

通貨ニュース(2014 年 10 月 16 日)

韓国ウォン: 韓国中銀が 25bp の利下げを決定

- 15 日、韓国中銀は政策金利を 25bp 引き下げ、過去最低の 2.00% とすることを決定。また 2014、15 年の成長率・物価見通しを下方修正した。
- 主要輸出相手国であるアジア・ユーロ圏の景気減速や家計のバランスシート調整など韓国経済の先行きに対するリスクは依然としてダウンサイドに傾いている。
- 但し、過去 2 回の利下げや政府による経済政策の効果を見極める観点からも、政策金利は当面現行水準で据え置きとなる可能性が高い。
- 一方、ウォン相場については 9 月以降予想を超えるスピードで下落。中期的な見通しについても下振れリスクが高まっている。

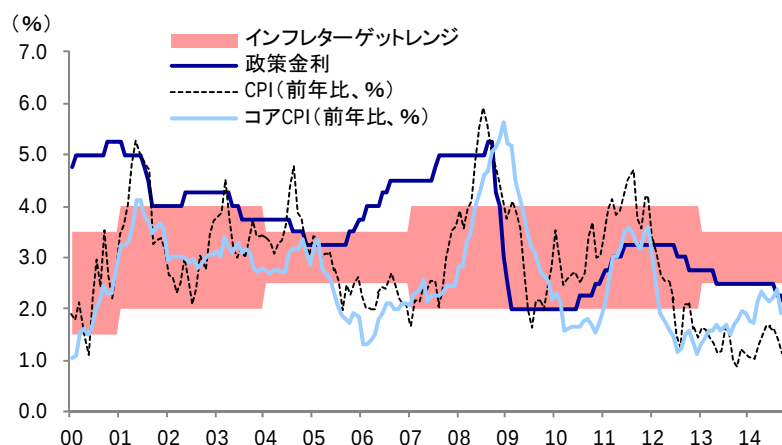
国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

政策金利は過去最低水準の 2.00% に

韓国中央銀行(BOK)は 15 日に開催された金融通貨委員会において政策金利を 25bp 引き下げ、過去最低水準である 2.00% とすることを決めた(図表 1)。ブルームバーグ調査ではエコノミスト 22 人中 13 人が利下げ(うち 1 名は 10bp、他は 25bp)を予想していた。なお、李柱烈(イ・ジュヨル)BOK 総裁によれば、決定は全会一致ではなく、1 名の委員は政策据え置きを主張した模様。一方で同時に公表された最新の経済見通しでは 2014、15 年の成長率見通しがそれぞれ 3.8%、4.0% から 3.5%、3.9% に、食料と燃料を除くコア物価見通しがそれぞれ 2.0%、2.7% から 1.7%、2.3% に下方修正された。

声明文では世界経済についてユーロ圏経済の現状判断に関する表現が下方修正された。片や国内経済については輸出の増加基調が継続し、消費も幾分回復したとしながらも経済主体のセンチメントの回復が遅れており、結果

図表 1：韓国 消費者物価指数と政策金利



(資料)CEIC

として生産ギャップの縮小が当初想定しているよりも遅れていると指摘。物価面では消費者物価が低水準で推移している理由として、これまでの国際原油価格や農業製品価格の低下に加えて、新たに工業製品の価格上昇率の鈍化が挙げられたほか、全体としてインフレ圧力は当初の想定よりも幾分弱いとされた。この他、金融市場に関して世界的なボラティリティの上昇により株価が急落、韓国ウォンが下落し、長期金利が大きく低下したことが付け加えられた。

会合後の李総裁による記者会見は声明文に概ね沿った内容。同総裁は今回利下げに踏み切った理由として①負の生産ギャップ縮小が想定よりも遅れていること、②物価上昇圧力が予想よりも弱いこと、③金融機関のセンチメント回復の遅れが国内経済のダウンサイドリスクとして作用する恐れがあることを挙げた。一方で 2.00%の政策金利の水準について成長を支えるのに十分緩和的であると発言した。この他、低水準のインフレについて原油や農産物価格の下落といった供給サイドの要因のほか、経済の高齢化や国内需要の縮小といった構造的要因も作用していると指摘していたが、この点については 9 月会合以降の講演や議会報告にて李総裁が度々言及してきており、目新しい内容ではない。

10 月会合は想定通りの内容

今回会合での利下げの決定及び声明文・記者会見の内容は筆者の見立てとほぼ一致する内容となった。筆者はこれまでも韓国の主要な輸出相手国であるアジア及びユーロ圏の景気減速によって同国の輸出が BOK の想定ほど伸びない可能性が高いこと、物価についても国際商品価格下落の波及や韓国ウォンの実質実効ベースでの上昇が輸入物価を押し下げ、低調な内需と相俟ってコアインフレは上昇しにくい、といったことを理由に BOK には利下げ余地があると主張してきた。利下げ実施の時期についても、前回 9 月の会合以来、月次の経済指標が総じて予想を下回る低調な結果となり、李総裁の発言も急速にハト派に傾斜する中、今回会合は四半期毎の経済見通し発表のタイミングということもあって、政策変更の可能性は高かった。

なお、9 月末に公表された前回国合の議事録では 9 月会合時点で利下げを主張した 1 名の委員以外に利下げの可能性に言及した委員が 2 名いたことが明らかになっていたが、これは 8 月に利下げを実施した時と同様のパターンである。

現時点で追加利下げの可能性は低いが・・・

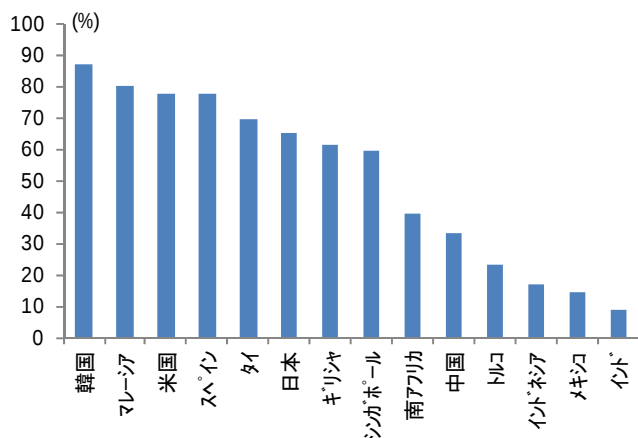
今後の見通しであるが、現時点で筆者は追加の利下げを想定しておらず、政策金利は相当期間、現行の水準で据え置かれるとみている。その理由として①過去 2 回の利下げと政府による経済対策が韓国経済に与える影響について少なくとも 1 四半期は経過観察をする必要があると思われること、②BOK は不用意な利下げが家計債務の蓄積を加速させる可能性を懸念しており、追加利下げへのハードルはそれなりに高いものだと考えられることが挙げられる。

但し、韓国経済を取り巻くリスクは依然としてダウンサイドに傾いており、今後のデータ次第では追加緩和も十分あり得る。なお、記者会見にて李総裁が更なる緩和について言及しなかったことから一部で緩和サイクルが終了したと見る向きもあるが、8 月会合での利下げ決定時も同様に総裁記者会見はニュートラルな内容であったことから(当時は追加緩和期待の後退で記者会見後にウォンが上昇した)、追加緩和のシグナルが無かったからといって直ちに追加利下げの可能性を排除することはできない。

韓国経済には内外で向かい風

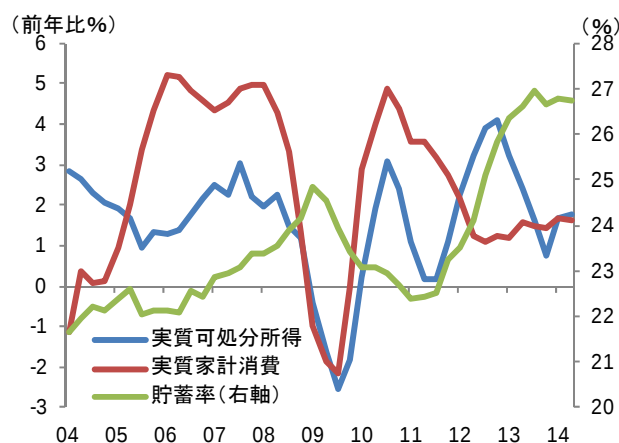
前述の通り、韓国経済を取り巻くリスクは依然としてダウンサイドに傾いている。外需については主要輸出相手国、とりわけユーロ圏の景気動向が鍵を握っているが、14日に発表された独10月ZEW期待指数は直近のユーロ安にも拘わらず2012年以来のマイナスに陥るなど不透明感はむしろ強まっている。また地政学リスクの高まりや米国の利上げ観測等を背景とした株価の下落も同国経済の下振れリスクの一つである。内需については構造的な要因による下押し圧力がどの程度経済の向かい風となるかが重要となる。特に足許の韓国は家計のバランスシート調整によって個人消費が伸びにくい状況にある。同国の家計債務は名目GDP比80%超と主要国の中でも高く、可処分所得対比でも1.6倍とOECD加盟国の平均1.3倍を越えている(図表2)。既に家計は債務の圧縮に動いているようで2011年の後半からは可処分所得の伸びにもかかわらず消費は伸び悩み、結果として貯蓄率が上昇傾向にある(図表3)。信用拡大による消費増加が見込めない中で消費を持ち上げるには所得水準の向上が必要であるが、この点はウォン高是正による輸出企業の収益性改善や政府による経済政策の成否にかかっていると看做される。韓国政府は7月に決定した41兆ウォンの経済対策のうち一部を前倒しで実施することを決めたが、こうした施策がどの程度国内のセンチメントを押し上げることができるか注視していく必要がある。

図表2：各国家計債務残高（対GDP比、2013年9月時点）



(資料) BIS、各国中央銀行、政府機関データを基に作成

図表3：韓国 家計所得・消費と貯蓄率



(資料) CEIC、貯蓄率は(可処分所得—消費)/可処分所得

KRW相場についてはダウンサイドリスクが高まっている。KRWは対ドルで9月初めの1010台前半から10月8日には1070台と1か月程度で約6%の急落を見せた。米国の早期利上げ観測に絡んだドル高やBOKの追加緩和期待、世界的なリスクオフ等が複合的に作用したことが背景であるが、この間のウォン安の勢いは想定以上であった。中期的には韓国が抱える大幅な経常収支黒字や低インフレが後押しとなり、緩やかなウォン高トレンドに回帰すると見ているが、政府による積極的な財政拡大やそれに伴う経常収支黒字の縮小予想はこうした見通しに対するリスクである。以上

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。