

【通貨ニュース】

韓国ウォンを取り巻く状況について

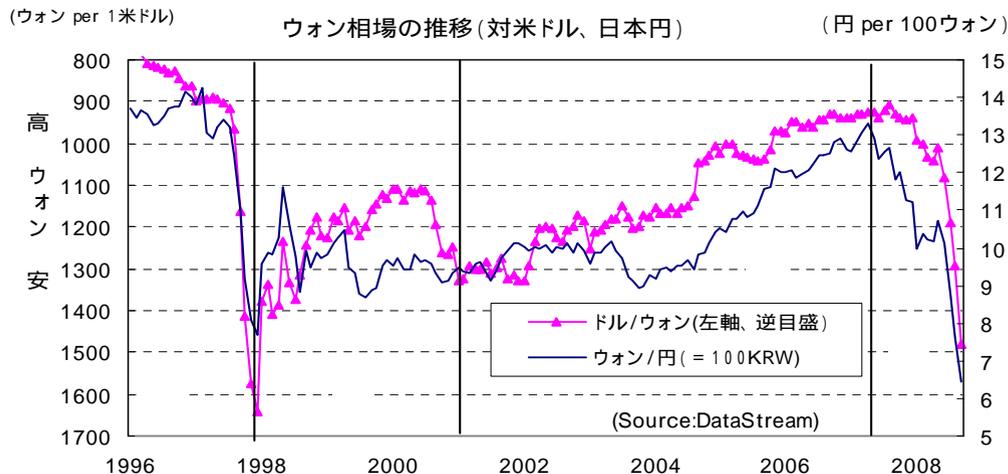
－ 為替相場の動向と注目材料 －

2009年1月16日

みずほコーポレート銀行

国際為替部

通貨危機以来のウォン相場の推移



通貨危機以来のウォン相場の推移

アジア通貨危機(97年後半): 史上安値を更新。一時1ドル=2000ウォンレベルまで下落する場面も。

高成長期とITバブル崩壊(99年~00年): 急落の反動もありウォンは大きく上昇。

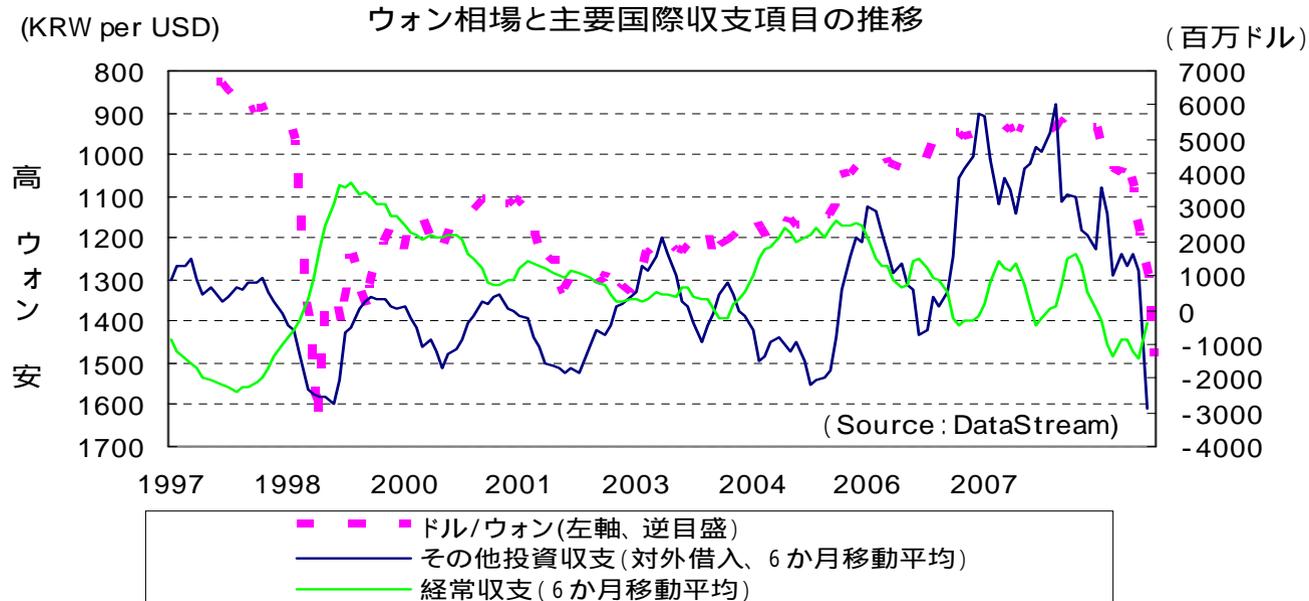
その後、ITバブル崩壊等で景気減速するなかウォンも下落基調へ。

外資流入期(01年前半~07年初): 株式市場(KOSPI)と共にウォンも上昇。

サブプライム危機後(07年央~08年末): ウォンは06年初頭から横這いに転じ、サブプライム危機が発生した07年央からは対円で急落。対ドルも08年入り後、下落が加速。2008年9月以降、下げは一層加速し一時は10年ぶりの1500レベルに。

しかし どのような長く、大きい上昇期にあっても、危機前につけていた800前後のレベルには回復しなかった。

ウォン相場と韓国国際収支の関係



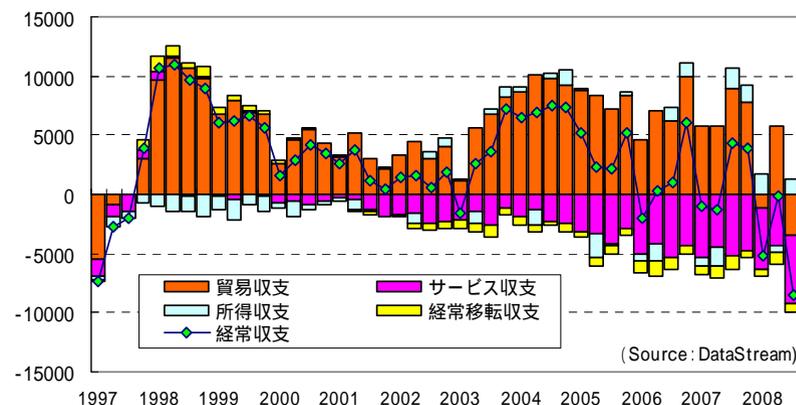
足もとのウォン相場推移に対する基本認識

- 信用収縮 株・不動産へ流入していた外国資本の巻き戻し 韓国からのリスク資金引き揚げがウォン安を誘発。
- 経常収支、資本収支が共に赤字。対外借入れで外貨不足を回避することが困難な現状。根本的にウォン安構造。
- 2007年までのウォン高局面は対外借入の影響を反映とみられる(過去3年、経常収支縮小局面でもウォン高進行)。
- 家計部門の債務圧力も強く、中央銀行までも赤字。マクロ経済環境も悪化しており、ウォン買い材料は乏しい。

韓国の国際収支の概要

- 2008年8月の経常収支赤字は単月としては過去最悪の47億ドル。
 - 世界経済減速に伴い、財輸出が急減速。
 - サービス収支も2000年頃から急速に赤字が拡大し始めている。(主たる原因は旅行収支)
- 2008年後半以降、資本収支も赤字へ転化。対外借入で流出を相殺してきた潮流に変化。「その他投資収支」が純流出に転化。
 - 「その他投資収支」とは主に対外短期借入れで構成される融資性の項目。
 - それ以外の投資性が強い項目(直接投資、証券投資等)は純流出が常態化。

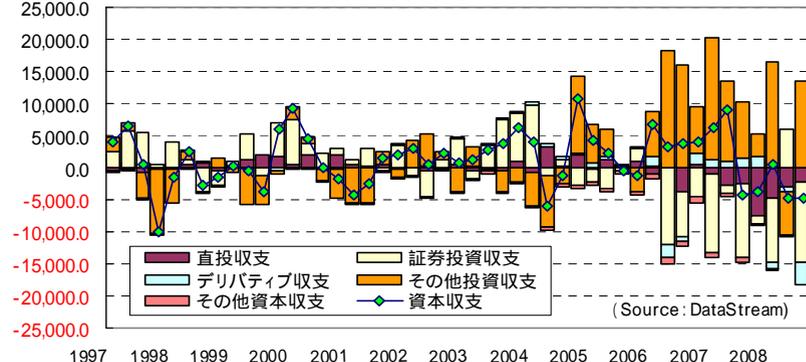
経常収支の推移



- 経常収支、資本収支共に赤字構造となり、ウォン安の地合いとなっている。結果、、、
 - 外貨不足 ウォン安進行 ウォン買い介入 外貨準備減少のプロセスが進行中。
 - 08年12月末時点、前年比で20%以上も外貨準備が賣消されている。断続的な為替介入も影響し、外準水準が心配される。

国際収支全体として構造的なドル不足に陥っており、ウォン安圧力が掛かりやすい状況にある。

資本収支の推移



韓国の経常収支構造

- 貿易収支は財貿易で稼いだ分がサービス収支で相殺される構造が継続してきたが(前頁の図参照)、世界経済減速を背景に財貿易も赤字基調に。所得収支の額は非常に小額ないし赤字。

< 貿易収支 >

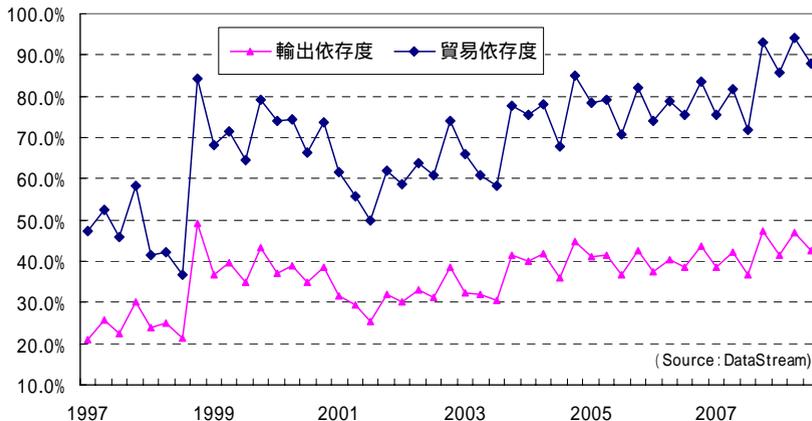
- 世界経済が減速を強め始めた07年末より縮小が始まる。2008年1~3月期には1997年7~9月期以来、およそ11年ぶりに貿易収支が赤字転落(12億ドルの赤字)。
- 輸出依存度は約43%、貿易依存度は約88% (08年7~9月期時点)と非常に高く、経済成長と共に海外経済情勢に振られやすい構造へ変化している。現状の世界経済情勢は韓国にとっては特に重石。

< サービス収支 >

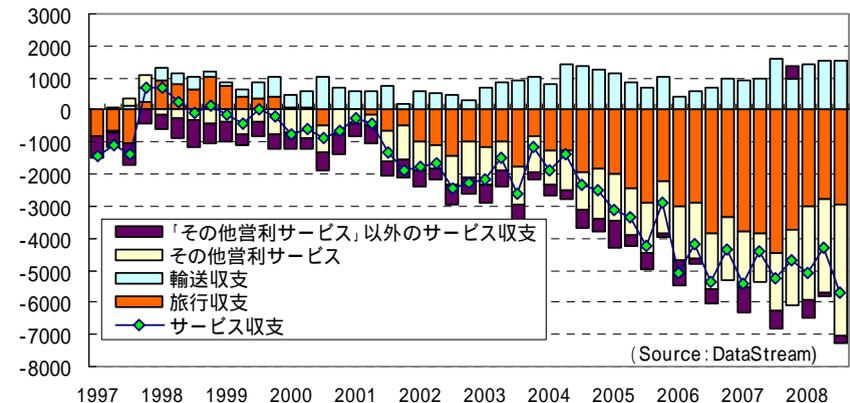
- 2000年代入り後から赤字拡大。背景には旅行収支の赤字拡大がある。2007年末まで継続してきたウォン高により海外旅行等への支出が刺激され、赤字が拡大(ウォン安で今後は歯止めが掛かる見通し)。
- 旅行収支以外では韓国企業のその他営利業務(対外投資に伴う海外送金の増加等)が寄与している。

定義: 貿易依存度 (%) = (財輸出 + 財輸入) / 名目GDP, 輸出依存度 (%) = 財輸出 / 名目GDP

韓国経済の外需依存度合い



(百万ドル) サービス収支の推移



韓国の資本収支構造

・過去2年は一貫して対外借入れによる資本流入で黒字を維持してきたが、この前提が成立しなくなりつつある。

< 直接投資、証券投資収支 >

- 直接投資や証券投資といった投資性の項目は純流出が常態化している。

< その他投資収支 >

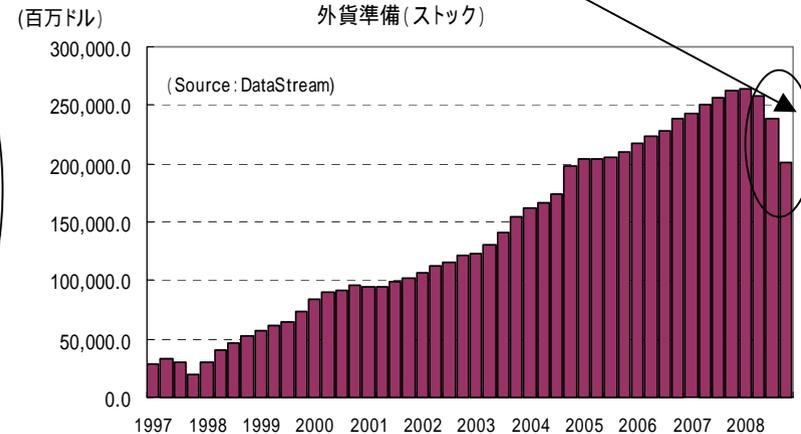
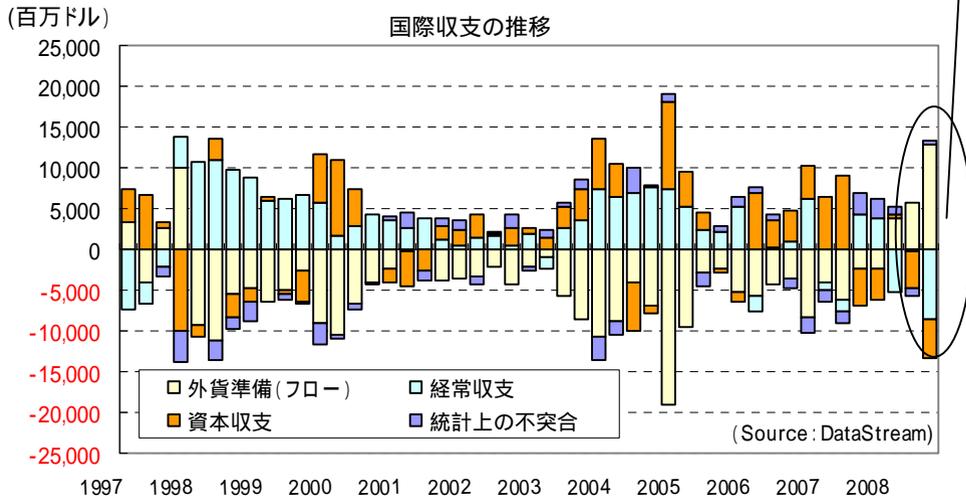
- 資本収支黒字の支柱であった。拡大の背景には「国内における外国銀行支店経由」の流入が挙げられる（後述参照）。

- だが、デレバレッジの潮流のなか、対外借入れの巻き戻しにより海外からの資金引揚げが加速。今後も資本流入を期待するのは難しそう。08年4～6月期には11四半期ぶりに純流出に転じ、08年10月には 262億ドルの大幅純流出。

- 以上、経常取引、資本取引、共にマネーが流出する構造となっており、ファンダメンタルズからもウォン安が進行しやすい現状。

結果、断続的に介入が行われ外貨準備の取り崩しが発生することで、国際収支上均衡が保たれている（図は08年12月末時点）。

外貨準備は前年同期比で20%以上減少している。



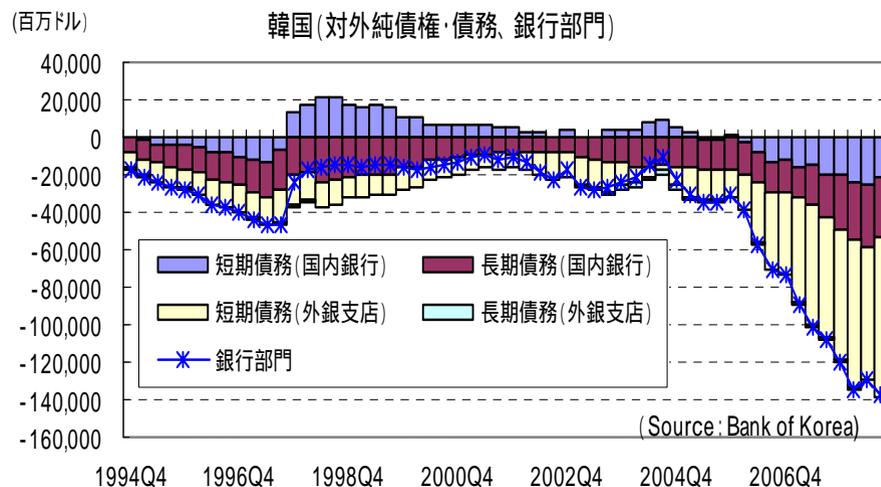
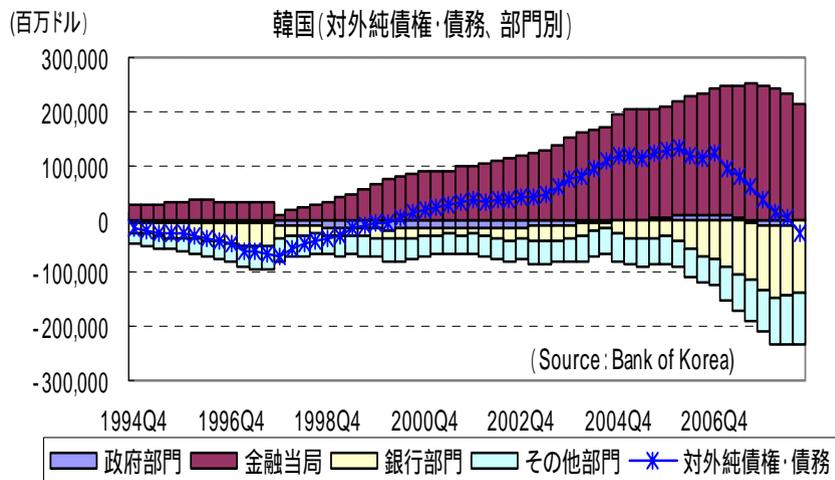
対外資金調達を重ねる韓国

- その他投資収支(対外短期債務)が積み上がった背景は、他国通貨との金利差拡大。
(例)
 - 円貨建て住宅ローンの拡大 低金利の円で借入れて、ウォン転ずる動き。
 - ウォン高局面での介入により外国為替平衡基金債券(=日本の為券、国債と見なせる)大量発行 外国勢がこれを買って「その他投資収支」の流入としてカウントされる。
- 対外資産、負債のポジションは対BIS報告銀行(先進国銀行)ベースで見れば巨額の負債
 - アジアに限らず新興国群においても韓国の対外純負債(対BIS報告銀行)は突出。
 - 2008年6月の段階で、BIS報告銀行に対し2,380億ドルの対外負債(グロスベース)を背負う。ネットベースでの対外純負債1,745億ドルは通貨危機直前(97年4~6月期、823億ドル)のおよそ2倍。

BIS報告銀行に対する対外純債務(2008年6月時点、百万ドル)			
	1997年6月時点	2008年6月時点	差額
韓国	-82,326	-174,484	-92,158
ブラジル	-30,503	-118,849	-88,346
インド	-1,636	-103,268	-101,632
トルコ	-9,214	-84,487	-75,273
ハンガリー	-5,590	-86,992	-81,402
ポーランド	4,561	-80,480	-85,041
ルーマニア	-840	-64,967	-64,127
アイスランド	-1,632	-45,624	-43,992
インドネシア	-51,448	-37,807	13,641
チェコ	-312	-32,443	-32,131

対外資金調達を重ねる韓国

- 対外短期債務を積み上げている部門は、、、
 - 銀行部門経由による対外借入れが膨張：他国通貨との金利差を背景に銀行部門経由で対借入れが拡大 なかでも**外国銀行支店経由での資金流入が銀行部門の動きを規定**してきた。
 - 背景： 相対的に高いウォン金利を背景に、安くドル調達ができる外銀が資金流入を牽引（韓国金利 > 米国金利）、韓国国内における外貨建て融資の拡大。（例）円建てで住宅ローン組成、ウォンへ変換し、住宅購入することで低金利メリットを享受。円建てモーゲージは韓国国内でブームに。（これが今は問題となる）
 - 現状：**08年7～9月期に8年ぶりの対外純債務国へ転落**。フローでも、足もと株式への流入がピークアウトし、安全資産である債券へのシフトが鮮明化している。

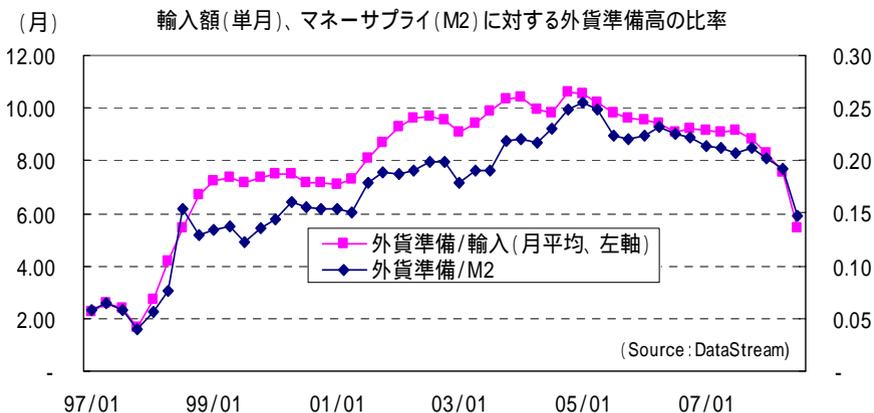


通貨危機時との比較

危機が発生した97年当時と比較すると・・・(外貨準備は2008年12月末時点を使用)

- **外貨準備/輸入額(単月):** 2.31ヶ月(97年1～3月期) 5.41ヶ月(08年7～9月期)
健全性基準(約3～6ヶ月)を上回るが、確実に下落している。
- **外貨準備/マネーサプライ(M2):** 0.06(97年1～3月期) 0.17(08年7～9月期)
依然、健全性基準(0.05-0.20)の上限付近で推移だが、5年以上前の水準に落ち込んでいる。
- **外貨準備/対外短期債務比率:** 0.37(97年1～3月期) 1.06(08年7～9月期)
04年末からピークアウト開始。健全性基準1.00に急速に接近(対外短期債務は韓国統計局発表)。
- **対外純資産・債務のネットポジション:** 588億ドル(97年4～6月期) 251億ドル(08年7～9月期)
08年1～3月期:+132億ドル 4～6月期:+17億ドル 7～9月期 251億ドル、と急速に債務国化が進んだ。

(同様にBank of Korea発表)



通貨危機時との比較

危機目安までの距離を考える

対輸入比率は国内外における経済減速、原材料価格下落等で輸入額も減少しており、同比率の悪化はすぐに想定されない。

対外短期債務は仮に直近4四半期(07年10～12月期から08年7～9月期)と同じペース(前期比平均6.5%)で蓄積した場合、翌2008年10～12月期は現状の外貨準備水準を若干上回る水準と推察され、対外短期債務の観点からはもはや外準は十分とは言えない。

外貨準備自体もウォンが再度大幅に下落する局面になればさらなる減少も考えられるため、楽観視は出来ない状況。

[現状の数値] 単位: 百万ドル(M2は10億ドル)	
2008年Q3時点の平均輸入額(単月)	37,036
2008年Q3マネーサプライ(M2)	1,360,600
2008年Q3の対外短期債務	189,425
2008年12月末時点の外貨準備	200,479

単位: 百万ドル(M2は10億ドル)	08年	危険水準	危険水準に達する外貨準備額	現外貨準備水準との乖離
外貨準備/輸入額(単月平均)	5.41	3.00	111,107	89,373
外貨準備/マネーサプライ(M2)	0.15	0.05	68,030	132,449
外貨準備/対外短期債務	1.06	1.00	189,425	11,054

輸入は2008年7 - 9月期時点における、過去1年における単月

対外短期債務は韓国銀行発表

対外短期債務の直近1年間の平均伸び率は前期比+6.5%

危険水準は米財務省等が注視しているレベルで、一般的に上述のような水準が想定されている。

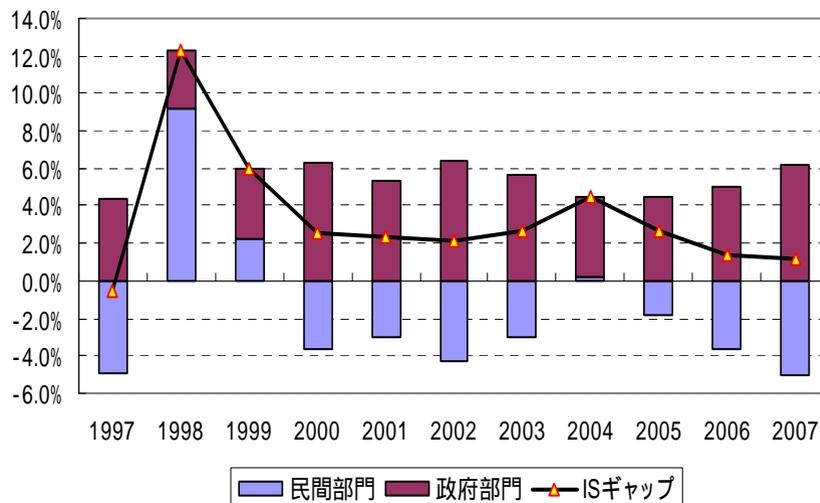
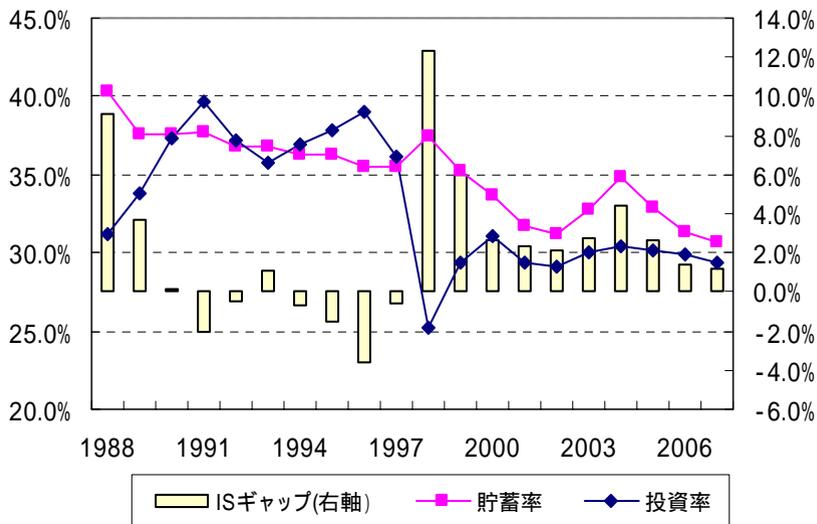
Source: DataStream, Bank of Korea

ISバランスで見る韓国経済

- 90年代前半～危機発生まで:貯蓄 < 投資。ISギャップのマイナスが目立つ局面
- 危機発生～2004年:貯蓄 > 投資。ISギャップのプラス局面
- 2004年～現在:貯蓄 > 投資。ISギャップのプラス縮小局面 = 経常収支黒字の縮小
足もとの経常黒字が縮小しているのと整合的に、貯蓄投資バランスが均衡に近づいている。
方向感としては民間部門の下向き傾向が強い。

バランス縮小の背景には家計部門と企業部門(非金融)の貯蓄減少がある。不動産バブルとその崩壊により2007年、2008年にかけて家計部門が投資超過に転じる可能性。企業業績も鈍化。

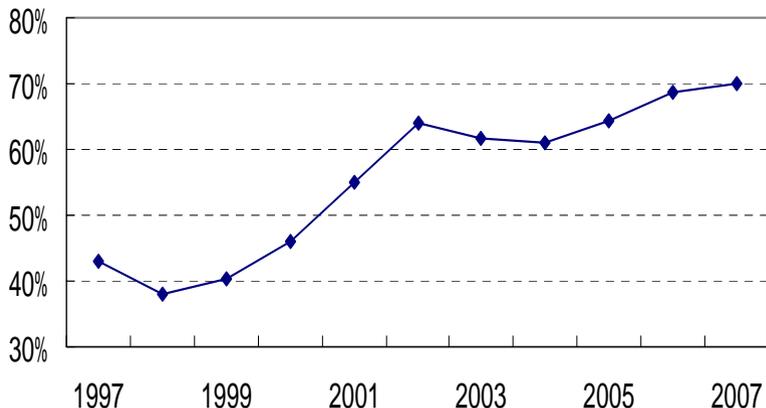
ISバランス(貯蓄投資差額):理論上、「家計部門(貯蓄-投資 以下同じ) + 企業部門 + 政府部門 = 海外部門(経常収支)」が成立する。



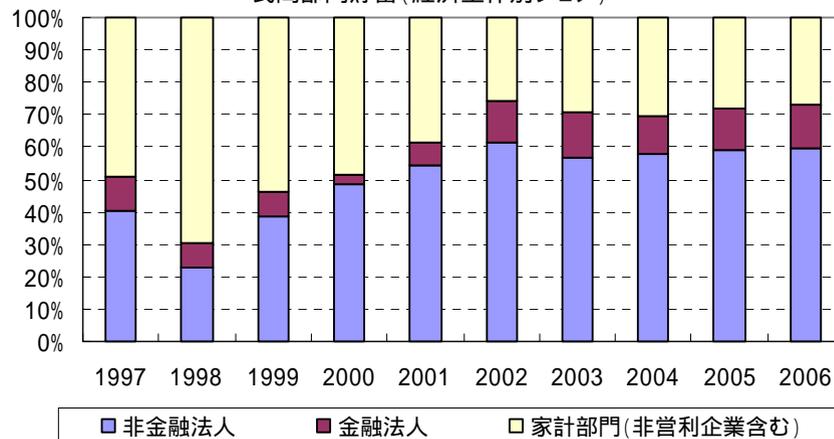
国内部門の状況～家計部門～

- **家計部門の負債(信用残高)は通貨危機後(97年10～12月期)から3倍以上に。**
 - 「相対的に低金利の外貨調達を介し資金流入 市中銀行 家計 不動産」の経路。
 - 97年4～6月期(191兆ウォン) 08年4～6月期(660兆ウォン)に拡大。既に名目GDPの70%以上に達し、過去最高水準(97年4～6月期は43%)。
 - 住宅バブルに伴う住宅ローン拡大が大きな要因。住宅関連ローンを含む「商業・特殊銀行からのローン」は08年4～6月期で377兆ウォンとなり、98年4～6月期の7倍以上に膨らむ。
 - 民間貯蓄における家計部門シェアがアジア通貨危機以降、急速に縮小してきた。2003年頃から始まった株価上昇局面を反映し、2007年～2008年央頃までは家計貯蓄は一層縮小したとみられる **内需への圧迫材料に。**

家計信用残高/名目GDP



民間部門貯蓄(経済主体別シェア)



国内部門～中央銀行～

- **債務超過が懸念される中央銀行のバランスシート。為替介入の仕組みが原因。**
 - 介入原資は外国為替平衡基金債券(外平債)により企画財政部(財務省)が発行する。
 - 但し、介入により発生するマネーサプライの吸収(不胎化)は中央銀行(韓国銀行)発行の通貨安定証券(通安証券)で吸収(日本では国債によりオペが行われ、政府(財政)負担となる)。
 - 発行体である韓国銀行は利払い義務を負うため、返済負担が拡大中(07年の通安証券利払いは7兆4781億ウォン(815億ドル))である。過去のウォン売り介入により、07年時点で150兆ウォン(1,634億ドル)の残高がある。また、「韓国債の利子 > 米国債の利子」が継続してきたゆえ、逆ザヤが発生しており大きな介入コストを背負ってきた。
- **2007年は4,447億ウォン(48億ドル)の最終赤字。将来、準備金を食い潰し債務超過の可能性も。**
 - 仮に06年と同じ損失(1兆7,597億ウォン)を08年に出せば赤字に転落、債務超過が目前 **その際、利払い負担は税金投入が考えられ、更なる財政赤字に繋がる懸念**もあり、当該事実はウォンの上値には重石になる要素。

(10億ウォン)	韓国銀行の資本	利払い(通貨安定証券)	損失
2003	7925	4963	2175
2004	5818	5584	▲ 150
2005	3830	6144	▲ 1878
2006	2015	6806	▲ 1760
2007	1553	7478	▲ 445

内外経済情勢から考えられる展開

-世界的信用収縮の影響で、対外借入れのロールオーバー（借り換え）が出来なくなれば、資本収支は赤字に転落
08年9～11月では3か月連続、資本収支は大幅な赤字となっている。

-世界経済減速のなか、頼みの輸出増勢を期待するのは困難。家計の債務負担が増大するなかで内需も停滞気味。結果、経常収支も赤字転落が見込まれる。経常収支、資本収支共に赤字構造にあることから、ウォン安はある意味必然。

-また、足もとのウォン安で外貨建て対外債務は拡大している。

ウォン安阻止として自力で考えられる方法は2つしかない。金利引き上げによる資金流入か、外貨準備を取り崩して介入を行うか。もちろん、中長期的には自力で経常収支を稼ぐ姿が望ましい。

現状では **を取らざるを得ない状況が続く**。既に対外短期債務との対比で外貨準備は急速に目減り。世界的な景気後退の最中、**経常取引ないし資本取引で継続的に外貨を獲得するのが難しくなっている以上、外貨準備水準は危機を乗り越えられるかどうかの有力な目安**。セーフティネットであるCMI(チェンマイ・イニシアチブ)や各種スワップ協定の強化は今後のウォン相場を読み解く上での最大のポイント

CMI:通貨危機を教訓にASEAN、中国、日本及び韓国の間で2000年5月に結ばれた二国間のスワップ及びレポ取極のこと。東アジアにおける危機発生時の自助・支援メカニズムを強化することで合意した。

● 韓国の為替流動性を巡るポジティブな動き

現下の金融危機を巡り、現状のCMIを強化する動きが散見される。

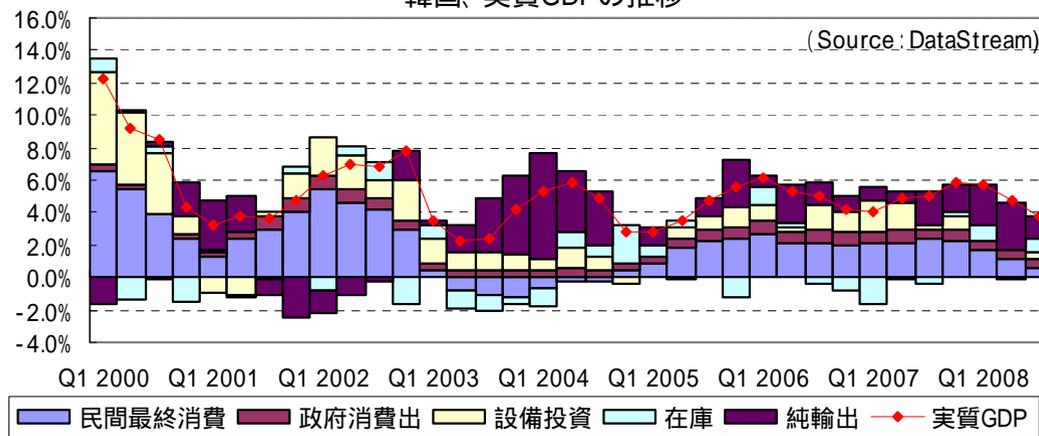
- 10月24日、北京で行われた非公式ASEANプラス3首脳会談にて2009年半ばまでに800億ドルの基金設立を目指すことで一致(ブルームバーグ)。二国間協定を主体とするCMIの多国間化を目指すもの。
- 10月30日:FRBと300億ドルの通貨スワップ協定を締結。既に3回発動し、総枠の約3分の1を消費。
- 12月12日:日本銀行とスワップ協定強化に合意。従来30億ドル規模に設定されていた「円ウォン」スワップを200億ドル規模に拡大することで合意(但し2009年4月までの時限措置)。また、人民銀行とも従来の40億ドル規模の「元-ウォン」スワップ協定に加えて、「1800億人民元-38兆ウォン」のスワップ取極を追加合意。

GDPから見る韓国経済～現状と見通し～

＜現状＞ GDPから見る韓国経済の現状と問題

- 過去数四半期にわたり、外需主導の成長が継続(08年7～9月期:輸出依存度は40%以上)。
- 一方で、内需成長は民間最終消費が核となるが、過剰負債の存在も影響し、徐々に寄与が縮小。
- 設備投資の寄与が殆ど無いのも近年の韓国経済の特徴。国際収支で見ると、対外直接投資が活発化しており、産業空洞化も懸念されている。昨年までのウォン高が影響している。
- **＜見通し＞非常に高い輸出依存度を考えれば、世界経済情勢に振られる展開は不可避**
- ウォン安、原油下落といった追い風はあるが、対外情勢が純輸出を下押しする悪影響の方が大きい。また、韓国は資本財・部品の輸入が多く、ウォン安はインフレリスクに繋がる。
- 内需に期待したいが、家計部門に債務圧力が強いことや、不動産価格の下落、未だ残存するインフレ圧力等により個人消費、住宅投資を巡るファンダメンタルズは弱い。世界経済減速は元来弱い設備投資にもマイナスとなる。

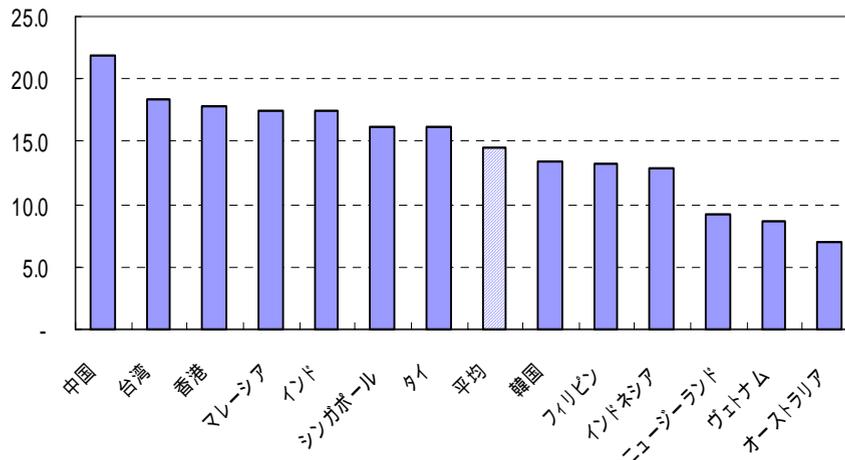
韓国、実質GDPの推移



参考：マクロ経済指標でみるアジア経済

レーダーチャート分析について

- GDP成長率、外貨準備/輸入、外貨準備/対外短期債務、経常収支/GDP、インフレ率の5項目について相対的な強さをレーダーチャートで表している。右図は5項目を等ウェイトでみた場合の総合ポイントを序列化。→韓国はアジア大洋州の中で下位グループ。
- 全般的に外貨準備を潤沢に保有する国が上位に来る評価となる。
- アジア大洋州では外貨準備の薄いオセアニアやインフレ率が高いベトナムが下位にくる。
- 必ずしも総合ポイントの高低が経済の強弱を表すわけではないが、新興国においては「通貨危機への耐性」としての目安になる。



< データの出処 >

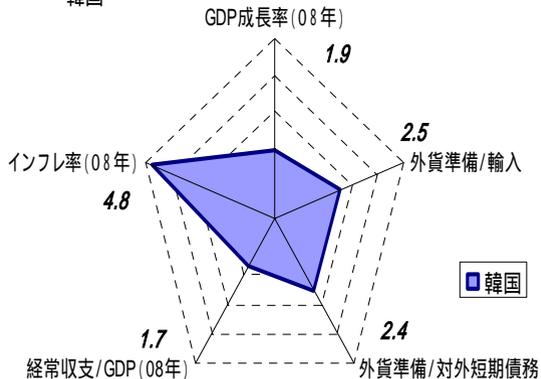
- 外貨準備/輸入：ベトナムは07年末時点。インドネシア、マレーシアは08年4 - 6月期時点。それ以外は08年7 - 9月期時点。輸入は2007年の単月平均。（出処）DataStream
- 短期対外債務：2008年6月時点。（出処）B I S「国際与信統計」
- GDP成長率、経常収支、インフレ率：全て2008年の予測値。（出処）IMF World Economic Outlook

< 数値の計算方法 >

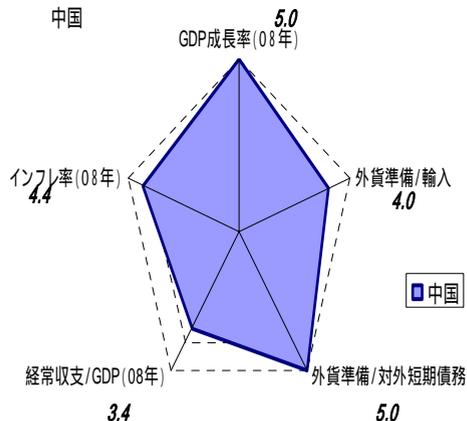
- アジア大洋州13カ国を対象に、各々の数値について偏差値を計算し、最大値が5、最小値0となるようにプロット。
 - 「外貨準備/輸入」と「外貨準備/対外短期債務」は対数値に変換した上で、偏差値を計算し、0~5へプロットしている。
- なお、インフレ率については数値が高いほど評価が低くなるように調整。

参考：マクロ経済指標でみるアジア経済

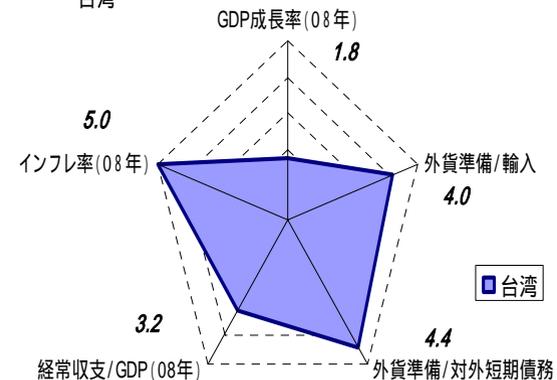
韓国



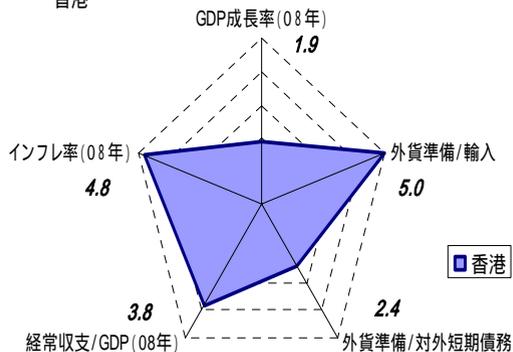
中国



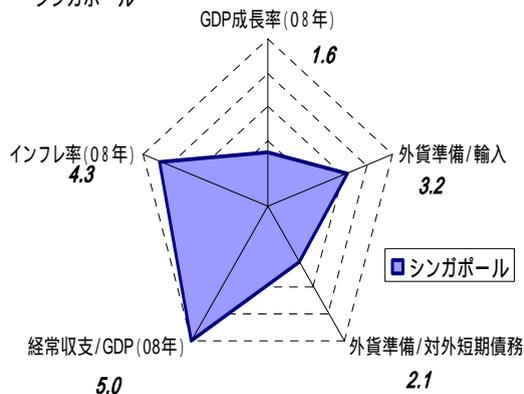
台湾



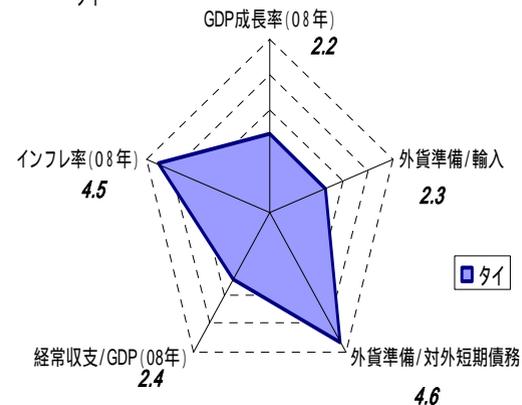
香港



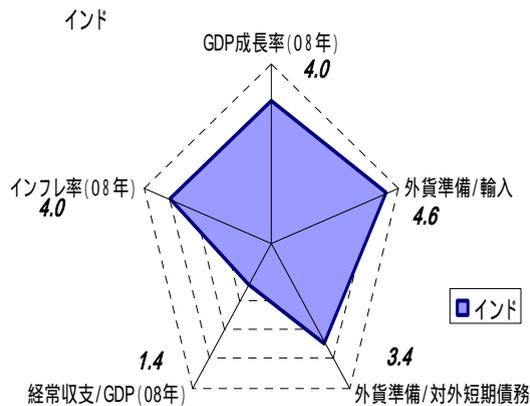
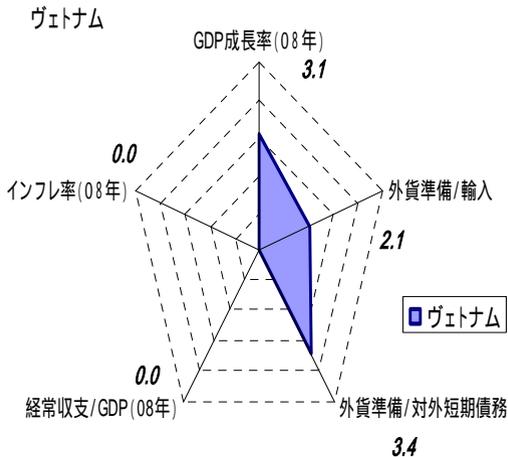
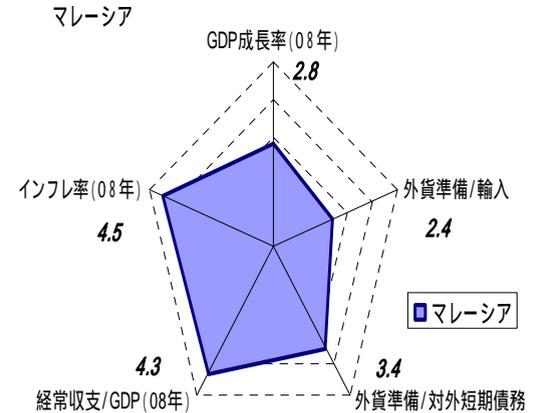
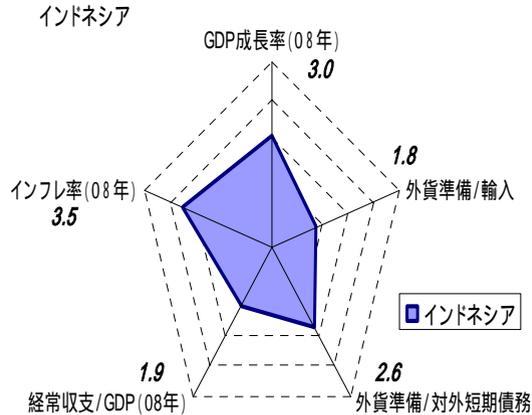
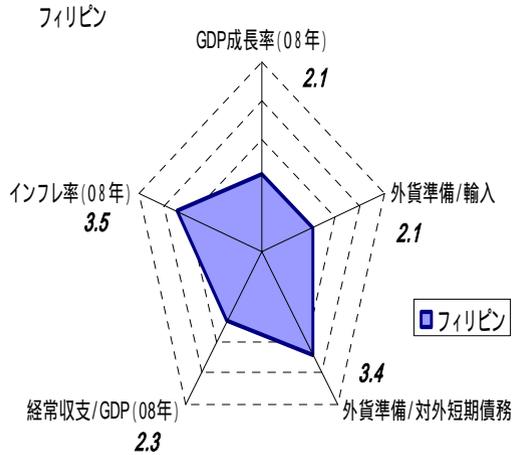
シンガポール



タイ



参考：マクロ経済指標でみるアジア経済



参考：マクロ経済指標でみるアジア経済

(補足)：レーダーチャートの原数値について

- チャートにプロットした各項目の原数値については以下の通り。

	GDP成長率(08年見通し、%)	外貨準備/輸入(月)	外貨準備/対外短期債務	経常収支/GDP(%)	インフレ率(07年、%)
韓国	4.1	7.2	1.6	0.6	2.5
中国	9.7	15.4	11.9	11.1	4.8
台湾	3.8	15.4	7.5	8.3	1.8
香港	4.1	25.2	1.5	12.3	2.0
シンガポール	3.6	10.1	1.2	24.3	2.1
タイ	4.7	6.3	9.0	6.1	2.2
フィリピン	4.4	5.7	3.2	4.4	2.8
インドネシア	6.1	4.8	1.8	2.5	6.4
マレーシア	5.8	6.7	3.9	14.0	2.1
ヴェトナム	6.3	5.6	3.4	-9.6	8.3
インド	7.9	20.1	3.4	-1.8	6.4

(Source: IMF, BIS)

当面のウォン相場のイメージ

- **<新興国離れ>** : 世界的信用収縮が収まらず、「新興国離れ」が市場のテーマとして残存する以上、ウォンも 圧迫される地合いが続く可能性が高い。 サプライム問題は、金融システム不安問題へ発展した後、08年後半からは世界的景気減速 (Global-recession) へと局面が移行している。これを受け、株式市場に代表されるリスク資産から資本が流出するなか、「新興国」離れは依然継続するであろうし、韓国もそうした投資行動の対象になる可能性がある。
- **<弱いファンダメンタルズ>** : 韓国の国際収支が外貨調達圧力が強いという趨勢に大きな変化は無い。国内のISバランスも赤字基調にあることから、ウォン安を誘発しやすい状況。 対外経済部門を中心にファンダメンタルズはウォン安が継続しやすい地合いとなりそう。
- **<政策対応への期待薄>** : 韓国銀行は利下げ転換へと舵を切っており、これが企業や個人の投資行動を刺激するというポジティブな面も期待できるが、同国経済の輸出依存度を考えると利下げで経済減速が相殺されるとは考え難い。また、介入については 外貨準備の減少程度に比して為替介入に大きな効果があったとは思えず、大量の外貨準備を通貨下落のストッパーとして過信するのは危険ではないか。 政策対応として最も期待が持てるのは「東アジア地域における通貨スワップ協定の強化」か。
- **【見通し】** : 内外の情勢を考慮すれば、ウォンに積極的な買い材料は少ない。断続的に行われている為替介入や利下げの効果が「一時的には」ウォンの支援材料となる可能性はある。何より、12月入り後に発表された 日中韓外貨スワップ協定強化はウォンにとっては心強い下支え材料 (同時に韓国当局を通して円売りを促すことにもなるので、円高に悩む日本経済にとってもポジティブな政策と期待)。

しかし、ドル不足が鮮明化しつつある国際収支構造、輸出依存型の経済、悪化の一途を辿る世界経済、といった現状はウォンの上値を押える材料。リスク回避局面が訪れる度に「新興国離れ」というテーマが浮上する展開が終わったとは思えず、ウォンのリスクは下落方向にあると考えられる。

先行き6ヶ月間は1200～1800程度のレンジと予想。

(作成: 国際為替部 唐鎌大輔) 19

- ◆ 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、完全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。
- ◆ 当資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的として作成したものであり、特定の投資戦略を勧誘するものではありません。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コーポレート銀行に属し、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。