

# 東京三菱レビュー



## 7 年ぶりの水準となった韓国ウォン

### はじめに

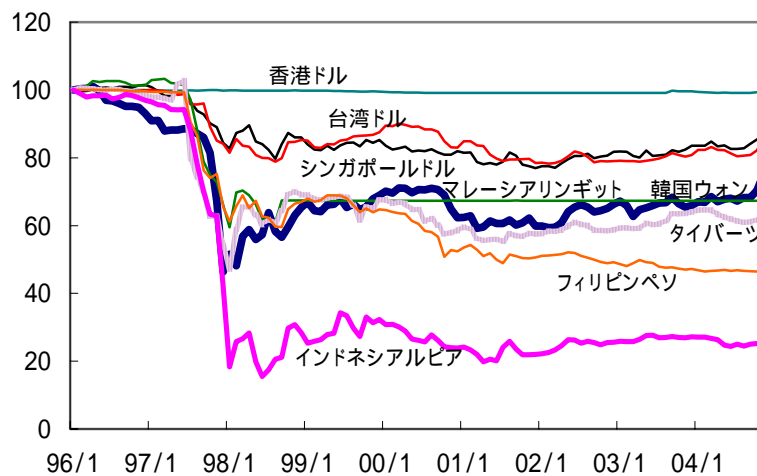
為替市場ではアジア通貨が全般に上昇するなか、韓国ウォンの昨年末から 11 月末までの上昇率は 14%と他のアジア通貨に比べて大幅な上昇となっている。以下では、ウォンを取巻くファンダメンタルズについてまとめた。

### 1. 7 年ぶりの水準となった韓国ウォン

ウォン相場は、米国の双子の赤字に起因する世界的なドル安の流れを背景に 10 月以降急上昇している。11 月末時点では 1 ドル = 1048 ウォンと 2000 年 4 月の通貨危機以降の高値（1100 ウォン）を上回り、7 年ぶりの水準となっている。

通貨危機後に為替の下落を余儀なくされたアジア各国の為替動向をみると、ファンダメンタルズが相対的に健全で通貨の下落幅が比較的小さかった台湾ドル、シンガポールドル、そして固定相場制を導入したマレーシアリングgitを除くと、韓国ウォンの回復傾向が目立っていることが分かる（第 1 図）。

第 1 図：アジア通貨の動向（1996.1 = 100）



（資料）Bloomberg

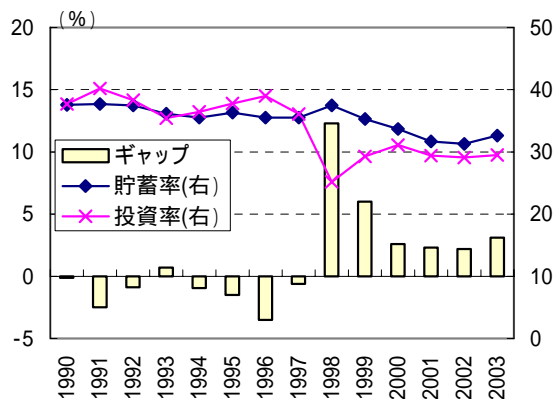
## 2. 韓国から見たウォン高要因

ウォン高の背景には米国の双子の赤字に起因する世界的なドル安の流れが挙げられるが、以下では韓国側からみたウォン高要因を考えてみたい。

### (1) 貯蓄投資バランス ～通貨危機以降は貯蓄超過～

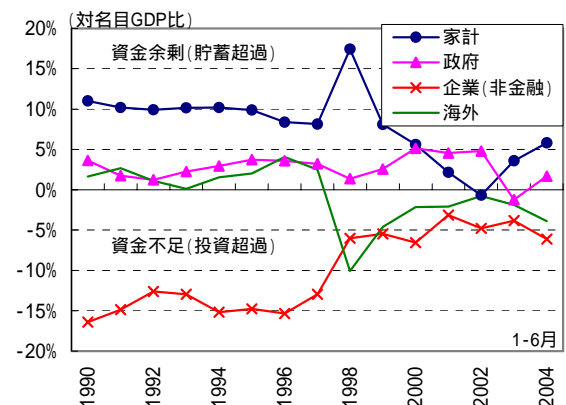
米国の貯蓄不足は、すなわち他の国の貯蓄超過であり、中国や日本と同様に貯蓄超過である韓国の通貨ウォンに対しても上昇圧力が高まっている。韓国の貯蓄投資バランスをみると、通貨危機以降、貯蓄超過となっている（第2図）。これを部門別にみると（第3図）、通貨危機前は家計部門および政府部門の貯蓄超過を上回る企業部門の投資超過により、全体では投資超過であった。しかし通貨危機後は、企業がリストラを実施し、過剰な投資が抑制されたため、企業部門の投資超過幅が縮小し、国全体では貯蓄超過に転じた。1999年以降、雇用情勢の改善やクレジットカード普及などによる消費拡大により家計部門の貯蓄超過が急速に縮小し、全体の貯蓄超過幅も縮小したが、2003年以降は債務負担の増加や景気悪化が消費萎縮を招き、家計部門の貯蓄超過幅が拡大に転じ、全体の貯蓄超過幅は再び拡大傾向となっている。

第2図：全体の貯蓄投資バランス



(資料) CEIC Data

第3図：部門別資金過不足の動向 (対名目GDP)

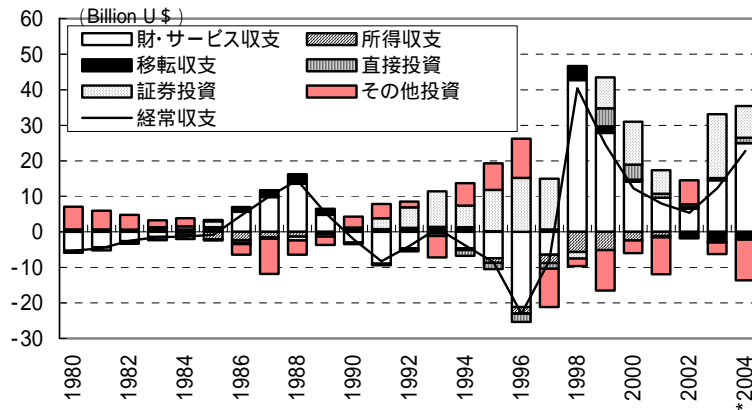


(資料) CEIC Data (注) 2004年は1-6月

### (2) 国際収支からみたウォン高要因

今度は、国際収支の動向からウォンの需給を考えてみたい。ウォン高要因には、貿易黒字と証券投資の流入が挙げられる。

第4図：国際収支の動向



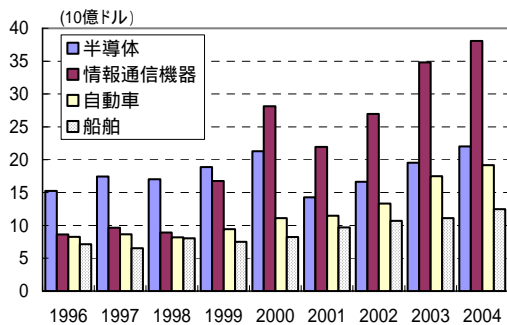
(資料) CEIC Data (注) 2004年は1 - 10月

拡大する貿易黒字

2003年以降、輸出拡大により、貿易黒字は拡大している。輸出拡大の要因は、海外景気の回復やIT需要が持ち直したこと、また企業が低迷する国内市場よりも海外に収益の活路を求め、輸出を強化してきたことなどである。また、通貨危機後の大幅な為替下落に助けられた面もあるが、韓国企業が低価格路線からブランド強化路線への転換により製品の競争力を高めてきた点が構造的要因として挙げられる。特に、携帯電話の輸出は近年急拡大しており、2004年11月には半導体を抜いて第1位の輸出品目となった。米調査会社ガートナーによると2004年7-9月期の携帯電話販売台数は、サムスン電子がモトローラを抜き2位に浮上、またLG電子も5位に上昇するなど世界の携帯電話市場においては韓国メーカーの躍進が目立つ。また自動車についても、米国市場における韓国メーカーの評価の高まりなどを背景に対米輸出を中心に増加している。韓国メーカーの1997年の米国市場シェアはわずか1%だったが、足許では4%に拡大している。

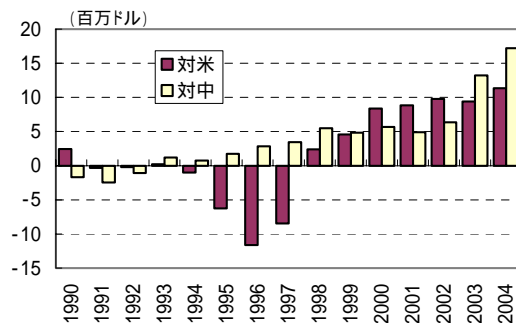
地域別の貿易収支をみると、対米収支は1998年以降黒字に転換し、最近では対中黒字が急拡大しており、全体の黒字増加につながっている(第6図)。

第5図：主要な輸出品目の動向



(資料) CEIC Data (注) 2004年は1 - 10月

第6図：対米・対中貿易収支



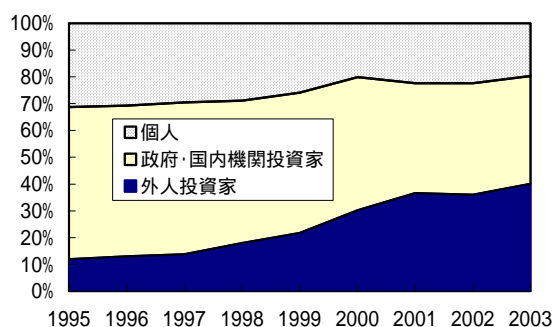
(資料) CEIC Data (注) 2004年は1 - 10月

## 流入する証券投資

資本収支の動向をみると、株式を中心とする証券投資の流入がみられる（前掲第4図）。通貨危機やITバブル崩壊後には対内証券投資が低迷したものの、2003年以降は流入超過となっている。韓国証券取引所の時価総額に占める外国人の保有比率は、1996年は13%だったが、2003年には40%と大幅に上昇している（第7図）。

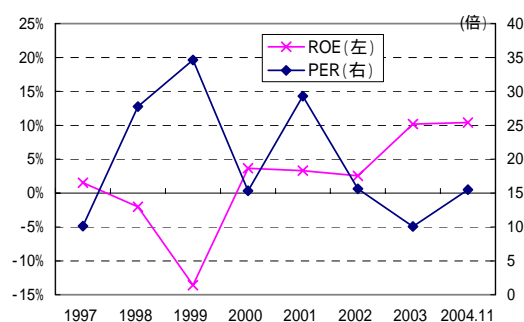
株式市場への資金流入の背景には、通貨危機をきっかけに業界再編が進んだことや企業の経営が収益性の向上や株主重視の姿勢に転換してきたことによる企業収益の改善がある。ROE（株主資本利益率）を見ると、通貨危機以降大きく改善している（第8図）。また、バリュエーションの面からみても、PER（株価収益率）が比較的割安圏にあったことが、株式市場への資金流入につながっていると考えられる。

第7図：時価総額の主体別シェア



（資料）韓国証券取引所

第8図：PERとROE



（資料）韓国証券取引所

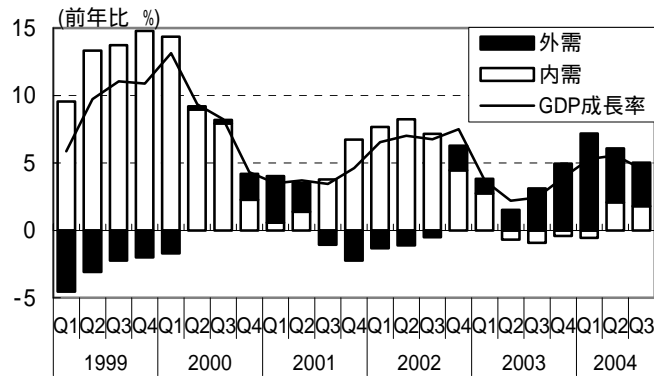
### 3. 今後の為替見通し～ドル安基調が予想されるものの、これまでのウォン高要因に変化～

ウォン高が急速に進んだのは最近のことであるが、貯蓄投資バランス、国際収支の動向などをみると、ウォン高の進行を裏付ける要因があったと言える。

最近の急激なウォン高に対して、韓国当局は警戒姿勢を強めている。介入も持続的に行っており、2004年11月の外貨準備高は1926億ドルに上っている。当局の介入はウォン高のスピードを緩和させるものの、為替市場で米国の双子の赤字に対する懸念が続いている間は、ウォン高傾向で推移するとみられる。

一方、これまでウォン高を支えてきた要因に変化がみられる。まず、海外景気の減速やIT需要の鈍化が見込まれるほか、ウォン高も響き、貿易黒字は縮小に向かうとみられる。また、国内の景況感は通貨危機よりも深刻と答える人が多いなど、消費マインドの冷え込みは厳しくなっており、内需低迷は長期化する見通しである。そのようなところに、唯一景気の牽引役だった輸出の鈍化が加わり、企業の収益環境は厳しくなることが予想される。証券投資の流入は既に鈍化しており、このような内外の収益環境を勘案すると、大幅な資金流入は期待しにくいと思われる。

第9図：GDP成長率

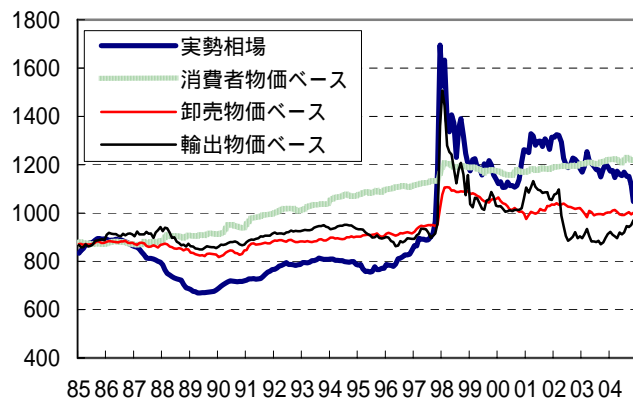


(資料) 韓国銀行

また、現在の水準感を見るために購買力平価を試算すると(第10図)、実勢相場は生産者物価や輸出物価で算出した購買力平価よりもウォン高水準であるものの、消費者物価で算出した購買力平価を下回っている。購買力平価は基準年や物価指数の採り方次第で水準が大きく変わるため参考程度にとどまろうが、通貨危機後のウォンの割安感は相応に修正されてきたと言える。

以上のことから、一方的なウォン高が持続するとは想定しにくく、やがて歯止めがかかるものと思われる。

第10図：購買力平価の推移



(資料) Bloomberg、IMF (注) 基準年は1985年

## おわりに

これまで比較的為替相場が安定していただけに、想定以上の急激なウォン高による企業収益への打撃が懸念される。特に、為替リスクへの取り組みが遅れている中小企業を中心に影響が出てきそうだ。企業にとっては、大半が米ドルで行われている決済通貨の見直しや現地生産化なども含めて為替リスクへの対応が課題となつてこよう。

ウォン高により景気の先行き不透明感が一段と増している。輸出頼みの景気拡大は、外部環境に左右されやすく、安定性を欠くため、内需の活性化への取り組みが急務である。

(H16.12.9 山本佳世)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。