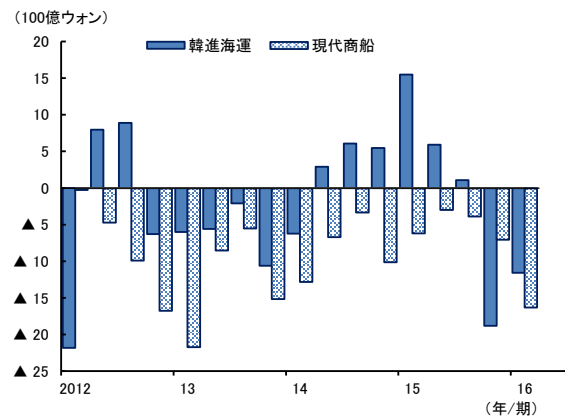
世界的な海運不況を受けて、造船業でも14年以降営業赤字に転落する企業が現れた（図表6）。15年の主要企業の営業利益をみると、大宇造船海洋が10～12月期に大幅な黒字を計上したのを除き、概ね赤字もしくはわずかな黒字で推移している。16年1月以降も世界的な船舶需要が低迷するなか、新規の受注状況は数件程

図表3 企業向け貸出残高の用途別寄与度分解（前年同期比）



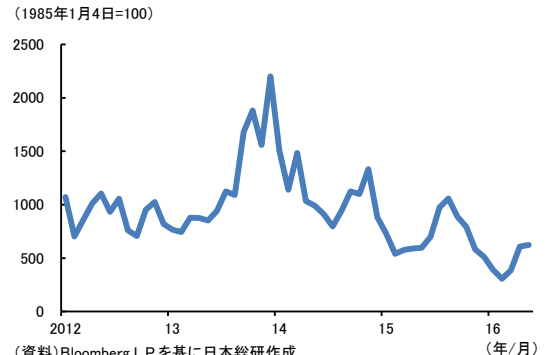
（資料）金融監督院

図表4 主要海運企業の営業利益



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

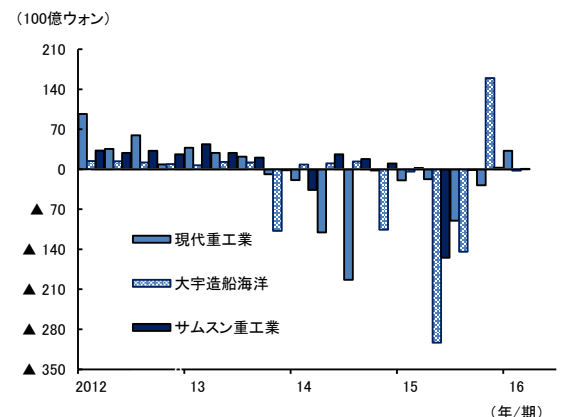
図表5 バルチック海運指数（月中平均）



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

（注）バルチック海運指数は、英国のバルチック海運取引所が算出する外航不定期船の運賃指数。1985年1月4日を基準（1000）として指数化したもの。

図表6 主要造船企業の営業利益



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

度にとどまっている。これには、かつての大口受注先であった中国政府が自国の造船企業救済を目的に中国企業に受注を集中させていることも影響している。今後も海運需要の持ち直しが限定的と見込まれ、造船業も早期の回復は期待できないだろう。

営業利益の大幅な悪化を受けて、それを返済原資とする企業の支払い能力も低下している。企業の利払い返済能力を示すインタレスト・カバレッジ・レシオは、リーマン・ショック以降、前述の海運・造船の2業種で、全産業平均を大きく下回っている(図表7)。とりわけ造船業全体では、リーマン・ショックが発生した08年以降一貫して低下傾向が続いており、13年には営業利益で支払利息を賄えない1倍以下の水準まで落ち込んだ。海運業でも11年以降1倍を下回る水準が続いており、両業種ともに全産業平均の3.4倍を大きく下回っている。15年入り以降収益環境が一段と悪化しており、利払いや返済は一段と厳しさを増していると思われる。

このほか、鉄鋼では中国の生産増に伴う供給過剰、石油化学では原油価格の下落に伴う製品価格の低下など個別の収益悪化要因を抱えているが、総じてみれば輸出の伸び悩みが輸出主導による成長を遂げてきた韓国企業の業績を大幅に下押ししており、中国経済の低迷が長期化するなか、業績の本格回復は容易ではない状況にあるといえる。

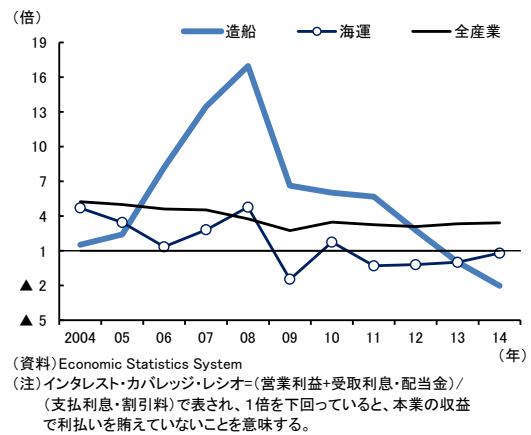
企業収益の低迷長期化は金融機関の経営にも影響を及ぼしている。それについて、次にみていこう。

(2) 増加する貸出と先行き不透明感が漂う政府系金融機関

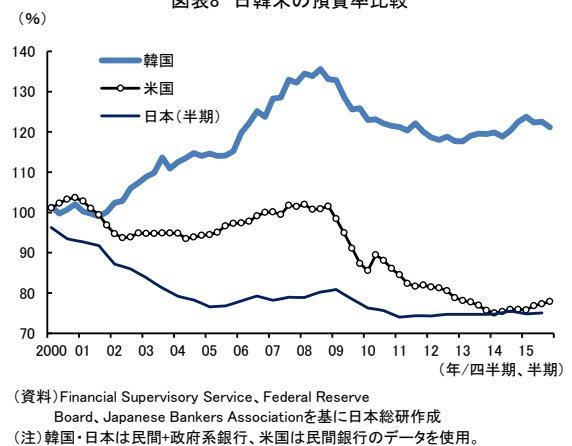
企業の債務返済能力の低下は、銀行をはじめとした金融機関に直接的な影響を及ぼす。銀行はバーゼル規制¹⁾によって自己資本比率の一定水準の引き上げを求められており、今後予想される企業の構造調整により貸出債権が不良資産化すれば、財務の健全性が大きく低下する恐れがある。

預金に対する貸出金の比率を示す預貸率をみると、2000年代以降、米国や日本が総じて低下傾向にあるのに対し、韓国は依然120%前後の高水準となっている(図表8)。預貸率は銀行のレバレッジを表しており、好況時にはレバレッジを高めることで収益にプラスに働くため上昇する一方、不況時には貸出を抑制するため、低下する傾向がある。もともと韓国では2011年以降2~3%台の低成長が続いているにもかかわらず、預貸率は低下していない。

図表7 インタレスト・カバレッジ・レシオ

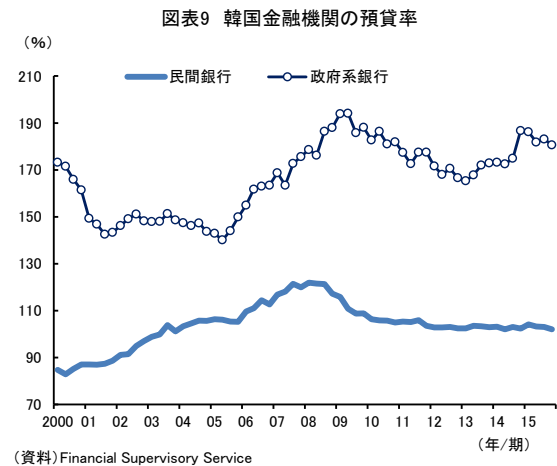


図表8 日韓米の預貸率比較



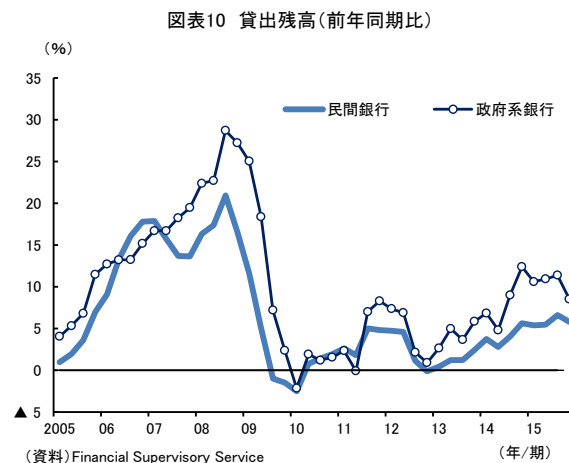
¹ 国際決済銀行 (Bank for International Settlement) に常設事務局が設置されるバーゼル銀行監督委員会による銀行規制。現在の参加国は日本、米国、EUといった先進国を中心とした28か国。2013年よりバーゼルⅢが導入され、自己資本比率や資本の質を2019年まで段階的に引き上げられる。

預貸率を民間銀行と政府系銀行に分けてみると、民間銀行はリーマン・ショック以降おおむね 100%前後で推移しているのに対して、政府系銀行はリーマン・ショック直後のピーク時に迫りつつある（図表 9）。不況期には、民間銀行の貸出条件が厳しくなり、代わって政府系銀行の貸出が増加する傾向がみられるとはいえ、12 年以降の政府系銀行の預貸率上昇の背景には、政府主導の景気刺激策などを受けた政府系銀行の積極的な貸出姿勢が指摘される。韓国輸出入銀行や韓国産業銀行に代表される政府系銀行の主要貸出先には前述した造船・海運の占める割合が高く、こうした企業向け貸出が不良債権に転じた場合、多額の貸倒引当金が必要となり、銀行の業績・バランスシートを大幅に悪化させることが予想される。



そこで、リーマン・ショック後の金利動向と貸出動向をあらためて確認すると、リーマン・ショック後、政策金利は2%まで引き下げられた。その後は景気回復に伴い一時 3.25%まで引き上げられたものの、12 年以降は景気回復が力強さを欠くなかで、7 度にわたり利下げ（各 0.25%ポイント）が実施された。

足元でも、韓国銀行は政策金利を 1.5%と低水準で維持しており、銀行の貸出金利も低下している。これを受けて、民間銀行・政府系銀行の貸出残高は総じて増加基調となっている（図表 10）。ただし、民間銀行の貸出残高の伸びが緩やかにとどまる一方、政府系銀行では 13 年以降民間銀行を上回る伸びが続いており、15 年 10~12 月期は前年同期比+8.6%となった。



こうしたなか、銀行の貸出債権のうち、固定（延滞期間が 90 日以上）の債権）以下与信²の比率が 2013 年半ば以降民間銀行と政府系銀行の間で大きく乖離している（図表 11）。民間銀行では、2010 年以降浮上してきた企業の構造調整にあわせ不良債権処理を推し進めると同時に、審査基準の厳格化を図ったことにより、固定以下与信比率は低下傾向にある。これに対して、政府系銀行では、その間同比率の顕著な低下はみられず、むしろ現代商船や大宇海洋造船などの海運業をはじめとした不況業種向け債権の分



² 銀行の貸出資産は正常、要注意、固定、回収疑問、推定損失に分類される。また、不良債権は固定以下与信のうち、利払いのない無収益与信、利払いがなされていても将来の償還能力が低い与信を示す。

類変更により、2015年10～12月期には2.9%と2003年7～9月期以来の水準まで急上昇した。韓国産業銀行や韓国輸出入銀行の自己資本比率は現状大きく低下していないものの、今後の構造調整過程で不良債権が増加した場合に備え、政府や韓国銀行は資本拡充策を検討し始めている。民間銀行では比較的健全性が維持されているものの、企業の構造調整をけん引すべき政府系銀行の業績・バランスシートの悪化は調整の進捗を大幅に遅らせる可能性がある。

ちなみに韓国銀行が公表した「Financial Stability Report (December 2015)」によると、15年7～9月期の民間銀行の固定以下与信比率は、造船業で7%台、海運業で3%台と全産業の平均を大きく上回っている。

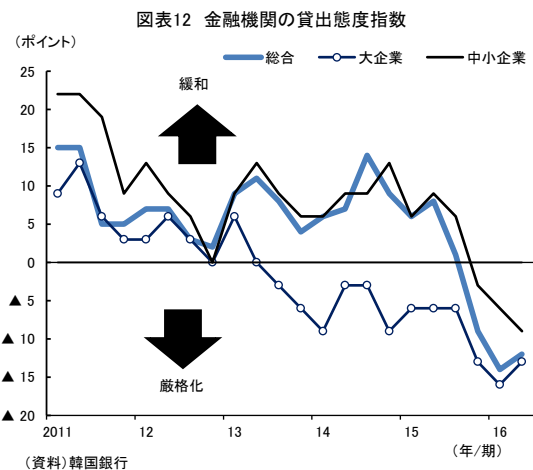
(3) 企業債務の拡大と収益低下が経済に与える影響

以上のように、企業債務が増加傾向にある一方、造船・海運などで企業収益が大幅に悪化するなど、バランスシート調整圧力が強まっていることから、今後景気は一段と下押しされる可能性がある。

具体的には、負債拡大に伴うリスクテイク力の低下を受けて、長期を見据えた設備投資や採算性の高い新事業への投資、企業の競争力の源泉となる R&D 投資（研究開発）が抑制される恐れがある。また、人件費削減をはじめとしたリストラを企業が行うことで、雇用・所得環境が悪化し、それを通じて個人消費が押し下げられることも想定される。

企業部門の悪化による金融機関の健全性低下も経済にマイナスの影響を及ぼしかねない。バーゼルⅢをはじめ今後世界的に金融業界の規制強化が進むため、銀行は自己資本比率を高い水準に維持する必要がある。そのため、資本を毀損する不良債権の増加を恐れ、貸し渋りを行ったり、リスクプレミアムの上昇を織り込む形で貸出金利の大幅な引き上げを行う可能性があり、経済活動を資金面から制約する恐れがある。また、貸出基準の厳格化により、いわゆるゾンビ企業³が市場から退出すれば、雇用の悪化等により一時的に経済を下押しするであろう。足元の金融機関の貸出態度（今後貸出を緩和する金融機関数－今後貸出を厳格化させる金融機関数）をみると、大企業においては、すでに13年7～9月期以降マイナスとなっており、15年10～12月期には中小企業でもマイナスに転じており、既に金融機関が貸出に消極的になっていることがうかがえる（図表12）。

さらに、このような国内銀行の貸出態度の変化が、経済環境の悪化に起因していれば、当然韓国内に供給されていた外資系銀行の資金の流入も大きく停滞することになるだろう。



³ 金融機関の過剰な融資などにより、収益力が低いにも関わらず操業を続けている企業。

3. 企業債務問題への対応と課題

以上を踏まえると、今後の成長持続と産業の競争力強化に向けて以下の3点の課題に早急に取り組むことが不可欠である。

第一に、大規模な債務を抱えた企業の構造調整である。構造調整とは、人材や技術などの経営資源を効率的に配置するほか、不採算事業の撤退や譲渡、業界内での再編を行い、企業の健全性或競争力を高めることである。韓国では本稿で取り上げた造船や海運などの業種で早急に推進していく必要がある。朴政権は、企業活力向上特別法⁴（ワンショット法）を制定、8月に施行される。これに先立って、4月26日に金融監督委員会より構造調整案が示された。造船・海運企業では、政府の方針決定後、債権団による改革が推進されるほか、企業構造調整促進法⁵に基づき信用リスク評価を経て、その結果に基づき改善作業や法定管理を進めていく。さらに、鉄鋼や石油化学では、過剰生産企業自身がコンサルティングに基づき、M&Aや設備縮小を推進するといった案も示された。企業の自主的な構造改革の推進は困難を極めるが、輸出低迷を主因とした景気減速が鮮明となり、企業の競争力も低下しつつあるなか、改革を断行するという政府の指導力が問われる局面になっている。

第二に、政府系銀行をはじめとした金融機関の与信判断能力の強化や資本拡充など企業の構造調整を進めるための金融部門の改革である。前述したように、政府系銀行で不良債権が増加する事態が進行している。民間銀行による支援が困難になった企業に対する政府系銀行による下支えは経済の大幅な悪化を回避するうえで、必要な局面もあるが、政府系銀行自体に、企業の構造調整に耐えられるだけの体力がなければ、構造調整自体が進まない展開も予想される。そうした状況に備え、政府系銀行の資本拡充策が論じられているが、韓国銀行と政府の間で折り合いがつかない。国民の合意を得たうえで財政による資本拡充を行うことが不可欠であるとともに、これまでのような不振企業向け貸出の審査基準を厳格化することも重要といえよう。

第三に、新産業の育成である。足元の輸出減速は、中国の景気鈍化に伴う需要減少が主因であるものの、これまで韓国の産業の主力を担ってきたスマートフォン需要の鈍化や、自動車、液晶パネルなど既存産業の競争力低下や新興国企業の出現に伴うシェア低下という側面も否定できない。こうしたなか、政府はR&D投資に適用される税控除の改正、新産業による設備投資減税の策定、創造経済革新センターの設置などの取り組みを進めている。今後、IoTやスマート機械、バイオなど新産業の発展に向けた取り組みを強化していくことが必要である。

⁴ 企業の自発的な事業再編を目的とし、合併や買収の要件・規制等の緩和、手続きの簡略化などを規定している。

⁵ 2001年に5年間の時限法として制定され、期限切れの度時限立法にて対応。通常企業の破綻時には法定管理に移行するが、金融機関からの債務が500億ウォン以上の会社については、金融機関債権者を通じて債務再調整を行う。①債権金融機関による共同管理、②債権銀行による共同管理、③主債権銀行による管理、などがある。債権団の管理で再建に失敗した場合、法定管理による再生か清算の手続きに移行する。

◆Research Focus 《韓国経済の今後を展望するシリーズ》

- ①向山英彦「経常黒字拡大が映す韓国の問題—ウォン高圧力緩和に求められる投資の拡大—」
2014年7月3日 No. 2014-19
- ②—「対中依存度上昇に伴う韓国の問題—チャイナインパクトを克服できるのか—」
2014年8月6日 No. 2014-24
- ③—「高齢社会」を迎える韓国に残る課題—「増税なき」に呪縛される政策—」
2014年9月5日 No. 2014-32
- ④—「課題となるチャイナインパクトの克服—サムスンショックをどうみたらいいのか—」
2014年10月9日 No. 2014-35
- ⑤大嶋秀雄「急増する韓国の家計債務—政府の景気刺激策と韓国銀行の利下げにより拍車がかかる—」
2014年12月19日 No. 2014-45
- ⑥大嶋秀雄「限界に近づく韓国の内需型景気対策— 一定の効果がみられるも、持続的成長には構造改革が必要—」
2015年7月17日 No. 2015-18
- ⑦向山英彦「なぜ今韓国で労働市場改革なのか—60歳以上定年制を控え、導入を図る賃金ピーク制」
2015年9月7日 No. 2015-23