

2022年11月28日

通貨ニュース

韓国：BOK もゆっくりと、しかし高く長く？

韓国銀行(BOK)は24日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を25bp引き上げ3.25%とすることを全会一致で決定した(図表1)。利上げ幅は前回10月会合の50bpから縮小した。利上げ幅縮小が適切な理由は以下の通り、①KRW相場の持ち直し、②マネーマーケットの機能低下、③景気見通しの悪化、であることが声明文で述べられている。

The size of the Base Rate hike was judged to be appropriate at 25bp, in overall consideration of the easing of risks in the foreign exchange sector and the contraction of short-term financial markets, while the economic slowdown is expected to be greater than forecast in August.

まず、11月に入っての急速なKRWの反発は、BOKが利上げ幅を縮小することを可能にしたといえる。BOKは8月、利上げ幅を縮小(50bp→25bp)したものの、その後のFRBの一段のタカ派化とそれに伴うリスクセンチメント悪化にKRW安が進展(図表2)。介入も空しく防衛ラインのひとつとみられた1ドル1400ウォンをブレイクされ、10月会合では再び50bpへと利上げ幅拡大を迫られた苦い経験がある。ところが、足許ではFRBの利上げペース減速期待とそれに伴うリスクセンチメント改善、人民元の反発等を背景にKRWは急速に持ち直し、8月の下落局面入り前の水準である1300ウォン台前半を推移しつつある。

次に、金融市場、特にマネーマーケットにおける資金の逼迫感が根強いことはBOKに利上げ幅縮小を求めることになったといえる。9月に発生したレゴランド問題(開発公社の債務返済に付与していた債務保証の撤回を地方政府が表明)は社債市場における投資家の不安感を惹起。韓国電力公社等の高格付け発行体の資金調達も重なり、企業はより高い金利での資金調達を余儀なくされている(図表3)。政府、BOKは対策に乗り出したが、以下の声明文にもあるように、特にプロジェクト・ファイナンスを裏付けとする資産担保コマーシャルペーパー(PF-ABCP)を巡っては、著しい金利上昇と取引縮小が生じているという。

in the short-term financial markets, yields on project financing asset-backed commercial paper (PF-ABCP) have risen significantly and their transactions have shrunk.

そして、景気見通しの悪化もまたBOKに利上げ幅縮小を求めたといえよう。同日公表した最新の経済見通しで、BOKは2023年の実質GDP成長率見通しを従来の前年比+2.1%から同+1.7%へと下方修正した(図表4)。これは10月に更新されたIMF見通し(同+2.0%)も下回る。主に海外経済の減速を要因に、設備投資は前年比マイナスに見直したほか、輸出の伸びも下振れるとした。ちなみに、2023年でも前半がより厳しく、輸出が前年比▲3.7%と大きく落ち込む見通し。後半は、中国経済も持ち直しを背景に、輸出の持ち直し(同+4.9%)が消費減速や投資の落ち込みを補う見通しとなっている。

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

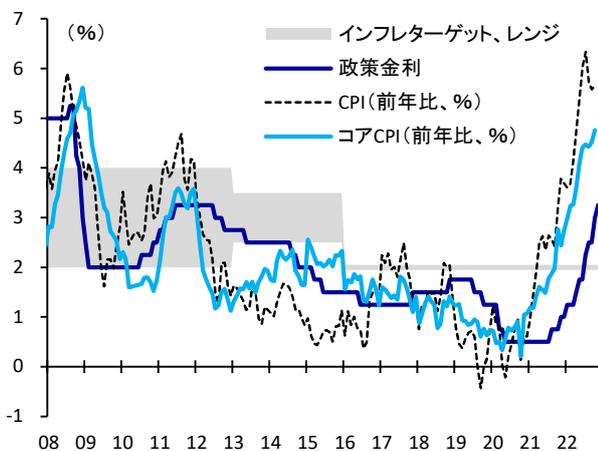
ただし、今後の政策方針について、BOK は以下の通り「しばらく (for some time)」利上げを続ける方針を示した。李総裁は会見で、この時間軸を3か月程度としており、2023年1月と2月の会合を指すとみられる。いわゆるターミナルレートについては3.50%という水準に触れつつ、BOK内にはそれを超える選択肢も残しておくべきという声があることも紹介。市場は上述の状況も踏まえて、この姿勢をタカ派的と捉え、さらなるKRW高を促した。

The Board sees continued rate hikes as warranted for some time, as inflation is expected to remain high, substantially above the target level, although the domestic economic growth rate has slowed.

実際のところ、BOKの利上げはFRB同様にゆっくりと、しかしながら高く長いものになる可能性はあろう。最新の経済見通しでは、CPI見通しは僅かに下方修正されたにとどまり、2022年(同+5.1%)、2023年(同+3.6%)ともに、BOKのインフレ目標(同+2.0%)からの乖離は依然として大きい。また、当局によるマネーマーケット安定化への取り組みも足許で強化されつつある。

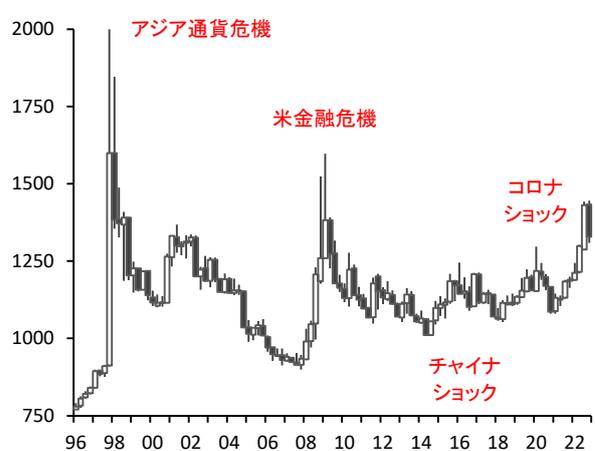
そして、足許のKRW高の継続性にも注意したい。ドル高の巻き戻しと人民元の反発が追い風になっているが、いつまで続くのか。FRBの利上げの終着点は未だ不透明なところがあり、中国のゼロコロナ政策の堅持も確認されたところだ。また、韓国の貿易収支は悪化を続けており、それは2023年前半まで続く見通しだ(図表5、6)。例年であれば年末にかけて期待されるドル売りも、今年はドル調達局面にもなりかねない。必ずしもKRW相場の基調転換が確認できない中で、KRW安(≒インフレ上振れリスク)が再燃となれば、BOKもタカ派姿勢を継続せざるを得ないだろう。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所: BOK, CEIC, みずほ銀行

図表 2: USDKRW のスポットレート(四半期足)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 短期金利の利回りスプレッド



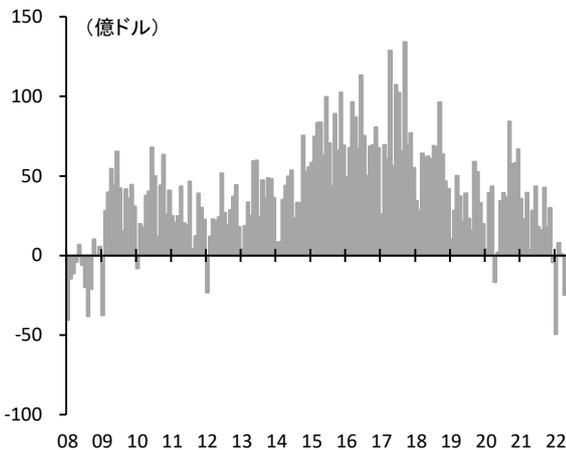
注: 直近値は 11 月 24 日時点
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: BOK の経済見通し(2022 年 11 月時点)①

	2021年	2022年		2023年	
	(前年比) 通年	上半期	下半期	通年	通年
実質GDP成長率	4.1%	3.0%	<u>2.3%</u>	2.6%	1.7%
民間最終消費支出	3.7%	4.1%	5.3%	4.7%	2.7%
設備投資	9.0%	-6.4%	2.7%	-2.0%	-3.1%
知的財産投資	4.4%	4.6%	4.8%	4.7%	3.6%
建設投資	-1.6%	<u>-4.5%</u>	<u>-0.4%</u>	-2.4%	-0.2%
輸出(財)	10.5%	6.0%	0.9%	3.4%	0.7%
輸入(財)	12.8%	5.3%	6.4%	5.8%	0.4%
消費者物価指数(CPI)	2.5%	4.6%	<u>5.6%</u>	5.1%	3.6%

注: 下線は 2022 年 8 月時点の見通しから伸び率が下方修正された値
出所: BOK、みずほ銀行

図表 5: 貿易収支(通関ベース)



注: 直近値は 2022 年 10 月時点
出所: 産業通商資源部、CEIC、みずほ銀行

図表 6: BOK の経済見通し(2022 年 11 月時点)②

	2021年	2022年		2023年	
	(10億ドル) 通年	上半期	下半期	通年	通年
経常収支	88.3	24.8	<u>0.2</u>	<u>25.0</u>	<u>28.0</u>
(8月時点)	88.3	24.8	12.2	37.0	34.0
貿易収支(財)	76.2	20.0	<u>-7.0</u>	<u>13.0</u>	<u>36.3</u>
(8月時点)	76.2	20.0	10.5	30.5	46.0
サービス収支	-3.1	0.5	-3.5	-3.0	-20.0
(8月時点)	-3.1	0.5	-6.0	-5.5	-20.0
第一次所得収支	19.3	5.7	12.0	17.8	17.7
(8月時点)	19.3	5.7	10.3	16.0	15.0

注: 下線は 2022 年 8 月時点の見通しから下方修正された値
出所: BOK、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。