

# 円安ウォン高による韓国経済への影響をどうみるか

アジア調査部主任エコノミスト

宮嶋貴之

03-3591-1434

takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp

- 2012年末以降、円安ウォン高が急速に進展しており、韓国輸出企業の収益が圧迫される懸念が高まっている。韓国政府も円安ウォン高による経済的悪影響への警戒感を強めている
- 円安ウォン高が進展しても、韓国企業は輸出価格引き下げにより輸出の増勢を維持する見込みであるが、収益圧迫や企業マインドへの悪影響による設備投資への下押し圧力の強まりが懸念される
- さらに日本人訪韓旅行者数の減少が続いており、宿泊業を中心に関連産業のマインド下押しを通じて、非製造業の設備投資に悪影響が及ぶ可能性にも留意する必要がある

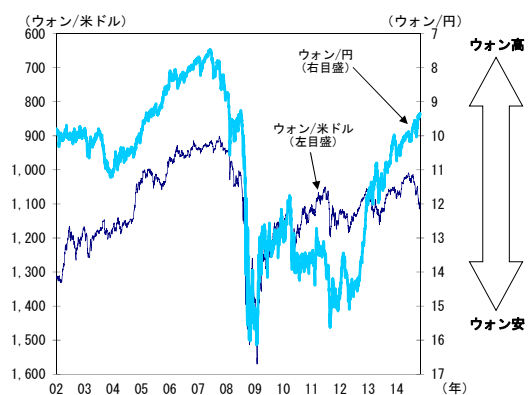
## 1. はじめに

2012年末の安倍政権発足以降、円安ウォン高傾向が急速に進展しており、2014年8月以降には日本の景気下振れ懸念が高まって追加緩和期待が高まったことで、さらに円安ウォン高が進んで9月末には6年ぶりの9.5ウォン/円を記録した(図表1)。韓国輸出企業への対円レートでみた採算レートは中堅・中小企業の場合、10.4ウォン/円前後とみられ<sup>1</sup>、収益が圧迫される懸念が高まっている。

こうした状況下、韓国政府は円安による経済への影響に警鐘を鳴らし始めた。例えば、10月に朴槿恵(パク・クネ)大統領が円安による経済的悪影響への懸念に言及するという異例の声明が発表された<sup>2</sup>。さらに、韓国政府は、7月に発表した「41兆ウォン+ $\alpha$ 」政策パッケージ<sup>3</sup>を補完する5兆ウォン規模の追加景気・円安対策を発表した。同政策は対日輸出を実施する中小企業や対日資本財輸入による設備投資促進を狙った支援策などが含まれており、円安ウォン高に対する韓国政府の危機意識の高さがうかがえよう。

さらに、2014年10月31日、日本銀行は資産買入れ総額を増額する追加緩和策の実施を決定した。今回の決定を、日本の市場関係者の多くがサプライズと受け止めたが、韓国内でも驚きが大きく、翌営業日の11月3日に、韓国銀行は緊急の通貨金融対策会議を招集し、円安の加速が輸出などの実体経済や金融

図表1 ウォンの対円、米ドルレート



(資料) Bloomberg

システムの安定に及ぼす影響について注視する方針を固めた。日本銀行の追加緩和を受けて、円安ウォン高がさらに進み、11月中に対円レートは9.3ウォン／円を記録する場面もみられた。

本稿では、円安ウォン高による韓国経済への影響について考察する。

## 2. 円安ウォン高による輸出の腰折れは避けられる見通し

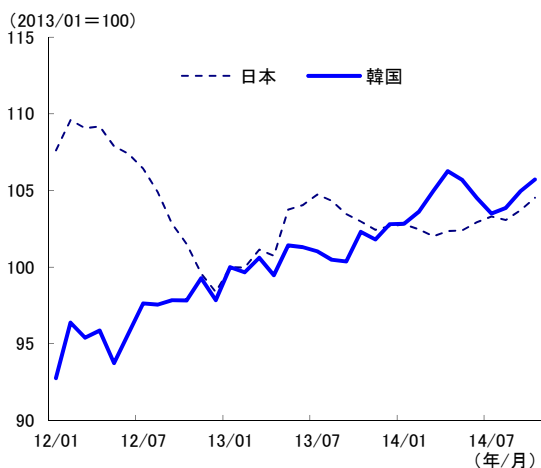
円安ウォン高による韓国経済への影響として、真っ先に想像されるのが輸出への悪影響である。韓国の主力輸出品は、自動車や造船、鉄鋼製品、石油精製品など日本と競合する品目が多く、円安ウォン高になれば日本製品の輸出競争力が増すことで、韓国製品の輸出が落ち込む可能性があるとして分析する先行研究もある<sup>4</sup>。

しかし、現状の日韓の輸出数量指数を比較する限り、韓国の輸出全体が円安ウォン高によって下押しされているとは言い難い（図表 2）。2014年4月以降、韓国の輸出数量指数がやや弱含んでいる要因として、円安ウォン高が進展したことによる影響も考えられないわけではないが、品目別の輸出数量指数をみると、①サムスン電子のスマホ販売不調、②8～10月の韓国・起亜自動車による時限ストといった要因の影響がより大きかったことが推察されよう（図表 3）。10月の通関統計では、石油精製品や化学製品などの増加により、輸出額は単月として過去最高を記録しており、②の要因が収束するとみられる11月以降、輸出は持ち直していくと予想する。

そもそも円安ウォン高が加速し始めた2012年末から足元2014年9月にかけて、韓国の輸出数量指数は振れを伴いながらも増加傾向にある。一方で、日本の輸出数量指数は2013年前半に加速したものの、その後は伸び悩みが続いている。円安ウォン高の進行により懸念される「日本の輸出が増加する一方、韓国の輸出が伸び悩む」という状況にはなっていない。

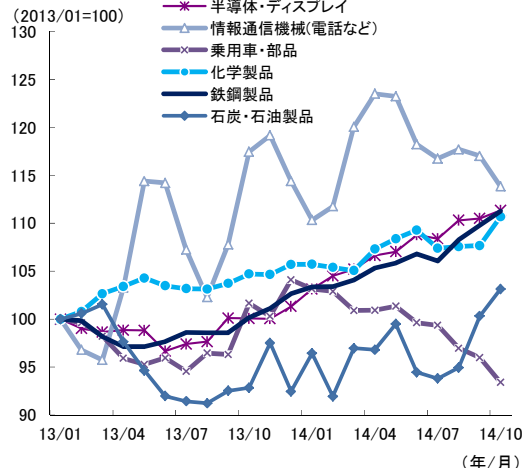
円安ウォン高下でも、韓国の輸出数量全体の基調が揺らいでいない背景には、2013年後半以降の米

図表 2 日韓の輸出数量指数



(注) みずほ総合研究所による季節調整値の後方3カ月移動平均値。  
(資料) 韓国銀行、財務省

図表 3 韓国の品目別輸出数量指数



(注) みずほ総合研究所による季節調整値の後方3カ月移動平均値。  
(資料) 韓国銀行

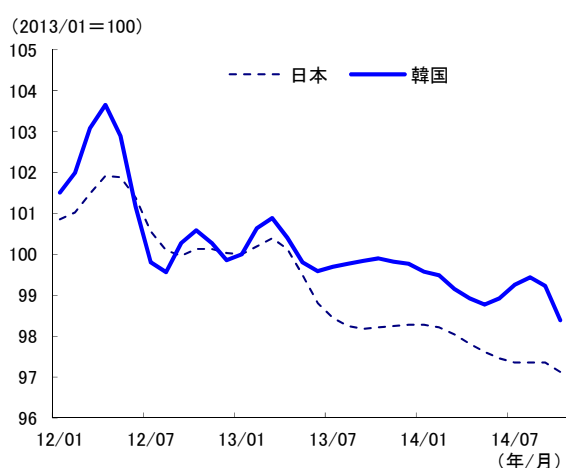
国を中心とする世界経済の緩やかな回復傾向に加え、韓国の契約通貨建てベースの輸出価格引き下げがあるとみられる（図表 4）。要するに、ウォン高が進展しても韓国製造業企業は日本の輸出価格が円安により低下していることを受けて、輸出競争力維持のため日本に連動させて輸出価格を引き下げることで、輸出数量の腰折れを回避している<sup>5</sup>。直近までの日韓の輸出価格指数を確認すると、両国とも輸出価格指数は2013年以降低下傾向にある。円安が急速に進展した日本の輸出価格が下落傾向にあることは自然な動きだが、2013年以降、円だけでなく米ドルなど実効ベースでウォン高が進展した韓国の輸出価格も低下傾向にあることは、通常の想定から外れる動きである。

先行きも、円安ウォン高傾向が継続して日本の輸出価格指数がさらに低下したとしても、①図示は省略するが、現在の韓国の輸出価格指数の水準は過去最低には至っていないこと、②契約通貨の中でシェアが大きい対米ドルレートでは9月以降にウォン安が急速に進展したこと、③原油の国際価格の下落に伴い産出価格の引き下げが見込まれることなどから考えると、日本と韓国の輸出価格指数の連動性は当面、保たれるとみられる。

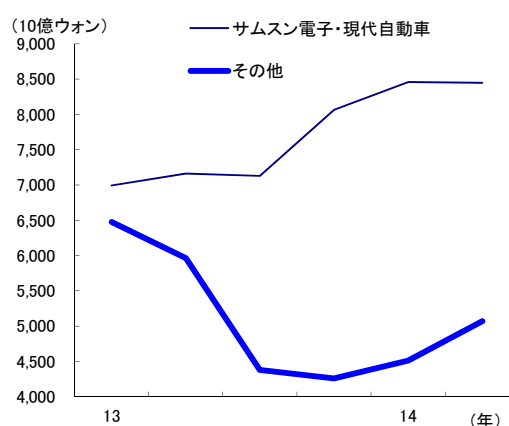
以上から、円安ウォン高により、輸出全体が腰折れするような事態になる可能性は低いだろう。輸出環境という観点からは、むしろ足元で景気減速懸念が高まっている欧州や中国などの需要動向の方が鍵を握ると言えよう。韓国の輸出価格指数が低水準のまま推移したとしても、主要輸出先の景気が失速すれば、輸出全体の腰折れは避けられない。

なお、図示は省略するが、対日輸出に絞ってみれば、2013年以降、円建てベースでみると伸び悩んでおり<sup>6</sup>、対日輸出を実施する製造業企業に対しては円安ウォン高による輸出下押しの影響が発生している可能性もある。しかし、最終需要先としての日本向け輸出シェアは低いため、韓国の輸出全体の基調を揺るがすほどの大きな影響を及ぼしていないとみられる<sup>7</sup>。

図表 4 日韓の輸出価格指数(契約通貨ベース) 図表 5 韓国企業の経常利益(製造業・単体)



(注) 後方3カ月移動平均値。  
(資料) 韓国銀行、日本銀行



(注) 1. 「その他」は472社の合計。  
2. 値は後方4四半期移動平均値。  
3. 経常利益は特別損益に税引前利益を加えて算出。  
(資料) Osirisによりみずほ総合研究所作成

### 3. 円安ウォン高による輸出価格低下と米ドル安ウォン高が重なり収益、投資が圧迫

円安ウォン高傾向による韓国経済への影響として懸念が大きいのは、むしろ収益圧迫やマインドへの悪影響に伴う設備投資下押し圧力の増大である。

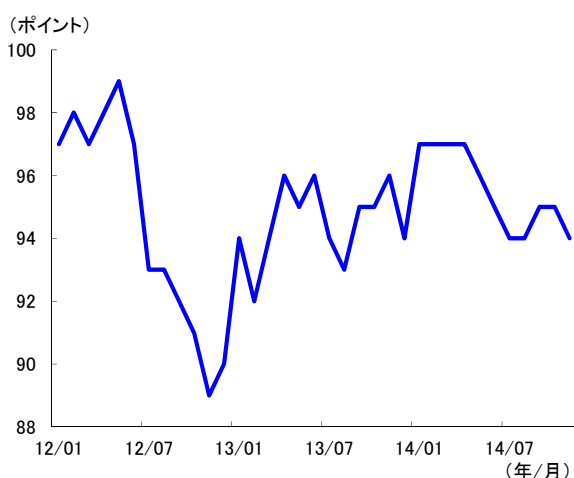
まず、対日輸出を実施する製造業企業の場合、契約通貨の中で円のシェアも大きいことから、円安ウォン高による為替差損によって収益が圧迫されて、マインドの悪化や設備投資の下押しにつながる。ただし、上述したように、対日輸出のシェアはそれほど大きくなく全体への影響は限定的である。

しかし、2014年8月末までは円安ウォン高と同時に米ドル安ウォン高も進展していたため、韓国製造業企業全体で収益が圧迫される結果となった。以下、順を追って説明しよう。

日韓とも契約通貨全体では米ドルのシェアが大きい<sup>8</sup>ことから、以下では、契約通貨を米ドルと設定しよう。前節の通り、2012年末以降の円安を背景とした日本製造業企業による米ドルベースの輸出価格引き下げに伴い、韓国製造業企業の米ドルレートでの輸出価格は低下傾向となった。その一方で、対米ドルレートでのウォン高が同時に進展したことが、ウォンベースでの収益を圧迫する要因となった。通常、米ドル安ウォン高の状況下では、米ドルベースの輸出価格を引き上げなければ、ウォンベースでの収益は目減りすることになる。しかし、円安によって日本製造業企業が輸出価格を引き下げていることから、韓国製造業企業は輸出価格を引き上げることができず、むしろ連動して引き下げたことで収益がより圧迫される結果となった。

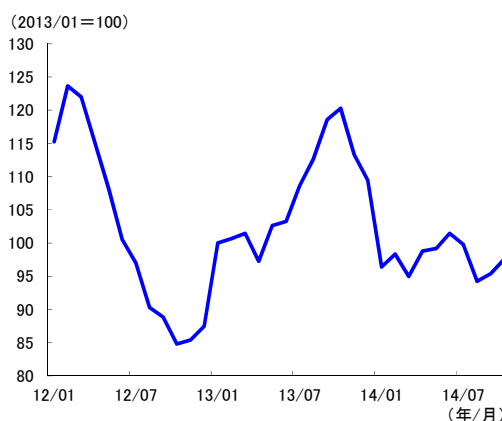
2014年7～9月期まで、基本的にこの状況は変わっていない。まず企業データベースのOsirisを用いて2014年4～6月期までの韓国製造業企業の経常利益をみると、サムスン電子、現代自動車の収益改善に頭打ち感が出ている一方、上記2社を除く企業の収益も、改善はしているが未だ低水準にある（図表5）。2014年7～9月期についても報道などから推察する限り、サムスン電子や現代自動車を中心に、企業収益全体が大きく改善したとは考えづらい。また、企業収益の改善が乏しい状況下、企業の設備

図表 6 設備投資判断指数（製造業）



（資料）韓国銀行

図表 7 韓国の対日機械設備輸入額



（注）1. みずほ総合研究所による季節調整値の後方3カ月移動平均値。

2. 円建てベース。

（資料）韓国関税庁、韓国銀行

投資意欲もあまり高まっておらず、円安ウォン高も企業マインド下押しの一因になっていると言えよう<sup>9</sup>（図表 6）。

先行きを見通すと、このまま円安ウォン高と米ドル安ウォン高が同時に進めば、韓国製造業企業の収益圧迫がさらに強まる懸念があったが、2014年9月以降に米国の早期利上げ観測が高まったことや円安ウォン高是正に向けた韓国銀行による為替介入および利下げ実施の観測が高まったことで、対米ドルレートでみたウォン高は是正された。11月末の対米ドルレートは1,100ウォン/米ドル以下となって採算レート<sup>10</sup>を下回ったことから、10～12月期には為替差益の発生により収益圧迫が和らぐ可能性が高まった。

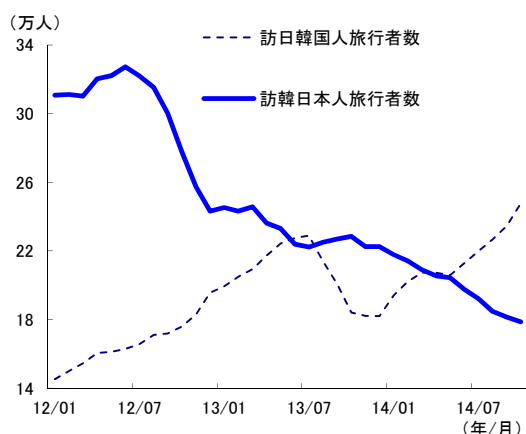
ただし、円安による日本の輸出価格低下傾向は当面続くと見込まれるため、韓国の輸出価格が低く据え置かれ、為替差益が発生しない場合は価格低下による売上高の目減りから収益が圧迫されるという状況は続く。また、中期的な円安ウォン高の継続見込みや世界経済の減速懸念などから先行きの韓国経済への悲観論が蔓延しているため、企業マインドが改善しづらい状況が続くことが見込まれる。総じてみれば、設備投資が大幅に加速する期待はしづらい。

なお、円安ウォン高の進行により、日本からの輸入コストが低下することで機械設備投資が加速することも考えられる。対日機械設備輸入額をみると、円安ウォン高が進んだ2013年当初から7～9月期まで増加しており、円安により輸入が促進されたとみられる（図表 7）。しかし、2013年10月以降は減少に転じており、収益圧迫や企業マインド冷え込みによる設備投資下押しの影響が次第に強まっているとみられる。

#### 4. 円安ウォン高は非製造業のマインドを冷え込ませ、設備投資に影響が及ぶ可能性

ここまで、円安ウォン高による影響は、輸出よりも設備投資への下押しを通じて、景気拡大の足かせになる可能性があることを指摘した。

図表 8 日韓の旅行者数



(注) みずほ総合研究所による季節調整値の後方3カ月移動平均値。  
(資料) 日本政府観光局、韓国観光公社

図表 9 景況感指数と対円レートの相関係数

業種	値
非製造業	0.53
<b>宿泊業</b>	<b>0.70</b>
漁業	0.57
ビジネスサポート業	0.53
不動産・賃借業	0.50
卸・小売業	0.44
通信業	0.41
運輸業	0.40
建設業	0.35
電気ガス熱業	0.31

(注) 期間は2009年9月から2014年10月。  
(資料) 韓国銀行

加えて、日本人訪韓旅行者数の減少というサービス輸出への下押しについては、2013年以降、顕著に表れている（図表 8）。他方、サービス輸入にあたる韓国人訪日旅行者数は、2013年末に落ち込んだ時期を除けば増加傾向にあり、対日旅行収支は大幅に悪化しているとみられる。

日本からの訪韓旅行者数の減少は、宿泊業など非製造業のマインドを悪化させる可能性がある。景況感指数と対円レートの相関係数を計測し、非製造業の中で相関が高い産業をみると、宿泊業が最も高くなる（図表 9）。ビジネスサポート業や不動産・賃借業、百貨店、デパートなど卸・小売業の相関係数も比較的高くなっている。日本からの観光や出張などの減少により、関連産業のマインドが冷え込むことが示唆されよう。

したがって、円安ウォン高による宿泊業など非製造業のマインド低下により、製造業だけでなく非製造業にも設備投資下押し圧力が生じる可能性も考えられる。

## 5. おわりに

本稿では、円安ウォン高による韓国経済への影響を考察した。まとめると、円安ウォン高による景気下押しの経路として最も懸念が大きい点は、輸出価格が低く据え置かれて企業の収益が圧迫されることやマインドが下押しされることであり、結果として設備投資が下振れする可能性がある。輸出を行う製造業だけでなく、非製造業についても、日本人訪韓旅行者数の減少を通じてマインドが冷え込み、設備投資の足かせになるという点にも留意が必要だ。

こうした状況に対して、韓国政府はどう対応するのだろうか。まず、設備投資に対する下押しに対しては、財政・金融政策による景気対策を実施して、内需の腰折れを回避する方針だ。2014年7月の「41兆ウォン+ $\alpha$ 」政策パッケージなどにに基づき、予算執行率の上昇や安全対策投資などが実施されることで、政府消費や公共投資など公需の拡大が見込まれる。また、住宅市場活性化策（2013年12月の不動産取得税の引き下げや2014年7月の住宅ローン規制緩和<sup>11</sup>）や韓国銀行による2回の利下げ（8、10月）により<sup>12</sup>、住宅購入需要が刺激されて住宅建設投資が拡大する可能性も高い。

また、日本人訪韓旅行者数の減少に対しては、中国人訪韓旅行者数の増加による相殺が図られるだろう。韓国政府は、2000年代中盤から観光ビザ緩和などにより中国人観光客取り込みに力を注いできた。中国国内での韓流ブーム<sup>13</sup>にも支えられ、2014年も中国人訪韓旅行者数は上昇傾向で推移しており、日本人旅行者数の2倍以上の水準となっている（図表 10）。7月末の中韓首脳会談以降、韓国政府は中国人観光客増加に向けた取り組みをさらに強化する方針を掲げており<sup>14</sup>、中国人訪韓旅行者にかかる期待は大きい。

以上から、円安ウォン高による景気下押し圧力は公需や中国人訪韓旅行者により相殺される見込みである。韓国政府は円安ウォン高に対する警戒感を高めているが、円安ウォン高という要因だけで韓国経済が深刻な景気調整局面に陥る可能性は低いだろう。

ただし、現下の韓国経済の政策対応により、短期的には景気腰折れが避けられたとしても、中期的にみれば新たなリスクを増大させる可能性がある。

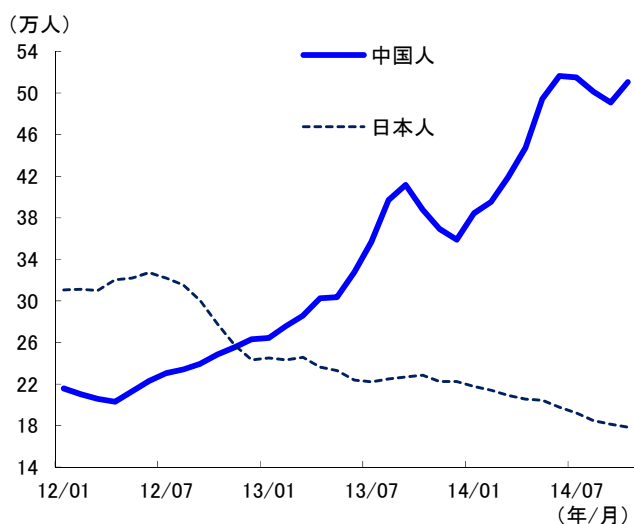
第一に、家計債務負担の深刻化だ。韓国の家計債務残高は対可処分所得比でみて100%を超える高



水準にあるが（図表 11）、2014年7月の住宅市場活性化策発表以降、住宅ローンが加速する兆しがある。韓国の家計世帯には、「ハウスパア」と呼ばれる債務返済負担に苦しむ世帯が既に多く存在しており<sup>15</sup>、住宅活性化策により新たな「ハウスパア」世帯が増加することで、中期的に個人消費が抑制される懸念がある。

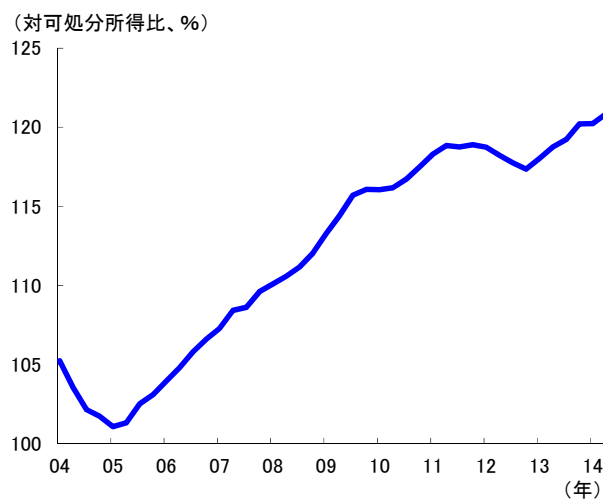
第二に、中国経済への依存過多である。宮嶋・中村（2014）では、アジア諸国の中でも韓国は中国の景気減速による影響を、輸出を通じて受けやすい国であることを述べたが、訪韓旅行者の面でも中国への依存を強めている。中国政府は成長率の維持に向けて景気対策を機動的に実施しながら、景気減速の深刻化を避けることを図っているが、生産能力過剰問題や不動産市場の調整による投資下押し圧力が想定以上に強まって、景気が下振れする可能性も否定はできない。2014年11月には中韓FTAの実質合意も発表されるなど、韓国政府は中国との経済関係をさらに深化させることで中国の成長を取り込んでいく方針のようだが、景気減速懸念が高まっている中国の経済動向次第で、韓国の景気下振れリスクもますます高まるという点には留意が必要だろう。

図表 10 日中の訪韓旅行者数



(注) みずほ総合研究所による季節調整値の後方3カ月移動平均値。  
(資料) 韓国観光公社

図表 11 家計債務残高対可処分所得比



(注) 1. 可処分所得は世帯数、1世帯当たり平均可処分所得を用いて算出。  
2. 値は後方4四半期移動平均値。  
(資料) 韓国銀行、韓国国家統計局

#### 【参考文献】

- 柏木敬子（2014）「2014年7月、習近平国家主席の韓国訪問」（国際金融情報センター『トピックスレポート：韓国』2014年7月8日）
- 宮嶋貴之（2014）「ウォン高下でも底堅い韓国の輸出～輸出価格引き下げで輸出数量の増勢を維持～」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年7月7日）
- 宮嶋貴之・中村拓真（2014）「中国の景気減速によるアジア諸国の輸出への影響」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年6月20日）
- （以下韓国語文献、カッコ内はみずほ総合研究所による仮訳）
- LG Economic Research Institute（2013a）「빨라진 원화강세 한국경제 위협한다（円安による輸出への影響は下半期に増大）」（『LG Business Insight』2013年7月3日）
- LG Economic Research Institute（2013b）「빨라진 원화강세 한국경제 위협한다（急激なウォン高は韓国経済への脅威）」（『LG Business Insight』2013年11月6日）



<sup>1</sup> 韓国貿易保険公社調査による中堅・中小企業の対円レートの採算レートは、2013年12月調査では10.44ウォン/円、2014年5月調査の場合、10.4ウォン/円となっている。なお、大企業は2013年12月調査で10.0ウォン/円とされているが、サンプル数が少ない（7社に対する調査結果）。

<sup>2</sup> 10月6日に、政策担当者との協議の中で輸出企業の収益が円安により圧迫される恐れがあるとの発言があった（「ロイター」2014年10月6日付記事）。10月23日には、工業団地の着工式典で円安などの外部環境が急速に変化する中、競争相手国が韓国への追い上げを急いでいるとの発言を行った（「ロイター」2014年10月23日付記事）。10月29日には、来年度予算に関する議会証言で低成長、低水準のインフレ率、円安が韓国経済と国内企業にとっての主要リスクとの認識を示した（「ロイター」2014年10月29日付記事）。

<sup>3</sup> 同政策パッケージでは、①内需活性化、②民生安定、③経済革新の3つの目標が掲げられている。①では、12兆ウォンの財政支出実施や29兆ウォン規模の政策金融支援、家計所得増大に向けた税制改革、住宅市場活性化に向けた規制緩和など、短期の景気刺激が意図された内容となっている。②では、非正規職の処遇改善や若年・女性の雇用創出、③では公共部門改革、創造経済推進強化、有望サービス業育成などが掲げられ、中期的な潜在成長率向上を意図した内容となっている。

<sup>4</sup> LG経済研究所（2013b）では、輸出類似性指数からみて、2008年から2013年にかけて日本と韓国の輸出競合度が高まっていることを指摘した。また、LG経済研究所（2013a）では、VARによる推計から、円安により韓国の鉄鋼、石油化学、一般機械といった装置産業への輸出下押しの影響が最も大きくなることを指摘した。

<sup>5</sup> 韓国と日本の輸出価格の相関は非常に高く、1975年1月から2014年9月までの相関係数を計測したところ、0.94という高い正の相関がみられた。

<sup>6</sup> 日本との貿易取引では決済通貨として円と米ドルが同等程度のシェア（2013年の輸出の場合は米ドルが49.3%、円が46.9%、輸入の場合は米ドルが51.1%、円が44.8%）であることから、円建てベースで輸出額の推移を確認した。なお、米ドル、ウォンベースでの対日輸出額の推移をみると、2013年以降の輸出額は大きくレバダウしている。

<sup>7</sup> OECDの付加価値貿易ベースでみた2008年の輸出割合は、米国20%、EU20%、中国13%に対して、日本は8%と低い。

<sup>8</sup> 米ドルのシェアは、韓国の場合、輸出では85.2%、輸入では84.2%（2013年）、日本の場合、輸出では53.4%（円のシェアは35.6%）、輸入では74.1%（2013年下期）となっている。

<sup>9</sup> 設備投資判断指数と対円レートの相関係数を計測したところ、輸出企業では国内企業よりも高い相関がみられ、円安ウォン高による影響が一定程度あると推察される（輸出企業：0.44、国内企業：0.26）。

<sup>10</sup> 各種調査によれば、大企業で1,040~1,050ウォン/米ドル前後、中堅・中小企業で1,046~1,057ウォン/米ドルである。詳細は宮嶋（2014）参照。

<sup>11</sup> 不動産取得税は6億ウォン以下の住宅では2%から1%に、9億ウォン以上の住宅では4%から3%に引き下げられた。また、住宅ローン規制では、金融機関の種類や地域に関係なく、LTV（住宅担保認定比率：融資額/担保価値）が70%、DTI（総負債償還比率：元利金償還額/所得）が60%とされた。

<sup>12</sup> 政策金利は0.25%PTずつ引き下げられ、現在は2%となっており、過去最低水準である。

<sup>13</sup> 「中央日報」2014年08月21日付記事によれば、韓国ドラマ『별에서 온 그대（星から来たあなた）』の撮影地である仁川を訪れる中国人観光客が急増している。また、「中央日報」2014年10月28日付記事によれば、『星から来たあなた』に出演している女優・全智賢（チョン・ジヒョン）の透明メーカーキャップを真似ようとする中国人女性の間で、韓国化粧品の人気が急騰している。

<sup>14</sup> 柏木（2014）や各種報道資料によれば、2015年を「中国観光の年」、2016年を「韓国観光の年」と指定して、ビザ緩和などにより交流加速を図る方針である。

<sup>15</sup> 韓国銀行、韓国金融監督院、韓国国家統計局による「2014年家計金融・福祉調査」の結果によると、2014年のDSR（元利金返済額/可処分所得）は21.5%と前年（19.1%）から上昇、特に第1五分位範囲（所得下位20%）に属する世帯の場合、27.2%と前年（16.6%）から急増した。