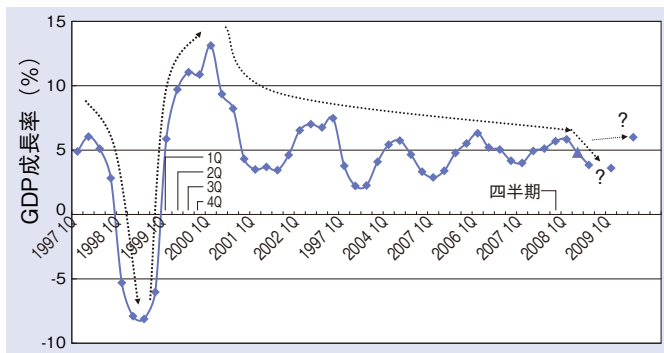


図1 経済危機後の経済成長の足取りと展望



(出所) 韓国銀行経済統計システム (<http://ecos.bok.or.kr/>、2008年10月28日アクセス)。

特集

第2部 二〇〇八年の世界経済変動と開発途上国

韓国経済の現状と課題 — 世界的サブプライム問題への対応

奥田 聡

一九九七・九八年の通貨危機を見事に乗り切った国際的な注目を浴びた韓国。その韓国が現在、サブプライム問題の世界的な拡散に伴う為替、金融、株式市場の変動に見舞われている。最近では主要企業の業績悪化や新規求人

の減少など実体経済への影響も伝えられている。本稿では現下の世界的な経済の混乱状況に韓国経済がどの程度抵抗力を持っているのかを点検してみる。

● アジア通貨危機後の韓国経済 — 急速な回復とソフトウェア・インデックスの模索

一九九七年晩秋、通貨ウォン防衛のために保有外貨をほぼ使い果たした韓国はIMFの緊急融資を要請し、デフォルトから救われた。しかし、IMF融資の条件として施行された緊縮的マクロ経済政策は一九九八年の韓国経済をマイナス成長の淵に追い込んだ。企業経営の悪化で失業者も著しく増えた。

韓国とIMFの間では緊縮的マクロ経済政策の他、四つの分野の構造改

革(金融、企業、労働、公共部門)の実施が合意された。これら構造改革は韓国を危機に追い込んだ諸要因に対する抜本的な処方であった。

韓国はこの時期に外為、金融、経済という三つの危機に遭遇したのだが、それぞれの分野におけるその後の回復はIMFが度々賞賛したように目覚ましいものがあった。

一九九七年一月二六日時点での「可用外貨準備」は三億ドルに過ぎなかった。しかし、その後韓国経済はコンスタントに貿易黒字を生み続け、二〇〇七年末現在の外貨準備は二六三億ドルにまで積みあがった。つぎに、金融機関の健全性向上が挙げられる。政府は不良金融機関の強制退出と一六兆ウォン(二一四〇億ドル)にのぼる公的資金投入を行った。この甲斐あって銀行の無収益与信比率は一九九八年の七・四%から二〇〇七年には〇・六%へと劇的に低下した。

マクロ経済は、一九九八年のマイナス成長の後劇的回復を見せた。同年における国際収支の大幅好転が先行き不透明感を払拭して投資・消費が急速に回復し、後に言う

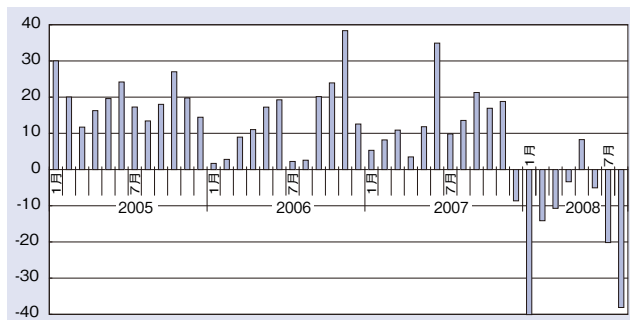
V字回復が成し遂げられた。その後経済成長率は緩やかな減速傾向を示しながらも年率五%内外で推移してきた(図1)。二〇〇〇年代に入ってから再び内需が低迷する傾向は続いたが、輸出がそれをカバーして比較的良好的な成長パフォーマンスが維持され、V字回復後のソフトウェアインデックスにはひとまず成功したと評価してよからう。

● 二〇〇八年に入ってからの変調

一九九七・九八年危機の後、おおむね順調な成長を遂げた韓国経済は、二〇〇八年に入ってから原材料価格高騰と国際的広がりを見せるサブプライム問題からくる変調に見舞われている。「経済大統領」を売りに、二月に就任した李明博新大統領の七四七構想(成長率七%、一人当たり所得四万ドル、経済規模世界第七位)や朝鮮半島大運河構想も韓国がサブプライムや原材料高騰などの外国発の問題で汲々とするなかで、半ば忘れ去られた形となっている。

二〇〇八年のGDP成長率は第1四半期に五・八%、第2四半期に四・八%、第3四半期には三・九%と、減速傾向を示している。

図2 月別貿易収支 (通関、億ドル)



(出所) 韓国銀行経済統計システム (http://ecos.bok.or.kr/, 2008年10月28日アクセス)。

表1 GDP支出項目別成長率

	最終消費	固定資本形成	財・サービス輸出	財・サービス輸入	内需	GDP
2007 1Q	4.5	7.2	11.0	11.4	5.3	4.0
2Q	4.9	5.5	10.8	12.1	5.1	4.9
3Q	4.7	1.3	9.3	6.9	3.6	5.1
4Q	4.8	2.9	17.0	16.9	4.1	5.7
2007 通年	4.7	4.0	12.1	11.9	5.0	4.5
2008 1Q	3.5	0.5	11.8	9.0	2.7	5.8
2Q	2.7	0.1	12.5	8.6	1.9	4.8
3Q	1.7	1.8	9.7	8.9	1.7	3.9
2008 1-3Q	2.6	0.8	11.3	8.8	2.1	4.8

(出所) 韓国銀行経済統計システム (http://ecos.bok.or.kr/, 2008年10月28日アクセス)。

しかし、韓国経済の現状はこのような総量指標が示すよりもさらに深刻である。

表1は最近の韓国のGDPの支出項目別成長率をまとめたものである。内需成長率が期を追うごとに低くなっていることがわかる。前年にはGDPの約六割を占める最終消費が投資の不振にもかかわらず四％台後半の堅調な伸びを見せていたが、二〇〇八年に入ってから成長率が急速に鈍ってきた。また、投資も前年後半から続く不振から抜け出せず、むしろ成長はいっそう鈍っている状況である。一方、輸出は相変わらず一〇％内外の成長を続け、輸入は九％内外の増加にとどまっており、これを見る限りは内需の不振を外需が補完するという危機後続いてきた成長パターンが踏襲されているようにも見える。

●「内需不振、外需好調」の陰に隠れるトリック

しかし、ここにはひとつ数字のトリックが隠されている。それはこの間の輸入物価の上昇である。原油や小麦などの世界的な原材料高騰の波は韓国にも押し寄せ、輸入価格が大きく上昇。国内物価にも波及している。GDPの輸入デフレーター上昇率は二〇〇八年第一四半期には一七・四％、第二四半期

には二九・九％に達した。二〇〇八年の成長構造をみると輸入増加率が一桁で安定していることが底割れ防止に寄与している形であるが、これは物価を除いた物量ベースでのことであって、実際には支払い金額は大きく膨らんでいる。一方の輸出デフレーターは第一、第二四半期にそれぞれ九・二％、一三・七％の伸びにとどまっており、輸入物価上昇が輸出にはまだ十分に転嫁されていない。

輸入の支払額が膨らむ一方で輸出は値上げが進まないとなれば、名目額で見た輸出実績はGDP統計が示すよりも韓国にとつて芳しくないということになる。そのことは通関統計を見るときはつきりする。

図2は最近の月別の貿易収支を示している。これを見てわかるように、二〇〇七年一二月から貿易収支は急速に悪化し、二〇〇八年に入ってからほぼ一貫して赤字を記録している。二〇〇七年末から輸入物価が急速な上昇を示しており、貿易収支悪化は輸入物価と連動している。貿易収支が赤字であるということは、その分韓国から海外への所得流出が起きていることを意味する。現に、輸出入価格の変動を調整したGNIで見た二〇〇八年上半期の成長率はわずか一・三％に過ぎない。貿易収支の赤字基調転換は足元の地合いの悪さを物語るだけではない。それは危機後の韓国経済を底割れから救ってきた対外貿易というセーフティネットが機能しなくなっている

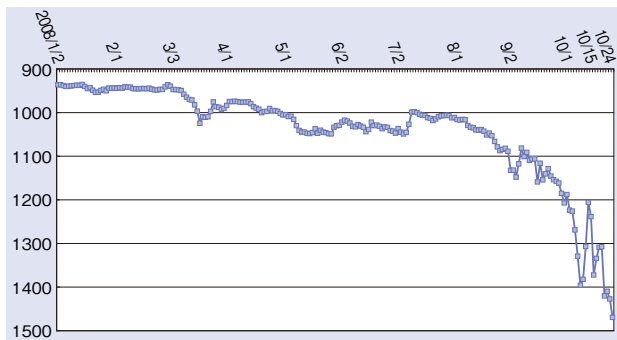
ことを意味する。

●外国人の「連想」を招きかねない為替、株式相場の動き

原油価格高騰に伴う物価上昇が实体经济に影響を与え始めているところへ、さらに不安な動きが為替、株式市場で起きている。年初来両市場では相場が乱高下を繰り返しながら下落の一途をたどっている。図3は株価、図4は為替相場の推移を表したものである。株価は一月と三月に下げた後、五月にかけて一時持ち直したが、その後は現在に至るまでほぼ一貫した下げ基調を演じていて、下落の速度も加速している。為替相場も年初から現在にかけて下げ基調にある。これらの指標の動きは一九九七年に見られたものとよく似ている。このことが外国発の韓国危機説が言われる際によく引き合いに出される。

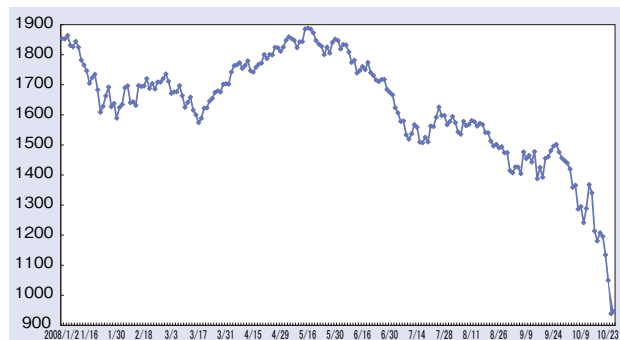
為替相場下落の背景にあるのは年初来の貿易収支の赤字傾向のほか、二〇〇六年以来続く証券投資の赤字である。今年に入ってから特に外国人の株式売却が目立つ。外国人の株式純売却額は二〇〇六年には一〇・八兆ウォン（七三億ドル）であったが、〇七年には二五・三兆ウォン（一七二億ドル）、〇八年には一〇月二十八日までで五八・三兆ウォン（二八九億ドル）へ急増している。外国人が韓国株を売っている理由は、韓国企業の足元の業績が悪いからではなさそうである。上場企業の二〇〇八年上半期実績

図4 年初来のウォンの対米ドルレートの推移(1米ドル当たり、ウォン)



(出所) PACIFIC Exchange Rate Service (<http://fx.sauder.ubc.ca/data.html>, 2008年10月28日アクセス)。

図3 年初来の総合株価指数 (KOSPI) の推移



(出所) 韓国証券先物取引所 (<http://www.kse.or.kr/index.html>, 2008年10月28日アクセス)。

を見ると顕著に悪化したとはいえない。売上純利益率が前年同期の八・四五%から六・八九%へと低下したが、売上額営業利益率は八・九二%で、前年同期と同じであった。年初と六、七月そして一〇月におきている外国人の韓国株売りは韓国自体の問題のためというよりはむしろ保有者の資金事情のために起きている。サブプライム問題の拡散により米国ヘッジファンドなどかつて韓国株を精力的に買い入れた投資家たちの手元資金が枯渇気味となり、新興国がらみの保有資産売却に乗り出している。このあたりを受けて韓国株も換金売りの対象となっている。韓国証券先物取引所の統計によれば、外国人の株売りが高んだ時期には株式指数も下げ足を速める傾向が見られる。為替レートの下落は、輸出への依存度が高い韓国経済にとって歓迎すべきであるが、ここまで急速な下落は逆に副作用をもたらす。原油や小麦のドル建価格上昇に加えて為替レート下落でこれらの製品のウォン建て価格は大きく上昇、ガソリンや即席ラーメンなど一般市民の生活費に大きな影響を与える品目も、二〇〇八年に入ってから価格上昇の速度を速めた。政府は国民生活を防衛する観点から七月八日以降為替市

場への介入を断行し、約二カ月間に二〇〇億ドル程度の外貨準備を使用した。介入を開始した当初、ウォンが若干値を戻したことが図4からもわかる。しかし、ウォン売りの流れは止まらず、当局の介入は功を奏さなかった。一〇月二七日の段階でウォン相場は一ドル一四六九ウォン、年初に比べて三分の二程度まで減価した。

● 広がる影響—国内金融市場での資金不足、求人減少、サムスン減益：

韓国の金融市場では实体经济減速にもかかわらずウォン貨資金の不足が深刻化しており、一部市場金利が上昇している。特に社債利回りの上昇が著しく、国債・社債間の利回り格差は年初の一・〇五ポイントから一〇月二七日には三・三五ポイントに拡大している。最近では韓国の銀行は資金調達に銀行債を多用するが、九月のリーマンブラザーズ破綻以後外国人投資家の買い余力が失われ、金融市場への資金供給が細った。このため、銀行の与受信金利は上昇し、企業・個人の金利負担増加が懸念されている。これに対して韓国銀行は一〇月二七日、政策金利を大方の予想を上回る〇・七五ポイント切り下げたが、社債金利は高止まったままである。

混乱は雇用や企業収益にも影響を与えている。景況感が不透明感を強めるなか、新規採用を見合わせる企業が相次いでいる。九月の新規就業者数は一一万人にまで落ち

込み、三年七カ月ぶりの低い数値となった。また、一〇月二四日発表のサムスン電子第3四半期決算は、半導体の不振が続いたことから、前年同期比四四%の減益となった。

● 韓国危機説—前回危機と今回の異同は？

今回の混乱においては主に外国から韓国危機説が流されている。英国紙『フィナンシャル・タイムズ』はその急先鋒である。一〇月六日には「韓国はアジアで金融危機が伝染する可能性が最も高い国」と伝え、一四日には「沈む感覚」との記事で対外債務が外貨準備を大きく上回ることを指摘して、韓国の「危機」を力説した。二三日には『ウォールストリートジャーナル』が、IMFが対韓支援を考慮している、と報じた。これらに対して韓国政府は十分な外貨準備の存在などを挙げて強く反論するとともに、できる限りの支援策を打ち出し、以って市場に蔓延する不安の一掃に努めてきた。政府・金融当局は一〇月一九日に一〇〇億ドルの債務保証と三〇〇億ドルの外貨供給を柱とする金融市場対策を発表、二二日には建設業界向け支援、二四日には日中首脳と金融面での緊密な連携を保つこととで合意、二七日には大幅な金利の引き下げなど、矢継ぎ早に対策を打ち出している。しかし、為替・株式相場の状況を見てもわかるとおり、これら対策の効果は今のところ限定的である。



2008年の開発途上国をめぐる回顧と最近の動向

今回の混乱は次第に広がりを見せているが、前回の危機とどこが異なり、どこが共通点か。まず、前回との大きな違いは企業や金融機関の危機経験である。

企業においては利潤を度外視した業容拡大を追求する動きはすっかり影を潜め、外国人株主の増加などもあつて経営が保守化する傾向を見せている。現在では過剰投資どころか稼いだ利益を現金のまま貯め込むことが問題視されているほどである。

また、銀行においてもBIS規制の遵守が厳しく求められるようになった結果、以前に比べて貸出先のリスクに敏感になり、貸出審査の厳格化や外為・投信など低リスクのファイブビジネスへの傾斜が見られるようになってきている。

企業・銀行の経営保守化あるいは健全化を担保する装置としての金融監督院などの監督体制が以前に比べて格段に整備されたことも挙げられておくべきであろうし、準備外貨の管理についても以前のヤミ預託のようなことは考えにくい。

一方、前回の危機と同様、相変わらず観察されるのが海外発の指摘あるいは風評である。前回は、他のアジア諸国での危機が韓国に飛び火するとの憶測が流布されていた上に、格付け機関による韓国の信用等級の大幅切り下げが為替・株式の暴落を誘った。今回も海外発の危機説など、本当に韓国内の危機に火をつけかねない指摘が各種流れている。今回の混乱では実はこの種の

海外発の指摘・風評がもつとも怖い存在である。今回は韓国内のファンダメンタルズに重大な問題は見当たらないものの、海外からの指摘・風評の類は韓国経済の実態の如何にかかわらず韓国に悪影響を及ぼしかねないからである。

●今後の展望

今回の世界的な金融混乱に対して、韓国は一定程度の抵抗力を持つものと見られる。韓国は依然として二四〇〇億ドル(九月末)もの外貨準備を保有している。この金額は短期対外債務総額の一七六〇億ドルを大きく上回るものである。前回の危機の経験から企業や銀行の姿勢が相当保守化したことや監督体制が整備されたことも劇症を伴う短期的危機の勃発可能性を低める要因として挙げられる。また、ウォン安を逆手に取った輸出ドライブや、最近数カ月の原材料価格反落も韓国の外貨繰りを緩和させよう。

ただ、不安な要因もある。それは海外における混乱拡散の程度と、韓国に関する危機説などの指摘・風評の拡散の程度がどれほどかである。今回の混乱の元は外国であり、韓国がとれる対策は多くない。米国内など各国の実体経済を深く巻き込む勢いを見せている今回の混乱の程度が深まれば、危機後を通じて輸出へと大きく傾斜した韓国経済への影響は避けられない。指摘・風評については、韓国への被害が広がるのを食い止めるために韓国がとった危機防止策の

広報を一層強く推進する必要がある。この際風評等の主たる発信源である外国勢に対してサブプライズを与えることが肝要で、対策を小出しにするのは得策でない。一月二七日の大幅な金利引下げなどはこうした観点からは評価できよう。

韓国が短期的な影響を受ける可能性はそれほど高くないにしても、中長期的にはいくつかの不安要因がある。ひとつがアパート価格の動向である。盧武鉉政権の不動産投資への対策の一環として韓国のアパート融資においては融資掛け目が四割から六割に抑えられているので、不動産価格が少々下落しても金融機関の経営を揺るがすとは考えにくい。しかし、日本がかつて経験したような大暴落が現実のものとなった場合、金融機関の不良債権増加に繋がりがかねない。また、半導体や携帯電話の次の成長動力を探しあぐねているのも中長期的な問題といえる。

サブプライム問題への韓国の対応は日本にとつても決して人ごととは言えない。サブプライム問題の直接的被害は少なかったとはいえ、貿易・投資を通じた影響は予想されるし、「失われた一〇年」を経験してその経済力も一〇年前ほどの圧倒的な存在感はない。今回の危機を契機に、日韓両国あるいは北東アジアにおける危機への共同対処が切に望まれる。

(おくだ さとる/アジア経済研究所
地域研究センター)