

2018 年 8 月 21 日

通貨ニュース

韓国中央銀行の次の一手は「予防的な利上げ」

- 韓国中央銀行(BOK)は 2017 年 11 月 30 日以降、政策金利を据え置いているが、前回(2018 年 7 月 12 日)の金融通貨委員会(MPC)でメンバーの 1 人が利上げを主張するなど、MPC 内で利上げを求める声が強まりつつある。
- もっとも、メンバーが想定している家計債務増加、景気拡大に伴う物価圧力の強まりだけでは利上げの理由として現時点では十分ではない。唯一、正当化される理由は米韓金利差縮小を通じた KRW 安など韓国の金融市場の安定化を図ることであろう。
- 利上げのタイミングだが、米中通商交渉の先行き不透明感が強い中、8 月 31 日の MPC で利上げが実行されるとは考えがたい。むしろ確実に市場の安定に寄与することを狙うのであれば、次回 FOMC(9 月 25 ~ 26 日)における利上げの決定を受けて 10 月 18 日か 11 月 30 日の MPC で BOK は利上げに踏み切ると予想する。

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

強まる BOK のタカ派色

2017 年 11 月 30 日に利上げを決定して以降、BOK は政策金利を据え置き続けてきた。前回(2018 年 7 月 12 日)の金融通貨委員会(MPC)でも現状の金融政策の維持が決定されたが、メンバーの内 1 名が利上げを主張し反対票を入れた。これを機に市場では年内利上げ期待が高まり、一部では次回会合(8 月 31 日)での利上げを予想する向きが出始めている。

7 月 31 日に公表された前回の MPC 議事録において、反対票を入れたメンバーは金融緩和の継続により金融不均衡が蓄積しつつあることを利上げの理由に挙げた。また、別のメンバーはインフレ圧力が依然として低いとの認識を示す一方、米韓金利差が拡大していくとの懸念が BOK の金融政策に制限を加えかねないと述べた。さらに BOK の李総裁は 7 月 27 日に「まだ決断をすべき時ではない」としつつも、「来年にかけて景気拡大が続く限りは金融政策スタンスの修正が必要となるだろう」と発言した。

一連の発言から BOK 内で考えられている利上げの理由として、家計債務の増大に代表される金融不均衡の蓄積、米韓金利差拡大による KRW 安など韓国の金融市場が不安定化すること、および景気拡大に伴い物価上昇圧力が強まることを想定している模様だ。

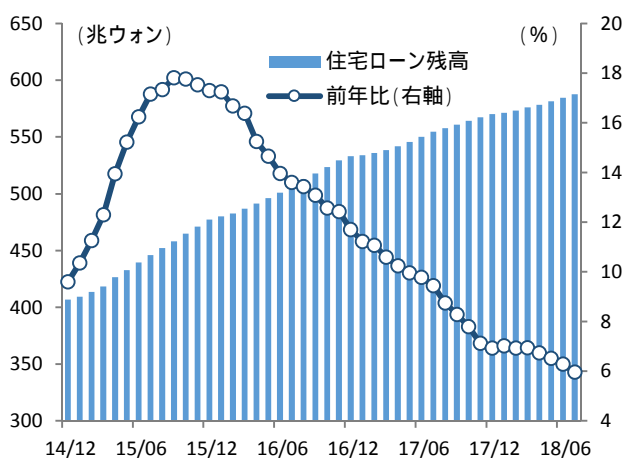
次の利上げの主眼は物価抑制ではなく市場安定となる見込み

反対票を入れたメンバーが指摘した家計債務増大に関して、確かに増大の主因である住宅ローンの残高は 7 月に 588 兆ウォンと増加基調が続いている。しかしながら、政府が不動産に対する投機の抑制に乗り出したことを背景に伸び率は 2015 年 9 月から縮小傾向となっている(図表 1)。2017 年 7 月にソウルや京畿道地区など住宅価格の上昇が目立つ地域における返済負担率(DTI レシオ、月々のローン返済額/1 か月の総収入)が引き下げられた。文政権は格差是正の観点から住宅取得難を問題視していることを踏まえれば、当面は不動産規制を強化する方向性は変わらず、住宅ローンの伸びは抑制されるだろう。

また、李総裁が挙げた景気拡大に伴い物価上昇圧力が強まる確証は今のところない。物価の先行きを占う指標として GDP ギャップが挙げられるが、現在はプラス圏(経済全体の供給量に対して需給超過)にあると主張する一部のメンバーがいる一方、他のメンバーや IMF は依然としてマイナス圏にあると推計しておりコンセンサスは得られていない(図表 2)。また、肝心のインフレ率は上向き様子がない。7 月消費者物価指数は前年比+1.5%と 6 月から横ばいとなり、2017 年 9 月以降は BOK の目標(+2.0%)を下回って推移しているほか、食料品および原油を除く総合指数(コア指数)は同+1.1%と 6 月(同+1.2%)から減速している。

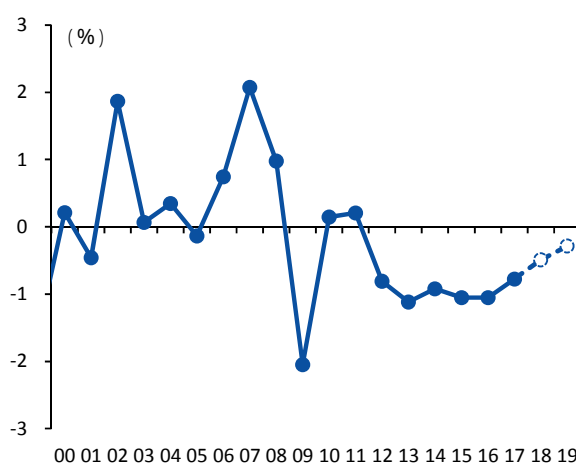
さらに労働市場の緩みが見られていることも、物価上昇圧力が強まっているとの主張に疑義を強めている。7 月の労働統計では、新規雇用者数が前年比+5 千人と 2010 年 2 月にプラスへ転じて以来では最低の増加幅になったことが耳目を集めた(図表 3)。1~7 月の平均値は同+12.3 万人と政府の予測値(月次平均で同+18 万人)を大きく下回るなど冴えない労働市場の背景には文政権が急速に最低賃金を引き上げた影響があると指摘されている。7 月 14 日に韓国の最低賃金委員会は 2019 年の最低賃金を前年比+10.9%の時給 8350 ウォンに引き上げることを決定した。引き上げ幅こそ昨年同+16.4%から縮小したが、急速な最低賃金の上昇は自営業者、小売業およびサービス業から業績の悪化と雇用の抑制要因になるとの大きな反発を招いた。実際、新規雇用者数の産業別内訳を見ると、卸売・ホテル・飲食業等が 1~7 月平均で前年同期比▲8.5 万人と落ち込み幅が他の産業対比で大きくなっている。

図表 1: 銀行の家計向け住宅ローン(残高および前年比)



出所: 韓国中央銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 2: IMF 推計による GDP ギャップ



注: 2018 年および 2019 年は予測値。

出所: IMF、みずほ銀行

こうした状況を踏まえると、韓国が利上げに踏み切る理由は物価面からみると乏しい。しかしながら、議事録で指摘されている米韓金利差の拡大が KRW 市場を不安定化すると指摘は一定の説得力がある。2018 年に入り多くの新興国通貨が大きく値を下げる中で KRW は相対的に小幅な下落にとどまっているが、その主因の 1 つとして想定されるのは外国人投資家による韓国債券市場への資金流入である(図表 4)。しかしながら、米韓 10 年国債利回りが拡大し始めた 6 月以降、外国人投資家による韓国債券の買い越し額は減少している。新興国全体から流出圧力が強まっていることに鑑みれば、利上げに踏み切ること米韓金利差の拡大に歯止めをかけ、KRW の急落リスクを抑制するというのは理にかなっている。

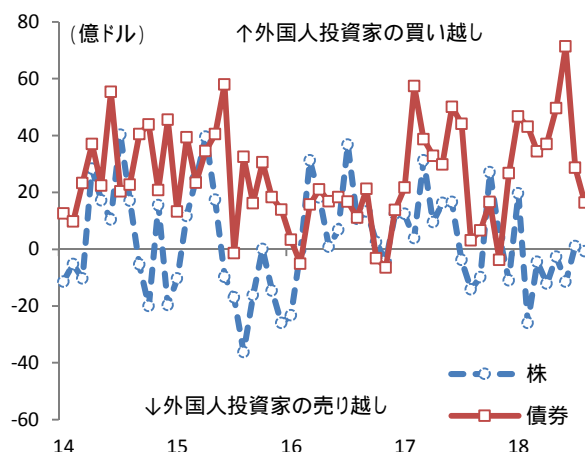
問題は利上げのタイミングであるが、8 月 31 日の確率は低いと考える。トランプ米政権は中国に対する 2000 億ドルの追加関税を検討しており、現在は米産業界から意見を募る公聴会を 27 日まで開催している。同ヒアリング結果を受けて、米通商代表部(USTR)は 9 月に入ると最終品目リストを公表し、発動手続きに入ると言われている。一方、米中当局が 11 月に開催予定の米中首脳会談に向けて妥協点を探っているという報道があり、実際に追加関税が発動されるのか不確実性が高い状況にある。こうした中、敢えて 8 月 31 日に BOK が利上げに踏み切るとは考えがたい。米中貿易摩擦の行方を見守りつつ、ほぼ確実と見られている 9 月 25~26 日の FOMC における米利上げを受けて、10 月 18 日か 11 月 30 日の MPC で追加利上げに踏み切ると予想する。

図表 3:新規雇用者数(前年比、実績値および政府予測値)



出所:韓国中央銀行、韓国企画財政部、Macrobond、みずほ銀行

図表 4:外国人投資家の韓国金融市場への資金流出入



注:8 月は 20 日時点の暫定値。

出所:韓国取引所、ブルームバーグ、みずほ銀行

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。