

## 第5章 韓国における資本移動と経済構造の変化 1997年通貨危機以降を中心に

著者	高安 雄一
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア 経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	研究双書
シリーズ番号	591
雑誌名	国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化
ページ	177-216
発行年	2010
出版者	日本貿易振興機構アジア経済研究所
URL	<a href="http://doi.org/10.20561/00042317">http://doi.org/10.20561/00042317</a>

## 第Ⅱ部

### 国别分析



## 第5章

# 韓国における資本移動と経済構造の変化

——1997年通貨危機以降を中心に——

高安雄一

### はじめに

韓国は、1997年の下半期以降に急激な資本流出に見舞われ、同年12月には通貨危機に直面することとなり、IMFの緊急支援と引き換えにその管理下に入った。

1997年の通貨危機の要因は、国内経済構造の脆弱性にあったことを多くの先行研究が指摘しているが、それら脆弱性が顕在化するきっかけは、1996年から生じた景気後退であったと考えられる。企業部門や金融部門における脆弱性は、景気が拡大している時期には問題にならなかったが、景気後退によって企業危機、金融危機のかたちで顕在化し、これに反応して生じた資本の急激な流出に対して、十分な外貨準備がなかったことから、最終的に通貨危機が発生した。1997年に発生した通貨危機は交易条件の悪化と国外発のショックがきっかけであった。

また、2008年に発生した世界金融危機を背景とした主要国の景気悪化も、輸出減少などを通じて韓国経済に悪影響を及ぼした。これら交易条件の悪化や主要国の景気悪化といった国外発のショックは「外的ショック」と呼ばれ、その発生についてはコントロールが不可能であるが、韓国のように輸出比率が高く、資本移動が自由な国では影響が大きく、通貨危機のような重大事を

引き起こす可能性がある。なお、外国人の韓国に対する投資行動の変化も、資本流出入を通じて経済に影響を与えるため、外的ショックといえる。

通貨危機の発生から10年余りを経て、韓国における資本移動や経済構造には大きな変化がみられた。そしてこれら変化により、外的ショックが韓国経済に与えるインパクトにも変化が表れた。資本移動については、危機前から計画的に行ってきた資本自由化が前倒しされ、資本移動規制がほとんど撤廃されたことなどにより、資本流出入が活発となった。その結果、韓国経済への見通しが悲観的になるなどを背景とした、外国人の韓国に対する投資行動の変化といった外的ショックによって、急な資本流出も生じやすくなった。また、輸出入の経済全体に占める比率が拡大したが、これは海外の経済動向が国内経済により強い影響を与えるようになったことを意味し、大きな外的ショックを受けた場合に、大規模な資本流出につながりやすくなった。そして、これらの点からは通貨危機が発生する可能性が高まったといえる。

ただし一方で、金融部門、企業部門など国内経済構造はドラスティックに改善しており、ショックを受けたとしても問題が生じにくくなっている。また、経常収支が黒字に転換したことを背景に、外貨準備が増加したことにより、急激な資本流出が生じてもちこたえられるようになった。そして、これらの点からは通貨危機が発生する可能性が小さくなったと考えることができる。つまり、通貨危機以降の変化は、通貨危機の発生可能性を高めるもの、低めるものが混在している状況であるといえる。

そこで本章では、1997年の通貨危機以降に生じた、資本移動のボリューム拡大など外的ショックのインパクトを大きくする変化、国内経済構造の改善など外的ショックに対する耐性を高める変化を整理したうえで、いずれの変化がより大きかったのかにつき、2008年に生じた世界金融危機にかかる外的ショックを事例として考察する。

韓国における資本移動や経済構造を包括的に扱った先行研究としては、資本移動の動向を規制緩和との関連で整理したうえで、資本移動がマクロ経済変数に与える影響を明らかにした Kim et al. [2001]、資本移動と通貨危機の

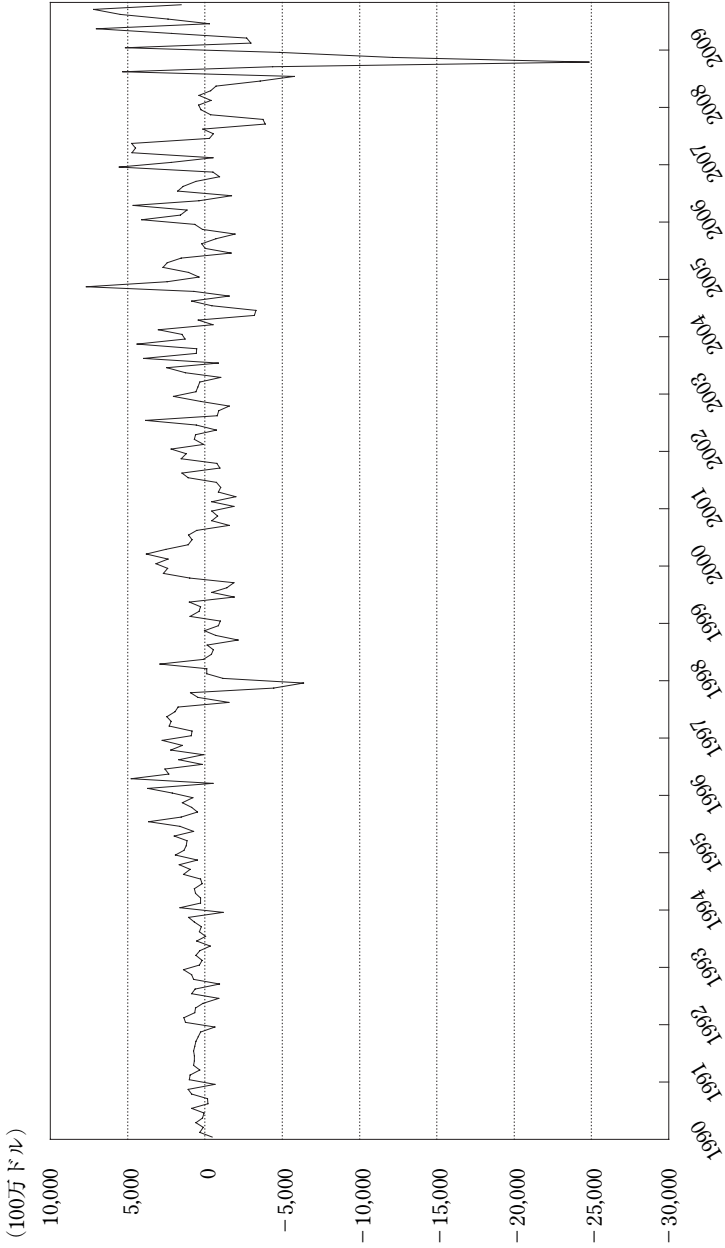
関係を分析した Dooley and Shin [2000], 韓国に通貨危機をもたらした経済構造の脆弱性を指摘した Hahm and Mishkin [2000] を挙げるができる。しかし、これらの先行研究が扱っている時期は通貨危機以前が中心であり、通貨危機以降の変化については判断することができない。そして、通貨危機以降の資本移動のボリュームや経済構造の変化について、たとえば、外国人による株式投資資金流入の決定要因を分析したユンサンギョ [2007] のように、株式投資や債券投資といった資本移動の個別の項目について、その動向と背景を分析した研究がある。しかし、資本移動のボリュームや経済構造の変化について総合的に検討した研究はない。

本章では、まず第1節では、通貨危機前後の資本移動の基調変化について整理したうえで、変化の背景について検討する。第2節では、輸出入比率の高まりにより、外的ショックの影響がどの程度高まったのか検証する。第3節では、企業構造、金融構造を改善せしめた構造改革と、それに伴う改善の程度を明らかにする。第4節では、経常収支の基調変化について、また、外貨準備高が急激な資本流出の影響を吸収できる水準になったかについて考究する。そして第5節では、2008年に発生した世界金融危機により韓国経済が受けた外的ショックの大きさを、1997年通貨危機のきっかけとなった景気後退時と比較したうえで、通貨危機以降の変化により通貨危機が起りやすくなったのか、あるいは起りにくくなったのか検討する。そして最後に、本章としての結論を示す。

## 第1節 通貨危機前後における資本移動の基調変化とその背景

まず、資本収支の動きを月次データでみてみよう(図1)。流入の基調は、通貨危機以前にはほとんどの月で流入であったが、通貨危機以降は流出の月が増えている。そして流出量は、通貨危機以前(1992~96年<sup>(1)</sup>)の平均値が11億ドルであったが、通貨危機以降(1999~2009年)は21億ドルと倍増し

図1 資本収支



(出所) 韓国銀行データベースにより筆者作成。

ている。そして、1997年の通貨危機時には11～12月で108億ドル流出したが、2008年の世界金融危機時には10～11月で370億ドルが流出した。つまり資本収支全体をみた場合、通貨危機以降には資本移動のインパクトが高まっていると考えることができる。次に資本収支を項目別にみるが、その際には、2004年から2008年までの5年間における流出入が大きい上位4項目、すなわち外国人株式投資、外国人債券投資、居住者株式投資、外国人貸出に絞ることとする。

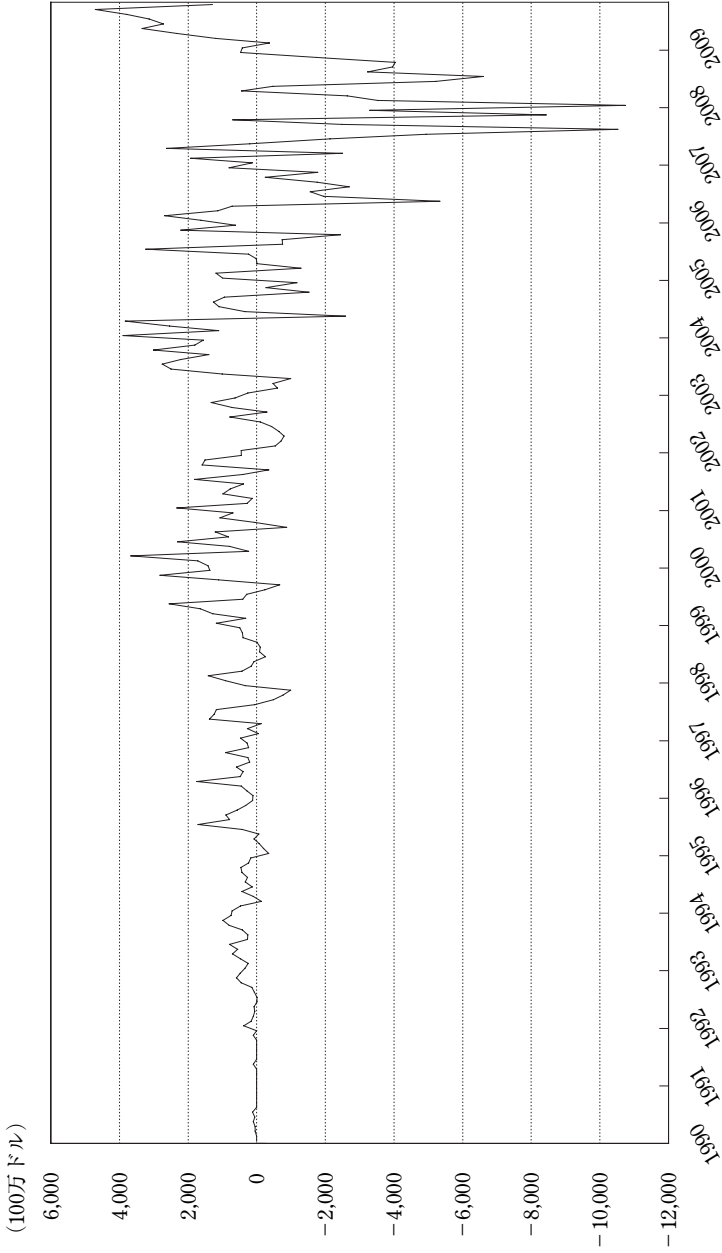
### 1. 外国人株式投資

外国人株式投資における月平均流出入額の絶対値<sup>(2)</sup>（以下「流出入幅」とする）は通貨危機以前の1990年代中盤（1992～96年）には4億ドルであったが、最近5年（2004～08年）では23億ドルと大幅に拡大しており、とくに2007～08年は30億ドルを超えたなど、通貨危機以降に流出入幅が大きく拡大している（図2）。また流出入の方向については、2005年まではおおむね流入傾向で推移していたが、2007～08年には流出基調となり、2009年には再び流入に転じた。通貨危機以降に外国人株式投資の流出入幅が拡大した背景には、外国人の株式投資に関する規制緩和がある。

外国人による国内株式に対する投資については、1992年1月に国内株式市場が開放され、個別法で禁止されていない上場株式に対する投資が可能となった。ただし、銘柄ごとに外国人全体としての取得限度および1人当たりの取得限度が定められ、それぞれ発行株式数の10%、3%とされた。なお、この取得限度は順次引き上げられたが<sup>(3)</sup>、危機発生時の1997年12月30日にも、それぞれ50%の規制が残っていた。そして危機直後の1998年5月には外国人全体としての限度、1人当たりの限度がともに完全に撤廃されたが<sup>(4)</sup>、この規制緩和の影響などを背景に、2006年までは外国人株式投資が流入基調で推移し、流入幅も緩やかに拡大してきた。そして継続した外国人株式投資の流入基調により、外国人の国内株式保有割合が高まった。



図2 外国人株式投資取支



(出所) 図1と同じ。

外国人による上場株式の保有割合（金額ベース）をみると、1992年末には4.9%にすぎず、1997年末でも14.6%にとどまっていたものの、2000年末には30.1%、2004年末には42.0%に達した。そしてその後は、若干、割合が低下したが、2006年末でも37.3%と高い比率となっている（金融監督委員会 [2007]）。なお、上場株式の時価総額も急増しているため、外国人による上場株式保有額のGDP比は、1992年末は1.6%、1997年末は2.1%にすぎなかったが、2000年末には9.3%、2004年末には22.2%、2006年末には31.0%と格段に高くなった。ただし、外国人保有額が増加するとともに資本流出のリスクも高まった。このリスクが顕在化したのは2007年以降であり、アメリカにおける株価の動きに引きずられるかたちで、1カ月に100億ドル以上の流出が起こるようになった。

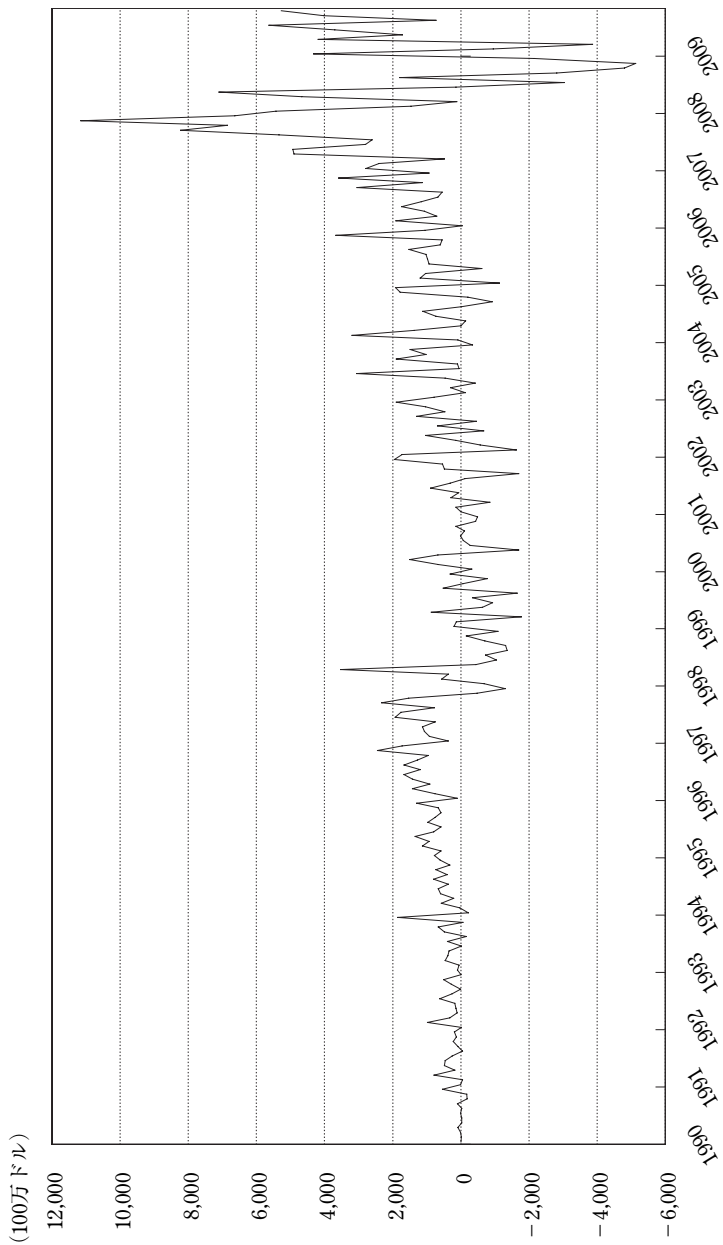
世界金融危機後の動きをみると、2008年10月には40億ドル流出したが、2007年以降に100億ドル以上の流出が2回生じていることを勘案すると、極端な流出は起こらなかったと判断できる。そして2009年には、多い月で50億ドル近くの流入となるなど、再び流入基調に転じている。外国人株式投資については、外国人保有株式の増大から急激に資本が流出するリスクが高まっているが、世界金融危機後における流出は、アメリカの株価が下落すると外国人の株式投資資金が流出するとのパターンを踏襲するものであり、その規模から判断しても韓国株式に対する不安によるものではないと考えられる。

## 2. 外国人債券投資

外国人債券投資の月平均流出入幅は、1990年代中盤（1992～96年）には7億ドルであったが、最近5年は23億ドルに拡大しており、とくに2007年には50億ドルに迫る水準となった（図3）。また流出入の方向については、2008年下半期を除きおおむね流入基調で推移している。

外国人債券投資についても、通貨危機以降に流出入幅が大きく拡大しているが、その背景には外国人株式投資と同様に規制緩和がある。外国人による

図3 外国人債券投資取支



(出所) 図1と同一。

国内債券に対する投資については、債券市場が十分に成熟しておらず、内外金利差も大きかったことから通貨危機以前は株式投資以上に強く規制されてきた（Kim et al. [2001], 呉鎬一・朴相元 [1997]）。よって、危機発生までは債券市場には株式市場以上に多くの規制が残っていたが<sup>5)</sup>、危機に直面していた1997年12月には大幅な規制緩和が行われた。すなわち上場された会社債、国公債および特殊債について外国人の投資が全面的に許容された。そして1998年には、残っていた非上場債券への投資規制も完全に撤廃された。このように国内債券市場に対する外国人による投資は、通貨危機の前後で、おおむね全面的に規制されている状態から、規制が撤廃された状態へと大きな変化が生じた。

また、韓国の債券市場は通貨危機以降拡大した。1997年末の発行残高はGDP比で45.3%であったが、1998年には69.4%に跳ね上がり、その後も徐々に高まり続け、2005年には93.0%となった。1998年に債券市場が拡大した背景としては、以下の2点を挙げることができる。ひとつは国公債残高の急増であり、公的資金の調達のための政府保証債の発行に加え、歳入減を補填するための赤字国債の発行、不胎化政策のための通貨安定債券の発行が主要因である。2つめは金融危機に伴う銀行の資金仲介機能の弱まりを背景とした、財閥の会社債大量発行である。ただし、会社債市場は財閥の流動性危機が相次いだことなどから、2003年以降は大幅に減少し、それ以降の債券市場の拡大は国債および通貨安定債によるものである。

以上のように債券市場は、通貨危機を境に外国人投資規制が完全撤廃され、また規模も拡大したが、外国人の債券投資は株式投資のように拡大することはなく、長らく低調な状態が続いた。株式の外国人保有比率は2002年末には36.0%に達するなど、規制撤廃を境に大幅に高まったが、債券の外国人保有比率は0.11%にとどまっていた（金融監督委員会 [2003]）。この要因として、楊斗鏞・金恩京 [2003] は、①1999年以降は韓国債券の収益率が高くなかった<sup>6)</sup>、②米国債券価格と韓国債券価格の変動に正の相関関係があるため、韓国債券は分散投資の対象としての魅力に乏しかった、③韓国債券は流動性り

スクおよび信用リスクが高かった、といった点を指摘している。

しかし2007年には、外国人の債券投資が急増するなど基調の変化がみられた。2006年までは、債券の外国人保有比率は1%に満たない水準で推移してきたが、2007年中盤から急上昇して2008年には5.8%に達した<sup>(7)</sup>。ただし、この動きは韓国債券にかかる裁定取引によって確実な利益が得られたことに起因する。ウォン建て債券金利が通貨スワップ金利（CRS金利）を上回る場合、投資家は裁定取引によりその差（以下「裁定取引誘因」とする）に投資額を乗じた金額分の利益を得ることができる<sup>(8)</sup>。

ヤンヤンヒョン [2008] は、裁定取引誘因<sup>(9)</sup>が2006年4～6月から2007年1～3月の間に10～20bpから30bp内外に小幅拡大した後、2007年7～9月より大幅に拡大し、2007年7～9月に141bp、10～12月に277bpとなった後、2008年1～4月に150～300bp、5～6月に100～200bpと高水準を維持したと指摘したうえで、これが外国人の韓国債券への投資急拡大の原因となったとした。なお、裁定取引は短期間のみ可能であるが、①ウォン先物の大幅な供給増<sup>(10)</sup>、②国際金融市場の混乱を背景とした外貨資金の供給減により、裁定取引誘因が長期間、高水準で維持されたと指摘されている（ヤンヤンヒョン・イヘリム [2008]）。なお、このように外国人が保有する債券残高が増加した結果、急激な流出のリスクが高まった。

世界金融危機後の動きについては、2008年10～11月には2カ月で100億ドルの流出を記録したが、これは裁定取引誘因が縮小したことに加え、外国人保有債券の満期到来などによるものであるとの指摘がある（ヤンヤンヒョン・イヘリム [2008]）。ただし、世界金融危機直後に急激な資金流出が生じていることから、外国人投資家が韓国の債券を売却して資金調達をしようとの動きもあったものと考えられる。

外国人債券投資は、2007年以降、流出入幅が拡大したが、この現象は裁定取引が長期間可能であったとの特殊事情に起因しており、韓国の債券市場自体の構造変化によるものではない。そして韓国債券市場の構造のみをみると、外国人投資家にとっていまだ魅力に乏しい。よって裁定取引の誘因が消滅す

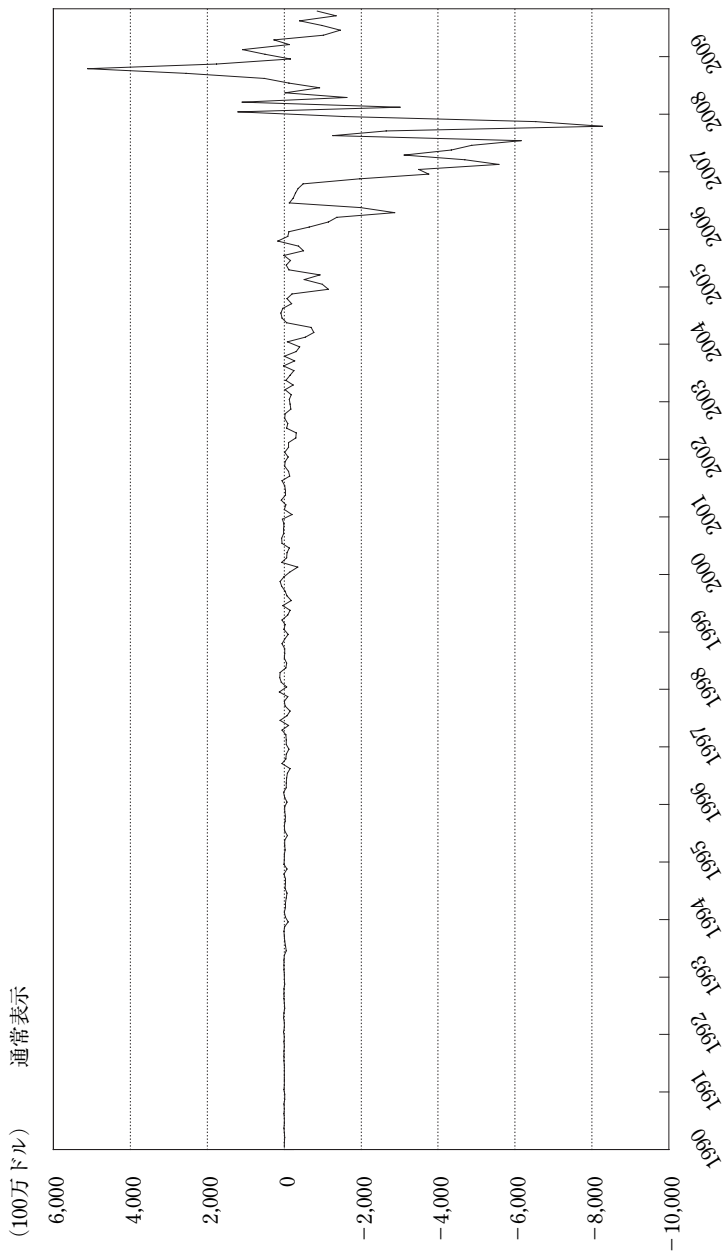
れば、外国人債券投資の流出入幅は再び縮小することが予想され、資本移動全体に大きく影響するには至っていないと判断できる。

### 3. 居住者株式投資

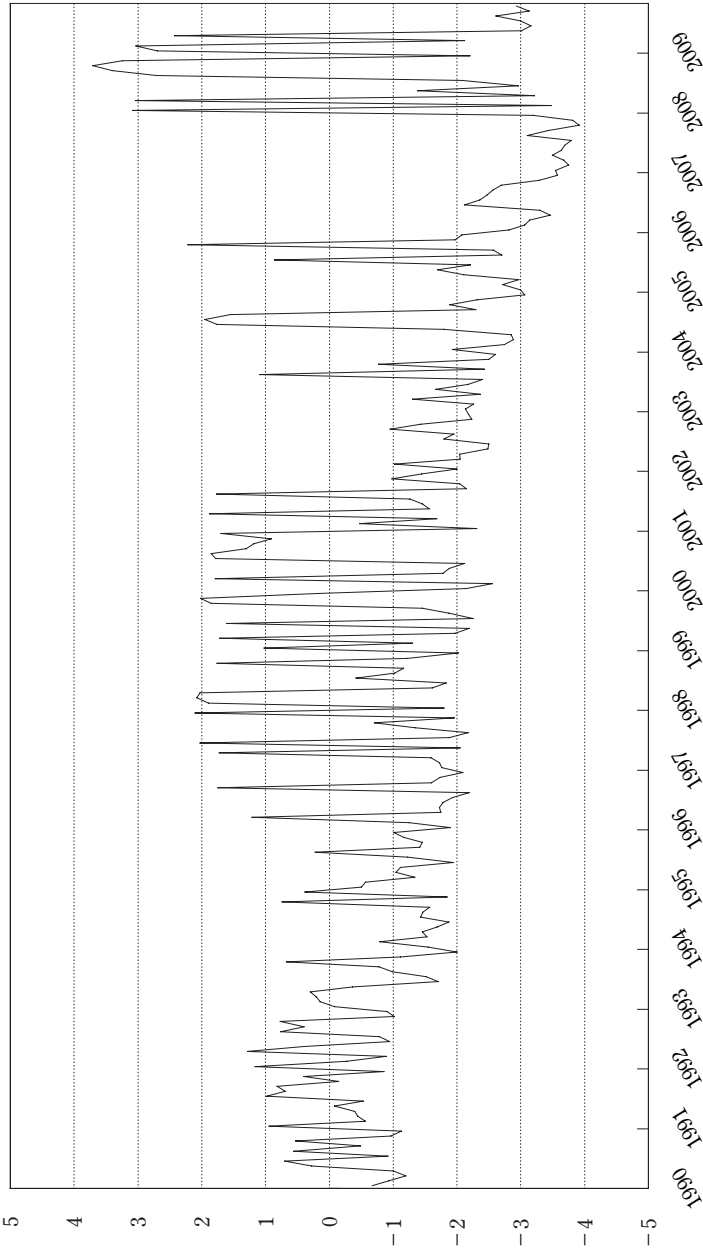
居住者株式投資の月平均流出入幅は、1990年代中盤には3000万ドルにすぎなかったが、最近5年は16億ドルに大きく拡大しており、とくに2007年には44億ドルを記録している(図4)。そして、このような流出入幅の拡大の背景にもやはり規制緩和がある。居住者の海外ポートフォリオ投資は通貨危機以前においても順次、自由化が進められてきた。まず1985年には、証券会社が国内法人の発行する外貨表示の債券及びDR<sup>(11)</sup>を、証券会社ごとに発行額の1%あるいは100万ドルまで引き受けることが可能になった。そして1988年には証券会社は3000万ドル、投資信託会社、保険会社などその他の機関投資家は1000万ドルを限度に、自己勘定で海外ポートフォリオ投資が許可された。さらに1994年には「海外証券投資活性化措置」が発表され、証券会社、投資信託会社、保険会社の投資限度が廃止され、1995年には個人1億ウォン、法人3億ウォンを限度に一般投資家も海外ポートフォリオ投資が可能となった。そして、危機以降の1999年4月には機関投資家の域外ファンド設立が可能とされ、機関投資家の海外ポートフォリオ投資対象制限が廃止された<sup>(12)</sup>。

ただし、海外ポートフォリオ投資は以上のような規制緩和が行われても、ただちに流出入幅が拡大することはなかったが、2007年には大幅な流出となった。2007年の大幅な流出は、2007年6月から2009年末まで実施された、海外投資ファンドの譲渡差益分配金に対する非課税措置による<sup>(13)</sup>。これにより、投資運用会社の海外株式投資残高は、2006年末の149億ドルから2007年末には733億ドルと約600億ドル増加した<sup>(14)</sup>。ただし2008年には、アメリカ株式市場をはじめとした海外株式市場の不振により、9月末時点で376億ドルとおおむね半減している。通貨危機以前は、外国人により資本移動が主導されてきた。しかし、非課税措置の期限切れの後にどのようなようになるか不透明である

図4 居住者株式投資取支



対数表示（正の値 $10^x$ 100万ドル，負の値 $-10^{-x}$ 100万ドル）



(出所) 図1と同じ。

(注) 通常表示では後半数年の値が大きすぎて、前半のほとんどの年について情報が得られないので、縦軸を対数表示にした図を追加した。正の値は $10^x$ 100万ドル，つまり2の場合は $100 \times 100$ 万ドルである。また負の値は $-10^{-x}$ 100万ドル，つまり-3の場合は， $-1000 \times 100$ 万ドルである。



ものの、今後は居住者による投資も一定の影響を資本移動に与えると考えられる。

なお、世界金融危機後の2008年10～11月には、居住者株式投資は70億ドル程度の資本流入となっている。これは国内資本の海外逃避が起こっていないことを意味するとともに、為替変動を考慮した予想収益率を比較した場合、相対的に国内資産のほうが選好された結果といえ、ウォン貨および韓国資産に対する信用が低下していないことを示唆すると考えられる。

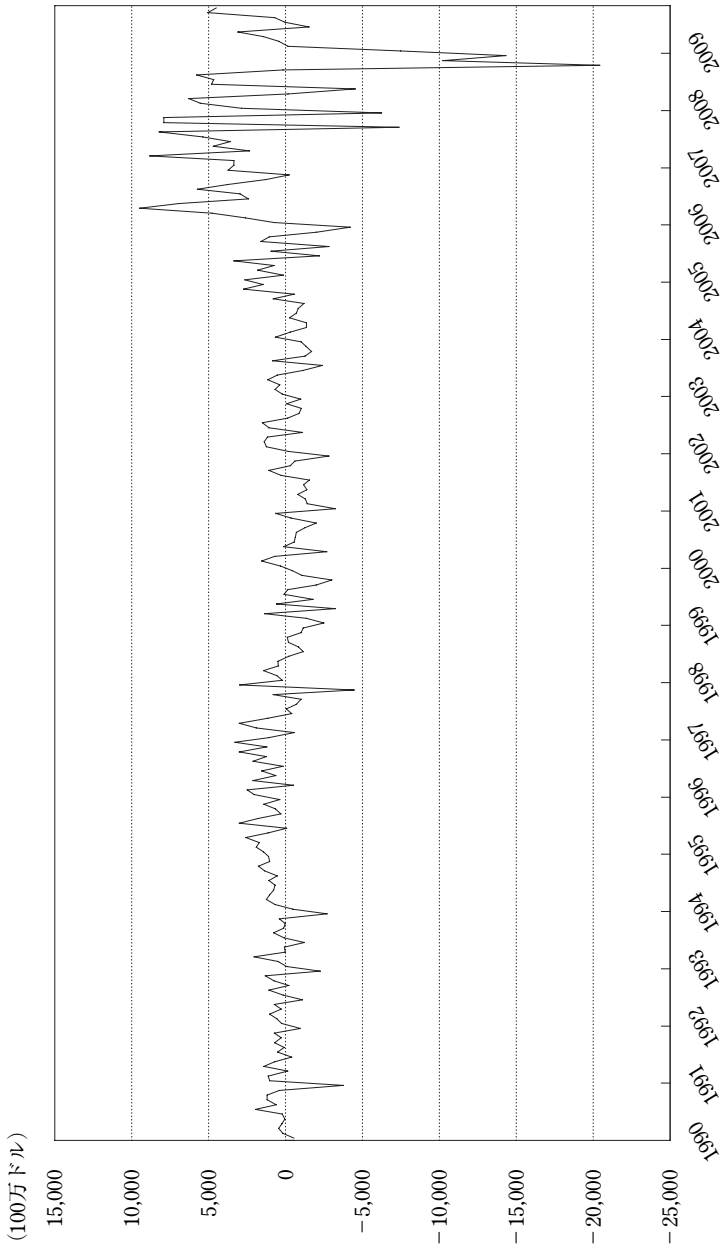
#### 4. 銀行借入 (= 外国人貸し出し)

外国人貸し出しの月平均流出入幅は、1990年代中盤には11億ドルとすでに大きかったが、最近5年は38億ドルとさらに拡大している(図5)。そして2005年までは10億ドル台と、通貨危機以前と比較してそれほど大きな差はなかったが、2006年は37億ドル、2007年は58億ドル、2008年は66億ドルと近年急拡大している。

ただし、流出入の方向には変化がみられた。通貨危機以前は流入が続いており、とくに1994年から1996年にかけては年ベースで100～200億ドルの流入額であった。なお、これは企業の投資活動にかかる外貨貸出需要などを背景として、銀行の外貨調達が大幅に拡大したためである(呉鎬一・朴相元[1997])。また結果として、銀行の対外借入残高は1994年末のGDP<sup>(B)</sup>比7.1%から1996年末には10.8%に高まった。しかしながら、銀行借り入れは危機を境に流出超に転じ、2001年末の銀行の対外借入残高は4.2%にまで落ち込んだ。そして、その後は若干の流入基調で推移した。ただし、2006年以降には急激に状況の変化が生じた。具体的には、2006年および2007年にはそれぞれ400億ドルを超える大幅な流入となった。この結果、2005年末にはGDP比5.0%であった銀行の対外借り入れが、2008年9月末には12.8%にまで高まった。

このような外国人貸し出しの増加をもたらした要因としては、①国内造船企業の受注好調、②海外証券投資ファンドを通じた居住者の海外投資拡大な

図5 その他投資収支 (外国人貸し出し)



(出所) 図1と同じ。

どを挙げることができる。造船企業の受注は、2005年は313億ドルであったものが、2007年には1015億ドルに増加したが<sup>16)</sup>、造船企業はウォン高による為替差損を回避するため、先物ドル売りを行った。また、海外証券投資ファンドを通じた居住者の海外投資が拡大した理由については、前項で扱ったのでここでは改めて示さないが、資金運用会社による海外株式投資残高は、2005年末の42億ドルから2007年末には733億ドルに拡大した。そして、資産運用会社も為替差損の回避のため、先物ドル売りを行った。

これら先物ドル売りはおもに国内銀行が買い入れたが、国内銀行は外銀支店と通貨スワップ契約を結ぶか、海外銀行からドル建てで借り入れを行ったうえで、受け取ったドルを直物市場でウォンに換えることでポジション調整を行った。なお、通貨スワップ契約を結んだ外銀支店は、本店など外国銀行からドルを借り入れた。そして、以上で示した取引などの結果、国内銀行や外銀支店による海外銀行からの借り入れが急増することになった。ここで注意しなければならない点は、銀行の対外債務は短期借り入れを中心に増えてはいるものの、借り入れの裏には、返済期日に造船企業や資産運用会社を通じて海外から受け取る予定の外貨があることである。よってこれら借り入れは、実際には償還負担がない対外債務と考えることができる<sup>17)</sup>。

なお、外国人貸し出しは2008年9月までは流入基調であったが、世界金融危機後に一転して大規模な流出となり、2008年10～12月には450億ドルが流出した。この要因としては、①外銀本店が在韓国支店から資金の引き揚げを加速している、②造船受注や海外投資ファンドの急増が一段落して先物取引が減少していることから、銀行が新規借り入れを行う必要がなくなっている、③世界金融危機の影響により銀行の短期対外債務の借り換えが難しくなっている、ことなどを挙げることができる。そして②は世界金融危機の影響ではないが、①③は世界金融危機が影響していると考えられる。ただし、これは韓国の問題というよりは、外国銀行の資金確保需要のため資金が引き上げられた結果と考えられる<sup>18)</sup>。

## 第2節 韓国経済が直面する外的ショックの変化

韓国経済は輸出主導の経済発展を志向してきたなどの理由から、従前より輸出比率が高いなど、外的ショック、つまり国外における景気後退や金融不安など、国外で発生したショックにより経済が影響を受けやすい構造を有していた。通貨危機以降にはさらに対外ショックに敏感な経済構造に変化したため、国外における経済事情が、景気後退、さらに収益悪化による企業破綻、金融部門の健全性悪化を引き起こし、ひいては韓国経済の信認低下につながる可能性が高まった。以下では、韓国の景気悪化を引き起こす可能性がある2つの外的ショックについて検討する。

第1は、外国の景気悪化である。主要輸出国の景気が悪化すると、当該国向けの輸出が減少することで需要が萎縮する。これは、意図せざる在庫増を通じて生産を減少せしめることから、輸出減少の大きさにもよるが、自国の景気後退につながる可能性がある。1990年以降における実質輸出の動きをみると、輸出がもっとも大きく減少した時期は2008年7～9月期から2009年1～3月期で、この間に13.2%のマイナスとなった。また、2000年10～12月期から2001年7～9月期には9.5%の減少となった。ただし、それ以外の時期において、輸出が2期連続で減少したことはなく、輸出減の幅も数%と軽微であった。なお、2000年10～12月期からの減少期はアメリカ景気の悪化によるもの、2008年7～9月期からの減少期は、アメリカにおける不況に加え、好調な景気が続いていた中国も減速したことによるものである<sup>19)</sup>。

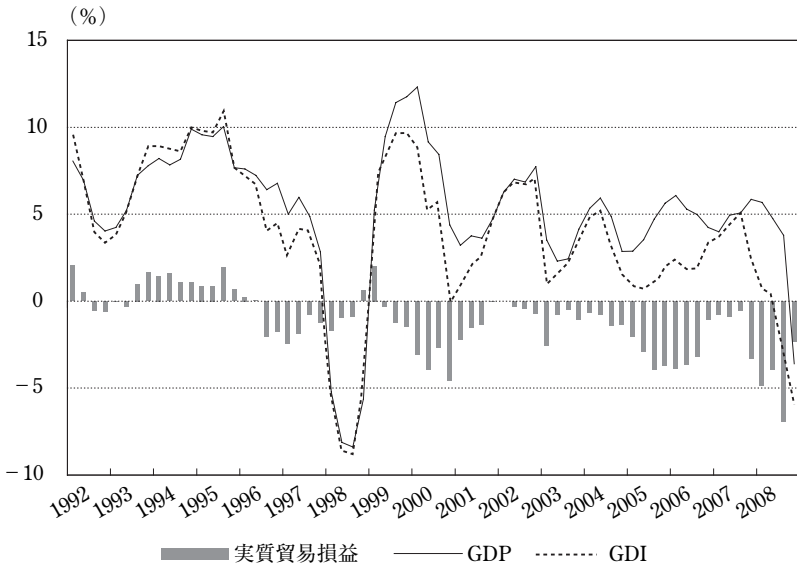
このように、輸出減少を通じた外的ショックは通貨危機以降にのみ発生しているが、これは、韓国の通貨危機以前にはアメリカ景気が長期間にわたり好調であったとの偶然に起因する。より重要な点は、通貨危機以降、輸出減少率が同じであっても、韓国経済がより大きな影響を受けるようになっていることであり、これは総支出に対する輸出の比率が高まっていることによるものである。輸出比率は1990年代前半には15%程度で推移しており、1996年

10～12月期でも21.1%であったが、通貨危機以降は急激に比率が高まり、2000年には30%、2005年には40%を超え、2009年10～12月期で45.9%にも達している。これは通貨危機以降、半導体など電子部品の輸出が急激に伸びたためであるが、1996年10～12月期と2009年10～12月期を比較すると、後者が前者の2.2倍となっていることから、単純に考えて同じ輸出減少率であっても影響が倍以上になっていることがわかる。

第2は、交易条件の悪化を通じた対外ショックである。交易条件は輸出物価指数を輸入物価指数で割ることで得られ、1単位の輸出品で何単位の輸入品を購入できるかを示す指標である。そして交易条件が悪化すると、実質所得が海外に流出することとなり、タイムラグを経て消費や設備投資などの内需が萎縮する。つまり交易条件が悪化した場合も、輸出が減少した場合と同様、景気悪化につながりうる。ここで交易条件の動きをみると、1990年から1995年までは横ばいで推移していたものの、1995年末から1996年末の間に交易条件が9.7ポイント悪化している。そして通貨危機後の1999年からは一貫して低下が続いており、1998年末から2008年末の間には毎年5.7ポイントのペースで悪化した。韓国では、半導体価格と原油価格の動きが交易条件に大きな影響を与える。すなわち、主要輸出品である半導体価格が下落する場合、あるいは主要輸入品である原油価格が上昇する場合は交易条件が悪化する。そして通貨危機以降はおおむね一貫して半導体価格が下落し、2005年から2008年には原油価格が高騰したことから交易条件が下落した。

なお交易条件の下落がどの程度、経済に影響しているのかを確認するために、交易条件の変化による実質貿易損益<sup>(2)</sup>の対前年変化をみると、危機以降は一貫してマイナスとなっているとともに、マイナス幅も大きくなり、最近ではマイナス幅がGDP比で5%近くに達することも珍しくなくなった(図6)。交易条件の変化による実質貿易損失が大きくなると、GDPが成長しても国内所得(GNI)が成長しない状況となり、内需萎縮による景気後退を引き起こすこととなる<sup>(2)</sup>。そして、このように実質貿易損益のインパクトが大きくなった理由としては、総支出に対する輸出の比率が高まっていることを

図6 交易条件の変化による実質貿易損益の対GDP比



(出所) 図1と同じ。

挙げることができる。前述したように、輸出比率は1996年から2009年の間に2.2倍になっており、交易条件の悪化の程度が同じであっても、経済に与える影響が高まっている。

### 第3節 構造改革による経済構造の変化

通貨危機後に行われた経済構造改革によって、韓国経済の構造は大きく変化した。本節では、通貨危機以前の韓国経済はどのような構造問題を抱えていて、それが構造改革によってどのように改善したのか明らかにする。

## 1. 金融構造

通貨危機以前における韓国の金融部門は、大きな脆弱性を抱えていた。金融部門の健全性を測る指標としては、不良債権比率と自己資本比率が重要であるが、通貨危機直前3年間である1994年から1996年における両指標は、不良債権比率でおおむね1%以下、自己資本比率は9%以上といった健全な数値であった。しかし、政府が発表していた公式値は算出基準がきわめて恣意的かつ甘く、問題が数字上に表れていなかっただけであった。

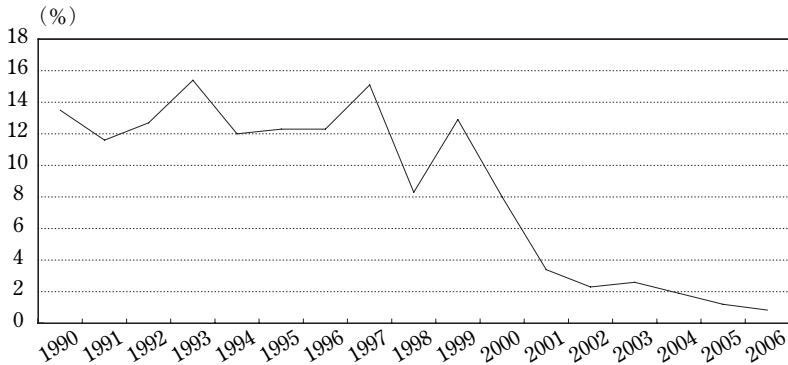
まず不良債権比率は、国際基準と比較して範囲が限定されていた。1997年末までの韓国における不良債権の基準は、利子延滞が6カ月以上の債権のなかで担保でカバーされていない部分であったが、国際基準は利子延滞が3カ月以上の債権であった。このような甘い基準を適用していたために、不良債権比率はきわめて低い数値であったが、国際基準で測った当時の不良債権比率を推定すると<sup>2)</sup>、通貨危機以前は12%前後で推移するなど高い水準にあった(図7)。

また自己資本比率も、不良債権の基準が甘かったため、本来は不良債権としての引当金を積まなければいけない債権について、引当金がほとんど積まれていなかったことから、実際より高い数値となっていた。そして甘い基準のもとで必要とされた引当金すら、さまざまな例外措置の適用により積まれていなかった。よって、公表されていた自己資本比率も意味を持たない数値であった。なお、不良債権が総資産の5~10%を超えると、その国の銀行システムの資本がほぼ枯渇するとの指摘があるが、韓国の不良債権比率はそれを超えており、また実際は自己資本比率もマイナスであったと考えられるなど、韓国の金融部門は危険な状況であったといえる。

そのようななか、1998年から5年間にわたって金融構造改革が進められた。金融構造改革のメニューは、大きく3つに分けることができる。

第1は、破綻の可能性のある銀行をなくしたことである。まず1998年の上

図7 不良債権比率



(出所) 1997年までは高安 [2005] の15ページ、それ以降は金融監督委員会報道資料などにより作成。

(注) (1) 一般銀行ベース。年末基準。

(2) 不良債権は、1997年以前は要注意以下与信、1998年は無収益与信、1999年以降はFLC基準。

半期に、すべての銀行について、市場から退出させる銀行、条件付きで残す銀行、無条件で残す銀行の3つに分類する作業を行った。すべての銀行に対して資産査定を行ったうえで、1997年12月末における自己資本比率など客観的な基準に加え、自己資本比率が8%を切った銀行が提出した経営正常化計画の実現可能性に基づいて分類を行い、5行を退出、7行を条件付き存続とした。

なお、条件については、まず合併するとともに公的資金を注入して、その後は計画に沿ってリストラを進めるといったものである。これとともに、すでに国有化されていた2行を合わせて26行中14行と半分以上が廃業する、あるいはリストラにより健全化を図ることとなった。さらに2000年には、自己資本比率に基づいて再び銀行の選別が行われ、17行のうち6行は強制合併せられ、3行は計画に沿って経営正常化を行うこととなった。このように政府は2回にわたり、半数以上の銀行を市場退出させる、あるいは政府がリストラを主導するなどの手段で破綻の可能性のある銀行をなくすことに努めた。



第2は、公的資金の投入である。金融構造改革の期間中に投入された公的資金は、GDPの30%にも相当する150兆ウォンであった。銀行に関して、公的資金は大きく2つの方法で使われた。まずは資本注入である。政府は預金保険公社を通じて、退出した銀行の負債と資産を引き継いだ銀行、条件付きで存続した銀行に資本注入することで、健全性を高めることとした。そして後者については普通株を取得するかたちで資本注入を行ったため、議決権を背景に、銀行に対してリストラの推進を指示することが可能となった。次は不良債権の買い取りである。政府は資産管理公社を通じて不良債権の買い取りを行ったが、原則として市場から退出した銀行と資本注入を受けた銀行が買い取りの対象となった。ただし1997年12月と1998年9月には、すべての銀行から一定比率の不良債権を購入するとの例外的措置も行った。

また第3に、政府による不良債権比率の目標設定である。資本注入を行った銀行に対する不良債権比率の引き下げを政府が指導することは、株式を背景とした議決権から可能であるが、そうではない銀行については直接指導することはできない。しかしながら、2000年11月に政府は「不良債権縮減計画」を全銀行に提出させ、2001年6月までに不良債権比率を6%以下、2001年末までに5%以下との目標を達成すべく、不良債権の処理計画を示させた。そして進捗について四半期ごとに公表するとともに、目標が達成できなかった銀行に対しては、毎月、進捗の提出を要求することとした。そして2002年末までに3%以下と、さらに目標が強められた。この措置については法律的な根拠はなかったにもかかわらず、2002年末には1行を除いたすべての銀行がこの目標を達成した。

以上の、3つのメニューを中心に金融構造改革が進められたが、不良債権問題と過小資本問題は解決した。不良債権比率は1999年末には12.9%であったが、それ以降、急速に比率が低下して、2002年末には2.3%となった。そして、それ以降も徐々に低下し、2006年末には0.6%と1%を切る水準となった。不良債権問題の解決とは、新規に発生する不良債権を処理するのに十分な収益を銀行が確保できる状態となることであるが、不良債権の処理が進

んだことによる収益回復、不良債権の新規発生率の低下を背景に、2001年には不良債権処理費用と収益の大きさが逆転するなど、不良債権について銀行が十分にコントロールできる範囲内に収まるようになった。

また、自己資本比率についても量質ともに改善した。自己資本比率は1999年末以降によりやく国際比較できる基準によるものとなったが、1999年末には10.8%と、健全性を示す最低ラインである8%を超え、その後も10%を下回ることなく推移している。よって量的には1999年末以降、問題のない状態である。なお自己資本は、資本金などの自己資本の基本的項目と、劣後債などのその他の補完項目に分けることができるが、1999年末における補完的資本が占める割合が37.5%に達していたため、本源的自己資本のみ考慮した自己資本比率は6.8%にすぎなかった。これは、劣後債の発行により銀行が自己資本を水増ししていたからであり、2002年末でも補完的資本が占める割合が40.9%であった。しかし2005年末には、収益の安定などを背景に本源的自己資本が増加したことから、本源的自己資本のみ考慮した自己資本比率が9.3%に達するなど、質の面からも自己資本比率が高い水準に達した。

## 2. 企業構造

通貨危機以前における韓国の企業部門は、大きく3つの脆弱性を抱えていた。第1は、企業部門全体として負債に依存する財務体質であった点である。負債比率の推移をみると、通貨危機以前の1996年まで300%前後で推移していた。これだけでは負債が過剰であったか判断することは難しいが、収益構造をみるとその一端がみえてくる。1990年から1996年における営業利益率は7.1%と、先進諸国と比較しても高水準であったが、金融負担比率が5.7%にも達しており、経常利益率は2.1%にとどまっていた。通貨危機以前の1990年代は景気後退期があったものの比較的落ち込みは小さく、基本的には景気が良好に推移していた。これを背景に営業利益率が高水準で推移していたのであるが、その期間でさえ金融負担比率の高さから経常利益率は低水準であ

った。つまり、利益の多くが借金の金利に消えていたわけであるが、もし景気が後退して営業利益率が下落した場合でも金利負担は減少しないため、赤字に陥る構造となっていた。

第2は、多額の債務保証である。通貨危機以前においては、金融機関から信用供与を受ける際の担保不足を補うため、企業は債務保証を相互に行うとの慣行があった。債務保証は簿外債務であり、多額の債務保証を引き受けていた企業は、財務諸表上は健全にみえても保証先の破綻によって突然、危機に陥るリスクにさらされていた。事実、1997年には数多くの企業が、複雑に交錯していた債務保証によって破綻に追い込まれた。債務保証については通貨危機以前から規制がかけられていたが、1997年4月でも自己資本の92.2%に達していた。

第3は、生存の難しい企業を市場から退出させるメカニズムが機能していなかった点である。これは政府による暗黙の補償により、大きな企業はつぶれない（too big to fail）との期待から、生存が難しい企業に対しても金融機関が継続して資金提供していたためである。そして1998年の段階では総資産ベースで6.5%が自力での生存が難しい問題企業であり、とくに31～60位の企業集団では17.8%、61～300位では25.2%が問題企業であった（イムヨンジェ[2002]）。

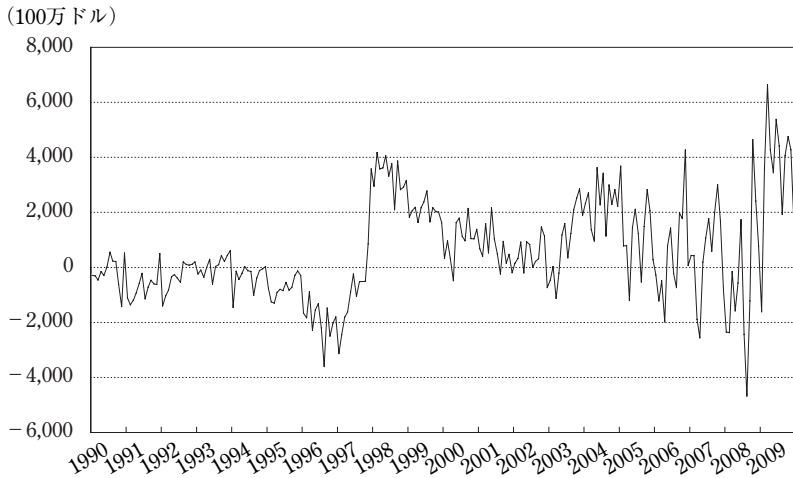
そのようななか、金融構造改革と軌を一にして企業構造改革が進められた。企業構造改革についても、上記の3つの脆弱性に対応するかたちでメニューが講じられた。第1の負債に依存する体質については、企業の負債比率に200%との目標値を設定したうえで、銀行に企業財務のモニタリング義務を課すとのものであった。まず金融機関からの与信残高が大きい64大財閥については、もっとも多く与信を供与している主債権銀行と財務構造改善約定を締結し、そこに負債比率を200%以下との目標値と行動計画を明記させた。そして行動計画の履行状況を主債権銀行に監視させ、履行していない財閥に対しては与信の引き揚げなどの制裁措置を課すようにした。またその他の企業については、借入金損費否認制度を導入して、自己資本の5倍を超える借

入金に対する利子を損金として認定しないこととして、企業が負債比率を引き下げるインセンティブを与えた。

第2の債務保証については、1998年4月から新規の債務保証を禁止したうえで、2000年3月までに既存の債務保証も解消するよう法律により30大財閥に義務づけた。また第3の、生存の難しい企業を市場から退出させるメカニズムが機能していなかった点に対しては、ワークアウトといったスキームを構築した。ワークアウトは再建型の私的整理スキームである。本家であるイギリスでは仲介者としての役割を中央銀行が果たしていたが、韓国では政府機関である金融監督委員会が実質的な仲介者となり、ワークアウトのプロセスに積極的に介入した。そしてワークアウト対象企業に対しては債務のリスケジュールなどが行われ、その間に企業のリストラを進めて再生を図った。なおワークアウトは法的な拘束力のないスキームであったため、合意事項への違反事例が増加するとともに、合意形成にも時間がかかることが多かった。そこで、2001年には企業構造調整促進法が制定され、ワークアウトのプロセスに法的根拠を与えた。

以上の3つのメニューを中心に企業構造改革が進められ、3つの脆弱性はおおむね解消された。まず負債に依存する体質については、負債比率が2000年末には211%と、政府が設けた目標値におおむね近い水準にまで改善した。そして、その後も負債比率は下落を続け、2008年には123%に達している。また負債軽減の影響もあり、通貨危機以前は5.7%であった金融費用負担率は2001年には3.3%にまで低下し、その後の低金利の影響も重なって2008年には1.4%となっている。さらに金融費用負担が減少した結果として、税引き前利益率は2007年に6.2%と高水準となり、世界金融危機の影響を受けて景気が後退した2008年でも3.2%と赤字には陥らなかった。次に債務保証については、1998年4月には63.5兆ウォン（対自己資本比93.1%）であった債務保証額が1999年には22.4兆ウォン（同22.3%）にまで減少し、2000年にはおおむね解消が完了した。最後に生存の難しい企業の存在については、ワークアウトの対象に83社<sup>28)</sup>が選定され、55社が正常化するなど成功率は66.3%で

図8 経常収支



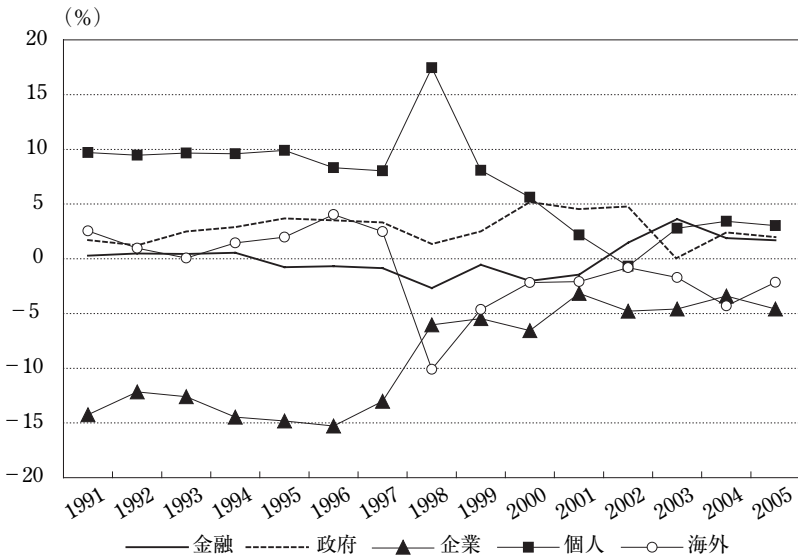
あった。そしてワークアウトや企業構造調整促進法によるリストラの結果もあり、生存が厳しい企業の多くは再生するか、市場から退出するかのいずれかの道をたどり、中途半端なかたちで生存して債務を拡大させるという事例が少なくなった。

#### 第4節 経常収支の基調変化

##### 1. 経常収支の基調変化とその背景

通貨危機以前は経常収支が赤字基調で推移しており、1990年から1997年までの累積赤字は578億ドルとなっていた。そして1996年には231億ドル、GDP比で3.7%にまで赤字が達していた(図8)。しかしながら、通貨危機以降には黒字基調に転じ、2008年に若干の赤字となったほかは一貫して黒字で

図9 部門別資金過不足 (GDP比)



(出所) 図1と同じ。

推移した。そして、1998年から2009年までの累積黒字は1938億ドルに達した。

ここで、通貨危機以降に経常収支が黒字基調に転じた要因を考察する。経常収支の決定メカニズムについてはさまざまなアプローチがあるが、ここでは資金過不足の部門別の変化からみてみよう。国内部門は金融、政府、企業、個人の大きく4つの部門に分けることができ、国内部門の資金過不足は海外部門の符号を反転した数値となる。まず海外部門の動きをみると、通貨危機以前は資金過剰で推移したが、通貨危機以降は逆に資金不足に転じた(図9)。海外部門の資金過剰は経常収支の赤字、資金不足は経常収支の黒字を意味し、海外部門の資金過不足の基調変化は、経常収支の基調変化と整合的である。そしてその裏の動きとして、国内部門が資金不足から資金過剰に転じているが、これをもたらした動きは企業部門の資金不足幅の縮小である。企業部門については、危機以前は平均してGDP比で14%程度の資金不足で推移して

いたが、1998年以降は5%程度で推移するなど、資金不足が10ポイント近く縮小した。他方、個人部門は1998年を除き9%程度の資金過剰で推移していたが、2000年に入ってから低下する傾向にあり、2003年以降3%程度で推移するなど、資金過剰幅が6ポイント縮小した。なお政府部門と金融部門の動きにはそれほど大きな変化はみられない。そして企業部門の資金不足縮小幅が、個人部門の資金過剰縮小幅を上回ったことから、国内部門が資金不足から資金過剰に転ずることとなった。

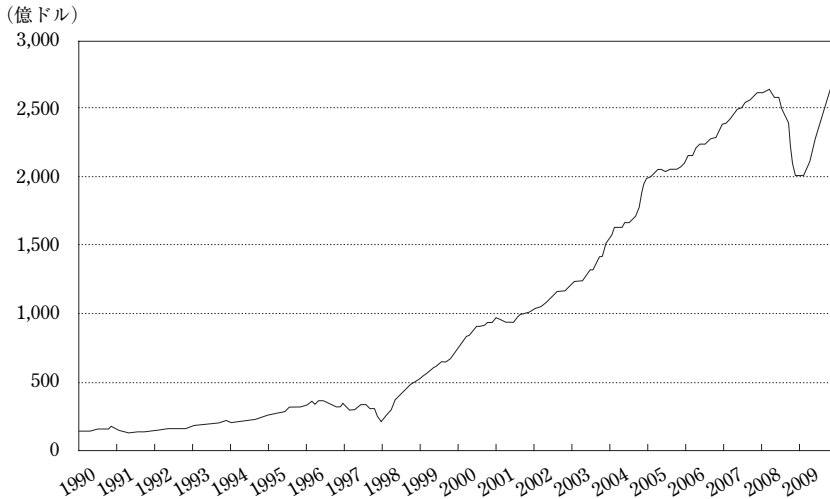
ではなぜ、企業部門の資金不足幅が大幅に縮小したのであろうか。この背景には企業構造改革による設備投資の鈍化がある。まず設備投資額の推移をみると、1993年から1996年までは年率6.6%で増加していたが、通貨危機以降大幅に減少した後、2000年から2002年は横ばいとなった。そして2003年以降は増加基調に戻ったが、2006年までの増加率は年率で4.9%にとどまるなど、設備投資は通貨危機を境に鈍化した。そして、この主な要因とは企業構造改革であった。前述のように、企業構造改革では負債比率の目標が設定され、負債の圧縮がなされたが、企業はこの目標を達成するために、設備投資を抑制したうえで、利益を負債の償還に充てるとの行動を取ることが一般的となった<sup>24</sup>。そして2000年に目標が達成されてからも、企業はこのような行動パターンを継続した。企業構造改革は、企業に設備投資より負債圧縮を優先させたが、これが企業部門の資金不足幅を大きく縮小せしめ、ひいては経常収支の黒字転換をもたらしたといえることができる。

## 2. 経常収支と外貨準備

経常収支の基調変化は、外貨準備および外貨準備と対外債務との関係に変化をもたらした。経常収支の黒字は、資金の流入を意味するため、外貨準備を増加させる効果がある。一方で、資本収支の流入も外貨準備の増加をもたらすが、経常収支黒字による外貨準備増は対外債務には影響を与えない一方で、資本収支の流入については対外債務の増加を伴う場合が多いとの違いが



図10 外貨準備



(出所) 図1と同じ。

ある。外貨準備の水準を測る指標として、外貨準備高の短期対外債務に対する比率が用いられることがあるが、資本収支の流入の多くが短期借り入れなど短期対外債務の増加につながるものである場合、外貨準備高が増加しても、外貨準備高の短期対外債務に対する比率は逆に悪化することもありうる。よって、通貨危機以降の経常収支の動きからは、外貨準備が増加するとともに、外貨準備高の短期対外債務に対する比率も改善したことが想定される（図8参照）。そして、この状況が生じているならば、通貨危機回避のための環境が整う方向にあることとなる。

そこで、まずは外貨準備高をみると、通貨危機以前の水準はきわめて低かった。外貨準備高は通貨危機以前の1996年末には332億ドルであり、短期対外債務の43.8%に過ぎなかった（図10）。しかし、外貨保有高は通貨危機以降に経常収支黒字と資本収支流入超が継続したことにより一貫して増加し、2007年末には2622億ドルとなり、短期対外債務比率も一時期よりは低下したものの164%と高水準を維持している。なお、2008年末には外貨準備高が



2012億ドルにまで減少し、短期対外債務比率もさらに低下したと考えられるが、それでも十分な水準であろう。

また、通貨危機以前は銀行が短期で借り入れた資金を長期で運用するなど、期間のミスマッチが生じており、外貨の流動性が不足していた（財政経済部[2007]）。具体的な数字を示すと、中長期外貨運用残高に対する中長期外債調達残高の比率が、1996年末には62.9%と低い水準であったが、2006年末には127.2%に高まっている<sup>25</sup>。この比率は80%以上が安全とされており、通貨危機以降はミスマッチも解消されたといえる<sup>26</sup>。

そして政府は、2008年10月に「国際金融市場不安克服方案」を発表した。この主な施策としては、銀行が2009年6月末まで導入する対外債務に対して、政府が債務発生日から3年間保証することが掲げられている（総事業規模は1000億ドル）。また、政府と韓国銀行が銀行に対して外貨供給を行うこともされており、2008年12月末までに377億ドルが供給された。しかしこのような政策は豊富な外貨準備に裏づけられて初めて可能となるものであり、1997年の通貨危機時には実施しようにもできなかった政策である。

## 第5節 資本移動や経済構造の変化による影響

### ——世界金融危機による外的ショックを事例に——

ここまでで、通貨危機以降に生じた、資本移動のボリューム拡大など外的ショックのインパクトを大きくする変化、国内経済構造の改善などショックに対する耐性を高める変化を整理した。このような変化を総合的にみて、韓国経済は外的ショックに対して強くなったのか弱くなったのか、2008年に生じた世界金融危機にかかる外的ショックを事例として考察する。その際には、前回の通貨危機のときに韓国が受けた外的ショックおよび今回の危機時の外的ショックを比較するとともに、世界金融危機により韓国経済が再び通貨危機に直面する可能性があるのかを判断する。

## 1. 前回の通貨危機の発生過程

前回の通貨危機の発生過程は大きく3段階に分けることができる。第1段階は、交易条件悪化との外的ショックを受けた段階である。韓国の主要輸出品である半導体価格は1995年までは堅調に推移していたが、その後急速に下落したため、交易条件が悪化することとなった。その結果、1996年7～9月期には実質貿易損失がGDPの2.0%、10～12月期には1.8%、1997年1～3月期には2.5%となり、その影響もあり1996年の1～3月期から始まっていた景気後退が継続した。しかしながら、景気後退が始まった1996年1～3月期から1997年7～9月期のGDP成長率は四半期で1%を上回っており、当時の潜在成長率である年率6～7%と比較してもそれほど大きな落ち込みではなく、マクロ経済上は軽微な調整過程を引き起こしたにすぎなかった。

しかしながら、この軽微な調整過程は第2段階、すなわち企業危機、金融危機が生じる状態を引き起こした。外的ショックにより引き続いた調整過程は軽微であったものの、良好な景気を前提にわずかながらの収益を確保していた企業部門に影響を与え、過剰な負債を抱えていた財閥企業を中心として財務上の問題が生じはじめた。そして、1997年1月に総資産規模で14位の韓宝財閥が破綻したことを皮切りに、複数の財閥が破綻した。これら破綻の要因は、前述の企業構造に存在した脆弱性にあり、脆弱性が顕在化したかたちとなった。破綻した財閥向けの融資の多くは潜在不良債権であったが、当時の甘い基準により不良債権に区分されていなかったため、貸倒引当金がほとんど積まれていなかったとの事情から、金融機関の健全性が一気に悪化した。

そして1997年12月には、第3段階である通貨危機が発生した。1997年1月の財閥破綻を契機に生じた企業危機、金融危機により、韓国経済の信認が大きく低下するとともに、1997年7月にタイで発生した通貨危機の影響を背景に、外国人投資家の投資行動がリスク回避的となったことなどにより、韓国から資金流出が生じるようになった。そして、急激な資金流出に対処するだ

けの外貨準備が、経常収支の赤字基調を背景に存在しなかったことから、IMFの支援を受ける、つまり通貨危機に陥ることとなった。なおIMFは支援の条件として、高金利による海外資金の誘引、緊縮的なマクロ経済政策による経常収支の改善を示した。そこで韓国政府は、金利引き上げ、財政削減を行った。通貨危機による消費者および企業マインドの萎縮もあり、景気は大きく後退して、1998年1～3月期には四半期で前期比7.0%減との大幅な減少を記録した。

これら通貨危機の発生理由を整理すると、きっかけである外的ショックは韓国経済にそれほど大きな影響を与えず、適切なマクロ経済政策を行えば足る程度の景気後退が生じたにすぎなかったが、企業構造および金融構造において景気後退に耐えられないほどの脆弱性が存在したため、企業危機および金融危機が生じた。これら危機は韓国経済の信認を落としたが、ここにタイにおける通貨危機の影響で外国人投資家の投資行動がリスク回避的となるとの外的ショックが重なり、韓国からの資金流出が起り、これに対処できる外貨準備がなかったため通貨危機に至った。つまり通貨危機の要因は、企業部門や金融部門に存在した脆弱性、また低水準な外貨準備高とその背景となった経常収支の赤字であったと考えることができる。

## 2. 世界金融危機による外的ショック

サブプライム・ローン問題に端を発し、リーマン・ブラザーズ破綻により深刻化した世界金融不安により、韓国経済は大きな外的ショック、具体的には主要輸出国であるアメリカおよび中国経済における景気後退に直面している。アメリカの経済成長率は、2008年7～9月期以降、3四半期連続のマイナス成長となり、10～12月期は、第2次石油ショック後のスタグフレーション下にあった1982年1～3月期以来の低成長である、6.3%減に達することとなった。また、中国の成長率も2007年4～6月期をピークに減速し、2008年10～12月期は6.8%と近年にない低成長となっている。その結果、アメリ

カや中国向けを中心に輸出が減少し、2008年10～12月期には実質輸出が8.9%の減少を記録するとともに、経済成長率は5.1%減と、通貨危機直後の1998年1～3月期以来の大幅な減少となっている。1997年に発生した通貨危機の遠因となった、1996年に発生した外的ショックはきわめてマイルドな景気後退を招いたにすぎなかったが、世界金融危機による外的ショックは、それをはるかに上回る強い外的ショックであった。

しかしながら、これだけ強い外的ショックの影響を受けながらも、企業部門や金融部門はあまり大きな影響を受けなかった。税引き前収益率をみると、2007年は8.7%であったが、2008年には5.5%にまで低下した。しかし通貨危機以前の状況をみると、経常利益率<sup>27)</sup>が景気拡大期であった1995年でも3.6%にすぎず、1996年には1.0%と低迷した後に、1997年には0.3%の赤字となった。つまり世界金融危機時においては大きな外的ショックを受けながらも、軽微な外的ショックしか受けていなかった通貨危機前と比べて企業部門の収益が十分持ちこたえていたと判断できる。また金融部門であるが、不良債権比率が1996年の12.3%から1997年には15.1%とさらに悪化したが、2007年から2008年にかけて1%以下の低水準で推移しているなど、世界金融危機の影響を受けていないことがわかる。

ただし、資本収支については世界金融危機の影響を受けた(図1参照)。1997年の通貨危機につながった外的ショックを受けた1996年以降をみると、資本収支は流入基調が継続していた。そして、これが流出に転じた時期は、企業危機および金融危機が発生した後である1997年11月以降であり、1997年11～12月で108億ドルの流出を記録した。しかし、世界経済危機時である2008年の10～11月には、企業危機や金融危機を引き起こしていないにもかかわらず、370億ドルが流出している。そして、2008年4～6月期に2642億ドルであった外貨準備高が、同年10～12月期には2012億ドルと500億ドル以上の減少となった(図10参照)。ただし、外貨準備高の短期外債に対する比率は145%から134%と、若干低下するにとどまっているが、これは短期外債と外貨準備高が同時に減少したからである。

### 3. 資本移動パターンや経済構造の変化と外的ショックに対する耐性

通貨危機以降の資本移動パターンと経済構造の変化により、外的ショックに対する耐性も変化したが、ここで世界金融危機を事例にその変化を整理しよう。第1に、資本移動パターンは総じて流出入の幅が大きくなり、外貨準備額をより大幅に減少させるリスクが高まるなど、インパクトが大きくなっている。そして世界金融危機時には、短期間に500億ドルの減少を記録している。資本流出については、国内要因および国外要因によって起こりうる。前者は国内経済の信認が揺らぐなどの要因で資金が逃避する場合に生じ、後者は外国人投資家が資金確保などの理由から資金を回収する場合などに生ずるが、世界金融危機時の資本流出は国外要因によるものと考えられ、居住者投資家は資金を海外から回収したとの動きがこの点を裏づけている。なお、国内要因による資本流出の場合には、外国人および居住者投資家の資金が同時に流出すると考えられ、信認低下の度合いにもよるが、世界金融危機時を上回る規模で資本流出が起こる可能性がある。また外的ショックが経済に与える影響は高まっており、世界金融危機時には四半期の成長率を5.1ポイント下落させる大きなインパクトを与えた。

しかしながら、企業構造や金融構造における脆弱性の解消により、外的ショックに直面しても、企業部門や金融部門の健全性には変化が生じない状況となった。世界金融危機によって成長率が急落するなど、マクロ経済上は大きな影響を受けたが、企業部門においては利益率は低下したものの、これは景気悪化による循環的な動きとあってよく、企業部門全体で赤字になるなどの健全性に疑問符が付く状態には至っていない。そして、金融部門の健全性にはまったくといっていいほど影響が波及していない。よって、通貨危機時に生じたような韓国経済の信認低下もほとんど起こっておらず、資本流出も国外要因によるもののみにとどまったと考えられる。

また、経常収支の黒字基調転換を背景として増加した外貨準備高は、少な

くとも国外要因による資本流出に対する備えになっている。外貨準備高の短期対外債務に対する比率は、世界金融危機の直前である2008年4～6月期で144%、直後である同年10～12月期で134%と、いずれの時期でも短期対外債務以上の外貨準備があることを意味している。もちろん韓国経済の信認低下が生じ、居住者の資金が逃避する事態になると、この外貨準備が十分な水準か否かは議論の余地があるが、国外要因により外国人のみが資金流出要因となる場合には、十分に対処できる水準であろう。そして企業構造や金融構造の改善により、世界金融危機のような大きな外的ショックが生じた場合でも、韓国の信認が揺らがないようになった現在では、外貨準備高は十分な水準であると考えられる。

## 結 論

本章では、1997年の通貨危機以降に生じた、資本移動のボリューム拡大など外的ショックのインパクトを大きくする変化、国内経済構造の改善など外的ショックに対する耐性を高める変化を整理したうえで、いずれの変化がより大きかったのかにつき、2008年に生じた世界金融危機にかかる外的ショックを事例として考察した。

その結果、①資本移動の流出幅が拡大して急激な資本流出が起こる可能性が高まり、世界金融危機時には1997年の通貨危機時を上回る資本流出が起こった、②輸出入比率が高まることで世界景気後退などの外的ショックが経済に与える影響が大きくなり、世界金融危機時には大幅なマイナス成長となるなど、マクロ経済上大きなショックを受けた、③企業部門や金融部門に存在した脆弱性は解消され、世界金融危機後にマクロ経済が大きなショックを受けたときでも、健全性には揺らぎがなかった、④外貨準備高は十分な水準であり、世界金融危機時の大幅な資金流出後も十分な水準を維持しつづけたことがわかった。世界金融危機は百年に一度の世界経済の混乱とも指摘され

るが、このような国外の状態から受けた大規模な外的ショックによっても、韓国経済は通貨危機に陥る徴候がみられなかった。

以上を総合すると、通貨危機以降に資本移動や経済構造にいくつかの変化が起こり、それぞれ通貨危機を起こしやすくなる方向、あるいは通貨危機が起こりにくくなる方向で作用したが、総じてみると通貨危機以降、通貨危機は起こりにくい経済構造となったと判断できる。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) 韓国株式への投資が海外投資家に開放された年である1992年から、通貨危機による混乱が始まる前である1996年までを、通貨危機前の時期とした。
- (2) 以下では、月平均流出入額の流出額あるいは流入額の大きさを一定の期間（年など）で把握しているが、流出の月は月平均流出額の数値がマイナスになる。つまり、このまま数値を平均すると流出入が大きい場合、数値が相殺してしまい、あたかも流出や流入が生じていないようにみえる。そこで月平均流出入額の平均値を絶対値として、一定の期間の平均値をみることにした。なお、月平均流出入額の算出については流入はプラス、流出はマイナスとして数値を積み上げている。
- (3) 外国人全体としての限度は1994年12月に発行株式数の12%、1995年6月15%、1996年4月18%、同年10月20%、1997年5月23%、同年11月26%、同年12月（12日）50%に、また1人当たり限度は1996年4月に4%、同年10月5%、1997年5月6%、同年11月7%、同年12月（12日）50%に引き上げられた。
- (4) ただし韓国電力、デーコム、韓国通信、SKテレコム、大韓航空、韓国ガス公社などの公益サービスを提供する企業の株式には、外国人の株式取得にかかる限度が設定されている。
- (5) 1994年7月1日には中小企業の無保証転換社債について発行額の30%、1人当たり5%まで投資が可能となった。その後1997年6月には、大企業の無保証転換社債について発行額の30%、1人当たり6%まで投資が可能となり、また中小企業の無保証一般会社債も発行額の50%まで投資が可能になるなどの規制緩和が行われた（楊斗鏞・金恩京 [2003]）。
- (6) 韓国の国債収益率の低下およびウォン・ドル為替ヘッジ費用の高まりにより、韓国債券投資による収益率が米国債券投資による収益率を上回らない状態であったことによる（楊斗鏞・金恩京 [2003]）。
- (7) 現代証券「Bond Focus」2008年7月22日号2ページ（図2）から判断した。



- (8) ヤンヤンヒョン・イヘリム [2008] は、この裁定取引のメカニズムを以下の①～⑤のように解説している。①海外で米ドル資金を借り入れ、利払いを行う (LIBOR)、②スワップ市場で韓国の銀行との CRS Pay 取引により決められた為替レートでドルをウォンに転換、③ウォンで韓国債券を購入し利子を受け取り、債券満期到来時に元本および利子を受け取る、④通貨スワップ金利 (ウォン建て固定金利) を支払うとともに米ドル建て金利 (LIBOR) を支払い、当初交換した金額の米ドルとウォンを交換、⑤受け取った米ドルで借入金を償還するとともに借入金利 (LIBOR) を支払う。
- (9) 3カ月物金利で計算した数値。以下同じ。
- (10) 世界的な造船業の好況により韓国企業も受注が大幅に増加するなか、為替リスクをヘッジするため、銀行は先物のドル売りウォン買い取引を大幅に拡大した (ヤンヤンヒョン・イヘリム [2008])。
- (11) DR (Depositary Receipt) とは、ある国の証券を外国で流通させるための預託証券。株式は本国にあるが、この株式について国外の銀行が預託を受け、それに見合った証券を国外で発行する。
- (12) 居住者ポートフォリオ投資規制緩和の歴史については、韓国銀行の各種資料を参考とした。
- (13) これまでは15.4%の税率で課税されていた。
- (14) ヤンヤンヒョン [2008] は、非課税措置のほか、グローバル証券市場好調による海外ファンド投資に対する関心の高まり、2006年3月における間接投資機関の海外ファンド投資限度拡大 (たとえば、一般海外投資ファンドの投資限度は、資産総額の5%以内から20%以内に拡大された) も要因として挙げている。
- (15) OECD が公表している購買力平価基準である。以下、特段の表記がない場合は購買力平価基準の GDP 比とする。
- (16) 造船企業の受注額は主要企業によるもの。数値はヤンヤンヒョン [2008] より引用した。
- (17) 韓国銀行報道資料「最近の外債動向に対する評価」(2008年6月17日) では、通貨危機以前の外債増加は経常収支赤字を補填するための借り入れ増加によるものであったが、2006～07年の外債増加は相当部分、未来の収入に元づいたものであることを考慮する必要があるとした (造船・重工業企業の先物純売り渡し関連が約470億ドル、海外証券投資家の先物純売り渡し関連が約590億ドル)。また金融委員会報道解明資料「Financial Times, “Sinking feeling” 記事 (08.10.14) 関連」(2008年10月14日) では、1750億ドルの短期外債のうち約600～700億ドルが先物為替に関連するもので、とくに借り換えの必要がないとされている。
- (18) 2009年10月28日に行った韓国銀行に対するヒアリング結果による (国際協



力室姜大奉チーム長)。

- (19) 通関基準でみると、もっとも輸出金額が大きな国は、2002年まではアメリカであったが、その後は中国となっている。
- (20) 交易条件の変動により、当該国から他の国に流出あるいは流入した実質価値。
- (21) 消費や設備投資はGDPではなくGDIの影響を受ける。
- (22) 鄭維城・尹載皓 [2001] は、1997年以前における利子延滞3カ月以上の債権額を示している(担保でカバーされている部分も含む)。これを全債権額で割ると、国際基準で測った不良債権比率を推定することができる。
- (23) 選定された企業数は正確には104社であったが、事前脱落、合併などにより、実際にワークアウトが適用された企業は83社であった。
- (24) 負債比率を引き下げるためには、負債を圧縮する方法のほかに、増資により自己資本を増加させる方法があり、1999年には多くの財閥が後者の方法を利用した。しかし、2000年以降は徐々に負債の圧縮が行われるようになった(高安 [2005])。
- (25) 2006年末の数値は総合金融会社も含む。
- (26) 数値は財政經濟部 [2007] から引用した。
- (27) 韓国銀行のデータベースでは、企業経営分析について、1997年までは経常利益率のデータを提供しているが、1998年以降は税引き前利益率の提供に切り替えている。両者は完全には一致しないものの、営業利益から金融費用が控除されているなど、近い概念である。

## [参考文献]

### <日本語文献>

高安雄一 [2005] 『韓国の構造改革』NTT出版。

### <韓国語文献>

金融監督委員会 [2003] 「2002.12월중 외국인 투자현황」[2002年12月中外国人投資現況] 報道資料 2003年1月10日。

—— [2007] 「외국인 주식투자 현황 및 주가 영향」[外国人株式投資現況及び株価影響] 報道資料 2007年3月28日。

鄭維城・尹載皓 [2001] 「경기병동이 은행부실에 미치는 영향」[景気変動が銀行不良に与える影響] (『금융 시스템 리뷰』[金融システムレビュー] 2001年第1号 韓国銀行 pp.47-67。

- 楊斗鏞・金恩京 [2003] 「『국내채권에 대한 외국인투자 부진의 원인 분석』 [国内債券に対する外国人投資不振の原因分析] (『세계경제 Focus』 [世界經濟フォーカス] 2003年6月号 韓国对外經濟研究院 pp.6-19)。
- ヤンヤンヒョン (양양현) [2008] 「차익거래 유인과 외은지점 및 외국인의 국내채권투자에 관한 분석」 [差益取引誘因と外銀支店及び外国人の国内債券投資に関する分析] 韓国銀行報道資料 2008年9月16日。
- ヤンヤンヒョン・イ헤림 (양양현·이혜림) [2008] 「차익거래 유인과 외은지점 및 외국인의 국내채권투자에 관한 분석」 ([差益取引誘因と外銀支店及び外国人の国内債券投資に関する分析] 『調査統計月報』 2008年8月号 韓国銀行 pp.55-89)。
- 呉鎬一・朴相元 [1997] 「資本自由의 進展과 資本収支 構造變化」 [資本自由化の進展と資本収支構造變化] (『調査統計月報』 1997年12月号 韓国銀行 pp.47-67)。
- ユンサンギョ [2007] 「외국인 주식투자자금 유출입 요인 분석」 [外国人株式投資資金流入出入要因分析] 韓国銀行報道資料 2007年10月12日。
- イムヨンジェ [2002] 『경제위기 이후 기업퇴출제도의 평가: 부도 이후 도산절차를 중심으로』 [經濟危機以後の企業退出制度の評価——不渡り以後の倒産手続きを中心に] 韓国開發研究院。
- 財政經濟部 [2007] 「외환위기 이후 10년, 국제금융분야 이렇게 달라졌습니다」 [通貨危機以後10年, 國際金融分野はこのように変わりました] 報道資料 2007年11月21日。

<英語文献>

- Dooley, Michael, and Inseok Shin [2000] "Private Inflows When Crisis Are Anticipated: A Case Study of Korea," in Inseok Shin ed. *The Korean Crisis: Before and After*, Korea Development Institute.
- Hahm, Joon-Ho, and Frederic S. Mishkin [2000] "Cause of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy," in Inseok Shin ed. *The Korean Crisis: Before and After*, Korea Development Institute.
- Kim, Soyoun, Sunghyun H. Kim, and Yunjong Wang [2001] *Capital Account Liberalization and Macroeconomic Performance: The Case of Korea*, Korea Institute for International Economic Policy.

