

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

「ウォン高と韓国経済」

～短期対外債務残高の増加とウォン相場～

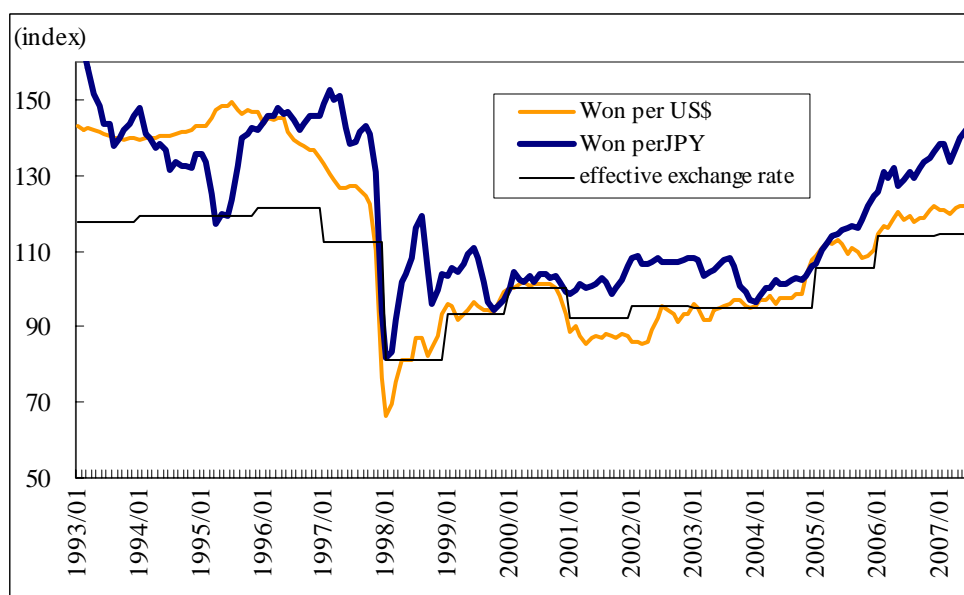
経済調査部長：竹中正治

担当：亀井純野

kamei@iima.or.jp

2004年以降ウォン高が対ドル、対円で進んでいる(図表1)。2000年を100とした場合、対ドルで約21%、対円で42%ウォンは上昇しており(7月3日現在)、実効為替相場(対主要国での加重平均相場、OECD発表)でも14%の上昇となっている。経常黒字は2年連続で減少し、直近では赤字転換の兆しが見え始めている。その一方で、短期対外債務残高の増加が顕著になっており、国内では過剰流動性による株式、不動産の投機現象が問題視されるようになってきている。こうした最近の変化は、果たして韓国経済とウォン相場が不安定化する前兆だろうか。以下、実情を検証する。

図表1 韓国ウォンの対円、対ドル相場推移と実効為替レート (2000年=100)



(注 1) 上昇はウォン高を示す

(注 2) effective exchange rate は年基準のデータしかないため、参考値として年データを毎月のデータとして記載

(注 3) 2006 年以降の effective exchange rate は OECD の推計と試算

(Source BOK, OECD Economic Outlook No. 81 - Statistical Annex Tables)

【国際収支の動向】

経常黒字は 2004 年の 282 億ドルから 2 年続けて減少し、2006 年は 61 億ドルとなった。これは、原油高、ウォン高の影響で貿易収支の黒字が減少したうえ、海外旅行などによる外貨需要が急激に増え、サービス収支の赤字幅が増加していることによる。今年に入ってからは、4 月には外国人投資家による配当金の海外送金という季節要因により所得収支の大幅な赤字で経常収支も赤字となった後、5 月には黒字に転じている。しかし、黒字の減少基調、あるいは赤字転換の可能性が指摘される(図表 2 と 3)。

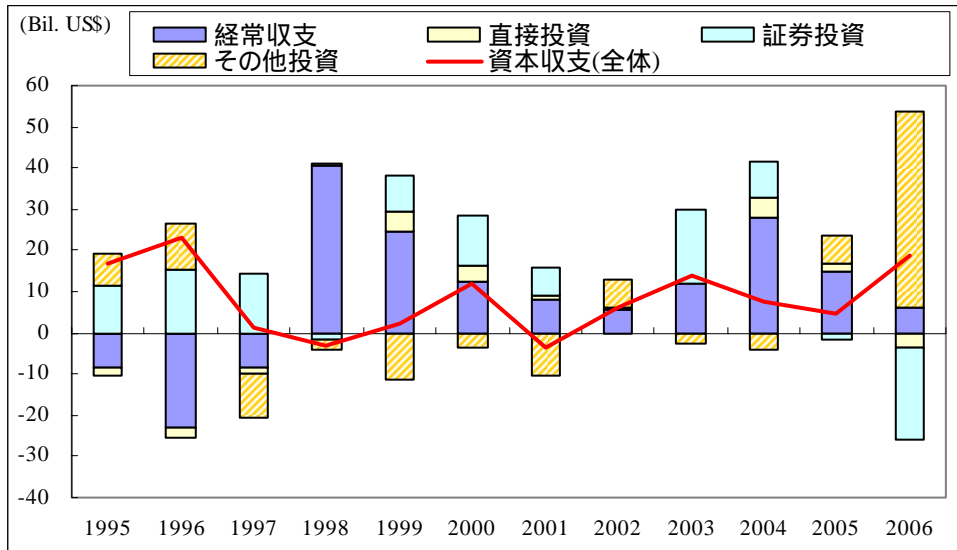
もっとも、ウォン高にもかかわらず輸出は 17 ヶ月連続で前年比 10% 超の伸びを維持しており、輸入の伸びとほぼ見合っている(図表 4)。この原因の 1 つとして、輸出製品の品質向上と知識集約型製品へのシフトが近年進み、輸出品が価格の影響を受けにくくなっていることや輸出市場の多角化による効果が指摘されている¹。なによりも、最大輸出先である中国向け輸出が高い伸びを維持していることが大きな要因として考えられる。

ただし、内需の拡大を受けて、原材料と資本財、そして消費財を中心に輸入も伸びていることから、貿易収支の黒字幅は減少基調である。また、輸出額は伸びているものの、輸出企業の採算性はウォン高の影響で次第に悪化している。政府産業経済部によると、2004 年には 8.4% あった輸出企業の営業利益率は、2007 年第 1 四半期には 5.7% に低下している。

資本収支はその他投資の流入増加が著しい。2006 年は証券投資がネット 225 億ドルの流出となったが、その他投資の 477 億ドルの流入が大きく上回った。今年に入ってからは、その他投資は引き続き大きな流入超過である一方、証券投資は月々の出入りの振れが大きい。とくに 3 月は 72 億ドルと大幅に流出超となった後、4 月に 42 億ドル、5 月に 8 億ドルの流入となった。株式市場では KOSPI(韓国の株式総合指数)が 1900 を超え(1909.75、7 月 12 日引値)、最高値を更新している。

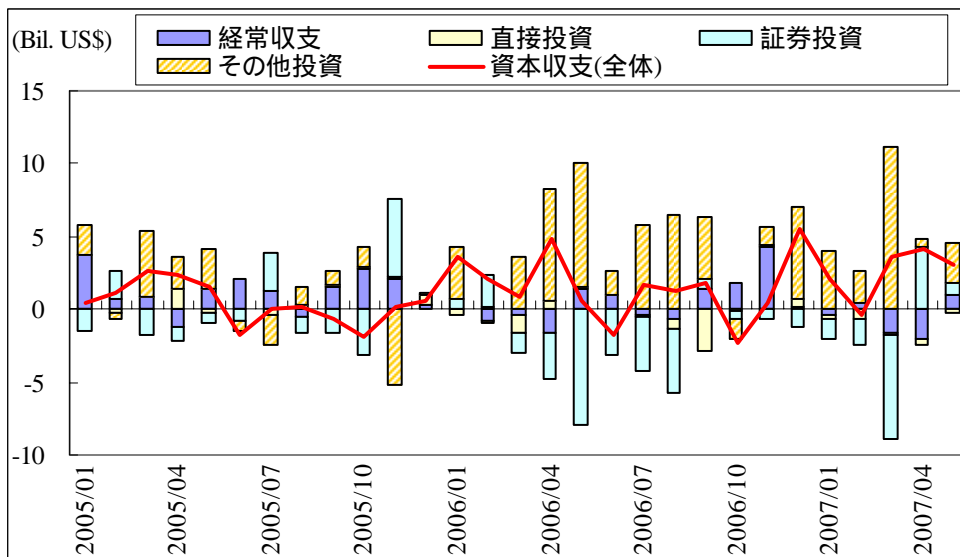
¹ OECD Economic Surveys: Korea 2007, p.47-49

図表2 国際収支の推移(年次データ)



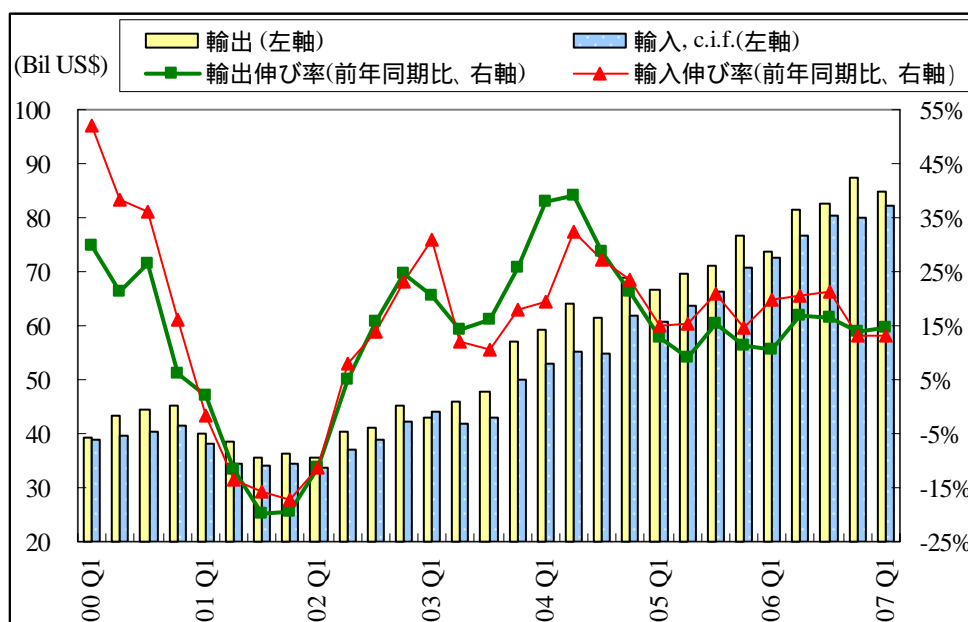
(Source BOK)

図表3 直近の国際収支の推移(月次データ)



(Source BOK)

図表4 輸出、輸入の推移



(Source IFS)

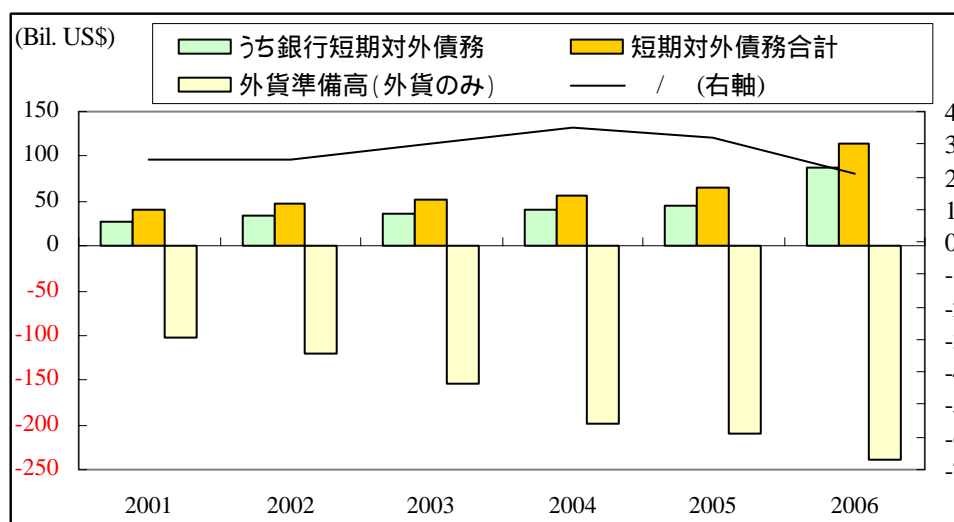
【短期対外債務の急増と原因】

ウォン高との関係で最も注目すべき変化は外貨建て短期対外債務（資金フローでは「その他投資」）の急増である（図表5）。2006年に短期対外債務は前年から480億ドル増加して、1,140億ドル（約13.7兆円）に達した。これは過去のピークである97年6月水準を35%も上回る残高で、短期対外債務のほとんどは銀行の外貨建て債務である。

この点について、6月に発表されたOECDのレポート²は、内外金利差の拡大を韓国の短期対外債務増加の一因として指摘している。韓国銀行（中央銀行）が2005年の10月から2006年8月にかけて短期政策金利を3.25%から4.5%に上げた。この金利引き上げのタイミングは短期対外債務増加（フローではその他投資の流入増加）の時期と一致している。また、日本からの円建て借り入れが増えていることも複数の情報筋がコメントしている。

² OECD, p.52

図表 5 外貨準備高と短期対外債務の推移



(Source BOP)

短期対外債務増加の原因は以下 3 つと考えられる。

韓国の大手輸出企業の先物でのドル売りに対する銀行のヘッジ

韓国の輸出企業はドル安・ウォン高に対応して先物為替予約によるドル売り残高の積み上げを急いできた。通常の先進国の外為市場では、顧客の先物為替予約を受けた銀行も先物でカバーする(実際にはスポットと為替スワップ取引でカバーする)だけであり、銀行の資産・負債に資金的な変化は生じない。しかし、いまだに非居住者のウォン勘定を規制している韓国では、ウォンと外貨の金利裁定原理による先物為替相場の形成は不完全であり、流動性も乏しい。そのため銀行は本支店取引を含めたオフショアでドル資金を借り入れ、ウォン転換する資金取引によって顧客の先物ドル売りをヘッジしている残高がある。

先物相場と現物資金の裁定取引

上記の通り、金利裁定原理による先物の相場形成の不完全性の故に、輸出企業のドル売りヘッジ需要の増加の結果、先物ドル相場はドルとウォンの金利差(ドル 5.25%、ウォン 4.75%)以上にドルディスカウントになる傾向がある。このため、先物為替でドル買いすると同時に、オフショアでドル資金を借り、ウォン転換して韓国政府証券を購入(=ドル売り・ウォン買い)する裁定機会があり、そうした裁定取引残高が増加している。

韓国投資家の円売りキャリー取引

低金利の円建てで銀行借入れを行い、ウォン転換して株式や不動産に投資す

る韓国投資家の円売りキャリートレード残高が増加しているといわれている。円建てローンを提供する在韓国銀行はオフショア市場で円資金を調達している。

以上の通り、短期対外債務の増加の原因として、 と は韓国輸出企業のドル売りヘッジに対する銀行の市場でのヘッジ取引、あるいは裁定取引であり、反対取引の裏付けがあるという意味でリスク持高の累積ではない。しかし、 の円売りキャリートレードの増加は完全なリスク持高であり、今後円相場の円高方向への調整が起これば、円建てローンの債務者の損失となる。更に、そうした資金が株や不動産に多額に投じられている場合は、「円高 韓国国内の株式、不動産価格の下落」というメカニズムが働くことになる。

残念ながら、短期対外債務残高がどういう比率で以上の 、 、 の取引に分かれるか、妥当な推測を行う情報は得られていない。しかし 2005、2006 年の 2 年間の対外債務残高の増加は約 500 億ドル弱(約 6 兆円)であり、増加分の 3 分の1が円キャリートレードだと仮定すると、2兆円の円ショート・ウォンロングの為替持高となる。これはシカゴ IMM の非実需の円売り持高の今年のピーク時の規模に近い。また最近 2 年間で国内に流入した「円キャリートレード」資金は約 6 兆 8000 億ウォン(約 9048 億円)に達するとの推測もある³。急激な資金移動へのリスクに注意を要する規模に達している可能性はある。韓国政府財政経済部は、急速に増加している外貨建て短期借入れを抑制するために外貨借入れコストを上げる方法を検討中であると発表している。

短期対外債務の増加の一方で、政府のウォン高を抑制するドル買い介入により、外貨準備も近年増加し、残高は 2000 億ドルを大きく超えている。短期対外債務残高に対する外貨準備の比率は 2 倍強となっている。1997 - 98 年のアジア通貨危機の際は、韓国諸銀行の短期対外債務(借入れ)のロールオーバーが貸し手の外国銀行(日本、欧米の銀行)の与信姿勢の慎重化で困難になるという危機に直面した。しかし、現在の対外ポジションでは、そうした状況に陥るリスクは低いといえよう。

【韓国経済の当面のリスクファクター】

以上の事情から考えられる韓国経済の当面のリスク要因を以下にまとめてみよう。

ウォン高の韓国産業への影響

対日輸出を行う中小企業 71 社を対象に行った調査⁴では、83.8%の企業が「このまま円安が続けば対日輸出を減らす」と回答した。2005 年以降のウォン高基調のな

³ Wow! Korea 「円安”空襲”…3 重苦経験する韓国経済」2007 年 7 月 3 日

⁴ 大韓貿易投資振興公社 (KOTRA) が行った。

かで、韓国の主要輸出企業の営業収益が 23 兆 7000 億ウォン(約 3.2 兆円)悪化したとの分析もある。とりわけ、自動車、電機など日本企業との競合関係の厳しい産業への影響が目立つ。「輸出製品の品質向上と知識集約型製品へのシフトが近年進み、輸出品が価格の影響を受けにくくなっている」との既述の調査結果もあるが、更にウォン高が進めば、短期的には企業収益の減速、あるいは減益、株価の下落というリスクが高まる可能性がある。

円相場の調整(円高)と円売りキャリートレードの損失

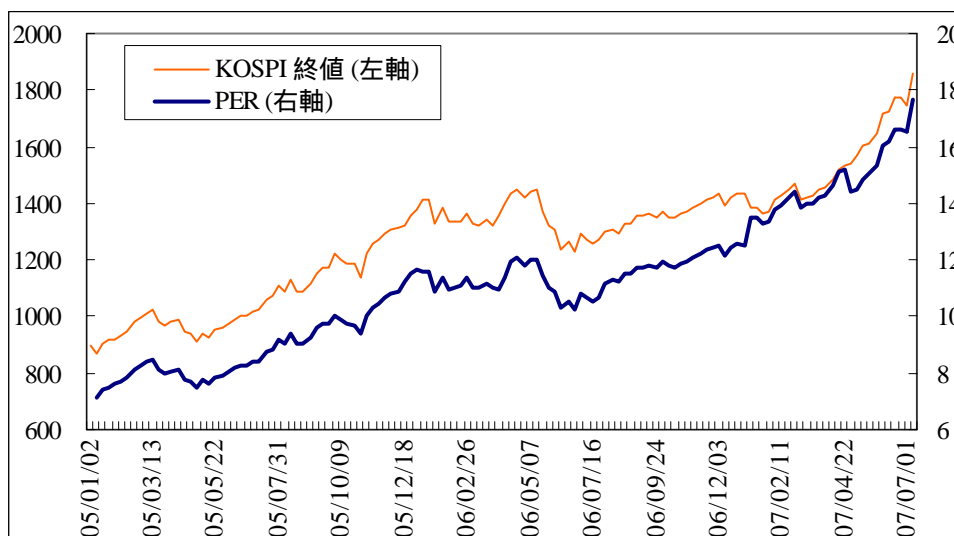
円相場の急激な調整(円高)が生じた場合は、既述の通り円売りキャリートレードの巻き戻しが国内の株式、不動産市況にある程度の売り圧力をもたらす可能性がある。ただし、対外債務残高と外貨準備残高の比率から見て、通貨・金融危機に発展するようリスクとは考えがたい。

国内過剰流動性の懸念

外為市場でのドル買い・ウォン売り介入、その他投資の流入増加などの結果、国内に過剰流動性が生じ、株式、不動産に投機的な動きが広がっているとの懸念が韓国国内で話題になっている。実際、韓国の株式指標 KOSPI ベースの PER は過去最高の 18 倍に上昇している(図表 6)。もちろん、政府は介入資金の不胎化操作を行っており、7 月 12 日政策金利が更に 0.25% 引き上げられ、4.75% とすることが発表された。しかし、金利引き上げが円売りキャリートレードの誘因を一層強めて、短期対外債務の増加に繋がっている可能性がある。

以上を総合すると、内外の投資資金や韓国企業の輸出ヘッジ意欲に押されてウォン高基調は当面継続しようが、現在のエマージング市場への投資ブームとそれを支える世界的な過剰流動性に調整局面が到来した場合、韓国でも円売りキャリートレードの巻き戻しを通じて、国内の株価や不動産価格にある程度の下方圧力が加わり、調整局面入りする可能性が指摘できよう。

図表6 KOSPI 終値と PER の推移(週次データ)



(Source Bloomberg)

以上

Copyright 2007 Institute for International Monetary Affairs (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, Nihonbashi 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 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

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