

2018年4月4日

通貨ニュース

米韓 FTA 原則合意の背景と KRW 相場

- 3月25日、米国側に有利な条件で米韓通商交渉がほぼ妥結したことを両国が発表。しかしながら、韓国経済への直接的な影響は軽微であり、市場でも悪影響を懸念する向きはほぼ皆無。
- 市場が注目したのは為替操作の回避を企図する為替条項の導入であった。北朝鮮との和平交渉を控えて韓国と交渉がしやすかったことに加え、為替政策報告書の定義に基づけば韓国は為替操作国に限りなく近かったことが導入の背景だと思われる。
- 為替条項が導入されれば BOK は介入しづらくなり、KRW の急変動を許容せざるを得なくなる。他のアジア通貨対比で KRW のボラティリティは高く、一段と上昇すれば投資通貨としての魅力が薄れるため、米朝間の関係悪化など、リスクオフを促すイベントに直面すると値崩れしやすくなるだろう。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

米韓通商交渉は妥結に向けて大きく前進

3月25日に米国と韓国の両政府は通商交渉で基本合意に達したことを発表した。鉄鋼の輸出に関しては、韓国が2015～17年の平均輸出量の70%を上限とするクォータ制を導入する代わりに、米国は鉄鋼輸入に関する追加関税の対象から韓国を除外するとした。

さらに1月に開始した米韓自由貿易協定(FTA)の改定でも原則合意。米国の安全基準に基づいて製造した自動車韓国で販売できる台数を2万5千台から5万台に倍増するほか、米国のピックアップトラック輸入に関する関税撤廃時期を2021年から2041年へ延長するなど、米国側に有利な内容で改定されることとなった。

しかしながら、これらの合意だけであれば韓国経済に与える影響は限定的であろう。2017年の米国に対する鉄鋼輸出額は約32億ドルと対米輸出全体の4.7%、対GDP比では0.2%に過ぎず、仮に金額ベースで2017年対比30%減少したとしてもGDPへの下押し圧力は前年比0.06%ptにとどまる。実際、合意発表後のウォン(KRW)相場は対ドルで1080台前半から1050台半ばまで上昇しており、輸出への悪影響を懸念する向きは市場でみられていない。

市場の注目は為替条項の導入

むしろ、注目されたのは為替操作の回避を確保するメカニズム(為替条項)に関する覚書(MOU)の発表である。オバマ前政権時代から米国内の自動車、鉄鋼業界および労働組合などからの要請を背景に、米国は通商交渉で同条項の導入を要求してきたが、今までは実現してこなかった。

トランプ米大統領も北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉で改定内容の1つとしてカナダ・メキシコに提案したが、両国の激しい抵抗に遭って協議は難航していた。翻って、韓国は北朝鮮との和平交渉を控えて米国の助力を必要としており、安全保障と絡めて交渉がしやすかったことから、同条項について実績を作

る好機とトランプ政権側はみていた可能性がある。

また、米財務省が半期に一度作成する為替政策報告書における為替操作国認定の定義に鑑みると、韓国は限りなくクロに近いグレーだったことが導入の理由として挙げられる。前回の報告書(2017年10月)では、監視リスト入りする条件である 対米貿易黒字(年間200億ドル以上)、 経常黒字(対GDP比+3%以上)、 一方的且つ継続的な外貨買い為替介入(12か月でGDPの+2%以上)のうち、 とを満たしたとして韓国はリスト入りしていた。

両条件について2017年通年の数値を確認すると、韓国は引き続きリスト入りの条件を満たしている(図表1)。 についても該当すると為替操作国と認定されるが、1年間で増えた外貨準備額(ドル建て)はGDP比で約+1.2%と金額は基準を満たしていない。但し、 には「過去12か月間で8か月は外貨買い介入を行っている」という補足条件があり、場合によっては一方的な介入をしたとみなされると定義されている。

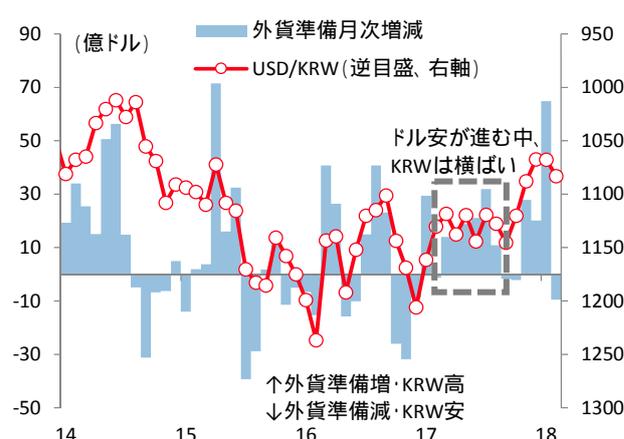
2017年は12か月中、9か月で韓国の外貨準備は増加した。また、春先から夏場にかけて主要通貨対比でドル安が進んだにも拘らず、KRWはレンジ内で推移していたが、同期間中に外貨準備は継続的に増加している(図表2)。為替政策報告書の主旨に照らせば、介入金額こそ要件を満たしていないものの、KRW高を介入によって止めていたとの疑いがあるとし、韓国に対して一定の改善を求めるのは当然との思いが米国側にあったと推察される。

図表1:対米貿易収・経常収支(米国の主要貿易相手国)

	対米貿易黒字 (2017年間)	経常収支 (2017年間、GDP比、%)	監視対象の判定
中国	3752億ドル	1.4	監視対象
メキシコ	711億ドル	-1.6	非対象
日本	688億ドル	4.0	監視対象
ドイツ	643億ドル	8.0	監視対象
イタリア	316億ドル	2.9	非対象
インド	229億ドル	-2.0	非対象
韓国	229億ドル	5.1	監視対象
カナダ	173億ドル	-3.0	非対象
台湾	167億ドル	14.7	非対象
フランス	153億ドル	-1.2	非対象
スイス	143億ドル	9.9	監視対象
ブラジル	-76億ドル	-0.5	非対象
英国	-33億ドル	-4.2	非対象

注:主要貿易相手国は米為替政策報告書の定義に従う。
出所:各国の中央銀行および統計局、ブルームバーグ、IMF、みずほ銀行

図表2:韓国 外貨準備増減とUSD/KRW



出所:韓国中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

為替条項の導入はKRWのボラティリティを上昇させる恐れ

いずれにせよ、韓国との間で為替条項に関するMOUが発行される方向で事は進んでいる。米通商代表部(USTR)は「(介入について)透明性と説明責任を果たす」規定が盛り込まれると発表しており、韓国政府は為替市場における介入実績を公開するとの観測も聞かれる。実際、3月18日に韓国の企画財務部および韓国中央銀行(BOK)は「外国為替市場の透明性向上などを含めた外国為替市場先進化案を検討中」としており、その一環で為替介入実績の公表も検討しているとの関係者談が報じられている。

かかる状況下、市場ではBOKはKRW売り介入がしづらくなり、KRWが上昇し続けても抑制できなくなるとの思惑から、今回の決定はKRW高要因として捉える向きが多い。ただ、市場では見落とされているが、為替条項導入後にKRW安が進んだ場合、BOKが以前のようにKRW買い介入を行うかについては疑問が残る。

KRW買い介入は米国の監視するポイントではないため、KRWが上昇する時には介入を見送るが、KRWが下落するときは介入することは可能ではある。しかしながら、輸出の規模がGDP比で52%とG7平均(同28%、IMF集計)より高い韓国経済にとってKRW安を阻止することは景気下振れ圧力を強める恐れがある。実際、2014年から足許までKRWは双方向に大きく振れたにも拘らず、韓国の外貨準備は同期間中に増加していることは、BOKはKRW安よりもKRW高をより警戒していたことを示唆している。

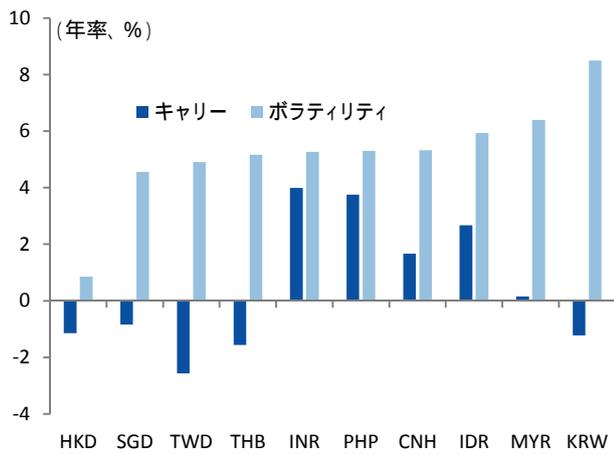
米国に目をつけられず韓国の輸出に対する悪影響も避けようとするれば、BOKの採れる選択肢は介入そのものを手控えて、KRWの急変動を許容することしかない。これはKRWのボラティリティが上昇しやすくなることを意味している。ただでさえKRWはキャリーがネガティブ(ドルを見合いに保有し続けると金利差分だけ損失が発生)であり、しかもボラティリティは他のアジア通貨対比で高い(図表3)。また、実質実効為替レートは長期平均を上回り割高感が増しつつある(図表4)。こうした中、ボラティリティが上昇するとすれば、KRWの投資通貨としての魅力は一層薄れることになる。

2018年は米国および韓国経済は堅調推移が予測されており、かつ主要通貨対比でドル安が進んでいるため、KRWは緩やかに上昇するだろう。しかしながら、実質実効為替レートでみた上昇余地が小さくなる中、ボラティリティの上昇を促すようなリスクオフのイベントに直面した場合は、急落するリスクが大きいと考える。

当面気にすべきは、北朝鮮との和平交渉だ。4月27日に南北首脳会談、5月末までに米朝首脳会談が予定されており、北朝鮮がどこまで非核化にコミットするかに注目が集まる。トランプ米政権では首脳会談の下準備を進めてきたティラーソン米国務長官やマクマスター米大統領補佐官が実質的に解任され、後任に強硬派とみられるポンペオ元CIA長官およびボルトン元国連大使が指名された。さらにトランプ大統領は3月29日に米韓FTA改定における最終決定について、北朝鮮との核問題が解決するまで先延ばしする可能性を示唆した。

トランプ政権の新閣僚の顔ぶれや大統領発言を踏まえれば、両首脳会談で北朝鮮のコミットメントが弱いと判断すれば、FTA改定や為替条項に関するMOUの内容をより米国に有利な条件で要求し、韓国に対して圧力をかける公算は大きい。こうした状況に陥ると、韓国は北朝鮮との緊張の高まりだけでなく、米国との通商摩擦激化にも直面することになるため、KRWのボラティリティは上昇し下落圧力に晒されるだろう。ゆえに両首脳会談における北朝鮮の態度はKRWの上昇が続くか否かを決める重要な要素になると考える。

図表3: アジア通貨 インプライド・キャリーおよびボラティリティ



注: 3 か月物のフォワード、オプションに基づく推計値, 4月2日基準。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4: 韓国ウォンの実質実効為替レート



注: 94年1月～18年2月までの平均値および標準偏差()。
出所: BIS、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、确实性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。