

対外純資産からみた韓国ウォンの脆弱性

経済調査部 上席研究員 森川 央  
[morikawa@iima.or.jp](mailto:morikawa@iima.or.jp)

1. 下落幅が大きい韓国ウォン

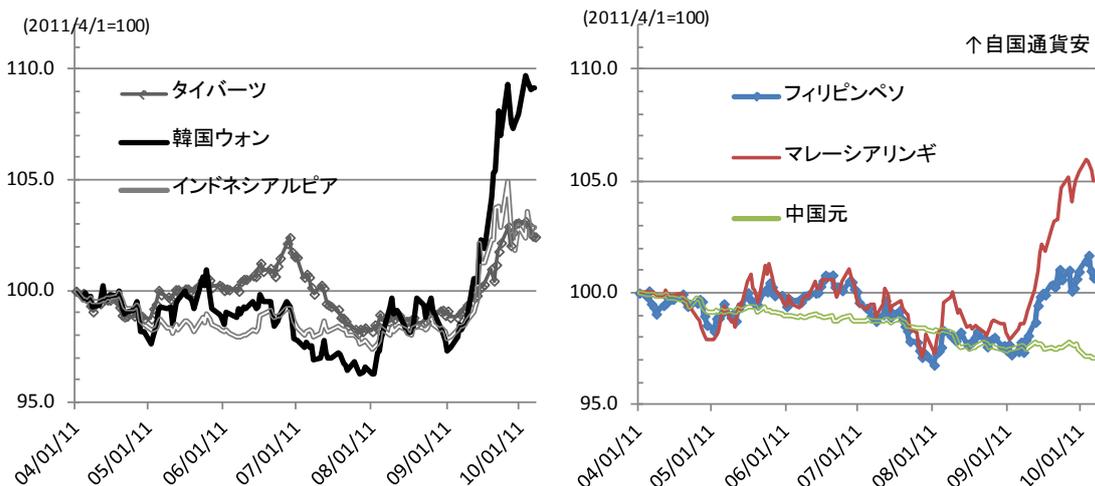
ギリシャに端を発した欧州の財政金融問題が、アジア通貨にも逆風となっている。東アジアの主な通貨の対ドルレートをみると、中国元を除いて2011年9月以降は下落傾向に入っている。なかでも韓国ウォンの下落幅が目立つ。2011年4月1日を100とした指数でみると10%近く下落している。

また韓国銀行の発表によると、9月末時点の外貨準備高は、3,034億ドルと8月末に比べ約88億ドル減った。この減少はリーマン・ショック後のウォン安が進んでいた2008年11月以来2年10カ月ぶりの大きな減少幅であり、ウォン買い介入があったことを示唆している。介入がなければ、下落幅は更に大きくなっていた可能性がある。

韓国は既に1人当たりGDPが2万ドルを超える高所得国であり、日本を除くアジアのなかでは産業の競争力も突出している。世界的な企業も擁し、2010年は経済誌がこぞって「韓国に学ぶ」という特集を組んでいたほどだ。「強い」とされる韓国の通貨が真先に売られているのは奇妙に思える。

しかし、対外純資産ポジションをみると、意外な韓国の弱点がみえてくる。

図表1. アジアの主要新興国の対ドルレート



2. 「足の速い」資金への依存が高い韓国

対外純資産ポジションとは、ある時点で一国が海外に保有する債権（対外資産）から海外に対する債務（対外負債）を差し引いたものである。資産・負債は種類別に「直接投資」「ポートフォリオ投資」「金融派生商品（デリバティブス）」「その他投資」及び「外

貨準備（資産のみ）」に区分される。「ポートフォリオ投資」には、経営権の取得目的でない株式の取得、債券投資が含まれる。「その他投資」の中心を占めるのは、金融機関からの借入である。なお、資産、負債の残高の変動には、売買のほか為替・価格変動に伴う価値の増減や項目間の分類替えも反映される。

2009 年末のデータを使い国際比較すると、韓国の対外純資産ポジションは 1,480 億ドルの赤字である。つまり、対外債務がそれだけ対外資産を上回っているということだ。ここで挙げたなかで対外純資産が黒字になっているのは、マレーシアと中国だけである。

逆に赤字組は、東アジアでは韓国、タイ、インドネシア、フィリピンである。インドとブラジルも大きい。これらの国は、対外資産を全部処分しても負債を払いきれないということであり、潜在的に通貨危機に脆弱なグループとみることができよう。

図表 2. 主要新興国の対外資産／負債（2009 年）

	(10億ドル)							
	韓国	タイ	インドネシア	マレーシア	フィリピン	中国	インド	ブラジル
対外直接投資	115.6	18.2	-0.1	80.5	6.1	229.6	77.2	158.8
対内直接投資	110.8	109.6	108.2	78.8	23.2	997.4	164.0	400.8
<b>ネット</b>	<b>4.8</b>	<b>-91.4</b>	<b>-108.3</b>	<b>1.7</b>	<b>-17.1</b>	<b>-767.8</b>	<b>-86.8</b>	<b>-242.0</b>
対外ポートフォリオ投資	102.4	23.4	4.7	27.8	5.5	242.8	1.2	13.3
対内ポートフォリオ投資	390.0	54.0	95.6	84.8	29.3	190.0	117.1	561.8
<b>ネット ①</b>	<b>-287.6</b>	<b>-30.6</b>	<b>-90.9</b>	<b>-57.0</b>	<b>-23.8</b>	<b>52.8</b>	<b>-115.9</b>	<b>-548.5</b>
デリバティブス 資産	6.2	3.4	0.0	2.3	0.1	-	-	0.3
デリバティブス 負債	9.7	3.2	0.0	2.5	0.0	-	-	3.4
<b>ネット ②</b>	<b>-3.5</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-3.1</b>
その他投資 資産	110.5	35.6	28.1	44.0	19.3	534.5	19.0	63.4
その他投資 負債	242.3	56.9	112.5	50.1	39.2	450.8	222.8	113.8
<b>ネット ③</b>	<b>-131.8</b>	<b>-21.3</b>	<b>-84.4</b>	<b>-6.1</b>	<b>-19.9</b>	<b>83.7</b>	<b>-203.8</b>	<b>-50.4</b>
<b>外貨準備高</b>	<b>270.0</b>	<b>138.6</b>	<b>66.1</b>	<b>96.7</b>	<b>44.2</b>	<b>2,453.2</b>	<b>283.5</b>	<b>238.5</b>
<b>対外純資産ポジション</b>	<b>-148.0</b>	<b>-4.7</b>	<b>-218.4</b>	<b>35.1</b>	<b>-16.5</b>	<b>1,821.9</b>	<b>-122.9</b>	<b>-605.7</b>
①+②+③ (=④)	-422.9	-51.7	-175.3	-63.3	-43.6	136.5	-319.7	-602.0
<b>「余裕度」(外貨準備+④)</b>	<b>-152.9</b>	<b>86.9</b>	<b>-109.2</b>	<b>33.4</b>	<b>0.6</b>	<b>2,589.7</b>	<b>-36.2</b>	<b>-363.5</b>

(資料)IMF, Balance of Payment Statistics

次に、流動性の観点から対外資産／負債を検討してみたい。その際にポイントとなるのは直接投資である。直接投資は、実際に工場を建て、人を雇って営業する投資である。だから、一旦入ってくると、簡単には出ていかない固着性の高い投資と考えることができる。それに対し、ポートフォリオ投資は換金、引き揚げが容易な「足の速い」資金と言える。借入も長期借入は違うが、短期は借り換えを拒否されると全額が引き出されることになる。

こうした性格の違いを考慮すると、純資産の赤字幅が同じでも、直接投資による赤字が大きい国と、ポートフォリオ投資やその他投資による赤字が大きい国とでは、突然の資金回収を受けるリスクが違う<sup>1</sup>。後者のほうが通貨危機を起こすリスクは大きくなるが、それに対する備えが外貨準備高である。図表 2 の最終 2 行は、直接投資以外のネット残高と、それに外貨準備高を加えた額を示している。最終行の「余裕度」が黒字であることは、「足の速い」資金を上回る外貨準備高があることを示している。

これをみると、同じ「アジア通貨危機組」でも、タイ、マレーシア、フィリピンは黒字であり「余裕度」が高い。それに対し、韓国とインドネシアは 1,000 億ドル規模の赤字になっており、国際金融市場の流動性が低下するような非常時の不安を抱えていることがわかる。リーマン・ショック時に両国通貨の下落幅が大きかったのも、こうした背景があつてのことだろう。インドネシアは天然資源に恵まれており、今のところルピアの下落率は取り立てて大きくないが、注意しておく必要はあろう。

<sup>1</sup> より精緻な分析のためには、その他投資を短期と長期に分けて集計すべきだが、多くの途上国は短長期別の報告を IMF にしていないので、その他投資総額を足している。

### 3. その他の新興国

その他の新興国のうち大国についても同じデータを紹介しておこう。

中国は、どの面からみても盤石である。圧倒的な外貨準備高、流入資本は直接投資に依存しており、通貨危機を招くリスクはない。中国については、人民元の引き上げが世界経済の課題である。

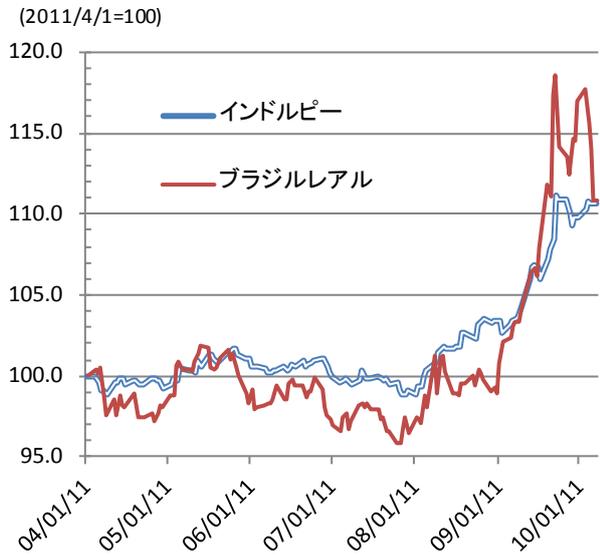
インドとブラジルは対外純資産ポジションがマイナスであるだけでなく、外貨準備高の「余裕度」も赤字領域だ。特に、ブラジルは赤字額が大きい。ブラジルは直接投資の受け入れも大きい、ポートフォリオ投資の受け入れがとりわけ大きいことが特徴だ。

インドルピー、ブラジルレアルも 8 月以降、4 月 1 日に比べて 10% 以上下落している。

しかし、ブラジルやインドと韓国を同列には論じられない。それぞれの国の過去との比較において、為替レートの水準が異なるからだ。特に、ブラジルとの差は大きい。ブラジルレアルが、1994 年以降の最高値付近にあるのに対し、ウォンは低位に留まっている。ブラジルは通貨下落を「歓迎」できる立場だ。

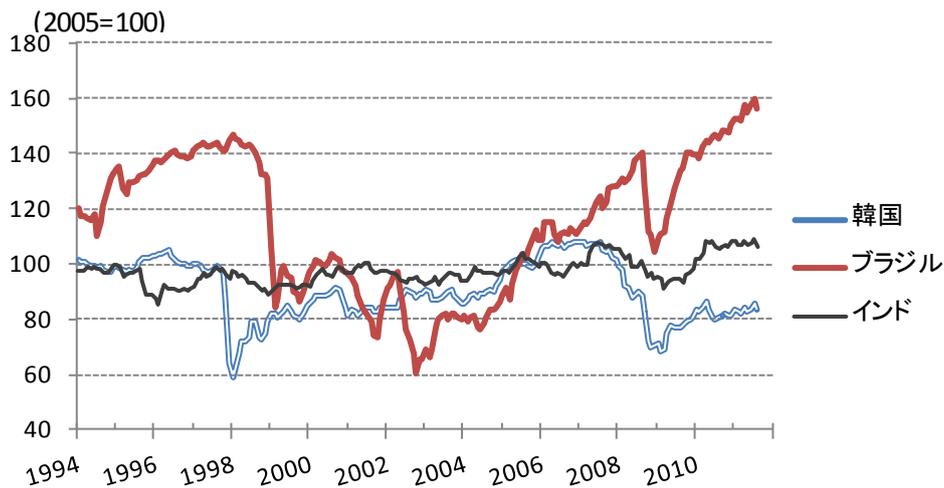
それに対し、既に低い位置にいるウォンの一層の下落は、通貨危機を連想させるだけでなく、インフレにも悪影響を及ぼしていく。ウォンの下落に対しては、特別の注意が必要になる。

図表 3. インド、ブラジルの対ドルレート



(資料)ブルームバーグ

図表 4. 韓国、ブラジル、インドの実質実効為替レート



(資料) BIS

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>