

景気回復期待の高まりで上昇する韓国の株価

～ 内需回復を受けて 2006 年の経済成長率は + 5.1% を達成する見込み ～

2006年 1 月 5 日 (木)

B R I C s 経済研究所 代表 門倉 貴史

E-mail: vermeer@pa3.so-net.ne.jp

～ 要 旨 ～

サッカーW杯が開催された2002年に前年比 + 7.0% の高成長を記録した韓国経済は、クレジット・カードの過剰債務問題が表面化したことをきっかけに変調をきたし、2003年の実質経済成長率は同 + 3.1% まで落ち込んだ。2004年に入って景気はようやく上向くようになったが、輸出部門に限定された景気回復で、実質GDPは同 + 4.6% の伸びにとどまった。さらに、2005年に入るとウォン高や原油高の影響で輸出の伸びも鈍化したため、1～6月期の実質成長率は前年比 + 3.0% まで鈍化した。しかし、足元では景気回復傾向が鮮明となっており、2005年7～9月期の実質GDPは前年比 + 4.5% と、4～6月期 (同 + 3.3%) に比べて成長が加速した。

内需の柱である個人消費が上向いてきたことが高成長につながっている。長い間低迷していた個人消費が回復してきた背景には、消費拡大の足かせとなっていたクレジット・カードの過剰債務問題が峠を越したことがある。また雇用・所得環境やセンチメントの改善も個人消費の拡大に拍車をかけている。固定資産投資 (民間投資 + 公共投資) は、依然低い伸びにとどまっているが、政府が景気対策として上半期に公共投資を前倒しで執行したこと③中央銀行が政策金利を引き下げていることなどから、今後は徐々に上向いてくるとみられる。

内需が回復するため、2006年の韓国景気は拡大傾向が鮮明になる。実際の景気の動きに数ヵ月先行する景気先行指数をみると、2005年11月は前年比 + 4.7% と伸びが加速しており、先行き景気拡大のテンポがスピード・アップすることを示唆している。原油高やウォン高といったリスク要因が顕在化して輸出にブレーキがかからなければ、2006年の実質経済成長率は前年比 + 5.1% (2005年の実績見込みは同 + 3.9%) を達成する見込みだ。韓国の株式市場では、こうしたファンダメンタルズの改善を織り込むかたちで株価の上昇傾向が鮮明となっており、現在、韓国総合指数は過去最高値を更新中だ。2006年中は、景気が回復するなかで内外の資金が流入し、株価の上昇傾向が持続するとみられる。

(2005年後半から回復傾向をたどる韓国経済)

サッカーW杯が開催された2002年に前年比 + 7.0% の高成長を記録した韓国経済は、クレジット・カードの過剰債務問題が表面化したことをきっかけに変調をきたし、2003年の実質経済成長率は同 + 3.1% まで落ち込んだ。

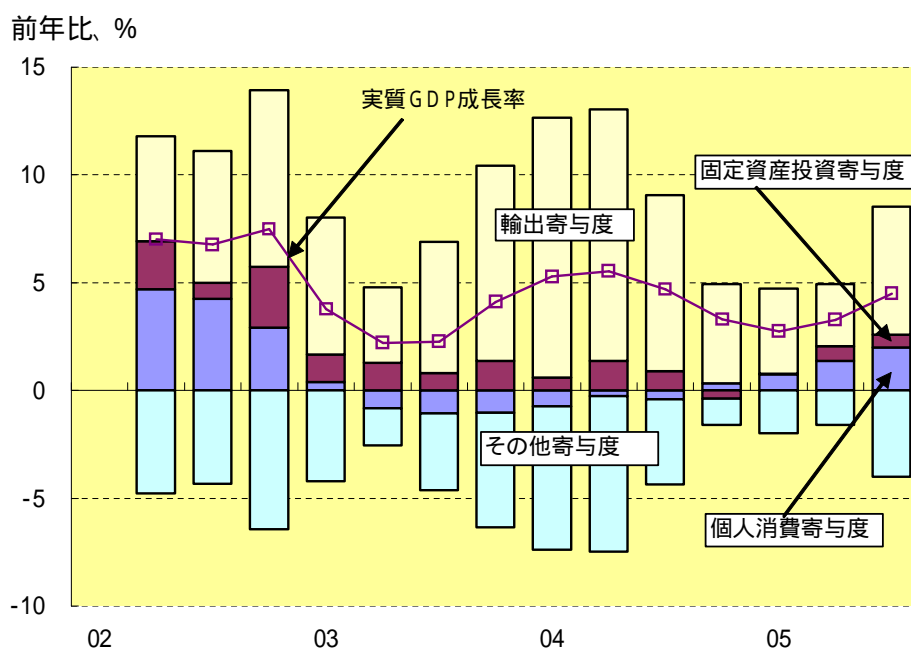
2004年に入って景気はようやく上向くようになったが、輸出部門に限定された景気回復で、実質G

D Pは同+4.6%の伸びにとどまった。さらに、2005年に入るとウォン高や原油高の影響で輸出の伸びも鈍化したため、1～6月期の実質成長率は前年比+3.0%まで鈍化した。

しかし、足元では景気の回復傾向が鮮明となっており、2005年7～9月期の実質GDPは前年比+4.5%と、4～6月期(同+3.3%)に比べて成長が加速した。需要項目別に成長の内訳をみると、半導体市況の回復や世界的な自動車需要の拡大などを受けて輸出の寄与度が+5.9%に達し、これが成長のけん引役となった(図表1)。

内需の柱である個人消費も上向きつつあり、7～9月期の寄与度は+2.0%を記録した。10月以降も消費の回復は持続しており、11月の実質小売売上高は前年比+4.1%の高い伸びとなった。消費の内訳をみると、とくに家電製品や自動車など高額耐久消費財の売れ行きが好調となっている。

図表1 韓国の実質GDP成長率(四半期)



(出所) 韓国中央銀行資料より作成

(峠を越えた家計の過剰債務問題)

長い間低迷していた個人消費が回復してきた背景には、クレジット・カードの過剰債務問題が峠を越えたことがある。

家計の過剰債務問題の経緯を振り返ってみると、韓国では2001年から2002年にかけて家計のローン残高が急拡大した。

この理由として第1にローン金利が低下したことが挙げられる。韓国中央銀行は、2001年2月から9月にかけて、低迷する景気を刺激するため政策金利の誘導目標であるコール翌日物金利を数度にわたって引き下げた。短期金利の低下を受けて、個人向けローン金利の水準は2001年初めの5.3%から同年末には4.0%まで低下、景気が上向きに転じた後も低位安定で推移した。ローン金利が低水準で推移したことが、利払い負担の軽減 借入れを軸とした個人消費の増加につながったと考えられる。

第2に、99年にクレジット・カードの使用分が課税所得の対象外となる所得控除制度を導入するな

ど、政府がクレジット・カードの普及を強力に推進したことが挙げられる。これにより、クレジット・カードを利用した割賦販売などが急増することとなった（韓国の個人消費の5割以上はクレジット・カードによるもの）。

第3に、通貨危機発生以降、不良債権の削減を図る金融機関が、企業向け融資の審査基準を厳格化する一方、住宅ローンや自動車ローンといった個人向け融資に力を入れるようになったことがある。

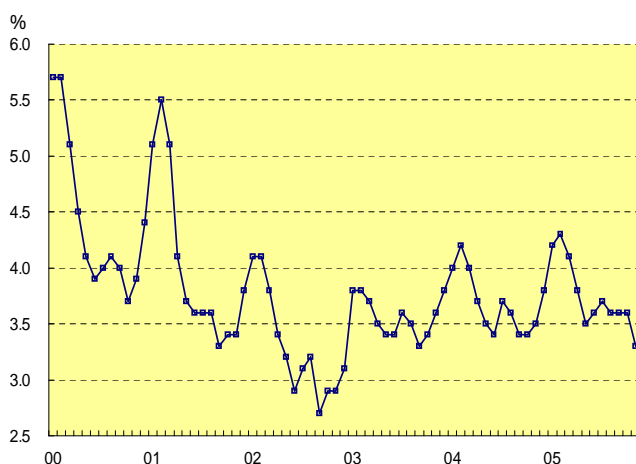
これら3つの要因が重なった結果、家計ローン残高の拡大を伴うかたちで個人消費が過熱していくこととなった。英国のエコノミスト誌は、こうしたクレジット・カード利用による消費拡大を「プラスチック・バブル」と表現した。韓国中央銀行の統計によれば、2000年末時点で267ウォンであった消費者信用残高（住宅ローン残高＋クレジット・カード・ローン残高）は2002年末時点には439兆ウォンと2年間で1.64倍にも膨れ上がった。

無計画な借り入れを行うことが多い若年層を中心に債務延滞者、自己破産者が増加傾向を辿るようになり、それは一種の社会問題にまで発展していった。

事態を重く見た政府は、2002年に入って金融機関の延滞債権貸し倒れ引当率の引き上げ、クレジット・カードの利用制限、住宅ローンの融資基準の厳格化、カード勧誘に関する規制の強化など、個人債務残高の拡大に歯止めをかける一連の政策を相次いで発表・実施した。政府の引き締め政策があまりにも急であったため、消費者のセンチメントが一気に冷え込み、クレジット・カードのローン残高及びクレジット・カードを利用した耐久財消費も激減した。個人消費はいわゆる「プラスチック・バブル」崩壊によりソフト・ランディング路線から外れ、ハード・ランディング路線を辿ることとなったのである。

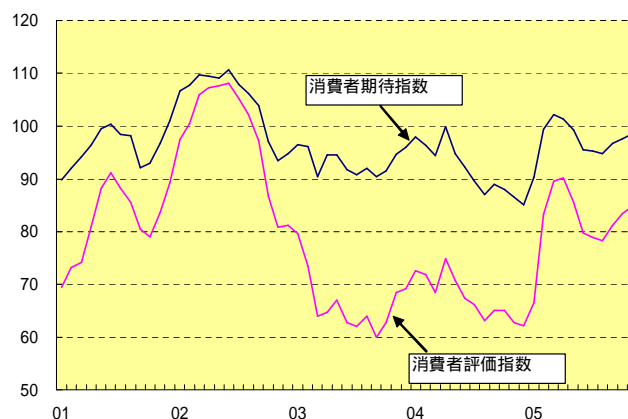
しかし、最近では家計のクレジット・カードによる債務残高が減少するようになり、個人消費拡大の足かせとなっていた「プラスチック・バブル」の問題はほぼ解決したといえる。

図表2 韓国の失業率



(出所) 韓国統計庁資料より作成

図表3 韓国のセンチメント



(出所) 韓国統計庁資料より作成

(雇用・所得環境、センチメントの改善が消費拡大を後押し)

また雇用・所得環境やセンチメントの改善も個人消費の拡大に拍車をかけている。これまでの輸出

拡大によって、企業収益は大幅に改善しており、企業は新規雇用を拡大させつつある。実際、韓国の失業率は低下傾向にあり、2005年11月は3.3%と2003年9月以来の低水準となった(図表2)。景気の回復期待が高まっていることから、センチメントも改善傾向にあり、たとえば消費者心理を表す消費者評価指数は05年11月に84.9と、前月(83.4)に比べて1.5ポイント改善した(図表3)。

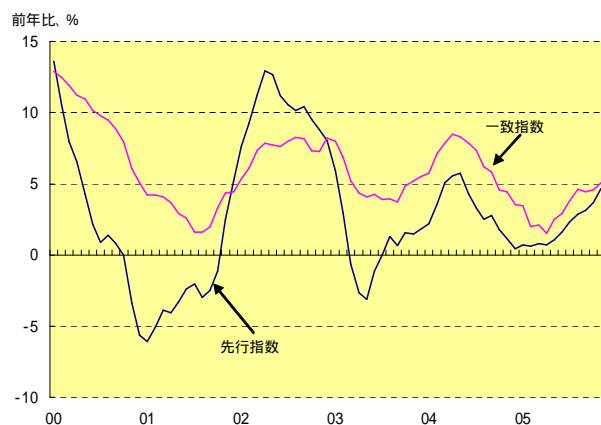
なお、固定資産投資(民間投資+公共投資)は、依然低い伸びにとどまっているが、政府が景気対策として上半期に公共投資を前倒して執行したこと③中央銀行が政策金利を引き下げていることなどから、今後は徐々に上向いてくるとみられる。

(2006年の実質経済成長率は+5%台に)

ウエイトの大きい個人消費や固定資産投資といった内需が回復するため、2006年の韓国景気は拡大傾向が鮮明になろう。実際の景気の動きに数ヵ月先行する景気先行指数をみると、2005年11月は前年比+4.7%と伸びが加速しており、先行き景気拡大のテンポがスピード・アップすることを示唆している(図表4)。原油高やウオン高といったリスク要因が顕在化して輸出にブレーキがかかれば、2006年の実質経済成長率は前年比+5.1%(2005年の実績見込みは同+3.9%)を達成する見込みだ。

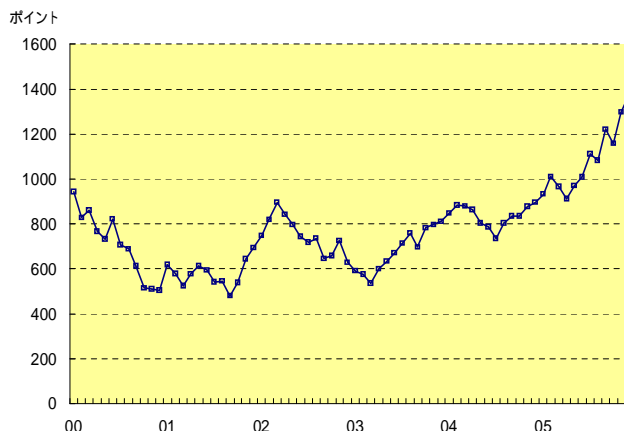
韓国の株式市場では、こうしたファンダメンタルズの改善を織り込むかたちで株価の上昇傾向が鮮明となっており、現在、韓国総合指数は過去最高値を更新中だ(図表5)。2006年中は、景気が回復するなかで内外の資金が流入し、株価の上昇傾向が持続するとみられる。

図表4 韓国の景気総合指数



(出所) 韓国統計庁資料より作成

図表5 韓国総合株価指数



(出所) 韓国中央銀行資料より作成