

韓国ウォン相場下落の構図

調査部 環太平洋戦略研究センター
上席主任研究員 高安 健一

はじめに

2008年に入ってから韓国ウォンの対ドル相場が大きく下落している。その背景として、資源価格高騰の影響を受けたマクロ経済ファンダメンタルズの悪化、李明博政権の統治能力への疑問、社会の不安定化、北朝鮮情勢などが挙げられる。以下では、こうしたウォン安の構図が続くなか、去る8月以降の国際金

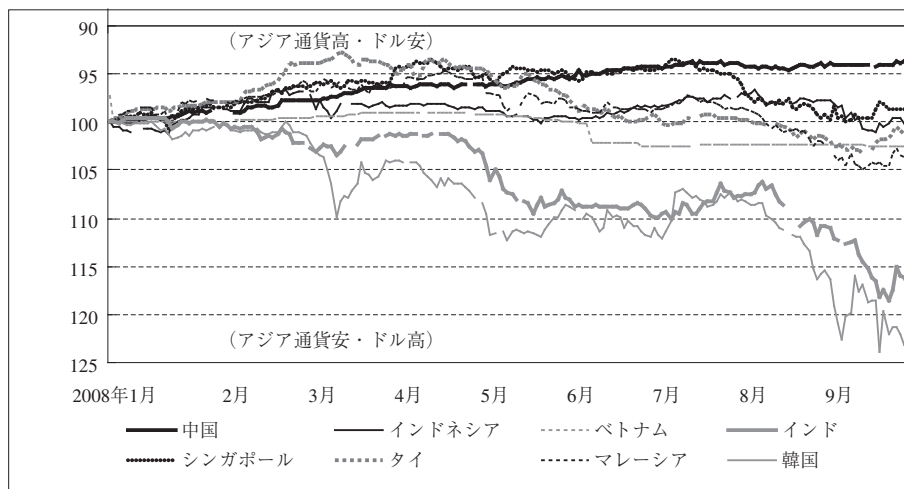
融不安の深刻化が、資金流出を加速しさらなるウォン安が進みかねない状態にあることを、国際収支統計を用いて指摘する。

1. アジア通貨・ウォン安の進展

図表1が示すように、2008年に入り国際金融不安が深刻さを増すに従い、アジア主要国

図表1 アジア主要国通貨の対ドル相場の推移

(2008年1月2日=100)



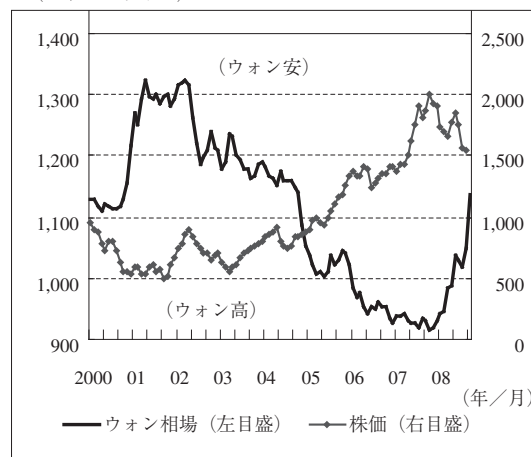
(注) ベトナムは公定レート。

(資料) CEICデータベースより日本総合研究所作成

通貨の対ドル相場が下げ足を速めた（2008年1月2日＝100）。そのなかにあつて、韓国ウォンの弱さが目立っており、2008年初から9月26日までの間に対ドルで▲24.5%下落するとともに、ボラティリティの高い展開となっている。米大手証券会社のリーマン・ブラザーズの破産法申請を受けた9月16日の外為市場では、ウォンの対ドル相場は前日比で▲4.7%下落し終値は1ドル＝1,166ウォンとなった。これは、97年のアジア通貨危機以降で最大の落ち込みである。

図表2 韓国ウォンの対ドルレートと株価
(月中平均)

(1ドル＝ウォン)



(資料) Economic Statistics Systemより日本総合研究所作成

2. 国際収支構造の変化

(1) 資本流入期（2002年～2007年）

ウォン相場は、図表2が示すように、2002年から2007年にかけて、活発な資本流入を背景にドルに対して水準を切り上げた。2002年3月の1ドル＝1,323ウォン（月中平均）から、2007年10月には同915ウォンに上昇した。

この6年弱に及ぶウォン高期における国際収支の特徴として、経常収支と資本収支がともに黒字を計上し、外貨準備が大きく積み上がったことが指摘出来る（図表3）。この間の累積経常収支黒字は718億ドル、累積資本収支黒字（流入超過）は567億ドルに達した。2007年には、経常収支が60億ドルの黒字、資本収支が62億ドルの黒字となった。韓国銀行（中央銀行）は、ウォン高を是正するために、

外為市場でドル買い・ウォン売り介入を断続的に実施したこともあり、外貨準備が急増した（図表4）。外貨準備は2001年末から2007年末までの間に、1,028億ドルから2,622億ドルへ2.6倍に膨らんだ。

(2) 資本流出期（2008年）

2008年に入り韓国の国際収支構造は一変した。経常収支が赤字に転落したのみならず、資本収支も赤字を計上している。外国人投資家による株式売却、株価下落（総合株価指数：KOSPI）が進んだことなどから（注1）、ウォンの対ドル相場は、ピーク時である2007年7月の1ドル＝918ウォンから2008年8月には同1,047ウォン、9月には1,137ウォンへ下落

図表3 韓国の国際収支統計

(10億ドル)

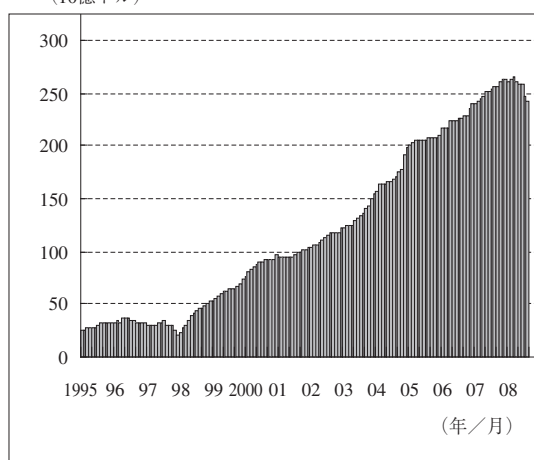
	2001	02	03	04	05	06	07	08年1-8月
経常収支	8.0	5.4	11.9	28.2	15.0	5.4	6.0	▲12.6
資本収支	▲3.4	6.3	13.9	7.6	4.8	18.0	6.2	▲5.7
1. 直接投資	1.1	▲0.2	0.1	4.6	2.0	▲4.5	▲13.7	▲9.7
2. ポートフォリオ投資	6.7	0.3	17.3	6.6	▲3.5	▲23.2	▲24.6	▲13.4
株式	9.8	▲1.1	12.4	5.8	▲0.4	▲23.7	▲81.2	▲34.9
資産	▲0.5	▲1.5	▲2.0	▲3.6	▲3.7	▲15.3	▲52.4	▲2.9
負債	10.3	0.4	14.4	9.5	3.3	▲8.4	▲28.7	▲32.0
債券	▲3.1	1.4	4.9	0.8	▲3.1	0.4	56.5	21.5
資産	▲5.0	▲3.6	▲3.4	▲8.2	▲13.9	▲16.0	▲2.2	3.8
負債	2.0	5.0	8.3	8.9	10.8	16.4	58.7	17.7
3. 金融派生商品	▲0.1	0.4	0.6	2.0	1.8	0.5	5.5	▲2.6
4. その他投資	▲10.4	6.9	▲2.7	▲3.9	6.8	48.4	41.4	20.7
うち銀行部門	▲10.1	6.7	▲9.5	▲3.3	1.3	42.9	31.2	17.2
資産	3.1	4.8	▲4.5	▲2.4	0.2	▲1.3	▲10.3	▲7.0
負債	▲13.2	1.9	▲5.0	▲0.9	1.0	44.2	41.6	24.2
5. 資本勘定	▲0.7	▲1.1	▲1.4	▲1.8	▲2.3	▲3.1	▲2.4	▲0.8
外貨準備増減	▲7.6	▲11.8	▲25.8	▲38.7	▲19.8	▲22.1	▲15.1	17.5
誤差脱漏	2.9	0.2	▲0.0	2.9	0.1	▲1.2	2.9	0.7

(注) 外貨準備の符号は、マイナス（プラス）の場合、外貨準備の増加（減少）を示す。

(資料) Economic Statistics Systemより日本総合研究所作成

図表4 韓国の外貨準備

(10億ドル)



(資料) Economic Statistics Systemより日本総合研究所作成

した。

経常収支は2008年1-8月に、資源・食料品価格の急騰を受けて▲126億ドルの赤字を計上した。資本収支も同▲57億ドルの赤字となり、前年同期の+120億ドルの黒字から収支尻が一変した。2008年に入り、資本収支を構成する5項目のうち、直接投資（▲97億ドル）、ポートフォリオ投資（▲134億ドル）、金融派生商品（▲26億ドル）、その他資本収支（▲8億ドル）の四つが流出超過（赤字）となっている。唯一流入超過となり、資本収支赤字の減少に貢献しているのは、対外借入

を柱とする「その他投資」の黒字（+207億ドル）である。

韓国銀行は、経常収支と資本収支の双方が赤字を計上する事態に直面し、ウォン相場を支えるために外貨準備を取り崩して介入する以外に選択肢のない状況に置かれている。外貨準備は2007年末から2008年8月までの間に、2,622億ドルから2,432億ドルへ▲190億ドル減少した（注2）。韓国銀行が国内景気に配慮して、為替レートの維持を目的とした政策金利の引き上げに消極的なことも、介入への負担を高める要因である。韓国銀行は、去る8月7日に政策金利を25ベーシスポイント引き上げ、2001年2月以来の高水準である5.25%としたが、それまで11カ月にわたり政策金利を据え置いていた（注3）。

（注1）ウォンの対ドル相場下落の背景として、インフレ圧力の高まりをあげることが出来る。2008年8月の消費者物価上昇率は前年同月比で5.6%に達し、物価高を反映して名目金利（1年物国債）から物価上昇率を差し引いた実質金利はマイナスに転じている。経済ファンダメンタルズ要因以外にも、李明博政権の支持率低迷や北朝鮮情勢などの政治・国際要因があげられる。

（注2）外貨準備の推移については、保有外貨の運用収益は増加したが、ユーロ建て・円建て資産のドル換算額の減少に、4月は外国為替安定基金債の元利金の償還（31.3億ドル）、5月は韓国銀行による為替市場でのドル売り介入といった要因が加わり、減少したという（柏木（2008）8頁）。その後、韓国銀行は7月と8月に大規模なドル売り介入を実施した。

（注3）韓国銀行はインフレ抑制と不動産市場の沈静化を目的に2005年10月から2007年8月までの間に計1.75%ポイントの利上げを実施したが、その後は国内の景気減速に配慮して利上げを見送ってきた。財政については、歳出を抑制するのではなく景気対策から歳出拡大に舵を切っている。

3. 膨らんだ対外資産・負債の調整過程へ

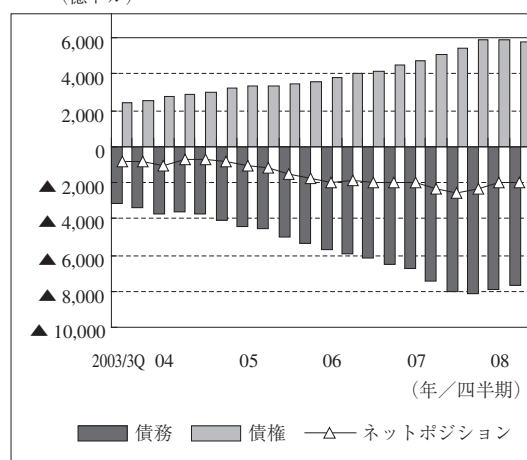
（1）減少に転じた対外資産負債残高

韓国の対外金融取引の変化は、対外資産負債残高（international investment position）とその構成からもうかがうことが出来る。韓国では、2003年から2007年にかけて経常収支と資本収支がともに黒字を計上し外貨準備が急速に積みあがる局面で、対外資産負債残高が大きく膨らんだ。それが2008年に入ると一転して資産残高、負債残高ともに縮小に転じた。

まず、対外資産残高をみると（図表5）、統計が遡及可能な2003年9月末に2,412億ドルであったのが、2007年末のピーク時に5,876

図表5 韓国の対外資産負債残高

（億ドル）



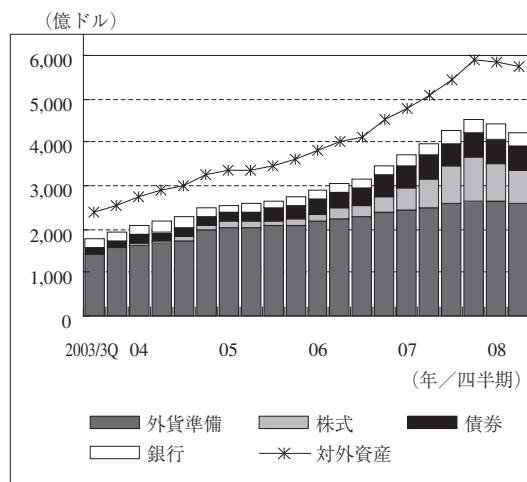
（資料）Economic Statistics Systemより日本総合研究所作成

億ドル(名目GDP比60.6%)に達した。その後、2008年6月末までの半年間に▲150億ドル減り5,726億ドルとなった。他方、対外負債残高は、2003年9月末から2007年末までの間に、3,217億ドルから8,201億ドル(名目GDP比79.2%)へ増加したあと減少に転じ、2008年6月末に7,679億ドル(▲522億ドル)となった。対外資産残高から対外負債残高を差し引いたネット対外資産残高は、2007年末から2008年6月末まで間に▲2,325億ドルから▲1,953億ドルへ、372億ドル縮小した。

(2) 対外資産残高の構成変化

このように2008年に入り対外資産負債残高が減少するなかにあって、その構成に変化が見られるようになった。まず、対外資産残高の構成については、二つの点が指摘出来る(図表6)。第1は、民間部門がリスク回避的な対外投資行動をとるようになったことである。民間部門は2007年末から2008年6月末までの間に、対外資産(株式、債券、貸付の合計)を1,921億ドルから1,648億ドルに削減する過程で、価格変動リスクの大きい株式の残高を大幅に減らした。株式投資残高は、2007年末から2008年6月末の間に、1,061億ドルから785億ドルへ減少した(注4)。これに対して、債券投資残高は549億ドルから525億ドルへ微減となった。銀行貸付については、311億ドルから339億ドルへ増加し、銀行部門は海外のリスクをとった。

図表6 韓国の対外投資ポジション(資産)



(資料) Economic Statistics Systemより日本総合研究所作成

第2は、対外資産残高に占める外貨準備の割合が高く、かつ市場リスクにさらされていることである。外貨準備は2008年6月末時点で2,581億ドルと、対外資産残高の45.1%を占めた。これは2007年の名目GDPの26.6%に相当する。ちなみに、1兆ドル程度の外貨準備を保有する日本の場合、対外資産残高に占める割合は18.1%(2007年末)である。

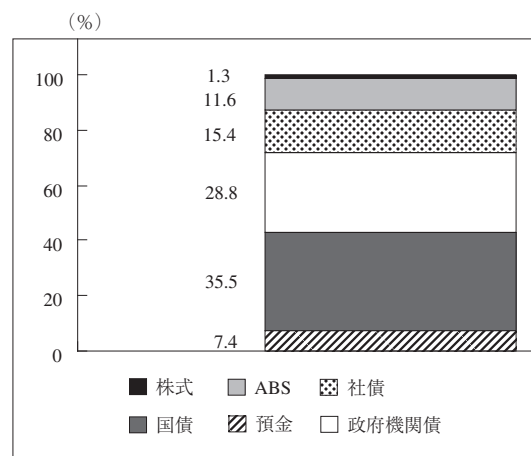
韓国銀行にとって、巨額の外貨準備の存在は二つの意味で頭の痛い問題となっている。一つは、中央銀行のバランスシートの毀損である。韓国銀行は2007年までのウォン高期に、外為市場で大量のウォン売り・ドル買い介入を実施したのに伴い、金融市場の流動性を吸収する不胎化政策を強いられた。ところが、そのために発行してきた外国為替平衡基金債

券の利回りがアメリカ金利を上回っているため（注5）、逆鞘に悩まされている。外貨準備が増えるほど損失額が拡大する状態が続いてきた。韓国銀行の損益計算書によると、外国為替平衡基金債券の利払い費用は2006年の6兆8,063億ウォンから2007年に7兆4,781億ウォンへ、6,718億ウォン増えた。

韓国銀行にとってのもう一つの問題は、逆鞘を埋め合わせるためにも高い外貨準備の運用利回りを志向せざるを得ないことである。韓国銀行は、安全性と流動性を維持する一方で、収益性確保に軸足を置いた外貨準備の運用に取り組んでいる（注6）。具体的には、外貨準備を三つのトランシェに分けて管理・運用している。第1は、流動性トランシェであり、ドル建ての短期金融商品を中心に運用し、日々の資金管理に取り組んでいる。第2は、投資トランシェであり、安全性と流動性の確保を狙って主要国の中長期債に投資している。第3は、対外管理トランシェであり、グローバルな資産管理会社に運用を委託している（住宅ローン証券や社債にも投資）。

図表7は、2007年末時点における韓国の外貨準備の運用金融商品の構成を示したものである。その内訳は、預金7.4%、国債35.5%、政府機関債28.8%、社債15.4%、資産担保証券（ABS）11.6%、株式1.3%となっている。国債や政府機関債などの信用力と流動性が高い金融商品のみならず、社債、証券化商品、株式にも運用対象が広がっている。

図表7 韓国外貨準備の運用商品内訳（2007年末）

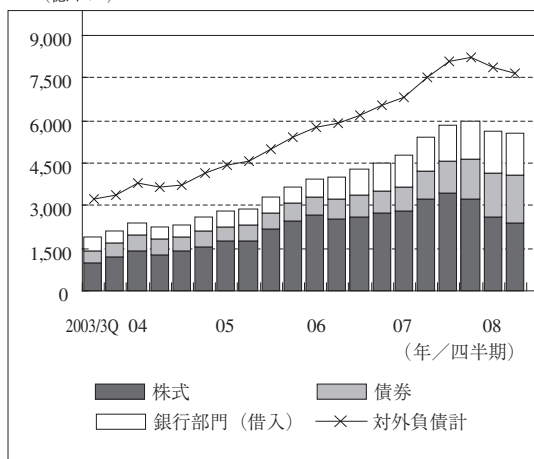


（資料）Bank of Korea 「Annual Report 2007」より日本総合研究所作成

(3) 対外負債残高の構成変化

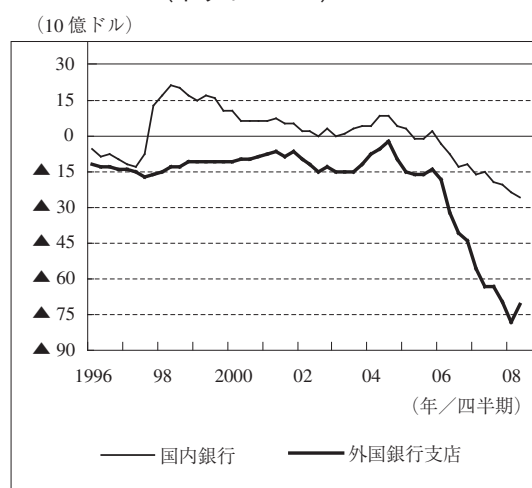
外国人投資家の動向が反映される対外負債残高の構成は、過去1年ほどの間に大幅に変わった（図表8）。最大の変化は、株式投資残高の減少であり、2007年6月末から2008年6月末の間に3,431億ドルから2,412億ドルへ1,000億ドル強の落ち込みとなった（注7）。その一方、国債の保有残高は同期間に984億ドルから1,636億ドルに急増した。また、国内銀行部門の対外借入は、同期間に1,263億ドルから1,479億ドルに増加した。このように、非居住者は、価格変動リスクの高い株式を売却して、債券投資を増やしてきた。しかしながら、こうした外国人投資家の行動のなかに、ウォン相場が不安定化するリスクが潜

図表8 韓国の対外投資ポジション（負債）
（億ドル）



（資料）Economic Statistics Systemより日本総合研究所作成

図表9 韓国銀行部門の対外短期債務
（ネットベース）



（資料）Economic Statistics Systemより日本総合研究所作成

んでいる。

韓国では、図表9が示すように、外国銀行支店を経由して海外からネットベース（資産－負債）で大量の短期資金が流入している。2008年6月末時点で、外銀支店が▲710億ドル、国内銀行が通貨危機前を上回る▲256億ドルと、あわせて▲966億ドルの流入超過となっている。そして、海外でドル資金を安く調達出来る外国銀行が、米韓金利差（韓国＞アメリカ）や国債市場の歪みを利用して裁定取引を活発にしかけてきた。加えて、銀行が国内での外貨建て融資を拡大してきたことも短期債務拡大の要因として指摘出来る。韓国では、国内金利がアメリカ金利を上回る状態が長期化するなかであって、逆転に悩む韓国

銀行が外貨準備の対外運用でリスクを負う一方で、外国金融機関は国債の裁定取引で着実に利益を確保する構図にある。

2008年9月中旬までの動向を見る限り（注8）、外国人投資家は韓国の債券を買い越しており、国債市場からの資金流出は回避されている。しかしながら、その一方で、去る8月以降、国債市場の動向がウォン相場との関連で注目されるようになったことを看過すべきでない。第1は、外国人投資家による国債の借り換えである。去る9月9日と10日に約19兆ウォン（約168億ドル）相当の国債償還が行われたが、そのうちおよそ3分の1にあたる67億ドルを外国人投資家が保有していた。このため、円滑に借り換えが行われるの

かという点に関心が集まり（「9月危機説」）、8月末に大規模なウォン売りの動きがあった。韓国銀行はこれに市場介入で対抗した。

第2は、韓国政府の国際金融市場での資金調達力に関するものである。政府は去る9月に、国際金融市場でドル建ての外国為替平衡基金債券の発行中止に追い込まれた。これは、新規の外国為替平衡基金債券（10億ドル）を発行することにより、国際的な投資家に対して韓国の信認が保たれていることを示すとともに、外為市場での介入資金（外貨）を確保することを狙ったものと考えられる。しかしながら、国際金融不安が厳しさを増すなか、発行利率で折り合いがつかず（注9）、政府は起債の延期に追い込まれた。外国為替平衡基金債券の発行が不調に終わったとのニュースを受け、9月11日のウォン相場は前日比17ウォン下落し、1ドル=1,131ウォンで取引を終えた。

第3に、リーマン・ブラザーズ・ショック以降、韓国銀行が国内の通貨スワップ市場での流動性不足に対して、外貨準備を取り崩してドルを供給する事態が生じた。韓国は、スワップ取引の解消に伴う資金流出が懸念される段階に入ったと言えよう。去る9月26日に、韓国企画財政省の崔鍾球・国際金融局長は、韓国銀行が10月半ばまで国内の通貨スワップ市場に100億ドル以上を供給するとの見通しを明らかにした。さらに、韓国企画財政省は2008年10-12月期の国債発行額を、世界的な

信用収縮を受けた国内金融市場の流動性不足を緩和するために削減することを明らかにしている。また、銀行だけでなく大手企業の外貨調達も苦しくなってきたとの報道もある。

- （注4） 海外市場の株価下落による評価損による影響もあると推察されるが、韓国の国際収支統計によると、居住者の対外株式投資は黒字となっており、新規投資よりも売却の方が上回っている。
- （注5） 2008年9月25日に実施された外国為替平衡基金債券の入札結果は、63日物が5.30%、91日物が5.44%、2年物が6.08%であった。なお、同日の3年国債の流通利回りは6.93%であった。
- （注6） Bank of Korea (2008). p.47.
- （注7） 韓国株式市場の外国人持ち株比率は、2004年4月26日の44.1%から2008年9月23日には29.8%に低下した（『朝鮮日報』（日本語版）2008年9月24日付け<http://www.chosunonline.com/article/20080925000006>）。
- （注8） 金融機関に対する監督権限をもつ金融監督サービス（FSS）によれば、外国人投資家は株式を1月から9月12日まで▲37.1兆ウォン売り越したのに対して、債券は25.3兆ウォンの買い越しとなった。
- （注9） 韓国政府はアメリカ債に対するスプレッドを1.8%程度と考えていたのに対して、投資家の要求水準は2.0%以上であったと報道されている（『日本経済新聞』2008年9月12日付け）。

おわりに

韓国では2008年に入ってから、経済ファンダメンタルズの悪化、李明博政権の統治能力への疑問、社会の不安定化、北朝鮮情勢などを反映したウォン安と外国人投資家による株式売却が進展した。今後警戒すべきは、国際金融不安が深刻さを増すなかで、外国銀行が外貨調達力の低下、米韓金利差の変動、韓国のカントリーリスクの高まりなどをきっかけに、保有国債の売却や貸出の回収に走りウォン安が加速する展開である。（2008. 9. 27）

主要参考文献

1. 柏木敬子 (2008) 「カントリーレビュー韓国 (2008年第1～2四半期)」財団法人国際金融情報センター、7月4日
2. 高安健一 (2005) 『アジア金融再生－危機克服の戦略と政策』勁草書房
3. _____ (2008a) 「新興成長国通貨の動向と対外銀行借入」『アジア・マンスリー』1-2頁
4. _____ (2008b) 「国際金融市場における新興成長地域 (BRICsおよび資源輸出国) の資金調達活動 (2002年～2008年3月)」日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』11月号
5. Bank of Korea (2008). *Annual Report 2007*.
6. Kim, Soyoung (2008). Managing Capital Flows: The Case of the Republic of Korea, ADB Institute Discussion Paper No. 88.
7. McCauley, Robert N and Jens Zukunft (2008). "Asian Banks and International Interbank Market", in BIS Quarterly Review, June, pp. 67-79.