

韓国経済は本当に危機なのか

調査部 環太平洋戦略研究センター
上席主任研究員 向山 英彦

要 旨

1. 2008年の韓国経済を特徴づけるものは、景気の急速な悪化とウォンの急落であった。9月に生じたアメリカのリーマンブラザーズの経営破綻を契機に国際的な金融不安が高まったため、韓国から資金が流出し、ウォン／ドルレート（終値）は9月末の1,207ウォンから10月8日に1,395ウォンへ急落した。
2. 韓国では、2004年秋口以降2007年半ばまで「経常収支と資本収支がともに黒字」の状態が続き、ウォン高が進展した。それがウォン安基調へ転じたのは2007年秋口以降である。その背景には、資本収支が同年7～9月期に赤字に転じたことと、2008年入り後、原油価格高騰の影響により経常収支が赤字になったことがある。
3. 9月以降のウォン急落は海外投資家による資金回収が進んだためであるが、それには市場の不安心理の増幅も影響している。不安心理が高まったのは、①為替介入にもかかわらずウォン安に歯止めがかからなかったこと、②それに伴い外貨準備高が減少したこと、③近年の短期対外債務の増加が「通貨危機の再来」を想起させたことによる。
4. 短期対外債務の増加、経常収支の悪化、ウォンの急落などの現象をみると、通貨危機時の状況に似ているが、急増した短期対外債務額の半分は為替ヘッジ関連のものでリスクを伴わない上、通貨危機前の経常収支の悪化は財閥企業が国内外から大量の資金を調達して事業を拡大した結果であるのに対して、今回は原油価格高騰に起因するというように、因果関係は根本的に異なる。
5. ウォン急落の基本的要因は経常収支の悪化と資本収支の赤字拡大であるため、国際収支の改善がウォン反発の必要条件となる。実際、原油価格の急落により10月以降経常収支が黒字に転じ国際収支が改善した、通貨スワップ枠の拡大を含むドル資金供給策が講じられたこともあり、ウォンは11月下旬以降反発に転じた。
6. 為替レートの動向には今後も注意が必要であるが、政策の重点は景気対策にシフトしている。足元では内需が一段と冷え込んでいる上、輸出が急減速するなど、景気が急速に悪化している。韓国が持続的な成長を遂げるためには、景気の落ち込みを最小限に食い止めると同時に、エネルギー効率の向上、投資の活性化など中期的な課題への取り組みが必要である。

目次

はじめに

1. 激変した経済環境

- (1) 急速に悪化する景気
- (2) 急落したウォン

2. ウォン急落と国際収支構造の変化

- (1) 悪化した経常収支
- (2) 増幅された市場の不安心理
- (3) 反発に転じるウォン

3. 持続的成長に向けての課題

- (1) 短期的には景気対策
- (2) 中期的な課題

結びに代えて

はじめに

最近、韓国経済を過度に悲観する見方が増加している。とくに2008年9月以降ウォンが急落し外貨準備高が急減したため、一部で「通貨危機の再来」、「韓国経済の危機」が声高に叫ばれた。韓国経済は本当に危機なのであろうか。

たしかにこの1年を振り返ると、インフレの加速、貿易ならびに経常収支の赤字、ウォン安など、経済のファンダメンタルズが著しく悪化した。また、李明博大統領が就任（2月25日）早々、アメリカ産牛肉の輸入制限措置の撤廃に端を発した反政府運動の拡大により窮地に追い込まれたように、政治情勢も不安定化した。

しかし、一連の事象をみても、韓国経済が厳しい環境に置かれているとはいえ、IMF（国際通貨基金）への支援を要請せざるえない危機的状況ではない。9月以降のウォン急落は、国際金融市場の混乱により市場の不安心理が増幅された面があり、基本的には原油価格高騰に起因する経常収支の悪化と資本収支の赤字拡大によるものである。このため、国際収支が改善していくのに伴い、ウォンが反発していく可能性は高いと考えられる。実際、原油価格の急落により、経常収支は10月以降黒字に転じており、一時1,500ウォン台にまで急落したウォン／ドルレートは1,300台へ回復している。また、「韓国経済危機説」の根拠の一つは、短期対外債務の増加と外貨準備の減少であるが、短期対外債務の内容をみる

と、通貨危機時と根本的に異なるものであり、さほどリスクのあるものではない。

韓国経済が厳しい状況にあるのは間違いなが、冷静に分析すれば、自律的回復力を備えているというのが本稿を通して主張したい点である。

構成は以下の通りである。1. で最近の韓国経済を概観する。2. で、今回のウォン急落の背景を国際収支構造の変化から分析するとともに、ウォンが反発する条件が整いつつあることを指摘する。3. で、持続的成長に向けての今後の課題を検討する。

1. 激変した経済環境

2008年入って以降、韓国経済は成長率の低下、インフレ、経常収支の悪化、ウォン安など、ファンダメンタルズが急激に悪化した。以下では、それを概観していくことにする。

(1) 急速に悪化する景気

2008年の韓国経済を一言で表せば、景気の急速な悪化となる。

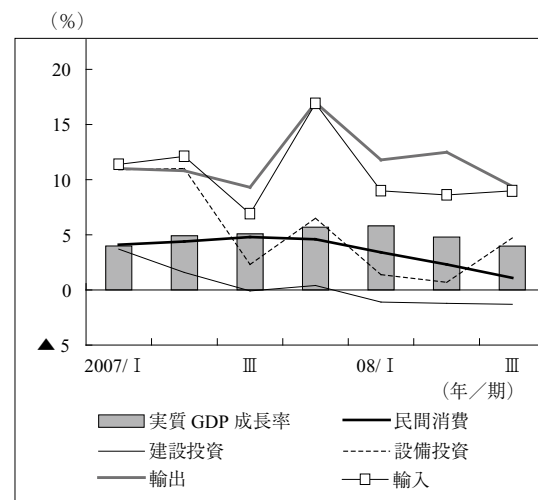
実質GDP成長率は2006年5.1%、2007年5.0%と2年連続で政府が目標とする5%を達成したが（注1）、2008年春先以降景気は減速に向かった。これは、①原油価格高騰に起因する交易条件の悪化とインフレ、②インフレ抑制を目的とした金利引き上げ、③株価急落や

金融市場の混乱などの影響による内需の減速、アメリカの金融危機に端を発する世界経済の減速（アメリカでは7～9月期に前期比年率▲0.3%、ユーロ圏と日本では4～6月期、7～9月期に前期比マイナス成長）に伴う輸出の増勢鈍化による。

この結果、7～9月期の実質GDP成長率は4～6月期の前年同期比（以下同じ）4.8%（前期比0.8%）を下回る同3.8%（前期比0.5%）となった。民間消費が1.1%増（前期比0.1%）と伸び悩んだほか、輸出も4～6月期の12.5%増から9.4%増（前期比▲1.2%）へ減速した（図表1）。

景気の減速は、アメリカでリーマンブラザーズが経営破綻した9月以降、急速に進んでいる。内需関連では、実質小売上指数が

図表1 韓国の実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）韓国銀行、Economic Statistics System

9月に前年同月比（以下同じ）▲2.2%、10月▲3.7%、11月▲5.6%と消費が一段と冷え込んでいる上、設備投資の先行指標となる国内機械受注が急減している（図表2）。さらに9月まで2桁の伸びを続けていた輸出（通関ベース）が11月に▲18.3%、12月▲17.4%と急減速している。先進国向けの低迷に加えて、中国を含む新興国向けが落ち込み始めたことによるものである。

内外需の減速を受けて、製造業生産指数が急低下し、11月は▲13.5%となった。さらに、在庫率（在庫指数／出荷指数）は7月から5カ月連続で上昇しており、今後も生産調整が続くことを示唆している（図表3）。

また、失業率（季調済）は12月現在3.3%と前年同月より0.2%ポイント上回っている

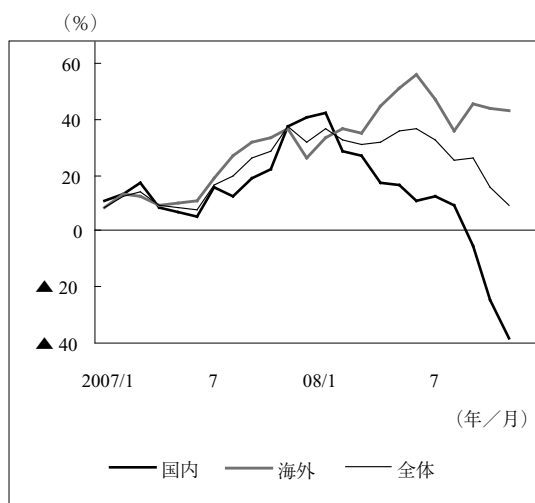
に過ぎないが、新規雇用者数が2008年1月の23.5万人から12月に▲1.2万人へ減少していることと企業のリストラが拡大していることなどから、今後の上昇が懸念される。

景気が急速に悪化する一方、原油価格の急落により消費者物価上昇率は、7月の5.8%から12月に4.1%へ低下した（図表4）。ウォン安により物価下落ペースがやや遅いとはいえ、インフレ圧力は緩和している。

今回の景気減速過程は、原油価格高騰が起因となって消費が減速した前半と、それに輸出の減速が加わった後半とに大別出来る。前半過程の減速度合いが軽微であったのは、中国、ロシア、ブラジルなど新興国向けの輸出が高い伸びを続けたためである（注2）。

民間消費は2001年から2002年にかけて、減

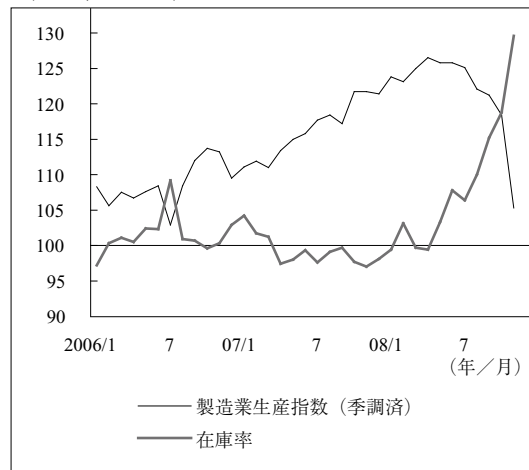
図表2 船舶を除く機械受注（前年同月比）



（注）3カ月後方移動平均、直近は11月。
（資料）図表1と同じ

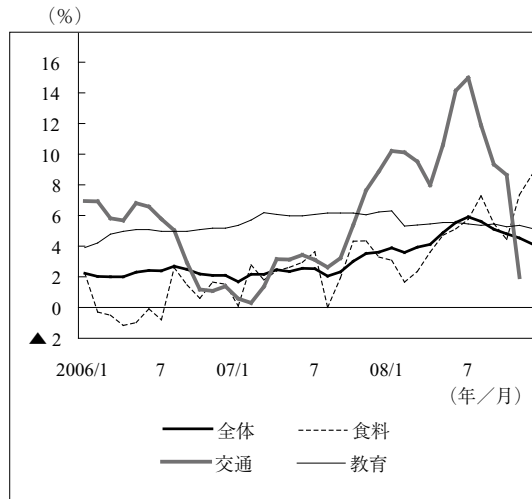
図表3 製造業の生産指数と在庫率

（2005年=100、%）



（資料）図表1と同じ

図表4 CPI上昇率（前年同月比）

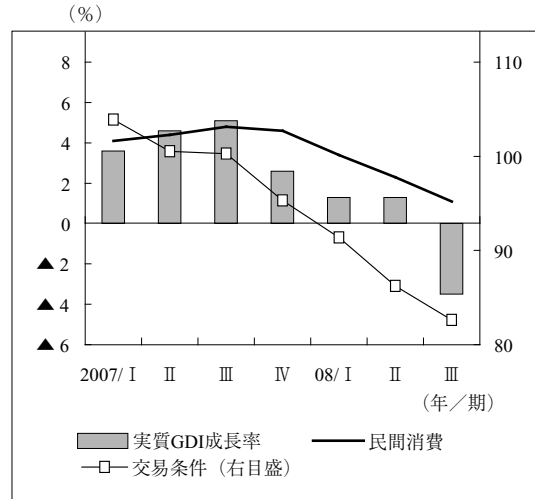


（資料）統計庁、Korean Statistical Information Service

税と消費者信用供与額の増加により急拡大したが、信用不良者の増加を契機に導入された消費者信用抑制策の影響で急激に冷え込み、2003年、2004年は前年比マイナスとなった。2005年以降回復に向かい、民間消費の伸び率と実質GDP成長率との乖離幅は縮小したが、2007年10～12月期以降再び広がっている（図表1）。この主因は、原油価格の高騰により交易条件が悪化し、所得の国外流出が進んだことである。交易条件とは自国の財貨1単位で外国から購入出来る財貨の数量を示す指標であり、輸出物価／輸入物価と定義される。交易条件が悪化すると、輸出による受取りに対し輸入による支払いが増加し、海外へ所得が流出する。

実質国内総所得（GDI）の伸び率は2007年

図表5 実質GDIと民間消費の伸び率（前年同期比）

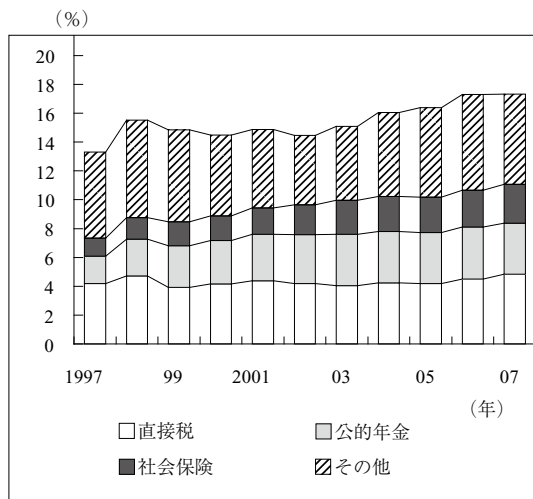


（資料）図表1と同じ

7～9月期の前年同期比5.1%から2008年7～9月期に同▲3.5%（1～9月は同▲0.4%）へ著しく低下した（図表5）。近年、賃金の抑制や非正規労働者の増加などにより、所得が伸び悩む傾向にあるが、交易条件の悪化はこの傾向を一段と強めた。

他方、支出面では直接税、公的年金、社会保険などの「非消費支出」が増加している。通貨危機後、金大中政権は構造改革を進める一方、社会的セーフティネットを整備した。これにより、通貨危機の影響が緩和された半面、家計の負担が増大した。『家計調査年報』（統計庁）によると、都市勤労者世帯の支出に占める「非消費支出」の割合は97年の13.3%から2007年に17.3%、なかでも公的年金と社会保険は3.2%から6.2%へ上昇した

図表6 支出に占める非消費支出の割合



(資料) 統計庁『家計調査年報』各年版

(図表6)。2008年7～9月期は、所得の伸びがマイナスとなるなか、「非消費支出」の割合は19.5%へ一段と上昇している。

「非消費支出」の「その他」には債務の返済が含まれる。債務の返済が増えたのは、①消費の急拡大時にクレジット関連の債務が膨らんだこと、②低金利が続いた近年、投資目的のマンション購入が増えたのに伴い住宅ローンが伸びたことによるものである(注3)。不動産ブームによる不動産価格の高騰が社会問題となったが、不動産投資抑制策の効果により、2007年以降は安定しており、最近では下落する傾向にある。

(2) 急落したウォン

実体経済の急速な悪化が2008年を特徴づける出来事の一つとすれば、もう一つはウォン

の急落である。ウォン／ドルレート(月末値)は(図表7)、2002年から2004年半ばまで、1ドル=1,100ウォン台で比較的安定的に推移した後、2004年秋口以降ウォン高が進展した。

また、実質実効為替レート(内外インフレ格差を考慮するとともに、ウォンと主要通貨間の為替レートを、韓国と当該国との貿易ウェイトで加重平均した指数)は2003年から2004年秋口まで安定的に推移した。これはドルに対して強含んだ一方、ユーロに対して弱含んだためである。しかし、2004年秋口以降主要通貨に対してウォン高が進んだため、実質実効為替レートも上昇した(図表8)。

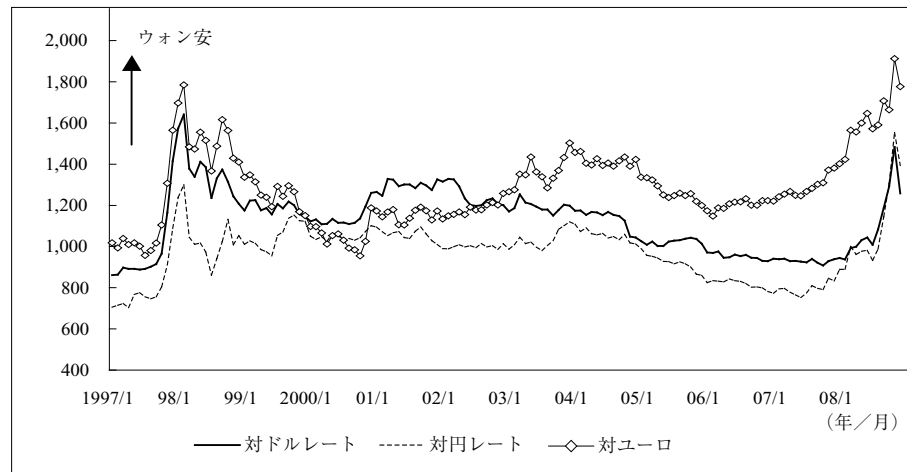
2007年7月にはウォン／ドルレートは910ウォン台(ウォン／円レートは100円=750ウォン台)にまで上昇した。当時は、輸出への影響が懸念された(実際には、世界経済とくに新興国の需要拡大と企業のウォン高対応などによりその影響は軽微であった)ほか(注4)、輸出企業にとっては為替ヘッジ対策が課題となった。

ウォン高が進んだ基本的要因には経常黒字の増加に加え、資本収支も黒字基調となったことがある(この点は後述)。また債券の発行を通じて介入資金を調達するため利払いが膨らんだことから(注5)、為替介入が控えられたこともウォン高を加速させた。

ウォン高からウォン安へ基調が変化したのは2007年秋口で、2008年6月末には1,040ウォン台まで下落した。7月7日、企画財政部と

図表7 ウォンの対ドル・円レート（月末値）

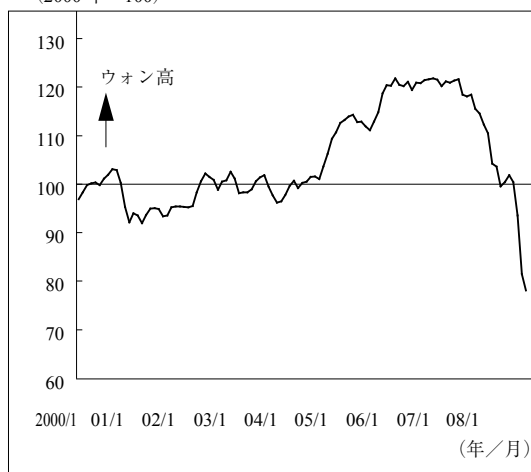
（ウォン／ドル、100円、ユーロ）



（資料）図表1と同じ

図表8 ウォンの実質実効為替レート

（2000年＝100）



（資料）Bank for International Settlements

韓国銀行は「急激な為替変動には外貨準備の活用が避けられない」と異例ともいえるべき声

明を発表し、それ以降公然と為替介入を実施したが、ウォン安に歯止めがかからなかった。9月にアメリカでリーマンブラザーズが経営破綻したのを契機に国際的に金融不安が急速に高まり、ウォン／ドルレート（終値）は9月末の1,207ウォンから10月8日には1,395ウォンへ急落した。

この事態を受けて、10月19日、政府はドル資金不足の解消と中小企業の資金繰り支援などを柱とする金融安定化策を発表した。これを契機に1,200ウォン台まで一時的に戻ったが、しばらくすると再び1,400ウォン台へ下落するなど乱高下した。10月30日に韓国銀行はアメリカ連邦準備制度理事会との間で通貨スワップ協定を締結した。その直後、ウォンは急反発したものの、その後再びウォン安基

調となり、11月24日にはついに1,500ウォン台まで下落した。これは通貨危機直後（98年2月に1ドル＝1,640ウォン）に迫る水準である（後述するように、11月下旬以降反発に転じる）。

ウォンの急落は、①原材料コストの上昇、②輸出企業における先物取引に関連した為替評価損の拡大、③「KIKO」（ノックイン・アウトオプション）と呼ばれる通貨オプション取引に関連した損失の発生など、企業経営に影響を与えている。しかも最近では、アメリカ発の金融危機と株価の急落などの影響を受けて自己資本比率が低下したため、金融機関が融資に慎重になるなど、企業を取り巻く環境は厳しさを増している。

次に、ウォンがなぜ急落したのかを分析していくことにする。

（注1）ただし、所得がGDPほど伸びなかったこと、非正規労働者の増加など不安定な雇用環境が続いたこと、格差が拡大したことなどにより、国民生活はさほど改善されなかった。このことが、「経済の再生」を唱えた李明博政権に対する期待となって表れた。この点に関しては、向山〔2008a〕を参照。

（注2）この点に関しては、向山〔2008b〕を参照。

（注3）2002年から2003年にかけて生じたアパート（日本のマンションに相当）購入価格の高騰を受けて、2003年から不動産投資抑制策が実施された。これにより、しばらく上昇ペースが鈍化した。2005年、2006年に再び強まった。低金利が続くなかで、投資目的の資金が大量に流入したためである。とりわけ漢江の南に位置するソウル市江南地区の高騰は社会問題となった。2005年秋口以降政策金利が段階的に引き上げられるとともに、同年8月に総合不動産対策が発表された。その柱は、複数住宅保有者に対する譲渡所得税の引き上げである。1世帯で二住宅以上を保有する場合、9～36%の累進税率が適用されていたが、2007年より最高税率が50%に引き上げられた。また、都市部の住宅不足を緩和するため、新たに松坡区の国・公有地での宅地開発を進めて5万世帯が入居出来る新都市を建設する

ほか、現在開発中の金浦新都市などにおける宅地開発を拡大していく計画が打ち出された。

（注4）ウォン高の進展により、2004年に「韓流ブーム」で増加した日本からの観光客数は次第に減少した。

（注5）韓国銀行の2007年の営業利益は13兆5,899億ウォン、営業費14兆811億ドルであった。営業費のうち、通貨安定証券の利払いが7兆4,781億ドルに達している。

2. ウォン急落と国際収支構造の変化

以下ではウォン急落の背景に、経常収支の悪化と資本収支の赤字拡大があることを明らかにするとともに、ウォン反発の条件が整い始めたことを指摘する。

（1）悪化した経常収支

前述したように、ウォン高が進み出したのは2004年秋口以降である。まず、2004年以降の四半期ベースの国際収支の動きをみよう（図表9）。これより、①2007年10～12月期まで総じて経常収支が黒字基調であったこと、②2007年半ばまでは資本収支も基本的に黒字であったこと、③資本収支の黒字には「その他投資」（貸付・借入、貿易信用、現預金、雑投資など）の黒字が寄与していることが読みとれる（注6）。

ここで注意したいのは、「経常収支と資本収支がともに黒字」というやや異例の状態がかなりの期間続いたことである。経常収支が黒字であったのは、後述するように、通貨危機後、貯蓄率が投資率を上回る状態が続いていたことによる（図表13）。

図表9 韓国の国際収支表

		資本収支												(100万ドル)				
経常収支	貿易収支	財収支			サービス 収支	所得収支	経常移転 収支	投資収支					その他資本収支		外貨準備 増減	誤差脱漏		
		輸出	輸入					直接投資	証券投資	金融派生 商品	その他 投資	資本移転						
2004/ I	6,418.4	6,714.5	8,585.4	60,406.6	51,821.2	▲1,870.9	497.6	▲793.7	3,980.6	4,353.4	▲680.6	9,638.7	621.6	▲5,226.3	▲372.8	▲375.9	▲8,746.9	▲1,652.1
II	6,856.6	8,702.6	10,060.7	64,523.6	54,462.9	▲1,358.1	▲1,168.4	▲677.6	▲6,066.6	▲5,596.1	3,163.8	▲1,301.9	544.9	▲8,002.9	▲470.5	▲474.2	▲4,005.5	3,215.5
III	7,565.4	7,447.7	9,752.9	63,278.0	53,525.1	▲2,305.2	461.4	▲343.7	▲1,137.1	▲749.3	144.4	1,101.2	520.0	▲2,514.9	▲387.8	▲386.3	▲6,805.7	377.4
IV	7,333.1	6,657.9	9,169.8	69,501.9	60,332.1	▲2,511.9	1,292.2	▲617.0	10,821.9	11,343.6	1,960.7	▲2,839.0	333.8	11,888.1	▲521.7	▲519.6	▲19,152.4	997.4
05/ I	5,263.5	5,636.1	8,750.5	68,051.7	59,301.2	▲3,114.4	166.4	▲539.0	4,141.5	4,653.3	▲194.0	▲2,066.6	728.4	6,125.5	▲511.8	▲509.9	▲9,513.7	108.7
II	2,352.1	4,997.1	8,365.8	70,544.9	62,179.1	▲3,368.7	▲1,948.8	▲696.2	2,257.6	2,921.9	1,249.7	▲3,188.1	612.8	4,247.5	▲664.3	▲660.0	▲2,817.2	▲1,792.5
III	2,198.2	2,980.2	7,234.8	72,310.0	65,075.2	▲4,254.6	▲97.3	▲684.7	▲504.3	158.1	48.8	▲437.7	290.2	256.8	▲662.4	▲641.2	▲2,300.1	606.2
IV	5,167.1	5,411.5	8,332.0	78,064.1	69,732.1	▲2,920.5	317.2	▲561.6	▲1,138.3	▲636.4	905.9	2,114.3	158.5	▲3,815.1	▲501.9	▲528.8	▲5,174.8	1,146.0
06/ I	▲1,977.6	▲402.1	4,682.7	75,879.4	71,196.7	▲5,084.8	▲519.6	▲1,055.9	6,824.8	7,571.8	▲1,062.3	166.4	1,680.7	6,787.0	▲747.0	▲672.6	▲5,679.3	832.1
II	235.0	2,909.0	7,109.8	82,238.6	75,128.8	▲4,200.8	▲1,356.9	▲1,317.1	3,319.1	4,144.7	▲30.9	▲11,982.0	▲2,097.6	18,255.2	▲825.6	▲819.7	▲4,315.9	761.8
III	1,016.9	890.8	6,230.9	85,302.7	79,071.8	▲5,340.1	1,148.3	▲1,022.2	3,754.1	4,418.8	▲3,856.2	▲6,800.4	▲902.9	15,978.3	▲664.7	▲658.5	▲3,688.8	▲1,082.2
IV	6,110.9	5,546.7	9,881.7	88,421.3	78,539.6	▲4,335.0	1,261.9	▲697.7	4,074.0	4,962.8	409.0	▲4,614.0	1,804.2	7,363.6	▲888.8	▲868.5	▲8,428.9	▲1,756.0
07/ I	▲1,662.2	▲142.2	6,037.9	86,468.8	80,430.9	▲6,180.1	▲689.6	▲830.4	5,313.6	6,127.7	▲959.8	▲11,541.4	1,048.5	17,580.4	▲814.1	▲725.6	▲3,998.3	346.9
II	34.4	2,574.9	6,970.2	92,895.3	85,925.1	▲4,395.3	▲1,543.1	▲997.4	6,442.1	7,128.1	▲2,867.7	▲1,370.1	1,342.9	10,023.0	▲686.0	▲684.3	▲6,250.1	▲226.4
III	4,430.2	3,792.1	9,676.2	93,850.7	84,174.5	▲5,884.1	1,663.8	▲1,025.7	▲3,326.5	▲2,756.4	▲2,445.6	▲10,512.6	1,343.0	8,858.8	▲570.1	▲579.2	▲2,495.6	1,391.9
IV	3,151.9	2,609.7	6,725.1	105,767.2	99,042.1	▲4,115.4	1,337.4	795.2	▲2,196.9	▲1,877.5	▲7,423.6	▲1,203.2	1,799.6	4,949.7	▲319.4	▲352.5	▲2,384.2	1,429.2
08/ I	▲5,212.6	▲6,287.0	▲1,219.8	102,875.3	104,095.1	▲5,067.2	1,688.1	▲613.7	395.9	633.5	▲4,790.6	▲9,992.8	▲1,072.8	16,489.7	▲237.6	▲173.3	3,850.0	966.7
II	▲134.4	1,450.0	5,722.7	118,289.2	112,566.5	▲4,272.7	▲645.6	▲938.8	4,473.7	▲4,440.7	▲2,913.5	5,997.3	▲805.9	▲6,718.6	▲233.0	▲186.3	5,717.7	▲909.6
III	▲8,579.9	▲9,167.0	▲3,475.5	117,171.2	120,646.7	▲5,691.7	1,356.7	▲769.4	5,525.9	▲5,006.5	▲2,283.5	▲12,768.5	▲3,470.2	13,515.7	▲219.4	▲215.8	12,883.1	922.7

(資料) 韓国銀行, *Economic Statistics System*

資本収支の黒字は、海外から様々な形で流入した資金が、流出した資金を上回ったことを示している。とくに「その他投資」は2005年以降大幅な黒字が続いた。これには、①為替リスクヘッジに関連した借入の増加、②裁定取引を目的にした債券投資の増加、③円キャリートレードの増加などが関係している。日本での円資金調達金利が低く、ウォン高基調が続いていたため、円キャリートレードが増加した。

経常収支と資本収支がともに黒字になったことにより外国為替市場ではウォン高圧力が強まり（図表10）、ウォン・ドルレート（月末値）は2003年12月の1ドル＝1,197.8ウォンから2007年10月には907.4ウォンへ上昇した。

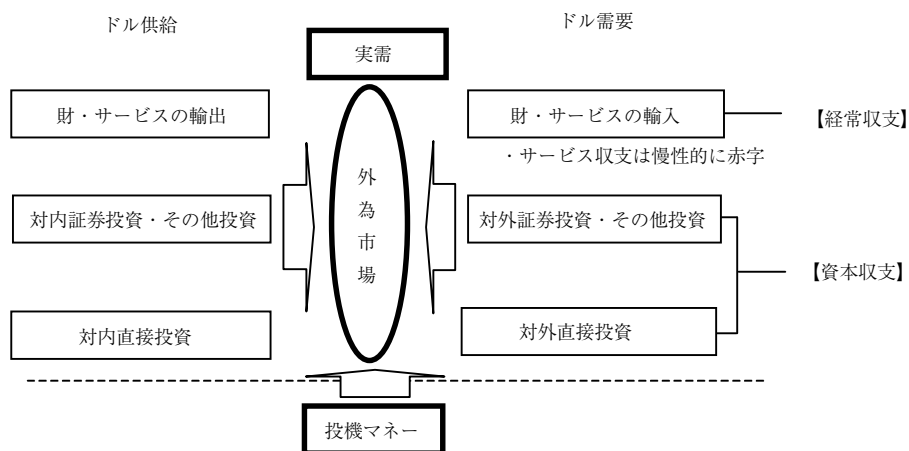
また、この時期は、政府／中央銀行がウォン高圧力を緩和する目的で為替介入をした結

果、外貨準備高が急増した（国際収支表では「外貨準備増減」のマイナスとなって表れる）。

国際収支構造に変化が表れたのは2007年半ば以降である。まず、資本収支が同年7～9月期に赤字に転じ、「経常収支は黒字、資本収支は赤字」という状態が2四半期続いた。資本収支が赤字になったのは、証券投資と直接投資の赤字幅が拡大したためである。ちなみに、株価は10月31日をピークに下落した。

2008年に入ると、原油価格高騰の影響により貿易収支が悪化していく。輸入額全体（通関ベース）に占める原油額は、2005年の16.3%から2008年4～6月期には23.8%へ上昇したように、原油輸入額の増加が貿易収支の赤字につながった。これにより経常収支も赤字に転じ、4～6月期と7～9月期は「経常収支と資本収支がともに赤字」という状態に

図表10 外為市場を取り巻く環境



（資料）日本総合研究所作成

なった。さらに、アメリカ発の金融危機の影響が広がるのに伴い海外投資家による資金回収が進んだ結果、資本収支の赤字幅が拡大した。

経常収支の赤字と資本収支の赤字拡大に伴い、ドルに対する需要が供給を大幅に上回り、ドル高・ウォン安圧力が強く働き始めた。国際金融市場でのドル資金の調達に支障をきたす事態が想定されたため、輸出企業が輸入原材料の支払いに必要なドル資金を手元に確保する傾向を強めたことも、ドルの供給不足に拍車をかけた。月次ベースの国際収支動向をみると、10月に経常収支が黒字になったにもかかわらず、資本収支の赤字額が急増した(図表11)。このことがウォンの急落につながったと考えられる(ウォンの急落が資金の流出を招いた面もある)。

急激な資金流出には、次に取り上げる市場

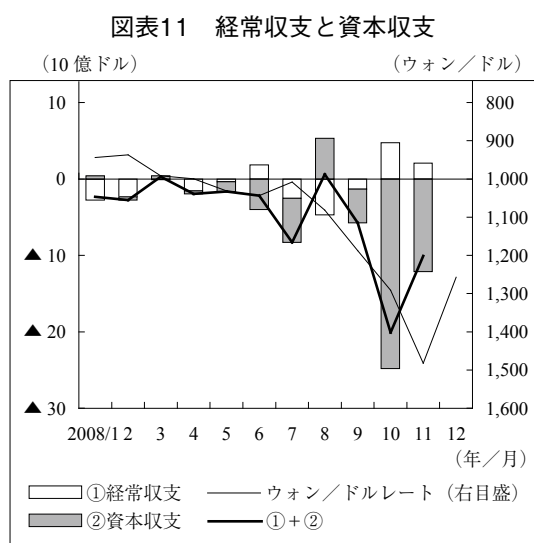
の不安心理の増幅も関係している。

(2) 増幅された市場の不安心理

9月から11月にかけて市場の不安心理が強まった要因には、海外投資家のリスクに対する許容度の低下が挙げられるが、韓国固有の要因として、①政府／中央銀行による為替介入にもかかわらずウォン安に歯止めがかからなかったこと、②それに伴い外貨準備高が減少したこと、③近年短期対外債務が増加し、このことが「通貨危機の再来」を想起させたことが指摘出来る(注7)。

こうした不安心理は海外メディアによる「韓国経済危機説」により増幅された。10月14日、英フィナンシャルタイムズは、「沈む韓国」という記事のなかで、短期対外債務額の多さや銀行の預貸比率の高さ、家計の多額の債務などを問題視した。また、10月23日には、米ウォールストリートジャーナルが、IMFが韓国への支援を検討していると報道した。前者に対しては、韓国政府は根拠を示して「報道が一面的である」、後者については「IMFから資金を借り入れる意思はまったく」と反論した。

通貨危機が再来するのではないかという論拠の一つが、短期対外債務(返済まで1年以内になった債務)の増加がある。同債務額は2005年1～3月期の634億ドルから2008年7～9月期に1,894億ドルへ、わずか3年の間に約3倍に急増した。他方、外貨準備高は為



(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

替介入に伴い減少した結果、短期対外債務額の外貨準備高に対する比率（以下、「短期対外債務比率」とする）は2005年1～3月期の30.9%から2008年7～9月期に79.1%へ急上昇した（図表12）。9月末には、短期対外債務を含む対外債務額が対外債権を上回り、韓国は8年半振りに「純債務国」になった。

外貨準備高が急減しているため、短期対外債務額が外貨準備高を上回ることが懸念されるなかで、12月3日、上席大統領秘書官のBahk Byoung-won氏が外貨準備の急減を理由に、今後は大規模な介入ではなく、必要な場合にスミージング・オペレーションを実施するとの見解を示した。市場ではこれにより、ウォンが一段と下落するのではないかとの見方が出た。しかしながら、①これまでの大規

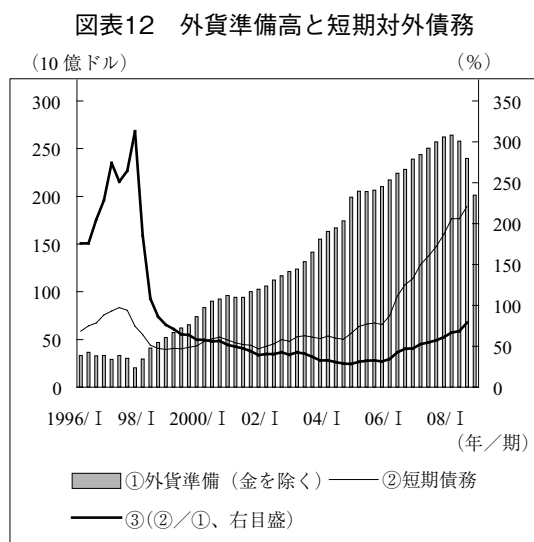
模な介入が期待した効果を上げなかったこと、②今後国際収支の好転が見込めること（後述）などを考慮すると、むしろこの措置は外貨準備の減少に歯止めをかけることになると思われるであろう。

短期対外債務の増加については、次の二点に留意すべきである。

一つは、その内容である。2008年9月に公表されたIMF 4条協議にもとづく報告書（IMF [2008]）によれば、最近の短期対外債務増加の約半分は輸出企業の為替予約に対する外国銀行在韓国支店のポジション調整（海外本店からの借り入れ）によるもの、約11%は造船企業の「前受収益」に相当するもの、25%は非居住者による韓国国債購入（政府発行債券、通貨安定証券）によるものである。

2007年半ばまでウォン高基調が続いていたのは前述した。輸出企業は、ウォン高への対処策として為替予約を多用した。これは現時点の先物レートにもとづき、銀行との間で将来の時点（例えば6カ月先）にウォンを購入する取り決めを行うものである。為替予約が実施されると、銀行は、①海外（海外の本店）からドルを借り入れてウォンに転換する、②将来、輸出企業から購入するドルで、本店からの借り入れを返済する方法を採ることにより、為替リスクをヘッジすることになる。これが短期対外債務の増加として表れた。

造船企業の「前受収益」を含めると、急増した短期対外債務額の約6割は対外資産の裏



(注) 2008年第4四半期は外貨準備高のみ。
(資料) 図表11と同じ

づけがあり、大きなリスクを伴わないといえる。したがって、実質的な短期対外債務比率は先にあげた数値よりもかなり低くなる。

もう一つは、通貨危機前の状況との違いである。短期対外債務の増加、経常収支の悪化、ウォンの急落などの現象だけみると、通貨危機時の状況に似ているが、因果関係はまったく異なる。通貨危機前は、財閥企業が国内外から大量の資金を調達して事業を拡大していた時期であり、製造業の平均債務比率（債務額／自己資本）は300%を超えていた。ISバランスをみても、96年は投資率が39.0%と、貯蓄率の35.5%を大幅に上回っており、これが経常収支の赤字につながった（図表13）。

それに対して、今回のウォン急落の一因である経常収支の悪化は、原油価格高騰に起因

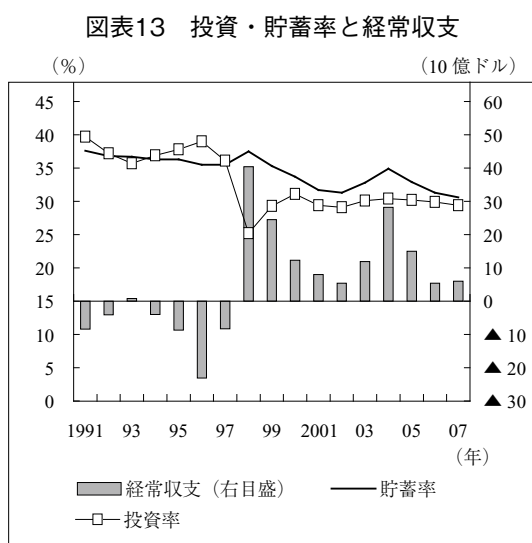
する（図表14）。たしかに11月17日に経営破綻したC&重工業（C&グループ傘下の中核企業）の場合、かつての財閥企業のように国内外の資金を大量に調達して事業を拡大する戦略をとっていたが、これは全体的な動きを示すものではない。ちなみに、2007年は、貯蓄率が30.6%と投資率の29.4%を上回ったほか、製造業の平均債務比率は97.8%である。

以上のように、短期対外債務の急増という点から韓国経済が危機的状況にあると結論づけるのは、やや性急といわざるをえない。

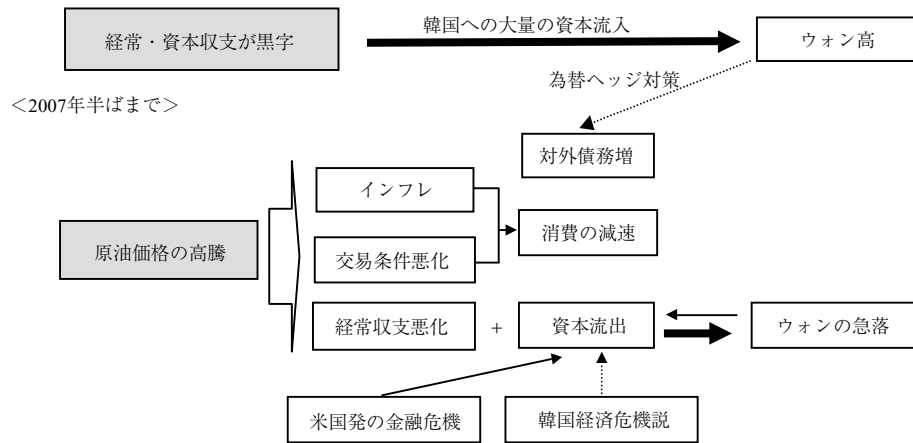
また、今回の金融危機がアメリカのサブプライムローン問題に端を発しているため、海外のメディアが家計の債務を問題視するのは当然であるが、1. で述べたように、韓国における家計の債務負担の増大は、通貨危機後の構造改革、2001年の世界的なIT不況のなかで採られた消費刺激策と関連しており（注8）、最近になって生じた問題ではない。信用抑制策が講じられるなかでクレジットカード関連債務の削減が進んだこと、2003年、2004年にはその影響で消費不況に陥ったことを忘れてはならない。つまり、過度の消費の「代償」をこの時期に払ったともいえる。また、不動産融資に関しても、近年、金融機関による融資が抑制されてきており、この点でも欧米のおかれた状況とは異なる。

(3) 反発に転じるウォン

ウォンの急落は経常収支と資本収支の赤字



図表14 原油価格高騰とウォン急落



（資料）日本総合研究所

拡大によるところが大きい。ウォンの反発には国際収支の改善が必要条件となる。以下に述べるように、その条件が整い始めた。

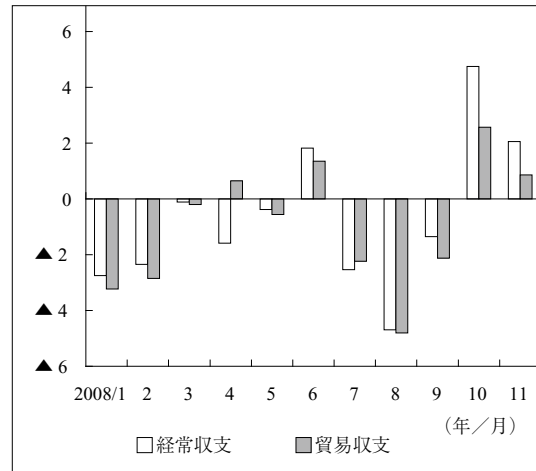
第1は、経常収支が黒字に転じたことである。2007年12月から赤字が続いていた（2008年6月を除き）経常収支が貿易収支の改善により、10月49.1億ドル、11月は20.6億ドルの黒字となった（図表15）。

貿易収支の改善は、原油価格の急落により財収支が黒字に転じたこと、サービス収支の赤字幅が著しく縮小したことによる。6月から8月にかけて毎月20億ドル以上を記録していたサービス収支の赤字は、10月5,480万ドル、11月1億3,000万ドルに縮小した。

これには、7月に14.9億ドルの赤字を記録した旅行収支が、10月に5億ドル、11月に4.2億ドルの黒字になったことが寄与している

図表15 2008年の貿易・経常収支

（10億ドル）



（資料）図表11と同じ

（図表16）。9月以降のウォン急落を背景に、旅行サービスの受け取りが大幅に増加する一方、支払いが急減している。このことは、日本から

韓国への旅行者数が急増しているのに対して、韓国から日本への旅行者数が急減していることからもうかがえる。ちなみに日本の政府観光局によれば、韓国から日本への観光客数は2008年9月に前年同月比▲26.1%となった。

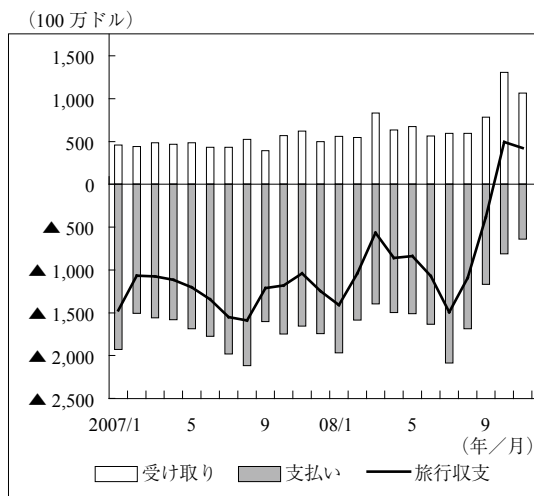
以上は市場メカニズムがうまく作用していることを示すものである。貿易収支は今後も黒字基調で推移していくものと予想される。世界経済の減速に伴い輸出の低迷が続くものの、①原油輸入額の減少、②国内生産の停滞による生産財輸入の減少、③高級消費財輸入の減少などにより、輸入が大幅に減少するからである。実際、2008年11月、12月は輸出（通関ベース）が2桁減となったが、貿易収支は黒字となった。また、ウォン安を背景にした旅行収支の好転も当面続くことが期待される。

第2は、資本収支の赤字が縮小しつつあることである。資本収支の赤字は2008年10月の248億ドルから11月に半減し（図表11）、直接投資の赤字も縮小している（図表17）。これは、①外国人投資家による資金回収が一段落した、②韓国への証券投資が徐々に回復している、③韓国企業による対外直接投資が減少傾向にあることを示している。

第3は、ドル資金供給策が講じられたことである。外貨調達が厳しくなった銀行が輸出企業の貿易手形買い取りに消極的となったことを受けて、10月、政府は各銀行が輸出中小企業の貿易手形を割引すれば、輸出入銀行がこれを再割引する方式で50億ドルの資金を供給することを決定した。

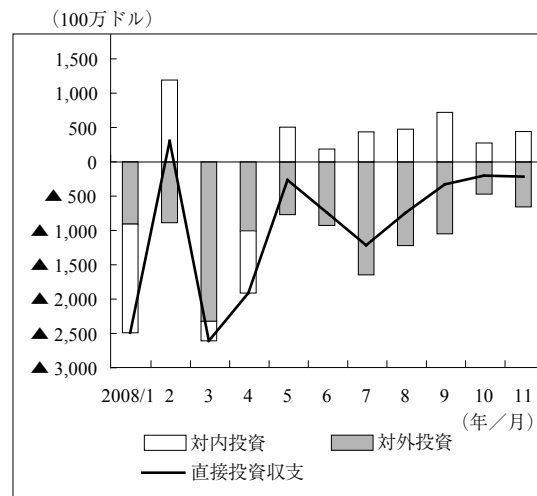
10月19日には、国内銀行の外貨借入取引に

図表16 旅行収支



(資料) 図表11と同じ

図表17 直接投資収支



(資料) 図表11と同じ

総額1,000億ドルの政府保証（2009年6月末まで対象、保証期間3年）、外貨準備を使い市場へ300億ドルを供給するなどのドル資金供給策、中小企業の資金繰り支援などを柱とする金融安定化策を発表した。市場へのドル供給策として、競争入札方式のスワップ取引制度が導入された。

しかし、一連の措置は市場に外貨準備高の減少につながると受け取られ、ウォン売りの材料となったため、政府は新たな対応に迫られた。それが通貨スワップ協定の拡充である。

まず、10月30日、アメリカとの間で新たに通貨スワップ（300億ドル規模）協定が締結された。これをもとに、12月2日、9日、22日と、3回にわたって計104億ドルが調達された。つぎに実施されたのが、日本、中国との既存の通貨スワップ枠の拡大である。

日本との通貨スワップ協定には、チェンマイ・イニシアティブにもとづくものがある。アジア通貨危機を教訓として、2000年5月の第2回ASEAN+3 蔵相会議（タイ・チェンマイ）において、二国間通貨スワップ取極のネットワークの構築等を合意したのがチェンマイ・イニシアティブである（図表18）（注9）。これにもとづいて、韓日間では、日本が韓国に対して一方的に資金を提供（ウォンをドルと交換、20億ドル規模）する取極（「第一次二国間通貨スワップ取極」）が締結された。その後、30億ドル規模の資金を日本円と韓国ウォンで融通し合う取極が締結、2006年2月

には、「第1次二国間通貨スワップ取極」が拡充され、日本が100億ドル、韓国は50億ドルをコミットする「第2次二国間通貨スワップ取極」が締結された。前者の30億ドル枠はいつでも引き出されるものであり、後者の100億ドル枠は「危機時」に引き出されるものである。

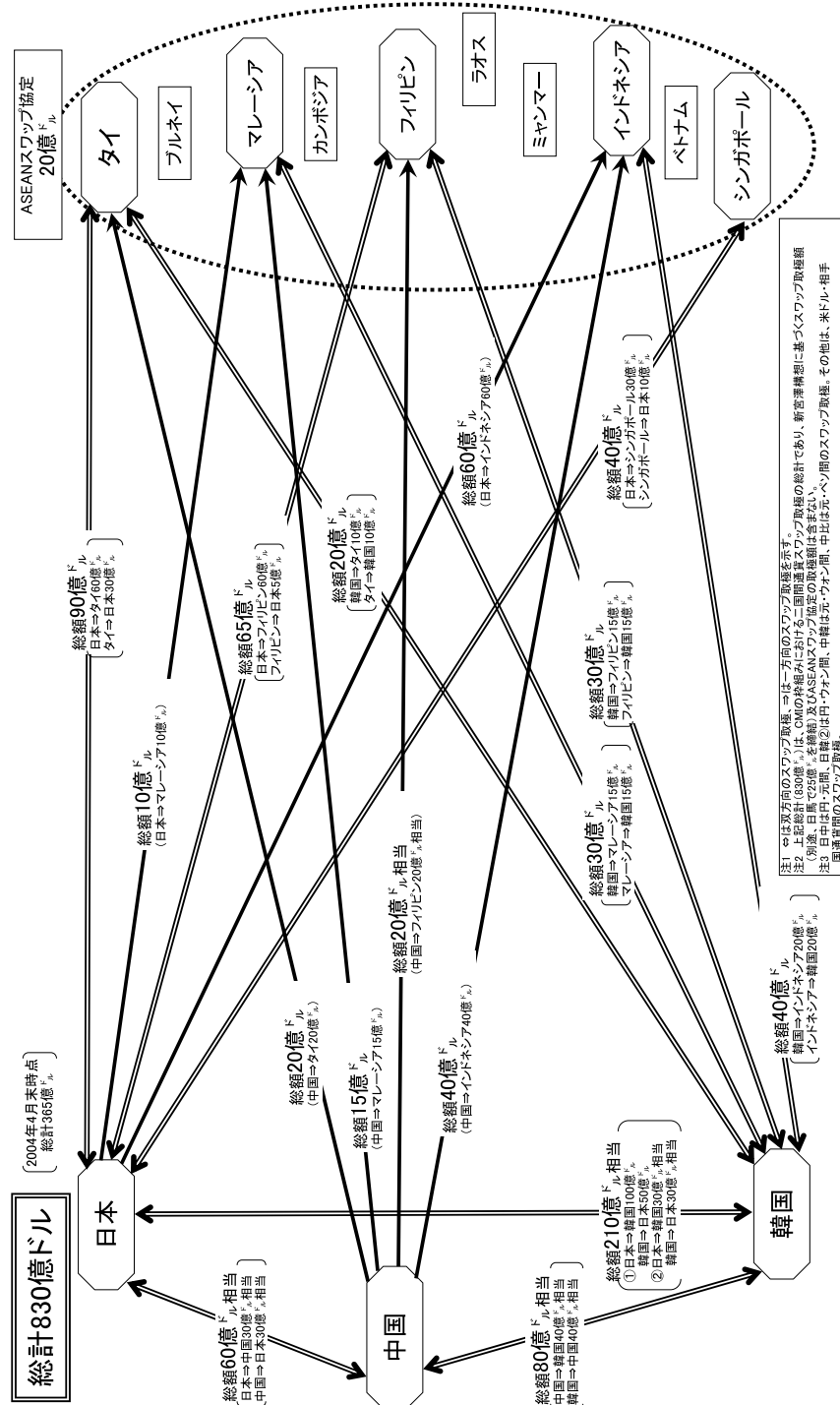
日本政府は韓国政府からの要請もあり、これまでの130億ドルの通貨スワップ枠を広げる方針を決めた。2008年12月13日に開催された第1回の日中韓首脳会談において、円とウォンとの融通枠を現行の30億ドルから200億ドルに拡大することが合意された。韓国側は日本が供給した円を市場でドルに交換し、それをもとにウォンを支えることになる。

また、中国との間でも、チェンマイ・イニシアティブにもとづいた通貨スワップ協定（40億ドル相当）が締結されていたが、上記の首脳会談で1,800億人民元と38兆ウォンを融通するという新通貨スワップ協定の締結が合意された。これにより、中国も韓国に対して300億ドル相当を融通することになった。

韓国の外貨準備は2007年末から2008年11月の間に617億ドル減少したが、日本と中国合わせて600億ドル相当の通貨スワップ枠が設けられたことにより、市場の不安心理が和らぐことが期待される。

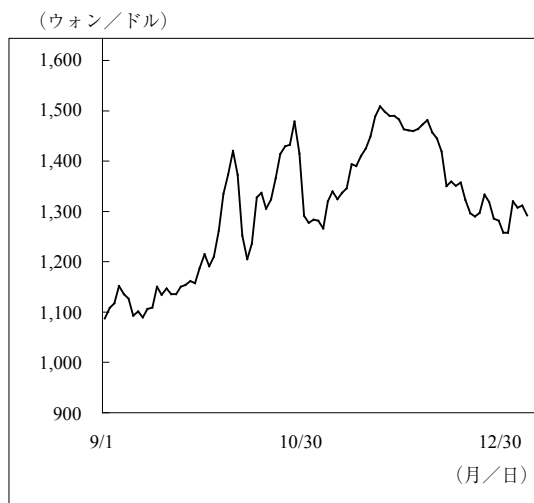
以上述べてきた国際収支の改善と政府によるドル資金供給策の効果もあり、ウォンは反発に転じた（図表19）。ウォン／ドルレート

図表18 チェンマイ・イニシアティブの枠組における通貨スワップ取極



(資料) 經濟產業省

図表19 ウォン／ドルレート



(注) 直近は2009年1月7日。

(資料) 図表11と同じ

は11月24日の1,513をボトムに、12月10日には1,300ウォン台まで回復した（1月6日現在、1ドル＝1,307ウォン）。

今後も一時的に不安定な展開となる可能性があるものの、2007年秋以降のウォン安に歯止めがかかったといえよう。また、外貨準備高はドル安が進んだこともあり、11月の2,005.1億ドルから12月に2,012.2億ドルへ、9カ月振りに増加した。

(注6) 資本収支はネットで、韓国から海外への資本流出と海外から韓国への資本流入の差額を示している。

(注7) 通貨危機前は「事実上のドルバッグ制度」が採られていたが、通貨危機後は管理変動相場制へ移行している。

(注8) この点の詳細は向山〔2006〕を参照。

(注9) チェンマイ・イニシアティブは、二国間通貨スワップ取極のネットワークとASEANスワップ協定により構成されている。

3. 持続的成長に向けての課題

韓国が持続的成長を遂げるためには、景気の落ち込みを最小限に食い止めると同時に、中長期的な経済課題に取り組むことが求められる。

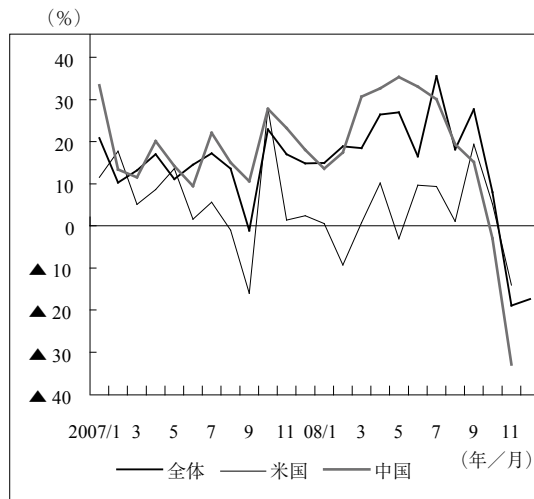
(1) 短期的には景気対策

為替レートの動向には今後も注意が必要であるが、政策の重点は景気対策にシフトしている。前述したように、景気は2008年秋口以降急速に悪化している。内需が一段と冷え込んだ上、世界経済の悪化に伴い輸出が急減速している（図表20）。とくにこれまで輸出を牽引してきた中国を含む新興国向け輸出にブレーキがかかっている。世界経済の急速な悪化は、国際機関が短期間のうちに見通しを複数回下方修正したことからもうかがえる。

内外需の急速な落ち込みを考えると、2008年10～12月期、2009年1～3月期は前期比マイナス成長（景気後退入り）となる可能性がある。ただし、マイナス成長は韓国だけではない。アジアでは、シンガポールが2008年4～6月期以降3期連続で前期比マイナスとなったほか、台湾でも7～9月期に前年同期比でマイナス成長に陥っている。経済規模がさほど大きくなく対外開放度の高いNIEsが世界経済減速の影響を強く受けた。

景気の落ち込みを最小限に食い止めることが短期的に最重要課題である。このため、政

図表20 輸出伸び率（前年同月比）



(資料) 韓国銀行、Economic Statistics System

府は景気を刺激する目的で、当初の減税計画の前倒し実施と公共投資の拡大を決定した。11月に発表された総額35兆ウォンの景気対策には、社会間接資本への投資、減税、低所得層に対する支援などが盛り込まれた（図表21）。個人所得税では、年収1,200万ウォン以下（課税標準基準）の所得者に対する税率は8%から6%に引き下げられる。

また、規制緩和（建替アパートの容積率の緩和、投資過熱地区の一部解除ほか）を推進して不動産市場の活性化を図る計画である。さらに、景気の悪化に伴う非正規労働者の解雇の拡大を避けるため、政府は12月5日、「非正規職保護法」（注10）により義務づけられている非正規労働者の雇用期間（2年間）を改正して、4年に延長することを決定した。

12月18日には企画財政部が予算執行の前倒

図表21 11月に発表された景気対策

- 減税（2009年から実施）
 - ・個人所得税 8～35%を6～33%に、課税控除額の拡大
 - ・法人税率 現行13～25%を2011年までに10～20%に（13%の税率は今年11%に引き下げ）
 - ・R&D投資減税
- 財政支出の拡大（11兆ウォン規模）
 - ・社会間接資本への投資（4兆6,000億ウォン）
 - ・中小企業、農林漁業者に対する支援（3兆4,000億ウォン）
 - ・低所得層に対する支援（1兆1,000億ウォン）
 - ・地方財政支援、青年失業対策など

（資料）企画財政部発表資料など

しや新たな減税策を含むアクションプランを発表した（図表22）。

さらに政府は1月6日、すでに決定した景気対策を盛り込んだ「緑のニューディール事業」（総額50兆ウォン）を策定した。これには、4大河川周辺を整備する土木工事、エコカーの普及、太陽熱などの再生可能エネルギーの開発推進などが含まれる。環境関連ビジネスを拡大させることにより、4年間で96万人の雇用創出を見込んでいる。

財政政策が具体化される一方、金融緩和も進められている。韓国銀行は（注11）、①景気が急速に悪化していること、②金融機関が貸し出しに慎重になっていることにより企業の資金調達が難しくなっていることなどを理由に、10月（2回）、11月に続き、12月11日に政策金利を引き下げた（12月は1%ポイン

図表22 企画財政部によるアクションプラン

- ①予算執行の前倒し（雇用関連の約7割は2009年上期に執行）
- ②消費と投資の活性化
 - ・自動車の消費税率を30%引き下げ（2008年12月～09年6月）
 - ・投資税額控除を1年延長
 - ・社会インフラ分野への投資に対する低利融資
- ③金融・資本市場の安定化
- ④外貨流動性の供給拡大
- ⑤国際連携の強化
- ⑥雇用創出
- ⑦庶民生活の安定
- ⑧国際貿易の活性化

（資料）企画財政部

トと大幅な引き下げ）。

こうした点を踏まえて2009年を展望すると、民間消費は消費マインドの冷え込みと雇用環境の悪化の影響により年央まで低迷するであろうが、年後半から回復し、通年では1%程度の伸びになろう。内外需の減速により設備投資は前年水準を下回るであろうが、建設投資は規制緩和効果と公共投資の拡大が見込まれるため、プラスの伸びとなる可能性が高い。固定資本形成全体ではほぼ前年並みと予想される。外需に関しては、輸出が伸び悩むものの、輸入が著しく減少するため、貿易収支は黒字となろう。以上より、2008年は1.8%の成長になるものと予想される。

(2) 中期的な課題

この1年を通じて明らかになった問題は、消費の減速、経常収支の悪化などが原油価格

の高騰に起因したように、韓国経済の原油価格高騰に対する脆弱さである。これは原油を完全に輸入していることに加えて、エネルギー効率が低いことによるものである。

日本は石油ショック以降、エネルギー効率の向上に積極的に取り組んだ結果、現在、世界最高のエネルギー効率国となっている。IAEA（国際エネルギー機関）によれば、GDP 1単位当たりの一次エネルギー供給量（2004年）は、英国1.4、米国2.0、韓国3.2、タイ6.0、中国8.7である（日本が1）。

こうした点を踏まえると、主要な中期的な課題の一つは、エネルギー効率の向上、環境に優しいエネルギー供給体制づくりに結びつくような投資を戦略的に推進していくことである。この点で、政府が環境関連ビジネスの育成を積極的に推進し出したことは評価される。

二つ目は、安定した所得が得られるように、雇用の質を改善することである。所得の安定化は出生率の回復や年金財政の維持という点でも重要である。投資の活性化により雇用機会を創出しながら、非正規労働から正規労働への転換を促進することが求められる。

三つ目は、将来の少子高齢化に向けて、①ワークライフバランスを実現出来る制度の整備、②出産や育児に対する経済的支援、③経済の活性化などを一段と強化することにより、女性と高齢者の労働力率を引き上げていくことである。

(注10)「非正規職保護法」では、①非正規労働者に対する「合理的理由」のない差別処遇を原則禁止する、②期間の定めのある労働者を2年以上雇用すれば、事業主は「期間の定めのない労働契約」(正規労働)を結んだとみなす、③派遣労働者に関しては、2年経過後、事業主に直接雇用を義務づける、などが規定されている。「非正規職保護法」は企業規模等に応じて段階的に適用され、2007年7月1日より従業員300人以上の企業と公共機関、2008年7月1日より100～300人未満の企業が適用され、5～100人未満の企業は2009年7月1日より適用される。

一部で非正規労働者から正規労働者への転換が進められたが、解雇する動きも広がり、法律の実効性を疑問視する見方がある。

(注11)韓国銀行は2008年12月、2009年の経済見通しを発表した。これによると、2009年は、民間消費が0.8%増、輸出が1.3%増と減速するほか、設備投資が▲3.8%と冷え込むため、実質GDP成長率は2.0%(上期が0.6%、下期が3.3%)になる見通しである。

結びに代えて

2008年の韓国はウォン急落に翻弄されたといっても過言ではない。ウォンが急落した9月以降、韓国経済に対する過度な悲観論が台頭し、「通貨危機の再来」とまでいわれた。

しかし、本稿で明らかにしたように、ウォンの急落は原油価格高騰に起因する経常収支の悪化と資本収支の赤字拡大によるものであるため、国際収支の改善に伴いウォンは反発に転じた。為替レートの動向には今後も注意が必要であるが、政策の重点は景気対策にシフトしている。政府には景気の落ち込みを最小限に食い止めると同時に、中長期的な経済課題に取り組むことが求められる。とくにウォン急落で浮き彫りになった韓国経済の原油価格高騰に対する脆弱さを是正していくこ

とは、持続的な成長を遂げるために取り組まなければならない課題といえる。

主要参考文献

1. 奥田聡編 [2007]『経済危機後の韓国』独立行政法人日本貿易振興機構アジア経済研究所
2. 日本銀行国際収支統計研究会 [2000]『入門国際収支』東洋経済新報社
3. 向山英彦 [2006]「通貨危機は韓国の家計をどう変えたか」(日本総合研究所環太平洋ビジネス情報『RIM』2006 Vol.6 No.20)
4. — [2008a]「韓国の李明博政権の経済課題」(『RIM』2008 Vol.8 No.29)
5. — [2008b]「世界経済の減速とインフレに直面するアジア経済—大幅な減速は回避」(『RIM』2008 Vol.8 No.31)
6. Asian Development Bank[2005], *Asian Development Outlook 2005 Update*.
7. — [2008a], *Asian Development Outlook 2008 Update*, September 2008.
8. — [2008b], *Asia Economic Monitor 2008*, December 2008.
9. Bank of Korea[2008a], *Financial Stability Report, Quarterly Bulletin, Annual Report*.
10. — [2008b], *International Investment Position (IIP) at the end of June 2008*, August 2008.
11. — [2008c], *Economic Outlook for 2009*, December 2008.
12. — [2008e], *Official Foreign Reserves*, December 2008.
13. IMF[2008], *Republic of Korea: 2008 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No.08/297, September 2008.
14. Ministry of Strategy and Finance[2008], *The Korean Economy: Resilience Amid Turbulence*, October 2008.
15. Korean Financial Supervisory Commission[2008], *The Korean Financial Market and Economy: Resilience Amidst Turbulence*, October 2008.
16. Soyoung Kim and Doo Yong Yang[2008], *The Impact of Capital Inflows on Emerging East Asian Economies: Is Too Much Money Chasing Too Little Good?*, Working Paper Series on Regional Economic Integration No.15, Asian Development Bank, May 2008.