

韓国における経済構造の変化と世界金融不安による影響

高安雄一

●はじめに

韓国では一九九七年一二月に通貨危機が発生した。この通貨危機はタイ・バーツ危機に端を発するアジア通貨危機が韓国に伝播したことで生じたとされている。ただし、韓国国内では一九九七年の始めから財閥破綻や金融機関の健全性悪化が連鎖的に発生していた。そこにアジア通貨危機を背景として極端に投資に消極的となっていた外国の金融機関が、韓国から資金を急速に引き揚げたことが通貨危機の引き金となった。また不幸なことに韓国政府は、国際収支の動きが足かせとなり、外国の金融機関の資金引き揚げに対して有効な通貨防衛策を講ずることができなかった。つまり韓国の通貨危機は、アジア通貨危機に一方的に巻き込まれたのではなく、韓国自体にも原因があったと言えることができる。

韓国の通貨危機をマクロ経済の観点から見ると、極めて大きな外的なネガティブショックと位置づけることができる。これは自国通貨の暴落という心理面から生ずる消費の減退、通貨急落を防ぐために必要とされた緊縮的なマクロ経済政策による投資の萎縮など、様々な面で総需要が極端に減少することで生じた。しかし一九九八年の春過ぎにはマクロ経済政策を拡張的スタンスに転じることが可能となったこと、また一九九九年からは世界的なITブームがフォロワーの風となったことにより、韓国経済はV字型回復を成し遂げた。経済の状態を表す指標として、現実のGDPが望ましいGDPから乖離している程度を示すGDPギャップがある。この数値がゼロに近ければ経済は理想的な軌道上を進んでいるが、マイナスとなった場合は、失業や企業の利益減少といった典型的な景気後退期の症状が現れる。韓国開発研究院の高英先博士から提供を受けたGDPギャップの動きから、韓国経済が受けた衝撃を具体的にみると、一九九七年七～九月期には六・六%もの大幅なマイナスとなっていた。ちなみに戦後最悪とも言われる日本の今次景気後退において、内閣府は二〇〇八年一〇～一二月期のGDPギャップがマイナス四・三%に達したことを明らかにしたが、韓国経済が受けた衝撃はそれを大きく上回るものであつ

た。しかし韓国のGDPギャップは二〇〇〇年には概ねゼロに近づくなど、正常な成長過程に回帰した。

以上のようにマクロ経済の視点からは、二〇〇〇年には経済は危機以前の状態に戻った。通貨危機と韓国経済との関係については、このような早期の回復、いわゆるV字型回復が注目されている。しかしながら本当に重要な点は、ショックによる非正常状態から定常状態への回帰という経済の循環的な視点ではなく、経済の構造的な変化である。韓国政府は景気後退からの回復過程において構造改革を行い、結果として、少々のネガティブショックに直面しても企業部門や金融部門が耐えられるようになった。また同時に国際収支の構造が変化したことから、海外の金融機関が韓国から資金を回収したとしても効果的な通貨防衛策を講ずることが可能となった。

本稿の目的は韓国の経済構造が通貨危機以降どのように変化したのかにつき整理することである。また最近深刻化している世界金融不安により、韓国は外的なネガティブショックや外国の金融機関による資金回



収に直面しているが、これにより再び韓国に通貨危機が発生する可能性があるのかについても見解を示したい。

●通貨危機以前の経済構造

通貨危機以前の韓国の経済構造は、金融部門、企業部門の二つの部門が特に脆弱であった。まずは金融部門であるが、最もポピュラーな健全性指標である銀行の不良債権比率を見ると、危機前三年間については1%以下で推移するなど極めて健全な数値であった。しかしながら当時の韓国が採用していた健全債権の基準は国際基準と比べて極めて甘かったため、現在の基準を当てはめた不良債権比率は10%を超えた水準であった。

つぎに企業部門であるが、過剰な負債の存在との問題を抱えていた。製造業企業の負債比率を韓国銀行の企業経営分析から見ると、一九九〇年から一九九六年において三〇〇%前後といった水準で推移していた。危機直前三年間である一九九五年から一九九七年の営業利益率は六〇八%と先進国と比較しても遜色ない水準であったが、過剰な負債を背景に金融費用負担率が四〇六%と高く、経常利益率は低迷していた。つまり何らかのネガティブショックにより売上高が低下した場合はすぐに赤字に陥るとの脆弱な収益構造を有していた。

さらに通貨危機以前は経常収支が大幅な赤字基調で推移しており、特に一九九六年

にはGDP比(購買力平価基準)で三・七%にまで達していたなど、国際収支上の問題を抱えていた。なお、この経常収支の赤字は主に企業部門の大幅な資金不足に起因していた。企業部門については、通貨危機以前の一九九〇年代には平均してGDP比で一四%の資金不足で推移していた。これに対して政府部門は三%、個人部門は九%の資金過剰であったが、企業部門の資金不足を埋め合わせることはできず、結果として経常収支が赤字体質となっていた。

一九九七年一二月に韓国で発生した通貨危機の直接の原因は、外国の金融機関が急速に韓国から資金を引き揚げたことである。無論当時は外国の金融機関がリスクに対して過剰に敏感となっており、韓国はその煽りを受けたと言えなくはない。しかし韓国自身も大きな問題を抱えており資金を引き上げられてもしかたがない状態にあった。韓国では世界的な半導体価格暴落による貿易条件の悪化を背景に、一九九六年一〜三ヶ月期より景気後退が始まった。ただし景気後退は深刻なものではなく、適切なマクロ経済政策さえ講ずれば早晩回復するはずであった。しかし脆弱な企業部門はその景気後退に耐えることができず、一九九六年一月に資産規模で一四位であった韓宝財閥が破綻した。そしてこれを契機に国内の金融機関の貸出態度が極端に消極的となり、更なる財閥破綻と金融部門の健全性の悪化を引き起こすなど悪循環が生じた。そしてア

ジア通貨危機を背景に融資行動が消極的となっていた海外の金融機関が、韓国から資金を急速に引き上げた中で、政府は有効な通貨防衛策をとれない状態にあったことから通貨が暴落し、最終的にはIMFの支援を受けることになった。つまり一九九七年の韓国の通貨危機は、韓国の経済構造が脆弱であったからこそ生じたものであった。

●構造改革と外貨準備高の増加

韓国では通貨危機の発生以降、金融構造改革および企業構造改革が行われた。まず金融構造改革であるが、①自己資本比率が基準を満たしていない銀行の再生可能性を判断して再生可能銀行については公的資金を注入、②資産管理公社による不良債権の買取、③不良債権比率に一律の目標値を設定しその実効性を担保する等の取組を行った。そして公的資金としてはGDPの三〇%にも相当する一五〇兆ウォンを調達してこれを余さず投入した。また企業構造改革については、企業の負債比率に二〇〇%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等の取組を行った。

これら構造改革の結果、通貨危機以前に経済が抱えていた脆弱性の相当程度は解消された。金融部門においては、銀行の不良債権比率が国際基準を適用しても二〇〇七年末には1%を切る水準にまで下落した。また企業部門についても、製造業企業の負

債比率は二〇〇七年末には九八%にまで低下しており、その結果として、金融費用負担率は二〇〇七年は一・三%にまで低下した。

さらに企業構造改革は国際収支構造も変化せしめた。企業構造改革による負債比率の低下は同時に設備投資の鈍化をもたらした。前述のように、かつては企業部門の資金不足幅が大きかったが、一九九八年以降は設備投資の鈍化を背景に五%程度となるなど、資金不足の幅が一〇%近くも縮小した。そして企業部門の資金不足は、個人部門の資金過剰で十分埋め合わせることができるとなり、その結果として経常収支は黒字基調に転じた。

なお、金融部門や企業部門の脆弱性が解消されたとしても、国外で発生した金融不安の影響を受け、韓国から資金が急激に流出するリスクは残る。通貨危機以前の政府はそのようなリスクに対処する有効な政策を講ずることができない状態にあった。しかし通貨危機後には、十分な量の外貨準備高が確保されるなど状況が変化した。一九九六年末の外貨準備高は三三二億ドルであり短期対外債務の四三・八%に過ぎなかった。しかし外貨準備高は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、二〇〇八年末には二〇二億ドルに達している。

●外的ショックの影響が増大

以上のように、韓国は通貨危機を契機に

経済構造がドラスティックに改善し、金融

部門および企業部門が相当程度のネガティブショックにも耐え得るようになった。また通貨危機回避のための環境も整備された。しかしその一方で、資本流出入を通じて金融面におけるショック、輸出入を通じた実物面でのショックといった国外からのショックを受けやすくなっている。まず資本流出入を通じて金融面でのショックを受けやすくなったとの点であるが、韓国の株式市場は外国の株式市場や国際金融情勢と強く連動するようになり、株価の変動を通じて、金融部門の資金仲介機能、ひいては経済活動に影響を受けるようになった。外国人による国内株式に対する投資については、通貨危機直後の一九九八年五月に外国人保有に係る限度が完全に撤廃された。そしてこの規制緩和を背景に外国人の国内上場株式保有割合が、一九九七年末の一四・六%から二〇〇六年末には三七・三%に高まった。なお上場株式の時価総額も急増したため、外国人による上場株式保有額のGDP比は、二〇〇五年末には三三・一%と、一九九七年末の二・一%に比べて格段に高くなった。そしてこのような外国人の国内株式保有比率の高まりによって、外国人の株式投資資金流出入が株価や実体経済に与える影響が大きくなった。

つぎに輸出入を通じて実物面でのショックを受けやすくなった点である。韓国においては対外要件の変化、特に交易条件の変

動と世界経済の状況により景気が大きな影

響を受けるが、その影響は年々大きくなっている。まず交易条件について見る。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内需の萎縮など景気に悪影響を与える。そのような中、輸出入がGDPに占める割合は、一九九五年には二八・〇%であったが、二〇〇〇年には四〇・八%、二〇〇八年には四五・六%と特に通貨危機以降高まっているため、同じ交易条件の変化でも経済が受ける影響は大きくなっている。また世界経済が萎縮した場合には、輸出の減少を通じて悪影響を与えるが、輸出がGDPに占める割合が高まっているためその影響が大きくなっている。

●世界金融不安の影響

韓国で通貨危機が発生してから一〇年ほどが過ぎた二〇〇八年に、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を背景に深刻化した世界金融不安により、韓国経済は大きな影響を受けている。韓国経済が受けている具体的な影響としては、①世界経済の萎縮による影響、②国内資金の流出による影響の二点が重要である。まず、世界経済の萎縮による影響である。韓国経済は原油価格高騰による交易条件悪化というネガティブショックを二〇〇七年には既に受けていた。しかし二〇〇八年下半期における金融不安の深刻化、またこれによる世界経済の萎縮により、韓国の輸出



は急激に減少するなど、更に強いネガティブショックを受けることとなった。このような状況は、韓国の景気を後退させるにとどまらず、通貨危機以降世界経済の影響をより受け易くなった韓国経済に対する先行き不透明感を高めた。

そのような中、全世界から資金を回収する傾向にある外国の金融機関等が、韓国の融資あるいは投資先としてのリスクの相対的な高まりを勘案して、資金を韓国から引き上げるようになり、これが様々な状況を引き起こしている。そのひとつは株価の暴落である。二〇〇七年一〇月の韓国総合株価指数は二〇〇五ポイントであったが、その後下落を始め、二〇〇八年九月以降の大暴落を経て、一月には一〇七四ポイントとなった。これは相関が強まった米国株価の急落に引きずられた現象と言えるが、逆資産効果を通じた個人消費の鈍化、財務構造の悪化による金融機関の融資態度の消極化、企業の設備投資萎縮を引き起こすなど、实体经济にもマイナスの影響を与えることとなった。またもうひとつは国内銀行による短期対外債務の借り換えが難しくなっていることである。国内銀行が短期対外債務の借り換えに失敗すれば、国内企業等に貸し出している外貨資金を回収せざるを得なくなる。そしてこれは国内企業に対する融資態度の消極化を招き、ひいてはクレジット・クランチが生ずる可能性がある。

また、ウォン急落の影響も見逃せない。

ウォン・ドルレート推移を見ると、二〇〇七年には一ドル九〇〇ウォンに近づくなどウォン高が進んでいたが、二〇〇八年三月にはウォン安に転じ、八月以降の急落を経て、一月二四日には一ドル一五〇九ウォンとなった。ウォン安は輸出数量の面ではプラスの影響をもたらすが、韓国は輸出品の原材料や部品の多くを海外に依存していることから、ドル建て価格をそれほど下げられないとの事情があり、プラスの影響は限定的である。一方、ウォン安は交易条件の悪化をもたらすため、行き過ぎたウォン安は経済に悪影響を与える可能性が高い。

●通貨危機の再来はあるのか

ではこのような動きが更に加速し、ひいては一九九七年のような通貨危機が発生する可能性はあるのだろうか。この問に対する回答は「可能性は低い」である。理由としては、①危機以降に韓国経済は健全な経済構造に転換しており、国外のネガティブショックによって企業部門や金融部門が不安定になるリスクが低くなったこと、②通貨危機回避に向けた環境整備が整ったため、外国の金融機関が急激に韓国から資金を回収しても暫くの間は耐えられるようになったことを挙げることができる。

政府は二〇〇八年一〇月に「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、銀行が二〇〇九年六月末まで

導入する対外債務に対して、政府が債務発生日から三年間保証することが掲げられている。また政府と韓国銀行は銀行に対して外貨供給を行っており、その額は二〇〇八年一二月末までに三七七億ドルとなった。このような施策は豊富な外貨準備に裏付けられて始めて可能となるものであり、一九九七年の通貨危機時には実施しようにもできなかった。

現在における韓国を取り巻く世界経済の環境は一九九七年よりも厳しいとも言える。よつてもし韓国が通貨危機後に構造改革を行っておらず、経済の体質が改善していなければ、今回も通貨危機が発生していた可能性が高い。しかしながら改革に伴う経済構造の体質改善により、韓国は現在においてもIMFの支援を受けるような事態には至っていない。今後の世界経済の動きよつては、韓国が再び通貨危機に陥る可能性を完全に否定することはできない。しかし現時点における世界経済の見通しを前提とする限り、その可能性は低いと判断することが妥当であろう。

(たかやす ゆういち／筑波大学システム情報工学研究科)