

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年3月27日

韓国ウォン市場の概説

～先進国経済と新興国市場のギャップの狭間で～

公益財団法人 国際通貨研究所

喜々津 佑多

yuuta_kikitsu@iima.or.jp

はじめに.....	2
1. 韓国ウォン小史：戦後の独立からアジア通貨危機以後まで	2
(1) 独立から戦後体制の確立まで.....	2
(2) 戦後成長期と漸進的な自由化.....	3
(3) アジア通貨危機によるショック的な移行.....	4
(4) 介入・管理下での変動相場制へ.....	5
2. 現在の韓国ウォン市場における基礎データ	7
(1) NDF 市場の存在.....	7
(2) 韓国ウォンの金融市場における特性.....	9
(3) 為替市場におけるウォンのシェア	12
(4) 主要投資インデックスの組み入れ状況.....	14
(5) 韓国の資本市場: 債券.....	17
(6) 韓国の資本市場: 株式.....	18
(7) 公的年金の動向.....	22
3. 資本市場改革の進展：コーポレート・ガバナンス改革と先進国投資インデックス組み入れへの模索.....	28
(1) コリア・ディスカウントとコーポレート・ガバナンス改革.....	29
(2) 最大の課題としての税制改革	33
(3) 先進国市場指数入りへの模索：FTSE WGBI と MSCI World の事例	35
結論.....	44

はじめに

本稿は、韓国ウォン市場を対象に、同国が達成した経済的成熟と、依然として新興国的特徴を残す市場との間に存在する乖離を分析する。「経済は先進国である一方、市場区分は新興国に留まる」状況が、為替レートの値動き、資本フロー、そしてマクロ経済政策の運営に及ぼした制約を明らかにする。韓国は戦後の国家主導型の経済成長を経て、OECD加盟や所得水準の向上など、先進国と同等の経済的地位を確立した。一方で韓国の資本市場は、アジア通貨危機を契機とした急激な制度転換と、その後の危機回避を目的とする資本規制の持続という性格を残している。結果、ウォン市場は形式的には変動相場制でありながら、資本規制や当局の関与が強い市場と区分され、先進国通貨とは異なる特徴を有する。本稿ではまず、戦後からアジア通貨危機に至る歴史的な経緯を整理し、現在のウォンの通貨制度における形成要因を分析する。その上で、NDF市場の存在や市場参加者の構成、流動性といった現在のウォンおよび韓国の資本市場の特徴を俯瞰し、ウォンがグローバル市場での位置付けを検証する。最後に、近年の資本市場改革の動向を踏まえ、この構造的なギャップが今後どのように縮小・変化し得るのかを展望する。

1. 韓国ウォン小史：戦後の独立からアジア通貨危機以後まで

まず韓国ウォンの為替制度の歴史を振り返り、現在の制度がどのように構築されたかを記述する。戦後からアジア通貨危機に至る歴史が、韓国の資本政策および為替制度に与えた持続的影響を明らかにしたい。そしてアジア通貨危機を経て、なぜ先進国通貨とは異なり、経済が先進国並みとなっても市場では規制が残存したのか説明する。

(1) 独立から戦後体制の確立まで

韓国は独立直後、植民地下で実質的な中銀としての機能した朝鮮銀行を引き継ぎ、円にペッグされていた韓国円を切り替えて朝鮮銀行券を新たに発行した。その後1950年に韓国銀行が設立され、朝鮮銀行の機能を継承する。しかし開業からわずか2週間後に朝鮮戦争が勃発し、ソウルが占領され業務は停止を余儀なくされる¹。北朝鮮側の流通工作(朝鮮銀行券のばら撒き)に対抗し、緊急大統領令に基づき韓国銀行券(旧韓国ウォン)を唯一の法定通貨と定めた。このように、独立後から朝鮮戦争に至る混乱

¹ 当時、GHQの仲介により日本政府に紙幣印刷を依頼するという事象も発生している。戦後間もない中、造幣局は製紙工場を総動員し突貫作業で1,100tの需要を満たしたという(大蔵省造幣局 1962)

の中でウォンへと通貨が統一されていく歴史は、韓国の主権確立のプロセスと深く関わっていたと言える。

戦争後、累積した軍事費や復興のための財政支出急増による、高インフレが継続。通貨はインフレ安定化の目的もあり、旧ウォンは 100:1 でデノミネーションされ、新たな通貨名称ファン(Hwan)へと移行する。しかしファン導入後もインフレや通貨価値は安定しなかった。1961 年の 5.16 軍事クーデターを経て、現行の新ウォンが 10:1 の比率で交換・導入された。当時、政府は新通貨への交換によって、退蔵された現金を回収して預金として凍結し、その預金を基に銀行経由で産業資金の供給を目論んでいた。しかし、期待されたような超過流動性は回収されず、預金凍結も経済の混乱を経てわずか 1 か月後に解除された(Bank of Korea, 2020)。新ウォン導入の政策意図は外れたものの、一連の変更で現在の通貨単位として新ウォンが定着し、銀行システムおよび貯蓄制度が発達する基礎が形成された。その後韓国は成長のための国内の循環メカニズムが整備され、10%前後の GDP 成長率が継続する高度経済成長期を迎える。

(2) 戦後成長期と漸進的な自由化

韓国は戦後の成長期を迎える中、為替制度の自由化に漸進的ながら取り組んでいった。いわゆるニクソン・ショックによりブレトンウッズ体制が崩壊し先進国通貨が動揺する中でも、ウォン相場は 1970 年代までは事実上の対ドルペッグ制を維持していた。1980 年代後半に入ると、貿易拡大による経常黒字への転換や、輸出入の保護措置廃止に伴い、部分的な為替変動の自由化を開始する。まずは主要貿易相手国の通貨バスケットに、ウォンをペッグさせる制度が採用された。これは厳格なペッグではなく通貨ウェイトも非公表であり、ウォンには緩やかな変動のみ許容された。韓国政府はウォンに増加圧力がある際には資本流出を緩和し、減価局面では資本流入を奨励するなど、規制を通じて為替レートを管理する政策意図がこの時期確認されている。1990 年には、バスケット・ペッグに代わり「市場平均レート」(Market Average Rate: MAR) 制度へと移行した。この制度では、前日のインターバンク加重平均レートによって、変動レンジ(=MAR)の決定が行われた。日中変動幅は当初は $\pm 0.4\%$ から、1995 年 12 月には $\pm 2.25\%$ にまで順次拡大されていく (Nam and Kim 1999) ²。

1990 年代に入っても、一段とウォンの自由化が推進される。自由化が継続した理由

² 1980 年代前半、韓国は慢性的な経常収支赤字を抱えており、資本財の輸入や投資資金の調達のために継続的な資本流入が必要であった。この結果、国内銀行には対外借入が奨励された。同時に、外国投資家には投資信託を通じた間接的な株式投資を許可した(Kim et al. 2002)。一方、1980 年代後半にはウォン安、低金利、低油価の「三低」現象の恩恵を受けて経常収支が大幅な黒字に転じ、外国為替準備高は急増。ウォンの増価圧力が強まった。この際には居住者による海外直接投資の規制が緩和され、国内企業や銀行に対し、経常収支黒字を利用して対外債務を早期返済するよう指導が行われた(Moon et al. 2000)。

として、韓国政府の当時の優先政策である OECD への加盟が挙げられる。加盟要件には当時「資本移動の自由化」(Code of Liberalisation of Capital Movements)が盛り込まれており、ウォン市場もその対象であった。しかしこの時期には、近年のマクロプルーデンスのような市場の自由化と規制を両立させるような発想は、まだ欠如していた。そのため、資本市場の急速な解放によって企業の短期銀行借入れが急増するインセンティブが生まれ、規制当局の韓国銀行や金融委員会(FSC)も十分に監督できていなかった。また為替レートが変動相場制と比較して未だ硬直的な中、内外金利差等を理由に資本流入が短期間で急増した(Noland 2007)³。この時期の純資本流入の金額は、韓国の対外債務の急増とほぼ等価であった。産業別では、1994-1996年の韓国における債務増加分の約70%を、銀行部門が占めていた(Moon et al. 2000)。こうした銀行による短期外貨借入れは、その後急速に反転し資本流出につながり、通貨危機を引き起こした主要因の一つと評価されている。

(3) アジア通貨危機によるショック的な移行

1997年のアジア通貨危機の衝撃で、資本フローは急激に反転した。同年11月には韓国銀行は日中許容幅のレンジを $\pm 10\%$ に拡大したものの、早くも12月にはウォン相場の制御を放棄するに至った。こうして韓国ウォンは、現在の為替制度である変動相場制に移行した。支援を受けたIMFからの強い市場自由化の要求により、一気に制度変更を行うアプローチを取らざるを得なかった面もあった。ただ変動相場制に移行しつつも、資本市場の開放には制約を残した。結果、ウォン市場はオンショア(国内)と海外のNon-Deliverable Forward(NDF)が分かれる構造となった(NDFについては詳細後述)。韓国の政治家やエリート層が、IMFへの支援申請が結果として主権を一時的に制約したと認識した可能性が、当時の報道や発言から伺える。このため、再発防止として厳しい資本規制が残存したと推察される。

具体的には、韓国がIMFとの意向書に署名した日は、報道によっては主権に制約がかかったとの受け止め方がみられた。与党報道官の発言でもIMFの介入について強い外部介入と受け止め、主権が制約されたとの認識を示した(Kim et al. 2002)。この認識は政策決定者サークルのみならず、社会全体に及んだ可能性がある。例えば世論調査によれば、危機を経て韓国の世帯の80%が収入の著しい減少を経験した。経済全体はその後V字回復を遂げるも、危機前は韓国人の約60%が自分たちを「中流階級」と調査に回答したが、危機後にその割合は34.8%にまで減少した(Kim et al. 2002)。「両極化」という言葉が、当時格差を表す言葉として流行した(小笠原 2020)。また単なる失業のみならず、韓国の労働市場は不可逆的な変化を体験する。危機前、主として大

³ 為替レートが固定的なもとで金利差が存在する状況では、低金利通貨を売り持ち(ショート)し高金利通貨を買い持ち(ロング)する事で、(為替が固定されている限りは)リスク少なく収益化できる。

企業では、男性正規労働者を中心とした内部労働市場が標準的であった。しかし、危機後には整理解雇制度の導入や、勤労者派遣業の規制緩和、などが導入され長期雇用など従来の制度は変化した(Park1999, Borowiec 2018, 宮本 2003)⁴。

その後の韓国政治家や政党の発言でも、再び IMF の介入や管理、通貨危機が来る、といった言説は、何らかの危機が発生する度に(またはその前段階でも)言及される。直近の例では、李政権の金首相(発言当時は指名された首相候補)は「現在は第二の IMF 管理下ともいえる厳しい経済の状況であり、国民の生活を第一に考えなければならぬ」という主旨の発言を行っている(中央日報 2025 年 6 月 5 日報道)。このように、政治家にとって IMF や通貨危機は、危機感を喚起するための政治的言説として繰り返し参照されている。一方で、こうした言説が受容される背景には、現在も金融危機の記憶が強く残存している可能性がある。政策議論やメディア言説において繰り返し参照されていることが、記憶を再生産している側面も指摘できる。

ただ注意すべきは、当時の世論調査によれば、IMF の政策や関与は概ね肯定的にみられている。むしろ世論は、財閥と政治の癒着や、債務過多の企業をより問題視しており(Hayo 2002)、世論調査から政治家の言説とは異なる問題意識も読み取れる。政権や規制当局は IMF の介入に対して、資本規制の厳格な管理と、外貨準備積み上げといった再発防止の教訓を引き出した。その一方で、世論は後々現在にまで課題となる 코리아・ディスカウントの中核ともいえる、財閥の影響力の大きさやコーポレート・ガバナンスの問題点をより意識していた。

なお、同様の変動相場制の導入と資本規制の併存という政策ミックスは、インドネシアやタイなど、アジア通貨危機が波及した国によく見られる傾向である。例えばタイは為替直物(スポット取引)こそ内外参加者への制限はないものの、先物その他の取引では厳格な規制があり、インドネシアでも韓国同様にオンショアの直物と NDF が分離する為替市場の仕組みが、現在まで大枠として保持されている。アジア各国でも類似の政策対応が観察されているため、韓国と同様の反応や教訓を引き出した可能性がある。

(4) 介入・管理下での変動相場制へ

危機後の通貨制度の特徴としてまず挙げられるのは、急速に蓄積した外貨準備をもとに韓国銀行が介入を行い、ウォン相場のボラティリティを抑制する政策だ。頻繁な

⁴ 一方で変化のプラス面にも付言しておく、まず雇用の流動化によって、女性正規雇用の増加や IT・サービス・スタートアップ産業で新たな雇用機会が創出された。また金大中政権は、IMF の緊縮財政要求という制約下にもかかわらず格差拡大の問題意識からも雇用保障政策を推進し、社会保険や公的扶助などの社会保障制度の基礎を構築した。韓国は福祉国家の道に入ったと評価されている(郭 2002)。

介入により、国際機関や学術上の為替制度の分類にも影響している。韓国は危機後に急速な景気回復を遂げ、貿易や資本フローを元手に外貨準備の積極的な積み上げを行った。外貨準備蓄積の動機について多面的に議論されているが、韓国のケースでは上記の IMF へのトラウマや危機の再来を独力で抑止しようとする、「自己保険」「予備的動機」として準備が蓄積された点が指摘できる(Calvo 2012)。チェンマイ・イニシアティブなど地域の安全網は危機後に整備されたものの、IMF プログラムとの紐づけや発動実績が無い点などが、韓国政府の同制度への信頼感を十分には醸成出来ていない。韓国は 2005 年以降では概ね GDP 比 25%程度の外貨準備を保有し、OECD 加盟や所得基準でみた先進国グループでは、上位に位置する。

韓国銀行は、平時の変動率においてはマーケットの動きを尊重する。しかし、為替レートが一定の変動の閾値を示すと介入を行い、ボラティリティを抑制する(いわゆるスムージング)。韓国銀行は介入方針として以下の 3 点を挙げている。1. 一時的な需給不均衡によりボラティリティが増加した場合に、市場機能の回復を目的として実施される。2. 特定の取引相手を指定せず、市場の実勢値で介入が行われる。3. 介入の決定は、ルールに基づくのではなく、韓国銀行自身の裁量で行う(Bank of Korea 2019)。一定以上のボラティリティや連日の下落・増加トレンドなどが、介入実施の主な条件とみられるが、基準は不明確で裁量が大きく、高頻度で金額は分散されている。なおこうした介入スタイルは韓国のみならず、一定以上の外貨準備蓄積がある新興国に共通に観察される傾向である。韓国銀行は 2019 年 3 月に介入情報の公表を開始し、その後四半期開示が定着した。更に直近では米政府との協議の中で、月次ベースの韓国外貨準備データおよびフォワードのポジション、年間での外貨準備の通貨構成を将来公表することが合意されたと発表している(U.S. Department of the Treasury, 2025)

中銀の常時の相場への介入を前提としたウォン市場は、代表的な研究や分類において、制約付きの変動相場とみなされる。各国の為替制度を比較および分類するにあたって参照される IMF の為替制度年次報告 (AREAER)によれば、韓国ウォンは最も自由な制度である「自由変動相場制(free floating)」ではなく、より管理や制約が存在する「変動相場制(floating)」に区分されている(IMF 2024)。IMF によれば、韓国には法的 (de jure)には最も自由な制度である「自由変動相場制」の原則が存在し、政府の役割は自由変動制の枠内にとどまるよう限定的である。ただし介入に関する情報が十分に公表されていないため、実際 (de facto) の為替制度には制約がある旨が記載されている。また別の学術研究ではウォンの通貨制度について「事実上の変動幅は $\pm 2\text{-}5\%$ であり、計測期間による」と記載されており、韓国銀行のスムージング介入が前提に置かれている (Ilzetzki et al. 2017)。このように、原則介入を行わない先進国の為替市場制度とウォン市場は異なる制度下で運営・管理されている。

2. 現在の韓国ウォン市場における基礎データ

続いて現在のウォン市場について概説する。目的はウォンが為替市場全体でどのような位置を占めているのか、またどのような参加者がウォン市場に参加しているかを、マーケットのデータや韓国資本市場の特徴から明らかにする。経済状態は先進国と広く認識されている韓国であるが、金融市場の面では新興国の特徴が強く反映されている。韓国の資本市場およびウォン市場は一定の流動性を持つ市場ではあるが、あくまで新興国の中での上位を占めるに留まる。一定の経済規模を持つ先進国の、資本市場および通貨とは相対的に異なる特徴が存在する。そのため、先進国程に深みのない市場に由来する課題がいくつか指摘される。例えば、市場では一般にリスク感応度の高い通貨として認識される傾向がある（安全資産として買われにくい）。また国内の公的年金や個人投資家の海外資産購入による構造的な通貨売り圧が、マクロ経済政策の制約である点、などである。

(1) NDF 市場の存在

ウォン市場は前述したように、アジア通貨危機以降に変動相場制に移行した。しかし、未だ資本規制が残存しており、オンショア為替市場と NDF 市場が分離している。NDF とは、その言葉の通り決済を伴わない先渡し取引であり、取引者間でのウォン（ローカルカレンシー）の受け渡しは発生しない。取引から精算時までには生じた損益の差額部分のみを、米ドル他（ハードカレンシー）で決済するデリバティブ商品である。よって取引は国外で完結し、原則として韓国政府の規制対象外となっている⁵。NDF は韓国ウォン建て資産・負債のヘッジや、投資家のトレーディング手段として取引される。しかしながら、NDF ではウォンの決済が発生しない。このため、韓国居住者が海外資産を売買する際や、海外投資家が韓国資産を売買する際には、オンショア市場でのローカルカレンシー受け渡しを前提とした、ウォン取引が必要となる。主要先進国通貨ではオンショアとオフショア市場の分断は存在せず、価格形成は単一市場で行われるのとは対照的である。

NDF 市場では上記のようなオフショア（海外）で取引が完結するため、基本的に参加者も非居住者のみである。しかしながら、ウォンでは NDF 市場としては例外的に、韓国の金融機関も NDF 市場に参加が認められている。規制に関しても外貨建てデリバティブ全体のポジション上限(自己資本の 75%)は存在するが、NDF 取引の制約となる個別具体的な規制は存在しない。これは同様に国内銀行に NDF 取引を認めているものの、細かく取引報告求め、規制をアドホックで都度追加している、インドや台湾とは対照的である。そのためウォンの NDF は最大の為替取引センターであるロンドン市場

⁵ 後述するように韓国国内の金融機関がウォン NDF 市場に参加しているため、国内金融機関を通じた間接的な規制の影響は受ける。

で最も出来高の多い NDF 通貨である (McCauley and Shu 2016)。また DTCC に報告される直近の出来高も、金額ベースでは NDF 通貨中で金額では 3 位、件数では 2 位に位置している。

DTCC報告分・NDF通貨出来高 (1日平均)

通貨	金額	件数
BRL	24.6	4,130
INR	21.6	8,297
KRW	17.2	7,620
TWD	16.1	5,800
CLP	8.1	1,469
COP	8.0	1,287
IDR	6.7	2,748
PHP	4.3	1,685
CNY	4.3	197
PEN	2.6	359

Bloombergより作成、2025/10/23アクセス。

金額 = USD Billion

このように開放的な NDF 市場が規制当局から容認されている理由としては、韓国の輸出企業や機関投資家が大規模な外貨エクスポージャーを有しており、オンショアのウォン市場の流動性と比較してヘッジニーズが大きい。国内銀行が NDF 市場にもアクセスを確保しており、こうしたヘッジ取引を国内外に分散して円滑に実施できる。このため、国内市場で流動性を支えるための中銀の介入や、為替売買の規制強化を行わずに済む。また規制当局側の利点として、規制下にある韓国の銀行が NDF 市場に参加しているため、間接的にオフショアにも影響を行使でき、規制上必要なデータを収集できる。また韓国の民間銀行が NDF 市場に参加し裁定取引が認められているため、オンショア市場との価格乖離（ベース）が縮小し、取引情報の伝達が素早く行われる。これによりある程度、価格メカニズムの伝達が効率的な市場が形成される。

ウォンの開放的な NDF 市場を認めることで、内外市場が分断されている中でも、ウォンの為替市場全体でのプレゼンスは支えられていると評価できる。ただし、後に見るように、先進国が採用されている投資インデックスへの採用には、NDF と国内市場の分断は特に株価指数において乗り越えるべき課題となっている⁶。

⁶ 例えば指数会社の MSCI は、韓国について「活発で制約のないオフショア・オンショア FX 市場」「通貨の十分な転換可能性」「市場アクセス全般」を先進国市場への格上げ要件として挙げている。NDF 市場の存在自体ではなく、オンショア市場との分断が投資可能性の制約として評価される点が重要である。

(2) 韓国ウォンの金融市場における特性

ウォンはいかなる通貨・金融資産としての特徴を持っているのか。まずは先行研究を参照して一般的なウォンの特性をサーベイし通説を特定した上で、金融市場での他の資産との相関および主要通貨内での順位から、ウォンの基本的な性質について通説を検証する。

ウォンは既存文献において、日本円やスイスフランなどの安全資産とは異なる、リスク感応度の高い通貨(または単にリスク通貨)として一貫して位置付けられている(Ree et al. 2012)。例えば AMRO の VAR モデルを用いた分析によると、グローバル市場のリスク認知における代理変数として VIX (CBOE Volatility Index)を採用した場合、金利差および韓国株式市場のパフォーマンスとともに、ウォンの為替レートに最も影響を与える要因だとされている(AMRO 2023)。経常黒字国であり、外貨準備も蓄積されているにも関わらず、リスク通貨と認識される要因として、既存文献では海外投資家の株式保有率の高さ(30%前後で推移)や、国内における短期外貨負債が相応に高い点が挙げられている(Ahn 2008, Ree 2012, Choi 2014)。

本稿は、株式などのリスク資産には連動しやすいウォンの性質には同意するものの、その理由として挙げられている点には留保が必要だと考える。海外投資家の株式保有率の高さは韓国のみならず、新興国・先進国にも広く見られるため、ウォンのリスク資産(特に株)への特に高い連動性の固有要因として採用できない。また短期の米ドル調達プレミアムに関しても、生保セクターなどの外債投資およびそのヘッジを活発に行う機関投資家は、アジア諸国に留まらず日本や欧州に広く分布している。よって短期外貨調達プレミアムの高さは、韓国固有の説明変数とは言い難い。そのため以下では、ウォンと主要資産との相関を計測すると共に、他の通貨との比較を行いウォンの基本的な市場における性質を検証する。

各通貨と株式指数およびボラティリティ指数との相関

AWCI	1Y	5Y	10Y	20Y		VIX	1Y	5Y	10Y	20Y
DXY	-0.02	-0.48	-0.43	-0.44	1	DXY	-0.11	0.19	0.07	0.08
JPY	-0.14	0.18	0.05	-0.15	2	JPY	0.29	0.07	0.20	0.28
CHF	-0.33	-0.12	-0.15	-0.18	3	CHF	0.34	0.23	0.21	0.19
EUR	-0.02	0.44	0.38	0.39	4	EUR	0.17	-0.18	-0.07	-0.08
GBP	0.24	0.53	0.49	0.47	5	GBP	-0.08	-0.29	-0.19	-0.17
SEK	0.30	0.34	0.39	0.38	6	SEK	-0.26	-0.25	-0.27	-0.24
NOK	0.46	0.38	0.56	0.44	7	NOK	-0.43	-0.33	-0.34	-0.32
CAD	0.24	0.54	0.55	0.62	8	CAD	-0.10	-0.34	-0.27	-0.35
AUD	0.56	0.64	0.67	0.71	9	AUD	-0.42	-0.46	-0.37	-0.38
NZD	0.40	0.56	0.54	0.59	10	NZD	-0.26	-0.38	-0.26	-0.29
CNH	0.31	0.37	0.35	0.34	11	CNH	-0.16	-0.15	-0.13	-0.16
KRW	0.20	0.47	0.48	0.58	12	KRW	-0.06	-0.21	-0.24	-0.29
TWD	0.13	0.44	0.37	0.42	13	TWD	-0.07	-0.21	-0.17	-0.22
THB	0.15	0.42	0.38	0.31	14	THB	-0.05	-0.20	-0.16	-0.14
SGD	0.25	0.54	0.50	0.54	15	SGD	-0.07	-0.28	-0.20	-0.25
PHP	0.11	0.30	0.24	0.37	16	PHP	-0.09	-0.14	-0.15	-0.22
IDR	0.18	0.45	0.53	0.43	17	IDR	-0.15	-0.29	-0.30	-0.27
INR	0.02	0.31	0.27	0.42	18	INR	0.08	-0.19	-0.16	-0.24
PLN	0.39	0.28	0.37	0.49	19	PLN	-0.35	-0.24	-0.27	-0.31
HUF	0.38	0.17	0.25	0.39	20	HUF	-0.36	-0.23	-0.20	-0.28
CZK	0.41	0.22	0.41	0.32	21	CZK	-0.37	-0.27	-0.28	-0.17
ILS	0.54	0.51	0.44	0.45	22	ILS	-0.48	-0.39	-0.29	-0.26
ZAR	0.45	0.50	0.45	0.58	23	ZAR	-0.36	-0.35	-0.26	-0.35
MXN	0.45	0.43	0.51	0.60	24	MXN	-0.37	-0.41	-0.30	-0.40
BRL	0.49	0.35	0.36	0.54	25	BRL	-0.39	-0.26	-0.21	-0.31
CLP	0.45	0.33	0.37	0.43	26	CLP	-0.35	-0.21	-0.22	-0.27
COP	0.40	0.30	0.45	0.47	27	COP	-0.24	-0.22	-0.31	-0.34
PEN	0.36	0.21	0.29	0.30	28	PEN	-0.30	-0.16	-0.20	-0.18

(左表：各通貨と MSCI All World Country Index の各期間における週次での変動率を
 基にした相関。右表：各通貨と VIX 指数の相関。Bloomberg より 2026 年 1 月 28
 日に作成)

まず株やリスク資産との相関であるが、ウォンはリスク資産と順相関であり、高い
 連動性が認められる。株式との相関性は特に高く、過去 20 年間でウォンと MSCI
 All World Country Index の相関は、0.58 と主要な先進国・新興国通貨全体で 5 番目の高
 さとなっている。自国株式との相関は更に強く、過去 20 年間で 0.58 と水準自体は海
 外株式と同じものの、自国通貨と自国株式の相関係数としてはブラジルに次いで高
 い。通貨市場の中ではオーストラリアドルやメキシコペソと同様の性格を持ってお
 り、株価下落局面ではこうしたリスク資産との相関を認識している投資家のヘッジ需
 要で、追加のウォン売りが出やすい特性を持っている。

これは韓国が株式市場を早期に開放し、海外保有率が 30%前後で推移している点が

一因である。海外投資家はグローバルな要因で韓国株含めた株全体のエクスポージャーを削減する行動を取ると予想されるため、韓国経済が成熟した現在もウォンがリスク資産と連動する主要な要因となっている。直近5年間の相関では0.47とやや低下しており、後に述べる国内機関投資家のリバランスや、下落局面での個人投資家の逆張りでの買いが寄与している。自国株式との相関も過去5年で見れば0.38と、全主要通貨中では中位程度まで低下している。なお、その他の国でも海外投資家の株式保有率の高さはみられるものの、特に韓国株とウォンの相関が高い要因については、韓国株式市場はシクリカルセクターへの依存度が高く、グローバル景気の変動の影響を受けやすい構造にある。特に指数の中心が半導体銘柄であり、より値動きやサイクルがボラタイルになりやすい（株式指数の中身については後述）。また流動性の高い株式指数先物が上場され、活発に取引されている。このため、アジア市場のオープン時間帯において、海外投資家はヘッジ手段としてこれらの先物を積極的に利用する。その結果、先物取引の影響がウォン相場に波及する構造が形成されている。

海外株との相関を見る限り、新興国通貨として取引されているウォンであるが、学術文献などでリスク選好の代替指標としてよく用いられるVIX指数との相関は実は株ほどには高くない。過去20年間では相関係数は-0.29で過去5年では-0.21で、主要通貨全体でも中位程度である。VIXは投資家のテールリスクを表現しているため、マーケットストレス時において韓国の市場および経済は耐久性を発揮すると認識されると評価できる。具体的には、経常黒字や外貨準備の高い水準、国内金融市場や機関投資家の一定の厚みが安心材料として評価されていると考えられる。

ウォンの様に「リスク資産との連動性は高いものの、テールリスクには耐久性がある」とみなされている通貨は、同じく新興国の低金利通貨であるシンガポールドルや台湾ドル、タイバーツにも観察される。このパラメータは、韓国が将来完全に資本規制を撤廃し先進国並みの自由化した金融市場を国内で体現できた際、ウォンが先進国並みの安全資産的な性格に近づく可能性を示唆している。

安全資産とされる米国債との相関はほぼ無く、過去20年間の米国債10年とウォンとの相関は0.02と値動きは隔絶されている。株式市場とは対照的に、韓国国債の対外開放がつい最近まで限定的で米国債への連動性も低く、海外保有率も低水準である点が原因だろう。もっとも今後は海外勢の保有率が上昇し、国内機関投資家も外債へとシフトしており、債券指数への組み入れ拡大にともない相関は変化する。他の低金利通貨が米国債との負の相関が高い点を鑑みると（日本円やスイスフラン、タイバーツやシンガポールドル）、ウォンも負の相関が強まると示唆される。現に直近5年間のウォンと米10年債の相関は-0.16とやや負の相関が強まっている。また米国国債と韓国国債の金利差で見ても結果は同様であり、ウォンとの相関は過去5年では-0.05と同様に低位で推移している。

韓国国内資産との相関は、海外資産とほぼ同程度の水準で推移している。KOSPI指

数とウォンの相関は過去 20 年間で 0.59、過去 5 年では 0.40。韓国国債 10 年利回りとウォンの相関は過去 20 年間で-0.11、過去 5 年で-0.22 である。

総じて、ウォンはリスク通貨とみなされ長年投資家のヘッジ手段にも用いられており、内外株式との連動性も高い水準を維持していることが相関からも確認された。一方で VIX といったテールリスクに対しては一定の耐久性を持ち、他の高格付けの新興国通貨と類似した値動きが観察された。また一般に言及される金利に関しては、株やその他資産と比較しても相関は低い。今後の展望については、国内の投資家が成熟し運用残高が増加し外部ショックへの耐久性が増す中、株やリスク資産との相関は徐々に低下すると予想する。金利との相関は反対に、債券市場の開放を反映し上昇していくと見込まれる。

(3) 為替市場におけるウォンのシェア

為替市場の包括的なサーベイである国際決済銀行（BIS）サーベイによる出来高と、投資家の保有状況から、ウォンの為替市場全体におけるプレゼンスを評価する。また投資家の通貨への評価について、公的（ソブリン）投資家である外貨準備運用におけるサーベイと、民間投資家における通貨保有の指標として投資インデックスのウェイトを用いて議論する。

韓国ウォンは BIS の「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」によれば、2025 年時点では全通貨中で第 12 位となる約 1.8%の出来高におけるシェアを記録している。最近のデータでは、2001 年から現在まで概ね 11 位から 17 位の出来高シェアを保持している。ニュージーランドドルやノルウェークローネ、スウェーデンクローネといった先進国通貨よりも出来高は多い。また新興国通貨の中でも、準備通貨や SDR に採用されている人民元や、アジアの金融センターの通貨であるシンガポールドルや香港ドルに次ぐ地位を占めている（なお 2025 年のサーベイで初めてインドルピーに抜かれた）。このことから、資本規制がありながら韓国ウォンは国の経済規模と比較して為替市場において相応のプレゼンスを有している。

BIS サーベイにおける各通貨の出来高シェア

順位	通貨	出来高シェア
1	USD	89.2%
2	EUR	28.9%
3	JPY	16.8%
4	GBP	10.2%
5	CNY	8.5%
6	CHF	6.4%
7	AUD	6.1%
8	CAD	5.8%
9	HKD	3.8%
10	SGD	2.4%
11	INR	1.9%
12	KRW	1.8%
13	SEK	1.6%
14	MXN	1.6%
15	NZD	1.5%
16	NOK	1.3%
17	TWD	1.2%
18	BRL	0.9%
19	ZAR	0.8%
20	PLN	0.8%

(BIS 2025 preliminary より作成)

続いて為替市場でのプレゼンスをはかる指標として、外貨準備の保有動向が挙げられる。外貨準備は通貨の保有に際して、安全性や流動性を重視する。そのため、保有されている通貨及びその発行国の金融システムの信頼性・安定性を示唆している。ウォンは外貨準備が実際に投資をしている、もしくは興味を示している通貨であり潜在的な分散投資先としての関心は確認される。個別国の外貨準備の統計ではウォンの保有は確認できないものの、外貨準備マネージャーを対象としたサーベイ調査で、彼らのウォンへの投資は確認できる。例えば HSBC アセットマネジメントの調査によれば、ウォンに現在投資している外貨準備の割合は 14.8% (48 回答者中) であり、新興国通貨では人民元とシンガポールドルに次いで高い割合となっている(Pringle et al. 2025)。また世界銀行の外貨準備を対象としたサーベイでも、ウォンに投資が可能な外貨準備は 22% であり、新興国通貨の中では人民元に次いで高い数値である(World Bank, 2023)。

各通貨への投資が可能な外貨準備運用マネージャーの割合%

		2023	2022	2021	2020
1	USD	98	99	100	98
2	EUR	88	88	92	88
3	GBP	76	81	82	68
4	CNY	64	65	52	49
5	JPY	68	65	67	55
6	AUD	58	60	59	48
7	CAD	57	58	59	44
8	CHF	43	45	46	23
9	NOK	34	34	46	16
10	SEK	34	33	35	15
11	SGD	18	23	19	11
12	KRW	22	21	14	11
13	INR	6	7	5	
14	ZAR	12	11	10	14
15	MXN	7	11	5	
16	BRL	4	4	1	

(HSBC 2025)

現在 IMF COFER 統計における外貨準備の通貨配分の割合では、人民元やオーストラリアドル、カナダドル、その他通貨といったいわゆる非伝統的通貨のシェアが増加傾向にある。この分散投資の進展は「隠れた米ドル基軸通貨性の減退」と指摘される (Eichengreen, 2022)。サーベイ調査の結果から、ウォンは分散投資の候補として間違いなく入っている。外貨準備の投資動向として、貿易や資本フローが密接な地域・国の通貨を保有する割合が高い点が質的データとして指摘されている (HSBC 2025, World Bank 2023)。その中でアジアが外貨準備の運用資産におけるシェアが高く、大規模なポートフォリオを運営する主体が多いのも、ウォンへの配分やプレゼンスを高めている要因となっている⁷。

(4) 主要投資インデックスの組み入れ状況

株式や債券といった主要な金融商品における各国のウェイトは、幅広い民間投資家による資産保有の状況を示しており、資本市場における国の地位を示す一つの指標である。韓国は株式インデックスにおいて採用比率が高く対象がグローバルである、MSCI All World Country Index では 1.0%、FTSE All World Index では 1.2%のウェイトを

⁷ なお、近年外貨準備に占める金の割合も顕著に増加しており、1996 年以來 20%を超えた。

占めている。また債券インデックス（社債も含まれる）の最もメジャーな指数である Bloomberg Global Aggregate Index では 1.3%のウェイトである。

韓国の世界の GDP に占めるシェアは 1.5%程度であり、経済規模対比での資本市場におけるウェイトは新興国としては最も高い部類に入り、先進国対比でも遜色のない値である。以下の表に見られるように、先進国は GDP シェア以上に資本市場での地位が高い傾向にある。一方で、新興国は規制や流動性の制約から、メジャーな指数におけるウェイトは総じて GDP シェアより低くなっている。韓国は他の G20 に参加するような主要新興国よりも、オーストラリアやカナダといったような先進国に近い構成比率だ。韓国が規制を残しつつも、NDF 市場と国内とのリンクや社債市場の育成などの各種の資本市場における施策を継続してきた効果が見て取れる。

主要国の GDP シェアと代表的な株式および債券指数でのウェイト

	GDP	ACWI	GAGG
米国	26.1%	66.6%	40.6%
中国	16.6%	3.0%	10.0%
ドイツ	4.3%	2.3%	4.7%
日本	3.7%	5.0%	8.8%
インド	3.5%	2.0%	0.0%
英国	3.4%	3.4%	4.3%
フランス	2.9%	2.6%	5.2%
イタリア	2.2%	0.7%	3.2%
カナダ	2.0%	2.8%	3.5%
ブラジル	1.9%	0.5%	0.0%
韓国	1.6%	1.0%	1.3%
メキシコ	1.6%	0.2%	0.6%
オーストラリア	1.6%	1.5%	1.6%
インドネシア	1.2%	0.1%	0.6%
サウジアラビア	1.1%	0.4%	0.4%

GDP = 世界GDPに占めるシェア

ACWI = MSCI All World Country Indexのウェイト

GAGG = Bloomberg Global Aggregate Indexのウェイト

(GDPはIMF WEO Oct 2025より、AWCIおよびGAGGは各指数会社やパッシブETFのファクトシートから作成)

しかしながら、韓国は規制が残存しているゆえに資本市場からのインフローのメリットを完全に享受出来ている訳ではない。本邦年金などがトラッキングする債券のメ

ジャー指数である FTSE World Government Bond Index (WGBI) には 2026 年 4 月から順次組み入れられるものの、過去においては除外されており相応の投資資金が韓国を迂回していた。また新興国のローカル通貨建て国債における代表的な指数である JP Morgan GBI-EM Index シリーズにおいても、新興国の定義の条件の一つに一人当たり GNI (国民総所得) および購買力平価ベースの生活水準で判定されている。このため、GBI-EM シリーズで韓国は、先進国と定義して除外されてきた。一方で先進国の指数で機関投資家の採用も多くされている J.P. Morgan Global Government Bond Index (GBI Global) においては、資本規制のある国はそもそも対象から除外されており、韓国は具体的な条項として「外国人投資家による為替取引に制限がある国」に抵触している (JP Morgan 2024)。結果マイナーで投資家の採用比率の低い J.P. Morgan Government Bond Index – Developed Markets (GBI-DM) にのみ韓国は採用され、相応のインフローを取り逃している (言い換えれば、より低いコストで資金調達する機会を逸失している)。

各指数における韓国資産の組み入れ状況

指数 (略称)	地域	資産	韓国採用
MSCI AWCI	グローバル	株式	0
FTSE All-World	グローバル	株式	0
Bloomberg Global Agg.	グローバル	債券	0
MSCI World	先進国	株式	X
FTSE Developed	先進国	株式	0
FTSE WGBI	先進国	債券	0*
JPM GBI Global	先進国	債券	X
MSCI EM	新興国	株式	0
FTSE EM	新興国	株式	X
JPM GBI-EM	新興国	債券	X

2025/10/23時点 各社指数ファクトシートより *11月-

指数の組み入れ状況でも、韓国経済が先進国並みの経済状況でありながら、インデックス会社に新興国並みとして分類されている、「ギャップ」のネガティブな効果が確認された。もちろん韓国政府もこの問題は認識しており、近年は先進国が組み入れられている指数や、よりスクリーニング条件の厳しい指数への韓国資産の加入を目指しており、インデックス会社と協議を継続。資本市場改革に取り組んでいる。この点は、MSCI World Index と WGBI への加入を巡るプロセスについては後述する。

(5) 韓国の資本市場：債券

韓国債券市場は、現地通貨建ての発達した深みのある市場である。社債は国内金融機関の満期保有が多い一方、国債は先物含めて活発に売買されている。ウォンとの関連では、国内機関投資家の海外投資ポートフォリオの増大によるシェア縮小により、緩やかな売り需要が今後とも予想される。一部は WGBI 組み入れによる海外投資家のウォン買いにより補填される見込みだ。ただし、債券市場の保有シェアを増やしている海外投資家は国内金融機関よりも価格に敏感であり、満期保有は少ないと想定される。このため、今後海外勢のシェアが高まれば、韓国国債およびウォンのボラティリティは高まる可能性もある。

韓国債券市場では、現地通貨(ウォン)建てでの発行がほとんどであり、また社債市場が発達しているなど、新興国の中では深みのある債券市場を有している。発行残高におけるカテゴリーを見ると、2025年6月時点で57.6%が社債、37.3%が国債（Korea Treasury Bond: KTB）であり、両者でほとんどを占める。他には韓国銀行が金融調節の目的で発行するMSBs（金融安定債 Monetary Stabilization Bonds）が4.8%ほどある（AsianBondsOnline）。なお海外投資家には、利子およびキャピタルゲインが非課税となる措置が適用されている。

韓国の社債市場は債券発行での高いシェアや、発行残高対GDP規模74.8%と経済規模対比で高水準である。ハードカレンシー（米ドル）中心の他の新興国や、銀行依存の金融システムを持つ先進国より、相対的に高度化している。韓国で社債が発展した理由として、アジア通貨危機以降に資本市場育成へと政策の舵を切った点が挙げられる。具体的にはディスクロージャー制度の整備や、国内格付け機関の育成といった市場インフラが育成され、銀行セクター自身が債券発行により市場育成に貢献した（なお2024年11月データでは金融機関の債券発行は社債全体で62.5%を占めている）（KCFI 2025）。また蓄積された家計の貯蓄や資本余剰を背景に、国民年金基金(NPS)や生命保険セクターといった、大きな運用残高を持つ国内投資家の存在も、社債の安定消化に貢献している。

保有投資家のカテゴリーを見ると、社債より国債の方が韓国ウォン市場への影響度は高い。2025年3月時点では、海外投資家の韓国国債の保有比率は19.7%である一方、社債の海外投資家シェアはほぼゼロとなっている（ADB2025）。社債は個別の銘柄毎に発行量も国債よりも少なく、国内の機関投資家によって満期保有されている。その一方で国債は残高シェア37.3%と比較して、セカンダリーを含む売買出来高のシェアは債券市場の中で60.6%と大きい。一度買ったなら国内機関投資家が償還まで持ち切る傾向の多い社債に対し、国債は金利リスクのヘッジや市場の方向性に掛けるトレードに活発に売り買いされていることが背景にある（AsianBondsOnline）。

海外投資家の中には保有率のシェアこそ明示されていないものの、ヘッジファン

ドといった短期で売買するプレーヤーや、アクティブ債券ファンドなどの価格動向に敏感なプレーヤーのシェアも相応に多いと推察される。現に韓国国債先物での海外勢の売買シェアは、流動性のある3年先物と10年先物でそれぞれ48.0%、51.9%とほぼ半分を占めている(KRX)。また海外勢の先物での売買動向が、現物の国債市場を含めた韓国国債全体の値動きを主導すると指摘されている。このため、市場が上昇している時に買い、下落している時に売るという「売りが売りを呼ぶ」取引の傾向を示し、群集的な行動に陥りやすい(ADB 2015)。

海外投資家は保有する外貨とウォンを交換して韓国国債を売買するため、海外保有比率の推移やその投資動向はウォンの為替レートにも直接影響する。また海外投資家は、米ドルをはじめ外貨で損益やポートフォリオが時価評価されるため、ウォンの為替レート変動によるリスクを負っている(レポ市場でウォンを資金調達して投資すれば為替リスクは負わないが、利用する海外投資家は限定的である)。そのため韓国国債の保有に対しては海外投資家が為替ヘッジをかける、もしくはヘッジを解除する可能性もある。

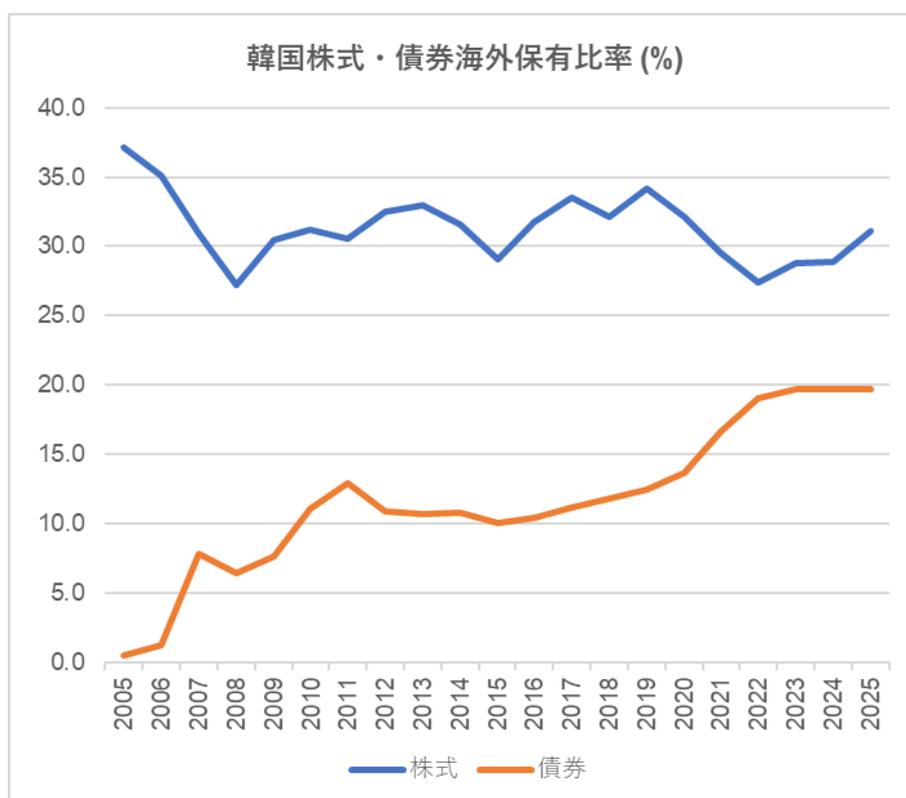
今後、公的年金をはじめ国内主要機関投資家は、海外投資の比重を増やす計画である。対照的に、海外投資家からは韓国国債のWGBIへの加入などで継続的な資金流入が見込まれる。よって、国債市場における海外投資家が持つ影響力は今後とも拡大しよう。市場が急落した際、海外投資家はその行動特性から、更なる売却圧力の高まりを助長する可能性もある。よって国内機関投資家のリバランスといった、海外投資家と正反対のフローや、中銀および公的投資家のサポートがストレス時には求められる。

(6) 韓国の資本市場：株式

韓国における主要株式指数のウェイトはITセクター(特に半導体・メモリ・電子機器)のウェイトが非常に高く、例えばMSCI Korea Indexでは2026年2月のファクトシートでは50%を超える。次にセクターウェイトが高いのは産業・金融であり、「輸出・製造業」「景気シクリカル型」の比重が高い指数構成となっている。個別株のウェイトでは半導体関連大手(例えばSamsung Electronics、SK Hynix)が約39%、上位10銘柄でも約69%を占めており、少数銘柄への集中度が高い指数構成だ。こうした大手の銘柄は海外売上高比率も高く、為替レートの影響も受けやすい。よって韓国株指数の特徴として、半導体サイクルやグローバル景気、ウォンなどの外部要因が強く働く環境下にある。また指数構成銘柄が、一部のグローバル展開する大手財閥(チェボル)を中心とする企業に集中しているため、株への期待や収益の相応の部分は、韓国の国内経済と切り離されている。近年でもAI・クラウド・データセンター向け高性能メモリ(HBM等)需要が急拡大してきており、上位2社の時価総額はこうしたサイクルに恩

惠を受けて急上昇している。結果として指数内の集中度が、更に強まる傾向にある⁸。

なお、韓国は株式市場による海外からの投資・資金調達に早くから積極姿勢を見せてきた。1980年代から1990年代初頭にかけて、資本市場が段階的に開放された時代において、1984年には外国人投資家が韓国株式市場に間接的に投資するスキームを持つ「コリア・ファンド」がニューヨーク証券取引所に上場された。1992年には、個別株は3%、市場全体では10%での保有制限付きで、外国人の韓国株投資が許可された。保有比率の上限は通貨危機直前まで段階的に引き上げられた。その後は通貨危機の最中に、IMF指導の下で上限は撤廃された(Moon et al, 2000, Kim et al, 2004)。1998年から2005年にかけて、外国人保有比率は18%から37%に増加した(Ahn 2008)。その後も概ね30%前後で推移している。



1980年代から韓国が株式市場を開放していった理由は、韓国が海外からの安定的かつ長期の資金獲得のためである。1980年代後半までは、高度経済成長期を迎える中で重化学工業セクターを中心に企業の資金需要は旺盛で、韓国は経常赤字を記録していた。しかし韓国は当時、金利規制下の銀行中心の間接金融システムであり、国債も銀行団による引受けでの発行が中心であった。社債発行による企業の資金調達および海

⁸ 韓国以上に株式市場の集中度が高い国の指数として、TSMC社が過半数を占める台湾が挙げられる(MSCI Taiwan Index 9月時点で、TSMC社のウェイト55%)。

外からの投資は、実現可能な金融システムの状況ではなかった。また当時は1982年にメキシコでデフォルトが発生。短期債務に海外資金が急激に流入し、その後突然流出する際に危機が発生するメカニズムが意識されていた。こうした時代背景の下、韓国では債券や債務より、株式市場での対外的な資金調達に優先された。その後2005年まで、海外投資家の韓国債券市場での保有比率はわずか1%に留まった。社債市場の発達には上述のように、通貨危機後の改革を待たねばならなかった。

韓国株式市場開放のプロセス

時系列	措置の内容
1984年	コリア・ファンドがロンドンとニューヨーク市場に上場。
1992年	市場全体で10%、個別株で3%の保有上限付で外国人の株式投資が許可。
1994年	市場全体が10%から12%に上限引き上げ。
1995年	市場全体が12%から15%に引き上げ、個別上限が5%に引き上げ。
1996年4月	市場全体が18%に引き上げ。
1997年5月 (危機前)	市場全体を1996年に20%、その後1999年までに毎年3%ずつ増やして29%、2000年には経済状況が許せば完全に撤廃する計画を発表。
1997年12月11日	市場全体と個別上限を共に50%に引き上げ。
1997年12月30日	市場全体を55%に引き上げ。
1998年5月	上限規制を撤廃。

FSC や韓国中銀サイトより作成。

海外投資家のプレゼンス増加に伴い、韓国株と米国・グローバルな株価指数との連動性は上昇する。国総合株価指数（KOSPI）と米国株価指数（S&P 500 など）の日次価格の相関係数は、通貨危機前の期間では -0.86 であったのに対し、危機後の期間では 0.57 に上昇した（Coe 2001）。また VIX が通貨危機以降、韓国の資本フローおよび株式市場に強い影響を及ぼすことが確認されている（Yun 2020）。しかしながらその相関性は前述のように、他のリスク通貨（豪ドルやメキシコペソ）ほどには高くはない。

市場の対外開放が進み、海外との連動性が進んだ韓国株式市場だが、近年では国内投資家にも注目すべき動きが出ている。年金や生保といった機関投資家が、従来の国内資産中心の運用から、グローバル資産へのアロケーションを増加させている。これは債券市場と同様に、韓国株の売り需要となる。その一方で、韓国株の急落時にはポートフォリオの目標とする保有率を復元するため、リバランスによる買い需要（急騰時は売り）が見込まれる。これには、一定程度ボラティリティを抑制する行動が期待出来る。なお韓国の公的年金のアロケーション動向については後述する。

直近5年間の実際のフローを観察すると、個人投資家は KOSPI の下落に対して買い向かっており、市場の値動きに逆張る投資行動が見て取れる。外国勢の売りに立ち向

かう個人投資家を、李氏朝鮮時代の農民反乱「東学農民運動」になぞらえた呼称として、「東学アリ運動」がコロナ・パンデミックの最中に言われるようになった(Korea Times 2025年11月14日報道)。ただこうした傾向は、この韓国の個別具体的な歴史を由来とする呼称とは裏腹に、最近の株式市場の下落局面におけるグローバルに共通する傾向である(相場下落時に機関投資家が売り、個人投資家が買い支える)(BIS 2025)。

個人投資家は取引所 KRX における売買シェアで 50%超と、投資家カテゴリー別では最大の地位を占めている。次いで海外投資家が時間軸によって 20%から 35%のシェアで、両方で韓国株取引における出来高のほぼ 70%を占める。個人投資家は個別株の売買が多く、頻繁に保有銘柄の入れ替えを行う傾向にあり出来高が多くなりやすい。海外勢もヘッジファンドで個別株を取り扱うアジア及び韓国株のロングショート戦略や、クォンツ系の戦略で出来高が多い。これらのカテゴリーに比較して、国内機関投資家はいわゆるバイアンドホールドが相対的に多く、頻繁に売買しない。このため韓国株の保有比率と比較して、国内機関投資家の売買シェアは少なめとなっている。

海外ヘッジファンドや個人投資家の個別株の売買による、韓国株指数全体への影響は、実は出来高ほど多くない。韓国人個人投資家は KOSDAQ 指数に代表される、中小株への選好が強く、大型株が中心で構成される KOSPI などの指数全体への影響は少ない。また株式ヘッジファンドが先物等で指数の売買を行う際は、ポートフォリオ全体の調整やリスク管理に留まる。指数全体に影響を与える投資家動向としては、国内勢の海外株への中長期的なアロケーション変動による指数銘柄全体の売買や、マクロヘッジファンドの先物売買が、指数そのものや指数寄与度の大きな大型株への影響を与えやすい。ただし彼らが出来高に占めるシェアは、一般的に個人や株式ヘッジファンドよりは少ない。

個人投資家の個別株の売買とは別に、投資信託のフローを見ると、中小型株の回転売買や逆張り嗜好とは異なる構図となっている。近年では一貫して個人投資家は国内株投信を処分する一方で、海外株を継続して購入している。近年での個人による海外株、特に米国株式の買いが進んでいる理由は複数挙げられる。まずは手数料が低下しており、韓国から海外個別株を買う際の手数料額面に対し 7-25bps と韓国株の 1-20bps と比較してほぼ遜色がない(Kim 2025)。手数料の安さの要因として、韓国預託決済院(KSD)が海外株式の決済保管サービスを仲介する集中預託制度が挙げられる。「規模の経済」の効果により、海外対比でも韓国の海外株取引コストは削減された(Kim 2025)。

またハイリスク投資や高いレバレッジを好む傾向が強い韓国の個人投資家にとって、海外上場株の規制が緩いのも選好される理由だ⁹。韓国国内に上場する海外株連動

⁹ 韓国個人投資家のハイリスク選考について、以下の特徴が報告されている。個人投資家が取引する ETF

ハイレバレッジ商品を個人投資家が購入する場合、証拠金の預託やセミナー受講が義務付けられている。しかし、海外上場の類似商品の購入には規制は適用されない。また韓国上場商品にはデリバティブ使用やレバレッジ倍率に制限がある一方、海外の類似商品には規制がないのが一般的である。直近では資本市場やコーポレート・ガバナンス改革が政府主導で進められ、AIブームで韓国株は恩恵を受けている。しかし韓国の個人投資家は、より多様な大型テクノロジー株が上場されている米国株をより好む傾向にある。長年、韓国株はバリュエーションが低位し財閥中心で株主還元や保護に疑いが持たれる中、個人投資家の韓国企業とその株式への不信感は根強いと言われる。一方で米国株に対して個人投資家は、大型テック銘柄を中心にコロナ中のリターン実現から、強い選好を持っている。更に海外株取引のコスト低下も相俟って、個人の海外株シフトが一段と鮮明になっている。韓国ウォンの過去の累積リターンも、個人投資家の海外株購入に影響を与えている可能性がある。ウォンは対ドルでもバスケットで見ても減価傾向にあり、特に2020年以降は減価ペースが加速している。通貨安により海外株のリターンを押し上げると共に、家計にとっては海外株の保有が購買力保全(自国通貨へのヘッジ)と見なされている可能性がある。

これまでに見た複合的な要因によって、個人投資家の国内株投信売り、海外株買いによる資金流出は累計で無視できない金額となっており、後に触れるように公的年金の海外シフトと共にウォン相場への重しとなっている。持続的な韓国株売りと海外株買いによるウォン安、韓国企業へのコーポレート・ガバナンス不信と、それに付随する株価評価が割安化された状態の継続。こうした背景を問題意識の一つとして、近年韓国政府は与野党問わず、後述する資本市場改革への取り組みを加速させている。

(7) 公的年金の動向

日本における年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)以上に、韓国の国民年金基金(NPS)は韓国資本市場におけるプレゼンスは大きい。そのため同基金がウォン相場に与える影響も無視できず、その動向は海外からも注目されている。プレゼンスの大きさ故にNPSの海外投資には、国内市場への配慮が求められ、マクロ経済政策に投資行動が組み込まれている。例えば、韓國中銀総裁は講演で次の様に述べている「NPSは、積立金の増加に伴い海外投資を着実に拡大しており、現在では居住者の海外ポートフォリオ投資のかなりの部分(2023年には最大69%)を占めている。その結果、為替市場への影響力は大幅に増大した。NPSによる海外投資の拡大は、近年、外貨純購入の増加を通じて通貨安圧力の一因となっている。逆に、高齢化や年金受給者の増加とい

のうち、6-7割がレバレッジもしくはデリバティブを内包する商品だったというデータが存在する(Kim and Kim 2024)。特に、短期トレードに用いられるマーケットが下がると価格が上がる、いわゆるインバース型ETFの取引での多用が報告されている。

った人口動態の変化により NPS の積立金が減少すると、NPS は海外資産を売却することになり、その結果、外貨売却を通じて通貨高圧力が生じる。したがって、NPS は海外投資戦略を策定する際に、ミクロレベルの側面だけでなく、為替市場へのマクロ経済への影響も考慮し、こうした広範な影響を考慮した最適なポートフォリオ戦略を確保する必要がある」(Rhee 2024)。

NPS の運用資産(AUM)は GDP 対比で足元約 55%に達している。グローバル金融危機後は 20%台半ばだったものの、長年の株高とウォン安による資産増加で同比率は拡大し、ここ 1 年は韓国株の並外れたパフォーマンスによって更に比率は上昇した。一定の経済規模を持つ国の中で、韓国の公的年金の AUM/GDP 比率は、日本の GPIF やカナダの CCP を抑えて最も高い。NPS より GDP 比率で大きな AUM を持つソブリン投資家は、産油国およびシンガポールのソブリンウェルスファンド(SWF)のみである

¹⁰。

¹⁰ 具体例としては、ノルウェー政府年金基金グローバル (GPIF) , アブダビ投資庁 (ADIA) , クウェート投資庁 (KIA) , カタール投資庁 (QIA) , サウジアラビア公共投資基金 (PIF) , シンガポール政府投資公社 (GIC) , テマセク・ホールディングス (Temasek) が該当する。なお、シンガポールは GIC と Temasek など複数のファンドを合算した数値の場合。

NPS 運用残高 (AUM) の年次推移(兆ウォン)

年次	AUM	GDP	AUM /GDP
2010年	324	1,379	23%
2011年	349	1,448	24%
2012年	392	1,504	26%
2013年	427	1,570	27%
2014年	470	1,638	29%
2015年	512	1,740	29%
2016年	558	1,833	30%
2017年	622	1,934	32%
2018年	639	2,006	32%
2019年	737	2,040	36%
2020年	834	2,058	41%
2021年	949	2,221	43%
2022年	891	2,323	38%
2023年	1,036	2,408	43%
2024年	1,213	2,556	47%
2025年	1,361	2,661	51%

BloombergおよびNPSサイトより作成

運用資産の拡大は、日本における GPIF の運用資産拡大とある程度類似点を見いだせる。日本と同様に、公的年金制度にて賦課方式と積立方式を併用する中、韓国は 1990 年代から 2000 年代にかけて若い人口構造を保っていた。このため、年金原資を払い込む拠出者に対して受給者が少ないという、年金資産拡大にとって望ましい状態が長く続いた。このため積立部分である NPS の資金も、継続して増加した。しかし韓国の人口構造と将来予測は、世界最速レベルでの少子高齢化により一変した。NPS は足元では巨額の積立を持つものの、将来的に給付(年金にとって将来の負債)が急増しすることとなった。政府機関や民間予測では、2025 年における一連の改革が実行される以前、基金は 2050 年代に枯渇すると推計されていた。このため保険料率の値上げや受給開始年齢の検討と同時に、NPS の年金積立金の期待リターンを上昇させ、将来の積立金の枯渇を先延ばしにする方法が採用される¹¹⁾。結果、リスク性資産の拡大と、期

¹¹⁾ この流れは日本における GPIF のリスク資産拡大と同様に見えるものの、政策思想や背景には重要な差異も認められる。日本の年金制度では 2004 年に保険料率固定とマクロ経済スライドが導入されており、給付を自動調整する仕組みに移行し継続性を担保する試みが既になされている。一方の GPIF がリスク資産

待りターンの分布から海外資産への投資が 2010 年代から本格化した。

日本の GPIF と類似性がある、巨大な公的年金の NPS であるが、国内市場やマクロ経済運営との関わりは全く異なる。これは日本株や通貨円ほど韓国市場に流動性がなく、巨大化した公的年金の資産売買による影響が年々大きくなっている。GPIF は基本ポートフォリオから市場変動により、資産構成が目標から乖離した際に、その比率を元に戻すための売買(リバランス)を実施しており、その金額は変動率によっては数兆円以上になる。東証の部門別売買のデータによれば、公的年金を受注を執行していると思われる信託銀行の売買が、1 週間に 1 兆円を超えることも珍しくはない。しかし、23 年当時の GPIF の CIO は広報動画の中で、「GPIF のリバランスの影響が日本株式に大きな影響を与えなかった」と各投資家の売買データを元に説明を行っている(年金積立金管理運用独立行政法人, 2023)。これは GPIF が先物を使った執行や日本国債への直接入札など、市場の流動性に配慮したオペレーションを実施しているのも一因である。しかし、より大きな要因としては、日本の株式債券市場や円市場、GPIF の売買を吸収できるだけの、幅広い参加者と流動性に支えられている点が指摘できる。

一方の NPS にとって、韓国国内市場の参加者や流動性が日本に比べて限定的なため、資産運用は単に一投資家としての立場ではなくなってしまう。市場への影響を抑制するため、政府のマクロ経済政策や資本市場運営に、NPS が組み込まれざるを得ない状況となっている。例えば具体的には、リスク資産および海外資産拡大の際の意思決定においても、国内市場に対して NPS が大きすぎることが理由にグローバル分散投資の必要性が謳われている(National Pension Service サイト)。意思決定においても、NPS の最高意思決定機関 (FMC) の代表は、日本の厚生労働大臣にあたる保健福祉部長官であり、厚生委員 20 名のうち、4 名は関係省庁関係者が含まれ政府の影響力を NPS に及ぼしている。非政府委員では経営者、労働者、および地域加入者 (自営業者など) の代表 12 名も在籍するなど、幅広いステークホルダーから代表が選出され国民生活への配慮が示唆される(OECD 2022)。金融経済の専門家が中心となって経営委員が運営され、意思決定が下される GPIF とは対照的である。

さて前述のように、年金給付の持続性の観点および国内市場規模の限界から、NPS はポートフォリオの期待リターン引き上げを模索した。結果として、2010 年代から海外投資を積極的に拡大させている。2014 年から 2024 年までの累計では、年次報告書によると 120 兆ウォンの海外資産が増加している(NPS 2024)。2014 年からまず韓国国

を拡大したタイミングは 2014 年安倍政権下のアベノミクスの一環であり、市場活性化やコーポレート・ガバナンス改革の補助として日本株保有拡大の意味があった。また同時期の日銀の QQE 政策下での、円金利低下による運用難に対応したという側面も指摘できよう。一方韓国は、GPIF が上記の様に資産構成に焦点を当てたのに対し、NPS は将来給付の不安という負債に対応するためにリスク資産拡大へと転じた。一連の措置の結果、基金の枯渇時期の推計は 2070 年代へと延ばされた(ロイター通信 2025 年 3 月 20 日報道)。

内債券の比率が段階的に削減され、確保された資金は海外株式の購入に充てられていった。また 2020 年からは国内株式も低減傾向にあり、代替資産(オルタナティブ)へと配分が行われている様子が見て取れる。NPS は 2030 年までの中期アセットアロケーション目標として、株式が 55%、代替資産が 15%の拡大を掲げている。これらの資産拡大には海外資産の購入が必要とみられ、国内株式を増やさない限り、外貨投資の更なる余地は今後ともまだ存在している。

韓国NPS資産配分 (%、年次報告書より)

	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	代替資産
2024年	11.5	28.4	35.5	7.3	17.1
2023年	14.3	31.5	30.9	7.1	15.9
2022年	14.1	34.9	27.1	7.1	16.4
2021年	17.5	35.8	27.0	6.7	12.6
2020年	21.2	39.1	23.1	5.4	10.9
2019年	18.0	43.5	22.6	4.1	11.4
2018年	17.1	48.7	17.7	4.2	12.0
2017年	21.2	46.6	17.4	3.7	10.8
2016年	18.4	50.1	15.4	4.2	11.4
2015年	18.5	52.4	13.7	4.2	10.7
2014年	20.0	54.2	10.5	4.0	11.3
2013年	20.0	56.1	9.3	4.0	10.6

韓国NPS資産配分・累計変化 (%、年次報告書より)

	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	代替資産
2024年	-8.5	-27.7	26.2	3.3	6.5
2023年	-5.7	-24.6	21.6	3.1	5.3
2022年	-5.9	-21.2	17.8	3.1	5.8
2021年	-2.5	-20.3	17.7	2.7	2.0
2020年	1.2	-17.0	13.8	1.4	0.3
2019年	-2.0	-12.6	13.3	0.1	0.8
2018年	-2.9	-7.4	8.4	0.2	1.4
2017年	1.2	-9.5	8.1	-0.3	0.2
2016年	-1.6	-6.0	6.1	0.2	0.8
2015年	-1.5	-3.7	4.4	0.2	0.1
2014年	0.0	-1.9	1.2	0.0	0.7

(NPS の年次報告書をもとに作成)

ウォン市場では巨額のウォン売り米ドル買いのフローが、NPS を中心に 2014 年から

継続的に発生した計算になる¹²。毎月平均での韓国資産からの流出(ウォン売り)は 70-100 億ドル規模となり、2010 年代からの毎月の貿易黒字額の平均である 20-30 億ドルを優に上回る。韓国ウォンは NPS の対外投資が活発化した 2014 年以降、累計トータルリターンで主要通貨では日本円(-25.4%)およびトルコリラ(-18.2%)に次ぎマイナスのリターン(-11.9%)を計上している。このパフォーマンスには、NPS のウォン売りが大きく寄与した可能性が高い。

このような巨額の自国通貨売りは、低インフレ時や景気が過熱していない環境下では、家計の購買力を棄損するものの、輸出産業の売り上げや利益の上昇要因になる。よってインフレ環境下と比較して、明白な政治問題にはなりにくい(2020 年代までの各先進国中銀の大規模緩和を想起されたい)。しかし、金融安定性を揺るがすような通貨安や、インフレ・スタグフレーション環境下では問題になりうる。実際 2020 年代までは特に NPS のウォン売りは問題視されておらず、NPS は長期的なリターン追求のため、原則として為替ヘッジを行わない方針であった。しかしながら、2022 年にはグローバルにスタグフレーションの環境下で、米中銀が断続的に利上げを実施。これを受けドル買い需要が急増し、ウォンの対ドルレートが 1400 を突破した。その最中にも NPS は海外資産をヘッジ無しで買い続け、ウォン安圧力が加速したと思われる。対策として、NPS のドル買い圧力を市場から切り離すため、韓国中銀と NPS はスワップ協定を 2022 年に締結した。海外資産購入の際に NPS は、自身が保有するウォンを中銀に差出し、対価として外貨準備を原資とした米ドルを借入れる仕組みが成立した。NPS の外貨購入をマーケットから切り離す試みであり、市場へのインパクトを抑制できる効果は期待できる。ただし、全体の経済的価値としては中銀・外貨準備による介入と同義である(NPS が市場から外貨を調達してその後中銀が介入するか、直接中銀から調達するかの違い)。しかしながら、ウォン相場はこのスワップ協定のアナウンスメントを受けて反発。経済価値の変化以上に、NPS のウォン市場へのインパクトを抑制する手段を導入した「政府の決意」、いわゆるアナウンスメント効果が発揮されて市場参加者が反応したと結論付けられる。

韓国中銀と NPS とのスワップ協定はその後順次金額が拡大され、100 億ドルから 650 億ドルまで増額された。これは NPS の海外投資ポート金額の約 1 割に相当し、年間の外貨購入額をほぼカバーしている。更に、外貨購入額の影響を低減するため、NPS が外貨建て債券を発行し、調達した外貨を用いた海外資産の購入が検討されている(Bloomberg 2026 年 1 月 29 日報道)。この場合は債券発行による手数料および利払いのコストが発生するが、スワップ協定による外貨準備の使用がなくなる。よって韓国

¹² もちろん海外資産のプラスのリターンによって、海外資産の金額は増えている。しかし、仮に海外資産が NPS の海外株式のベンチマークである MSCI AWCI ex Korea 指数で運用されると仮定してリターン後のフローを計算しても、約 70 兆ウォンが累計で売られた推定となる(Bloomberg より試算)。

の公的セクター全体としても、既存の外貨資産を消費せずに済むメリットがある。また直近のウォン安を受け、NPSは戦術的な為替ヘッジプログラムとして市場でドル売りを実施した(Bloomberg 2025年12月9日報道)。戦術的ヘッジは制度上、海外ポートフォリオの5%まで柔軟に実施可能である。また別の枠組みとして戦略的ヘッジプログラムが存在し、予めNPS内部で設定された基準内からウォンレートが乖離した場合、NPSは外貨売却が可能だ。2022年末、戦略的ヘッジ比率は外貨ポートの0%から最大10%まで、初めて一時的ではあるが上方修正された。この措置は当初、2025年末に終了する予定だったが、ウォン安を受けて時限措置として2026年以降まで再度延長された。こうしたプログラムは、年金基金としては分散投資および長期リターンの確保を目的として実施されていると説明される。しかし、市場参加者の間では事実上の公的セクターによる為替介入と見なされている。

更に直近のウォン安局面で、NPSは海外株保有を約200億ドル近く減らし、国内株のエクスポージャーを0.5%増やすとアナウンスした(Bloomberg 2026年1月26日報道)。これは短期的な調整としては、年金投資の立場では説明可能かもしれない。しかし、中期的に海外株を増やすNPSの中期目標とは矛盾した側面もある。市場参加者からは純粋な投資判断ではなく、マクロ安定化政策の一翼をNPSが担ったと見なされる措置であった。このような現象は、日本のGPIFにおいては制度上想定されておらず、組織の意思決定の枠組みにも組み込まれていない。このようにNPSは韓国市場の流動性制約により投資行動に制限を受け、その巨大な資金フローが政策の一部として扱われている。純粋な受託者責任を追求する日本のGPIFやカナダのCPPとは異なり、NPSは国家的な政策配慮や資源配分を意識した、資源国の政府系ファンド(SWF)に近い実態を持つ。ここでも「実体経済は先進国水準に達している一方で、金融市場は制度面において新興国的特徴を依然として残している」という韓国特有の制度的な特徴が確認された。

3. 資本市場改革の進展：コーポレート・ガバナンス改革と先進国投資インデックス組み入れへの模索

韓国政府は近年、資本市場改革を重要政策課題として位置付けている、目的は韓国への資本流入を増やすためである。海外投資家の韓国市場へのアクセス改善や、韓国企業のコーポレート・ガバナンス改革を行い、いわゆる「コリア・ディスカウント」、韓国株の低評価および低バリュエーションを解消することを掲げている。長年、韓国株の割安化が放置され、個人投資家の関心は海外株へと向かっており、通貨安やインフレの一因となっている。これは見方を変えれば、韓国が長年甘んじてきた「経済は先進国、市場は新興国」のギャップを解消する機会でもある。以下では、おもに2つの柱である、コーポレート・ガバナンス改革と先進国市場指数入りに向けた政策を概観する。

(1) コリア・ディスカウントとコーポレート・ガバナンス改革

コリア・ディスカウントとは、韓国企業株式が海外の類似企業やセクターと比較して割安で長期間、放置されている現象である。従来挙げられていた要因は、北朝鮮との地政学リスクや、財閥のガバナンスへの不信感がある。ただし最近の実証分析によれば、地政学リスクは長期間にわたるディスカウントの要因として、統計上有意では無い(Kang 2023)。地政学リスクでは、類似のリスクを抱える台湾株とのバリュエーションの差を十分に説明できない。ウェイト上位の企業が同様に半導体および情報技術である関わらず評価が低迷する韓国株に対して、台湾株指数の株価収益率(PER)は執筆時点で 17.6 と主要国の PER の分布では上位に位置している。韓国株における地政学リスクは、短期的なボラティリティと一時的なリスクプレミアムの高まりとして現在の研究では整理されている。北朝鮮のミサイル発射や核実験は、短期的なイベントとして韓国資産の売りを誘発するものの、その後市場は落ち着きを取り戻し回復・安定するパターンが定型化している。

また同論文によれば、韓国株の低評価は財閥グループのみならず、韓国株式市場の銘柄全体で観察されている。このため政策対応は財閥に限らず、韓国上場企業全体での株主還元の向上や、少数株主保護といったコーポレート・ガバナンスの改善が対策として示唆される(Kang 2023)。こうしてコーポレート・ガバナンスの問題がディスカウントの主因であるとの認識が定着し、近年は当局主導で企業価値向上に向けた改革が進められている。

改革が始まった歴史的なきっかけは、やはり通貨危機であった。相互出資やオーナーの支配権の強さを特徴とする財閥の経営は行き詰まり、デフォルトする例が相次いだ。その後政府主導で改革が進められ、大企業への社外取締役の選任や監査委員会の設置、内部取引や連結財務諸表の開示強化、株主代表訴訟の要件緩和などの措置が実施された(Cho and Youn 2007)。ただ形式的なガバナンスは改善したものの、韓国の企業構造では依然としてオーナー一族の支配権が強く、所有と経営の分離や株主保護の実態改善は道半ばに留まった。

通貨危機後の改革が形式的に留まる中、海外投資家は企業への関与よりも投資エクスポージャーを撤退させる道を選択し、韓国株のディスカウントは危機後に定着した。次の取り組みは 2010 年代の NPS を軸としたスチュワードシップ・コードの受け入れと、国内機関投資家のガバナンス関与の本格化まで待たなければならなかった。2010 年代の一連の取り組みでは、韓国株のディスカウントはほとんど解消しなかったものの、直近の資本市場改革につながる重要な一歩と評価が可能である。

NPS の運用金額は 2010 年代の時点で既に GDP 比率で 20%を超えており、多くの上場企業で大株主となっていた。一方で原則として NPS は企業経営に関与しない姿勢を貫き、議決権行使にもほとんど賛成していた。こうした姿勢を変えるきっかけとなっ

たのが、2015年に発生したサムスン物産と第一毛織の合併への訴訟事件だった。当時、サムスングループのオーナー一族の支配権を強める目的で、サムスン物産側の既存株主に不利な内容で、両社の合併が進められた。これに対し、ロイター報道によればNPSは政治的な関与が取り沙汰される中、外部の専門委員に相談せず議決権で賛成票を投じた(ロイター2015年7月17日報道)。なお、NPSはサムスン物産の11%の株を保有しており、同議題の可決には2/3の賛成が必要な中で、賛成率は69.5%であった。可決にNPSが決定的な役割を果たした事になる。これに対して、NPSの外部委員会は後に異例と言われる遺憾の意を表明した。この件に対してアクティビストファンドのエリオットマネジメントは国際裁判所に提訴。2023年の判決では賠償を勝ち取った(Yonhap 2023年6月21日報道)。

上記事例からの反省もあり、NPSは2018年に正式にスチュワードシップ・コードを採択し、韓国資本市場の制度整備を牽引した。NPSの行動は定量面で変化を見せ、議決権での反対票は2023年には21.8%にまで増加した(Kim et al, 2024)。ただNPSのエンゲージメントの手法として、2018年から2020年のデータでは非公開書簡(58.6%)と対話(41.4%)と、手法は慎重であった。またNPSが準政府機関であり、エンゲージメントを行うと公的セクターによる介入と懸念される点が課題であった。小型株でESGスコアが低く、NPSが5-10%のシェアを持つ企業では、NPSのエンゲージメントが逆効果となり、関与後の株価の下落が観察されている(Jung 2020)。

このようにNPS自身のエンゲージメントには、成果と課題両方が挙げられる。より重要な現象は、NPSの行動をきっかけとして民間の国内機関投資家がエンゲージメントに本格的に参入したことである。スチュワードシップ・コードに署名した機関投資家のエンゲージメント件数は、2018年の123件から2020年には331件へと急増した(Hwang 2025)。またNPSと異なり、民間投資家は公開書簡や株主提案など、よりオープンかつ積極的な手法を用いる割合が高かった。エンゲージメントのテーマにおいても株主還元が約40%を占めており、ディスカウント解消への国内投資家の意欲が観察出来る。対象となった企業の配当性向は23.9%から46.9%へと劇的に改善した(Kim et al, 2024)。2024年の株主総会シーズンにおけるデータによれば、大多数のアクティビストは財閥系企業との委任状争奪戦に敗れたものの、その活動は企業行動に影響を与えた。アクティビストの行動の結果、企業が自己株式消却を2022年から2023年にかけて33%増加させたと(Kim 2024)。

しかし、こうしたエンゲージメントは、韓国株式市場全体のディスカウントを解消するには至らなかった。2018年以降も韓国株のPERは過去レンジの範囲内で推移しており、先進国株がコロナ禍以降に趨勢としてPERを切り上げているのとは対照的である。要因としては、通貨危機後の改革と同様に、実効性を担保するメカニズムの不足が指摘されている。2024年8月の金融監督院(FSS)の調査では、多くの機関投資家の議決権行使理由の開示が不十分で、ガイドラインも形式的、と指摘されている。またス

チュワードシップ・コード発祥の地である英国では、評議会の FRC による厳格な年次評価による投資家の階層分けが存在し、不適格とみなされた投資家は除外される。韓国は KSC という民間団体がコードの運営を行なっているが、形式的な書類確認に留まっているとされる。その他詳細な論点として、株主総会の日程が集中しており開示資料が直前にしか出ない、大量保有(5%ルール)の投資家側の義務や規制が厳しく、それが企業への対話を阻害している点、などが挙げられている(Hwang 2025)¹³。

スチュワードシップ・コードの導入は、韓国株式および資本市場にとって重要な試金石であると評価が可能だ。しかし、国内外の投資家が韓国株の評価を見直す改革の最重要課題ではなかった。これまでのような自主性を主とする「ソフト・ロー」に留まらない、法や制度など強制力を持つ「ハード・ロー」の改正が必要とされた。具体的には海外からの市場アクセスの改善や空売り規制の撤廃、少数株主保護の徹底・税制ルール変更による企業側の株価へのコミットなどが含まれる。より踏み込んだ改革に関しては、2024 年から本格始動した、資本市場改革および先進国インデックスへの加入取り組みなどの、一連の政策イニシアティブで対応されることとなる。

2024 年から本格化した資本市場改革は、主に 3 つの柱に分類できる。1 つ目は FSC 主導の企業価値向上プログラム、2 つ目は先進国インデックスへの加入取り組み、3 つ目は政府および国会による税制や会社法などの法改正である。1 つ目の企業価値向上プログラムの目的は、上場企業が自発的に企業価値向上に取り組み、投資家はその努力を正当に評価して資金を供給するという、「資本市場の好循環」の構築にある。その柱として以下の 3 つが、FSC より掲げられた。1. 上場企業による「企業価値向上計画」の策定、2. 公表支援企業価値優秀企業への投資誘導（指数開発・ETF 等）、3. 推進体系の構築（専門部署の設置、税制支援等）である(FSC 2024a)。ROE や株主還元（配当・自社株買い）などの財務指標の開示と目標設定、株主との対話の実績や計画、および開示が企業に求められる内容として定められた(FSC 2024b)。なお FSC 声明文の Q&A の項目にもある通り、これは近年の東京証券取引所のコーポレート・ガバナンス改革を参考にしている。

同プログラムもスチュワードシップと同様に、あくまで自主性を主とした施策である。しかし、いくつかのインセンティブとモニタリングが導入され、純粋な自主性に任せる政策よりも一歩踏み込んだ政策である。まず「企業バリューアップ表彰」を受けた企業には、定期的な外部監査人指定の免除、監査に係る制裁の軽減、上場手数料の免除が認められた(FSC 2024c)。プログラム導入と同時期の 2024 年 3 月にスチュワードシップ・コードが改訂され、機関投資家は投資先企業の「企業価値向上計画」の策

¹³ 因みに日本のスチュワードシップ・コード運営では、金融庁が投資家の報告書を収集し公表、有識者会議でレビューしているものの階層化や除外の措置はない。このため位置づけとしては英国と韓国の中間といえる。

定とその履行状況を点検する必要性が明記された。そして、好循環を演出するための仕掛けに、取引所の KRX は「バリューアップ指数」を導入した。5 段階のスクリーニングでバリューアップに取り組む企業を可視化し、同企業群で構成される指数を開発。指数に連動する投資信託を組成した。こうして、運動に取り組んだ企業への投資を奨励した(類似の指数として、東証の JPX プライム 150 が挙げられる)¹⁴。

これらの施策は、法律改正を伴わず、自主性を重視するスチュワードシップ導入の延長線上に位置づけられる。株主還元の奨励では 1 歩踏み込んだものの、海外投資家からの実際の買いを伴うインデックス入りや、株価や資本効率へのコミットおよび少数株主保護を徹底させる法改正とは、まだ距離のある内容との評価に留まる。指数開発に関しても、日本の事例からも同様に、新たに作成されたバリューアップ指数に連動している投信や先物の出来高や運用残高が積み上がり、投資環境を定量的にサポートしたとは言い難い。あくまで象徴的な動きに留まったといえる。とはいえ、スチュワードシップ導入からの時系列的な流れとしては、与野党問わず韓国政府の資本市場改革へのコミットメントを一段と格上げし、更なる法制度改正への布石となった。

これらの施策が「自主性」を重んじたことで制約が生じたため、取り組まれたのが法改正による「強制力」を伴う手段であった。分野は投資インセンティブ環境の整備と、企業の株価コミット及び少数株主保護を始めとするコーポレート・ガバナンス改革である。まず商法の観点では、2025 年に李在明大統領の共に民主党政権において法改正がなされ、オーナー一族の企業支配権に対する抑制がはかられた。法令の条文では従来、取締役は「会社」のみに忠実義務および受託責任を負っていたのが、「会社および株主」に範囲が拡大された。また「株主全体の利益を保護し、株主全体の利益を公平に扱わなければならない」との文言も追加され、特に利益相反が懸念される場合、取締役が正当な手続きと公正な意思決定を行ったかが重視される(TMI 2025, Lee et al 2025)。オーナーの支配権確立を目的とする合併や買収には、この条文が株主価値棄損に対する法律上の牽制となる。その他にも、少数株主の利益を反映させやすくするため、累積投票の導入や合算 3%ルール¹⁵の適用、電子株主総会・オンライン化の義務化などが盛り込まれた¹⁵。

¹⁴ 具体的なスクリーニングは以下の通り。1 市場代表性 時価総額上位 400 社以内である事 2 収益性 直近 2 年で赤字(連続または累積)の企業は除外 3 株主還元 直近 2 年連続で配当または自社株消却を行っている事 4 市場評価 直近 2 年の平均 PBR が全業種または業種別で上位 50%以内である事 5 資本効率性 上記 ①から④までの要件を満たす企業の中から、資本効率性の評価(業種別 ROE ランキング比率 5)の優れた順に上位 100 銘柄を選定(大和総研 2024)。

¹⁵ 資産 2 兆ウォン以上の上場企業において、監査委員を選任する際、大株主とその特殊関係人の議決権を合算して 3%に制限する「3%ルール」の適用範囲が拡大された。これまでは社外取締役である監査委員の選任時には「合算」ではなく「個別に」3%制限が適用されていたが、2026 年 7 月以降はすべての監査委員

これらは法律による強制力を伴う改革であり、政府の更なる資本市場改革へのコミットメントを内外に示した。一方でビジネス界からは、企業活動の萎縮や経営の裁量権制約を巡る反発も予想される。また、まだ判例の蓄積が十分でない中で、法律の解釈や適用範囲などをめぐる不確実性も高い。しかし、国会での今回の商法改正は、株主保護のより強固な枠組みの必要性が、与野党双方が合意し進展したためコンセンサス化したことを示した。今後はアクティビストファンドや市民団体、少数株主による訴訟が増加する事が見込まれる。たとえばアクティビストファンドであるオアシス・マネジメントの CEO はフィナンシャルタイムズ紙に寄稿し、韓国の資本市場改革はアベノミクス以来の一大イベントであり、改革の更なる必要性とファンドの投資活動拡大を示唆している(FT.com 2025 年 12 月 18 日掲載)。今後の訴訟やアクティビストの活動をめぐる司法の判断や韓国社会の反応が注目される。

(2) 最大の課題としての税制改革

税制では、オーナー一族と少数株主との利益相反を減らし、株価上昇と株主還元についてコミットさせられるかが課題であった。税制度は従来から、コリア・ディスカウントの主要因と考えられてきた。韓国では配当および相続への税率が高く、オーナーが株価上昇や還元を嫌気して、内部留保を蓄積するインセンティブになっていた。相続税の最高税率は、OECD 加盟国中で韓国は日本に次ぐ 50% の高税率で、更に被相続人が支配権を持つと認定される場合は 10% が加算され、実効税率は合計で 60% に達する(経営権プレミアム)¹⁶。また課税は相続人毎ではなく、相続される総資産に対してまず課税されてから配分されるため、被相続人全体での控除総額も低い。このためオーナー一族からすれば、株価を上げるほど相続税の評価額が上昇し、相続による納付で将来の経営権が危険に晒される。よって株価の上昇要因となる自社株買いや配当を回避し、不自然な企業再編や内部取引(合併比率の操作、非上場企業への価値移転、企業構造の複雑化など)を行う経済合理的がオーナーにはある。海外投資家の目線でも、例えば MSIM 社はレポートで「懲罰的」な相続税を「頑固なハードル(Stubborn Hurdle)」と呼び、この抜本的な改革なしにはバリューアップは潜在能力をフルに発揮できないと分析している(Hattangadi and Kim 2025)。

しかしながら、相続税の引き下げは政治的にハードルが高い。日本やドイツでは安定的な事業承継が雇用や生産を守るとの考えから、相続税の猶予や減免措置がある。またアメリカでは経営権プレミアムは、流動性が悪化するため株価のディスカウント

選任において「合算 3%ルール」が適用される。また同規模の企業に対し、定款による累積投票制の排除を禁止(事実上の義務化)し、他の取締役とは別に選出する監査委員の数を 1 名から 2 名以上に拡大する事が制定された。

¹⁶ 正確には相続株式の評価額に最大 20% を上乗せして課税する

要因と評価されている。一方の韓国では、相続税の引き下げは富裕層への優遇として反対が根強く、尹錫悦政権時から最高税率の引き下げは 코리아・ディスカウントの解消策として議論されていたが、合意に至っていない。現実的な方向性としては、遺産総額に課税する方法から、相続人毎への課税に切り替えて1人毎に適用される控除額を増やす案や、経営権プレミアムの廃止が議論されている(ロイター2025年3月12日報道)。より中長期的には、2024年の税制改正法案で示されたように、株主還元率やガバナンスなどの一定水準をクリアした企業やオーナーに対し、控除や猶予を設ける事が現実的だろう(MOEF 2024)。住宅価格の上昇で家計資産に占める不動産の割合が上昇しており、中間層でも相続負担が重くなっている。また財閥のみならず中小企業のオーナーも、企業規模に関係なく同等の税率であるなど、相続税をめぐる問題意識は韓国社会の中でも共有が進んでいる。このため、相続税の議論は紆余曲折を経ながらも、今後徐々に前進すると見込まれる。

難航する相続税の議論と比較して、一定の進展を見せたのが配当所得課税に関する税制だ。従来韓国では、配当所得は総合課税の対象で、年間2000万ウォンを超えると最大49.5%の高税率が適用されてきた。このため企業オーナーとしても、高税率の配当を抑えて内部留保に回し、相続対策で企業価値を抑制する選択が望ましかった。配当所得の税制改正は、尹錫悦政権時から議論されていたものの、当時の多数派である共に民主党は、これを「高所得層向けの税優遇」と批判。当時は議会での支持確保が困難な状況であった。しかしその後、共に民主党政権でも 코리아・ディスカウント解消や資本市場改革が選挙公約に明記されたため、配当税制改革は引き継がれた。法案ではまず、配当性向40%以上、あるいは配当性向25%以上かつ前年比で配当額が一定以上増加している、という条件を満たす企業を「高配当企業」として定義する。そして、それらの企業から受け取った配当は、一般の総合課税ではなく分離課税税率で課税され、税率は段階化(14%-30%)される案が提示され可決した。なお、審議過程で個人投資家への配慮などから、最高税率は35%から30%へと引き下げられて可決された。

配当税改正による効果は、個人投資家の株式市場への参加を促進し、企業オーナーと株主の利益相反の解決が理論上は期待できる。オーナーは所有する企業の資金を内部に留保するより、配当として受け取り税金を払う方が経済合理性は高くなる。この法改正が実際に効果を持ったかどうかの指標として、国内個人投資家が韓国株へ回帰するか、企業の配当性向が上昇し「高配当企業」認定が広がるか、が政策効果を評価する上で参考となる。このように、従来のソフト・ローや市場参加者の自主性に依拠した政策から、法改正を伴うハード・ローへと段階的に移行しており、配当所得の面などで一定の成果が確認されている。今後は相続税の改正と、家族経営やオーナー中心の韓国企業の経営形態が変化するかどうか、長期的には注目点となるだろう。

(3) 先進国市場指数入りへの模索 : FTSE WGBI と MSCI World の事例

ディスカウント解消の政策としてもう一つ、積極的に政府が取り組んでいるのが、先進国投資インデックスへの韓国資産の組み入れだ。債券市場では、既に昨年 FTSE 社が算出するメジャーな債券指数で、日本の年金や投資信託でのベンチマークにも採用されている WGBI への採用が決定された。2026 年 4 月から組み入れが段階的に開始される予定だ。株式市場では、先進国株式のカテゴリーとして投資家に普及している MSCI World Index には韓国は採用されておらず、同指数への採用が最大の目標となっている。先進国インデックスへの未採用に伴う資本流入の制約は、韓国の資本収支における持続的な外貨需要超過をもたらし、ウォン為替レートへの構造的な減価圧力が発生している。こうした事態を受け、直近のウォン安局面で政府の対応が矢継ぎ早に発表されており、指数入りは急務と政府は認識している。

先進国指数入りの、主な狙いは2つある。まず、海外投資家からの資本流入により韓国政府および企業の資本調達コストを低下させ、株価の低バリュエーションが修正される。また先進国インデックス組み入れへの条件を満たせば、長らく残存してきた先進国としての韓国経済の地位と、新興国にとどまっている金融市場の発達のギャップを埋めることにつながる。債券に関しては当局自身の言葉では以下の点が挙げられている。1 点目は海外勢からの買い需要が増える分、債券価格が上昇(利回りは低下)し、それにより韓国の資金調達コストが下がる利点が指摘されている(FSC 2024)。2 点目に買い手の性質として、インデックスに採用されれば価格に敏感に反応しないパッシブ投資家の資金流入が期待出来る。パッシブは安定した保有が期待でき、価格に敏感に反応して売買する、短期的な投資期間を持つ投資家層とは異なるため当局の立場からは歓迎される。最後の 3 点目は指数入り出来れば、インデックス会社が設定した資本市場の自由度や経済発展などの基準をクリアした証となり、韓国ソブリンの信用格付けにプラスの効果があると主張できる(FSC 2024)。株式市場での MSCI World 指数入りを目指す目的も、債券と同様に海外の年金などの安定した投資家層の資金受け入れと、より自由で高度な資本市場を目指す、という点では債券指数と共通している。

直接言及されていない背景を述べれば、上述のように経済成長率が鈍化し少子高齢化が進行する中で、韓国の財政収支の将来不安が市場で認識されたり、家計や企業が対外投資を急速に拡大すれば(資本逃避)、ウォンレートやマクロ経済運営に深刻な不安定を起こす可能性もある。そこで海外からの資金を韓国に引き付けて金融収支を改善し、一方的な資産変動のリスクや資金調達コストの上昇を防ぎたい意図があると示唆される。IMF など国際機関の政策文書やペーパーでは、政策思想の潮流として、資本規制やマクロプルーデンス政策の価値を過去対比で認める方向性にある¹⁷。韓国当局

¹⁷ 学術的な分野で影響力の大きい論文としては、国際金融のトリレンマではなく資本規制するか否かを説

のスタンスは根幹の通貨主権や通貨政策に関しては管理を積極的に行うという従前通りだが、先進国インデックスの厳しい要件（資本市場、特に為替市場解放や政府への市場介入の撤廃）を部分的に受け入れる姿勢を示している。この姿勢は新興国市場に分類される国の中では、やや例外的である。この取り組みが韓国を市場区分としても先進国へと移行させるか注目したい。

まず、WGBI への加入が決定したプロセスについて述べる。WGBI はグローバル国債指数であり、先進国に限らず FTSE 社の言葉でいう「投資適合性(investability)」を満たした国の国債が採用されている。よって金融市場の区分において新興国として挙げられるメキシコや南アフリカ、ポーランドなども採用されている。資本規制がある国でも中国は一定の条件の下採用され、個別国では 2 番目のウェイトとなっている。投資適合性には市場規模(500 億ドル以上)や信用格付(S&P や Moody's でそれぞれ A- / A3 以上)などいくつかの要件があるが、最も重要なのは FTSE 社が定めるアクセス性での「レベル 2」の判定である(LSEG)。レベル 2 の判定には詳細な条件があるが、ポイントとして「グローバル債券投資家が、国際標準のオペレーションをストレスなく実行できるか」という視点で評価される。具体例として、月末のリバランス（ウェイトの調整）や、担保およびレポの利用、グローバル・カストディアン¹⁸(以下 GC)の利用などが挙げられる。なお、後述する MSCI 先進国株式インデックスと比較すると、WGBI の基準は完全に自由な市場を求めておらず、NDF 市場の併存や中銀の裁量余地も許容されている。グローバル債券投資家の実務が可能なら採用する点で条件としては MSCI の先進国株指数と比較してやや緩いと言える（既にいくつかの新興国市場も WGBI に加入済み）。

韓国が上記の条件を満たすにあたり、クリアすべきポイントはいくつかあり、それをまとめたのが以下の表である。特に重要な点として、投資家の事務代行を担う GC

いた Ray 2013 を参照。国際機関の政策フレームワークの最近のアップデートとして、IMF 2023 を参照されたい。

¹⁸ グローバル・カストディアンについては、以下の大和証券の金融・証券用語辞典を参照。「投資家に代わって有価証券の保管・管理などの業務を行う金融機関のこと。国内の投資家が海外の有価証券を購入する場合、現地のカストディアンと契約し、当該有価証券の保管・管理だけでなく、元入金・配当金の代理受領や運用成績の管理、議決権行使などを広範囲に委託することが一般的となっています。自国（現地）だけで業務する「サブ・カストディアン」と、全世界に業務展開し、世界各国のサブ・カストディアンと提携している「グローバル・カストディアン」があります。著名なグローバル・カストディアンとして、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン、JPモルガン・チェース、シティバンク、ステート・ストリート・バンク&トラストなどがあります。わが国のカストディアンは、日本マスタートラスト信託銀行、日本カストディ銀行です」。海外投資家はこれらのグローバル・カストディアンに事務を委託し、決済の指図などを行う。

から国際証券集中保管機関(ICDS¹⁹)への接続と、FX 決済の延長やインフラ充足の2点がある。前者については、WGBI で運用されている資金の中心は投資信託やグローバル年金のパッシブ運用であり、そのオペレーションはすべて GC に委託されている。その環境下で、証券管理は ICDS が担っている前提で設計されている。仮に GC に事務を委託できない場合、投資家は韓国のローカル・カストディアン(LC)に、個別に標準化されていない手続きで事務を依頼する必要があり、マニュアル作業が急増してしまう。海外投資家にとって、標準化できない事務を抱える LC 経由で、月末のリバランスなどでの大量・大口発注を伴うのは現実的ではない。また後者の現地で為替決済は、債券売買の指図に合わせて遅滞なく行う必要がある。しかし、従前オンショアのウォン市場は現地の日中時間のみしか開いておらず、欧米投資家からすれば朝には既にウォン市場は閉まっている状態だった。またカストディを介して FX 取引を行ういわゆる「第三者為替取引²⁰」が法的に明確化されておらず、現地のブローカーや銀行と投資家との間で直接のやり取りが必要で、GC による仲介や執行はできない、投資家にとって煩雑な仕組みであった。

対応時期	対応項目	内容・レベル2における意味
2023	外国人非課税の明確化	税還付遅延などによる事務処理の不確実性を除去。
2024.6	Euroclear接続	同時決済(DVP)や、担保およびレポが可能に。
2024.7	第三者FX許容・時間延長	大口の為替決済のフェイル等のボトルネックが緩和。
2024後半	オムニバス取引口座	ファンド毎の事務がカストディ名義で一括で可能に。
2025	RFI拡大・運用の安定化	参加金融機関や取引量が増加。不具合が修正され安定化。
2026.4～	決済時間延長	時差リスク最小化。米州時間の終盤まで対応。

これらのボトルネックに対し、韓国は企画財政部(MOEF)を中心に上記表の通り精力的に対応し、結果 FTSE Russell は「MOEF のこれらの努力が、投資家や市場インフラ提供者と密接に協力し、摩擦のないインデックス組み入れを確実にするという継続的なコミットメントの証であると認識」と声明文で言及した。その後、韓国国債の

¹⁹ ICDS の役割のイメージとして、日本の CDS である証券保管振替機構(ほふり)の役割を参照されたい。

「上場株式のほか、国債を除く公共債、社債、短期社債(いわゆる電子 CP)、投資信託など、資本市場(証券市場)における多岐にわたる種類の電子化された有価証券(振替法の適用を受ける有価証券)の振替その他の総合的な証券決済インフラ業務(振替制度の運営等)を行っている我が国唯一の組織です」(ほふり HP より)。

²⁰ Third Party FX or Payments (第三者為替取引または第三者宛支払い)とは、本来は顧客と銀行の間で完結する FX 取引の資金決済において、実務の必要性から別の主体へ資金を送金する場合に、取引の当事者ではない外部の最終受取人へ支払いを行うことを指す(Citi 2017)。この際の「別の主体」「取引の当事者ではない外部の最終受取人」が投資家から事務と執行を委託されているカストディアンに当たる。

WGBI 指数組み入れを 2025 年に決定した(FTSE Russell 2025)。韓国側の声明では「韓国が WGBI への組み入れに必要な厳格な要件を満たすための制度改革を実施した点や、国際投資の促進・拡大に向けて世界の債券投資家の実務的なフィードバックに積極的に対応するための政府の継続的な努力を FTSE が高く評価した」とした(MOEF 2024)。指数に採用されたことで、2026 年 4 月から 11 月の 8 カ月に向け、均等な金額での韓国国債の買いが見込まれる。FSC の発表では、WGBI 連動資産と韓国ウェイトの計算から、合計の流入資金は約 560 億ドル、月次では 70 億ドル(約 1 兆円)ほどの買いが予想される(MOEF 2024)。同声明でこれらの資金は、短期的な利益を追求する投資家層ではなく、インデックスに忠実に連動する安定したパッシブ資金であると強調され、韓国国債利回りの 0.2%~0.6%程度の低下が期待できるとした。

WGBI に採用されたため、韓国国債が「先進国債券インデックスにも新興国インデックスにも加入していない」状況は解消され、債券市場における海外からの安定した資金の呼び込みの目標は達成した。更なる裾野の拡大には、投資家の採用率が上位の別の先進国指数である J.P. Morgan 社の、GBI-Global への加入が可能性として挙げられる。しかしながら、同指数は先進国のうち固定 13 か国が採用され、MSCI や FTSE 社の指数のように新興国がレビューを経て、先進国扱いに移行される制度設計にはなっていない(J.P. Morgan 2022)。同指数では、完成された固定の先進国指数を投資家に提供することが目的であり、投資可能性やアクセス性が長期間に渡って確保されており、決して後戻りの可能性がないことが最重要視されている。資本市場改革の途上にある韓国が、同指数入りを目指すのは現実的ではない。今後の韓国政府の取り組みとしては、WGBI の適合性を確実に履行できる運用体制を確立すると共に、為替市場の自由化など更なる投資家の事務フロー削減を行い、安定した投資家層であるパッシブや年金を持続的に惹きつける政策が求められる。

続いて株式市場での代表的な先進国指数である、MSCI World への加入の取り組みを紹介する。MSCI 社の資料によれば、先進国指数である MSCI World をベンチマークとする投資家の運用額は約 4.2 兆ドルであり、新興国指数の MSCI Emerging の 1.5 兆ドルの 2.8 倍である。またパッシブ投資家の比率も 29%と、新興国の 27%よりやや高い(MSCI 2025a)。先進国の年金など、質の高く安定した投資家層がこちらも債券同様に期待できる。しかし、韓国株式市場の MSCI World への採用にあたり、株式指数特有の条件や、MSCI 社の設計思想などから相応にハードルは高い。現実として、韓国株式市場は、まだ格上げとなる前段階の MSCI World 指数のウォッチリスト入りも目途は立っていない。以下その背景と、今後の展望を解説していく。

WGBI との相違点をまとめたのが、以下の表である。国債投資の主な運用主体はソブリンや年金保険などの機関投資家が主である一方、株はパッシブ ETF が主体だ。この投資家層の差は、指数の性格に無視できない影響を及ぼす。債券(国債)指数では、投資スパンは中長期であり、WGBI 加入のプロセスで見たように、市場の自由度は幅

を持って許容・判定されている(例: NDF 市場の残存など)。また、国債市場に何らかの危機や変動が起こったとしても、主な参加者であるソブリン投資家や政府当局が最終的には安定化措置や介入を講じると想定されるため、危機対応の政策も柔軟に許容されている。一方で、MSCI World の投資家層はパッシブ ETF が主であり、その目的は指数を可能な限り正確に追跡すること (Index Tracking) である。指数との乖離

(Tracking Error) を最小化するため、売買コストの最小化や、リバランスやヘッジの最適化、税や日々の入出金に応じた効率的なキャッシュフローの管理が求められる。よって祝日などを除いて、いつでも指数通りに売買できる点が重要な条件である。為替市場が NDF とオンショアに分かれている構造や、政府による市場介入の可能性は、指数会社やパッシブ投資家にとって、指数構成に沿った円滑な取引執行を難しくする要因となり得る。このため、株式指数の評価においては、資本市場の開放性や市場アクセスの確保に関する要件が、債券指数と比較してより厳格に評価される傾向がある。

FTSE WGBI と MSCI World 指数の特徴比較

観点	WGBI	MSCI
主要顧客	中銀・年金・保険	パッシブETF
投資期間	数年～数十年	日次～瞬間
リバランス	月次・緩やか	半期・一斉
危機対応	受け入れる	嫌う
政府介入	許容	不可
市場自由度	改善中でOK	完全でない NG

(各社資料などを基に作成)

この特徴から、MSCI 社の株式指数で新興国カテゴリーから先進国に移行した例はほとんどない²¹。そのような厳しい条件下でも、韓国は 5 年以上かけて指数加入への取り組みを積極的に進めてきた (MOEF の英語版ウェブサイトでは 2021 年から MSCI 指数入りに関する資料が確認できる)。今のところ指数入りの前段階のウォッチリスト入りもできていない状況である。足元の課題として、2025 年に MSCI 社から発表された

²¹ 少数事例としてポルトガルとギリシア(後に降格)、イスラエルが挙げられる。前者 2 国はユーロ圏統合の文脈で資本市場規制が解放されたのが主な要因であり、イスラエルは小国開放経済で地政学リスクが不安定な中東地域でも資本自由化のロードマップを推し進め、逆戻り(規制強化など)が一切無かった点が評価された。またシンガポールは金融市場の区分では新興国に挙げられるが、MSCI 社などの株式指数においては当初より先進国扱いとなっている。

「市場分類見直し」では、韓国市場の大きな課題として「空売り規制」と「外国為替市場」が挙げられている(MSCI 2025b)²²。

「空売り規制」については、韓国特有の背景と経緯がある。韓国は2008年のグローバル金融危機後に機関投資家の「ネイキッド・ショートセリング」(株を借りずに空売りする行為、先進国でも原則禁止)による摘発が相次ぎ、2023年に世論や個人投資家の空売りへの批判的な態度もあり、空売りを全面禁止に踏み切った。その後は、規制やモニタリング体制を変更した上で、2025年に解禁した。

従来、韓国では個人投資家と機関投資家で、空売り条件に格差が存在した。個人は空売りが可能な期間に制限があり、銘柄も限定されている。また要求される担保の条件も厳しい。一方で機関投資家は、実質無期限で空売り期間を延長でき、銘柄も制限なく担保条件も緩かった。この格差が、韓国個人投資家層の「機関投資家は空売りを不当に押し下げ、株価を押し下げている」という不信感を形成する素地となった。KCFIの研究によれば、韓国の学界や業界の専門家は、空売りのプラス効果を概ね認めている。プラス効果は、価格発見の向上、バブルの抑制、流動性の向上などである。しかし、個人投資家は空売りに否定的な見解を示しており、空売りは株価下落を招き、不公正な取引慣行を助長するとしている。こうして金融業界と個人投資家の間で、空売りに対して乖離した認識が存在していた(Hwang 2025)。

	個人投資家	機関投資家
返済期限	90日間（一律の期限あり）	実質的に無期限の延長が可能
担保倍率	120%～140%（高く設定）	105%（低く設定）
調達方法	証券会社の限定的な在庫のみ	機関投資家サービスで広範囲なアクセス
残高報告	証券会社を通じて厳格に管理	各社内部システムに委任。不透明

(各報道・FSC資料より作成)

個人投資家の空売り行為への批判的な態度がある中、空売りによる不正行為が2018年に立て続けに発生し、不信感をより募らせた。サムスン証券が2018年4月、株式保有制度に基づき、従業員に28億ウォン相当の配当金を支払うはずが、コンピューターに単位を「ウォン」ではなく「株」と入力ミスし、株式を大量に誤発行した。そして一部の従業員は会社からの警告を無視し、誤って提供された株式を売却し現金化した

²² その他にも30年以上続いた「外国人投資家登録制度(IRC)」を廃止し、パスポートやLEI(法人識別子)のみでの取引を可能にした制度についての運用の確認と投資家からのフィードバックが必要としている。統合口座(オムニバス口座)を通じた取引や決済が実務レベルで摩擦なく機能しているかを注視する、と記載している。ただしこれらの点は運用およびFSCの働きかけにより、上記の2項目よりは解決が容易であるため本文では省略する。

(ロイター通信 2018 年 4 月 10 日報道)。この「存在しないはずの株の売り」が発生し「韓国市場は、システム上存在しない株式の売りを止められない」「違法な売り・空売りも横行してしまう」という印象を世論に与えた。また同年 5 月には、ゴールドマン・サックス社が FSC からネイキッド・ショートセリングで摘発され罰金を言い渡されている(ロイター通信 2018 年 11 月 28 日報道)。その後も断続的に欧米大手証券会社・運用会社が摘発される案件が相次いだ²³。

大手外資の処分は、FSC としては厳しい態度を示した事例となった。しかし、世論や個人投資家の間では、大手機関投資家や証券会社でさえも不正な空売りに手を染めているとの認識が強まった。その後、コロナ・ショック時に市場安定の目的で導入された空売り規制は、部分的に延長された。FSC は 2021 年 2 月に空売り禁止の原則延長と、一方で KOSPI200 と KOSDAQ150 に限って空売りの一部再開を決めた。また同時に制度改善を並行させ、将来の空売り再開を進める枠組みを公式に発表した(FSC 2021)。これには個人投資家が署名活動などのキャンペーンを大規模に行ったことや、コロナ中の株式ブームを経て個人投資家が増加し、政治としても無視できなくなったことが影響している。そして 2023 年には、空売りの一時的な禁止を求める請願に 5 万人以上の韓国国民が署名した(ロイター通信 2023 年 11 月 16 日報道)。韓国での個人投資家の影響力が無視できない中、2024 年 4 月に総選挙が迫っており FSC は 2023 年 11 月に 2024 年 6 月までの全面禁止の延長を決定した(FSC 2023)。

空売り禁止の措置を受け、MSCI 社は 2024 年のレビューにおいて「空売り禁止は市場アクセスに対する、追加的な制約を導入した」と指摘。評価の三本柱の 1 つである市場アクセス性を棄損したとの評価を下した(MSCI 2024)。またその後のコメントでも「この禁止措置は一時的と見込まれるが、突然の市場ルール変更は望ましくない」とし、政策の予測可能性が低下した点を問題とした。空売りは MSCI World Index をトラッキングする ETF のマーケット・メイカーが裁定取引に利用しており、投資家のポートフォリオ・ヘッジに不可欠であるため、突然のルール変更およびヘッジ機能の制限は、同社から嫌気された。同社は 2024 年 6 月の「市場アクセス・レビュー」において、韓国の空売り項目に対する評価を「+ (問題なし)」から「- (改善が必要)」へ格下げした。FSC は空売り規制の理由に、不法なネイキッド・ショートの根絶を掲げ正当化した。しかし、MSCI は理由を問わず、一般的なヘッジ手段である空売りを全面的に止める事態は、グローバル基準から乖離しているという一貫した立場を示した。

政府としては一旦空売りをまずは禁止し、個人投資家の要請に対応する必要があった。しかしながら、将来の先進国株価指数入りを目指す上で、いつまでも空売りを禁

²³ 2023 年 10 月 HSBC と BNP Paribas による無借株空売りが発覚。金額は約 400 億ウォンと約 160 億ウォン、違反期間も数カ月にとわたるとされた。2024 年 7 月には韓国 FSC は Credit Suisse グループの旧子会社 2 社に対し、空売り規制違反により合計 271 億ウォンの制裁金を科した。

止する訳にはいかない。韓国政府は空売り再開に向けた措置を、2024年の総選挙後に導入する。具体的な制度として、まず監視システムの立ち上げがある。金融機関を訴訟した際、証拠の立証など観点から、事後的に違法な空売り刑事責任を追及するのは難しい、とFSCは認識した。そのため取引所KRXにて、リアルタイムの監視システム(NSDS)を稼働させ、事後的ではなくリアルタイムに違反を取り締まる体制を整備した。また不公平感のあった、個人と機関投資家の空売りの条件の是正を国会で可決した。個人の現金担保を105%へ引下げ一方（機関と同水準）、機関投資家の株の返済期限を90日に設定し、90日ごと更新かつ最長12か月に制限した（個人も同条件に設定された）。モニタリングの面では、機関投資家の内部統制基準を厳格化し、上述のNSDSシステム上で突合する体制にした。一連の施策で投資家間の不平等は制度上では解消されたものの、残された課題もある。例えば個人への貸株の供給は少なく、機関投資家はプライム・ブローカーから豊富な流動性が提供される構図に変化はない。またNSDSにもタイムラグがあり、クロスボーダー取引やOTCデリバティブでのシンセティック・ショートなど複雑かつ類似の経済価値を持つような、全での取引明細は把握はできない。

その後も個人投資家の圧力団体である「韓国株式投資者連合会」による空売り再開への反対集会が開催され、MSCI先進国株式指数入りのために個人投資家が犠牲になっている、という批判が挙がった。しかし、これら一連の是正措置を受け、空売りの不正防止の体制および不公平が是正されたとして、韓国政府は2025年3月より空売りの全面再開を行った。2025年6月のレビューでMSCIは韓国の空売り評価を再び「+（プラス）」に戻し、現在は「制度が安定して運用されるか」を、指数会社として継続的に監視するフェーズに入ったとした。こうして、韓国における空売り規制は一旦、政治および指数会社のアジェンダから後退した。しかし、この一連のプロセスはこの数年間と短期間で発生している。株式市場が下落すれば、個人投資家から空売りは問題視されやすくなる。また政府が総選挙などの支持動員へのインセンティブが働くと、空売り規制変更の可能性が出現する。こういった事態がMSCI社が懸念している点であり、空売りは今後とも状況次第で、韓国の資本市場にとってリスクとなる恐れを内包している。

続いてMSCI社が課題に挙げた「外国為替市場」の項目について、同社は先進国株価指数入りにあたり、以下の為替市場の特徴が必要であると分類している。1.完全な交換可能性（fully convertible）、2.資本規制が存在しない、3.流動性が高く最良執行（best execution）を確保できる、の3点である。3点目の流動性に関しては、具体的なケースとして指数リバランス時等での大規模かつ時間的制約のある取引を支えられる状態、を条件としている²⁴。流動性については、本レポートで確認したように、ウォン

²⁴ また「先進国の外国為替市場」の特徴として以下に付言している。「グローバル投資家による幅広い市場

のグローバルな為替市場でのプレゼンスを考慮すれば既に達成済みだと言える。実際 MSCI World に加入しているノルウェーやイスラエルの通貨と比較して、ウォンは出来高が多い。課題は、残り 2 点の資本規制および、オンショアとオフショア為替市場の分断による、不完全な交換性にある。先の債券指数加入において FTSE 社は、MSCI 社よりも条件は緩やかで、オンショアのウォン市場におけるクローズ時刻を、従来の現地時間 15:30 から翌日午前 2 時まで延長することで、WGBI への採用が許容された。一方、MSCI 社はレビューで「韓国の限定的な改革措置、例えば市場取引時間の延長（これは現在いかなる先進国市場の慣行も反映していない）だけで、発展した外国為替市場を実現できるかどうかは、依然として不透明である」と、取り組みが不十分と評価している。

MSCI 社のウォン市場への評価を受けて、韓国企画財政省は今年 1 月、半期経済政策計画の一環としてオンショア・ウォン市場の 24 時間取引化を発表すると発表。7 月から施行するとした。今後のステップとしては、先進国の為替市場と変わらない、オンショア市場の開放と非居住者の参加を徐々に拡大していく方針だ。MOEF が立ち上げたタスクフォースの声明にて「過去の外貨危機の爪痕により、韓国の通貨政策はオフショア市場における非居住者間のウォン取引を事実上禁止してきた。しかし、このような閉鎖的な市場構造は、急速に拡大する韓国経済と貿易量にはもはや適合していない」と指摘している(MOEF 2025)。この文面には、過去に通貨危機の教訓から厳しい資本規制を導入した韓国政府とは一線を画す、ウォン自由化への強い決意が示されている。具体的な今後の取り組みとしては、RFI（登録外国金融機関）制度を通じた海外勢のオンショア・ウォン市場への参加を増やすため、規制や報告義務を撤廃していく方針だ。またオフショアでの、ウォン決済システムの導入が目指されている²⁵。他にも「実需原則(投資や貿易の裏付け)」の完全撤廃による自由な取引、非居住者間の自由なウォン取引および決済、NDF 市場からオンショア・ウォン市場への流動性の集約が必要になっていくだろう。

構築すべきインフラの規模や規制改正や、実際にオンショア・ウォン市場における流動性の向上が達成されるには、相応の時間がまだかかる。MSCI 社の厳格なスタンスからは、外国為替のボトルネックが解消したとの評価に至るには時間がかかりそうだ。次回のレビューでの先進国指数へのウォッチリスト入りは、まだ困難かもしれない。しかしながら、従来の韓国規制当局の通貨危機以来の方針、すなわち厳格な資本規制でウォン市場の厚みを犠牲にしてでもフローを管理する、というスタンスからは

参加「リアルタイムの価格透明性」「信頼性が高く効率的な決済システム」。

²⁵ 現在は韓国銀行のオンショア決済ネットワークが夕方までしか稼働しないため、オフショアの投資家や金融機関が夜間にウォンで決済する際の制約が存在した。新システムはそれを解消し、夜間やオフショアでもウォン決済が可能なインフラ構築を目指す。

変化が観察されている。また、今では韓国の資本市場改革および自由化は、与野党が支持する広範なコンセンサスになっていると言える。韓国が MSCI 社の先進国株価指数入りを目指す運動は、冷戦終結後に市場区分が新興国である国が先進国へと移行した国は稀な中、その天井を破るか引き続き注目の事例といえる。

結論

本稿の分析から、韓国ウォン市場の特性が単なる市場の未成熟によるものではなく、歴史的経験と制度の選択の帰結であるという点が明らかとなった。特にアジア通貨危機の経験は、資本規制の維持や為替市場への当局の関与を正当化し、現在のウォン市場にも強い影響を与えている。この結果として生じた「経済は先進国、市場は新興国」というギャップは、単に分類上の問題にとどまらず、資本流入の制約やリスク性通貨としての特性、さらに公的年金の資産配分にまで影響を及ぼしている。未達の先進国インデックス採用や、オンショア・オフショア市場の分断といった要因は、韓国が本来享受し得る資本流入による恩恵を制限していると評価できる。

もっとも近年では、国内機関投資家層の拡大や資本市場改革の進展により、このギャップを縮小する取り組みも観察される。特に為替市場の自由化や外国投資家アクセスの改善は、韓国市場の位置付けを再定義する可能性がある。今後の重要な論点は、このギャップをどの程度まで解消し得るのか、そしてその過程で金融システムの安定性と市場効率性のトレードオフをいかに管理するかにある。韓国の事例は、経済的には先進国にキャッチアップしつつも市場区分が新興国に留まり続ける、今後のグローバルサウス諸国への教訓ともなるだろう。グローバルな資本市場の多様性を理解する上でも、重要なケーススタディであると思われる。

以上

参考文献

- Ahn, Byung Chan. 2008. “Capital Flows and Effects on Financial Markets in Korea: Developments and Policy Responses.” In *Financial Globalisation and Emerging Market Capital Flows*, edited by Bank for International Settlements, 305–320. Basel: Bank for International Settlements.
- Arslanalp, Serkan, Barry J. Eichengreen, and Chima Simpson-Bell. 2022. “The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies.” IMF Working Paper No. 2022/058, March 24.
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/03/24/The-Stealth-Erosion-of-Dollar-Dominance-Active-Diversifiers-and-the-Rise-of-Nontraditional-515150>. Accessed October 16, 2025.
- Asian Development Bank. 2015. *Price Discovery and Foreign Participation in the Republic of Korea’s Government Bond Cash and Futures Markets*. ADB Economics Working Paper Series No. 427. Manila: Asian Development Bank.
- Asian Development Bank. 2025. *Asia Bond Monitor, September 2025*. Manila: Asian Development Bank. <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/1082366/asia-bond-monitor-september-2025.pdf>. Accessed October 9, 2025.
- Asian Development Bank. n.d. *AsianBondsOnline Data Portal*.
<https://asianbondsonline.adb.org/data-portal/index.php>. Accessed October 9, 2025.
- ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO). 2023. *Annual Consultation Report on Korea – 2022*. Singapore: AMRO. Published April 4. <https://amro-asia.org/amros-2022-annual-consultation-report-on-korea/>.
- Bank for International Settlements (BIS). n.d. “Recent Redemptions of Foreign-Currency Debt.” BIS Statistics. <https://www.bis.org/statistics/rpfx25.htm>. Accessed October 9, 2025.
- Bank for International Settlements (BIS). 2025. *BIS Quarterly Review: September 2025*. Basel: Bank for International Settlements. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2509.pdf.
- Bank of Korea. 2019. “Reserves Management and FX Intervention.” In *Reserves Management and FX Intervention*, BIS Papers No. 104, 163–170. Basel: Bank for International Settlements.
- Bank of Korea. 2020. *Bank of Korea: A Seventy-Year History, 1950–2020*. Seoul: Bank of

- Korea. <https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400116>.
- Bank of Korea. n.d. “1953–1962 | Currency Timeline.”
<https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400117>. Accessed October 16, 2025.
- Bank of Korea. n.d. “1962–1970 | Currency Timeline.”
<https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400118>. Accessed October 16, 2025.
- Borowiec, Steven. 2018. “IMF’s Bitter Medicine Brought Growth, But Also Inequality.”
YaleGlobal Online, February 22. <https://archive-yaleglobal.yale.edu/content/imfs-bitter-medicine-brought-growth-also-inequality>.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Rudy Loo-Kung. 2012. “Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop.” NBER Working Paper No. 18219, July. <https://doi.org/10.3386/w18219>.
- Choi, Changho. 2014. “Impact of FX-Related Macroprudential Measures in Korea: An Assessment.” In *Volatile Capital Flows in Korea*, edited by Kyuil Chung, Soyoung Kim, Hail Park, Changho Choi, and Hyun Song Shin, 187–216. New York: Palgrave Macmillan.
- Citi. 2017. *Foreign Exchange Payments: Payment Protocols*. October 5.
- Coe, D. T. 2001. “From Crisis to Recovery in Korea.” In *Korean Crisis and Recovery*, edited by D. T. Coe, 1–30. Washington, DC: International Monetary Fund.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/history/2001/ch08.pdf>.
- Financial Services Commission (FSC). 2021. “Short Selling to Resume for KOSPI 200 and KOSDAQ 150 Stocks from May 3.” Press release, April 29.
<https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/75835>. Accessed March 11, 2026.
- Financial Services Commission (FSC). 2023. “FSC Announces Measures to Improve the Short-Selling System.” Press release, November 16. <https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/82465>. Accessed March 11, 2026.
- FTSE Russell. 2025. “FTSE Fixed Income Country Classification – March 2025 Results Announcement.” April 8.
- Hayo, Bernd. 2002. “Popular Reaction to the Intervention by the IMF in the Korean Economic Crisis.” *The Pacific Review* 15 (4): 497–513. <https://doi.org/10.1080/0951274022000036629>.

- Hwang, Seiwoon. 2025. *Short Selling Resumption in Korea: Regulatory Reform and Market Implications*. Korea Capital Market Institute, April 1.
https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?cno=6517&year=2025&zcd=002001017&zno=1840. Accessed February 20, 2026.
- Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2017. *Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?* NBER Working Paper No. 23134, February. <https://doi.org/10.3386/w23134>.
- IMF (International Monetary Fund). 2023. *Integrated Policy Framework—Principles for the Use of Foreign Exchange Intervention*. Washington, DC: International Monetary Fund, December 21.
- IMF (International Monetary Fund). 2024. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2023*. Washington, DC: International Monetary Fund.
<https://www.imf.org/en/Publications/AREAER>. Accessed October 9, 2025.
- J.P. Morgan. 2022. *Global Index Research Product Guide 2022*.
<https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/markets/index-research/Global-Index-Research-Product-Guide-2022.pdf>.
- J.P. Morgan. 2024. *GBI Global Index Methodology: Defining the Universe of Eligible Countries*. September 26. New York: J.P. Morgan Chase & Co.
- Kang, Sohyun. 2023. “Analysis on the Causes behind the Korea Discount.” SSRN Scholarly Paper, February 16.
- Kim, Seung-kyung, and John Finch. 2002. “Living with Rhetoric, Living against Rhetoric: Korean Families and the IMF Economic Crisis.” *Korean Studies* 26 (1): 120–139. Honolulu: University of Hawai‘i Press.
- Kim, Soyoung, Sunghyun H. Kim, and Yunjong Wang. 2001. *Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization: The Case of Korea*. Seoul: Korea Institute for International Economic Policy (KIEP).
- Kim, Soyoung, Sunghyun H. Kim, and Yunjong Wang. 2004. “Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization: The Case of Korea.” *Review of Development Economics* 8 (4): 624–639.
- Korea Capital Market Institute (KCMi). 2025. *Current Trends and Outlook of Korea’s Credit*

- Bond Market*. Seoul: Korea Capital Market Institute, January 2.
https://www.kcmi.re.kr/en/publications/pub_detail_view?cno=6464&year=2025&zcd=002001017&zno=1825. Accessed October 9, 2025.
- Korea Exchange (KRX). n.d. “Data Portal — Derivatives Investor Trading Statistics.”
<https://data.krx.co.kr/contents/MDC/MDI/mdiLoader/index.cmd?menuId=MDC0201>.
Accessed October 9, 2025.
- McCauley, Robert N., and Chang Shu. 2016. “Non-Deliverable Forwards: Impact of Currency Internationalisation and Derivatives Reform.” *BIS Quarterly Review*, December: 81–93.
- Ministry of Economy and Finance (MOEF, Republic of Korea). 2025. “Task Force on Advancing FX Market Infrastructure to Establish a Global Trading Base for the Korean Won.” Press release, November 21.
<https://english.moef.go.kr/pc/selectTbPressCenterDtl.do?boardCd=N0001&seq=6297>.
Accessed February 20, 2026.
- Ministry of Economy and Finance (MOEF, Republic of Korea). 2024. “Korea Joins FTSE Russell’s World Government Bond Index.” Press release, October 9.
<https://english.moef.go.kr/pc/selectTbPressCenterDtl.do?boardCd=N0001&seq=5979>.
Accessed February 4, 2026.
- Moon, Woo-Sik, and Yeong-Seop Rhee. 2000. “Foreign Exchange Market Liberalization Policies in Korea: Past Assessment and Future Options.” *Journal of International and Area Studies* 7 (1): 59–79.
- MSCI. 2024. *MSCI Market Classification Review 2024*. New York: MSCI Inc.
<https://www.msci.com/documents/10199/aa6d80a3-9bc4-4f98-9b7d-02f985826daf>.
- MSCI. 2025a. *Index Pathways to Access India’s Evolving Markets*. Webinar presentation, November 19.
- MSCI. 2025b. “MSCI Announces Results of the MSCI 2025 Market Classification Review.” June 24. New York: MSCI Inc.
- Nam, Sang-Woo, and Se-Jong Kim. 1999. “Evaluation of Korea’s Exchange Rate Policy.” In *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries*, edited by Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, 235–268. Chicago: University of Chicago Press.
- Noland, Marcus. 2005. *South Korea’s Experience with International Capital Flows*. NBER

Working Paper No. 11381, May.

National Pension Service (NPS). n.d. *National Pension Service Investment Management*.
<https://fund.nps.or.kr/eng/main.do>. Accessed March 16, 2026.

National Pension Service (NPS). 2024. *National Pension Fund Annual Report 2024*. Jeonju:
National Pension Service.
<https://www.nps.or.kr/docuviewer/docuviewer.jsp?contenttype=pdf&contentid=temp/cbe61efc-f695-4ebe-8245-f9c8dbb1333>. Accessed March 19, 2026.

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). 2022. *OECD Reviews of Pension Systems: Korea*. Paris: OECD Publishing.
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2022/09/oecd-reviews-of-pension-systems-korea_057d3b66/2f1643f9-en.pdf. Accessed March 16, 2026.

Pringle, Robert, and Joasia E. Popowicz, eds. 2025. *HSBC Reserve Management Trends 2025*.
First published May 26. <https://www.centralbanking.com/hsbc-reserve-management-trends-2025>. Accessed October 16, 2025.

Rhee, Chang Yong. 2024. “An Integrated Policy Framework: Application to Korea’s Monetary Policy.” Speech at the Korea International Economic Association Winter Conference, Seoul, December 23. BIS Review, January 9, 2025. <https://www.bis.org/review/r250109b.htm>.

Reserve Advisory and Management Partnership, and World Bank. 2023. *Reserve Management Survey Report 2023*. Washington, DC: World Bank.

Rey, H el ene. 2013. “Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.” Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August.

Yun, Youngjin. 2020. “Post-crisis Changes in the Pattern of Capital Flows: The Case of Korea.” *Economics Bulletin* 40 (1): 601–611.

大蔵省印刷局. 1962. 『大蔵省印刷局史』. 東京: 大蔵省印刷局.

小笠原 信実. 2020. 「〈研究ノート〉1997年アジア通貨危機以後の韓国の経済格差と財政政策」『財政と公共政策』67: 45–57.

郭 洋春. 2002. 「IMF体制と韓国の社会政策」『海外日本人研修協会会報』146.

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF). (2023, November 10). GPIF 植田 CIO に聞いてみよう～2023 年度第 2 四半期の運用を振り返る～ [Video]. YouTube.

https://www.youtube.com/watch?v=TT_5FVUMV8E 2026 年 3 月 15 日アクセス

宮本 光晴. 2003. 「韓国における労働市場の柔軟化と非正規労働者の規模の拡大」『大原社会問題研究所雑誌』第 535 号 (6 月) : 36–52.

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、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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 2026 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

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

e-mail: admin@iima.or.jp

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