

# 韓国経済の先行きをどうみるか

## —浮上するG2リスクと国政リスク—

### 調査部

上席主任研究員 向山 英彦

研究員 松田 健太郎

### 要 旨

1. 韓国では低成長が続くなかで、多くのリスク要因が登場したことにより、先行き不透明感が増している。国内リスク要因(家計債務の増加や次期政権での政策転換)に加え、国外リスク要因(トランプ政権の通商政策とTHAAD配備決定後の中国の経済報復など)が存在する。本稿はこれらのリスク要因に焦点をあてながら、韓国経済の今後を検討する。
2. 国内経済分野での最大のリスク要因は家計債務の増加である。近年、住宅投資が成長を牽引する一方、家計債務が急増した。元本返済なしのローンと変動金利による借入の多さ、ノンバンクからの借入増加などの問題がある。政府は債務管理の強化に乗り出したが、増加に歯止めがかかっていない。今後アメリカにおける利上げの影響を受けて、国内の金利が上昇し、返済負担の増大とそれに伴う消費の抑制が生じる恐れがある。
3. 国内経済分野のもう一つのリスク要因は企業債務の増加である。景気変動の影響を受けやすい業種では、本業の収益で利払い出来ない企業が多数存在している。経営の立て直しを目的に構造調整が行われてきた結果、構造調整対象企業数の増加には歯止めがかかっているが、海運・造船などは依然厳しい状況にある。再建に向けた追加策が打ち出されているが、政権交代によって改革が遅れることも懸念される。
4. 他方、国外リスク要因としてまず、トランプ政権下の通商政策がある。アメリカの通商政策が自国の利益を最優先する場合の影響として、①韓米FTA発効後に拡大している貿易不均衡に対する是正圧力が強まること、②中国への経済制裁が実施されれば、韓国の対中輸出が一段と減少すること、③メキシコに対する通商政策如何では、韓国企業のメキシコ事業が打撃を受けることなどが考えられる。
5. もう一つの国外リスク要因に、THAAD配備決定後の中国による経済報復がある。中国政府は自国の安全保障を害するとの理由で、韓国政府に配備中止を迫るとともに、中国での韓流コンテンツの制限や食品、化粧品に対する通関不許可など、事実上の経済報復に乗り出した。報復はシステムが配備され始めて以降、エスカレートしている。こうした一方、チャイナリスクの高まりにより、韓国企業の脱中国の動きが強まる可能性がある。
6. 最後に残された大きなリスクが国政リスクである。朴槿恵大統領が罷免された結果、5月9日に大統領選挙が実施されることになった。世論調査によれば、最大野党「共に民主党」の文在寅前代表が当選する可能性が高い。外交・安全保障政策(北朝鮮問題への対応やTHAAD配備、対米・対中外交など)や経済政策で大きな変化が生じる可能性がある。経済政策ではポピュリズム的な動きが出てくることにも注意が必要である。

## 目次

### 1. 低成長段階に入った韓国経済

- (1) 輸出不振による低成長が続く
- (2) 景気対策の効果とその限界
- (3) 今後のリスク要因

### 2. 家計債務の増加と経済への影響

- (1) 家計債務増大の背景と問題点
- (2) 強化される家計債務管理
- (3) 債務増加が経済へ及ぼす影響

### 3. 企業・産業の構造調整

- (1) 景気悪化で急増した債務
- (2) 構造調整の進展状況
- (3) 懸念される金融機関の健全性

### 4. 浮上するG2リスクと国政リスク

- (1) 懸念されるアメリカ第一主義の影響
- (2) 拡大する中国の経済報復
- (3) 大統領選挙と国政リスク

### 結びに代えて

韓国経済の先行きが不透明になっている。2016年秋以降、韓進海運の破綻、サムスン電子のギャラクシーノート7の出荷停止、崔順実（チェ・スンシル）被告の国政介入疑惑に端を発する政治混乱などが相次いだ。さらに17年に入り、サムスングループの事実上のトップであるサムスン電子の李在鎔（イ・ジェヨン）副会長が逮捕、起訴された。

3月10日には、憲法裁判所が朴槿恵大統領の弾劾は妥当との決定を下したことにより、同大統領は罷免された。この結果、5月9日に大統領選挙が実施されることになった。世論調査によれば（4月上旬時点）、最大野党「共に民主党」の文在寅前代表が当選する可能性が高い。そうなれば、経済・外交政策に大きな変化が生じることが予想される。

国内リスクに加えて、先行きを不透明にしているのがアメリカトランプ政権の通商政策とTHAAD（戦域高高度防衛ミサイル）配備決定後の中国による経済報復などのG2リスクである。トランプ政権の下でアメリカの利益を最優先とする保護主義が強まれば、①韓国に対する貿易不均衡の是正圧力が強まること、②中国への経済制裁の実施に伴い韓国の対中輸出が減少すること、③NAFTAの協定の見直しにより、韓国企業のメキシコ事業が打撃を受けること、などが考えられる。また、中国政府は自国の安全保障を害するとの理由で、韓国政府にTHAAD配備中止を迫るとともに、事実上の経済報復に乗り出した。

このように韓国経済は不透明感が増している。本稿では、今後の経済に影響を与えると考えられる国内外のリスクに焦点をあてながら、韓国経済の今後について検討していく。構成は以下の通りである。1. では経済の現状を概観しながら、どのようなリスクが存在するのかを指摘する。2. と3. で、国内経済分野のリスクである家計債務、企業債務に関連した諸問題を取り上げる。4. では、アメリカ、中国に関連した国外リスクについて言及した後、それまでの議論を踏まえて国政リスクについて検討する。

## 1. 低成長段階に入った韓国経済

低成長からの脱却をめざして、朴槿恵政権は中長期的視点から経済の革新を図りつつ、景気対策を実施してきたが、経済の先行きに関して不透明感が増している。

### (1) 輸出不振による低成長が続く

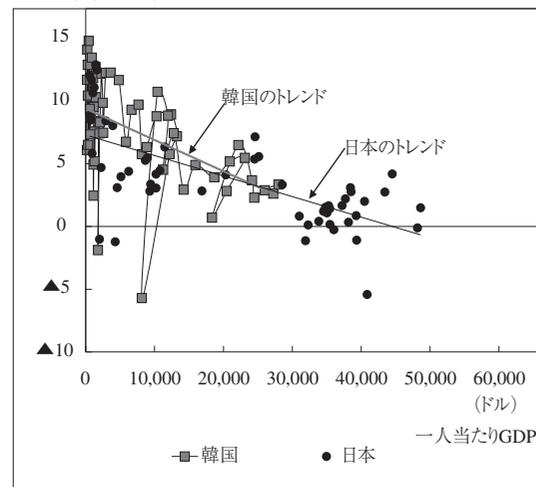
韓国の実質GDP成長率が2015年に続き、16年も2%台となった。17年も内外需の伸びが緩慢で、2%台半ばの成長にとどまる可能性が高いため、韓国は低成長期へ移行したといえよう。

経済の成熟化に伴って成長率が低下していくのは多くの国で観測される。韓国の年代別の平均成長率は、60年代から80年代にかけて

8～9%台を続けた後、90年代に6.6%、2000年代に4.4%へ低下した。成長トレンドを日本と比較すると、高度成長期の成長率が総じて高かったこともあり、低下スピードがやや速い(図表1)。

「漢江の奇跡」と呼ばれた高度成長期は固定資本形成が2桁の伸びを続けたように、高い投資の伸びに支えられた。しかし、資本ストックの増加に伴い次第にその増勢が低下してきたほか、2000年代に入って少子高齢化が急速に進んだことにより、潜在成長率が低下するようになった。韓国の合計特殊出生率(一人の女性が生涯で産む子供の平均数)は91年の1.71から2000年に1.47へ低下した後、01年に日本を下回る1.30、05年には1.08へ急低下

図表1 一人当たりGDPと実質GDP成長率  
(%) 成長率



(注) 日本と韓国は1961～2015年。  
(資料) 世界銀行、World Development Indicators

した（15年は1.24）。2000年代前半に生じた少子化の加速は、通貨危機後の所得・雇用環境が悪化したことが大きく影響している。

こうした長期トレンドに加えて、近年の成長率低下に影響を及ぼしたのが中国の新常態（構造改革を進めながら安定成長をめざす）への移行である。

韓国では2000年代に経済のグローバル化が進み、輸出とそれに伴う投資の拡大が成長を牽引した（図表2）。大企業が需要の拡大が見込める新興国市場を積極的に開拓したことが背景にある。とくに対中直接投資が急拡大したのが特徴的であった。WTO加盟（01年12月）を契機にした規制緩和の進展により、従来の輸出生産拠点の設立を目的としたもの

に、中国国内での販売を目的にした投資が加わったためである。対中直接投資の拡大に伴い、韓国から部品や半製品など中間財の輸出が増加し、対中輸出依存度は2000年の10.7%から13年に過去最高の26.1%へ上昇した。その一方、このことにより、韓国経済が中国経済の影響を強く受けるようになったのである。

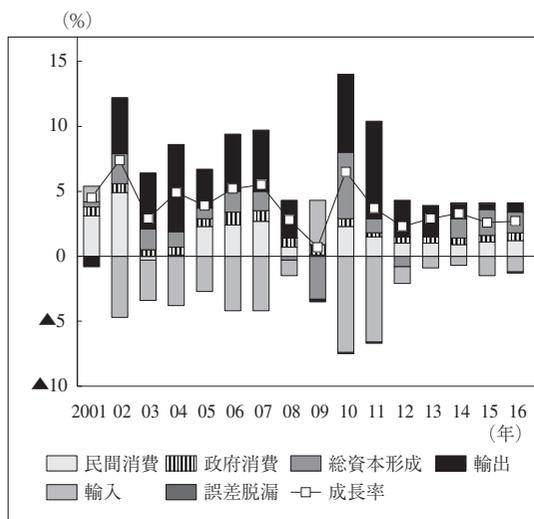
中国の新常態への移行に伴い中国経済が減速し、これを起点に新興国経済の成長鈍化と世界的な貿易停滞が生じたことにより、韓国の輸出は伸び悩むようになった。輸出額（通関ベース）は15年に前年比▲8.0%、16年に▲5.9%となった。2年連続の前年比マイナスは60年代以降では初めてである。とりわけ対中輸出額は14年▲0.4%、15年▲5.6%、16年▲9.3%と、3年連続で前年を下回った。

対中輸出額の減少には、中国経済の構造変化も影響している。中国政府は近年、従来の輸出と投資に依存した成長から消費主導型成長への転換をめざし、都市化とサービス産業の成長を図っている。GDPに占める割合は、第二次産業が11年の46.1%から15年に40.5%へ低下し、第三次産業が44.3%から50.5%へ上昇するなど、経済のサービス化が進んでいる（図表3）。

また、中間財の国産化の進展により、合成樹脂や鉄鋼製品などの自給率が上昇した。

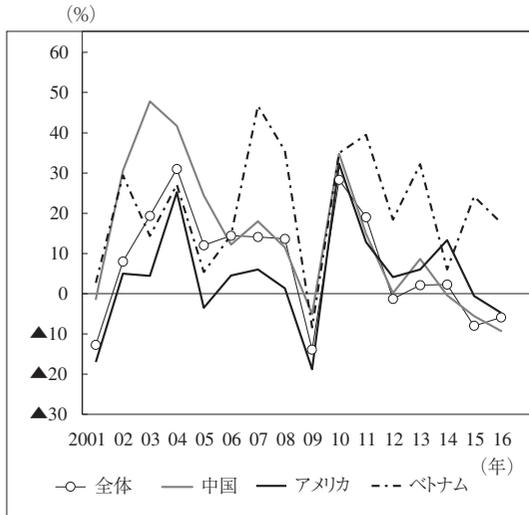
このような経済のサービス化と国産化の結果、輸入に占める加工貿易の割合が低下

図表2 韓国の実質GDP成長率と需要項目の寄与度



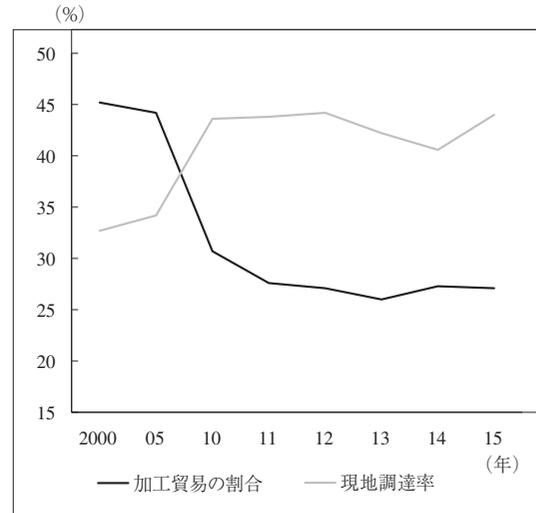
（資料）韓国銀行、Economic Statistics System

図表3 韓国の輸出伸び率（前年比）



(資料) 韓国貿易協会データベース

図表4 中国の輸入に占める加工貿易



(注) 現地調達率は加工貿易収支/加工貿易輸出。  
(資料) IIT [2016a]

し(図表4)、中間財を多く輸出してきた韓国に影響が及んだ。例えば、ナイロンの原料となるカプロラクタムの対中輸出額は、近年ほぼゼロになった。液晶パネルは2000年代に韓国からの輸出が急増したが、中国政府の補助金を受けて中国企業が生産を急拡大しているのと韓国企業が現地生産を開始したのに伴い、輸出額は減少している。17年には中国が世界最大の生産国になる見込みであるが、鉄鋼同様に過剰生産を懸念する声も聞かれる。

中国経済の構造変化に対応し、近年最終財やサービスの輸出を伸ばす動きも広がったが、韓米両国政府によるTHAAD(戦域高高度防衛ミサイル)の配備決定を契機に、中国で韓流コンテンツや消費財の輸入を規制する

動きが強まるなど、厳しい環境に直面している。

## (2) 景気対策の効果とその限界

低成長が続くなかで、朴槿恵政権は中長期的視点から経済の革新を図りつつ(注1)、当面の景気のでこ入れを目的に、補正予算の編成、住宅融資規制の一部緩和、景気刺激を目的にした税制改正、消費刺激策(自動車の特別消費税率引き下げやコリアセールほか)などを実施してきた。韓国銀行も政府に歩調を合わせて、14年3月、10月、15年3月、6月、16年6月に利下げを実施した(現在の政策金利は過去最低の1.25%)。

一連の景気対策に支えられて、16年には民

間消費や建設投資など内需が伸び、成長(2.7%)を下支えした。建設投資は15年の3.9%から16年に11.0%、民間消費は2.2%から2.4%へ加速した。しかし、成長の持続性という点で、次のような問題点を抱えていた。

まず、民間消費の増勢が強まったのは、主として、①原油価格下落による実質国民所得の増加、②金利の低下と家計信用残高の増加、③消費刺激策などによるものである。自動車の特別消費税率の引き下げ措置の終了(16年6月末)後、自動車販売台数が前年割れに転じたように、消費の押し上げ効果はいずれ剥落していく。

2000年代以降の民間消費の伸びは総じて経済成長率を下回っている。これには所得の伸び悩み、社会保険や債務返済負担の増大、高齢社会の到来を控えた貯蓄志向の強まりなどが影響しており、今後も消費を抑制させる効果をもつと考えられる。

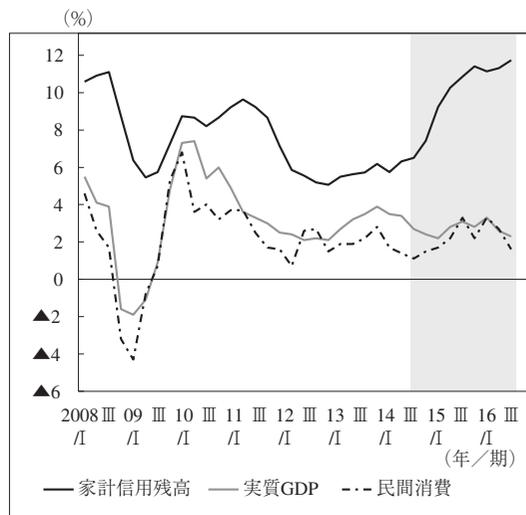
つぎに、建設投資も政策によって押し上げられただけに、持続性に欠ける。政府も家計債務の増加を問題視し、住宅投資を抑制する方向へ政策を転換している。

韓国ではこれまで数次にわたり住宅投資ブームが生じ、市場が過熱すると抑制策を、冷え込むと刺激策を実施するサイクルがみられた。今回の住宅投資ブームを生み出したのは14年に実施された景気刺激策である。同年7月の内閣改造で、経済副首相兼企画財政相になった崔旻煥(チェ・ギョンファン)は短

期間に矢継ぎ早に景気対策を打ち出し、その一環として8月、融資比率(Loan to Value)や返済比率(Debt to Income)などの住宅融資規制を一部緩和した。金利の低下と相俟って、資産運用対象としてアパート(日本のマンションに相当)投資への人気が高まり、これが住宅建設の急増につながった。

住宅市場が活性化する半面、家計債務が15年に入って以降急増した(図表5)。主として住宅担保ローンの増加による(注2)。①債務額が警戒水準に至ったこと、②一部の地域で住宅価格が高騰し始めたこと、③金利上昇によって債務返済負担が増大することなどから、政府は従来から実施している家計債務

図表5 実質GDP、実質民間消費、家計債務残高の伸び率(前年同期比)



(注) 家計債務残高は融資と販売信用。  
(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

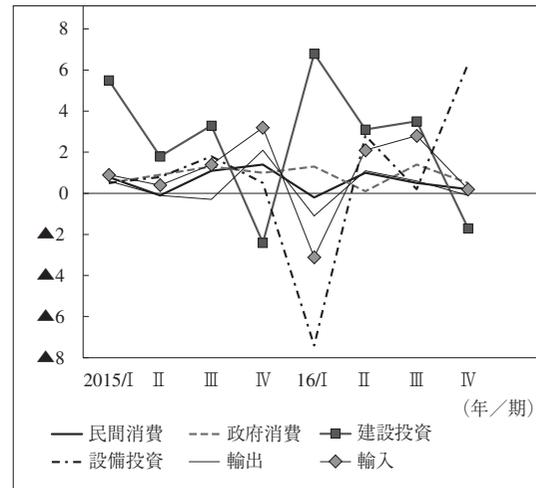
管理（注3）に加えて、16年2月に債務負担の水準を測る尺度として、融資比率に代わるDSR（〈住宅担保ローン+その他の債務〉／収入）を導入するなど、再び融資規制の強化に乗り出した。

しかし、家計債務の増加に歯止めがかからず、住宅市場に過熱感が出たため、11月3日、住宅取引規制策を発表した（注4）。この規制策には、投資が過熱している地域（ソウル市、京畿道、世宗市）を対象にしたアパート分譲権の転売制限、頭金比率の引き上げ（5%から10%へ）などが盛り込まれている（注5）。

16年10～12月期の実質GDP成長率はほぼ予想された結果になった。前期比は前二期を下回る0.4%（前年同期比は2.3%）になった。民間消費の伸びが0.2%へ低下するとともに、建設投資が4期ぶりにマイナスに転じるなど、これまで成長を支えてきた内需が減速した（図表6）。他方、設備投資は6.3%へ加速した。

なお、民間消費の減速には、9月末から施行された「不正請託及び金品など授受の禁止に関する法律」（キム・ヨンラン法）の影響もある。同法は公務員やマスコミ関係者、学校教職員などを対象に、接待会食や贈り物、慶弔費の上限を設定したものである。政府は減速傾向にある消費を刺激する目的で、2月23日、消費活性化策を発表した（注6）。これには、軽自動車に関連する税の還付拡大、高速鉄道の早期予約に対する割引、「家族と

図表6 韓国の実質GDP成長率（前期比）（%）



（資料）韓国銀行、Economic Statistics System

一緒に過ごす日」の設定などが盛り込まれたほか、キム・ヨンラン法の影響を受けている小規模事業者に対する低利融資を拡充する予定である。

内需が減速してきた一方、2016年末以降、輸出（通関ベース）が回復してきたのは明らかな材料である。輸出額は同年8月に一旦は前年比プラスに転じた後、韓進海運の破綻や現代自動車のスト、ギャラクシーノート7の出荷停止などの影響が重なり再び減少したが、11月以降増勢が強まっている（図表7）。回復の牽引役は半導体（16年の輸出総額に占める半導体の割合は12.6%）である。

今後輸出回復が一段と進むことへの期待が高まる一方、トランプ政権の通商政策のゆく

えやTHAAD配備決定後の中国による経済報復が懸念され始めた。

### (3) 今後のリスク要因

今後の経済動向を左右するリスク要因が多く登場している。詳細な分析は後で行うことにし、ここではその全体像を示しておく。

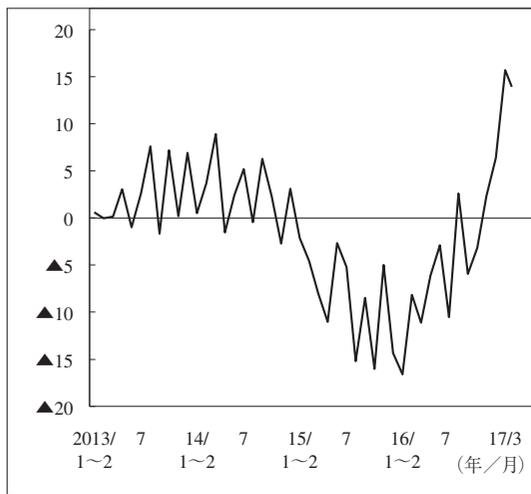
#### 国内のリスク要因

リスク要因は国内と国外に大別出来るが、相互に関連しあっていることに注意したい(図表8)。まず、国内の主なリスク要因は、経済・政治面にそれぞれ存在する。

経済面の最大のリスク要因は、家計債務の増加である。とくにアメリカで今後数次にわたり利上げが予定されているため、韓国のなかで家計債務に与える影響を警戒する見方が増えている(注7)。金利の上昇で返済負担が増加し、消費を抑制する恐れがあるほか、低所得層で返済不能に陥るケースが増える可能性がある。

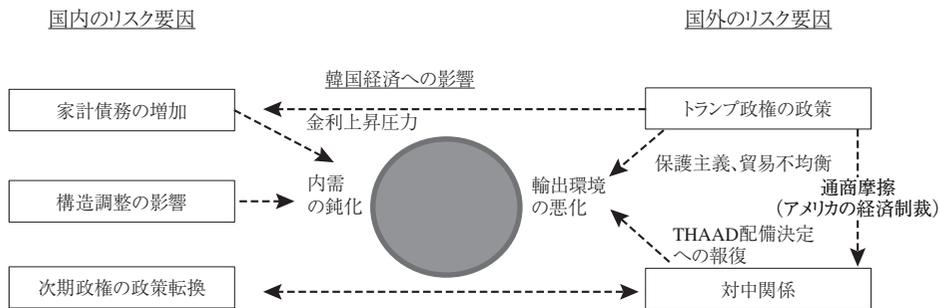
韓国では当面政策金利が据え置かれる可能

図表7 韓国の輸出額(前年同月比)  
(%)



(注) 旧正月の影響を除くため、1,2月は合計。  
(資料) 韓国貿易協会データベース

図表8 韓国経済に関連したリスク要因



(資料) 日本総合研究所

性が高いが、アメリカでは景気回復が進んでいることに加え、トランプ政権下のインフラ投資の拡大などによりインフレ圧力が強まる可能性が高く、年内に数回の利上げが見込まれている（17年はまず3月に実施）。この影響で、韓国の市場金利も上昇することが予想される。

もう一つは、構造調整の影響の広がりである。中国の新常態への移行は様々な経路を通じて、韓国の主要産業に影響を及ぼした。まず、世界的な荷動きの減少によって、海運業が打撃を受け、これに続き、造船業が不況に陥った。受注が減少するなかで、安値受注の動きが広がったことにより業績が悪化したうえ、近年力を入れてきた海洋プラント事業での赤字拡大が業績を一段と悪化させた。

海運と造船業に関して政府が主導して構造調整を進めており、他の不況業種では、債権銀行団と企業が協同して構造調整を行っている。構造調整が計画通りに進むのか、韓進海運に続く大型の経営破綻が生じるのか（注8）、今後の動きを引き続き注視していく必要がある。

他方、政治分野の最大のリスク要因は次期政権における政策転換である。世論調査によれば、文在寅（ムン・ジェイン）を筆頭とする野党候補が当選する可能性が高い。野党候補が勝利すれば、経済・外交政策に大きな変化が生じる可能性がある。

最大野党「共に民主党」の文在寅前代表は

公共部門による80万人強の雇用創出計画を発表したが、財源についての言及はない。外交政策に関しては、THAAD配備を見直す一方、中国との関係改善に乗り出す可能性がある。中国政府はTHAADの配備決定を厳しい論調で批判するとともに、韓国製品に対する輸入規制を強めているほか、土地を提供したロッテに対するあからさまな報復措置をとっている。

このように、THAAD配備と対中関係の今後は密接に関連し合っており、極めて戦略的な判断が求められている。

#### 国外のリスク要因

韓国経済に大きな影響を与えると考えられる国外のリスク要因には、トランプ政権の通商政策と前述した対中関係のゆくえが指摘出来る。

韓国に対して、トランプ政権がどのような姿勢で臨んでくるのかは、現時点では不透明である。マティス国防長官が来韓した際に、韓米同盟の重要性が再確認されたため、通商面でさほど強硬な姿勢をみせないのではないかという見方もあった。しかし、その期待を打ち消すかのように、3月上旬に発表された「2017 Trade Policy Agenda」で、韓米FTAに関し、11年から16年の間にアメリカの韓国への輸出額が12億ドル減少した一方、輸入額は130億ドル増え、これはアメリカ国民がこの協定から期待した成果ではないと記された。

これに関連して最近、韓国が為替操作国に

認定されるのではないかとの憶測が飛び交っている。アメリカでは財務省が毎年2回、議会に対して為替操作報告書を提出している。為替操作国に認定されると、二国間協議が実施され、為替の切り上げや関税の引き上げなどの制裁を受ける可能性がある。①対米貿易黒字が200億ドル以上、②経常黒字がGDPの3%以上、③1年間における為替介入の規模がGDPの2%以上という3基準をすべて満たすと、為替操作国に認定され、二つで監視リストに入る。16年10月の報告書では、韓国は中国、日本、台湾、ドイツ、スイスとともに監視リストに入っている。

為替操作国に指定される可能性は低いといえるが、韓米FTA発効（12年3月）後赤字が拡大していることを踏まえると、是正圧力が強まる恐れは十分にある。

このように、韓国は現在多くのリスク要因を抱えており、このことが先行きを不確実にしている。以下では、国内、国外のリスクについて詳しく分析していこう。

(注1) 朴槿恵大統領は就任時、雇用率の70%への引き上げを目標に、創造経済の実現（経済の革新）をめざすことを表明した。13年2月に策定された「経済革新3か年計画」は、①ファンダメンタルズの強化、②経済の革新を通じた成長、③内外需の均衡のとれた発展（含むサービス産業の強化、中小企業支援）から構成された。その後17都市に創造経済革新センターを設置し、地方自治体、研究機関、金融機関、大企業などが連携しながら、ベンチャー企業の創業支援を行っている。OECD（OECD Economic Surveys KOREA June 2014）はこの「経済革新3か年計画」を、OECDが以前より韓国政府に提言してきた構造改革を含んでいることから、高い評価を与えた。

(注2) 14年から15年にかけての借入目的では、居住住宅および不動産準備が5割を超え、次いで事業資金準備、

消費目的（結婚資金、医療、教育、生活費）、チョンセ保証金準備となっている。

(注3) 満期一括返済ローンから元利均等払いローンへの転換、返済能力審査の厳格化などである。

(注4) 詳細は、国土交通部「실수요 중심의 시장형성을 통한 주택시장의 안정적 관리방안」11月3日。

(注5) 韓国ではアパートの建設着工前に分譲権を売却し、完工前に転売が可能となっている。分譲価格が実勢価格よりも低いため、転売で利益を得ることが出来、これがアパート投資を誘発している。

(注6) 詳細は、기획재정부（企画財政部）「내수 활성화 방안」17年2月23日。

(注7) アメリカの利上げが間近になるなかで、韓国では16年秋以降、韓国開発研究院や現代経済研究所、LG経済研究所など多くのシンクタンクが家計負債に関するレポートを相次いで発表した。

(注8) 韓進海運の破綻は、荷動きの減少というマクロ要因に、事業戦略の失敗（好況時に船腹を増やしたこと、高値で長期の備船契約を締結したこと）、財閥型経営などのミクロ要因が重なったためである。

## 2. 家計債務の増加と経済への影響

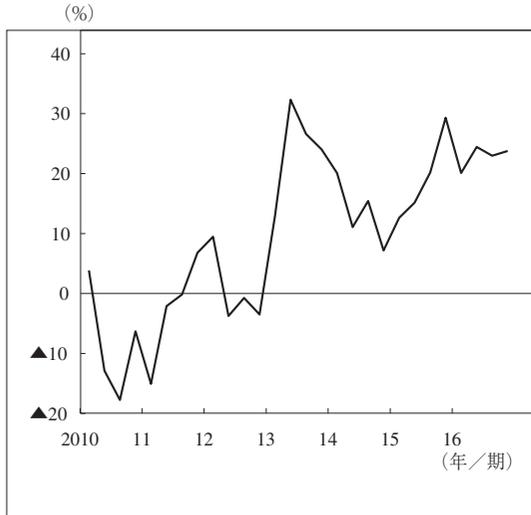
2. では、国内リスク要因の一つである家計債務を取り上げる。家計債務が増加した背景、政府による家計債務管理などを整理したうえで、経済への影響について検討したい。

### (1) 家計債務増大の背景と問題

近年の成長を牽引してきたのは住宅投資を中心とした建設投資である。13年1～3月期以降、住宅投資は総じて前年同期比10%を上回る伸びを続けており、16年10～12月期には同23.7%増となった（図表9）。この背景には、景気対策の一環として不動産市場の活性化が図られたことがある。

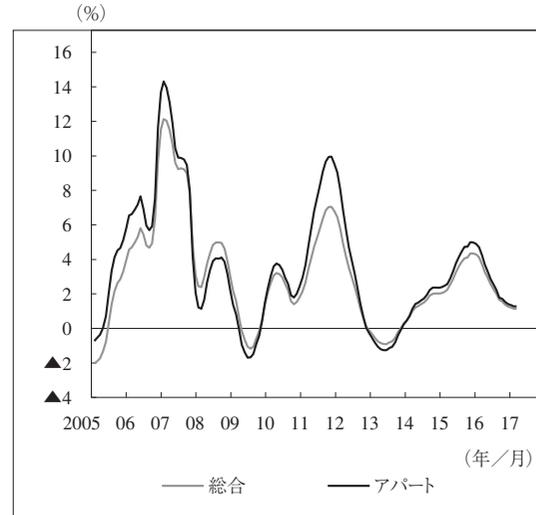
13年4月に「住宅市場正常化に向けた総合

図表9 住宅投資（前年比）



（資料）韓国銀行、Economic Statistics System

図表10 住宅価格指数（前年比）



（資料）国民銀行

政策」を発表した後、同年12月に不動産取得税の軽減を立て続けに打ち出した。さらに、14年7月には住宅ローン規制緩和、9月には再建築規制緩和をはじめとした不動産市場活性化策を実施したことにより、住宅投資ブームが勢いづいた。規制緩和に加えて、13年1月には2.75%であった政策金利を6度にわたり引き下げ（各0.25%）たことも住宅投資の増加に寄与した。

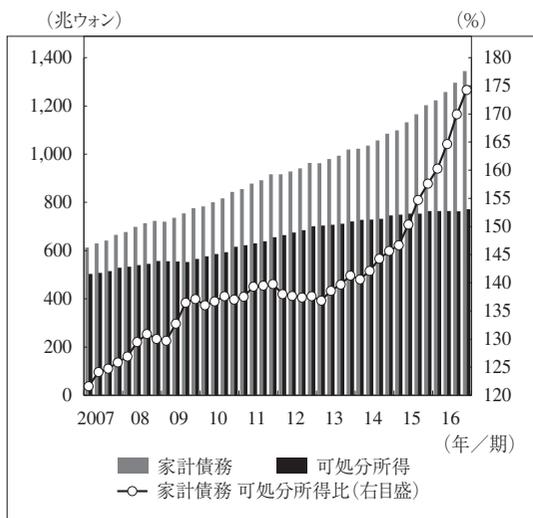
リーマン・ショック後では11年末にピークを迎えた住宅価格は、13年末を底に再び前年比プラスに転じ、その後も上昇基調が続いている（図表10）。韓国では家計資産に占める不動産の割合が高く、価格上昇が新たな投資を誘発している。

その一方、住宅ローンをはじめとした借入の増加によって、家計債務が急増している。家計債務残高は13年12月の1,019兆ウォンから16年12月には1,344兆ウォンへ31.8%増となった（図表11）。その間の可処分所得（名目の収入から税などの非消費支出を減算）は6.9%増にとどまっている。近年では、賃金の上昇が小幅にとどまるなかで、社会保険負担の増加もあり、可処分所得は伸び悩みが続いている。家計債務の可処分所得比は、13年3月の137%から16年9月に170%へ上昇するなど、警戒すべき水準に達したといえる。

現在の家計債務問題を考えるうえで、以下の3点を踏まえておく必要がある。

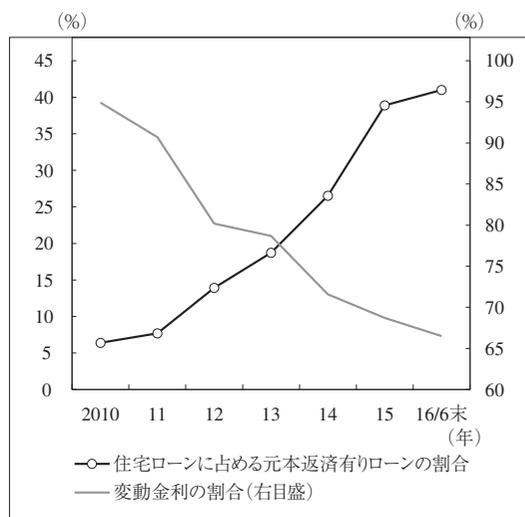
第1に、住宅ローンにおいて、元本返済有

図表11 家計債務と可処分所得



(注) 可処分所得は家計所得-非消費支出にて算出。  
 (資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

図表12 住宅ローンに占める元本返済有りローン、変動金利の割合



(資料) 韓国銀行、金融委員会の資料を基に日本総合研究所作成

りのローンの占める割合が低いことである。近年その割合が上昇してきたとはいえ、16年6月末時点で41%である（図表12）。

かつては、住宅ローンのほとんどが期限一括返済型ローンであった。期限一括返済型の場合、当初の据置期間経過後に他の銀行から借り換えることにより、再度据置期間を設定することが可能であるため、このことも家計債務を増加させる一因となった。

近年になり、景気の減速や住宅価格の下落などにより、一括返済出来ない債務者が増加する恐れが出てきたため、元本返済有りのローン比率の引き上げが図られるようになった。この結果、10年末時点では6.4%であった元本返済有りローンの占める割合は、大幅

に上昇した。ただし、元本返済なしローンの割合は、依然として約6割と高い水準である。

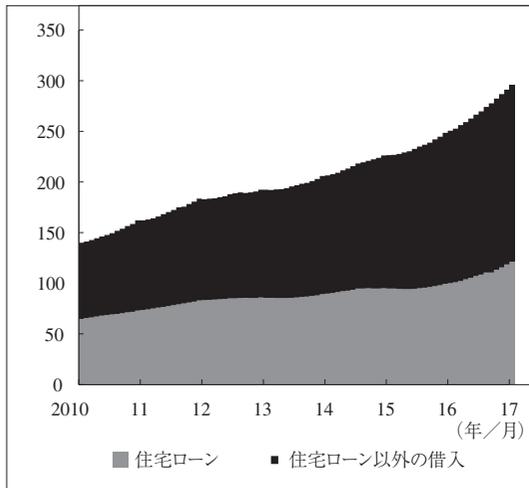
第2に、借入金利の多くが変動金利になっていることである（同図表12）。家計向け貸出に占める変動金利の割合は、10年1月に93.5%を占めていた。11年半ば以降低下傾向が続いているものの、世界的に金融緩和が進み、韓国でも金利の低下傾向が続いたことが影響し、変動金利ローンの割合は最近でも65.5%と高い。

優遇税制の導入によって固定金利の浸透が図られているが、低水準である変動金利を選択する家計が多いことによるものであろう。

第3に、銀行以外からの借入が近年増加していることである。銀行以外の金融機関、い

図表13 ノンバンクからの借入

(兆ウォン)



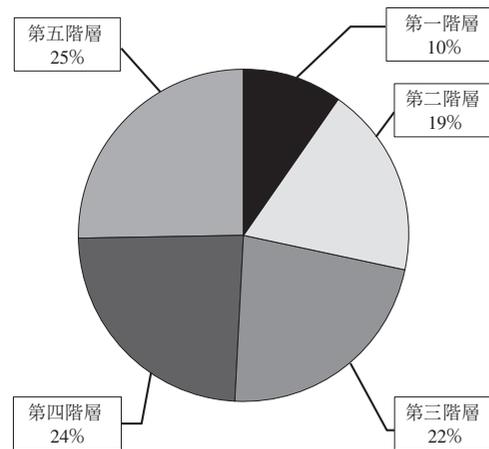
(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

わゆるノンバンクからの借入は一貫して増加している（図表13）。この背景には、銀行と比較して借入規制や審査基準が緩いことがある。

ノンバンクからの借入は家計債務全体の約3割を占めている。金利水準が銀行借入よりも高いため、家計の負担を一段と重くしている。また、借入理由として、①生活費の補てん、②住宅ローンの貸出上限規制を上回る部分の一般ローンでの調達、などが多いことから、これらのローンの増加は借入の質の悪化につながっている。

他方、負債のある家計の所得階層別分布をみると、所得の最も高い第五階層が全体の25%を占め、最も低い第一階層の占める割合は10%と小さい（図表14）。第五階層や第四

図表14 負債保有家計の階層別



(資料) 韓国統計庁、KOSISを基に日本総合研究所作成

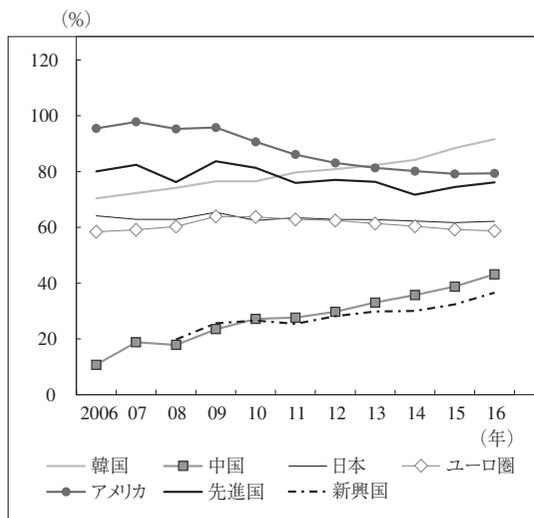
階層では比較的自由に使える資金が多く、不動産を中心に投資を行っており、それに見合う形で負債が残存している。

このように、家計債務は比較的所得が高い層を中心に分布しているため、金利の上昇が直ちに消費の冷え込みにつながる可能性は低い。中低所得層では、負担の増大によって消費が抑制されることが予想される。家計債務を適切に管理していけるかどうかは、持続的成長を遂げていくうえで重要な課題になっている。

## (2) 強化される家計債務管理

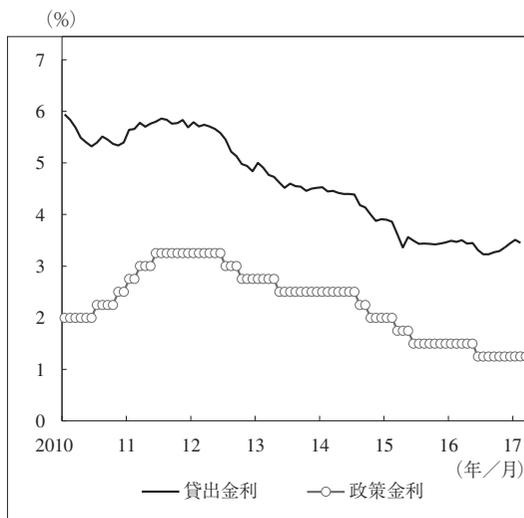
韓国の家計債務水準は国際的にみても非常に高い。家計債務の対名目GDP比は、16年6月末に90%に達している（図表15）。日本や

図表15 家計債務の対名目GDP比



(注) 2016年の数値は2016年9月末時点のものを使用。  
 (資料) Bank for International Settlements

図表16 政策金利と銀行貸出金利



(注) 貸出金利は商業銀行、専門銀行の新規貸出金利。  
 (資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

アメリカ、ユーロ圏では09～10年あたりから低下傾向が続いているのに対して、韓国では一貫して上昇しており、新興国平均を大幅に上回っているほか、11年には先進国平均も上回った。中国は同様に上昇傾向が続いているものの、その水準は40%前後と低位である(後述するように企業の債務水準は高い)。

債務が高水準なことに加え、前述のように住宅ローンに占める変動金利の割合が6割超となっているため、金利上昇リスクが高くなっている。

近年の相次ぐ利下げにより、政策金利は17年3月末時点で1.25%と過去最低水準となっている(図表16)。商業銀行や専門銀行の新規貸出に適用する金利も低下傾向が続いてき

た。景気の低迷が続いていることもあり、政策金利は8カ月連続で据え置かれているが、今後利上げに転じる可能性もある。

その理由の一つは、アメリカの利上げである。アメリカでは堅調な景気回復が続いているため、17年は、3月に続いて数度の利上げが行われる見込みである。米韓の金利差が拡大すれば、投資資金の引き揚げとそれによるウォン安が予想される。対外債務や外貨準備の点からみると、過度な懸念は不要とはいえ、ウォン安はドル建て債務の拡大につながるため、資金流出の動きを拡大させる。もう一つの理由は、家計債務の増加に対する警戒である。低金利は、家計債務の増加を助長する要因にもなっているため、この点から低金利政

策の見直しがありえよう。

さらに、トランプ政権の保護主義的な政策が強まれば、韓国の輸出が打撃を受け、それに伴い所得が減少して、返済負担が増大する恐れがある。

金利上昇リスクが現実味を帯びるなか、政府は債務管理の強化に乗り出した。15年7月には金融委員会より「家計負債管理案」を公表し、同年12月に正式なガイドラインを策定した。これによると、①元本返済有りのローンの推奨、②債務返済比率の導入、③借入上限計算時のストレスレートの適用、など審査基準が厳格化された。

ソウルをはじめとした首都圏では16年2月、その他の地域では5月より適用とされたが、その後も債務が増加したため、8月に新たな管理策を導入した。このなかには、とくに債務拡大の一因とみられる集団ローンへの規制が盛り込まれている（注9）。

また、宅地供給量の減少やノンバンクからの借入審査基準の強化などが打ち出された。さらに11月には、8月の管理策を補強する形で、主にローン審査基準を強化する方針も追加された。主な内容は、①17年1月以降の新規マンションの分譲の際の集団ローンは、通常の住宅ローン以上に厳格な審査を実施する、②相互金融機関は17年1～3月期にローン審査基準のガイドラインを策定する、③12月初旬より金融機関がローンを審査し借り手の返済能力を評価する際に債務返済比率を使

用する、というものである。これらに加え、借入額を借り手の支払い能力内にすること、分割返済を行うことが原則とされた。

このように政府が家計債務の管理を強化しているため、債務の増加に徐々に歯止めがかかると思われるが、返済負担の増加が及ぼす影響に注意が必要になっている。

### (3) 債務増加が経済へ及ぼす影響

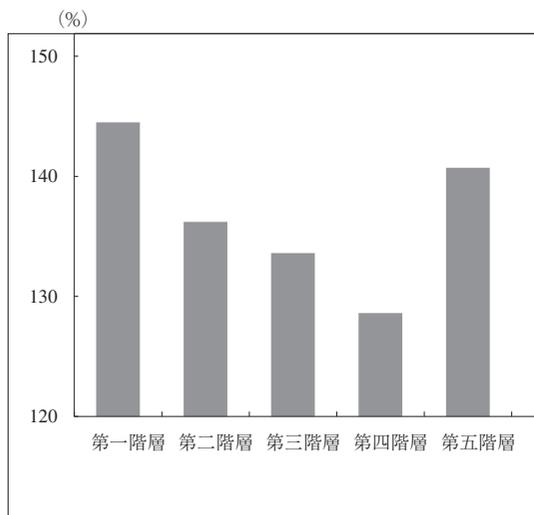
家計債務の増加が経済へ及ぼす影響として、金利上昇によって利払い負担が増加し、これが民間消費を抑制することが指摘出来る。

足元では、民間消費に大幅な減速はみられないものの、家計収入の伸びが15年9月以降大幅に鈍化している一方、家計支出に占める非消費支出（税金や年金、社会保険、利払いなど）の割合が約15%に達するなど上昇基調にあるため、消費余力は低下している。

所得を基に5つの所得分位に振り分けた所得階層別でみると、所得が最も低い第一階層では年収に対する負債の比率が全階層を上回る144%となっている（図表17）。次いで高いのは第五階層であるが、これは一般的に余剰資金による投資が多いことによる。第一階層には高齢者や一人世帯が多く、所得が伸び悩むなかでの負債の増加は消費の減速にとどまらず、社会的な問題にもつながりかねない。

他方、家計の返済負担（元金返済、利払いが平均収入に占める割合）をみると、12年以

図表17 所得階層別の負債年収比率（2016年）



(注) 負債年収比率=総負債/年間収入。  
 (資料) 韓国統計庁、KOSISを基に日本総合研究所作成

降、全体平均は一貫して上昇傾向が続き、16年には20%を超えており、負担の増加が顕著となっている。

所得階層別では、16年に第一以外の階層で上昇している。所得水準が上位である第四、第五階層の上昇に対しては過度な懸念は不要といえるが、第二、第三階層の水準が全体平均の水準を上回っていることに注意が必要である。

なお、全家計ベースでは、返済負担の平均は16年に21.9%となっているが、負債を保有する家計だけでみれば、27.0%と既に収入の4分の1を上回っている。このため、返済負担が増加すれば、高額な耐久財やサービスなどの消費に影響が現れると予想される（注10）。

また、不動産の価格動向も間接的に消費に影響を与える。韓国の家計の資産構成は約7割を不動産が占めており、価格が下落に転じた場合、消費者マインドの低下や担保価格割れが生じることにより、消費にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。

家計の返済不能が増加すれば、銀行をはじめとした金融機関の健全性にも影響を与える（この点は、3. の企業債務のなかで触れる）。

家計債務についてはIMFやOECDからもリスク管理が求められており、次期政権にとっても、引き続き重要な政策課題となろう。こうした一方、ポピュリズム的な政策が出てくるのが懸念される。債務返済の負担増大と所得雇用環境の改善の遅れなどを背景に、国民の間に不満が高まっている。そうした不満を吸収する形で、安易な債務返済負担の軽減案が出てくる可能性がある。そうなればモラルハザードを生み出すだけでなく、財政の健全性を損なうことになりかねない（この点は4. で改めて触れる）。

(注9) 集団ローンとは、マンション建設前に建設会社が分譲権を売り出した際、銀行が建設会社と契約を締結し、購入希望者全員に同一の条件で融資を行うものである。借り手にとって、簡単な手続きによって低金利で借入れられる一方、銀行側にとっても、住宅土地保証機構などの保証機関による保証があるため、審査等も簡便であった。今後は、韓国住宅金融公社や住宅都市機構による保証率をこれまでの100%から90%に引き下げるほか、従来一人で数件受けることが出来ていた保証の数を2件までと厳格化し、銀行にもリスクを負わせることで管理体制の強化を図る方針である。

(注10) 現代経済研究所의 주원·조규림·김수형 [2016] は、流動性制約緩和効果の減少と返済負担増加効果の増大によって、17年は家計消費を0.63%ポイント押し下げると分析している。従属変数を家計消費増加率、説

明変数をGNI増加率、家計負債増加率、負債の所得対比率の増分、市場金利増加分としたモデル。

また、同レポートによれば、第一階層に対する貸出しのうち消費目的の貸出しは51.3%になっており（全体は34.1%）、生活資金を得るために借金をしていることが示されている。

### 3. 企業・産業の構造調整

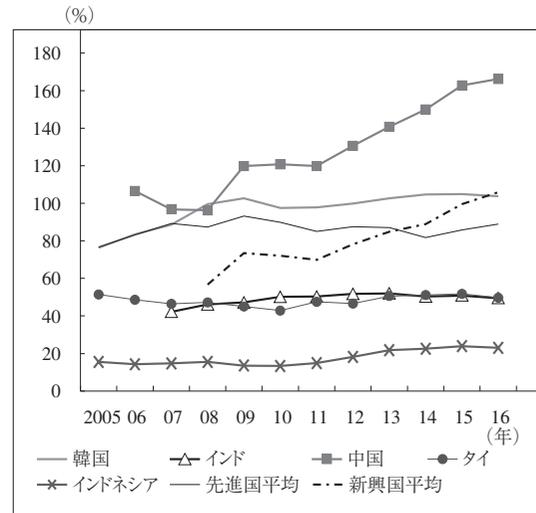
家計債務のほかに、景気悪化に伴い急増した企業債務対策も重要になっている。以下では企業債務の現状と構造調整の動きを整理したうえで、金融機関への影響について考察する。

#### (1) 景気悪化で急増した債務

国際決済銀行の統計によれば、韓国では5%前後の成長が続いた2000年代に企業債務が増加し、新興国平均・先進国平均をともに上回る水準が続いてきた（図表18）。近年概ね横ばいで推移したことにより、韓国の非金融企業債務の対GDP比は100%超と、新興国平均の水準になっている（注11）。このように企業債務が高止まりしていることが、家計債務とならぶリスク要因になっている。

商業銀行・専門銀行の企業向け貸出は、過去の景気拡大期には大幅に増加した。貸出残高は総じて増加傾向が続いており、10年以降は運転資金貸出の伸びが低下する一方、設備投資向け資金がコンスタントに増加している（図表19）。好況業種での旺盛な需要、設備投資減税や加速度償却などの景気刺激策を

図表18 非金融企業債務の対GDP比率

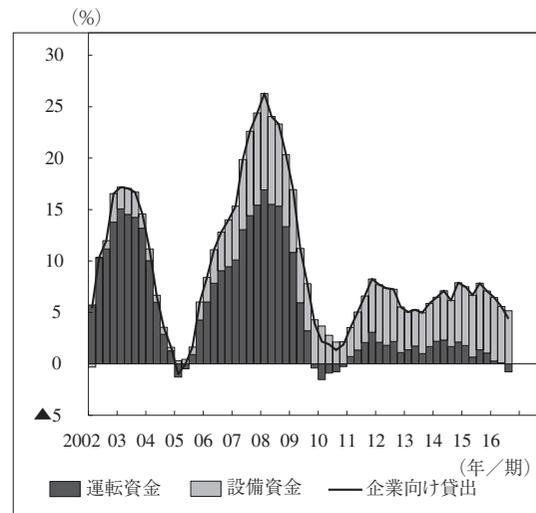


（注1）先進国は、日本、アメリカ、ユーロ圏、イギリスなど。新興国は中国、インド、ASEAN諸国、ロシア、南米、南アフリカなど。

（注2）2016年は9月末時点の数値。

（資料）Bank for International Settlements

図表19 企業向け貸出残高の用途別寄与度（前年同期比）



（資料）金融監督院

受けて、事業拡大や競争力強化を目的とした投資が行われてきたためである。

しかし、投資の拡大が続いた一方、近年は景気減速や中国企業台頭の影響で売上および企業収益が減少したことにより、過剰設備と過剰債務を抱える企業が増加した。

とりわけ、景気変動の影響を受けやすい業種で、債務が顕著に増加した。製造業（16年9月時点で全産業向け貸出の38.2%）向け貸出しを05年12月と16年9月の二時点で比較すると、繊維や通信機器向けの割合が低下したのに対して、鉄鋼などの金属製品や造船を含むその他輸送機械向けの割合が上昇した（図表20）。非製造業では、海運を含む輸送業が全産業に占める割合が2.5%から3.0%、

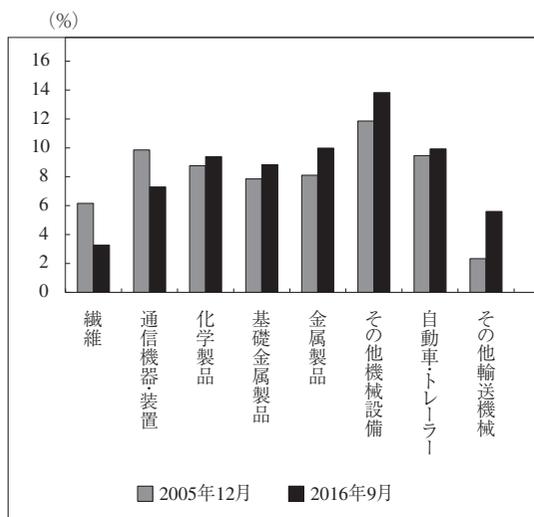
不動産業が12.7%から18.1%へ上昇している。

企業債務が増加する一方、11年半ば以降、企業の倒産件数は一貫して減少傾向をたどっている。倒産件数は、2000～09年までの四半期平均の973件を大きく下回る水準が続いている。2000年代前半の景気減速時やリーマン・ショック時に、収益体質が弱い企業が一掃された結果ともいえるが、本来であれば倒産するはずの企業が倒産していない可能性も考えられる。

実質的には経営が破たんしているにもかかわらず、政府や銀行の支援によって操業を続けている企業は「ゾンビ企業」と呼ばれている。その存在を裏づけるかのように、11年以降、利払いを営業利益で賄えない、いわゆるインタレスト・カバレッジ・レシオ（注12）が1を下回る企業数が増加した（図表21）。

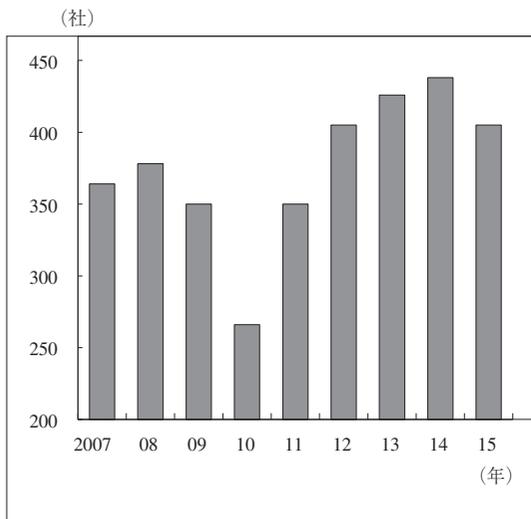
15年決算では減少したものの、金融危機後を上回る水準で推移している。また、15年の決算データを用いて、上場企業のうち売上高上位1,000社（注13）をみると、少なくとも81社が3年連続でインタレスト・カバレッジ・レシオが1を下回る水準にある。内訳では、金属や化学などの素材関連業種が30社、建設業が7社となっているほか、海運業が2社、造船業も1社となっている。これらの企業では債務の返済が困難となっており、政府や金融機関の支援を受けてなんとか事業を存続しているため、新たな企業債務の増加や、支援打ち切りにより不良債権化する恐れがあ

図表20 製造業向け貸出に占める業種別割合の変化



(資料) 韓国銀行を基に日本総合研究所作成

図表21 インタレスト・カバレッジ・レシオ  
1以下の企業数



(注) 上場企業のうち、2007年以降でデータが欠損していない1,467社を参照し作成。インタレスト・カバレッジ・レシオが1を下回った企業数を抽出。  
(資料) SPEEDAの各社決算データを基に日本総合研究所作成

る(注14)。

こうした状況下、政府は構造調整の取り組みを強化している。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、不採算事業からの撤退や譲渡、業界内での再編により、企業の健全性や競争力を高めることである。

具体的には、融資額が500億ウォンを超える大企業は企業構造調整促進法を基に、500億ウォン以下の中小企業は債権銀行協約に基づいて進められる。

まず、債権銀行が企業の財務状況を信用リスクに基づいて評価し、A～Dのランクに分

図表22 構造調整対象企業数

		2013年	2014年	2015年	2016年
大企業	Cランク	27	11	27	13
	Dランク	13	23	27	19
	計	40	34	54	32
中小企業	Cランク	54	54	70	71
	Dランク	58	71	105	105
	計	112	125	175	176

(資料) 金融監督院 2016年8月8日「大企業信用リスク調査」、12月7日「中小企業信用リスク調査」を基に日本総合研究所作成

類する。一般的にA、Bは正常企業と判断され、C、D以下が構造調整対象企業となる。分類基準としては、Cは支払い不能など破綻懸念のある企業のうち、経営正常化の可能性があるものとされ、債権団とともに企業のワークアウト(財務等の改善作業)を行う。これに対して、Dは経営再建が不可能とされるもので、企業清算や法定管理下(日本の民事再生に相当)となる手続きに移行する。

近年の構造調整対象企業数をみると、16年は大企業が前年の54件から32件に減少した一方、中小企業は176件と前年の175件からほぼ横ばいとなっている(図表22)。大企業では、15年の中国経済減速の影響が一巡したほか、個別で進めていた構造調整が奏功するなど一定の進展があるのに対して、中小企業では国内市場向けの売上減少に加えて、大企業向けの出荷や過剰供給による価格低下などの影響を受け収益性の改善が遅れている。また業種別にみると、大企業では、対象企業が造船、

図表23 大企業・業種別構造調整対象企業数

業種		造船	建設	電子	海運	鉄鋼	石油化学	その他	合計
2016	Cランク	1	3	-	2	1	-	6	13
	Dランク	5	3	5	1	-	1	4	19
	合計	6	6	5	3	1	1	10	32

(資料) 金融監督院 2016年8月8日「大企業信用リスク調査」を基に日本総合研究所作成

海運や鉄鋼などの業種に集中している(図表23)。一方、元々財務体質が弱い中小企業では、金属加工業のほか、電子部品など様々な業種に広がっている。

足元では全体の対象企業数の増加には一服がみられるため、家計債務と比較すれば、企業債務は最悪期を脱したと評価出来るが、輸出の先行きや国内政治のゆくえに不透明感が強まっているため、企業の構造調整やそれらが与える影響を引き続き注視していく必要がある。

つぎに、構造調整の進展、とりわけ注目が集まる海運と造船の現状に触れたうえで、それに対する政府の取り組みをみていこう。

## (2) 構造調整の進展状況

不況業種の業績悪化に歯止めがかかっていない状況下、政府は16年4月に企業の構造調整計画を新たに打ち出した(図表24)。構造調整が必要とされる企業を、業種を基に三つに分け、それぞれの方針に沿って構造調整を進めていくことにした。

トラック1および2に関しては、これまで政府が行ってきた企業構造調整促進法に基づ

図表24 2016年4月発表の構造調整案

トラック1	トラック2	トラック3
景気敏感業種 (造船・海運)	主要債務グループ・ 個別企業	過剰供給業種 (鉄鋼・石油化学)
推進主体		
政府・債権団	金融監督院・債権団 (企業構造調整法に 基づく)	各省庁・個々の企業 (企業活力向上特別 法に基づく)
主な内容		
政府内協議体の議論を通じて基本的な構造調整の方向を決定し、その方針に沿って債権団が個々の企業の構造調整に取り組む。	財務構造評価を行い、改善や苦情を締結する。また、個別企業の信用リスク評価を行い、経営正常化または迅速な整理を行う。方法は、自律協約(債権団による共同管理)やワークアウト、再生手続きなど。	M&A、設備削減などの事業再編を通じた予防的な構造改革を行う。自律コンサルティングを受け、主管省庁などの承認により、租税や金融、研究開発費などのサポートを受ける。

(資料) 金融委員会 2016年4月26日「企業構造改革案」を基に日本総合研究所作成

く手順と変わらないが、トラック3は、景気に左右される業種のうち、造船・海運ほど深刻ではない鉄鋼・石油化学などは、企業活力向上特別法(16年8月制定)に基づいて改革を進めていくことになった。97年の金融危機時の構造調整においては、政府が主導したが、今回の局面では企業の自主的な再編に委ねている。

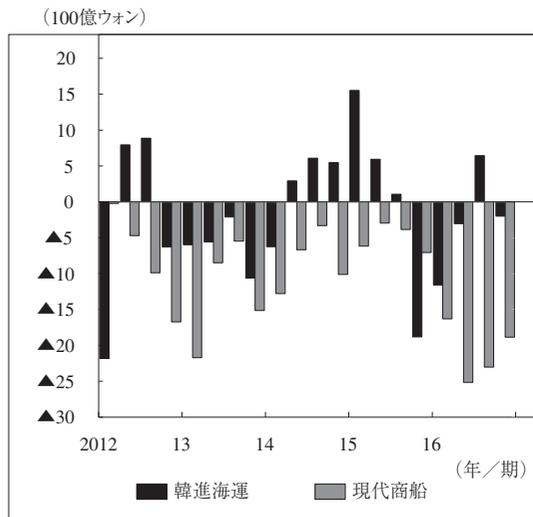
トラック1の指定業種となっている造船・

海運業の業績をみていこう。主要海運企業の業績をみると、総じて低迷が続いている（図表25）。現代商船は、15年半ばにかけて営業赤字は縮小したものの、足元では再び拡大している。海運不況の背景には、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高い船舶賃借料、④船舶の過剰生産による競争の激化、が指摘される。また、積み船の運賃を示すバルチック海運指数は16年入り以降上昇基調から再度低下に転じるなど一進一退の状況が続いており（図表26）、船舶余剰の解消には時間を要するとみられる。これらを踏まえれば、大幅な持ち直しは期待しにくい状況にあ

る（注15）。

世界的な海運不況を受けて、造船業でも14年以降、赤字に転落する企業が現れた（図表27）。とりわけ、15年入り後は大幅な赤字を各社とも計上し、業績の低迷が顕著となった。16年以降、落ち込みは緩和されたものの、世界的な船舶需要が低迷し、新規受注は数件程度にとどまっている。新規受注による売上増加が限定的となるなか、直近2～3年の受注でなんとかしのぐ状況が続いている。背景には、かつての大口取引先であった中国が自国造船企業へ発注を集中させたほか、円安によって日本企業の競争力が回復したことが指摘出来る。

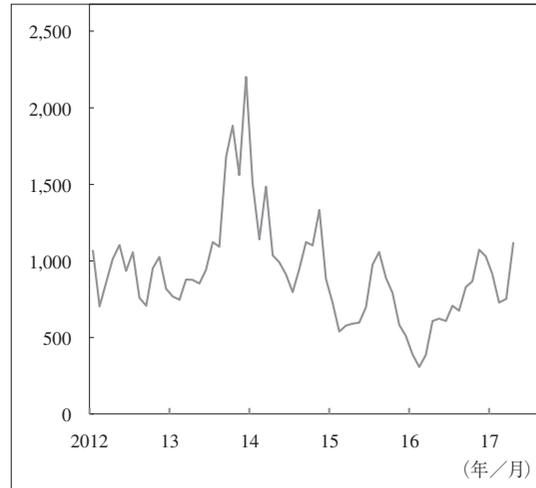
図表25 主要海運企業の営業利益



(注) 韓進海運は脚注にある通り、2月に破産宣告を受けたが、16年10～12月期までの決算を基に記載。  
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

図表26 バルチック海運指数（月中平均）

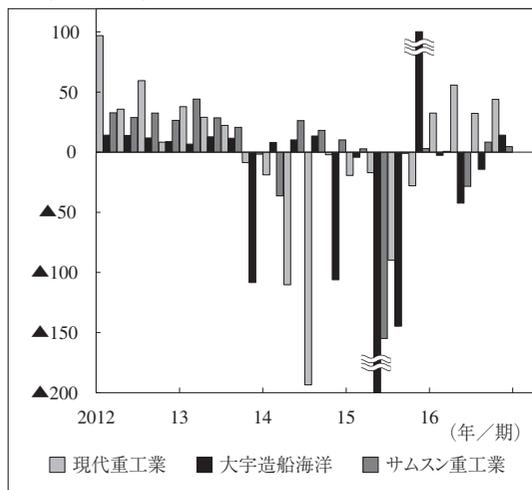
(1985年1月4日=100)



(注1) バルチック海運指数は、イギリス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（1,000）として指数化したもの。  
(注2) 数値は、月中平均。  
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

図表27 主要造船企業の営業利益

(100億ウォン)



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

厳しい状況が続くなかで、政府は16年10月末に造船・海運業の競争力強化の方針を発表した。造船業に関しては、設備や非中核事業資産の売却支援や不当な低価格受注の回避支援のほか、20年までに250隻（約11兆ウォン）の政府発注、各社の強みを生かした経営資源の集中による事業効率化や、環境配慮型・スマート船舶などの新市場への進出などの内容が示された。

海運業に関しては、輸送会社と用船会社との連携の推進に加え、港湾の開発、新規船舶取得のための6.5兆ウォンの資金援助が打ち出されている。ただし、具体的に効果を発揮するものは今のところ政府の資金援助に限られるとみられる。

造船業では、経営統合や一段の事業効率化が不可避となっている。海運では、船舶量の抑制、韓進海運の経営資産の活用やグローバル海運会社との連携強化など、これまで以上の改革を遂行していく必要がある。今後、これらの業種では、構造調整の進展により数万人の人員調整が生じるとみられ、解雇への保障や転職への支援といった政府による下支えが重要となる。

他方、不況業種とみられていた鉄鋼や石油化学では、徐々に業績が上向きつつある。ポスコでは、不採算事業の整理やプレミアム製品比率の引き上げなどに加え、鉄鋼市況の改善も業績改善につながっている。

以上のように、構造調整の進展は業種によって明暗がわかれており、不況業種では根本的な解決には至っていない。次期政権においても構造調整を進めていく必要があるが、野党政権の誕生で改革が遅れる可能性がある。

### (3) 懸念される金融機関の健全性

家計や企業の返済能力の低下は、金融機関に直接的な影響を及ぼす。リーマン・ショックに代表されるグローバルな金融危機後、金融規制が強化され、銀行はバーゼル規制（注16）によって自己資本比率の一定水準の引き上げが求められている。家計の返済能力の低下や構造調整の遅れなどにより、貸出債権が不良資産化すれば、金融機関の財務の健全性が大幅に低下する恐れがある。

民間銀行、政府系銀行それぞれの貸出残高の推移をみると、足元では鈍化傾向にあるものの、13年以降増加基調が続いている（図表28）。政府系銀行の伸びが民間銀行の伸びを上回っているのが特徴的である。民間銀行が構造調整に合わせて不良債権処理を推し進めると同時に、貸出を慎重化したのに対して、政府系銀行が景気対策もあり、民間銀行に代わって貸出を増加させてきたことによる。

このことが影響して、銀行の貸出債権のうち、固定（延滞期間が90日超の債権）以下の与信比率が13年半ば以降、民間銀行と政府系銀行で大きく乖離している（図表29）。政府系銀行では、海運業をはじめとした不況業種

向け債権の分類基準の変更により、15年10～12月期には2.9%と08年の金融危機を上回る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、今後の不良債権の増加に備え、16年6月に資本拡充策（11兆ウォン規模のファンド設立）が発表された（注17）。

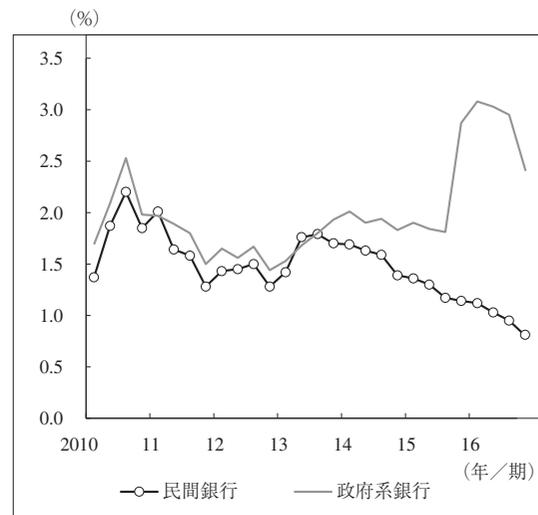
13年以降、輸出の不振が続いていることもあり大企業向けの貸出態度指数（今後貸出を緩和する金融機関数－今後貸出を厳格化させる金融機関数）が低下している（図表30）。また、大企業の業績悪化の影響もあり、中小企業向けも15年後半以降急速に低下し、判断の分かれ目となる0を大幅に下回る状況が続

図表28 貸出残高（前年同期比）



（資料）金融監督院

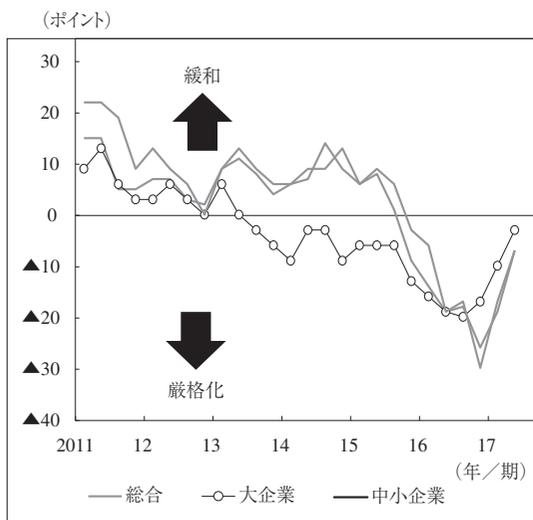
図表29 銀行の固定以下与信比率



（注）「固定」とは「延滞期間90日超の債権」

（資料）金融監督院

図表30 金融機関の貸出態度指数



(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

いている。

16年12月を底に大企業・中小企業ともやや持ち直したが、経済の先行きに関する不確実性が増しているため、貸出態度が軟化するまで時間を要する見込みである。

つぎに、国内経済分野以外のリスク要因について検討していくことにする。

(注11) 新興国のうち、非金融企業債務の対名目GDP比が韓国を上回る国は、チリ、中国、香港、シンガポールであり、近年の新興国平均の急上昇は中国がけん引していると考えられる。

(注12) インタレスト・カバレッジ・レシオ = (営業利益 + 受取利息・配当金) / (支払利息・割引料) で表され、1倍を下回っていると、本業の利益で利払いを賄っていないことを意味する。

(注13) SPEEDAの企業決算データを基に売上高上位1,000社を抽出。このうち、決算データが欠損している企業は除いている。

(注14) 2016年の7～9月期の決算データを基にしたインタレスト・カバレッジ・レシオが1を下回る企業数は468社と、本業

の収益により利払いが出来ていない企業は一時的なものも含めて、高水準であることがわかる。なお、15年1～3月期から16年7～9月期までの決算でデータ欠落のない1,581社を対象として算出。

(注15) 海運業においては、既に構造調整に失敗した例も生じている。韓進海運では、16年4月以降、自律協約が申請されていたものの、資金調達の見途などの折り合いがつかず、16年8月末に資金支援を中断され、法定管理となった。その後は、再生手続きに移っていたが再生の見込みも立たないことから2月17日に裁判所により破産が宣告された。

(注16) 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、アメリカ、EUといった先進国を中心とした28カ国。13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19年まで段階的に引き上げられる。

(注17) 2018年末を期限とし、構造調整関連の資金が必要なたびに一時的に資金を融通。毎年末に支援の方向性を見直し。

## 4. 浮上する G2 リスクと国政リスク

4. では、国外リスク要因 (トランプ政権の通商政策とTHAAD配備決定後の中国による報復) について触れた後、これまでの議論を踏まえ、国政リスクについて検討する。

### (1) 懸念されるアメリカ第一主義の影響

アメリカの貿易政策が国益を優先したバイラテラリズム (二国間主義) へ向かいだした。トランプ大統領は1月23日にTPPから離脱するための大統領令に署名したほか、NAFTAの再交渉を開始すると表明した。3月上旬には、アメリカの新しい貿易政策がUSTR (アメリカ合衆国通商代表部) から「2017 Trade Policy Agenda」として発表された (注18)。

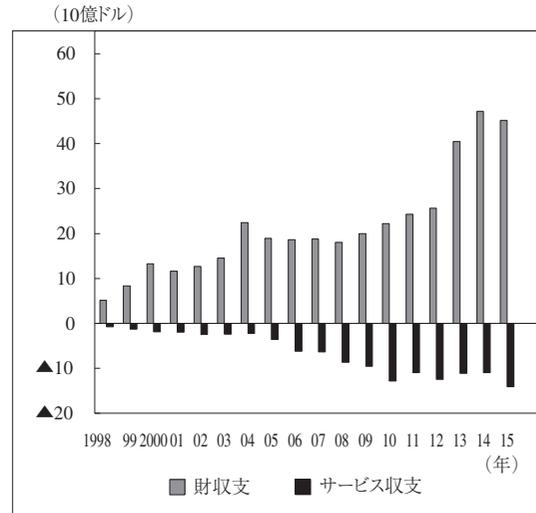
韓国への影響として、対米貿易不均衡の是正圧力が強まること、中国への経済制裁の実施に伴い対中輸出が減少すること、NAFTAの見直しで韓国企業のメキシコ事業が打撃を受けること、などが生じる恐れがある。以下、それぞれについてみていこう。

①対米貿易不均衡の是正圧力

トランプ大統領は選挙期間中に「韓米FTAは壊れた約束で、雇用を殺す災難を招く協定である」、「韓米FTAによって10万人分の雇用が喪失した」と主張した。この主張に必ずしも客観的な根拠があるとはいえないが(注19)、トランプ大統領が韓米FTA(12年3月15日発効)に対して強い不満を抱いている背景に、両国間の貿易不均衡の拡大がある。韓米FTA発効後の貿易収支(国際収支ベース)の推移をみると(図表31)、韓国の財収支の黒字額は13年、14年と急拡大したが、15年は前年をやや下回った(注20)。また、サービス収支は韓国側の赤字が続いており、15年には赤字額が増加した。このため、足元では不均衡が拡大しているとはいえないが、FTA発効前と比較して拡大したのは事実である。

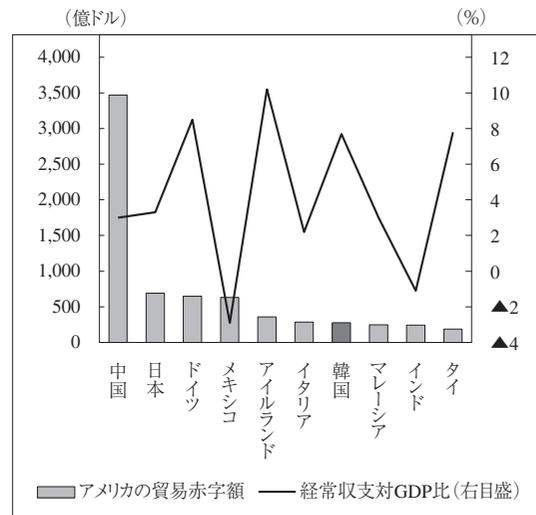
大統領当選後、韓米FTAについての言及がなかったこと、2017年1月にマティス国防長官が来韓した際に、韓米同盟の重要性が再確認されたこと、さらにアメリカの貿易赤字の多くが対中貿易であることなどから(図表32)、韓国に対して通商面でさほど強硬な姿勢をみせないのではないかという期待が

図表31 韓国の対米貿易収支



(資料) Korea Statistical Information Service

図表32 アメリカの貿易赤字 (2016年)



(注) 経常収支は2015年。  
 (資料) アメリカ商務省、U.S. Census Bureau、IMF World Economic Outlook 2016年10月

あった。しかし、その期待を打ち消すかのよう  
に、3月上旬に発表された「2017 Trade  
Policy Agenda」では、韓米FTAに関して、11  
年から16年の間にアメリカの韓国への輸出額  
が12億ドル減少したのに対して、輸入額は  
130億ドル増え、これはアメリカ国民がこの  
協定から期待した成果ではないと記された。

このため、今後貿易不均衡が顕著な自動車  
や鉄鋼などを中心に不均衡是正への圧力や、  
アメリカが比較優位にある金融・サービス・  
法律などの分野で市場開放圧力が強まると  
が予想される。

また最近、韓国が為替操作国に認定される  
のではないかと憶測が飛び交っている。ア  
メリカでは財務省が毎年2回、議会に対して  
為替操作報告書を提出している。為替操作国  
に認定されると、二国間協議が実施され、為  
替の切り上げや関税の引き上げなどの制裁を  
受ける可能性がある。①対米貿易黒字が200  
億ドル以上、②経常黒字がGDPの3%以上、  
③1年間における為替介入の規模がGDPの  
2%以上という3基準をすべて満たすと、為  
替操作国に認定され、二つで監視リストに入  
る。ちなみに16年10月の報告書では、韓国は  
中国、日本、台湾、ドイツ、スイスとともに  
監視リストに入っている。韓国は為替操作国  
に認定を受けないように、投資の拡大により  
経常黒字を削減するとともに、不必要な為替  
介入を避けていくことが必要であろう。為替  
レートに関しては、IMF [2016] も柔軟性を

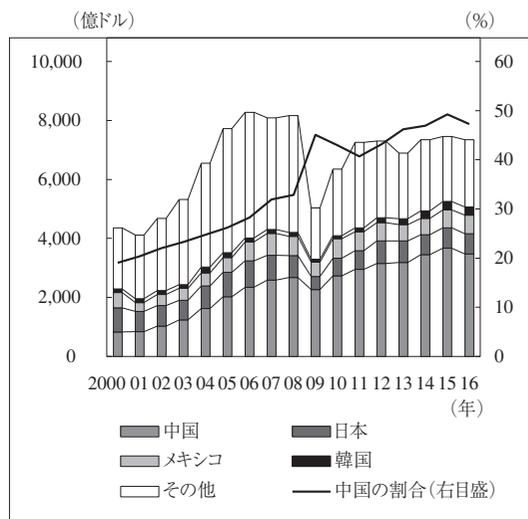
維持して、通貨当局の恒常的・一方的な介入  
を避けるべきと勧告している。

## ②対中経済制裁

つぎは、中国への経済制裁の実施に伴う影  
響である。アメリカの最大の貿易赤字国が  
2000年に日本から中国に代わった。その後、  
アメリカの貿易赤字額全体に占める中国の割  
合は上昇し続けて(図表33)、15年に過去最  
高の49.2%と(16年は47.3%)、約半分を占め  
るようになった。

中国の経常収支の対GDP比率は3%未満で  
あるため、現行基準では為替操作国に認定さ  
れることはないが、トランプ大統領が、①中国  
は人民元を意図的に安くして輸出を増やし、

図表33 アメリカの貿易赤字(主要相手国別)  
の推移



(資料) アメリカ商務省、U.S. Census Bureau

アメリカの雇用を奪っているとの批判を繰り返していること、②国家通商会議のトップに対中強硬派のナバロ氏を指名したこと、③北朝鮮への制裁に関する中国の対応に不満をもっていることなどから、中国に経済制裁を科す可能性は否定出来ない。ただし、中国政府も今後首脳会談や米中戦略経済対話などを通じて、制裁を回避する努力をしていく可能性はある。

1. で触れたように、韓国の対中輸出の多くが中間財であるため、アメリカ政府が中国に経済制裁を科せば、韓国の対中輸出も影響を受けることになろう。

### ③NAFTAの見直し

NAFTAの再交渉やメキシコ製品に対する関税の大幅引き上げも、韓国経済ないし韓国企業にとって無縁ではない。というのは近年、韓国企業がメキシコでの事業を拡大しており、韓国からメキシコへの輸出も増加しているからである。

とくにメキシコでは近年自動車産業が急成長し、16年時点の生産台数は350万台強で、中国、アメリカ、日本、ドイツ、インド、韓国に次ぐ世界7位になった。NAFTAの発効に伴い、生産コストの低いメキシコが北米市場向け輸出拠点として注目され、世界の有力自動車メーカーが相次いで生産拠点を設けたことによる。

メキシコにおける自動車生産拡大に伴い、韓国から自動車部品の輸出が増加している。

これには、韓国の自動車部品企業が現代自動車グループ以外との取引を増やしていることも関係している。韓国のメキシコへの輸出全体に占める自動車部品の割合は05年の1.1%から13年に7.2%、16年には14.1%へ上昇した。16年に急増したのは、起亜自動車の生産が5月に開始したことによる。起亜自動車は16年に10万台程度を生産し、17年以降30万台にまで増加させる計画である。

また、ポスコは09年に、他のメーカーに先駆け、溶融亜鉛メッキ鋼板の生産を開始した。韓国から冷延鋼板を輸入して現地で加工（冷延鋼板を高温で溶けた亜鉛の中につけて付着させる）し、日産、ホンダなどの日系企業を含む外資系企業に供給している。

このように、NAFTAの見直しやメキシコ製品に対する関税率の大幅引き上げが生じれば、メキシコで事業展開している韓国企業は大きな影響を受けることになる。

アメリカ第一主義を掲げるトランプ政権の通商政策を警戒する一方、企業には「アメリカでの生産、アメリカ人の雇用」を求める動きへの対応が迫られている。

現代自動車グループは17年1月17日、今後5年間にアメリカで、エコカー、自動走行車など次世代自動車の新技術開発に関する研究開発投資、既存工場での新車種の生産、環境改善などの分野で31億ドルの投資を行うことを発表した。また、サムスン電子もアメリカで家電製品（冷蔵庫や洗濯機など）の生産を

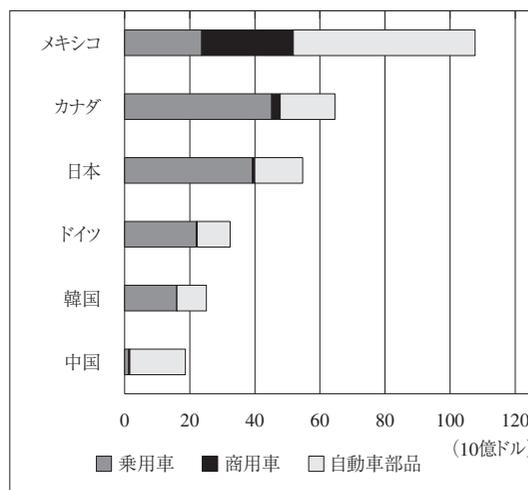
検討し出した。

こうしたなかで、LG電子はテネシー州に洗濯機（ドラム式と水流式）工場を新設することを決定し、2月末にテネシー州政府と工場新設に関する覚書を交わした。総投資金額は約2.5億ドルで、19年4～6月期から生産を開始する計画（年間100万台）である（注21）。洗濯機は現在メキシコで生産し、アメリカへ輸出している。

以上のような韓国企業の動きを踏まえると、韓国企業によるアメリカでの現地生産の動きが今後広がっていくことが予想される。今後の注目点は現代自動車グループの動きである。韓国側の統計（通関ベース）によれば、16年の韓国の対米貿易黒字額は232.5億ドルであり、自動車分野だけで197.1億ドルの黒字を計上した。アメリカ側の統計でも、自動車分野の赤字相手国として、韓国はメキシコ、カナダ、日本、ドイツについて多い（図表34）。

今後の二国間交渉の場において、アメリカ政府が自動車分野での不均衡是正を目的に、韓国に対して現地生産の拡大、輸入拡大、非関税障壁の撤廃などを強く求めてくる可能性が高い。この点に関して問題になるのが、現代自動車グループでは労働組合との間で国内の最低生産台数を維持することを決めていることである。

図表34 アメリカの自動車関連貿易収支



（資料）アメリカ商務省、U.S. Census Bureau

## (2) 拡大する中国の経済報復

トランプ政権の通商政策への懸念に加えて、輸出環境を不透明にしているのがTHAADの配備決定後の中国による経済報復である。中国政府は自国の安全保障を害するとの理由で、韓国政府にTHAAD配備の中止を迫っている。その一方、16年秋頃から中国での韓流（コンサート、ドラマ、映画などのコンテンツ）の制限や食品、化粧品に対する通関不許可（規制強化や新たな品質規定の設定などによる）などが報道されるようになった。

とくに3月7日にTHAADのシステムが配備され始めて以降、報復措置がエスカレートしている。土地を提供したロッテグループが

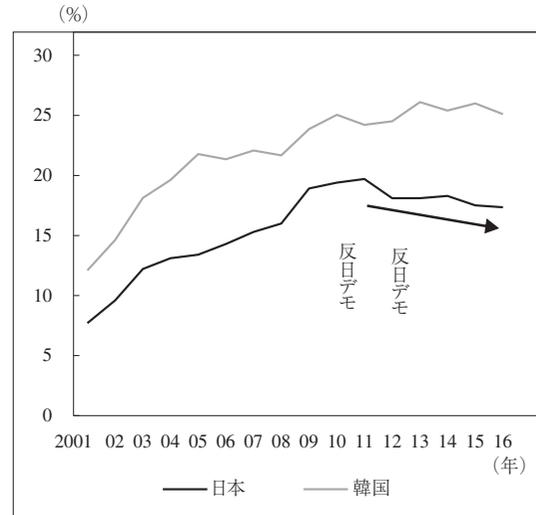
中国で展開しているロッテマートのうち55店舗を、消防上の理由で営業停止にしたほか(3月9日現在)、自国の旅行代理店に対し団体客の韓国ツアーの販売自粛を命じたと報道されている(注22)。実際、韓国のロッテワールドでは中国からの観光客数が減少している(注23)。

また、人民日報の海外版ソーシャルメディアや人民日報の姉妹版である環球時報では韓国との断交、韓国製品の中国からの追放という表現まで登場している。こうしたエスカレートする動きに対して、中国国内でも自制を促す意見も表れ始めているが、次期政権にTHAAD配備の中止を求める圧力は続くであろう。

KDBリサーチ(韓国産業銀行経済研究所)は17年3月20日、現在の状況が続いた場合に韓国の経済損失が17年に100億ドル(免税店・観光売上74億ドル、主要製造業の売上26億ドル)、中国の報復措置が強化された場合には200億ドル(免税店・観光売上が117億ドル、主要製造業の売上83億ドル弱の損失)に及ぶとの試算を発表した(注24)。

このようにチャイナリスクが高まったことにより、今後韓国企業の「脱中国」の動きが強まることが予想される(注25)。対中輸出依存度は13年に過去最高の26.1%へ上昇した。その後、中国向けが3年連続で減少した一方、ベトナム向けの増加やアメリカ向けの復調などにより、16年に25.1%へ低下した。

図表35 韓国と日本の対中輸出依存度



(資料) 韓国貿易協会データベース、財務省貿易統計

中国の成長減速や中国リスクの高まりを受けて、韓国の対中輸出は当面低調に推移していく可能性が高いため、対中輸出依存度は今後さらに低下していく可能性が高い

ちなみに、日本の対中輸出依存度は、中国での生産コスト上昇と12年の大規模な反日デモを契機に「チャイナ+1」の動きが広がった結果、11年の19.7%から16年に17.7%へ低下した(図表35)。

### (3) 大統領選挙と国政リスク

3月10日、憲法裁判所が朴槿恵大統領の弾劾は妥当との決定を下したことにより、同大統領は罷免された。棄却した場合に予想された不確実性がなくなったものの、新たな不確

実性が生じたといえる。

国内外の関心はいまや次期大統領選挙（5月9日実施）に移った。その有力候補に関する各種世論調査によれば、野党である「共に民主党」の文在寅（ムン・ジェイン）候補が優位に立っている。今後新たな動きが出てくる可能性があるため（注26）、選挙のゆくえを予想するのは時期尚早だが、仮に同氏が勝利した場合、以下のことが指摘出来る。

一つは、外交・安全保障政策で難しい選択を迫られることである。次期大統領には、北朝鮮の核開発疑惑と挑発行動にどう対応するのか、THAAD配備を進めるのか見直すのか、対米・対中関係をどう進めていくのか、相互に関係するこれらの問題に対して、明確な方針を示すことが求められている。しかし、現時点で文在寅候補の考えははっきりとしない。

中国との関係改善を進めるには、中国側からのTHAAD配備中止要求を受け入れる必要がある。また、文在寅候補は北朝鮮に対して基本的に融和路線（対話重視、開城工業団地の再開）の立場をとっているため、朴槿恵政権が進めてきた外交政策を転換する可能性は否定出来ない。そうなれば韓米同盟に亀裂が生じる。

他方、韓米同盟に基づいてTHAAD配備の継続を決定すれば、中国との関係が悪化し、報復措置が一段とエスカレートする可能性がある。また国内では、「共に民主党」内や文在寅候補を支持した人々からの反発が強ま

り（図表36）、求心力が一気に低下していく恐れがある。

もう一つは、経済政策において、ポピュリズム（大衆迎合主義）的色彩が強まることが予想されることである。正式な選挙公約ではないものの、文在寅候補は大統領選挙に向けた公約の一つとして、青年失業問題の緩和のために、公共部門で80万人強の雇用を創出すると発表した。韓国の公共部門における就業者の割合がOECD諸国の平均を下回っており、増やす余地があるというのが理由である。

この点については、①必要な財源をどのように確保するかを明らかにしていないこと、②公共部門を肥大化させることにより、財政の健全性を損なう恐れがあること、③近年政府が進めてきた公共部門改革に逆行すること、などの問題点を指摘しておきたい。

ここで思い出されるのが、朴槿恵大統領が増税をしないで、高齢者に月20万ウォンの基

図表36 支持政党別のTHAADに対する考え

	現政府の計画通りに推進	現在の計画よりも迅速に推進	推進を遅らせるべき
全体	20.8	24.6	39.7
共に民主党	13	13.9	62.5
自由韓国党	35.1	51.3	7.7
国民の党	25.3	27.2	38
正しい政党	41.5	40.8	8.7

(注1) 網掛けは日本総合研究所。  
 (注2) 自由韓国党は保守系与党、正しい政党は保守系野党、共に民主党は進歩系野党、国民の党は中道系野党。  
 (資料) 서울 경제 2017/3/13

礎年金を支給すると公約したことである。結果的に財源が確保出来ず、所得上位30%には支給せず、残り70%に最大20万ウォンまで支給することになった。将来的に福祉関連支出を増やしていくためには、増税を含む負担の増加が必要となるが、財源をいかに確保し、どのような福祉社会をめざすのかに関しては、韓国では十分な議論がなされていない。

さらに、本稿で取り上げてきた家計債務や構造調整などの問題に対して、国民、労働者の痛みを和らげるという名目で、安易な債務軽減策や構造改革の先送り（レイオフの制限や追加融資など）などが実施される可能性がある（注27）。

経済政策では、財閥改革も争点の一つになるだろう。韓国で繰り返される政治と経済の癒着問題を解決するために、大統領制の見直し、癒着関係の根絶に向けた改革、大企業のガバナンス改革などを進めなければならないが、国民のなかにある「反財閥」ムードに乗っかり、財閥に対する規制が過度に強化され、経済活力を低下させる恐れがある。

今必要なことは、政府と大企業が改革に向けた社会的合意を取り結び、その改革を実現させる体制を整えることである。サムスングループをはじめとする財閥には、ガバナンス改革に率先して取り組むことが求められる。

(注18) トランプ政権の貿易政策やその背後にある考えには大きな問題がある。一つは、貿易赤字の要因を他国の不公正な貿易であるとしていることである。貿易収支とISギャップ（貯蓄率と投資率の差）には高い相関がある。

アメリカで貿易赤字が続く背景に、貯蓄率が投資率を下回っていることがあり、これには政府の財政赤字や家計の過剰貯蓄（過剰消費）が関係している。しかし、トランプ政権は貿易赤字を二国間貿易の枠組みのなかで捉え、それを外交問題にして、相手国に圧力をかける方針である。

- (注19) アメリカ商務省International Trade Administrationの「Jobs Supported by Export Destination,2015」によれば、アメリカの財輸出による雇用創出の多さで韓国は7番目である（カナダ、メキシコ、中国が上位）。
- (注20) 16年の国際収支ベースの対米貿易収支は未発表であるが、通関ベースの対米黒字額は前年を下回った。
- (注21) 韓国産業通商資源部「산업부 장관, LG-테네시주 투자 조인식 참석」2017年3月1日。
- (注22) アメリカ政府は3月7日、中国の通信機器メーカーのZTE社に対して、同社が違法に北朝鮮とイランへ輸出したという理由で約12億ドルの罰金を科すことを決定した。今回の措置に関しては、中国の韓国への経済制裁に対する警告との見方もある。
- (注23) The Korea Times, 「More Korean firms suffer THAAD retaliation」, 2017/03/09
- (注24) KDBリサーチ「사드배치와 한중관계 악화에 따른 산업별 영향」を参照。影響の大きい業界は化粧品、免税店、観光で、そのつぎに影響を受けるのは自動車、携帯電話、石油、石油化学、海運と分析している。
- (注25) 韓国企業の最近のグローバル事業展開に関しては、向山英彦 [2017] を参照されたい。
- (注26) 4月に入って以降、国民の党の安哲秀（アン・チョルス）候補が文在寅候補を急追している。
- (注27) 家計債務問題に関しては、家計債務総量規制を導入するほか、貸金業者の貸出金利の上限を現行の27.9%から25%に引き下げる構想を明らかにしている。このほか、債務の減免も検討していることが報じられている（『朝鮮日報』日本語版、2017年3月17日）。

## 結びに代えて

本稿では、韓国経済の先行きを不確実にしている国内、国外のリスク要因について分析した。これによって明らかになったことは、以下のように整理出来る。

- ①国内経済に関する最大のリスク要因は家計債務の増加である。今後アメリカの利上げに伴い国内金利が上昇し、返済負担

の増大と消費の抑制が生じる恐れがあるため、債務管理の強化と景気対策が求められている。

②企業部門では、不況業種を中心に構造調整が行われているが、海運・造船業は依然厳しい状況にあり、今後の動きを注視する必要がある。産業の再生に向けて構造調整を進める一方、それによる負の影響を最小限にすることが必要となる。

③国外の最大のリスク要因はトランプ政権下の通商政策のゆくえである。とくに韓米FTA発効後に拡大している貿易不均衡の是正圧力が強まる可能性が高いため、韓国政府・企業にはあらゆる状況を想定した対応が求められている。

こうした多くのリスク要因が登場するなかで、次期政権が外交・安全保障政策および経済政策の分野でどのような政策を進めていくかは、韓国の今後の方向を大きく左右する。しかし、それがまだはっきりと見通せないのが現状である。その意味で、これが目下の最大のリスク要因といっても過言ではない。

韓国が持続的成長を遂げるためには過度な中国依存を是正する一方、企業・産業の構造調整を図り、新たな成長動力を創出することが必要である。中国の急速なキャッチアップを目のあたりにすると、経済の革新に向けた取り組みの強化が急務である。このためには、大企業による新事業創出とベンチャー企業の創生を併行して進めていかなければならな

い。

次期政権がポピュリズムに陥ることなく、それが出来るのかが問われている。

本稿は、基本的に4月上旬時点で得られる情報を基に作成したものである。

#### 主要参考文献

1. 大嶋秀雄 [2014] 「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」日本総合研究所『Research Focus』2014年12月19日
2. 松田健太郎 [2016] 「企業債務が影を落とす韓国経済」日本総合研究所『Research Focus』2016年6月6日
3. 水島治郎 [2017] 『ポピュリズムとは何か』中公新書
4. 向山英彦 [2017] 「中国の新常態移行と韓国大企業—サムスン、現代自動車、ポスコの対応」JRILレビュー 2017, Vol.4, No.43

(英語)

5. Bank of Korea [2013] A Study on Mortgage Loan Borrowing Behavior of Korean Households: A Micro Perspective, BOK Working Paper No.2013-9, 19 April.
6. Bank of Korea [2016a] Annual Report, 30 June.
7. Bank of Korea [2016b] Financial Stability Report, December.
8. Financial Supervisory Service [2016] FSS Annual Report 2015, 16 December.
9. IMF [2016] Republic of Korea : 2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Korea, Country Report No.16/278
10. Jongsoo Shin [2017] Corporate Restructuring and its Macro Effects, IMF Working Paper, wp/17/17
11. Kim Jiseob [2016] Characteristics and Implications of Rising Household Debt: Pre-and Post-deregulation of Mortgage Loans, KDI Economic Outlook 2016-2nd Half, 7 December.
12. Korea Economic Institute [2013] The Impact of Household Debt on Korea's Economy and Society, 3 July.
13. Sung Chung [2016] China's Structural Change and the Impact on Korea's Industrial Growth, KDI FOCUS, Sep 22, 2016.
14. U.S. Department of the Treasury Office of the International Affairs [2016] Report to Congress, Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States, Oct 14, 2016.

(韓国語)

15. 김원기·윤여준 [2016] 미국 신(新) 행정부의 향후 정책방향 및 시사점, KIEP오늘의 세계경제 2016년 11월 9일 Vol. 16 No. 32.
16. 김형주·심순형 [2017] 트럼프노믹스 시대의 무역·투자 질서, LG경제연구원 (LGERI) 리포트 2017/2/13
17. 문병기, 류승민, 강내영 [2016] 최근의 수출 부진원인 분석 및 향후 전망, 한국무역협회
18. 문종철·신위뢰·윤우진·고준성·홍성인 [2016] 미 대선 이후 예상되는 경제정책 변화의 영향과 우리의 대응방안, KIET ISSUE PAPER 2016-416.
19. 박진우 [2016] 중국의 무역구조 변화와 시사점 (2000-2015), 한국무역협회 국제무역연구원 (IIT) Trade Focus 2016년 15호, 2016 April.
20. 신현수·민성환·김재덕·김정현 [2015] 한국 제조업의 해외생산과 수출의 관계 연구, 산업연구원, 2015/12.
21. 신현수 [2016] 우리나라의 수출회복 가능성 점검, KIET산업경제 산업포커스
22. 이근태 [2016] 중국의 감속성장이 우리경제에 주는 의미, LGERI 리포트 2016 6 22.
23. 이부형 [2016] 국내 산업 공동화, 어디까지 왔나?, 현대경제연구원 경제주평 16-26호, 2016/07/01
24. 이상진, 한혜린, 최준 [2012] 중국경제 성장정책 변화에 따른 우리 대중수출의 영향, BOK 이슈노트 ; 2012-9
25. 정민·조규림·오준범 [2017] 트럼프 보호무역주의 확산에 따른 한국 경제에 미치는 영향, 현대경제연구원 경제주평17-3호
26. 조희수 [2016] 미래 부실위험 높이는 가계부채, 현재 소비에는 플러스 요인, LG경제연구원
27. 주원·조규림·김수형 [2016] 가계부채가 소비에 미치는 영향- 2016년 하반기 이후 가계부채 부담으로 소비 감소, 현대경제연구원 경제주평16-46호 2016/11/18
28. 하준 [2015] 기업부실화 실태와 신속한 구조조정의 필요성, KIET산업경제,2015/12
29. 하준 [2016] 구조조정 및 사업재편 관련 해외 제도 비교 분석, KIET ISSUE PAPER 2016-407
30. 한국무역협회 국제무역연구원 (IIT) [2012] 한·중수교 20주년 대중국 수출의 성과와 과, Trade Focus 2012 May.
31. 한국무역협 국제무역연구원 (IIT) [2016a] TRADE BRIEF 2016.2.18. VOL.3
32. 한국무역협회 국제무역연구원 (IIT) [2016b] 2030 한국무역 미래비전, 선진화된 구조로 세계경제와 조화되는 한국무역
33. 한국무역협 국제무역연구원 (IIT) [2016c] 미국 대통령선거 및 의회 선거 결과와 시사점, Trade Focus 2016 Nov.

本稿は、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。  
 本稿は、作成日時時点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。