

みずほアジア・オセアニアインサイト

2008年12月26日発行

2008年の韓国ウォンの急落 ～その背景と当面の方向性～

本誌に関する問合せ先
みずほ総合研究所(株) 調査本部
アジア調査部 上席主任研究員 平塚宏和
TEL 03-3591-1369
E-mail hirokazu.hiratsuka@mizuho-ri.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、商品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。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。

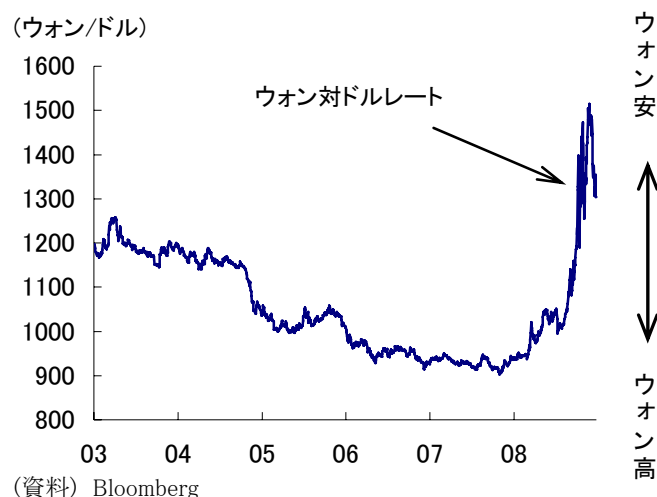
1. 2008 年は急激なウォン安が進行

2008 年は世界的に金融危機が深まり新興国通貨が下落する中で、アジア各国の通貨も総じて大きく下落した。その中で韓国ウォンの下落率は08年初来で一時37.8%に達しており、他のアジア主要通貨と比較して突出している。

ここ数年の韓国ウォンの対ドル相場を振り返ると（図表1）、04年秋から07年にかけて上昇傾向をたどり、07年11月には1ドル=900ウォン近傍となったが、07年末からウォン相場は反転し、08年3月には約2年2カ月ぶりに1000ウォン台となった。韓国政府は、ウォン相場の下落を行き過ぎたウォン高の修正と捉え、当初は容認姿勢を示していたが¹、その後ウォン安が急激に加速したため、ウォン安阻止の方向に方針を転換した。当局によるドル売り市場介入にもかかわらず、ウォンの下落に歯止めは掛からず、11月に対ドルレートは約11年ぶりの水準となる1500ウォン台に達した。

本稿では、08年春以降の急激なウォン安の背景について整理し、当面のウォン相場の方向性を展望したい。

図表 1：韓国ウォンの対ドルレートの推移

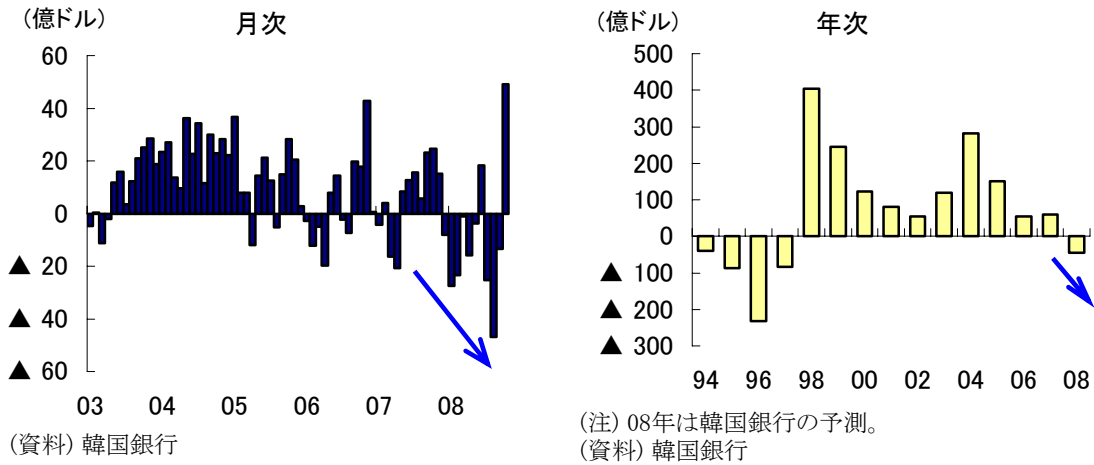


2. ウォン安の主な背景①～国際収支バランスの悪化

ウォン急落の第1の背景として、国際収支バランスが悪化したことが指摘できる。アジア通貨危機前には赤字であった韓国の経常収支は、98年以降、月次で見れば一時的な赤字はあったものの、基調として黒字を維持してきた（図表2）。07年も60億ドルの黒字を維持したが、08年には1～10月累計で90億ドルの赤字に転じた。後で述べるように10～12月期には黒字に転じたものの、韓国銀行によると、通年でも11年ぶりに45億ドル程度の赤字となる見込みである。

¹ 3月下旬にウォンの対ドル相場が反発した際に、企画財政部の崔鍾球・国際金融局長は、「ウォンの下落は好ましくないが、急速なウォン高はそれ以上に望ましくない」と発言した。

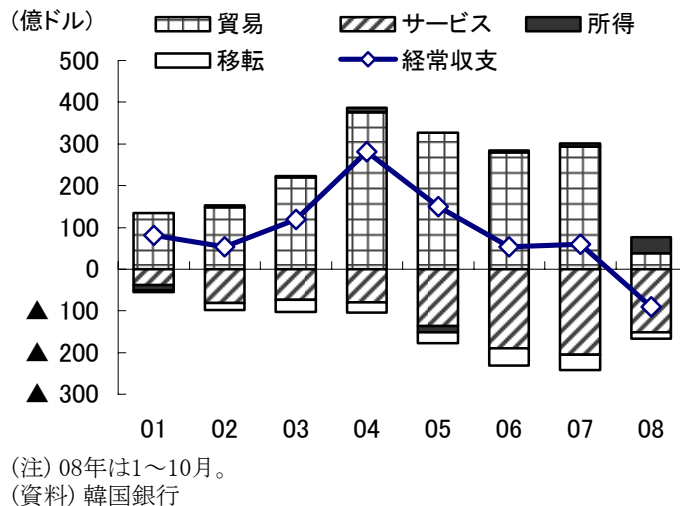
図表 2 経常収支の推移



経常収支の赤字化の要因として、05年から07年にかけてのウォン高の影響を指摘する向きがある。確かに、ウォン高が進んだ05年から07年には経常収支の黒字幅が顕著に縮小している。経常収支のうち貿易収支をみると、05～07年の期間も高水準の黒字を維持しており、モノの貿易について明確なウォン高の影響は確認できない。黒字の大幅な縮小が確認できるのは08年である（図表3）。

他方、サービス収支は恒常的に赤字が続いており、05年から07年にかけて急速に赤字が拡大している。移転収支も赤字が続いているが、小幅であり、05～07年の経常収支黒字縮小の主因はサービス収支赤字の拡大である。

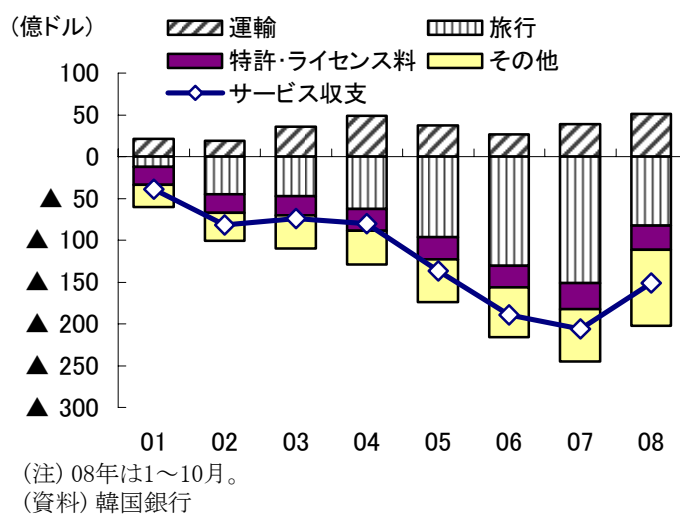
図表 3：経常収支の内訳



そこでサービス収支の内訳をみると（図表4）、運輸収支は概ね一定の黒字を維持しているのに対し、旅行収支、特許・ライセンス料収支、その他収支が赤字となっている。特許・

ライセンス料収支の赤字はほぼ一定の水準で推移しているが、旅行収支、その他収支の赤字は近年拡大しており、特に旅行収支の赤字拡大が顕著である。07年の旅行収支は、受取が58億ドル（対04年比▲4.5%）、支払が209億ドル（対04年比+69.1%）である。05～07年のウォン高進行によるモノの貿易への影響は確認できないが、サービス貿易については、ウォン高による海外からの旅行受取の伸び悩みと海外への旅行支払の増加といった形で影響が出ていたといえる。

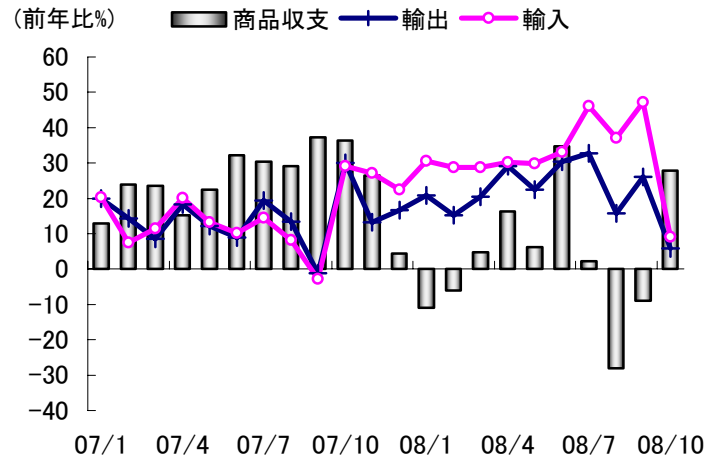
図表 4：サービス収支の内訳



前掲図表 3 の通り、08 年は、サービス収支は高水準の赤字を計上しながらも、赤字幅の拡大には歯止めが掛かっている。これに対し、貿易収支の黒字幅は大幅に縮小している。従って、08 年の経常収支が赤字化した要因は、サービス収支が旅行収支を中心に高水準の赤字を続ける中で貿易収支の黒字幅が縮小したことと考えられる。

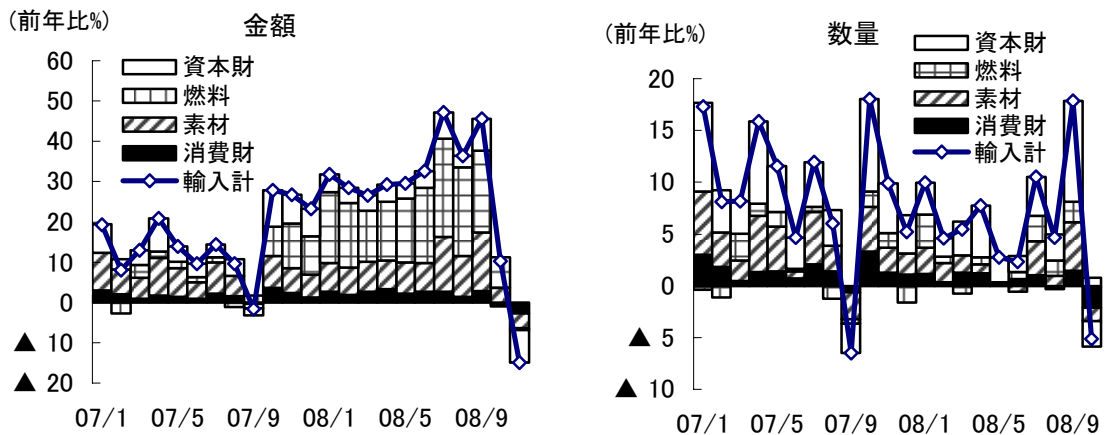
韓国政府は、資源高の影響による輸入額の急増が貿易収支黒字縮小の主な要因としている。貿易収支を輸出と輸入に分けてみると（図表 5）、少なくとも 7 月頃までは明確な輸出の減速や落ち込みはみられない。一方、輸入の伸びは、07 年 10 月以降、輸出の伸びを上回って推移している。国際収支統計から輸入の財別の動向を捉えることは困難であるため、通関統計を用いてみると、図表 6 の通りである。07 年 10 月以降、素材、燃料に押し上げられる形で輸入金額の伸びが大幅に高まっている。同期間における輸入数量の伸びは概ね前年比+10%以下で停滞しており、素材、燃料による押し上げもさほどみられない。輸入金額が急増した 07 年 10 月～08 年 9 月における輸入金額全体の伸び(前年比+32.2%)を価格、数量に分解してみると、価格の寄与度は+25.1%、数量の寄与度は+7.1%で、太宗が価格の上昇によるものとなっている。資源価格の高騰が貿易収支黒字縮小の主因とする韓国政府の見解は、概ね妥当だと考える。

図表 5：サービス収支の内訳



(資料) 韓国銀行

図表 6 財別輸入



(資料) 韓国税関局

(資料) 韓国税関局

経常収支の裏側の資本収支の動向をみると(図表7)、06年頃から「その他投資」項目²における資金流入が急増している。アジア通貨危機前の90年代半ばには、経常収支赤字をファイナンスする形で「証券投資³」及び「その他投資」資金の流入が拡大し、その資金が引き揚げられたことが通貨危機につながった。このため、これら項目における資金流入の拡大が投資家から不安視されやすい点は否めない。

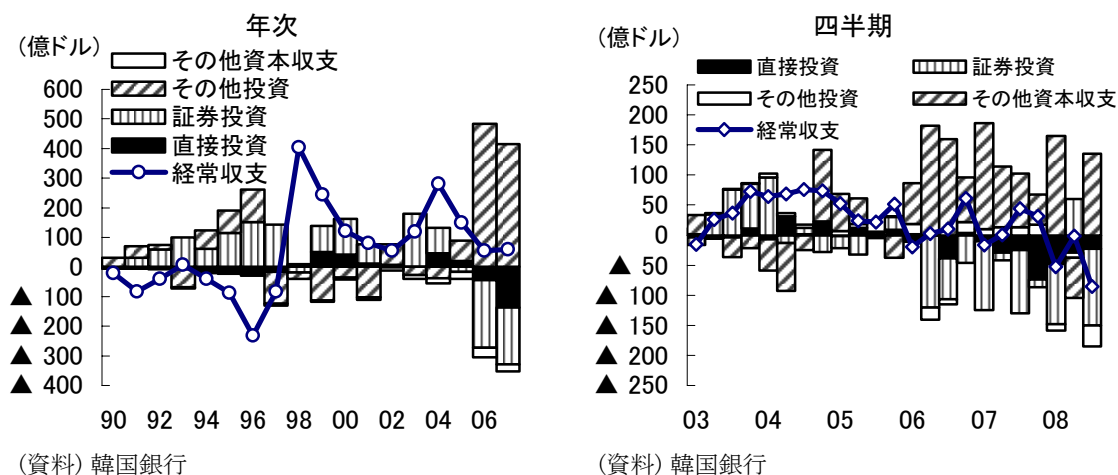
近年、「その他投資」資金の流入が拡大した背景については次節で述べるが、ここでは、少なくとも経常収支は07年まで黒字基調を維持しており、90年代半ばのように経常収支赤字をファイナンスする形で「その他投資」資金の流入が拡大したものではないことを指摘

² 借入、貿易信用、現預金など。

³ 株式、債券、デリバティブ等へのポートフォリオ投資。

しておきたい。

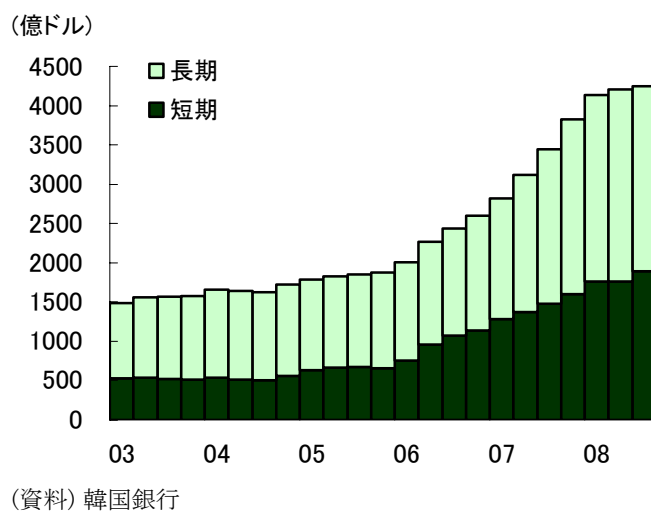
図表 7 資本収支の推移



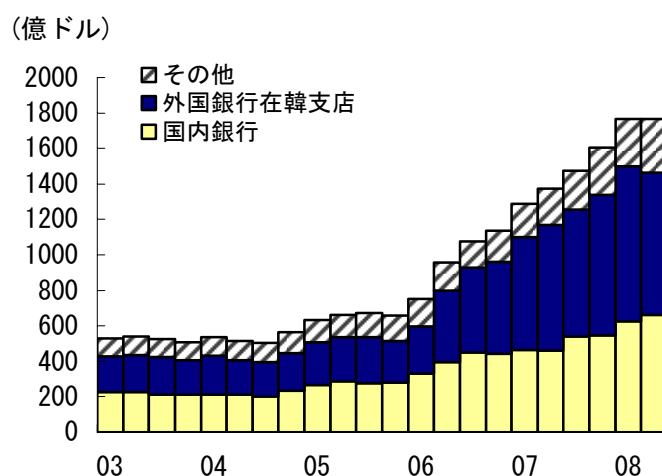
3. ウォン安の主な背景②～対外債務の急増

過去数年、対外債務が急速に増加している（図表 8）。対外債務は 05 年末まで 2000 億ドルを下回っていたが、06 年に入って 2000 億ドルを超えた後、急速に拡大し、2008 年初頭には 4000 億ドル台に到達した。2008 年 9 月末時点の対外債務残高は 4251 億ドルで、そのうち 1894 億ドルが借入期間 1 年以下の短期対外債務である。短期対外債務を借入主体別に分けると、金融機関、とりわけ外国銀行の在韓支店による借入が大きく増加している（図表 9）。

図表 8：対外債務（借入期間別内訳）



図表 9：短期対外債務（借入主体別内訳）



(資料) 韓国銀行

金融機関の短期対外債務が拡大した背景には、主として①造船業など輸出企業による先物為替予約や輸出前受金に係る借入の増加、②先物相場と現物相場の裁定取引の 2 点が挙げられる。①については、従来為替予約をしていなかった造船業などの輸出企業が、05 年以降の趨勢的なウォン高と造船受注額の急拡大に対応して先物予約を行うようになった。通常、通貨が国際化されている場合、顧客の先物予約を受け付けた銀行は、為替先物市場でカバーする。しかし、非居住者にアクセス制限のある韓国ウォンの場合には、ウォンと外貨の金利裁定原理による先物為替相場形成が不完全であることから、顧客の先物予約を受け付けた銀行は、ドル資金を借り入れウォンに転換する資金取引により為替変動リスクをヘッジするが多い。この結果、国内への資金流入が増加した。また、通常輸出代金の受取に 3～4 年を要する造船業者に対する船舶建造資金融資の形での対外借入も、近年の造船受注の拡大に伴い増加した。

②については、上述の金利裁定原理による先物為替相場形成の不完全性により、輸出企業のドル売り需要が強い中で先物相場は理論値よりもドルディスカウントの状態が続いた。この歪みを狙って、外国銀行による現物ドル売り（ウォン買）、先物ドル買い（ウォン売）の裁定取引が行われた。具体的には、通貨スワップにより為替リスクをヘッジした上で、調達したウォン資金を流動性の高い韓国国債に投資する外国銀行が多数存在した。これは、ドル流動性逼迫の影響により通貨スワップ金利（CRS レート）が低下し韓国債のイールドを恒常的に下回る状態になったことから、裁定取引により為替変動リスクを負わずに利鞘を確保できる機会が生じたためである⁴。この裁定取引を行うためにドル資金の借入が増加

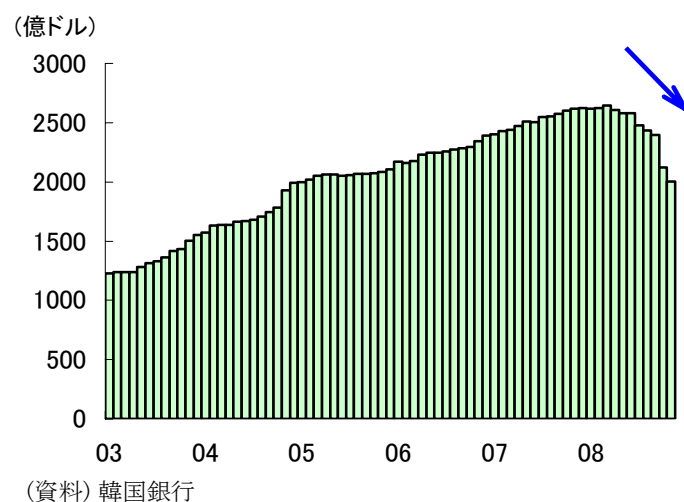
⁴ 海外投資家は国際金融市場から LIBOR でドル資金を調達し、韓国内の通貨スワップ市場で LIBOR を受け取り、CRS レートを支払ってウォン資金に交換した後、韓国債に投資する。サブプライム問題に端を発する国際的な信用不安の影響で韓国を含む新興国金融機関のドル調達コストにプレミアムがついた結果、CRS レートは低下した。

した。

これらは、為替先物決済時における反対売買の裏付けを伴ったもので、実質的には返済負担が生じない性格のものとみなされる。IMFは、9月11日に発表した対韓4条協議報告書の中で、短期対外債務のうち約5割が①の要因により生じたもの（太宗が前掲9の外国銀行の在韓支店による調達）であり、「注意深いモニタリングが必要ではあるものの、韓国が流動性危機に陥るとの見方は行き過ぎ」との見解を示している。また、韓国政府も2008年10月6日に6月末時点の対外債務の内訳に関するデータを公表しており、長短を合計した総対外債務4198億ドルのうち外貨償還負担のない債務⁵が1518億ドル以上（36%）を占めているとしている。

ただし、前述の通り、造船業者の輸出代金の受取には通常3～4年の期間を要するのに対し、金融機関の対外債務の多くは期間1年以下の短期借入である点を留意する必要がある。市場が正常に機能しており、対外債務の借換に支障が生じない状態であれば、造船業者が輸出代金を受け取った時点で金融機関の債務は相殺される。しかし、07年夏以降、米国のサブプライム問題が国際的な信用不安をもたらし、金融機関の外貨資金調達環境が悪化し、対外債務の借換が困難となった。こうした対外債務返済期限到来時のドル資金需要発生に伴いドル流動性が急激に逼迫したとみられる。他方で当局のウォン安阻止のための市場介入もあって外貨準備高は08年3月をピークに減り続けていたため、ドル流動性に対する市場参加者の不安心理が加速し、08年秋にウォンは急激に下落した。

図表 10：外貨準備



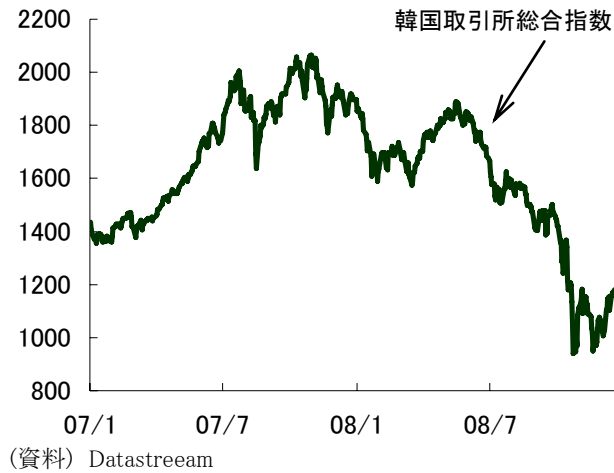
⁵ 為替先物予約に関連した外貨借入 938 億ドル、造船輸出前受金 509 億ドル、直接投資に関連する関係会社間の資金貸借 71 億ドルの合計。

4. ウォン安の主な背景③～証券市場からの資金引き揚げ

証券市場からの資金流出も、ウォン安加速の一因とみられる。

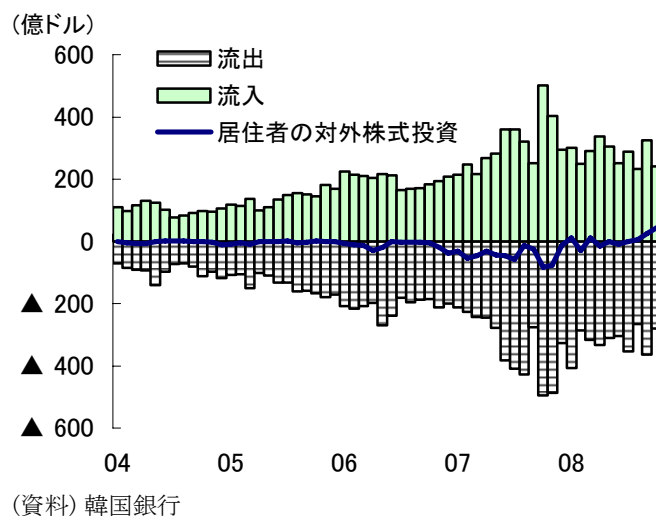
金融危機の深化により海外投資家がリスク資産を圧縮し、安全資産・流動資産に逃避する傾向が加速したことで、韓国の株式市場も下落基調となった。韓国取引所総合指数は、07年10月には2000PT台に乗せ、史上最高値を更新したが、08年に入って急落し、10月から11月にかけて一時1000PTを割り込んでいる（図表11）。

図表 11：韓国取引所総合指数の推移



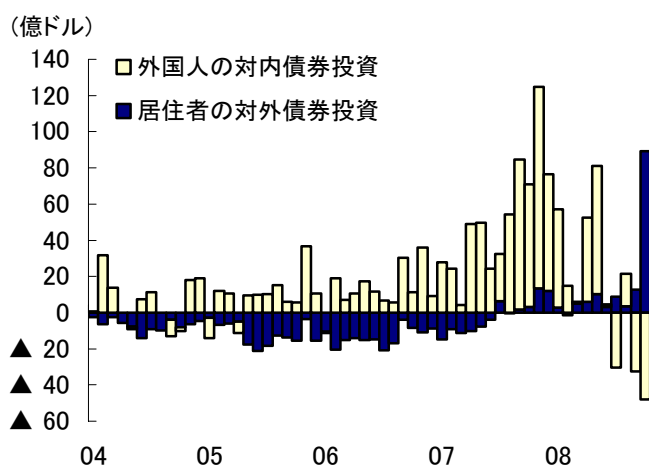
国際収支統計によると、08年1～10月の外国人の株式投資資金流入額は2824億ドルであったが、流出額が3223億ドルと流入額を上回ったことから（図表12）、ネットで399億ドルの流出超となった。同期間に居住者の対外株式投資の国内回帰が41億ドルあったものの、これを差し引いても株式投資資金はネットで358億ドルの出超となった。

図表 12：株式投資資金の流出・入状況



他方、08年1～10月の外国人の債券投資資金はネットで96億ドルの流入超となっている（図表13）。ただし、月次で見ると、米リーマン破たん金融市場が極度に混乱した9、10月は合計で81億ドルの流出超となっている。これに対し、居住者による対外債券投資資金の引き揚げ額が同時期に増加し、9、10月の合計で102億ドルと海外投資家の資金流出額を上回っている。1～10月の累計でも債券投資収支は236億ドルの入超であるが、上記株式投資収支の出超額には及ばず、証券投資全体として資金の流出額が流入額を上回っている（前掲図表7）。

図表13：債券投資資金の流出・入状況



(資料) 韓国銀行

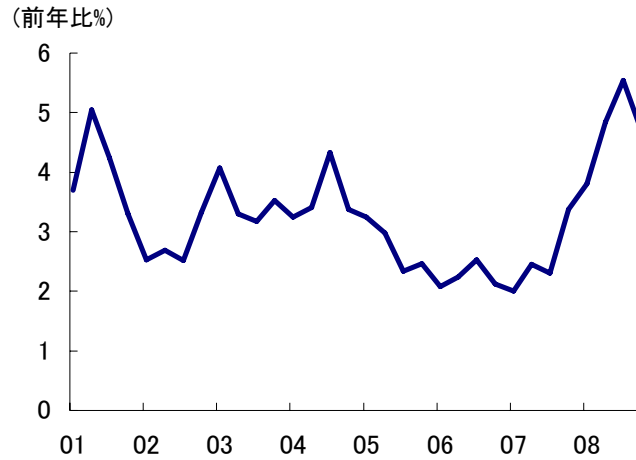
5. ウォン安の背景④～インフレ加速と实体经济悪化

インフレは通貨価値を下落させることを踏まえると、08年に入ってインフレが加速したことも、何がしかウォン安圧力をもたらしたとみられる。

消費者物価上昇率は、07年9月まで前年比+2%台で低位安定していたが、10月以降+3%を超えた（図表14）。韓国の金融政策はインフレターゲットの枠組みに基づいて運営されており、消費者物価上昇率を07～09年の3年間平均で+2.5～3.5%とするインフレ目標が設定されている。消費者物価上昇率は07年11月に前年比+3.6%と目標レンジの上限を超え、08年6月以降は+5%台で推移した。総合消費者物価上昇率だけでなく、農産品・石油製品を除くコアインフレ率も6月以降前年比+4%を超えた。

資源高により経常収支が赤字に転じたことから覗えるように、原油のほぼ全量、食料の多くを輸入に依存する韓国の物価は、資源高によるエネルギー・食料の輸入価格の上昇の影響を受けやすい。このため、08年前半の急激な資源価格高騰に伴い、消費者物価の騰勢が加速した。

図表 14 消費者物価上昇率



(資料) 韓国統計局

ただし、08 年後半に入って世界経済が急速に悪化したことで資源価格は下落している。このため、消費者物価上昇率も月以降、低下した。むしろ 08 年初から続いてきた景気減速基調が年後半に入って強まる中、インフレに対する市場の警戒は後退し、輸出・生産の落ち込み、設備投資・雇用の減速、企業倒産の増加といった実体経済の悪化が意識されるようになってきている。

6. ウォン安に対する政策対応～為替相場は小康状態に

冒頭で述べた通り、当初韓国政府はウォン安を容認する姿勢を示していたが、その後ウォンの下落が加速したことで、市場介入によりウォン安阻止を図る姿勢に転じた。外貨準備は、3月の2642億ドルをピークに減少傾向をたどり、企画財政部と韓国銀行が共同記者会見を開き、外貨準備を用いて市場介入を積極的に行うことを宣言した7月には、1カ月間で外貨準備が106億ドル減少した。しかし、ウォン安の背景には国際金融危機の影響によるドル流動性需給の極度の逼迫があり、投機的な通貨売りが主因ではなかったため、介入によりウォン安の進行を食い止めるには至らなかった。

10月以降、韓国政府は、ドル流動性の需給緩和を通じてウォン相場の安定を図る方針に転換した。10月には韓国銀行による通貨スワップや競争入札及び政府系韓国輸出入銀行を介したドル流動性供給を実施することや、銀行の対外借入に対し最大1000億ドルの政府保証を付与することを明らかにした。10月30日に韓国銀行は、ドル流動性供給の原資を拡充するため、米FRBと通貨スワップ協定を締結した⁶。同協定の契約期間は09年4月30日までの6カ月間で、韓国銀行は、FRBとの間で最大300億ドルのドル・ウォンのスワッ

⁶ 米FRBは、韓国銀行のほか、ブラジル、メキシコ、シンガポールと同様の通貨スワップ協定を同時に締結した。

プ枠を確保した。韓国銀行は、これまでに 300 億ドルのスワップ枠のうち 110 億ドルを利用し、公開入札を通じて銀行にドル資金貸付を行っている。

さらに、12 月 12 日には、チェンマイイニシアティブに基づき日本、中国と締結している二国間通貨スワップ取極を増額することを発表した。日本との間では、09 年 4 月 30 日までの時限措置として、円・ウォンのスワップ枠 30 億ドル相当を 200 億ドル相当に増額し、既往のドル・ウォンのスワップ枠 100 億ドルと合わせて 300 億ドルとした。また、中国との間では、3 年間の時限措置として、元・ウォンのスワップ枠 40 億ドルを 300 億ドル相当に増額した。

このほか、実体経済悪化への対応として、韓国銀行は矢継ぎ早且つ大幅な利下げや、レポを通じた資金供給オペレーションの拡充などの措置を講じている。また、政府も、減税・規制緩和、建設不動産業者からの売れ残り住宅の買い取り、中小企業・低所得者支援、地方でのインフラ拡充や四大河川の治水・水路整備事業といった公共投資計画を発表している。また、実体経済の悪化に伴って金融機関の資産劣化が進む可能性を視野に入れ、銀行への資本注入のために韓国銀行・政府・政府系韓国産業銀行の共同出資により総額 20 兆ウォンの基金を設立する計画も明らかになっている。

こうした韓国当局の重層的な対応に加え、米国当局単独や国際協調による危機対応策が立て続けに打ち出されたことで、内外の金融市場はやや落ち着きを取り戻した。年末にかけてウォンの対ドルレートは 1300 前後で推移している。

図表 15 主要金融危機・景気対策

金融政策	金利変更	(10/9)ベースレート5.25→5.00% (10/27)ベースレート5.00→4.25% (11/7)ベースレート4.25→4.00% (12/11)ベースレート4.00→3.00%
	その他	外貨支援 通貨スワップ、輸出入銀行を通じた銀行への外貨供給 銀行の対外借入保証(1000億ドル、3年間) 米FRBと通貨スワップ協定(300億ドル、09.4まで) 日中との通貨スワップ枠拡大(各300億ドル相当まで) ウォン流動性支援 公開市場操作(中銀レポ)の対象有価証券を拡大 (国債+金融債・一部公企業債) 金融機関の支払準備預金に5000億ウォンの付利 資本注入等 政府系3金融機関に追加出資(計1兆ウォン) 金融機関の資本増強のための基金設立(20兆ウォン)
財政政策		(10/21)建設業界支援策(8兆ウォン) —建設用地買い上げ —地方売れ残り住宅買い上げ —中小建設会社への信用保証供与 (11/3)総合景気対策14兆ウォン(09年度予算の修正) —インフラ投資(4.6兆ウォン) —中小・零細企業、農漁業事業者の資金繰り支援(3.4兆ウォン) —雇用・起業支援(0.3兆ウォン) —低所得世帯支援(1兆ウォン) —地方政府補助(1.1兆ウォン) —公企業事業支出拡大(1兆ウォン) —減税(3兆ウォン) 地域経済振興5か年計画(100兆ウォン) (9/10)5プラス2広域経済圏活性化戦略(56兆ウォン) —首都圏、忠清圏、湖南圏、大慶圏、東南圏、江原道、済州道の各広域圏毎に戦略産業を指定し、指定された産業のグローバル化、高度化を図る(1.9兆ウォン) —広域圏毎に拠点大学を整備・強化し、独自の人材育成を推進 —交通・物流インフラ、観光インフラの拡張等30の期間プロジェクトを推進 (12/16)地域経済活性化事業(42兆ウォン) —優遇税制、補助金等を通じ企業の地方移転を促進 —漢江、洛東江、錦江、榮山江の4河川の治水・水路整備 —医療、教育、文化水準の向上を図る

(資料) 新聞報道、韓国政府・韓国銀行プレスリリースより作成

7. 当面のウォン相場の方向性

本稿で取り上げた08年のウォン安の主な要因のうち、経常収支は改善方向に向かっている。月次の経常収支は、10月に単月では過去最大の水準となる49億ドルの黒字を記録した(前掲図表2)。商品収支が27.9億ドルの黒字に転じ(9月は8.9億ドルの赤字)、サービス収支赤字は0.5億ドルと大幅に縮小した(9月の赤字は12.3億ドル)。所得収支は14.1億ドルの黒字を維持し(9月は7.9億ドルの黒字)、移転収支は7.7億ドルの黒字に転じた(9月は0.2億ドルの赤字)。各項目とも経常収支の改善に寄与しているが、なかでも商品収支とサービス収支の前月比改善幅が各々36.7億ドル、11.8億ドルと大きい。

商品収支は、輸出が前月比でほぼ横ばいだったのに対し、資源価格の下落を映じて輸入が同▲9.4%と減少したことが改善につながった。また、サービス収支は、恒常的に大幅な赤字が続いていた旅行収支が約7年6カ月ぶりに5億ドルの黒字となったことが改善の主因である。大幅なウォン安の効果で旅行受取が前月比+66.7%と大幅に増加した一方、旅行支払は同▲30.6%と大きく減少した。

経常収支の先行きは、引き続き改善傾向が見込まれる。商品収支は、世界経済が同時不況色を強めていく中で輸出が落ち込む可能性があるため予断を許さないが、資源価格の下落と内需の停滞を反映し輸入金額も減少が続くとみられることから、再び大きく悪化する可能性は低い。一方、サービス収支は、ウォン安による韓国人旅行者の減少を主因として、概ね均衡状態を維持するとみられる。因みに韓国銀行は、09年の経常収支は08年45億ドルの赤字から220億ドルの黒字に転じると予想している。

このところの小康状態にある為替相場と同様に、株式市場もやや落ち着きを取り戻している。一時1000PTを割り込んだ韓国取引所総合指数は、12月に入って1100PT台まで回復している。韓国取引所によると、12月は外国人投資家が5.6億ドルの買い越しに転じた(19日まで、11月は15.5億ドルの売り越し)。もっとも、今後実体経済や企業収益の悪化が続く株価の上値が抑制されるとみられる中、投資家のリスク資産圧縮の動きにも押され、株式市場から資本が流出しやすい状況は続くと思われる。

対外債務については、予断を許さない状況である。前述の通り、近年の対外債務の積み上がりは経常収支赤字をファイナンスする性格のものではないものの、金融機関のドル資金調達環境が厳しい中、当面は返済期限到来に伴いドル資金需要が発生する状況が続く公算が大きい。米日中との通貨スワップ協定枠の利用も含む韓国当局のドル流動性供給がある程度需給安定に資するものの、ドル流動性はタイトな状況が続く、ウォン相場の上値は抑えられよう。当局としても、対外債務返済に伴い外貨準備の減少が見込まれる状況下、大規模な市場介入によるウォン買い支えを続けることは困難であろう。ウォン相場は、09年半ば頃まで不安定な展開が続く、経常収支の改善に加え、世界的な信用不安の緩和と対外債務返済のためのドル調達需要の落ち着きとともに09年末にかけて緩やかに回復していく可能性が高いとみられる。

なお、実体経済に目を向けると、前述の通りインフレはピークアウトし低下の方向に向かっているが、08年秋以降、輸出の減退、国内消費の減速を受けて生産・設備投資・雇用賃金の調整が進んでおり、先進国に続いて景気後退入り在必至の状況となっている。今後、予想以上の国際金融危機の深まりや世界経済の悪化、韓国自身の実体経済の落ち込みにより信用不安が高まり、資本逃避のリスクが拡大する可能性もないとはいえない。そうした事態を回避できるかは、国際協調的な危機対応に加え、韓国当局の政策対応の在り方にもかかっているといえよう。今後も、韓国当局の危機対応力が試される局面が続くことにならう。

以上