

通貨ニュース(2016 年 4 月 15 日)

韓国ウォン: 与党惨敗を受けて追加緩和の可能性が高まる

与党セヌリ党が議会選挙においてまさかの惨敗

13 日の議会選挙において、与党セヌリ党は自らが勝敗ラインとしていた過半数 (151 議席) どころか、第一党の座を野党「共に民主党」に明け渡す惨敗を喫した。選挙前は、野党が「共に民主党」と「国民の党」に分裂した影響から、セヌリ党の過半数確保は確実視されていた。しかしながら、セヌリ党内で親朴派と非朴派との内紛が激化し、公認を得られなかった非朴派の党員が無所属での出馬を表明する事態に発展してしまった。この内紛により、国民の心象を大いに損ねてしまったことも影響した模様だ。また、朴大統領就任後の経済成長率 (2013 年: +2.9%、2014 年: +3.3%、2015 年: +2.6%) が李政権時代の平均成長率 (+3.3%) を下回る状況が続き、足許の若年失業率の上昇も相俟って、大統領の経済政策に対する失望の高まりが今回の与党惨敗に繋がったと考えられる。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

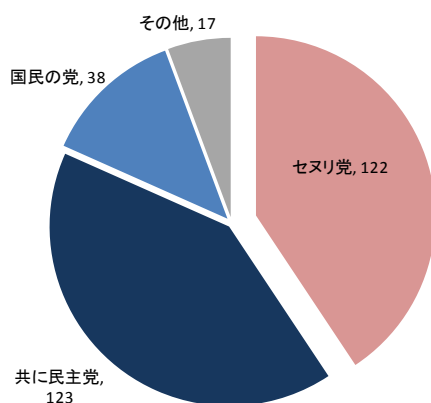
03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

今後は補正予算の編成及び追加緩和の可能性が高まる

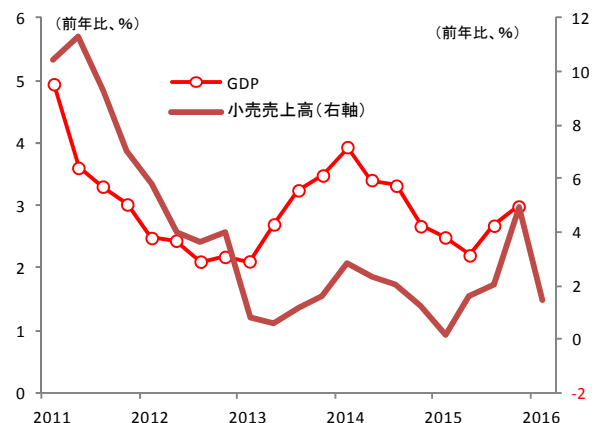
今後、セヌリ党は 2017 年 12 月の大統領選に向けて巻き返しを図っていただろう。具体的には、敗因となった景気低迷に対応するため、痛みを伴う構造改革よりもより短期的に効果が出る景気刺激策が選好されると見る。斯かる状況下、輸出が前年比マイナスとなる中、代わりに経済を下支えしてきた内需に陰りが見えており、韓国経済には減速感が出始めている。韓国 2 月小売売上高は前年比+2.9% (1 月: 同+4.2%) となり、2015 年 10 月 (同+6.7%) を境に減速が止まらない。また、内需関連指標の先行指標となる消費者信頼

図表 1: 韓国 各党の獲得議席数



(資料) 各種報道、韓国中央選挙管理委員会、みずほ銀行

図表 2: 韓国 実質 GDP と小売売上高



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注) 小売売上高は 2016 年 2 月が最新。2016 年 1~3 月期については、2016 年 1~2 月データから推計

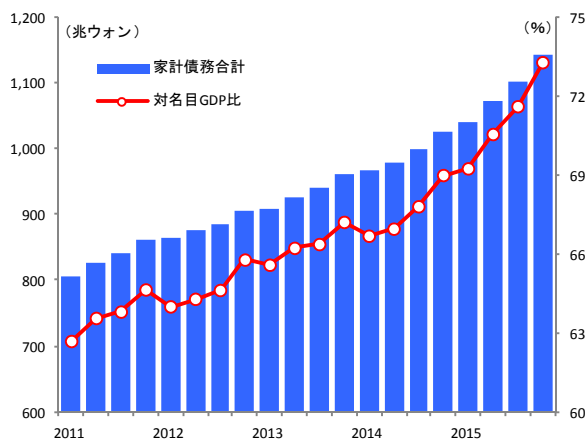
感指数についても3月は100と2月(98)よりは改善したものの、中東呼吸器症候群(MERS)発生時の水準(98)近辺での推移が続いている。そのため、4月26日(火)に発表が予定されている韓国1～3月期GDPは、2015年10～12月期(前年比+3.1%)対比で減速する可能性が高い。

こうした経済情勢を受けて、政府は補正予算の編成を行うとともに、韓国中銀(BOK)に対して、追加緩和を要求すると予想される。政府の経済政策と平仄を合わせてBOKは金融政策を変更してきた過去の経緯に鑑みれば、早ければ次回会合(4月19日)にも政策金利を25bp引き下げ、1.25%とするだろう。実際、13日に柳財務相が、「政策金利には下げ余地があり、政府債務も膨らませる余地が残されている」と発言し、財政政策の実行を暗に示唆するとともに、BOKに対して圧力をかけている。

追加緩和は消費拡大には繋がりにくくなっている

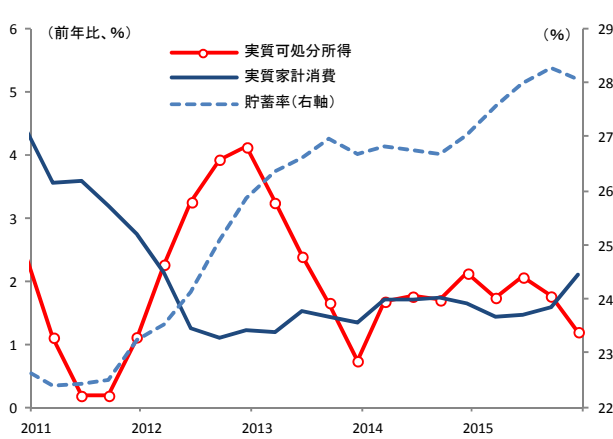
しかしながら、追加緩和が実行されたとしても、消費の本格的な拡大に繋がるか疑問が残る。リーマンショック以降の度重なる政策金利引き下げは、不動産価格の上昇と家計債務の拡大をもたらした。韓国には伝貰(チョンセ:家賃の代わりに住宅価格の半額以上の保証金を支払う住宅賃貸制度)と呼ばれる制度が残っており、例えば賃貸であっても、事前にまとまった金額を用意しなければならない。不動産価格の上昇に連れて伝貰価も上昇、その支払いをするためのローン金額も上昇するため、家計債務は年々膨らんでいくと考えられる。特に経済成長が低迷し始めた2013年以降は、実質可処分所得が前年比+1～2%の伸びに止まるに対し、不動産価格は上昇が加速、2016年2月時点で同+4.2%と可処分所得の倍以上に伸びている。斯かる状況下、政策金利の引き下げは、ローンの借り換えに伴う家計の利払い負担を軽減することが期待されるものの、一方で不動産価格の高騰を招く可能性もある。そうなれば、将来の伝貰価引き上げに備えて、家計は貯蓄を選好する

図表3：韓国 家計債務



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表4：韓国 家計消費動向



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

結果となり、消費は伸び悩む。2012 年以降の貯蓄率の上昇は、その傾向が強まっていることを示唆している。よって、追加利下げが内需を刺激する効果は従前よりも薄まっていると言えよう。

追加緩和は資本流出と KRW 安をもたらしてしまう可能性が高い

また、李 BOK 総裁が懸念している通り、政策金利の引き下げは資本流出とそれに伴う KRW 急落を引き起こしてしまう可能性が高い。2014 年に米量的緩和が終了に向かい、米利上げに市場の関心が移って以降は、米韓金利差と KRW の相関が高まっている。背景には、金利差が外国人投資家の投資フローに影響を与えていることが考えられる。BOK が利下げを実行すれば、米韓金利差が縮小することに伴い債券投資フローが細ることが想定される。

4～6 月期については、利下げが実行されるも、補正予算の編成を背景に景気回復期待が高まることで、株式投資フローの流入が見込まれるため、KRW 安一方向の展開にはならないと予想する。その後は、ドル安の流れに沿った KRW 高の展開となるも、2016 年 10～12 月期には、昨年末に実施された減税効果の反動から景気が落ち込み、BOK が再び政策金利を引き下げる可能性が高まることで、KRW は年末にかけて底堅さが失われていくだろう。

なお、セヌリ党は「韓国版量的緩和の導入」を選挙公約の一つに入れており、景気の更なる低迷が見られた時の切り札として、導入を試みると見られる。そのため、10～12 月期に景気が低迷する局面では、BOK の量的緩和導入期待が高まり、米韓金利差が急速に縮小するとともに KRW が急落するリスクについて留意する必要がある。

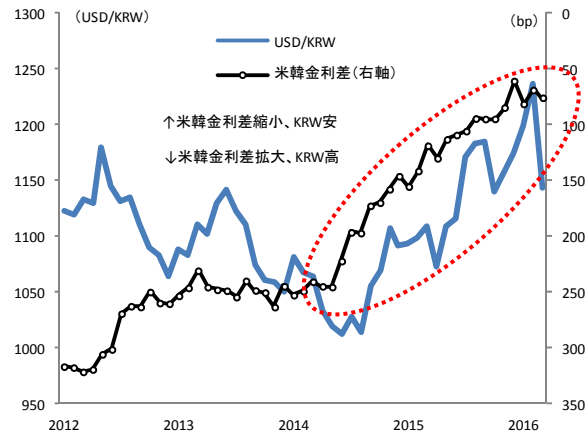
図表 5: 韓国 国債金利と外国人投資家の債券投資フロー



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)外国人投資家の債券買い越し額は3か月移動平均

図表 6: USD/KRW と米韓金利差 (2 年債)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)2016 年 3 月末までの値動き、月次データ

米韓金利差=韓国 2 年国債金利 - 米国 2 年国債金利

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、お客様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。