

世界金融危機と韓国

高 龍 秀

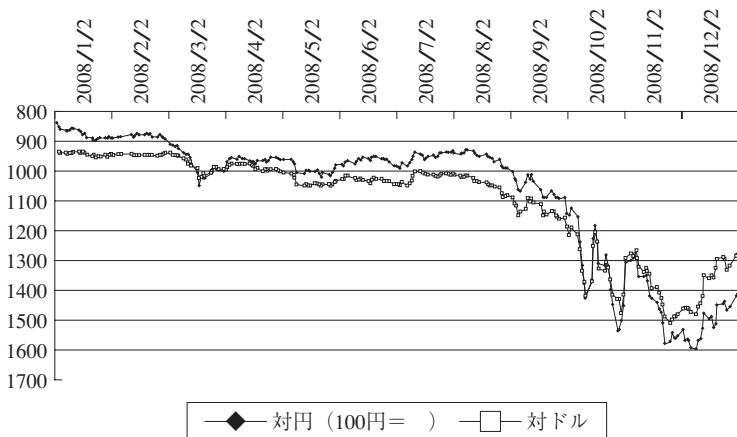
1 節 世界金融危機の韓国への波及

2008年後半、金融危機の激震が世界各地を襲った。米国を震源地とするサブプライム問題が深刻化し、サブプライム債権を組み込んだ証券化商品が世界中に販売され、特に欧米をはじめとする先進国金融機関が莫大な損失を抱えて経営危機に陥った。そしてついに2008年9月15日のリーマン・ブラザーズ破綻以降、世界中での株価下落、円以外の通貨の暴落を招いた。アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ベラルーシなどがIMFに救済融資を求め、金融危機はスピードがあまりに速く、世界のありとあらゆる地域に広がるという特徴を見せている。

この世界金融危機の暴風雨の中で、2008年10月以降に韓国でも株価が下落し、ウォンレートが暴落していった。そして韓国では1997年末の事態が再来し、「第2の通貨危機」に陥るのではないかという危機感が高まっていった。果たして韓国は第2の通貨危機に陥るのであろうか。韓国が第2の通貨危機に陥ることを食い止めるためにはどのような政策が必要であろうか。本稿では、この世界金融危機の中での韓国経済の実態を分析した上で、これらの問題を考えていこう。

まず、2008年後半に大幅な下落を見せた為替レートを見ておこう。図-1に示したように韓国ウォンの対ドルレートは、2008年初めの1ドル=934.5ウォンから9月より下落の速度を速め、年間最安値となった11月24日の1ド

図-1 ウォンの対ドル・円レート（2008年，売買基準レート）

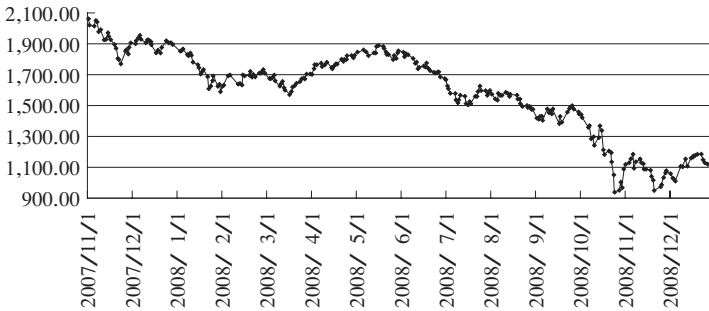


出所：韓国銀行のデータより

ル=1509ウォンへと急落した（1日当たりの売買基準レート基準）。この11月下旬の対ドルレートは1998年以來の10年ぶりの安値であり，韓国市場では「第2の通貨危機が再発するのか」という不安心理も見られた。ウォンの対円レートでは2008年初めの100円=838.20ウォンから年間最安値をつけた12月8日の100円=1598.25ウォンへと50%近い急落を見せている（韓国外換銀行のデータより）。

この時期に韓国の株式市場も大幅な下落を見せている。図-2で見ると，韓国の総合株価指数（KOSPI 指数）は2007年11月1日の2063.14ポイントから下落し始め，10月以降に下落のスピードを速め，2008年の最安値となった10月24日に938.75ポイントに落ち込むまで，1年で54.5%の暴落となっている。ハイテク企業を中心とするコスダック指数も2008年の最高値であった1月4日の719.25から，9月以降に下落を続け，10月27日にこの年の最安値である261.19にまで急落している。このように，2007年後半から翌年にかけて韓国の株価が急落した大きな要因として，外国機関投資家の売却拡大と

図一 2 韓国総合株価指数（2008年）



出所：韓国証券先物取引所のデータより

いう問題がある。韓国証券先物取引所のデータによれば2007年の1年間で、外国機関投資家は韓国上場株式で24兆6165億ウォンを純売却（売却額－購入額）し、2008年の1月から11月では、36兆7675億ウォンを純売却している⁽¹⁾。外国機関投資家の売却額が韓国上場株式市場での全売却額に占める比率は、2007年に19.6%，2008年の1月から10月では24.5%になっている。サブプライム問題に端を発した世界金融危機により、先進国金融機関が手元資金を確保するために韓国などアジアの株式を大量に売ってきたことが背景にある。

外国機関投資家による大量の韓国株式の売却とウォン売りは、1997年の韓国通貨危機の時点でも見られた。しかし、外国人の韓国上場株式投資は、1997年までは制限があり、同年5月2日から11月2日までは1銘柄あたり23%（1外国人あたり6%）、11月3日から12月11日までは1銘柄あたり26%（1外国人あたり7%）を限度としていた⁽²⁾。しかしこの制限が1998年に撤廃され、外国金融機関は制限なく韓国株式を売買できるようになった。そのた

(1) 韓国証券先物取引所「KRX 上場株式投資者別取引代金」2008年11月。2007年の外国機関投資家による株式純売却額24兆6165億ウォンを同年の平均レートである1ドル＝929.2ウォンで換算すると、265億ドルとなる。

(2) 高龍秀『韓国の経済システム』東洋経済新報社、2000年、pp. 28-29. 参照。

め、韓国証券市場はますます世界金融市場に包摂され、特に米国株式市場との連動性を強める結果となった。先に見た、2007年からの外国金融機関の韓国株式売却の拡大は為替市場でのウォン売りに結びついた。特に、2008年9月以降の株価急落とウォン急落の原因の一つに、外国金融機関の韓国証券市場からの撤退という動きが上げられる。

2 節 韓国の資本収支における変動

次に、表－1で示した韓国の国際収支表からこの時期の特徴を見ておこう。1997年の韓国通貨危機の時点と比較するためにこの表11－1では1994年から98年までのデータも示している。近年の国際収支の特徴として、まず、経常収支は2007年まで黒字を維持していたが、2008年に入り、輸入原油価格の高騰と輸出の伸び悩みにより赤字が続いた点が指摘できる。しかしより特徴的な点は、資本収支にある。2006年と2007年に直接投資のマイナス（対韓投資より韓国企業の対外投資が超過）と、証券投資のマイナスの合計額を上回る大幅な「その他投資」流入が見られる点である。これを詳しく見ておこう。

資本収支において最も大きな動きを示したのが「その他投資」であるが、その大半は銀行融資である。この「その他投資」は韓国の金融機関による投資（資産）と外国の金融機関による投資（負債）に分かれるが、外国金融機関からの借り入れ（負債）がより大きな動きを示している。これは2006年1月から2008年9月までに1541億ドルという大規模な純流入（借り入れ）であった。さらに、2006年と2007年の外国金融機関からの借り入れにおいて短期の借り入れが大半を占めていたことも示されている。しかしその後、2008年10月に外国金融機関からの借り入れは194億ドルの純流出となっている。特にリーマン・ブラザーズ破綻以降に韓国に対する銀行融資の回収圧力が強まっていることが分かる。このように、韓国向け銀行融資の回収という大きな圧力がかかり、韓国民間銀行でのドル不足、ウォン急落（ドル急上昇）が引

表一 1 韓国の経常・資本収支 (1994—98年, 2005—2008年)

(単位: 億ドル)

	経常収支	資本収支	直接投資 ①	証券投資 ②	(韓国人の 投資:資産)		(外国人 投資:負債)		その他 投資③	(資産)	(負債)	(短期銀 行借入れ)	外貨 準備高	総対外 支払債務
					投資:資産	負債	投資:負債	(株式)						
1994年	-39	103	-17	61	-20	81	N.A.	63	-74	136	76	257	887	
1995年	-85	168	-18	116	-23	139	N.A.	75	-140	214	124	327	1,197	
1996年	-230	233	-23	152	-60	212	44	110	-135	246	145	332	1,643	
1997年	-82	13	-16	143	20	123	25	-108	-136	28	-180	204	1,582	
1998年	406	-33	6	-19	-16	-3	39	-22	67	-89	-206	520	1,487	
2005年	150	48	20	-35	-176	141	33	68	-27	95	57	2,104	1,879	
2006年	54	180	-45	-232	-313	81	-84	484	-79	563	424	2,390	2,601	
2007年	59	71	-138	-261	-564	304	-287	440	-168	607	340	2,622	3,822	
2008年	-64	-509	-106	-154	231	-385	-413	-106	-133	27	N.A.	2,012	N.A.	
2008年1-3月	-52	4	-48	-100	-1	-99	-169	165	-46	211	132	2,642	4,138	
4-6月	-1	-47	-29	60	-7	67	-53	-67	-51	-16	-3	2,581	4,206	
7-9月	-86	-52	-23	-128	55	-183	-138	135	-41	176	114	2,397	4,251	
10月	48	-248	-2	52	140	-88	-40	-262	-68	-194	N.A.	2,122	N.A.	
11月	19	-121	-2	-31	37	-69	-17	-74	36	-110	N.A.	2,005	N.A.	
12月	9	-48	-2	-10	7	-17	5	-2	37	-39	N.A.	2,012	N.A.	

(出所) 韓国銀行『国際収支』1998年7月号, 99年7月号, 同『調査統計月報』より作成。

き起こされたといえよう。このように、その他投資の項目で大量の外貨流入があった状況からそれが短期間で回収に転じた状況は、1997年の韓国通貨危機と同じ特徴を示している。この危機前年である1996年の韓国名目 GDP は449兆ウォンであったが、2006年の名目 GDP は901兆ウォンとこの間にはほぼ倍になっていることを考えても、このその他投資における外国金融機関からの借り入れ（負債）の大きさは1997年前後を上回る借り入れ急増があったことを示している。この民間レベルでの外国金融機関からの借り入れ急増は韓国の総対外支払債務を拡大させ、それは2005年末の1879億ドルから2008年9月末には4251億ドルとなり、同年9月末には対外債権3999億ドルを上回り、8年ぶりに純債務国となっている。2008年3月末の対外債務4138億ドルの中で、銀行部門の債務が2144億ドルで、民間企業の債務が1068億ドルになりこの2部門が大きな対外債務を抱えていることが分かる⁽³⁾。

次に、証券投資の項目を見てみよう。証券投資は債券投資と株式投資などからなる。そしてそれぞれの項目で韓国の金融機関による投資（資産）と外国の金融機関による投資（負債）に分かれる。まず、1998年以前と大きく異なる点は、韓国金融機関による証券投資（資産）で2006年と2007年に大幅な流出が見られる点である。2007年のこの証券投資の資産における564億ドルの対外投資の中で海外の株式への投資が524億ドルと大半を占めており、韓国金融機関の活発な海外株式投資の動きが見て取れる。しかしこの海外株式投資は2008年の世界的な株価急落により大きな損失をもたらしている。韓国銀行によれば、韓国の機関投資家の海外外貨証券投資残高（時価基準、株式と債券などを含んだ証券投資）は2006年末の554億ドルから2007年の活発な株式投資により同年末には1166億ドルと急増した⁽⁴⁾。この1166億ドルの中で65

(3) 韓国銀行『調査統計月報』2008年11月号より。

(4) 韓国銀行「2008年第3四半期中の機関投資家の外貨証券投資動向」2008年11月27日。

世界金融危機と韓国

%を占める761億ドルが株式投資であった。しかしこの証券投資残高は2008年6月末には952億ドル、同年9月末には724億ドルと減少している。この2008年6月末から9月末までの減少額228億ドルの中で、株価下落による評価損失は174億ドルに達している。2000年以降の自由化政策を背景に韓国金融機関が積極的な海外株式投資を拡大させたために、2008年の世界的な株価下落により大きな損失を被ったことが分かる。

証券投資の負債項目、つまり外国金融機関による証券投資も重要な特徴が示されている。この項目では、2007年までの流入から2008年に流出に転じている。この外国金融機関による証券投資を株式と債券に分けてみると、2005年にはともに流入であったものが、2006年と2007年には債券で流入しているが株式が流出することになっている。特に2007年は株式で287億ドルの流出があり、債券で587億ドルの流入がみられた。しかしこの債券投資も2008年第3四半期からは流出に転じている⁽⁵⁾。つまり、外国金融機関の株式投資では2007年から2008年にかけて大規模の売却が行われたことを示している。韓国企画財政部のデータによれば⁽⁶⁾、外国金融機関の株式投資は2003年1月から2004年4月までに236億ドルの流入であったが、2007年7月から同年末までに290億ドルの流出、2008年1月から10月までに399億ドルの流出となり、2007年7月から2008年10月までに689億ドルの流出という、猛烈な外人による韓国株式売却が見られている。韓国金融監督院のデータに基づく表-2によれば、2008年にアジアの主要7カ国で外国人は1068億ドルの株式を売却したが、韓国での売却額368億ドルは日本での売却額と並ぶ大きな規模になっている。このように、韓国などアジアの株式に投資していた先進国金融機関が、サブプライム問題が表面化した2007年から一斉に売却に転じたことが確

(5) (3)と同じ。

(6) 以下の統計については、韓国企画財政部「11月末の外貨準備保有高動向」2008年12月2日。

表一 2 アジア主要7カ国での外国人株式売買動向

単位：億ドル

	韓国	日本	台湾	インド	タイ	インドネシア	フィリピン	アジア7カ国計
2006年	-126	471	174	79	21	19	7	646
2007年	-293	435	21	174	16	36	14	402
2008年	-366	-379	-147	-133	-49	18	-11	-1,068

出所：韓国金融監督院「週間金融市場動向」2009年1月5日、1月19日。

認できる。このように、2007年からの外国金融機関による韓国株売却と、2008年後半からの外国金融機関による韓国向け融資の回収という大きな圧力がかかり、株価下落、韓国民間銀行でのドル不足、ウォン急落（ドル急上昇）が引き起こされたといえよう。

3 節 1997年型の通貨危機は再発するのか？

通貨危機の直前まで、大量の銀行融資と証券投資による資本流入が見られていたが、通貨危機の波及により、銀行融資の回収、証券売却により大量のマネー流出に転じるという1997年「資本収支危機」に見られたグローバルマネーの動きが、より大規模に2008年に起こったといえる。証券投資の自由化など資本取引の自由化政策により、韓国はグローバルマネーの影響をより強く受ける構造になったことが背景になる。さらに、1997年当時には見られなかった事象として、韓国金融機関による海外証券投資が500億ドルを超える規模に拡大し、2008年の世界的な証券価格下落による損失というマイナス要因がよりダメージを重くしている。2008年10月から11月にかけて、韓国の株価と為替レートが急降下を示す中で、1997年型の通貨危機が11年後に再発するのではないかという不安感が韓国市場では見られた。

しかし一方で、1997年危機当時と異なるファンダメンタルズも確認できる。1996年には経常収支の赤字がGDPの4%台になっていたが、2007年までは経常収支は黒字を継続し、2008年に第1四半期から第3四半期まで139億ド

世界金融危機と韓国

ルの経常赤字となったが、同年10月からは黒字に反転している。さらに、外貨準備が2007年末に2622億ドルと1996年末より8倍近くに拡大している。2008年には為替市場介入などで11月末までに外貨準備が2005億ドルと減少しているが、この時点でも世界6位の外貨準備高を維持している。

また一般銀行の経営実績をみても、健全性で大きな問題は見られていない。一般銀行のBIS自己資本比率は、2006年末の12.31%から2007年末の11.94%、2008年9月末の10.63%と低下しているが、10%台を上回っている。また2008年9月末時点で、3ヶ月以上延滞している与信の比率である「無収益与信比率」が0.70%、ROA（総資産純利益率）が0.76%と健全性で問題がある水準には至っていない⁽⁷⁾。国内銀行の貸出延滞率の推移をみると、2005年末の1.21%、2006年末0.84%、2007年末の0.74%、2008年末の1.08%と上昇しながらも、2005年末よりは低い水準である⁽⁸⁾。韓国銀行部門の2008年の短期純利益は7.9兆ウォンで、2007年の15兆ウォンより低下している。銀行部門のROAの推移をみると、2005年の1.27から2006年1.13、2007年1.10となり、2008年は0.49と低下している⁽⁹⁾。これらのデータを見れば、韓国銀行セクターは収益性を低下させているが、危機的な状況を示しているわけではないと判断できる。

また、1997年アジア通貨危機の教訓から、アジア各国が外貨準備を融通しあうというチェンマイ・イニシアティブの拡大が通貨危機再発を防止する1つの手段として注目されている。チェンマイ・イニシアティブとは、2000年5月にタイのチェンマイで開かれた第2回ASEAN+3（日中韓）蔵相会議において、アジア各国で二国間通貨スワップ協定のネットワークを構築することなどで合意したことで始まった、アジア各国での金融協力である。この

(7) 黄インソン「2008年韓国経済の回顧——金融不安を中心に——」三星経済研究所（CEO Information, No. 686）、2008年12月24日。

(8) 金融監督院「2008年12月末国内銀行の貸出債権延滞率現況」2009年1月22日。

(9) 金融監督院「国内銀行の2008年中の営業実績」2009年2月3日。

チェンマイ・イニシアティブにより、通貨危機に直面したアジア諸国はスワップ協定を結んだ相手国と、ドルまたは相手国通貨（例えば日本の円や中国の元）と自国通貨を一時的にスワップ（交換）することで、不足する外貨を融通できるというものである。具体的に2007年末における韓国のケースを見ると、日本と100億ドルをドル建てで、さらに30億ドル相当の円を上限とするスワップが合意され、中国とは40億ドル相当の人民元とウォンのスワップが、インドネシアとは20億ドル、タイとは10億ドル、マレーシア、フィリピンとは15億ドルを上限とするスワップが合意されている。

さらに、先に見たように2008年10月に韓国為替市場が深刻なドル不足に陥る中で、同月末に米国FRB（連邦準備理事会）と韓国銀行は300億ドルを上限とする通貨スワップ協定を結んだ。韓国は同年末までに米国とのこのスワップ協定に基づいて70億ドルを調達している。さらに同年12月13日に日本で開催された、日中韓三カ国首脳会談を契機に、韓国は日中との通貨スワップの規模を拡大させ、日本とは前述の130億ドルを300億ドルに、中国とも40億ドルを300億ドルに引き上げることで合意した。外貨準備高で世界1位の中国と2位の日本が韓国への支援を強化したことで、韓国は通貨危機への対応力を強化したことになる。

2008年10月から11月に韓国では株価と為替レートが急落することで、通貨危機が再発するのではないかという不安心理が高まった。12月に入り株価と為替レートは安定した動きを見せているが、2009年にかけて世界の实体经济が悪化を続けており、韓国経済にも深刻なマイナス要因になっている。韓国が通貨危機の再発を防止するためには、第1に、韓国金融機関による短期外貨借入れを監督官庁が厳しく監督するなどグローバルマネーに翻弄されない金融監視システムを強化することが課題になる。第2には、通貨スワップ協定にみられるようにアジア域内での通貨危機防止の協力スキームを強化することが重要な課題といえるだろう。