

## 第11章

# 外生的攪乱と韓国経済 —マクロ政策と金融制度—

### はじめに

本章では韓国経済が直面した1970年代に起こった二度の石油価格の急上昇と80年代初めの国際的金融市場での高金利という外生的攪乱によって経済にどのような混乱が生じ、それに対して政府がどのように対処してきたのかを検討する。以下では特に外生的攪乱が、国際収支の経常収支へ与えた影響をマクロ的視点から総需要の変化による数量調整とミクロ的視点から物価と為替レートを通じる価格調整から分析する。マクロ分析では韓国の経常収支が、投資と貯蓄の自律的要因によってどのように変化しているか、さらに政府の財政、金融の需要管理政策が経常収支にどのように影響しているかを分析する。ミクロ分析では国内物価と為替レートの変化が経常収支にどのような影響を与えたか、また韓国の製品の国際競争力を維持するためにどのように為替レートを調整したかを分析する。最後に政府が金融政策の有効性を高めるために金融市場および制度をどのように育成したかを検討し、いかなる政策が有効であったかを分析する。

上述の分析によって得られた主要な結論は以下の五つである。

第1に、従来しばしば韓国の国際的石油価格の上昇は経常収支の悪化を深刻化させたと思われていたが、その石油収入で潤った中近東諸国からの建設

需要の増大によって1974年以降10年間に、石油の輸入の3割程度を貿易外の黒字（中近東諸国からの建設労働者の韓国への送金、等々）および建設機械のこれらの諸国への輸出で補っていた。

第2に、1982年に韓国が外貨不足によって支払い不能に陥ったのは永年にわたって国民総投資が総貯蓄を上回っていて経常収支が赤字のために累積債務が320億ドルを超えていたためである。さらに相対的に短期債務の割合が大きく、国際金融市場で短期金利が8%も上昇して、それが短期の外貨支払いを拡大させてしまったからである。したがって83年以降経常収支の赤字は長期の外貨導入で賄われていて、それが累積債務問題の解決に大きく貢献した。

第3に、財政政策は1970年代を通じて景気刺激的であり、石油価格の上昇が景気を後退するのを阻止するのに貢献している。しかしながら財政赤字を融資するための国債発行は、証券の公開市場が発達していない状況で、多量の国債の韓国銀行の引受けとなり、ハイパワードマネーの供給の増加となった。この供給増加は貨幣乗数を通じて貨幣供給（ $M_2$ ）の増加をもたらし、中期的に物価上昇率の高騰の直接の原因となった。この物価上昇率の高騰は銀行の預金金利を一定にしておいたために実質金利を低下させ、自由な市場金利で取引が行われる非公式金融市場（私債）に資金が流出し、いっそうの物価上昇と投資資金の不足をもたらした。従来80年から84年まではIMFの勧告もあって財政政策は緊縮的な政策スタンスをとっていたと考えられていたが、80年の農業の不作と為替レート的大幅切下げと第2次石油価格の上昇によって大不況に陥った81—82年には景気刺激的な財政スタンスがとられている。

第4に、為替レート政策は1974年から77年までに単にドルに1ドル484ウォンとペッグされていただけで、相対的購買力平価が成立するように変更されてはいなかった。すなわち外国の物価上昇率が自国のそれより低い場合にはその差を、自国の為替レートの切下げで調整し自国の製品の国際競争力を維持するという政策がとられていたわけではなかった。したがって、物価

の上昇期には韓国の実質実効為替レートはかなり上昇してしまった。しかし政策当局は79年以降この政策を転換し、通貨バスケット方式の為替レートのペッグに調整し、その後の経常収支の黒字化の基礎をつくった。

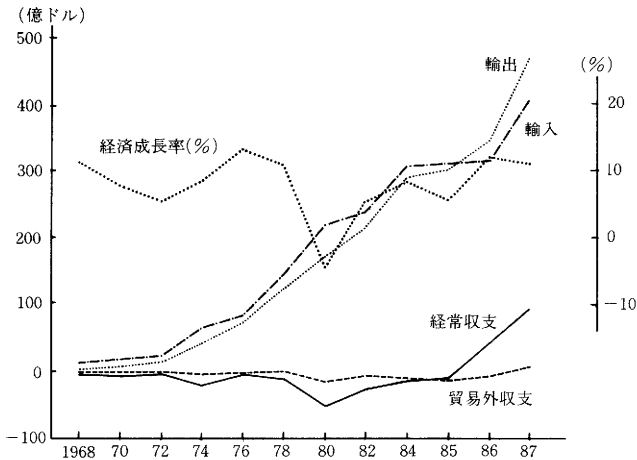
第5に、韓国政府は長期資金を家計から成長する企業に融資するために、無尽や私債の非公式金融市場を短資会社のコマーシャルペーパー、証券や株式等々の公的金融市場にとりこもうとする地道な施策をとってきた。この政策は未だ完成したものではないが、今後の韓国経済の深化のためには不可欠な作業であり、今後の金融政策のきめこまかい対応が、私債市場の解消のために必要である。このためには規制金利をできるだけ資本の稀少性を反映する水準まで引き上げて、金融取引における税率を軽減する必要がある。

## 第1節 韓国経済の1970年以降の概要

以下では韓国経済の動向をマクロ統計の指標（第1図）を利用して概観する。その指標としては国民所得の実質成長率、消費者物価上昇率<sup>(1)</sup>と国際収支の経常収支を利用し、期間は1970～74<sup>(2)</sup>、75～79、80～84、85～87期である。70～74期において特徴的なことは低下傾向にあった消費者物価上昇率が74年に急上昇し、24.3%にもなっていることである。この主要な原因は、周知のように石油価格が73年の1バレル3ドル前後から10ドルにも上昇したためである。にもかかわらず、経済成長率はあまり低下していない。すなわち70年の経済成長率は7.6%であり、74年のそれは8.5%である。国際収支の経常収支は72年の3.7億ドルの赤字、73年の3.1億ドルの赤字が、74年には20.2億ドルに拡大している。この事実からして、石油価格の上昇は直接的な効果だけでも韓国の経済に15億ドルの赤字要因となっていたことが類推される。

1975～79期において年平均経済成長率は6.5%であり、特に韓国経済は76年には13.4%の成長率を示し、第1次の石油価格の上昇を克服したかに思われたが、79年には7%の上昇率に低下している。消費者物価上昇率は徐々に

第1図 韓国のマクロ経済指標



(出所) 韓国銀行『統計月報』および韓国銀行『調査統計月報』の各号より。

低下し、77年には10%まで低下したが、79年には18.2%まで上昇している。さらに経常収支は75年以降徐々に赤字額を縮小させ、77年にはほぼ均衡に達していたものが、79年には40億ドルもの赤字を計上している。この主要な原因は石油価格の第2次高騰であり、78年1バレル12ドル程度だったものが79年には18ドル前後までになっている。

1980～84期についてみよう。経済成長率は80年には-4.8%を記録し、韓国経済はこの10年間で初めて負の経済成長に直面したのである。一方物価上昇率は同年35%までになり、経常赤字は53億ドルにも達している。この原因は、国民総生産において農産物の生産がGNPの4%にまで下落したことで、石油価格の上昇と共に国際金融市場で金利が上昇し、海外への利子支払いが拡大して経常収支が悪化したことである。さらに80年の為替レートの17%に及ぶ切下げは、短期的な輸出の停滞、輸入の増加というJカーブ効果で経常収支の悪化、国民総生産の停滞をもたらした。

経済成長率はその後、徐々に回復して1983年には12%を記録している。消費者物価上昇率は80年と81年には20%を超えたものの84年には2.3%まで低下している。さらに経常収支は、82年には26億ドルの赤字であったのが、84

年には14億ドルの赤字に縮小している。

1985～87期において特筆すべきことは、経常収支が86年に黒字に転換し、87年には100億ドルもの黒字を計上したことである。経済の実質成長率は86年と87年には10%以上を記録し、物価上昇率は2～3%にとどまっている。

## 第2節 経済構造と政策

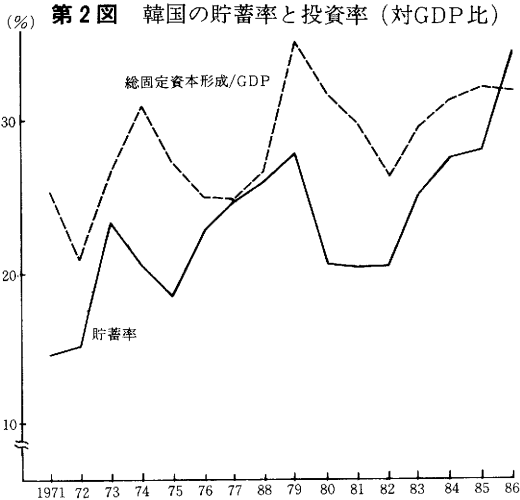
この節では、韓国経済をマクロ的視点、貯蓄と投資の構造に着目して経常収支が赤字となる原因を説明し、それを改善するためにいかなる政策がとられていたかを分析する。

### (1) 貯蓄と投資

国際収支の経常収支は、国民所得統計において一国の総貯蓄と総投資の差となる。すなわち、韓国では1970年代を通して過剰投資の状態にあり、経常収支は慢性的赤字に陥っていた。第2図が示すように、70年前後の平均投資率は25%、平均貯蓄率は19%であったものが、80年前後では投資率は30%、貯蓄率は25%に共に上昇しているが、過剰投資率はGNP比5～6%であり、それが経常収支の赤字となっている。第1次石油価格高騰期の75年、第2次高騰期の80年には、投資率と貯蓄率の両方共に低下していることからしても、韓国経済への石油の価格上昇が与えた影響の大きさが推察される。以下ではこの影響をどのように韓国政府が緩和しようとしたか、その経済政策を財政、金融、為替レートの政策から検討しよう。

### (2) 財政政策

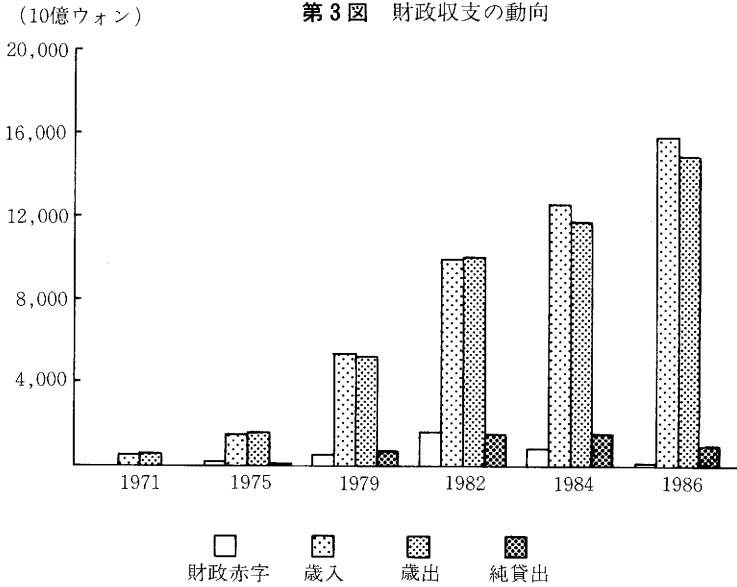
韓国のような経済において経済政策の主役は財政政策である。中進工業諸国においては中央政府が管理する公企業が多く、財政の動向は国民所得に大きく影響する。さらに、中央政府の財政赤字による国債の発行は、公開の証



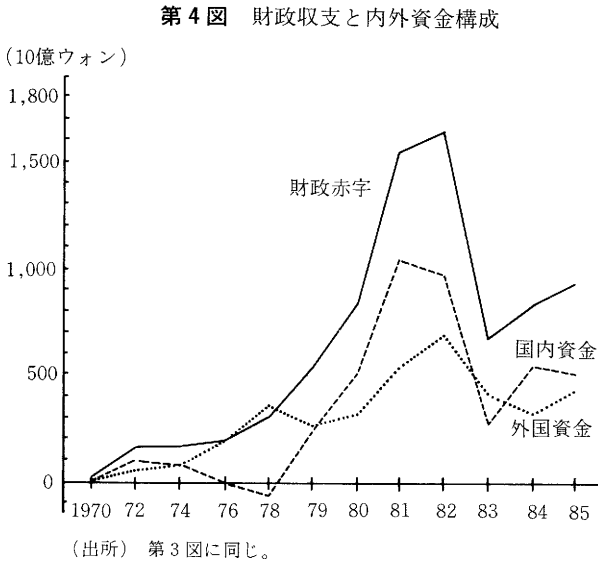
(出所) Economic Planning Board, *Korea Statistical Yearbook* の1978, 1979, 1986年版および IMF, *International Financial Statistics* より作成。

券市場が未発達なこれらの諸国では中央銀行の引受けとなり、ハイパワードマネーの供給の拡大となり貨幣供給の拡大となる。

以下の統計は IMF の *International Financial Statistics* (IFS) を利用する。それは同統計が国際比較を容易にし、韓国銀行の『統計月報』には含まれていない公企業等の収支を合算したものとなっているからである。財政収支の動向は第3図によって示されている。1970～74期には第1次の石油価格の上昇に対処するため、国内景気の拡大のために財政支出は拡大され、73年の7000億ウォンの財政支出が74年には1兆650億ウォンに拡大している。同時に財政赤字は270億ウォンから1640億ウォンに拡大している。この傾向は75～79期にも維持され、79年には政府支出は5兆2000億ドルに拡大し、財政赤字は5450億ウォンに達している。注意すべきことは第4図に示されているようにこれらの財政支出を賄うため、外国からの資金の取入れが75年の1560億ウォンから80年には3260億ウォンまで拡大していることである。このような経済状況のもとで80年3月から81年2月までの一年間、IMF とのスタンプ協定のもとで経済緊縮政策が採用されるようになった。財政赤字の対



(出所) IMF, *International Financial Statistics: Yearbook 1988*より。



GNP 比率は、1979年の1.4%から80年には3.2%に急上昇した。これは大幅な為替レートの切下げと石油価格の上昇による景気後退に対して、景気刺激的な政策をとったためである<sup>(3)</sup>。

### (3) 金融政策

すでに指摘したように韓国において中央銀行は独自に貨幣供給量を決定できるわけではない。したがって、規制された金利の調節が中心となる。第5図(この図では貨幣供給量  $M_1$  と  $M_2$ <sup>(4)</sup>の変化率と消費者物価の上昇率が示されている)が示すように、 $M_2$ と消費者物価は長期的には連動している。70~74期において貨幣供給( $M_2$ )の増加率は30%前後であり、企業への貸出金利は15.5%、一年定期預金金利は12%である。しかしながら消費者物価上昇率が高いために、1974年には初めて実質金利がマイナスの9.3%を記録している(第6図参照)。

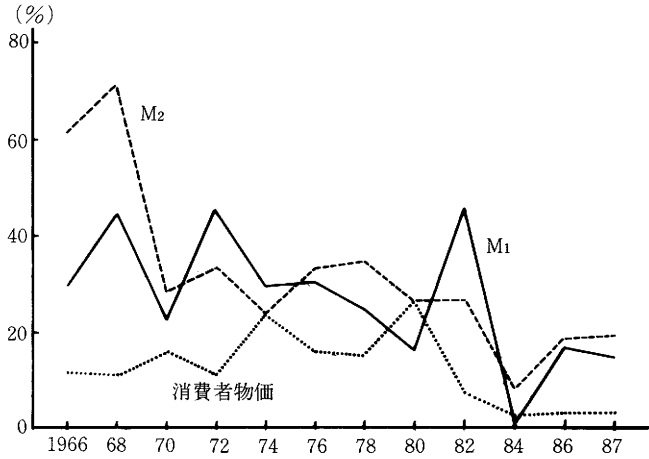
1975~79期において、 $M_2$ の増加率は40%まで上昇し、これに呼応して消費者物価上昇率は10%以上となっている。79年にはその上昇率は18%にも達し、預金金利から物価上昇率を差し引いた実質金利は4%以下となっている。経済成長率と比較してかなり低い水準にあり、資本の稀少性を反映するものとはなっていない。80年には財政支出の拡大に伴って貨幣供給量が増大し、 $M_2$ の増加率は27%上昇した。実質預金利率は82年ぐらいまでマイナスであったが、それ以降では物価上昇率の低下とともにプラスに転じ、87年には経済の実質成長率11%に対して一年物定期預金の金利は7%に達している。この金利水準は、銀行が家計の資金を吸収するのに十分な水準である。

### (4) 為替レート政策

第7図が示すように、為替レートは韓国では政策的に決定されており、1974年から79年まで1ドル484ウォンにペッグされていたが、国内物価の上昇率が相当に高かったために、ドルの下落にもかかわらず実質為替レートは73年以降徐々に、15%程度上昇している。これが韓国製品の国際競争力を低

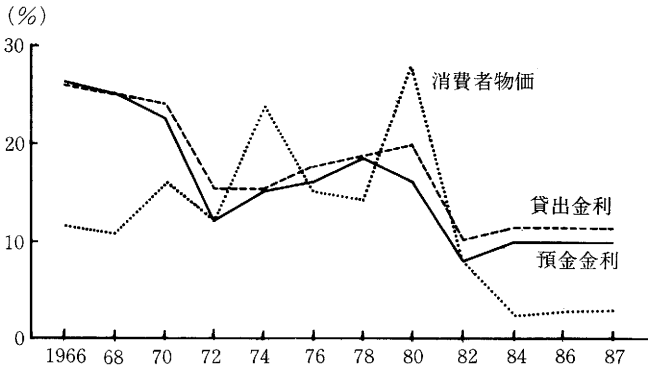


第5図 貨幣供給量 M1と M2 の変化率



(出所) 第1図に同じ。

第6図 金利と物価



- (注) (1) 消費者物価は全都市消費者物価。  
 (2) 預金金利は1年以上の定期預金の金利。  
 (3) 貸出金利は一般企業に対する1年以内の一般貸出金利。  
 (出所) 第1図に同じ。

下させたので、韓国政府は80年の1月にウォンを切り下げ、1ドル700.5ウォンとした。その後政府は購買力平価に留意して、通貨バスケットに対して為替レートを決定するようにした。すなわち、自国の物価上昇率が外国の物価上昇率以上であった場合は、その差を為替レートの切下げで調整してきた。具体的には、ウォンはそれ以後ドルに対して毎年数パーセントの割合で切り下げられ、85年には1ドル890ウォンとなった。したがって、第7図が示すように81年以降実効為替レートは徐々に切り上がっているけれども国際競争力を失うほどではない。

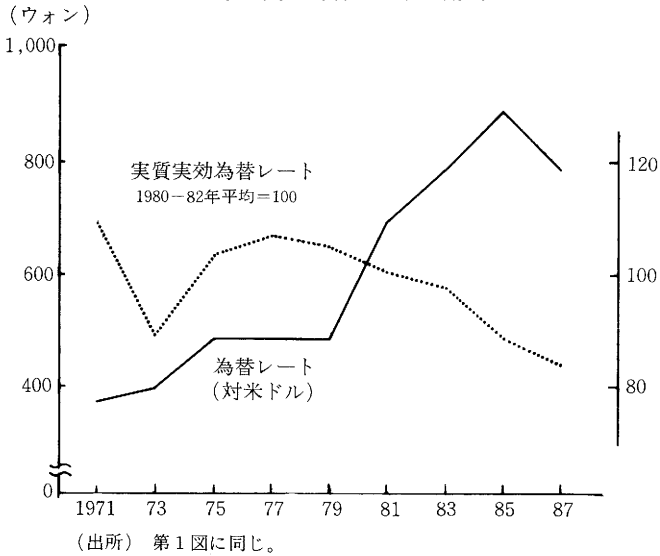
### 第3節 経常収支と累積債務政策

経常収支は1974年以降77年まで赤字が徐々に減少していたが、80年には53億ドルの経常赤字を計上している。この主要な原因は輸出において為替レートの固定による韓国製品の国際競争力が低下したことであり、輸入においては原油価格の上昇によって輸入額が増大したためである。しかしこの石油価格の上昇は従来いわれているほどの大きさが影響したわけではない。

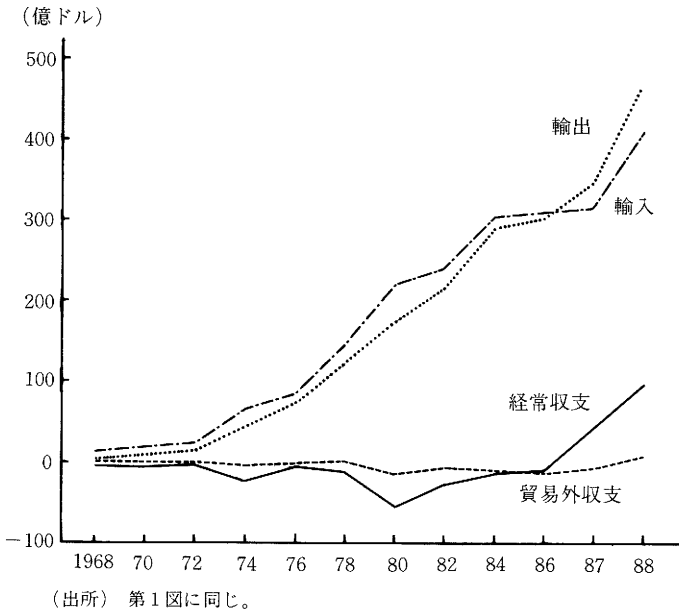
#### (1) 海外建設収入と経常収支

従来石油価格の上昇がもたらす直接の効果の大きさが主張されてきた。確かに第8図に示されているように韓国の輸入額は1973年の42.4億ドル、74年の68.5億ドルと、石油輸入だけでも年間15億ドルもの負担増加になっている。1974年から83年までの10年間で約150億ドルの負担増加となっている。一方、中東諸国はこれらの石油収入をもとに建設事業を拡大させ、韓国の貿易外収支の黒字化に貢献した。海外建設による貿易収支の黒字額は同10年間に80億ドルにも達している。これらの建設事業に伴う韓国からの中東諸国への建設機械の輸出を考慮すれば、中東諸国からの建設事業に関連した経済収支の改善額は100億ドルを超えているであろう（第9図参照）。

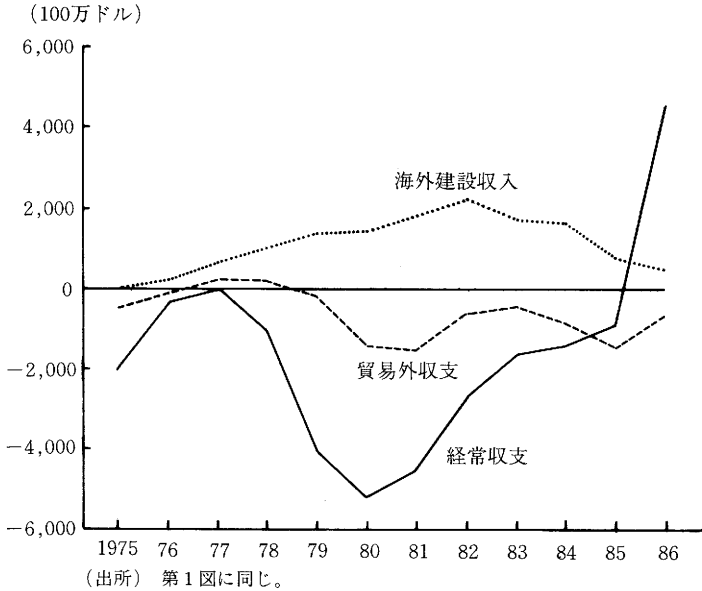
第7図 為替レートの動向



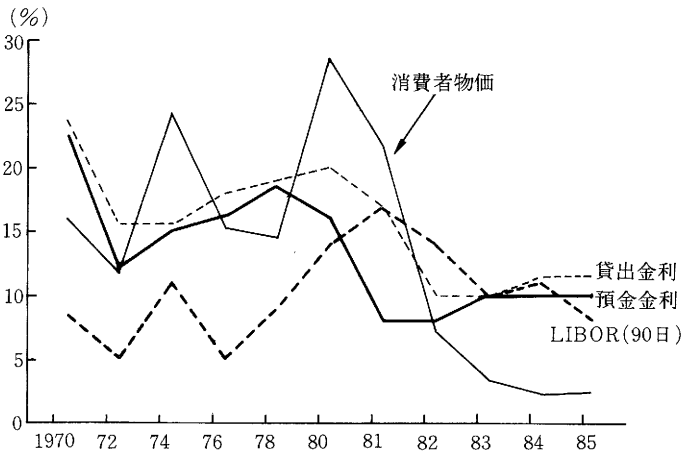
第8図 輸出・輸入と経常収支



第9図 海外建設収入と貿易外収支



第10図 ロンドンの銀行間金利 (LIBOR) と韓国の国内金利



(注) 1) 消費者物価は全都市消費者物価。  
 2) 預金金利は1年以上の定期預金の金利。  
 3) 貸出金利は一般企業に対する1年以内の一般貸出金利。  
 (出所) 第1図に同じ。

## (2) 累積債務問題と海外金利

経常収支は1986年に均衡に達し、87年には100億ドルの黒字を計上した。この過程で82年に韓国は外貨の支払い不能に陥ったのだがこの主要な原因は海外の金利の急上昇であった。第10図で表されているようにユーロ市場の代表的金利であるロンドンの銀行間金利（LIBOR）の90日ものは80年に10%前後だったものが81年には17~18%まで上昇している。債務残高において短期債務の占める割合の高かった韓国の経済にこれが重くのしかかり、一時的ながら外貨不足を生じさせてしまった。したがって82年の韓国政府の主要な責務は、短期債務を長期債務にリスケジュールすることであった。韓国政府は83年にこのことに成功し、経常収支の赤字のほぼ全額が長期資金の導入によって埋め合わされたのである。

## 第4節 金融制度と金融政策

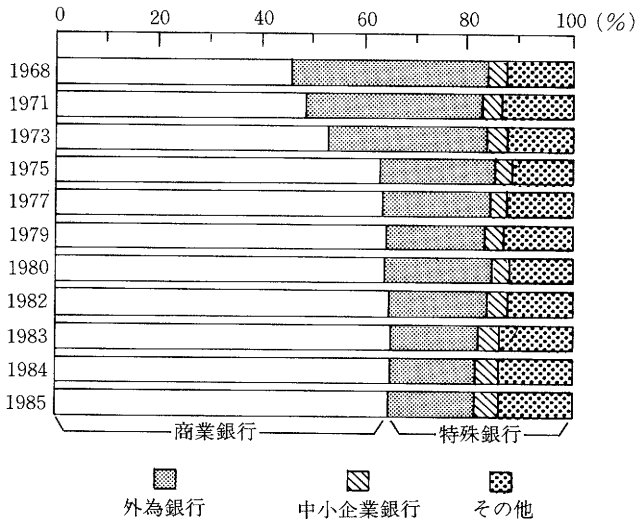
### (1) 銀行

韓国においては公的金融は政府によって預金金利と貸出金利が固定され、期間を置いて変更されるが、その他に伝統的な無尽と公的金融に隠れて規制を受けない（税金逃れもある）私債市場を含む非公的金融がある。公的金融は第11図が表しているように銀行がその代表的地位を占め、1985年でそれは約60%を占めている。銀行組織は韓国で営業している商業銀行（7）、地方銀行（10）と特殊銀行（7）により形成されているが、70年以降金融市場での銀行の地位は着実に低下している。

### (2) 1970年以降の金融制度と政策

政府は資金を非公的金融市場から公的市場に還流させて、投資を拡大させるためにさまざまな処置をとってきた。非公的金融機関の金利は公的金融機

第11図 韓国の預金銀行の構造



(出所) Bank of Korea, *Monthly Statistical Bulletin*, 1986.

関のそれよりかなりの程度高い水準にあるので、公的規制金利をインフレの加速に機敏に反応して上昇させる必要がある。非公的金融の一つである無尽を公的金融に取り込む施策はすでに63年に無尽を国家市民銀行として成立させることで開始された。しかしそれは銀行を単に1行成立させただけに終わり、実質預金金利が負の時期が持続するにつれて無尽が全国に乱立していった。72年に相互貯蓄金融会社が全国的に認可され、85年にはその数は200以上になっている。その主要な原因は、金利が銀行預金金利よりかなりの程度高い水準にあるからである。

短資会社は1973年から営業を開始し、企業に短期資金を供給するために有効に機能している。これは短期証書を発行して資金を集めている。他に、投資信託会社や、投資、融資会社が急速に発達している。

### (3) 株式市場

政府は1970年代に以下の三つの対策をとり、株式市場の拡充をはかっている。まず第1に72年に大統領緊急勅令によって大株主による企業への非公式（私債）融資は株式に転換され、他の非公式融資は8年以下の支払に繰り延べられた。第2に、68年の株式市場育成の法令は、政府支配の企業の株式保有者が指定された率以下での優先配当を受け取ることを保証した。第3に、優先的法人税率に加えるに、72年の大蔵省令は企業に債券を発行することを強制している。これらの対策の結果、株式発行額は68年の200億ウォンから80年の1710億ウォンに拡大している。

## 結 語

今まで、外生的攪乱、国際的石油価格の上昇と海外金利の上昇が韓国経済にどのように影響し、政府はそれいかに対応してきたかを考察してきた。

財政政策は全体的には景気後退を阻止するために1970年代を通じて景気刺激的であった。財政赤字による政府支出の拡大は一方で有効需要の拡大に貢献したものの、中央銀行の国債引受けは貨幣供給量を増加させ、物価上昇率を上昇させた。銀行の預金金利を一定にしておいたためにこの物価の上昇は、実質金利を低下させ、自由な市場金利で取引が行われる非公的金融（私債）市場に資金が流出することによって物価上昇率を加速化させた。

為替レート政策は1974年から79年までに単にドルにベッグしてただけで、相対的購買力平価が成立するように、すなわち外国の物価上昇率がゼロである場合には、自国の物価上昇率に応じて自国の為替レートを切り下げるという政策をとらなかった。そのため、実質実効為替レートは77年まで切り上がってしまい、韓国製品の国際競争力を低下させ、国際収支の赤字拡大要因の一つとなってしまった。しかし、政策当局者は79年以降その政策的失敗に気づき、通貨バスケット方式の為替レートのベッグに方法を転換し、その後

の経常収支の黒字化に大きく寄与した。

従来、石油価格の上昇は、韓国の経常収支の悪化を深刻化させたと思われていた。しかし、中近東諸国からの建設需要の増大によって1974年以降10年間、石油の輸入増加の半分程度を貿易外の黒字（中近東諸国からの建設労働者の本国送金等々）および建設機械のこれらの諸国への輸出で補っていた。

1982年に韓国が外貨不足によって支払い不能に陥ったのは、長年にわたって国民総投資が総貯蓄を上回っていて経常収支が赤字のために累積債務が200億ドルを超えており、さらに相対的に短期債務の割合が大きかったために国際金融市場での短期金利の上昇が短期の外貨支払いを拡大させてしまったことによる。

もう一つの韓国政府の特筆すべき政策は、金融市場の安定的発展のために、無尽や私債市場の非公式市場を、短資会社のコマーシャル・ペーパーや、証券市場等の公的金融市場に取り込もうとする地道な施策である。不十分にしか金融市場が発達していないために、規制金利の政策を採用しつつ、経済成長のための資金を家計から成長企業へ流すということは、言葉でいうほど簡単ではない。この金融制度の育成のために採られた数々の政策は非常に重要なものであった。

最後に、韓国は累積債務問題を解決しつつある優等国であるとしばしばいわれるが、それは勤勉な国民性だけでなく、外生的攪乱に的確に対応した経済政策を立案した有能な官僚群が存在したことに起因しているように思われる。

〔注〕

- (1) 消費者物価は全都市消費者物価である。
- (2) 1970年は75年市場価格基準、1971年以降は80年市場価格基準である。
- (3) "A Case of Successful Adjustment : Korea's Experience during 1980-84," *Occasional Paper 39*, IMF, August 1985 参照のこと。
- (4)  $M_2$  と  $M_1$  の定義は以下のとおりである。

$$M_2 = M_1 + (\text{定期預金} + \text{外貨預金})$$

$$M_1 = \text{現金通貨} + \text{普通預金} + \text{当座預金}$$