

金融市場が動揺する度に注目される韓国の「体力測定」

～外形的には外貨準備高は「適正水準」維持も、過剰債務や通貨安に弱い体質など脆弱性は高い～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

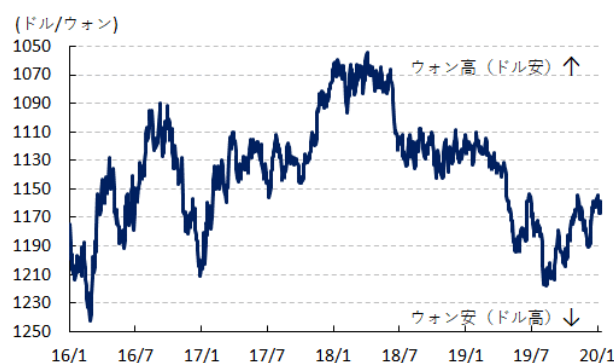
(要旨)

- 足下の国際金融市場は米FRBの「予防的利下げ」実施などに加え、米中の「第一段階の合意」への期待も追い風に活況を呈している。昨夏の国際金融市場の動揺では様々な要因が重なり韓国で資金流出圧力が強まり、ウォン相場は一時3年半ぶりの安値を更新するも、足下の活況を受けて底入れしている。金融市場の動揺の度に韓国で資金逃避の動きが強まる背景には、アジア通貨危機の記憶が影響しているが、足下の外貨準備高は外形的にみれば「適正水準」を維持している。他方、マクロ面では経常黒字だが、同国金融市場は海外資金に依存しており、家計部門が抱える過剰債務に繋がっている。ウォン安は債務負担の増大を招くほか、不動産市況の低迷による資産デフレ圧力に直面している。地政学リスクにも晒されやすいなか、セーフティネットの乏しさも重なり、韓国経済を取り巻く状況は「見た目以上」に厳しいと捉えることが出来る。

昨年末にかけての国際金融市場を巡っては、米FRB（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」実施など先進国を中心とする金融緩和の動きに加え、米中協議における「第一段階の合意」への期待を反映して活況を呈する展開をみせた。年末年始における中東情勢の不安定化懸念を受けて一時的に混乱する動きはみられたものの、米国及びイランによる『報復合戦』が前面衝突に至る事態は避けられているほか、米中による「第一段階の合意」を巡る署名が来週にも予定されるなど米中摩擦の『一時休戦』が続くとの期待も追い風に活況は続いている。他方、昨夏には日本との急激な関係悪化に伴う同国内での生産環境の悪化懸念に加え、米中摩擦の激化による外需鈍化が鮮明になったことで雇用環境も急速に悪化するなど、内・外需双方で景気に下押し圧力が掛かることが警戒されたほか、隣国北朝鮮情勢を巡る不透明感も重なり資金流出圧力が強まり、通貨ウォンの対ドル相場は一時3年半ぶりの安値を更新する事態に見舞われた。しかし、

上述のようにその後の国際金融市場を取り巻く環境が改善していることに加え、米中摩擦の改善は中国を中心とするサプライチェーンに完全に組み込まれている同国にとって輸出環境の改善に繋がるとの期待に繋がり、ウォン相場は底入れするなど最悪期は過ぎつつある。なお、国際金融市場が動揺する度に韓国で資金流出圧力が強まるとともにウォン相場に下押し圧力が掛かる傾向が強い背景には、同国が1997～98年にかけて発生したアジア通貨危機においてIMF（国際通貨基金）への支援要請に追い込まれたことが大きく影響していると考えら

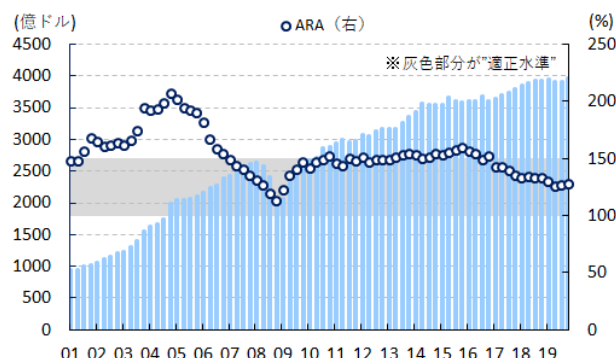
図1 ウォン相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

れる。なお、その後のIMF主導による構造改革を機に、足下の同国は経常黒字国となるなど対外収支構造は大きく改善している上、通貨危機当時は200億ドルに満たない水準にあった外貨準備高は昨年末時点で流動部分だけでも3972億ドルに達するなど状況は大きく変わっている。さらに、IMFは世界金融危機を教訓に、輸出や広義のマネーサプライ(M2)、短期対外債務残高、その他債務残高を元に国際金融市場の動揺に際しての外貨準備高の『適正水準評価(ARA: Assessing Reserve Adequacy)』を公表しているが、この基準に照らして当研究所が試算したところ、昨年末時点におけるARAはIMFが『適正水準』とする「100～150%」の範囲内に収まるなど、金融市場の動揺に対する耐性は備わっていると捉えられる。こうした状況にも拘らず、国際金融市場が動揺する度に同国で資金逃避の動きが強まるとともにウォン相場が混乱するなど、同国金融市場に動揺が波及する背景には、同国はマクロ面では経常黒字であるなど資金超過状態にあるにも拘らず、金融市場に関しては海外資金への依存度が高い上、その資金調達の大宗が米ドルをはじめとする外貨で行われるなど、通貨安に対して脆弱な構造にあることが影響している。さらに、海外から資金調達が活発に行われている影響は、家計部門が抱える債務が過剰状態となっていることにも現れており、直近ではGDP比で90%を上回るなど他国と比べても突出した水準となっている。そして、家計部門が抱える過剰債務の大宗は住宅ローンであるなど不動産が裏打ちとなっているものの、足下では首都ソウル周辺など一部を除いて市況が低迷状態にあるなど資産デフレ圧力が掛かりやすくなっており、事態打開の道筋が描きにくい状況にある。また、家計部門が抱える債務の一部も外貨建て資金調達が行われており、通貨ウォン安の進展は債務負担の増大を通じて国内経済の圧迫要因となるなど、見た目以上に厳しい状況にあると判断出来る。足下の国際金融市場は主要国による金融緩和の『神通力』に加え、米中摩擦の『一時休戦』という材料が活況を生む展開が続いているものの、こうした環境が一変すれば資金逃避の動きが再び活発化してウォン相場の重石となる可能性はくすぶる。さらに、同国は北朝鮮情勢など地政学リスクも意識されやすく、そうした事情も資金動向を揺さぶる材料となり得る点には注意が必要であり、わが国との関係悪化に伴い通貨スワップ協定など「セーフティーネット」を通じた潜在的リスクへの対応が疎かになっていることも、国際金融市場が動揺する度に同国が注目を集める一因になると予想される。

図2 外貨準備高とARA(適正水準評価)の推移



(出所)CEIC, IMFより第一生命経済研究所作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。