

コロナショックで韓国ウォン相場も当面下振れリスクが拡大

経済調査部 上席研究員 橋本 将司
masashi_hashimoto@iima.or.jp

1. 韓国ウォンの対ドル相場は3月にかけて急落

韓国ウォンの対ドル相場は、2020年初の時点では米中通商摩擦緩和期待¹などによる昨年9月頃からの反発の流れにあり、1,160近辺で推移していた（第1図）。しかし、1月中旬以降中国で新型コロナウイルスの感染拡大が確認されると、下落方向への転換が明確となった。2月中旬以降は欧米で感染が拡大して世界的な景気後退リスクと金融市場の混乱に発展。さらに世界的にデフォルトリスクが意識され、ドルキャッシュへの選好の高まりによるドルの急上昇から、3月19日に2009年7月以来の安値となる1,290近辺まで下落した。その後4月以降は1,200台前半まで戻して推移している。大局的には2010年代以降形成して来た1,000～1,250のレンジ相場のウォン安方向への割り込みを窺う推移となっている（第2図）。

第1図:韓国ウォン対ドル相場(2017年～)



(資料) Bloomberg

第2図:韓国ウォン対ドル相場(1984年～)



(資料) Bloomberg

2. 韓国ウォンの対ドル相場は世界のITサイクルに連動

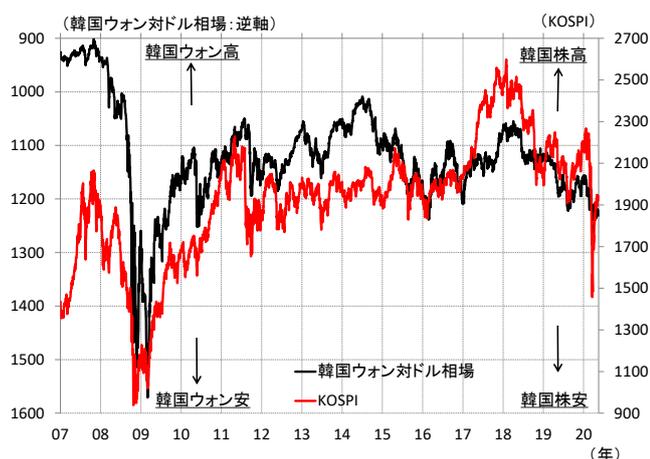
韓国は、サムソンや現代などの企業グループに代表されるような半導体・電子機器製造業や重化学工業が主力産業であり、こうした産業に関連した輸出が経済に与える影響

¹ 米国は2019年8月1日に対中制裁関税第4弾（対象2,700億ドルに対する10%の制裁関税）の発動を表明したものの、8月13日にそのうち1,600億ドル分への発動を同年12月15日まで延期するとした。9月には局面打開に向けて10月に米中閣僚級通商協議が開催されることになった。

が大きい。このため、韓国ウォンの対ドル相場も、大局的には世界の IT 産業のサイクルや、世界や韓国の製造業のサイクル（在庫循環）に概ね連動して推移する。製造業サイクルは、韓国の企業収益動向を通して韓国の株価指数とも概ね連動しており、韓国ウォンの対ドル相場は韓国株価指数とも高い連動性がある。また、世界の製造業サイクルの上昇局面は、世界景気が拡大している局面でもあり、通常市場もリスク選好的な地合いにある。こうした局面ではリスク性資産である韓国株価指数を含む株価全般が上昇し易く、為替市場でも韓国ウォンを含む新興国通貨全般が、相対的に安全な通貨とみなされているドルや円に対して上昇する傾向があるとみることが出来る。

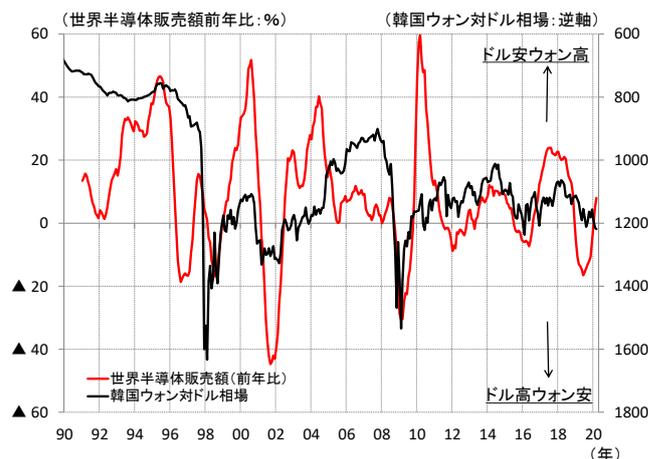
第3図は韓国ウォンの対ドル相場と韓国株価指数（KOSPI）をみたもの、第4図は韓国ウォンの対ドル相場と世界の IT 産業のサイクルを表す米半導体工業会（SIA）集計の世界半導体販売額の前年比をみたものである。それぞれ比較的高い相関を確認できる。世界の IT サイクルは、循環的な在庫調整や米中通商摩擦の先鋭化などにより、2018 年半ば頃から下落サイクルに入り、韓国ウォンの対ドル相場もこれに連動して下落して来た。その後 IT サイクルは、2019 年半ば頃より在庫調整の一巡や米中通商摩擦の一時休戦ムードなどから、回復傾向に転じつつあった。韓国ウォンの対ドル相場や韓国株価も、こうした流れを受けて 2019 年の 9 月頃に下げ止まり、反発の流れにあったのは冒頭指摘の通りだ。

第3図:韓国ウォン対ドル相場と韓国株価指数



(資料) Bloomberg

第4図:韓国ウォン対ドル相場と世界半導体販売額(前年比)

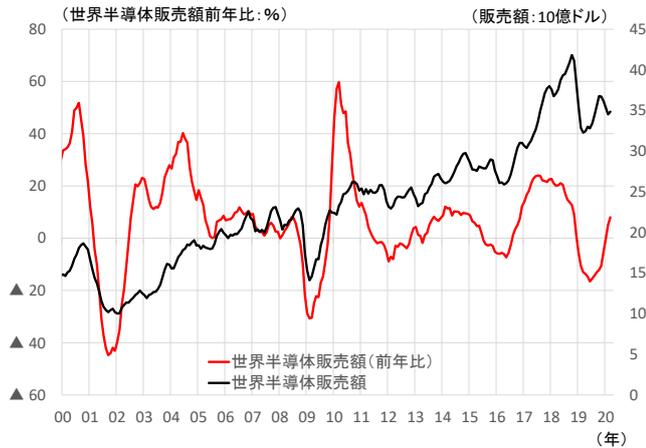


(資料) Bloomberg, SIA

3. コロナショックで IT サイクルの回復は不透明に

しかし、年初からのコロナショックにより、こうした流れが中断した可能性が高い。第5図は、第4図でみた世界半導体販売額の前年比と合わせて、世界半導体販売額自体（実額）をみたものだ。前年比ベースにはまだ表れていないものの、実額ベースでは2019 年半ばからの回復が 2020 年に入り頭打ちとなりつつある。第6図は世界半導体統計（WSTS）による 2019 年秋季時点の世界半導体販売額の実績と見通しだ。この時点では、2020 年は世界的な半導体在庫調整の一巡や 5G 関連事業の立ち上がりなどから、IT サイクルは持ち直しに向かうとみられていた。しかし、コロナショックを受けた世界景気の急減速から、世界の IT サイクルの回復もやはり足踏みを余儀無くされるとみるのが自然であろう。コロナ問題による世界的な外出制限で、在宅勤務などの急増がデジタル関連事業には一定の支援材料になるとの見方もあるが、WSTS による次回の世界半導体市場見通しも、景気見通し同様に下方修正される可能性がある。冒頭でみたように、既に韓国株価指数と韓国ウォンの対ドル相場は、状況を前倒しで織り込み急落している。4 月以降小幅に戻してはいるものの、こうした状況からは、韓国ウォンの対ドル相場には引き続き下落圧力が根強く残りそうだ。

第5図:世界半導体販売額と前年比



(資料) Bloomberg, SIA

第6図:世界半導体販売額の実績・見通し(2019年秋季時点)

	(前年比: %)				
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
世界	▲ 2.7	4.8	9.9	▲ 0.2	1.1
北米	▲ 1.5	13.1	12.7	▲ 0.8	▲ 4.7
欧州	▲ 11.3	5.2	7.4	▲ 8.5	▲ 4.5
日本	▲ 4.3	▲ 15.2	0.1	▲ 10.7	3.8
アジア	▲ 0.6	7.0	11.4	3.5	3.6
	2017年	2018年	2019年(予)	2020年(予)	
世界	21.6	13.7	▲ 12.8	5.9	
北米	35.0	16.4	▲ 26.7	7.0	
欧州	17.1	12.1	▲ 6.9	2.3	
日本	13.3	9.2	▲ 11.1	3.1	
アジア	19.4	13.7	▲ 8.8	6.5	

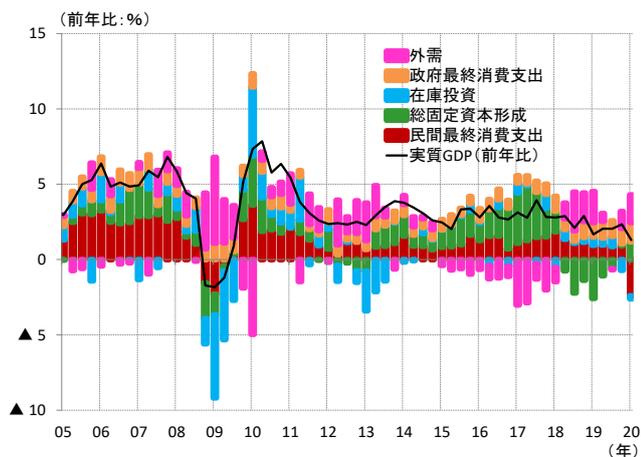
(資料) WSTS

4. 韓国経済も大幅な減速へ

実際、4月23日に発表された韓国の今年第1四半期の実質GDP成長率は、前年比+1.3%とここ数四半期の2%台からリーマン・ショック直後の2009年第3四半期以来のペースまで減速(第7図)。前期比年率では▲5.5%の大幅減速となるなど、コロナショックによる悪影響は韓国経済にも顕在化し始めている。報道されている通り、韓国における新型コロナウイルスの感染者数が抑制方向にあることはプラス材料ではある。しかし、2020年の韓国の経済成長率について、最新のIMF見通しでは前年比▲1.2%としており、リーマン・ショック以来の大幅な落ち込みになる予想だ。

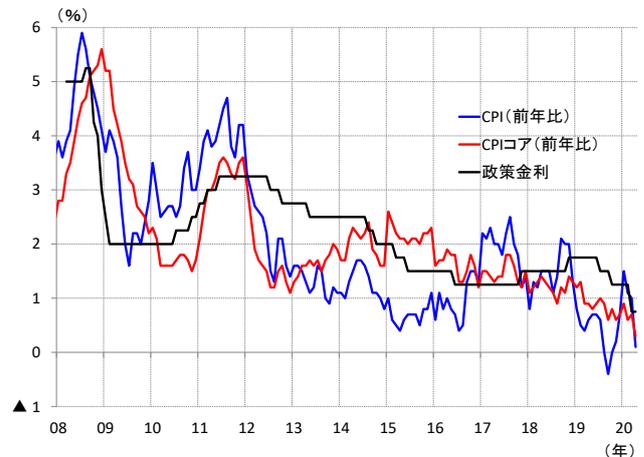
中央銀行である韓国銀行は、米中通商摩擦による世界経済減速への対応などから、昨年7月と10月にそれぞれ0.25%ずつの政策金利の引き下げ(1.75%→1.50%→1.25%)を実施し、当面その効果を見守っていた。しかし、コロナショックによる経済情勢の急変を受け、今年3月16日に0.5%の緊急利下げ(1.25%→0.75%)を実施(第8図)。さらに同月26日には、金融機関向けに週次で金額無制限のリバース・レポによる流動性供給を開始すると発表。主要中銀が行っている長期国債の買い入れとは厳密には違うものの、同中銀は事実上の量的緩和に近いものと考えてよいと述べている。

第7図:韓国実質GDP成長率(前年比)と内訳



(資料) Bloomberg

第8図:韓国銀行政策金利とCPI前年比上昇率



(資料) Bloomberg

5. 韓国ウォンの対ドル相場にとって中国要因も重要なファクター

第9図は、2018年における韓国の輸出入に占める相手国のシェアをみたものである。近年韓国にとって、中国は最大の輸出入相手先となっている。このため、韓国経済は中国経済の動向に大きく影響を受け易く、またそうした連関性を市場が先回りして織り込むことも多く、韓国ウォンの対ドル相場は、中国人民元の対ドル相場とも連動性が高い（第10図）。この点、昨年8月中旬頃から米中通商摩擦が緩和する方向へ動き、人民元対ドル相場が反発に転じると、韓国ウォンも戻りを試す展開となっていた。年初からは新型コロナウイルスの感染拡大がまず中国で顕在化。これを受けて人民元対ドル相場が下落すると、韓国ウォンの対ドル相場もやはり下落に転じていた。

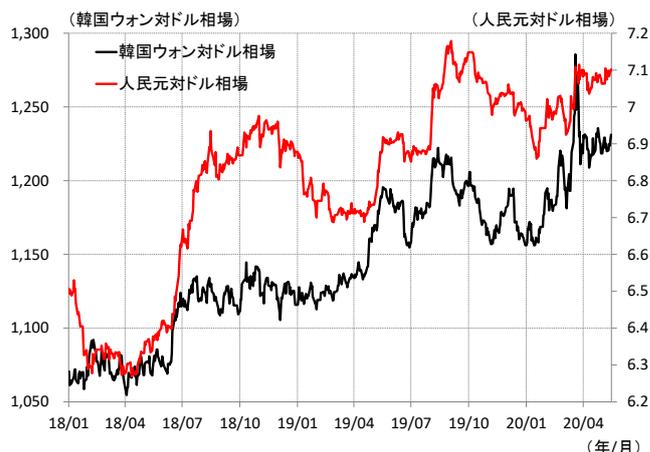
その後欧米で感染が拡大する一方、中国における感染は制御されつつあると報道されている。これにより中国国内の経済活動は徐々に再開され始めており、中国人民元が一先ず下げ止まっている要因の1つとなっている。一定の連動性を持つ韓国ウォンにとっても足元一定の下支え要因になっている可能性があるだろう。もっとも、中国におけるウイルスの感染が完全に制御されたかどうかは、感染第2波が拡大しないかなど、まだ経過を注意深くみて行く必要がある。何よりも中国経済も内外需共に相応の落ち込みが予想されるため、一気にV字回復を果たすかどうか慎重にみておく必要がある。仮に中国経済が予想以上に停滞した場合は、人民元と韓国ウォン双方の下落圧力につながって来よう。

第9図:韓国の輸出入相手国シェア(2018年)

	(%)	
	輸出	輸入
中国	26.8	19.9
香港	7.6	0.4
米国	12.0	11.0
日本	5.0	10.2
ASEAN	16.6	11.1
EU28	9.5	11.6
中東	3.6	16.1
中南米	4.6	3.6
大洋州	2.3	4.3
アフリカ	1.1	1.1
その他	10.9	10.7
計	100.0	100.0

(資料) ジェトロ

第10図:韓国ウォンと中国人民元の対ドル相場



(資料) Bloomberg

6. 韓国の対外バランスの安定性はかつてよりも改善

韓国の対外バランスは現時点では総じて安定的な状態で推移している。経常収支は財貿易黒字を主因に基本的に黒字基調が続いている（第11図）²。韓国の外貨準備残高も、IMFの計算する適正外貨準備残高の範囲内で推移（第12図）³。外貨準備/短期対外債務比率も2019年時点で2.18倍と他の新興国と比べても遜色ない水準となっている（第13図）。韓国の経常黒字が特に2010年代に増加したことなどから、2014年以降対外純資産残高もプラスに転じている（第14図）。

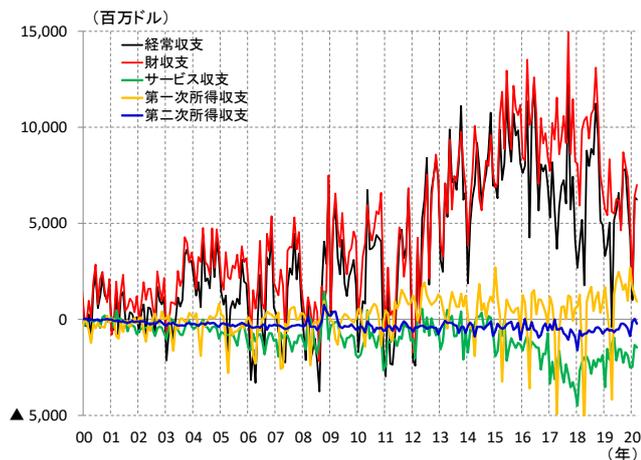
年初以降のコロナショックを受け世界の金融市場でのドルキャッシュへの需要の急増に対応し、米連邦準備理事会（FRB）は3月19日に日本銀行など既存の主要国中央

² 但し、2019年以降は米中通商摩擦や世界経済減速の影響もあり、中国向け輸出の落ち込みなどによる財輸出の減少から経常黒字も減少傾向にある。

³ IMFが算出する各国の適正外貨準備残高に対する実際の外貨準備残高の比率で、1倍～1.5倍が適正とされる。

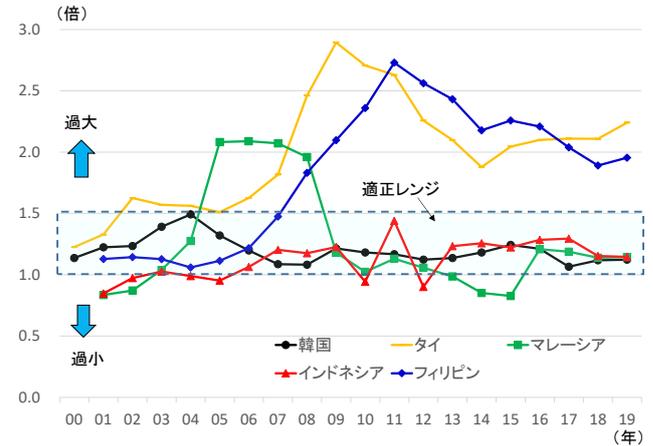
銀行とのドルスワップ取極めに加え、韓国を含む9つの国の中央銀行とも暫定的にドルスワップ取極めを締結⁴。これに基づき韓国銀行は、市中にドルの供給を行っており、当面ドル不足による市場のストレスは抑えられて行く模様だ。このように、総じてみれば、2008年のリーマン・ショックで韓国ウォンが急落した際に比べれば、韓国の対外バランスの安定度は改善していると言える。対外バランスの脆弱性から韓国ウォン相場が不安定化するリスクはかつてよりは後退しているとみられる。

第11図:韓国経常収支と内訳



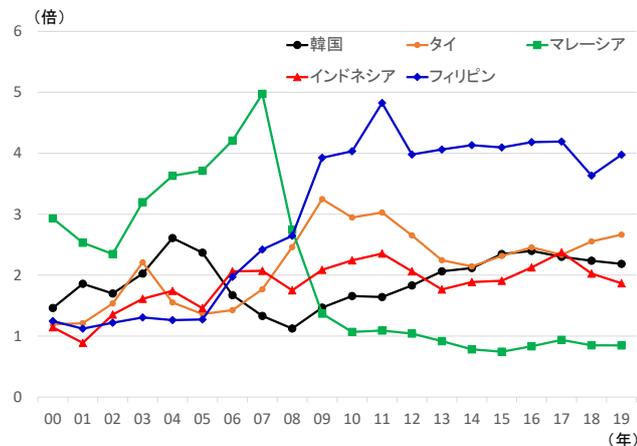
(資料) Bloomberg

第12図:IMFによる外貨準備高/適正水準の比率



(資料) IMF

第13図:外貨準備残高/短期対外債務残高比率



(資料) IMF

第14図:韓国の対外純資産残高



(資料) Bloomberg

7. 文在寅政権は構造問題の解決に道筋をつけられるか

但し、その主因となった2010年代の経常黒字や対外純資産の増加は、輸出の伸びではなく、内需の減速による輸入の伸び鈍化によるものであることに注意を要する。こうした背景には、韓国国内での所得格差拡大などによる個人消費の伸び悩み、さらには技術力・競争力を向上させた中国企業による韓国企業の追い上げなどにより、国内投資も停滞傾向にあるなど、韓国経済が抱える構造問題がある。

4月15日に投開票が行われた韓国の総選挙では、文在寅大統領政権による最近のコ

⁴ 9つの国は、オーストラリア、ブラジル、デンマーク、韓国、メキシコ、ノルウェー、ニュージーランド、シンガポール、スウェーデン。

コロナウイルス対応策が評価され、革新系与党の「共に民主党」が総議席 300 議席の 6 割にあたる 180 議席を獲得して圧勝した。2017 年に就任した同大統領は、最低賃金の引き上げを含む分配面を重視した「所得主導成長政策」による経済成長の底上げを図ったものの、所期の成果を上げるに至らず、コロナショック前まではむしろ支持率は低迷していた。今回の選挙での勝利によって、同大統領は再び求心力を手にしたと言われている。こうした政治的資本を使って、今後こうした韓国経済の構造問題への対応策をどのように練り直して行くか注目されよう。

8. まとめ

世界景気や IT サイクルの持ち直しに連動して、韓国ウォンも緩やかな回復傾向にあったが、コロナショックによりこうした流れは頓挫し、韓国ウォンもむしろ下落リスクが煽る状況へと揺り戻されている。今後の展開は世界のコロナウイルスの感染動向と世界景気の落ち込みがどの程度まで進むのかが鍵を握ろう。この際、中国経済がいち早く景気の落ち込みから脱する場合、韓国ウォンの下振れリスクは他の通貨よりも限定的となる可能性がある。韓国経済の対外バランスはかつてよりも安定性が改善しており、北朝鮮情勢の急激な悪化など、突発的な韓国固有の悪材料が発生しなければ、目先韓国ウォンのみが大きく売り込まれるような状況は想定し難い。もっとも、万一コロナショックを受けて世界景気が予想以上に悪化、新興国通貨がさらに広範に動揺するような状況となれば、韓国ウォンもそれなりの下落圧力は免れないだろう。

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 2020 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882 (代) ファックス：03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

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