

早期利下げを窺う韓国・台湾

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査部 アジア調査チーム

080-1069-4594

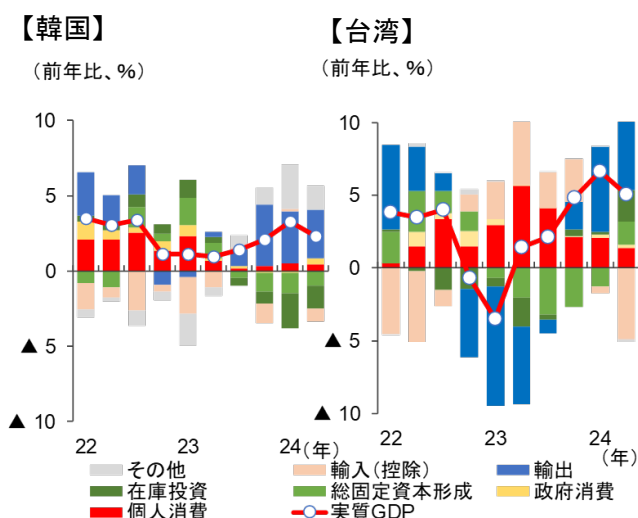
- 韓国・台湾の景気は、半導体等の輸出主導で回復しつつあるが、消費等の内需は高金利の据え置きで低迷。こうしたなか、インフレ収束と米国利下げ観測を受け、両中銀は利下げを窺う状況
- 一方、韓国・台湾では、不動産購入規制の緩和や景気回復期待などから、不動産貸出が増加し、住宅価格の上昇ペースも加速。両中銀は利下げを窺いつつ、不動産過熱リスクにも警戒する姿勢
- 韓国・台湾は、既に金利以外のツールで不動産過熱抑制策を講じており、9月に見込まれる米利下げ後に追従利下げがメインシナリオ。ただし、不動産の過熱が続けば、利下げは先送りの恐れ

1. 韓国・台湾の足元の経済成長は外需がけん引。内需は高金利の据え置きで低迷

韓国と台湾の2024年4～6月期の実質GDPは、それぞれ前年比+2.3%、+5.1%となった（図表1）。両地域は、最先端半導体の分野で圧倒的な世界シェアを持ち、世界的な半導体需要の増加に伴う輸出の拡大が経済成長を支えている。

一方で、両地域とも個人消費をはじめとした内需の低迷は続いている。個人消費が振るわない背景には、両中銀の高金利政策が挙げられる。2022年3月に米国がインフレ対策として利上げを開始して以降、両中銀もインフレ抑制と通貨安防止を目的に政策金利を段階的に引き上げた(図表2)。韓国は2023年1月、台湾は2024年3月会合を最後に政策金利を据え置いているが、高金利環境が消費を抑制してい

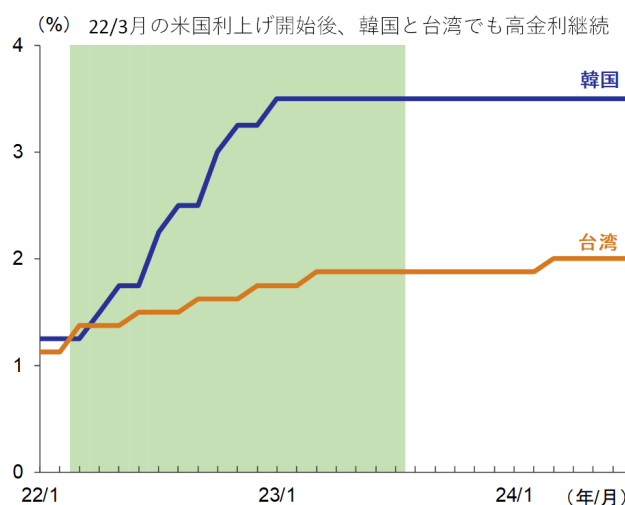
図表 1 実質 GDP 成長率



(注) 統計上の不突合により、寄与度合計と成長率は必ずしも一致しない

(出所) 韓国統計庁、台湾行政院主計総処より、みずほリサーチ
& テクノロジーズ作成

图表 2 政策金利推移



(注) 緑シャドーは、米国利上げ時期

(出所) 韓国銀行、台湾中央銀行より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

るとみられる。

2. 両中銀はインフレ収束と米利下げ観測を受けて利下げを窺う一方、不動産過熱も警戒

両中銀の政策決定にあたっては、インフレ率や為替レートを注視していることが過去の声明文から読み取れる。

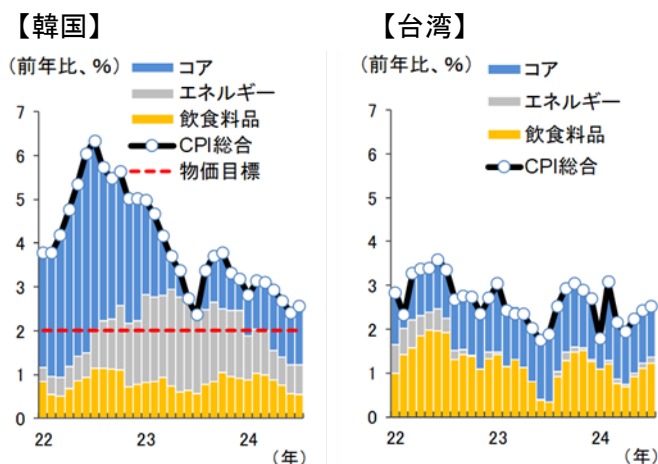
そこで、両地域の足元のインフレおよび為替動向を確認すると、インフレ率は両地域とも鈍化傾向にある（図表3）。韓国は、2023年5月に行った電気料金値上げの影響が一巡し、2024年入り後はインフレ率が低下し、物価目標である「前年比+2%」に近づきつつある（24年7月：同+2.6%）。台湾では、足元で熱波の影響から野菜など生鮮品高が一時的に物価を押し上げているものの、食品とエネルギーを除くコア部分は落ち着いている。家計・企業の電気料金が4月より値上げされたが、物価全体への影響は今のところ限定的にとどまっている。

次に、通貨の対米ドル為替レートは、米国の高金利を受けた米ドル高を背景に下落傾向にあったが、米国の9月利下げ観測が広まり足元では上昇している（図表4）。

以上から、韓国と台湾では、インフレと通貨安への警戒感は収束に向かっており、既に利下げを窺う局面に入っていると考えられる。

もっとも、韓国・台湾の両中銀は、現局面で不動産市場の過熱も警戒している。直近の金融政策決定会合（韓国：8月、台湾：6月）の声明文では、韓国中銀が家計債務の増加とソウル近郊の住宅価格上昇を、台湾中銀が住宅取引の活発化と不動産貸出の増加を強調していた（図表5）。以下では、足元の韓国・台湾の不動産市場動向を概観し、今後の金融政策方針に及ぼす影響について考察する。

図表3 インフレ率



（注）「コア」は、合計から「飲食料品」「エネルギー」を減じて算出。「エネルギー」は、水道・光熱費、燃油、交通サービスを集計。台湾は物価目標なし

（出所）韓国統計庁、台湾行政院主計総処より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 対米ドル為替レート



（注）データは、2024年8月23日時点

（出所）LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3. 韓国では住宅投機の再加熱が懸念され、金融当局は不動産貸出規制を強化

韓国では、近年に不動産ブームが発生し、家計は借入を通じて不動産投資を活発化させていた。国際決済銀行（BIS）によれば、韓国の家計債務残高は2023年末時点で名目GDP比100.5%と調査対象の各国平均（62.7%）を大きく上回り、家計部門は不動産価格の下落や金利の上昇に対して相対的に脆弱な構造となっている。

こうしたなか、2021年8月から2023年1月に金利が引き上げられたことで住宅需要が冷やされ、住宅価格は下落に転じて住宅ローン残高の伸びも減速した（図表6）。住宅市場の調整により、投資用不動産を保有する家計のバランスシートが悪化し、景気下押し圧力が強まることとなった。

事態を憂慮した政府は、2022年12月に不動産取得・賃貸に係る税制や2件目以降の住宅購入に関する規制の緩和に踏み切り、不動産市場のテコ入れを図った。これにより、2023年以降は住宅需要が持ち直し、住宅価格は下げ止まってローン残高の伸びも再拡大している。特に、首都ソウルでは住宅価格の上昇ペースが加速しており、一部では住宅投機の再過熱を懸念する声もある。2024年7月9日付の中央日報は、ソウルの賃貸住宅売買取引が足元で拡大している背景として、将来の利下げを見越した投機売買の存在を指摘している¹。

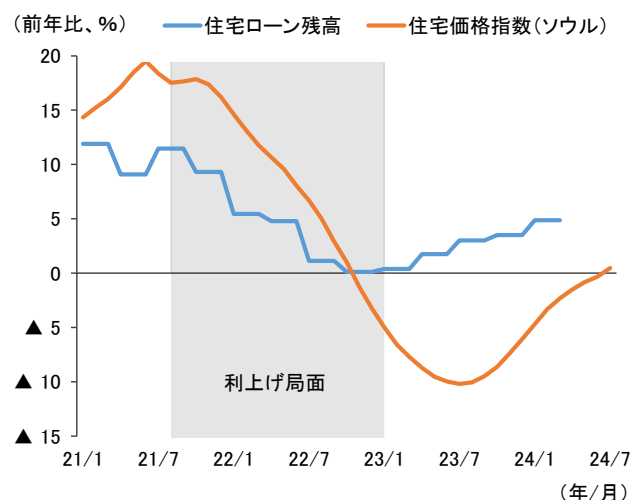
高金利環境の長期化は債務返済負担の増加や資金調達コストの上昇を通じて景気を下押しする一方、拙速な利下げは不動産市場の再過熱と更なる家計債務の膨張を招く恐れがあり、韓国政府・金融当局は慎重な舵取りを強いられている。規制当局の韓国金融委員会は6月25日に声明を発表し、銀行およびノンバンクによる住宅ローン貸出の与信審査に用いられる債務返済率（DSR：Debt Service Ratio）に関する規制を9月から強化すると発表した。具体的には、DSRの算定に用いる金利水準（ストレス金利）を引き上げてDSRをより厳しく計算し、実質的に住宅ローンの借入上限額を引き下げる内容となっている。

図表5 中銀声明文の不動産言及箇所

韓国 24/8月	・住宅ローンを中心に家計向け貸出が増加
	・取引量の増加を受け、ソウルと周辺地域の住宅価格が速いペースで上昇。他の地域では下落傾向
	・政府の不動産市場に関する措置と市場のボラティリティの影響を評価することが重要
台湾 24/6月	・住宅市場で昨年後半から取引が増加
	・住宅ローンの増加率が上昇
	・銀行の不動産貸出比率が高止まり

（出所）各中銀発表資料より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表6 韓国の住宅ローン残高、ソウル住宅価格指数



（出所）韓国銀行、国民銀行より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

4. 台湾では都市部で住宅価格が2桁上昇、当局は投機抑制のため固定資産税を引き上げ

台湾でも、2022年3月の利上げ開始以降、不動産関連貸出と都市部住宅価格の伸び率はともに鈍化したが、不動産市場の調整は韓国に比べると緩やかに留まった。連続利上げが一服した2023年後半からは不動産関連貸出・住宅価格とも回復に転じている（図表7）。

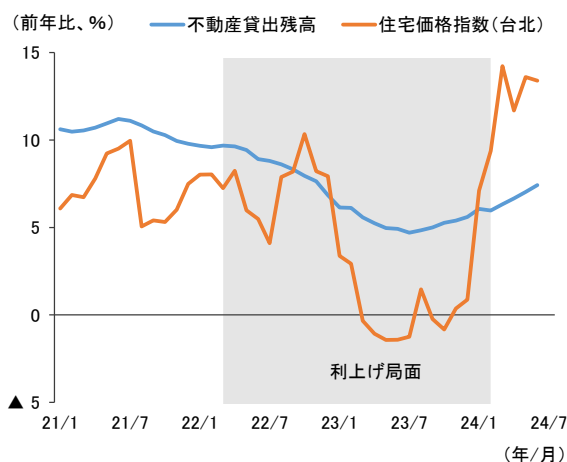
回復の背景には三つの要因がある。一つ目は、利上げ幅が小さく、実質金利が低かったことが挙げられる。台湾の2024年7月の消費者物価上昇率は前年比+2.5%であったが、政策金利は3月以降2%で据え置かれ、韓国と異なり実質金利はマイナスとなっていることが不動産投資の妙味につながっているとみられる²。

二つ目は、住宅市場の需給ひっ迫である。台湾では資材高騰や労働力不足を背景に建設コストが急上昇している。特に労働力不足は深刻で、政府は建設業の外国人労働者受け入れの拡大を表明し問題の解消に努めている。こうしたなか、4月には台湾東部の花蓮県沖を震源とする最大震度6強（台北など主要都市では最大震度5弱）の地震が発生し、震源付近で多くの家屋が倒壊している様子が報じられた。災害復興といった実需要因も、供給側の制約と相まって住宅価格上昇に繋がっているようだ。

三つ目は、台湾経済の見方が好転したことによる投機需要である。2024年に入って以降、先端半導体やAI需要の高まりを背景に株価（台湾加権指数）は急上昇しており、足元の世界的な株価暴落の影響を受けた後もなお歴史的な高水準にある（図表8）。先端半導体製造の最大手を擁する台湾では半導体需要が景気に大きな影響を及ぼすことから、足元の半導体市況の回復により台湾経済の見通しが好転し、同地への不動産投資が積極化している側面がある。なお、BIS「国際資金取引統計」（2024年3月末時点）によると、香港から台湾へのクロスボーダー債権（非銀行部門）は2019年末対比で+26%と大幅に増加しており、中国大陸部の投資家・企業から香港を通じて台湾へ資金が流入し、その一部が台湾域内の不動産投資に向かっている可能性も考えられる。

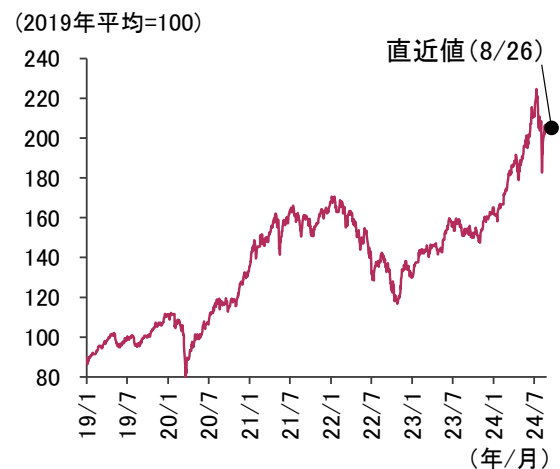
2024年入り後、台北の住宅価格指数は前年比2桁台の上昇を続けており、台湾当局は住宅投機の動き

図表7 台湾の住宅ローン残高、台北住宅価格指数



(出所) 台湾中銀、信義房屋、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 株価（台湾加権指数）



(出所) 台湾証券取引所、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

に警戒を強めている様子だ。台湾中銀は6月会合において不動産市場への過度な資金供給を抑制する目的で預金準備率を25bp引き上げたほか、7月からは房屋税（固定資産税に相当）が改正され、実質的に居住せず投資目的で保有している住宅に対する税率が1.5～3.6%から2.0%～4.8%に引き上げられている。加えて、8月には台湾中銀が34の商業銀行との会合を開き、不動産貸出割合を低下させるよう求めたとも報じられている。

5. 不動産過熱には金利以外のツールを用いつつ、9月の米利下げ後に追従利下げを予想

韓国・台湾では高金利環境が内需の伸びを抑制しているが、インフレ沈静化や米利下げ観測が生じている現在は、中銀が利下げに転じるタイミングを窺っている。

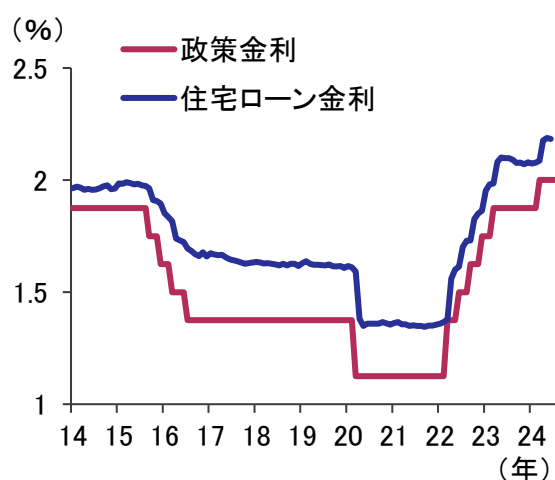
一方、韓国・台湾では住宅市場が過熱する兆しを見せており、拙速な利下げは不動産バブルをもたらす恐れがある。韓国では利下げ期待が既に住宅投機を刺激しているとの見方があり、台湾では実質金利が現状でマイナスであることが投資妙味につながっているようだ。韓国・台湾とも政策金利と住宅ローン金利は概ね連動しており、政策金利の引き下げは更なる不動産ローンの拡大と住宅価格の上昇を助長しかねない（図表9、図表10）。

こうしたなか、韓国・台湾の金融当局が、既に金利以外のマクロプルーデンス政策を用いて不動産過熱の予防に動いていることは注目に値する。つまり、不動産過熱に対しては金利以外のツールを活用することで、金利に関しては従来どおりインフレや為替レートに対応して操作するフリーハンドを残す構えである。

したがって、みずほリサーチ&テクノロジーズでは、9月に見込まれる米利下げを受け、韓国は早ければ次回10月の金融政策会合で利下げ、台湾は先述した電力料金の波及度合も確認したうえで利下げに切り替えていくことを予測のメインシナリオとして想定する。

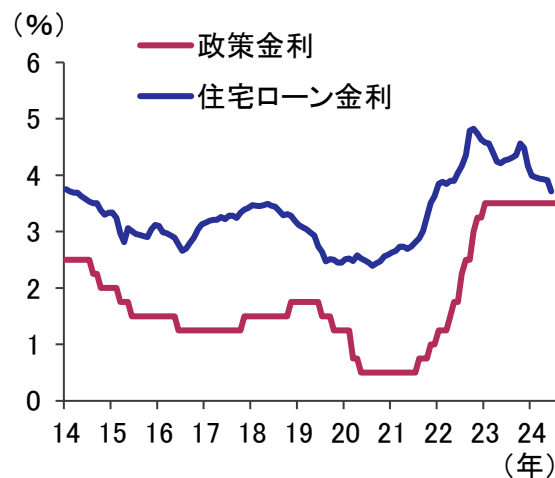
ただし、既に発動しているマクロプルーデンス政策が奏功せず、不動産市場が過熱を回避する兆しを確認できない場合には、利下げは先送りされるリスクには留意が必要だ。

図表9 台湾 政策金利と住宅ローン金利



（出所）台湾中銀、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 韓国 政策金利と住宅ローン金利



（出所）韓国銀行、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

亀卦川緋菜 (2024) 『物価高と通貨安対応で高金利続くアジア— 米利下げ転換後は、追随する国としない国に割れる見通し —』 2024年7月9日

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) 『2024・2025年度 内外経済見通し — 二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パス —』 2024年7月2日

Bank of Korea (2024), “Monetary Policy Decision”, August 22, 2024

Bank for International Settlements (2024), “Credit-to-GDP gaps”, June 10, 2024

Bank for International Settlements (2024), “Locational Banking Statistics”, July 31, 2024

Central Bank of the Republic of China (2024), “Monetary Policy Decision of the Board Meeting (2024Q2)”, June 13, 2024

Semiconductor Industry Association, and Boston Consulting Group (2024), “Emerging resilience in the semiconductor supply chain”, May 2024

¹ <https://koreajoongangdaily.joins.com/news/2024-07-09/opinion/columns/Alarming-signs-of-rebounding-apartment-prices/2086538>

² 韓国の2024年7月の消費者物価上昇率は+2.6%、政策金利は3.5%であり、実質金利はプラスとなっている。

[共同執筆者]

調査部	アジア調査チーム	主任エコノミスト	鎌田晃輔	kosuke.kamata@mizuho-rt.co.jp
調査部	アジア調査チーム	主任エコノミスト	亀卦川緋菜	hina.kikegawa@mizuho-rt.co.jp
調査部	アジア調査チーム	エコノミスト	西野洋平	yohei.nishino@mizuho-rt.co.jp

【PR】YouTube® 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。