

【通貨ニュース】

韓国ウォンを取り巻く状況について

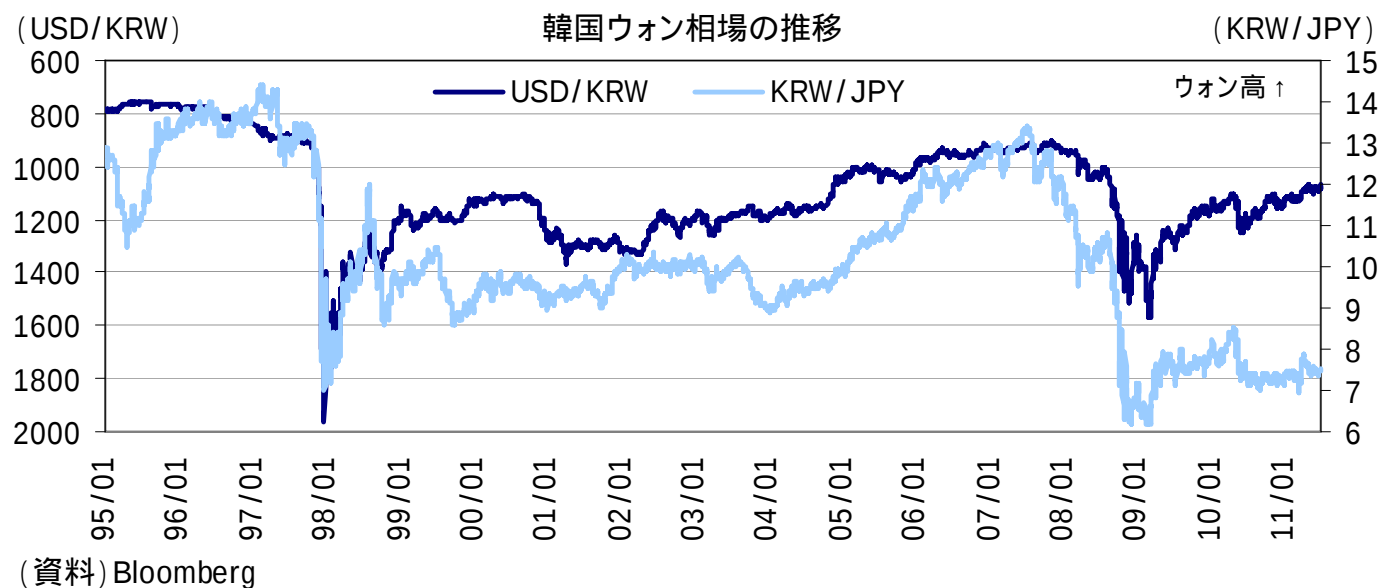
－ 為替相場の動向と注目材料 －

2011年7月7日

みずほコーポレート銀行
国際為替部

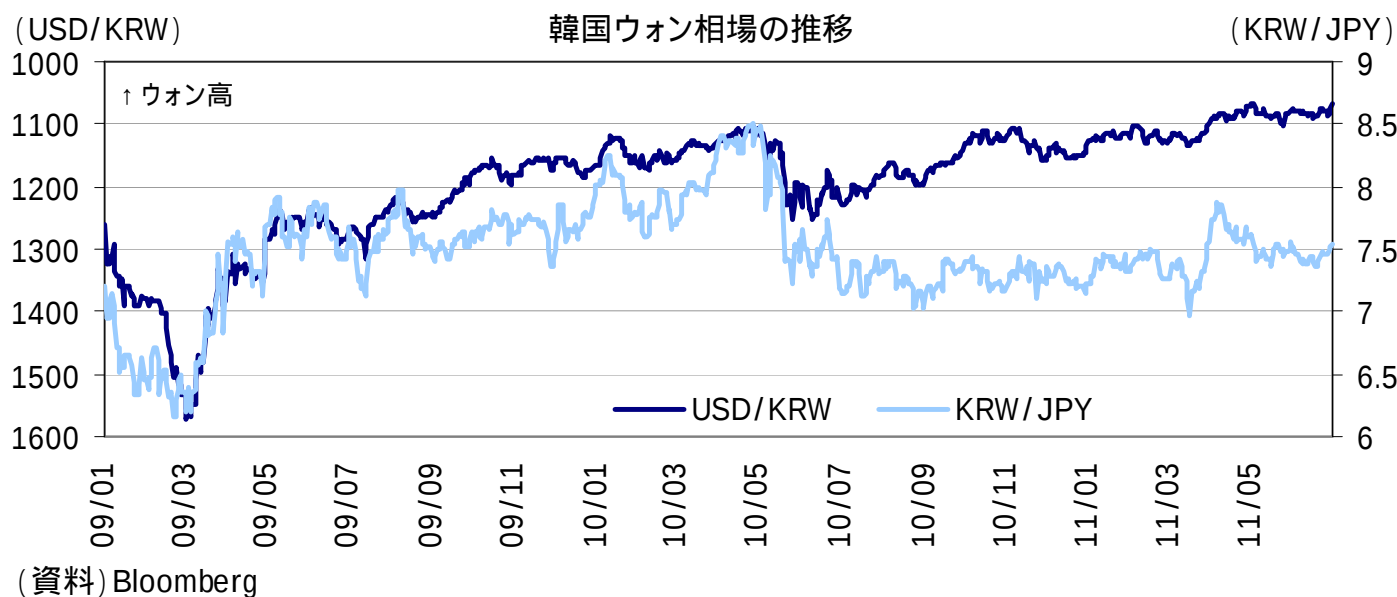
アジア通貨危機以降の韓国ウォン相場の推移

- 97年後半にアジア通貨危機が発生し、一時2000レベルまで急落。
- しかし、急落の反動や国内景気の後退を受けたドル需要の減少に伴い1200レベルを回復。
- 04年半ばから経常収支黒字や株式市場への資金流入から07年にかけて900レベルに。
- 07年にサブプライム危機が発生、08年入り後に対ドルで1600レベルへ急落。
- 09年3月以降景気が回復し、株式市場への資金流入や利上げ期待を受けて上昇トレンドへ。



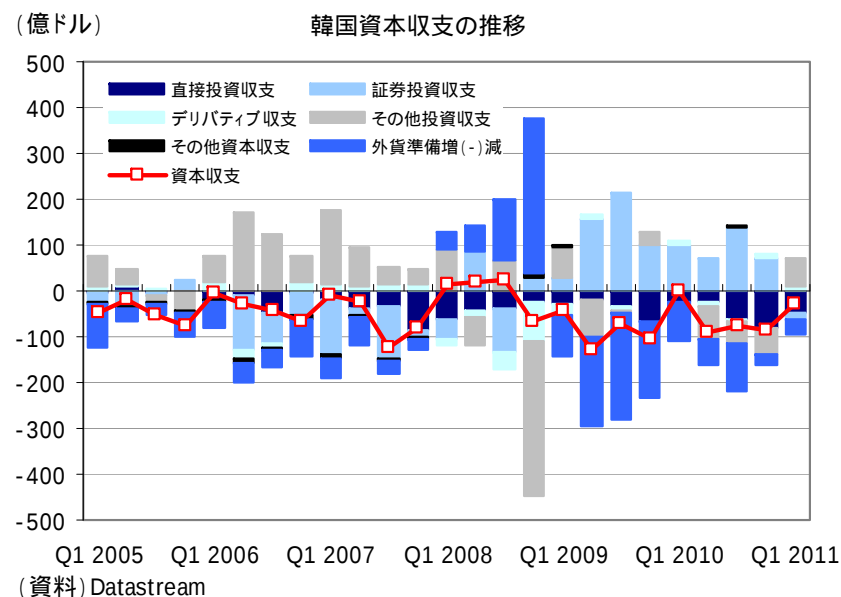
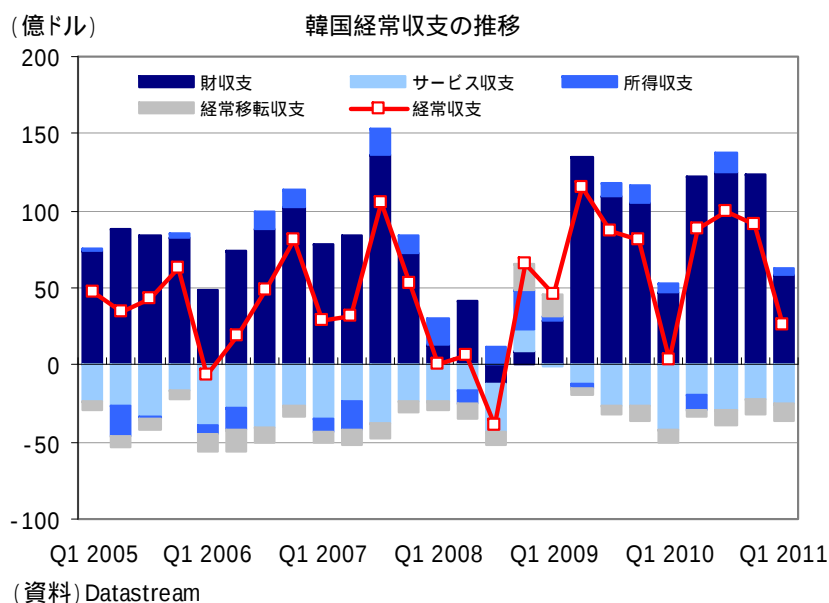
最近の韓国ウォン相場の推移～テーマは景気回復からインフレ抑制へ～

- 09年3月以降、景気回復期待から株式市場への資金流入が活発化しウォンも連れ高。
- 10年5月には、ギリシャショックが発生。朝鮮半島の緊迫化もあって、ウォンは大きく下落。
- 欧州ソブリン問題に伴うリスク回避が後退し、アジア各国が先進国に先駆けて利上げを開始、アジア通貨買いが加速。
- 物価上昇が続く中、利上げ期待、自国通貨高容認の思惑からウォン買いが優勢。



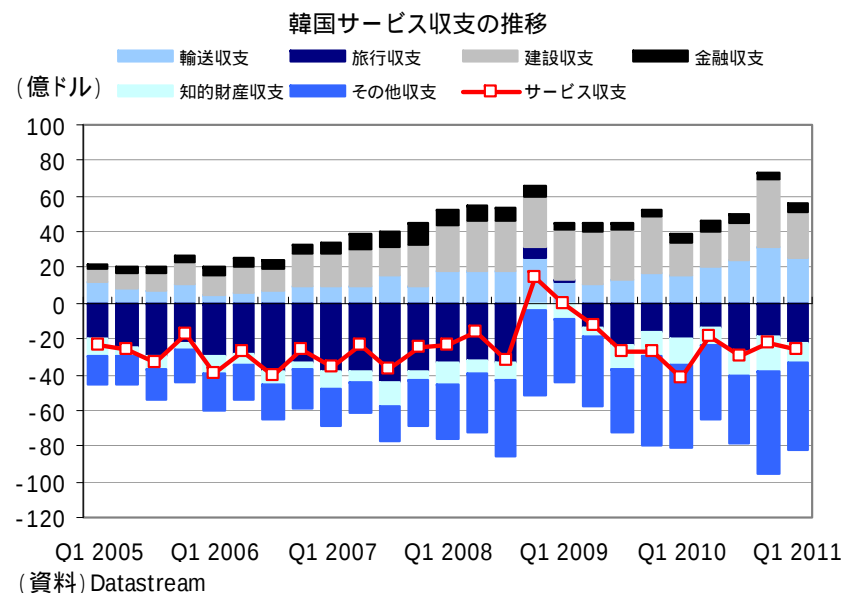
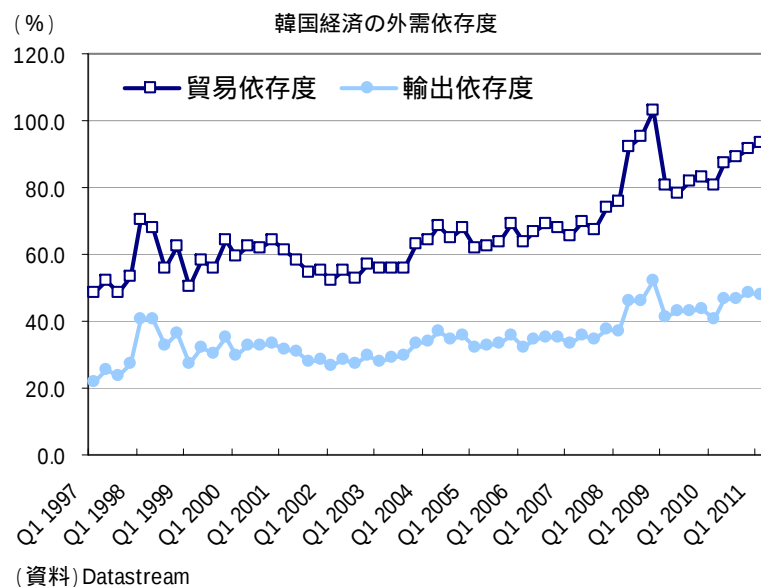
韓国国際収支フローの概要

- 旅行収支悪化を受けてサービス収支赤字が拡大するも、輸出が好調で貿易黒字が拡大。足許は輸入が拡大し貿易収支黒字は縮小したが、依然経常収支黒字を維持。
- 09年以降、韓国経済の回復に伴い対内証券投資が活発化し資金流入が継続。11年1～3月期は株価が下落したため証券投資が流出超となったが、その他投資が流入超に転じたことから資金流出額は減少した。
- 構造的にウォン高圧力が掛かり易いが為替介入によってウォン高を抑制している。



韓国経常収支の構造～強い海外経済への依存～

- 2011年1～3月期時点で輸出依存度は48.0%、貿易依存度は93.2%と海外経済情勢に振られ易い構造。
 - 貿易依存度(%)=(輸出+輸入)/名目GDP 輸出依存度(%)=輸出/名目GDP
- 貿易収支黒字が積み上がる中、サービス収支は赤字基調。ウォン高進行に伴い旅行収支赤字が拡大し、経常収支黒字を減少する可能性も。

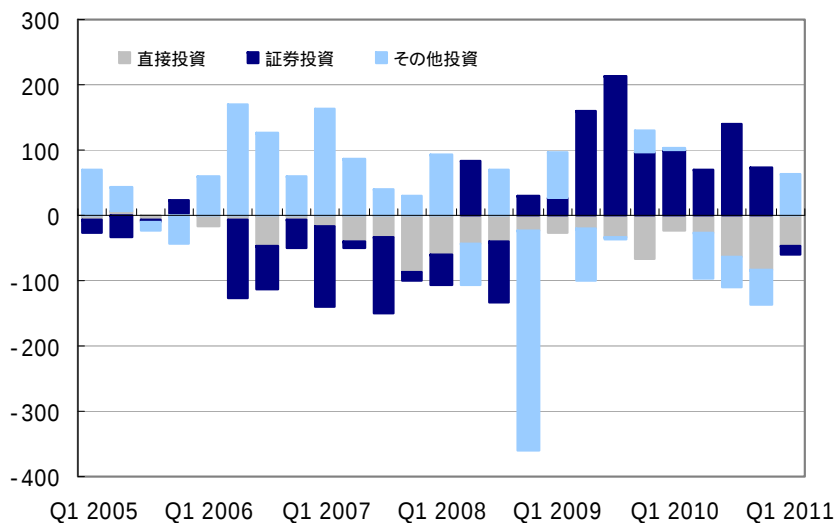


韓国資本収支の構造

- 株式市場への資金流入から証券投資は資金流入超は継続してきたが、11年に入り株価が下落したことから1～3月期は流出超となった。
- 一方で、直接投資は対外直接投資が活発で資金流出超。
- その他投資は外国銀行支店経由の短期借入の返済が続いてきたが、そうした動きは一服し、資金流入超に転じた。
- 08年に断続的に取り崩されてきた外貨準備は、09年以降は再び積み上がり基調。

(億ドル)

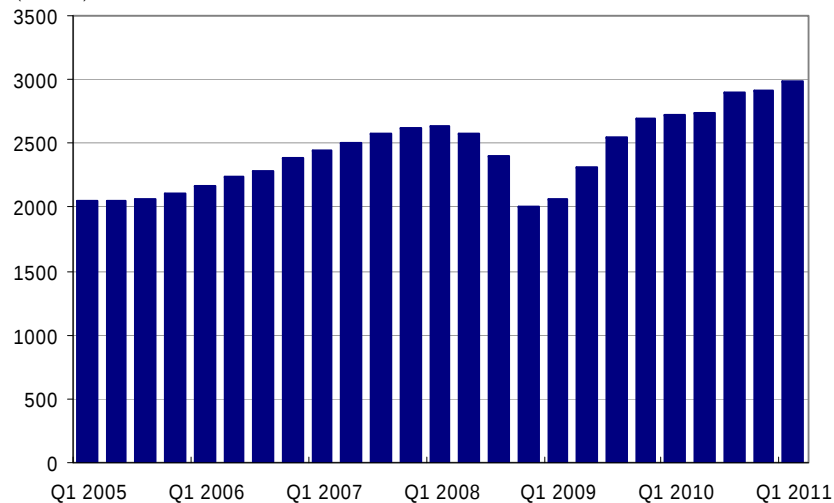
韓国資本収支の推移



(資料) Datastream

(億ドル)

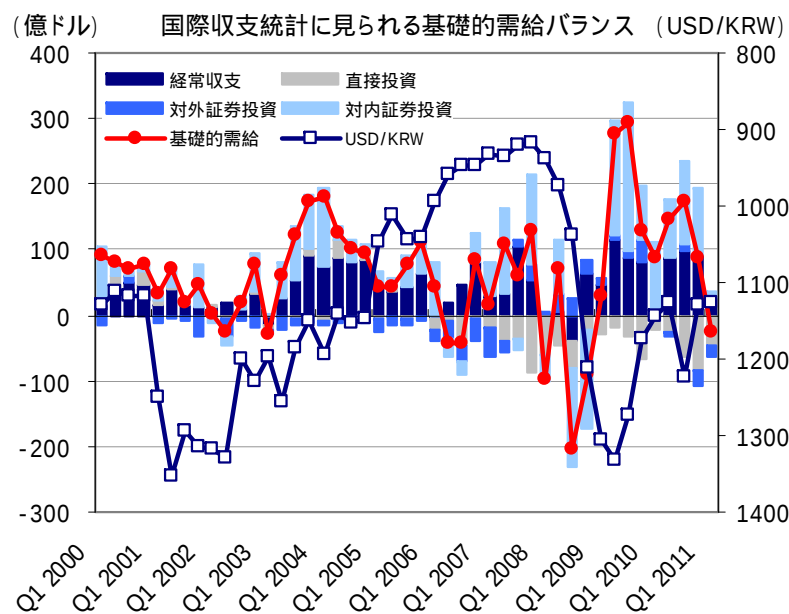
韓国外貨準備高の推移



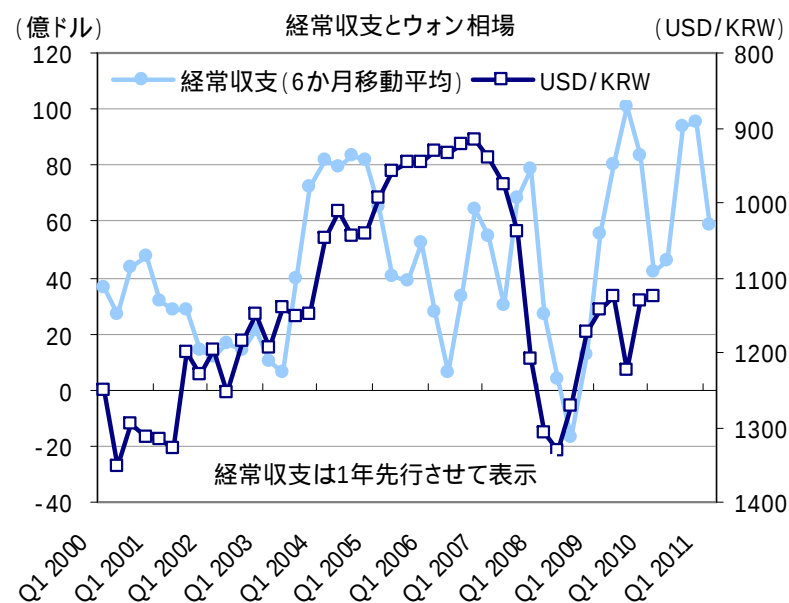
(資料) Datastream

国際収支に見られる需給と韓国ウォン相場

- 経常収支、直接投資、預金受入会社・公的部門以外の対外証券投資、対内証券投資を合計した基礎的需給バランスはウォン高圧力が強そうである。
- 経常収支黒字が安定して積み上がっており、経常収支はドル/ウォン相場に1年程度先行している模様。経常収支黒字を受けたウォン買い需要は小さい。
- 足許、株式の売り越しが続いていることや経常収支も悪化しており、注視が必要。



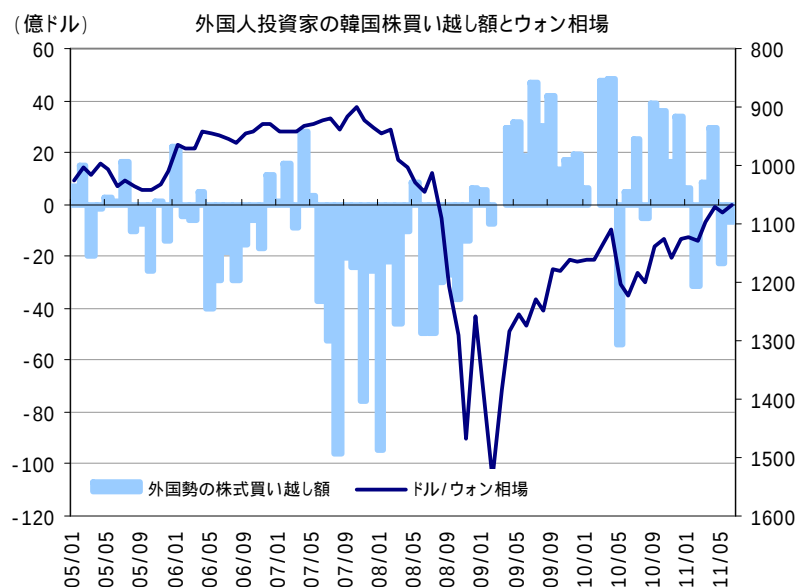
(資料) Bank of Korea, Datastream



(資料) Bank of Korea, Datastream

外国人投資家による株式投資とウォン相場

- 外国人投資家による韓国株式への投資動向は、ウォン相場の趨勢を決める重要な要素。
- 世界的な金融危機後のウォン相場上昇局面において、韓国経済回復期待を背景とした外国人投資家による株式投資が大きく寄与した。
- 足許、ギリシャ債務問題等により投資家がリスク資産への投資を控えており、株価は軟調に推移している。



(注) 株式買い越し額は、KOSPIとKOSDAQの合計。

(資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

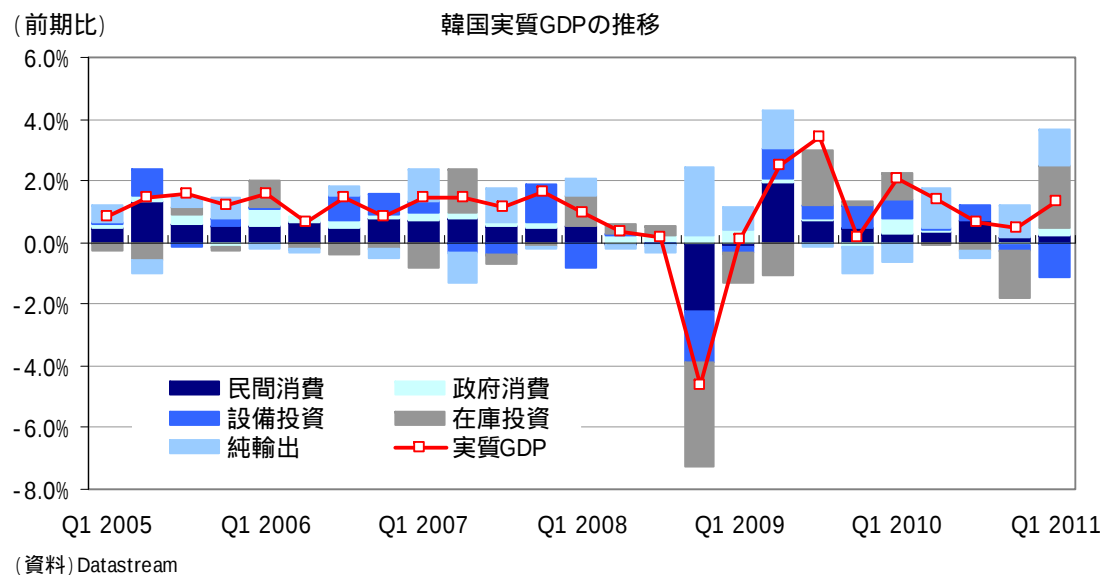
GDPから見る韓国経済

□ 現状～1～3月期は4四半期ぶりに成長率拡大～

- 10年のGDPは6.1%増と02年以来の伸び。10年4～6月期より3四半期連続で成長率鈍化となっていたが、11年1～3月期は好調な輸出や在庫投資、底堅い民間消費に支えられ成長率が拡大した。

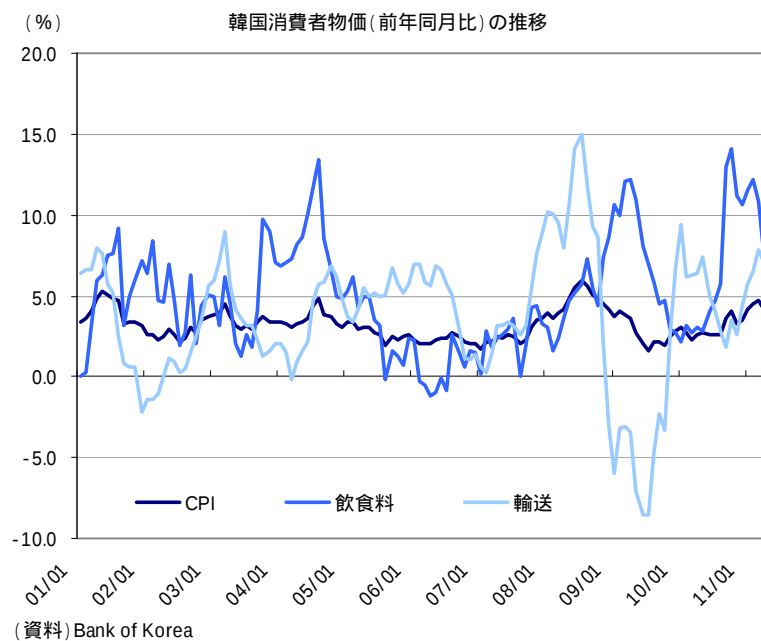
□ 見通し～2011年、2012年ともに2000年代平均の成長率を維持～

- アジア開発銀行(ADB)による見通しでは、11年、12年と共に4.6%と2000年代平均並みの成長が予想されている。



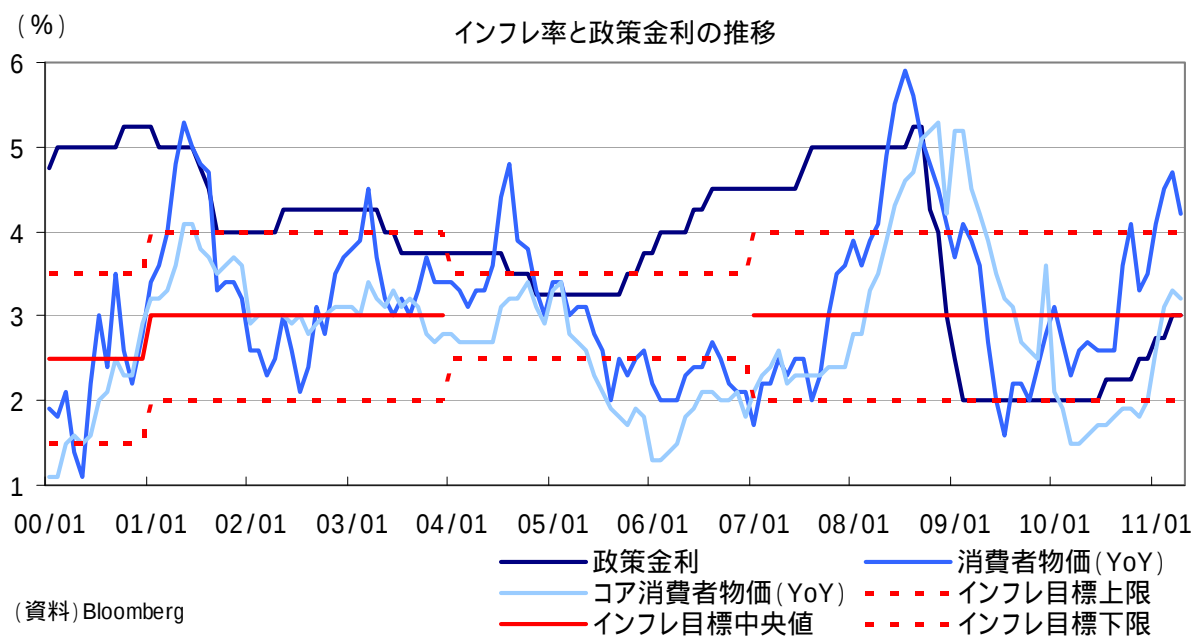
懸念されるインフレ圧力

- ❑ 韓国銀行のインフレ・ターゲットは、消費者物価(CPI) $3.0\% \pm 1.0\%$ 。
- ❑ 11年入り後のCPI上昇率は4.0%台で推移し、ターゲットの $3.0\% \pm 1.0\%$ を超過。
- ❑ 飲食料品の上昇は一服してきたが、生活用品の上昇は依然続いている。
- ❑ 足許、商品価格の高騰は落ち着きを見せているが、依然インフレへの懸念は残る。



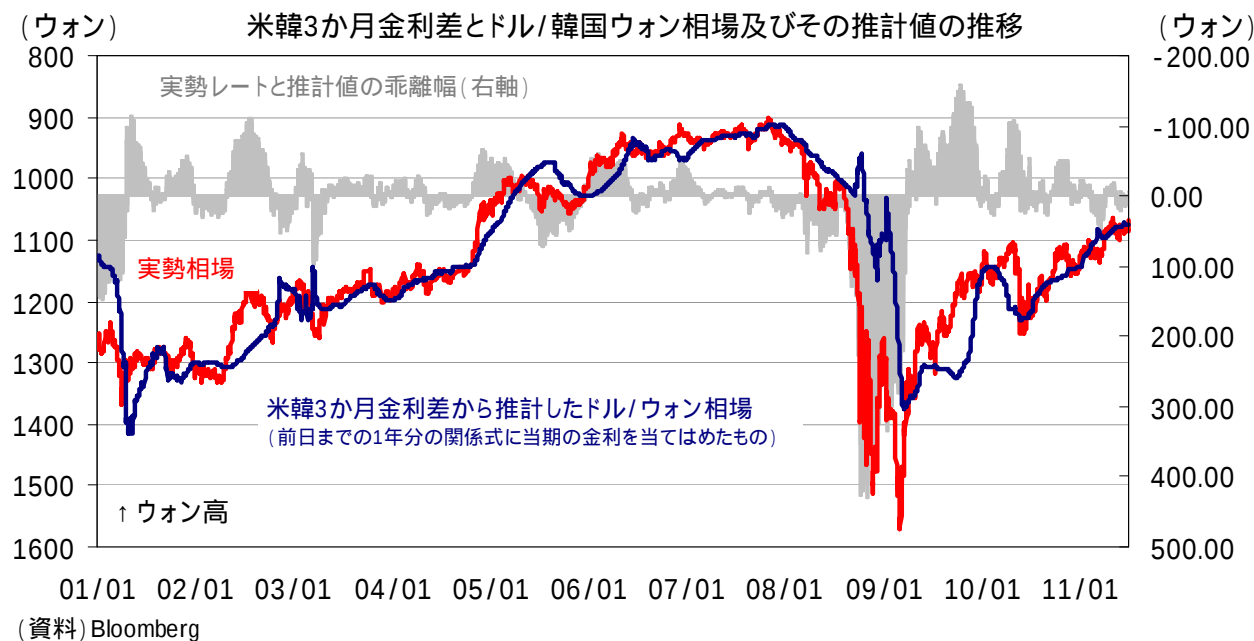
韓国の金融政策～推移と今後の展望～

- ❑ 韓国銀行の金融政策の目的は物価の安定。目的達成のためにインフレ・ターゲットを設定。
- ❑ 政策金利の動向に関しては、コアインフレ率に重点を置いている可能性がある。
- ❑ 11年6月の金融政策決定会合では「コアインフレ率に注意を払う必要がある」とした。
- ❑ 政策金利は歴史的にみて低水準、更なる利上げの可能性は残る。



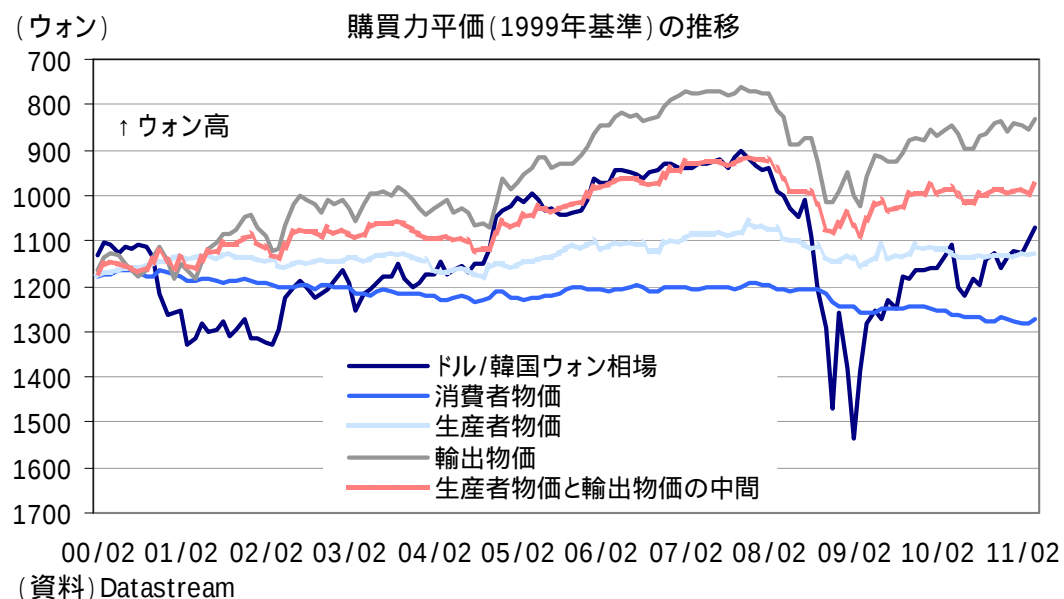
米韓3か月金利差から得られるドル/韓国ウォン相場の推計値

- ドル/韓国ウォン推計値は概ね「 1074 ± 20 」という水準感。
- 現状の金利から推計しても1000程度までの上昇に不思議はない。
- 韓国政策金利が引き上げられる場合には更に上値の余地が広がる。



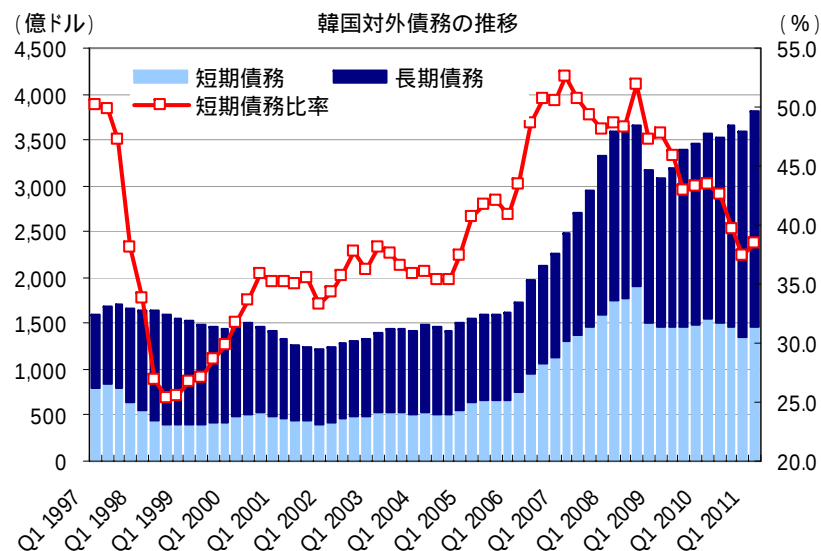
購買力平価にみるドル/韓国ウォン相場

- アジア通貨危機による通貨暴落から落ち着きをみせた1999年のドル/ウォン相場を基準とした購買力平価を参照すると、ウォン相場の上値余地はありそう。
- 景気回復局面にあった05年からリーマンショックが発生する時点までは、生産者物価ベースと輸出物価ベースの中間と連動性を持って推移。
- 現時点の物価を参照すると1000ウォン程度までの上昇も有り得る。

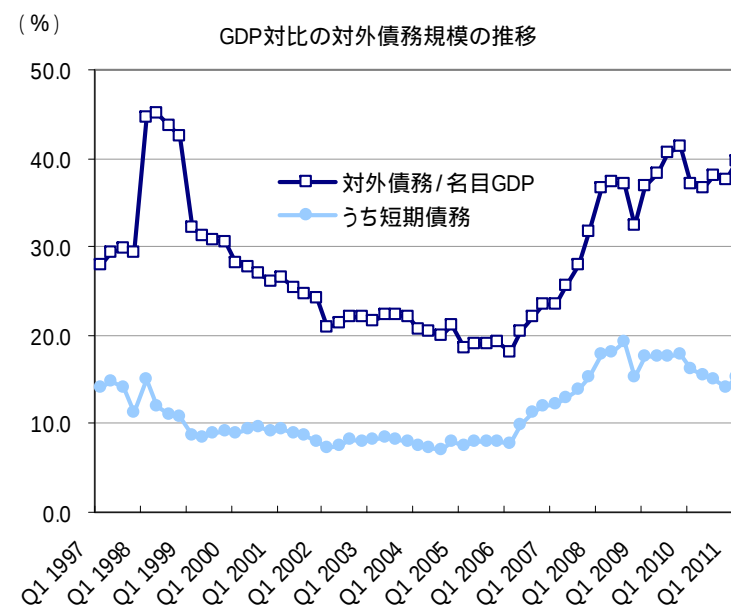


積み上がった対外債務残高

- 2008年10～12月期は銀行部門で積み上がっていた債務の巻き戻しが急速に進んだ。
- その後は再び増加に転じ、足許は過去最高水準の規模に。
- 対名目GDP比で通貨危機前の水準は30.0%以下であったが、足許では37.5%。短期債務の比率でも14.1%と、下落傾向にはあるものの通貨危機当時の水準。



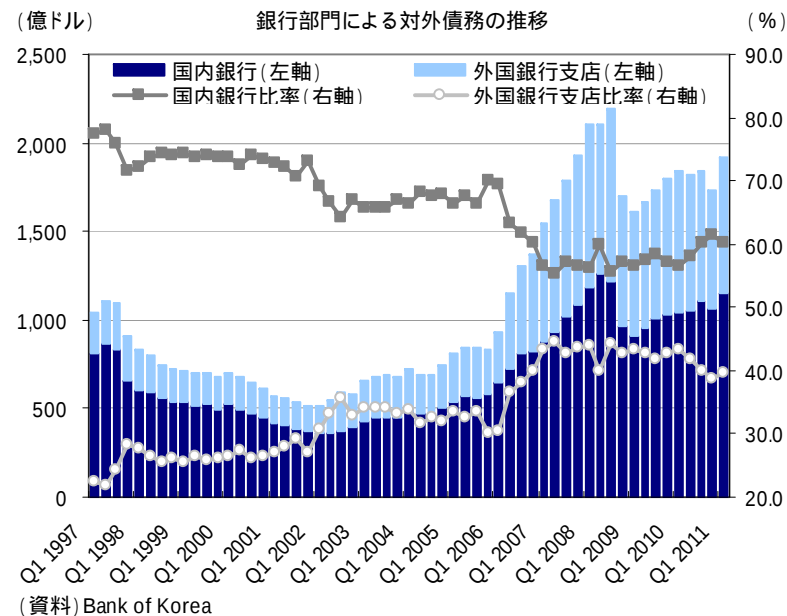
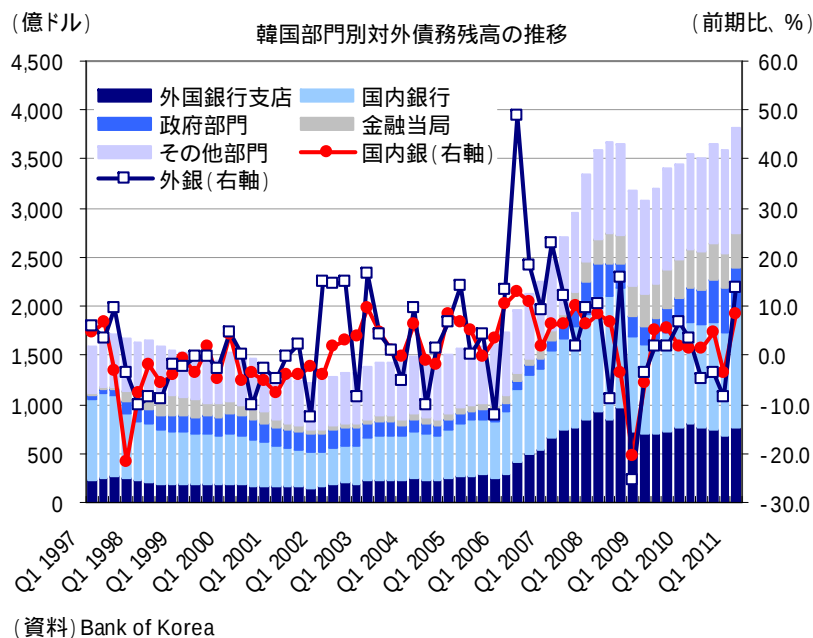
(資料) Bank of Korea



(資料) Bank of Korea, Datastream

銀行部門による外貨資金調達

- 対外債務が膨らんだ背景としては、銀行部門が借り入れを増やしたことが理由。
- 中でも、特に外国銀行支店経由での資金流入が目立ち、内外金利差を利用して韓国国内でのウォン運用を増やした可能性。
- 10年6月に金融機関の外国為替デリバティブポジションの上限規制及び外貨建て融資の制限を設け、外貨資金調達の上昇を抑制。11年5月には規制強化を発表。



韓国のマクロプルーデンス政策

- 韓国政府は、銀行の短期対外債務の急増やウォン相場の急変動を防ぐ意図から、様々なマクロプルーデンス規制を導入。

- 外国為替デリバティブポジションの上限規制

外国為替デリバティブ取引(為替先物、為替スワップ、クロスカレンシースワップ(CCIRS)、ノン・デリバラブル・フォワード(NDF)、等)のコントラクトは、国内銀行は前月の自己資本の50%、外国銀行支店は前月の自己資本の250%を上限とする。

- 外貨建て銀行融資規制

従来の規制では国内の設備購入に用いる場合は例外としていたが、外貨建て銀行融資の運用は海外での使用のみとする。

(資料)韓国企画財政省(June, 2010)

- 2011年に入り、再び短期対外債務が増加に転じたことから外国為替デリバティブポジションの上限規制を強化。

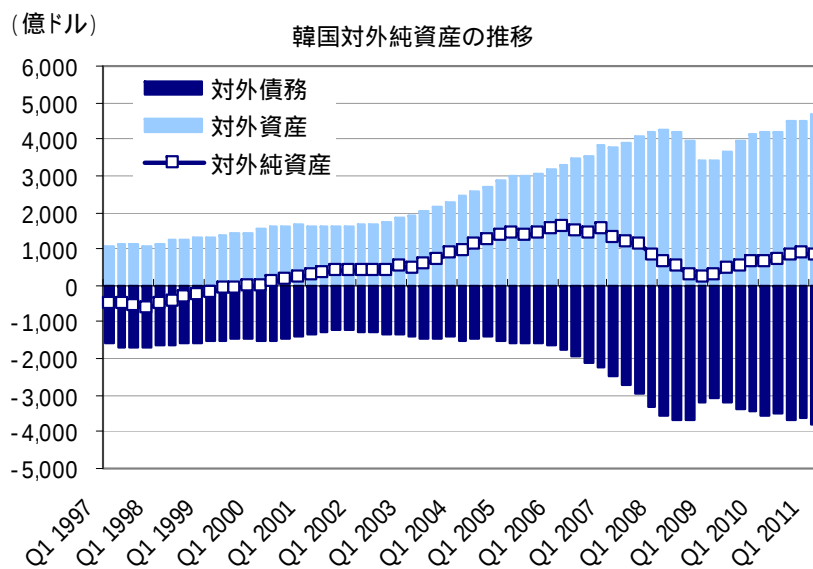
- 外国為替デリバティブ取引のコントラクトは、国内銀行は前月の自己資本の40%(従来は50%)、外国銀行支店は前月の自己資本の200%(従来は250%)を上限とする。

(資料)韓国企画財政省(May, 2011)

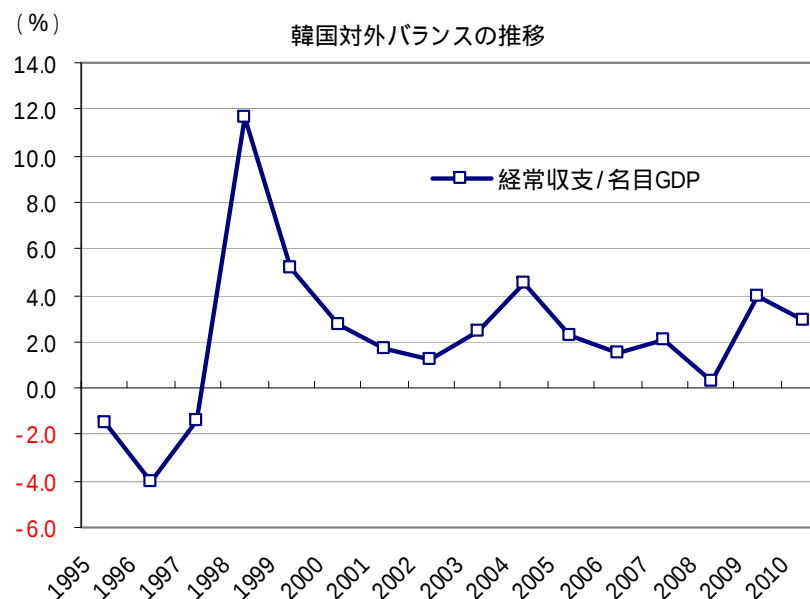
2011年6月から実施。1か月の猶予期間あり。

対外債務国から対外債権国へ

- 97年のアジア通貨危機時と比べてみると危機への耐性は強化されている模様。
- 98年以降の経常収支黒字を通じて、99年10～12月期以降は対外純債権国へ。
- 今後も世界経済の回復が続く過程で輸出は堅調な推移となりそうで、対外純資産は積み上がっていくものと思われる。



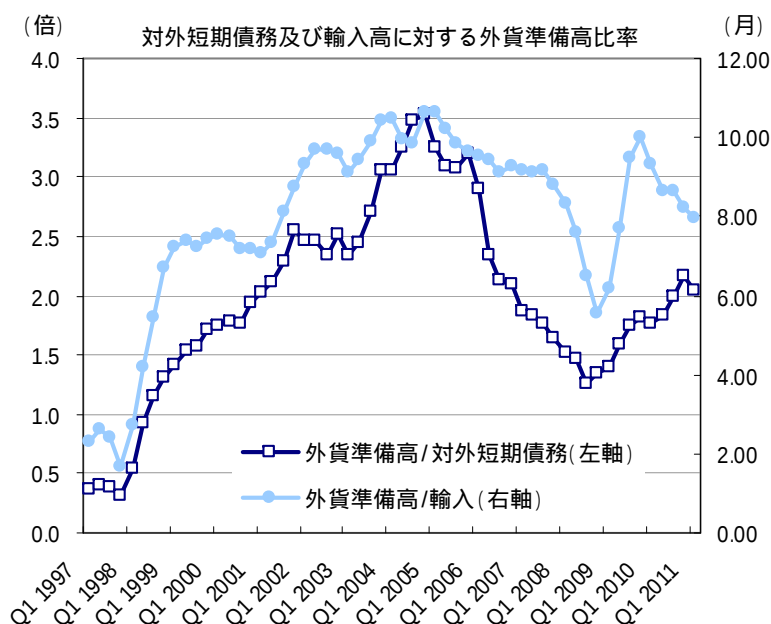
(資料) Bank of Korea



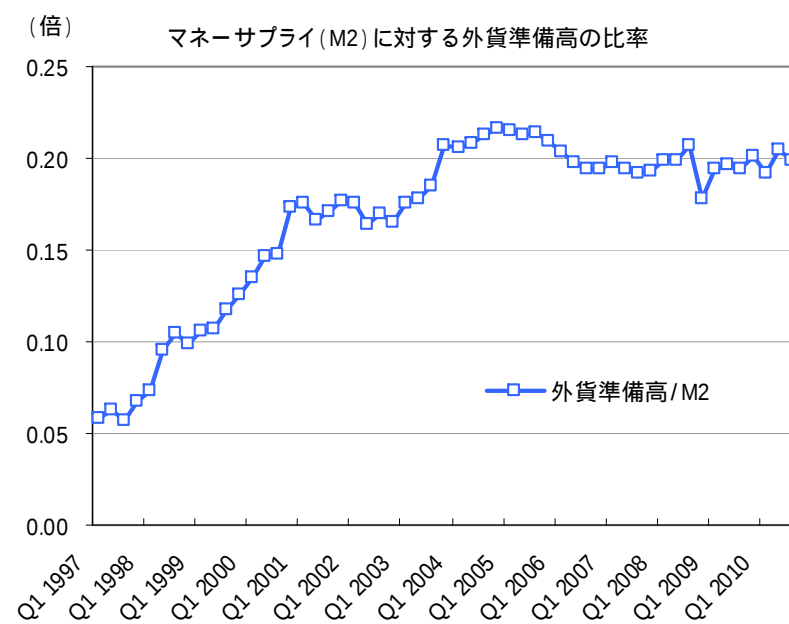
(資料) Datastream

指標から見る危機への耐性

- 対外短期債務比率(外貨準備高/対外短期債務) 11年1～3月時点で2.0倍:目安1倍。
- 輸入比率(外貨準備高/輸入額) 8か月:目安3か月分。
- マネーサプライ比率(外貨準備高/マネーサプライ(M2)) 0.20倍:目安0.05～0.20倍。
- これらの指標はあくまで目安であるが、アジア通貨危機の主要な要因であったと見られる、急激な資本流出に伴う外貨流動性危機への耐性は強くなっている。



(資料) Bank of Korea, Datastream



(資料) Bank of Korea, Datastream

韓国ウォン相場の今後の見通し

- ウォン高圧力は依然強く、1つの目安は1000ウォン。
 - 為替需給の観点からは構造的にウォン高圧力が強い。
 - 韓国はインフレ抑制に向けた利上げ継続が見込まれる一方で、米国の出口戦略はあくまでもゆっくりとしたペース。金利差拡大を背景としたウォン高。
 - 物価水準で見ると、ウォンは割安感。
 - 但し、当局は急激なウォン高は容認しない公算が大きい。

	2011年 1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	2012年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
USD/KRW	1065.23 ～ 1135.13 (1067.65)	1030 ～ 1100 (1050)	1020 ～ 1090 (1040)	1000 ～ 1070 (1020)	990 ～ 1060 (1010)	980 ～ 1050 (1000)
USD/JPY	76.25 ～ 85.53 (80.56)	78 ～ 84 (82)	79 ～ 85 (83)	80 ～ 87 (84)	82 ～ 90 (85)	82 ～ 90 (87)
KRW/JPY	0.0691 ～ 0.0788 (0.0754)	0.071 ～ 0.081 (0.078)	0.073 ～ 0.083 (0.080)	0.075 ～ 0.086 (0.082)	0.079 ～ 0.090 (0.084)	0.080 ～ 0.091 (0.087)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内は6月30日のクローズ時。
 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
 3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

(国際為替部 多田出 健太)

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。