

《韓国経済の今後を展望するシリーズ①》

2014年7月3日
No.2014-19

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—

調査部 上席主任研究員 向山英彦

《要 点》

- ◆ ウォンの対ドルレートは2013年9月から14年3月頃まで、1ドル=1,050~80ウォン台の範囲内で推移してきたが、4月に1,050ウォンを割って以降ウォン高が加速し、最近では1,010ウォン近辺まで上昇している。
- ◆ 12年秋口以降ウォン高基調が続いている背景には、韓国の経常黒字の急拡大がある。経常黒字は11年の187億ドルから13年には799億ドルと急増した。注意したいのは、経常黒字の拡大が輸出の拡大によるものではなく、投資の低迷に伴う輸入の伸び悩みによることである。実際、近年投資率が低下し、貯蓄率を大幅に下回っている。
- ◆ 経常黒字を削減し、ウォン高圧力を緩和するためには国内の投資を拡大させる必要があるが、①製造業の稼働率が2010年水準を大幅に下回っていること、②韓国の主要企業の営業利益が減少ないし横ばいで推移していること、③機械受注額が再び減少したことなどを踏まえると、先行きに関しては楽観できない。
- ◆ 民間企業の設備投資を拡大させるために政府に求められるのは、製造業の高度化や新たなサービス産業の育成に向けて、大胆な税制優遇措置や規制緩和を進めていくことである。その意味で、政府には14年2月に策定した「経済革新3カ年計画」を着実に実施していくことが求められている。

(会社概要)

株式会社日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名称: 株式会社日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創立: 1969年2月20日

資本金: 100億円

従業員: 2000名

代表取締役社長: 藤井順輔

理事長: 高橋進

東京本社: 〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900(代表)

大阪本社: 〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800(代表)

本件に関するご照会は、調査部・向山英彦宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2461

Mail: mukoyama.hidehiko@jri.co.jp

1. ウォン高の加速と経常黒字の拡大

韓国の2014年1～3月期の実質GDP成長率(前期比、以下同じ)は前期と同じ+0.9%となった。需要項目別では、民間消費が前期の+0.6%から+0.2%へ、設備投資が+5.6%から▲1.9%へ減速した一方、建設投資が▲5.2%から+5.1%、輸出が+1.4%から+1.5%へ加速した。1～3月期は前年同期比では+3.9%とほぼ潜在成長率に見合う水準にまで回復したが、新産業の育成や雇用の質の改善などの点で必ずしも内容を伴った成長になっていない。

消費の本格的回復には所得・雇用環境の改善と家計の債務調整が、輸出の回復には先進国の景気回復とならんで新興国の成長加速が不可欠であるが、いずれも簡単にクリアできるものではない。

問題なのは、朴槿恵政権が従来の財閥主導の成長モデルからの脱却をめざしているにもかかわらず、その取り組みが遅れていることである。韓国では近年投資率が低下して貯蓄率を大幅に下回り、その結果として経常黒字が急拡大している。ウォン高基調が続いている背景にはこうした経常黒字の急拡大がある。その意味で、ウォン高は韓国の置かれた問題を映し出しているのである。

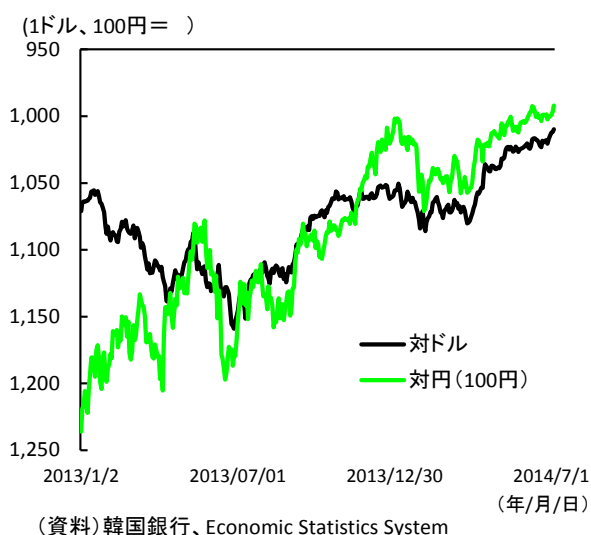
ウォンの対ドルレートは2013年9月から14年3月頃まで、1ドル=1,050～80ウォン台の範囲内で推移してきたが、4月に心理的抵抗線とみられていた1,050ウォンを割って以降ウォン高が加速し、最近では1,010ウォン近辺まで上昇している(図表1-1)。

こうしたなかでウォン高是正を求める声が広がり始めているが、為替介入による効果は一時的なものに終わる可能性が高く、利下げに関しては韓国銀行は慎重な姿勢を示している。韓国銀行が利下げを躊躇している理由には、①今年の経済成長率が潜在成長率に見合う4%になる見通しであること、②近い将来に米国の量的緩和政策の終了が見込まれること、③金利が歴史的にみて低水準で、一層の緩和は副作用を伴いかねないこと、などが指摘できる。

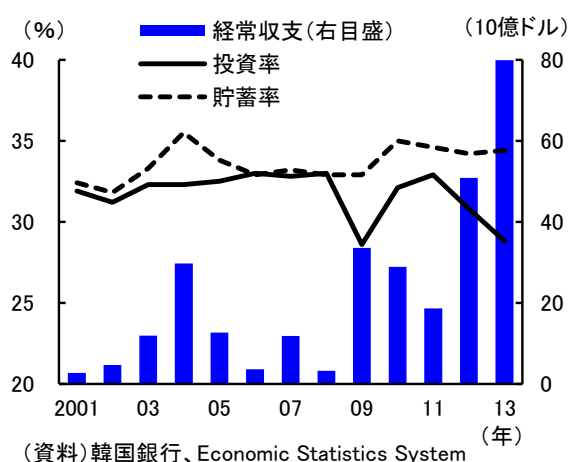
ウォン高が進んだ要因には米国との実質金利差拡大もあるが¹、12年秋口以降ウォン高基調が続いている背景には経常黒字の急拡大があると考えられる。経常黒字は11年の187億ドルから12年に509億ドル、13年には799億ドルと急拡大した(図表1-2)。近年インドやインドネシアなどでは経常赤字の拡大により通貨安に陥ったが、韓国はその対極にある。

¹ 韓国では消費者物価上昇率が2011年の4.0%から12年2.2%、13年1.3%に低下したのに伴い、期待インフレ率も12年1月の4.2%から14年6月には2.8%へ低下した。他方、1年物国債の利回りは12年1月の3.39%から14年5月に2.54%の低下にとどまったため、実質金利は上昇した。

図表1-1 最近のウォンの対ドル・円レート



図表1-2 経常収支とISバランス



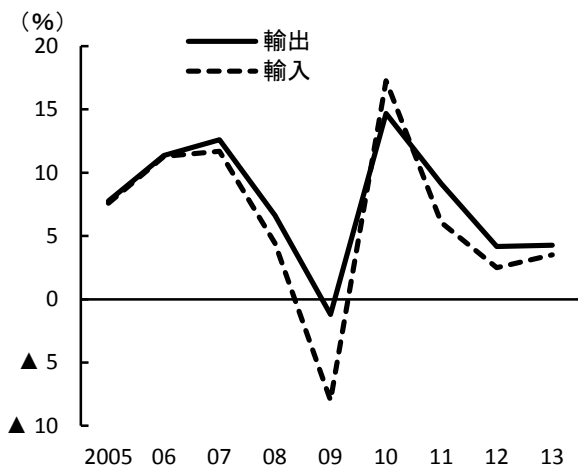
経常黒字の拡大ペースは14年に入ってやや鈍化しつつあるものの、1～5月の黒字額は315億ドルと、前年同期の247.6億ドルを上回っており、黒字基調はしばらく続く公算が大きい。

注意したいのは、こうした経常黒字の拡大が輸出の拡大によるものではなく、投資の低迷に伴う輸入の伸び悩みによるもので、好ましいものではないことである。財・サービスの輸入伸び率（前年比）は2010年こそ輸出を上回ったが、11年以降は3年連続で下回っている（図表1-3）。

近年の投資・貯蓄の動きをみると、投資率が低下し、貯蓄率を大幅に下回っている。13年は投資率が28.8%、貯蓄率が34.4%、IS（投資・貯蓄）ギャップは12年よりも2.2%ポイント拡大した（図表1-2）。企業が投資に慎重になったことには、内外需の低迷に加えて、朴槿恵新政権（13年2月発足）の政策を見極めようとしたことも影響している。

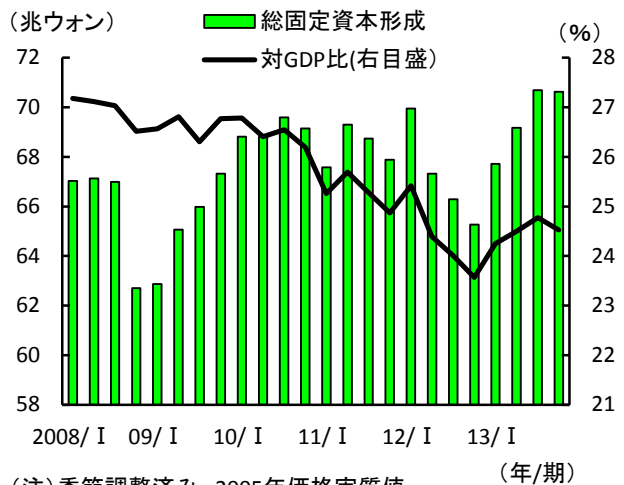
四半期ベースの総固定資本形成の動きをみると、水準的には回復してきたものの、対GDP比では依然として低水準にとどまっている。これは総固定資本形成の伸びがGDP成長率を下回ってきたためであり、総じて投資が低迷していることを示している（図表1-4）。

図表1-3 財・サービス貿易の伸び率



(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

図表1-4 総固定資本形成額の推移



(注) 季節調整済み、2005年価格実質値
(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

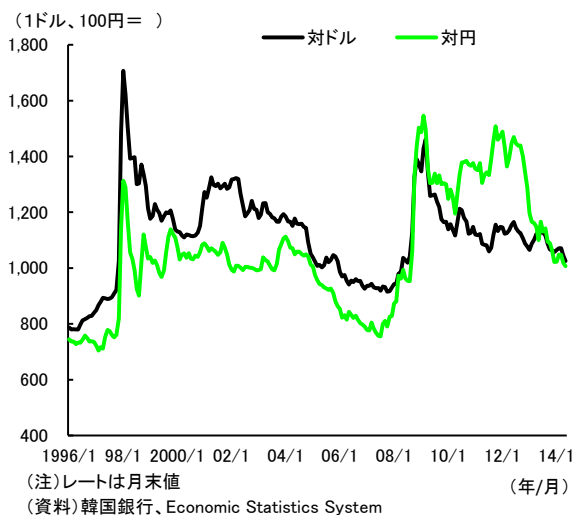
2. 前回のウォン高との異なる点

足元でウォン高が加速し、1ドル=1,000ウォン台を割り込む可能性が出てきているが、歴史的にみると現在の水準は特別に高いわけではない。

2000年代の動きをみると、04年秋口以降ウォン高基調が続いた（通貨危機時の急落を踏まえれば「ウォン安の是正」）。06年半ば以降しばらくの間900ウォン台前半で推移し、07年10月には一時907.4ウォンにまで上昇した（図表2-1）。

04年はISギャップが広がり経常黒字が著しく増加したが、05年から07年にかけてギャップが縮小し、黒字額は減少した（図表1-2）。

図表2-1 ウォンの対ドル・円レート



(注) レートは月末値
(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

ウォン安基調に転換したのは 08 年に入ってからである。原油価格高騰の影響により貿易ならびに経常収支が赤字となったことによりウォン安が進み、08 年 6 月には 1,040 ウォン台にまで下落した。秋口にかけてウォンが急落したのは(図表 2-1)、①米国で生じた金融危機を契機に、海外投資家による資金回収の動きが広がったこと、②韓国のファンダメンタルズの悪化(経常収支の悪化、短期対外債務額の増加、外貨準備高の減少など)により市場の不安心理が増幅されたことなどによるものである。09 年 3 月には 1 ドル=1,460 ウォン台にまで下落した。

その後、経常収支の改善や通貨スワップ枠の拡大などを契機に、ウォン安が是正されていった。

今回と前回(2006~07 年)のウォン高時の環境を比較すると、以下の二点で異なっている。

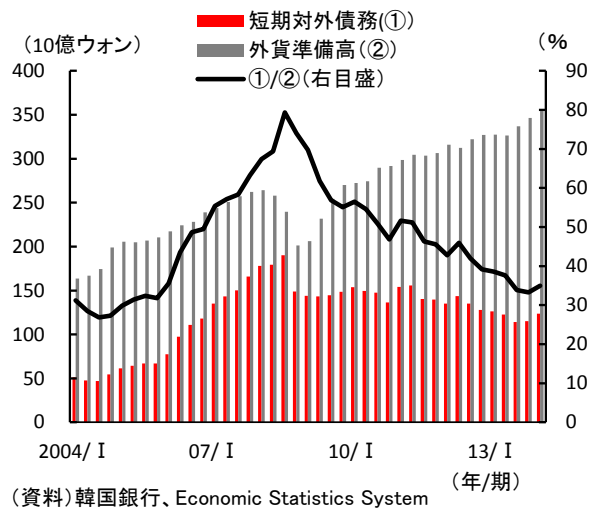
一つは、前回の方が水準的にはウォン高となったが、輸出環境は前回の方が良好であったことである。当時は新興国が高成長を遂げていたため(07 年の実質 GDP 成長率は中国 14.2%、インド 9.8%)、世界的な需要拡大がウォン高の影響を吸収した。財・サービスの輸出の対前年伸び率は 06 年 11.4%、07 年 12.6%を記録した(図表 1-3)。

これに対して今回は、①新興国経済の減速と先進国の景気回復の遅れなどにより輸出が伸び悩んでいる、②それと関連して、企業業績が悪化(後述)しているなどの点で、前回よりも厳しい環境に置かれており、ウォン高は企業収益の下押し圧力として作用している²。

もう一つは、経済のファンダメンタルズは今回の方が総じて健全なことである。前回、ウォン高基調からウォン安基調に転じた後、ウォンが急落した要因に、市場が韓国の短期対外債務の増加や外貨準備高の減少を不安視したことがあった。短期対外債務額の外貨準備高に対する比率は 05 年 1~3 月期の 29.8%から 07 年 10~12 月期に 63.3%、08 年 7~9 月期には 79.3%へ上昇した(図表 2-2)。

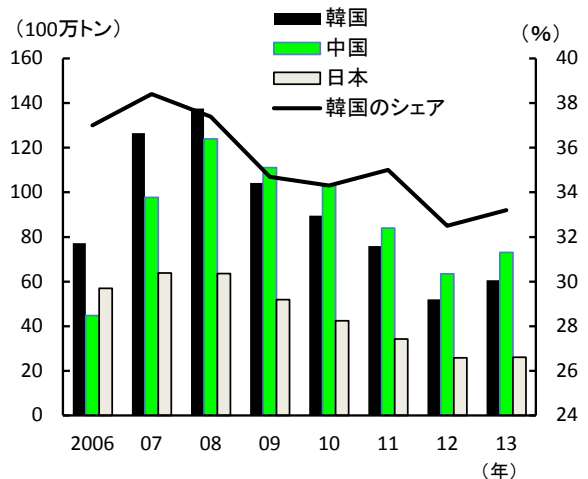
韓国では造船受注と為替予約の動きに一定の連動性がある。06 年から 08 年にかけて短期対外債務額が増加した背景に、造船受注の急増があった(図表 2-3)。造船企業が為替予約をすると、銀行は、①海外(海外の本店を含む)からドルを借り入れてウォンに転換する、②将来、輸出企業から購入するドルで、本店からの借入を返済する方法を採る

図表2-2 短期対外債務額



(資料)韓国銀行、Economic Statistics System

図表2-3 主要造船国の手持工事量



(資料)日本造船工業会『造船関連資料』2014年3月

² 為替レートの変動が企業に与える影響はグローバル化の度合い、原材料の輸入依存度、製品の仕向け先、競合企業の有無などの違いによって異なる。海外から原材料や基幹部品、機械設備を輸入していれば、その分はコスト削減につながる。他方、国内産原材料や部品を多く使用した製品を輸出していれば、マイナスの影響が大きい。

ことにより、為替リスクをヘッジする。これが短期対外債務の増加となって表れる。

対照的に近年は、造船受注の減少に伴い短期対外債務額が減少（短期から長期に転換した影響も）した半面、外貨準備高が積み上がったため、前者の後者に対する比率は著しく低下した。

以上のように、高水準の経常黒字と短期対外債務額の減少は、数字だけみれば「良好な指標」と捉えられるが、ここで指摘したように、投資の低迷や受注の減少を反映したものともいえる。投資の低迷が続けば、将来的に韓国経済の活力低下につながる懸念されよう。

3. 求められる国内投資の拡大

(1) 厳しさを増す企業を取り巻く環境

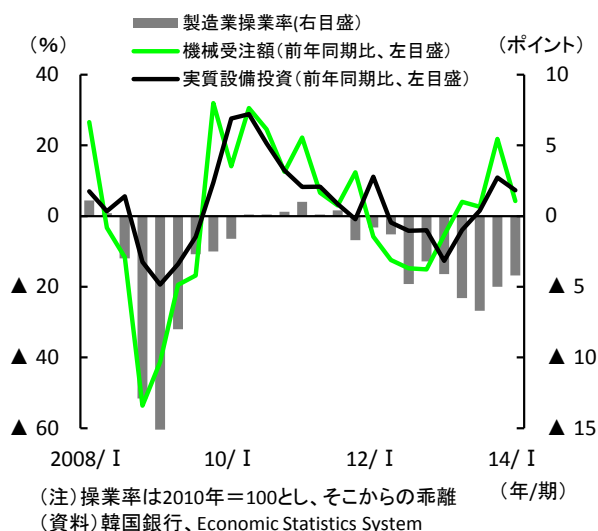
これまで述べてきたことから明らかなように、経常黒字の拡充を止め、ウォン高圧力を緩和するためには国内の投資を拡大させることが必要である。

しかし、設備投資は一時期よりも回復してきたといえ、本格的回復にはほど遠い状況である。①製造業の稼働率が2010年水準を依然として大幅に下回っていること（図表3-1）、②機械受注額が再び減少したこと（図表3-1）、③韓国の主要企業の営業利益が減少ないし横ばいで推移していること（図表3-2）などを踏まえると、設備投資の先行きに関しては楽観できない。また、大企業が投資収益率の高い海外での投資を優先していることも、国内投資の低迷につながっている面もある。

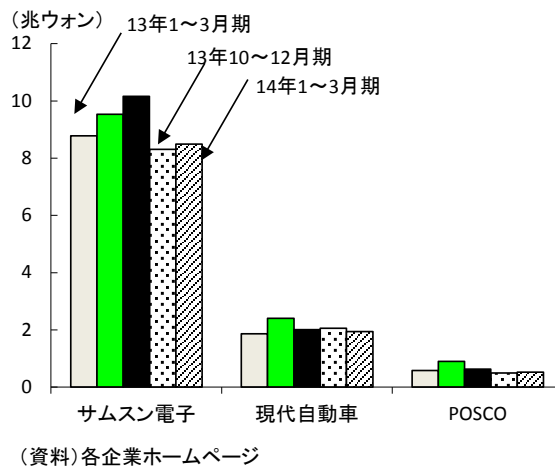
企業収益が伸び悩んでいるのはウォン高以外に、内外の需要低迷や環境変化の影響がある。サムスン電子では収益の稼ぎ頭であるスマートフォン（近年ベトナムに生産シフト拡大）の収益力が低下している。世界的に需要拡大ペースが落ちているほか、中国製の低価格品台頭の影響によるところが大きい。

現代自動車の場合、中国での販売（基本的に現地生産で対応）は堅調に拡大しているのに対して、それ以外の地域では伸び悩んでいる。米国での伸びが小幅にとどまっているのは、米国で現地生産しているのがソナタとエラントラの二車種のみで、米国販売の半分以上を韓国から輸出しているため、韓国でのストライキや為替変動の影響を受けやすいためである³。

図表3-1 設備投資関連指標



図表3-2 主要企業の営業利益



³ 現代自動車に関しては、向山英彦『円安・ウォン高』と現代自動車』日本総合研究所『リサーチ・フォーカス』《グローバル化の進展と日中韓自動車産業④》2013年7月19日を参照。

より厳しい環境に置かれているのがPOSCOである。韓国国内の三大不況業種（建設、海運、造船）からの受注が減少したほか⁴、①中国の生産過剰による市況の悪化、②現代自動車グループによる鋼板内製化、③積極的なM&Aの失敗などにより業績が悪化した。その結果、内外の格付け機関による格付けが相次いで引き下げられた。ただし、原材料である鉄鉱石や石炭などは輸入しているため、ウォン高は原材料コストの低下につながっている。

（2）策定された「経済革新3カ年計画」

民間企業の設備投資を拡大させるために政府に求められるのは、製造業の高度化や新たなサービス産業の育成に向けて、大胆な税制優遇措置や規制緩和を進めていくことである。

朴槿恵氏は大統領就任演説で、①国家の発展と国民の幸福が好循環する新たな未来を作る、②そのために「創造経済」と「経済民主化」を推進する、③「創造経済」を築いていく上で科学技術と産業、文化と産業の融合をめざすことを強調し、新産業の育成を担う機構として未来創造科学部を新設した。

政権発足後1年が経過した2014年2月末に、「経済革新3カ年計画」が策定された。同計画は、①ファンダメンタルズの強化（非効率な公企業改革、財政・税制改革、市場の不公正是正など）、②「創造経済」の推進（規制緩和とプロジェクトを通じた産業融合、起業支援など）、③内需の振興（投資促進、消費拡大、雇用促進、中小企業の支援など）が3本柱となっている（図表3-3）。

朴槿恵大統領からすれば「経済革新3カ年計画」を策定した矢先に、フェリー沈没事故の対応を迫られたため、出鼻をくじかれた格好となったものの、6月4日の地方選挙の結果は、国民がまだ朴槿恵大統領を見放していないことを示したといえる。

国民の期待に応えるために、政府は「経済革新3カ年計画」を着実に実施していくことが求められている。

図表3-3 「経済革新3カ年計画」の概要

目標	経済革新と「国民幸福」の実現		
方向	ファンダメンタルズの強化	「創造経済」の推進	内需の振興
方策	<ul style="list-style-type: none"> ◇公企業改革 <ul style="list-style-type: none"> ・債務削減 ・事業の見直し ◇税財政改革 <ul style="list-style-type: none"> ・歳出の見直し、予算管理 ・地下経済のあぶり出し ◇市場の不公正の是正 <ul style="list-style-type: none"> ・不公正取引の是正 	<ul style="list-style-type: none"> ◇創造経済に対する支援 <ul style="list-style-type: none"> ・産業融合に向けた規制緩和 ・ベンチャー企業育成 全国に起業支援施設、研究開発予算の中小企業への配分比率の引き上げ ◇海外市場の開拓促進 <ul style="list-style-type: none"> ・FTAの促進 ・サービス輸出 ◇未来のための投資 <ul style="list-style-type: none"> ・少子高齢化対策 ・安定したエネルギー供給 	<ul style="list-style-type: none"> ◇投資の促進 <ul style="list-style-type: none"> ・規制緩和 ・有望5大サービス産業（保健・医療、教育、観光、金融、ソフトウェア）の重点育成 ◇消費の振興 <ul style="list-style-type: none"> ・住宅市場の整備 ・債務の管理、教育費の削減 ◇雇用の創出 <ul style="list-style-type: none"> ・若者と女性の雇用促進 ◇中小企業の支援 <ul style="list-style-type: none"> ・成長段階に応じた支援

（資料）韓国企画財政部ホームページ（<http://www.mosf.go.kr/main/main.jsp>）より作成

*本シリーズは中長期的な観点から、韓国経済が持続的発展を遂げる上で直面する課題を取り上げていく。

⁴ 経営が悪化した韓進海運に対して韓進グループの大韓航空が資金支援を行っているため、大韓航空の格付けも引き下げられた。

