IAM e-Magazine No.1
2012 年 6 月 15 日発行、特定非営利活動法人アジア近代化研究所（IAM）

「ニュースの裏を読む（16）：韓国に再び金融経済危機は起きるか」

長谷川啓之
アジア近代化研究所代表

「ニュースの裏を読む」はわが研究所のニュースレターの発行回数と同じで、今回は 16 回目です（ただし今回からは e マガジンに名称変更）。これまでもアジアに関して、たくさんの話題を取り上げてきました。しかし、今回はそうしたやり方をやめ、やや趣向を変えて、韓国経済の問題、すなわち最近ネット上でもしきりに取り上げられている「第 2 次金融経済危機」説を取り上げてみましょう。これはギリシャ危機とはやや違って、必ずしもニュース性の高いものではありません。しかし、日本経済にとってもアジア経済にとっても、あるいは世界経済にとってさえも、韓国経済の規模の大きさから見て、影響の大きな話題といえるでしょう。そこで、少し分析的に「韓国経済の第 2 の危機」説を取り上げてみたいと思います。

１）初めに

このところ、韓国経済の「金融経済危機」再燃説が絶えません。韓国経済が危機的状況に陥った最初には 1997~98 年にかけて、タイから始まったアジア金融危機の影響による金融経済危機が知られています。しかし、それは韓国自体が生み出した危機というよりアジア金融危機の波及効果によるものであるとして、韓国の金融経済危機とは切り離して考える人が少なくありません。そこで、最近指摘される「韓国の金融経済危機」の始まりは世界的な危機が生じた 08 年の危機をきっかけにして起きた「第 1 次金融経済危機」とみなすことが一般化しているようです。もちろん、97 年にタイから始まったアジア金融経済危機はインドネシアとともに韓国にも波及し、大きな打撃を与え、まさに韓国の経済史上未曽有の危機となりました。したがって、それを「第 1 次金融危機」と呼んでも何ら問題はないでしょう。しかし、それをいわばタイやインドネシアの危機の波及効果にすぎず、韓国独自の問題ではないと考えれば、08 年の金融経済危機とは若干異なるとみなす方がいいかもしれません。

それゆえ、ここでは 97 年のアジア諸国で起きた金融危機は韓国だけの問題ではないということで、「韓国の金融経済危機」とは切り離すことにしましょう。確かに 97 年の金融経済危機はアジアの多くの国に波及しましたが、なぜインドネシアとともに韓国が深刻な影響を受けたのか、という疑問も出てきます。そこには 08 年の危機との共通点はないのか、あるのか。つまり、97~98 年の経済危機と 08 年の危機とは本質的に異なるといえるかどうか。その点を考えるうえでも、97 年のアジア危機について簡単に見たのち、08 年の金融危機（これを「第 1 次金融危機」と呼びましょう）について考え、そこからさらに最近の「韓

国金融経済危機」説、いわば「第 2 次金融危機」説について考えてみましょう。韓国の最新の情勢は、一方で好調が伝えられるかと思えば、他方ではたえず経済危機は叫ばれる韓国経済ですが、実際はどうなのでしょうか。

２）慢性的な「韓国経済危機」説

韓国経済は 97~98 年のアジア金融経済危機の影響から大きく変化したといわれます。確かに当時の金大中大統領は IMF(国際金融基金)をバックに思い切った改革を断行し、韓国経済は大きく変貌し、強化されたとして、国際的にも高い評価を受けてきました。財閥（韓国ではチェボル）解体など、金大中大統領の思い切った改革は韓国経済の V 字回復を生み出しました。それにもかかわらず、たえず金融危機が叫ばれる背景にはいったい何があるのでしょうか。その点は後程ゆっくり見るとして、いまも、韓国経済の強さを指摘する見方は国際的にもかなり強いものがあります。

最近出たアジア開発銀行による「50 年後のアジア」でも、50 年後には韓国の一人当たり GDP(ただし物価を評価した PPP で表示した GDP で、物価が低いほど高く出ます)は日本をはるかに超えることが示されました。今年 4 月 28 日号の英「エコノミスト」誌によれば、日本の GDP(PPP で評価)は 93 年にシンガポールに、97 年には香港に、2010 年には台湾に追い越されたと指摘し、さらに IMF（国際通貨基金）の最新の見通しから、5 年以内に韓国と日本の GDP は逆転する可能性があると報じています。もちろん、日本は土地や物価が高いために、物価を考慮した PPP で評価すると、現実の GDP は名目の値よりかなり低くなるというわけです。一般には名目の GDP が発表されることが多いため、物価を考慮して表示する GDP に慣れていない人が多いでしょうが、その意味は決して小さくはないでしょう。いうなれば、長期的には韓国より実は日本の方が深刻かもしれません。

韓国経済が高く評価される背景には、強い韓国企業の存在が無視できません。特に韓国の GDP の 20%を占めるといわれるサムソンの存在を無視できません。サムソンは家電を中心に、日本の企業を追い越し、いまや世界のトップ企業入りをしています。事実、アメリカの雑誌『フォーチュン』が毎年発表する世界のトップ 500 社にはアメリカ 133 社、日本 68 社、中国 61 社、フランス 35 社、ドイツ 34 社、イギリス 30 社、スイス 15 社とほぼ並び、韓国企業 14 社（8 位）が入り、オランダやイタリアより多いのです。人口も大企業数も少ない韓国の企業数が日本や中国よりかなり少ないとしても何ら不思議ではないでしょう。

またアジアのトップ企業 50 社では、日本企業が上から 6 社、続いて中国企業 1 社、それに次いで、ソニーの 11 位を抜き８位にサムソン電子（世界 500 社では 39 位）が入り、15 位には現代自動車が入ります。さらに、世界の最も革新的な企業 50 社（2010 年）にも、サムソンが 16 位にランクされています。韓国経済の動きも以下で見るように表面上は順調であり、サムソンを中心に韓国は順調に推移しているように見えます。

それなのに、98 年以後、あるいは 08 年以後と言った方がいいかもしれませんが、毎年のように経済危機説が流れ、特に 08 年のリーマン・ショックを契機に発生した世界的な経済危機の影響で発生した「第 1 次金融危機」は韓国経済に深刻な影響を与えました。それと同様、韓国経済のさまざまな構造的要因による慢性的な体質から、いつ危機が発生してもおかしくないとする見方が絶えないのです。こうした相反するとも言える見方や意見が出てくる背景には何があるのでしょうか。またいったいどちらが正しいのでしょうか。

３）アジア金融経済危機のメカニズム

その点を見る前に、1997 年から 98 年にかけて発生したアジア金融危機とその余波を受けた韓国の金融経済危機とは何であったのか、なぜ起きたのかについて簡単に見ておきましょう。指摘するまでもありませんが、97 年にタイから始まった金融経済危機はアジア経済に大きな影響を与えました。それまで順調だったアジア経済も 98 年にはマイナス 0.5%を記録しました。もうアジア経済は立ち直れないのではないかとする見方が専門家の間ですら出ていたことを思い出します。しかし、99 年には 6.3%の成長を達成し、驚くほどの急速な回復ぶりを示しました。アジア経済の力強さをいまさらながら思い起こします。他方、韓国経済はと言いますと、80 年にマイナス 1.89%を記録して以来 20 年ぶりのマイナス 5.71%を 98 年に記録し、危機的な状況となりました。いったい韓国経済には何が起きたのでしょうか。

この点を知るには、まずアジア金融危機発生のメカニズムについて見てみることが有効でしょう。アジア金融危機に対する見方は人によって若干相違はありますが、要するに単純化していえば、通貨危機は自国通貨の急落による危機的な状況を指していますので、通貨急落のメカニズムをどう説明するかが１つの重要なポイントとなるでしょう。

1 つの説明は、アジア通貨危機の発端となったタイ通貨の急落のメカニズムを理解することでしょう。当時のタイでは、直接的な契機としては、ドル・ペッグ制が敷かれており、その下で、過大評価されたタイ・バーツの空売り（ヘッジ・ファンドによる）に基づいてバーツの急落が発生しました。タイ政府は急落し始めたバーツを支える余裕がなくなると、あわてて変動相場制に移行したのですが、結果的にバーツは見る見るうちに急落してしまいました。そのため、程度の差はあれ東・東南アジア全体へと金融危機が波及したため、アジア金融危機となったわけです。インドネシアや韓国はこの影響を最も強く受けた国でした。

またしばしば指摘されるように、アジア金融危機が起きた背景として、従来のメカニズムとは異なる理由が指摘されています。つまり従来は、経常収支赤字を外資で補っている国で、何らかの理由（たとえば経常収支の赤字が急拡大するとか、外資が十分獲得できない状況など）で赤字を補いきれなくなると、外貨準備が減少し通貨の価値を維持できなくなる結果、通貨の暴落が生じるというメカニズムです。しかし、アジア金融危機が発生し

た 90 年代以後の図式はそれとはやや異なり、先進国の短期金利と主に発展途上国の短期債務比率の上昇という要因が指摘されているわけです。この点を少し説明しておきましょう。

前者は、当時、たとえばドル・ペッグ制をとる国には内外金利差に基づいて為替リスクを考えることなく、金利収入が得られるという証券投資にとって有利な条件が存在していました。外部から流入してくる証券投資や銀行融資が先進国の金利が上昇した結果、この内外金利差を利用して、投資家や金融機関が金利の動きに敏感に反応して当該国から資金を回収し移転する動きが活発化すると、1 年以内の短期資金が大量に引き上げられるために、当該国の通貨は急激に低下する可能性が生じるわけです。こうして通貨価値の減価、すなわち通貨の暴落が生じ、金融危機となるわけです。こうした状況がまずタイで生まれ、他の国へと波及していきました。むろん、のちに見るように通貨の下落は多くの損失を伴うこととなり、金融危機から経済全体への危機へと発展するわけです。

後者は 90 年代以後の金融技術の発達で、投資リスクの分散やリスクの軽減が可能となったため、世界的に分散投資が進み、多くの発展途上国に短期資金が流入し易くなりました。その結果、仮に短期資金が先進国の金利上昇が生じるとか、資金流入国の政治不安や、最近のギリシャのような政治・経済不安が発生したり、さらには当該国以上に投資利益が急速に拡大したりすれば、短期資金は一気に当該国から流出する可能性が生じるでしょう。そうした事態は経済発展に必要な外貨（外貨準備とか対外債権など）が不十分な国では短期債務に依存する確率が高くなるため、どうしても外貨不足が起き易く、その結果として、通貨価値の維持が困難となり、通貨は下落し易くなるわけです。

当時のアジア諸国の多くはドルに自国通貨をリンクさせる、いわゆるドル・ペッグ制を模索しており、ほぼそれに近い状態にあったといわれます。当該国には為替をドルにリンクすることで、投資を容易にさせ、生産の拡大→輸出の増加→貿易収支や経常収支の改善、が期待できるわけです。なぜなら直接・間接の投資拡大の理由の１つはドル・リンクの為替政策は投資家にとって為替リスクがないからです。しかし、他方でアジアの通貨はドルが高い中では日本円や人民元に対して割高となるため、アジア諸国の製品価格が相対的に高くなるため輸出が大幅に鈍化する原因となりました。もう 1 つは経常収支の長期的な赤字も危機要因の 1 つとされます。輸出の鈍化は経常収支を悪化させ、その赤字を補うために多くの短期外国資本を必要とします。それが何らかの理由で当該国に不安が生じると、瞬く間に短期資本は外国へと逃避します。逃避しても外貨や対外債権など、十分な備えがあればいいのですが、多くのアジア諸国、特に金融危機の影響を強く受けた国にはその余裕はありませんでした。

そうした中では、危機が発生したアジア諸国を中心に、国内金利がアメリカの金利を上回っていたため、投資家による証券投資や銀行融資（タイではオフショア取引も活発化）が拡大し、ドル建ての短期資金が大規模に流入し、それが経済成長に必要な資金を調達して長期信用をまかなっていたため、何らかの理由（たとえばバブル崩壊）で信用不安が生

じると急速に短期資金が国外逃避する図式が生まれたというわけです。

それは当該国の短期債務比率を高めることにもなります。アジア金融危機の影響を強く受けたアジア諸国の当時の短期債務比率は高い国では 40~50%に達しており、低い国でも通常より高い水準にあったことが指摘されています。

４）アジア危機と韓国の金融経済危機

では、アジア金融危機の影響を受けた韓国の経済危機はなぜ生じたのでしょうか。まず 98 年の経済危機はなぜ生じたかを簡単に見てみましょう。当時の経済は表 1 に示す通りです。それを見ると、まず経済成長率や雇用（低い失業率）は順調に推移していることがわかります。しかし、95 年から経常収支はマイナスとなり、96 年にはマイナス 23%に達しています。このころから危機は始まっていたとも言えるでしょう。また外貨準備高は底をつき、過剰な投資が行われました。韓国は外国依存（貿易依存度）が大きいため、輸出が縮小し、外貨準備高が減少すると、対外債務の返済に支障をきたします。

表１　韓国・アジア金融経済危機前後の経済

	1991	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000
①経済成長率	9.71	6.33	8.93	7.19	5.77	▲5.71	10.73	8.80
②固定投資	5.2	▲2.9	0.4	2.5	▲6.4	▲29.4	15.4	5.8
③輸出	10.6	7.3	30.3	5.0	5.0	▲2.7	8.6	19.9
④輸入	16.7	2.5	32.0	11.3	▲3.8	▲35.5	28.4	34.0
⑤経常収支	▲7.51	2.97	▲8.01	▲22.95	▲8.18	42.64	24.48	14.80
⑥貿易依存度	52.0	48.0	53.2	53.8	58.9	71.1	64.9	72.1
⑦外貨準備高	137.3	202.6	327.1	332.4	204.1	520.4	740.6	962.0
⑧インフレ率	9.33	4.80	4.48	4.93	4.44	7.51	0.81	2.26
⑨失業率	2.45	2.90	2.07	2.06	2.62	6.95	6.58	4.43
⑩短期金利					25.0	7.7		
⑪W/D レート	761	808	775	844	1695	1204	138	1265
⑫W/Y レート	609	725	730	730	1299	1064	1111	1111

注：１）①～④、⑧，⑨は伸び（%）、２）⑤は 10 億ドル、３）⑥は輸出入の対 GDP 比、4）▲はマイナス、5)Wはウォン、D はアメリカ・ドル、Y は円、６）W/D, W/Y はいずれも 1 米ドル当り、および 100 円当たりの韓国ウォン、なお W/Y レートは年末の値。

*資料：*ADB, *Key Indicators,* World Bank, *World Development Indicators,* IMF, *International Financial Statistics,* The Bank of Korea の各資料より筆者が一部計算。

表 2 を見ると、97~98 年の韓国では金融危機以前に対外債務が対外債権を上回って純債

務国へと転落し、対外債務に占める短期債務の比率も 96 年には 63.5%、97 年にも 45.4%に達しており、短期債務が国外逃避してもデフォルトを防止するために必要な外貨準備をも大幅に上回っていました。また 90 年~96 年の韓国のインフレ率は年平均 6.37%に達していたため、金利水準は高く維持されていました。また金利水準を高めていたのは、インフレと同時に、経済発展に走る韓国経済の中で、企業の投資需要などを中心に国内の資金需要が強いことでした。そこで、国内の金融機関の多くは金利の低い海外からの短期ドル建て資金の借り入れを増加させ、自国通貨に転換して使用したため多額の短期債務が累積することとなりました。90~96 年までの韓国は 7 年間に通貨の減価率は 20%であり、年率では 3.2%の変動幅に過ぎなかったため、事実上、多くのアジア諸国同様、実質的なドル・ペッグ制をとっていたことになります。このため、上表の 97~98 年のように、韓国ウォンの対ドル相場が低下すれば、対外債務への返済額は拡大すると同時に、大きな為替損失を被ることになるわけです。これらのことから、韓国経済もアジア諸国と類似した経済状況にあったと言えそうです。

表 1 から、W/D レート（1 米ドル当りの韓国ウォン）は 96 年から 97 年位かけて一気に上昇し、W/Y レート（100 円当たりの韓国ウォン）も同様の動きを示しています。つまり、対ドル、対円いずれもウォンは大幅に下落していたわけです。

表２　韓国経済の対外債権・債務と外貨準備高

	1996	1997	1998	2004	2005	2007	2008	2009	2010	2011
対外債務	1575	1774	1675	1723	1898	3334	3174	3454	3600	3979
短期債務	1000	805	405	563	659	1602	1499	1492	1350	1485
短期債務比率	63.5	45.4	24.2	32.7	34.7	48.1	47.2	43.2	37.5	37.3
長期債務	575	969	1271	1159	1239	1732	1675	1962	2551	2250
対外債権	1017	1126	1257	2842	3080	4171	3419	4107	4483	4874
対外純債権	▲558	▲648	▲414	1119	1188	348	▲251	653	883	895
外貨準備高	332.4	204.1	520.4	1,862.8	1,990.7	2,389.7	2,622.2	2,699.9	2,914.9	3,042.6
短期債務/F	300.8	394.4	77.8	30.2	33.1	67.0	57.2	55.3	46.3	48.8

注：１）単位は億ドル、F は外貨準備高、２）ただし、短期債務比率および短期債務/F は%、3)対外債権・債務は 2010 年まで各年末｛12 月｝、ただし 2011 年は 6 月。
資料：韓国銀行、ほか。

その背景には、為替リスクより金利格差によるメリットを重視したという事情が考えられます。このため、97 年春、ジョージ・ソロスらのヘッジ・ファンドがこの点に目をつけ、タイ・バーツの空売りを仕掛けたことがアジア金融危機の発端になったことはよく知られていますが、もちろん韓国もヘッジ・ファンドの攻撃を受けたという意味で、その例外で

はありませんでした。その結果、それ以後ヘッジ・ファンド悪玉説が聞かれますが、むしろ当時も今も、ヘッジ・ファンドからの攻撃を未然に防げない政府当局の手腕が試されているといった方がいいでしょう。たとえば、マレーシア政府のように、アジア危機を巧みに免れる政府もあったわけですから。

図１　韓国の短期対外債務と外貨準備高

出所：www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa11-02/s2_4_2_3_3.html
（原データは韓国銀行の資料）

５）金大中の新自由主義的経済改革とその成果

韓国が金融危機に陥ったために、むしろ強くなったとさえ言われるのは、98 年からの金大中大統領による大胆な経済構造改革が断行され、それが完全に成功したと思われたからでしょう。金大統領が断行した改革は以下の通りです。

1997 年 12 月、激しい経済危機の最中に大統領選挙が行われ、当選した金大中氏は IMF（国際通貨基金）をバックに経済改革を推進する方針を明確にしました。その中身には以下の 4 つがあります。すなわち、１）企業構造改革、２）金融改革、３）労働市場改革、および４）公共部門改革、です。上位 5 大財閥グループの構造改革を実行したのが 1）の企業構造改革であり、金大中氏は韓国経済危機の背後には、借金に基づいて拡張に拡張を続けてきた財閥企業グループの経営方式があり、それを克服しなければ、韓国企業の国際競争力は高まらない。それには企業経営の透明性、財務体質などの改革、専門性の強化など、企業の体質改善こそは必須とみなしたわけです。

２）の金融改革は金融機関の整理統合、不良債権の処理をするというものです。それには政府主導による一時国有化も含め、不良債権の買い入れとか資本増強などの形での巨額の公的資金の投入、外国金融機関との資本・経営面での提携など、構造調整が実施されま

した。その結果、97 年から 99 年にかけて、金融機関の数を 17%ほども減少させました。さらに非金融部門でも証券会社が 36 社から 30 社に、保険会社も 50 社から 44 社に、投資信託会社は 31 社から 23 社に減りました。その後も統廃合は続いています。

３）の労働市場改革は企業のリストラや外資誘致を図るために労働市場の流動化を促進しようというものです。この改革の結果、経済危機以前の 2%台の失業率（1988 年以後 97 年まで 2%台を維持）が、企業倒産、金融機関の閉鎖、新規採用の手控えなどが原因で、98 年には 6.95%（一時的には 9%台に）に上昇し、2001 年まで 4%を下回ることはありませんでした。しかし、02 年以後は 3%台を回復し、12 年現在 3.30%まで下落しました。物価も 2000~09 年の 10 年間で平均 3.1%と安定しています。

４）の公共部門改革は肥大化した政府機関の縮小と簡素化を図り、公務員の削減、公企業の民営化を促進することです。これは韓国政府機関の肥大化や複雑化を解消するための改革であるため、公務員を減らしたり公企業の民営化を図ることが重視されました。

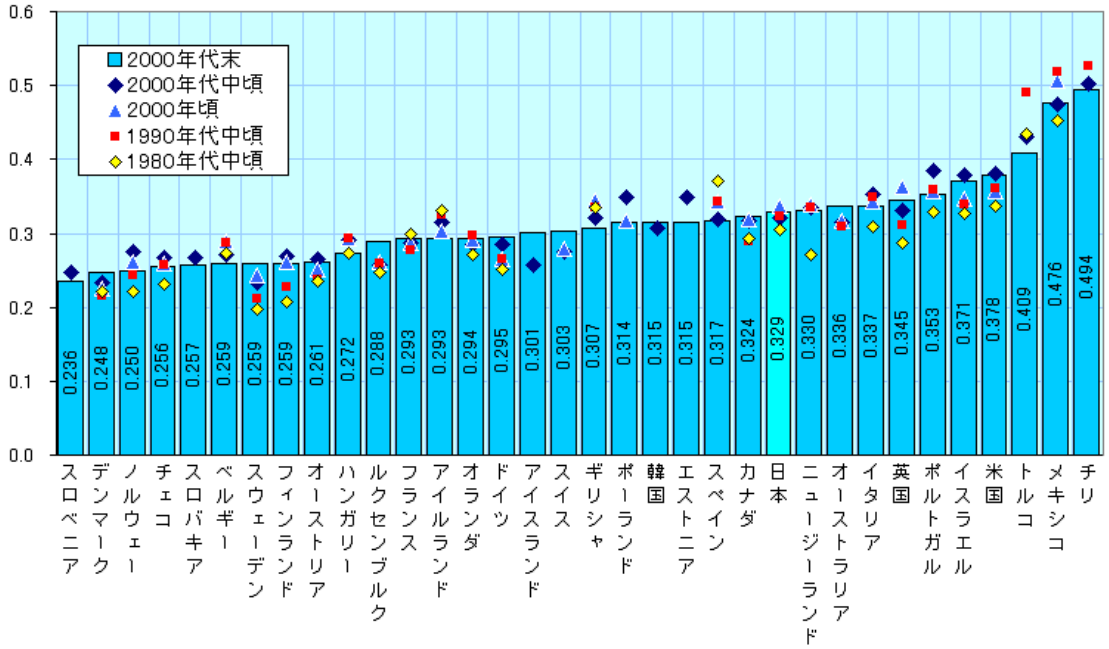
これらの改革の中身をみれば、IMF の支持を背景に取った金大中氏の改革の狙いが新自由主義的改革であることは当然でした。この思い切った改革の成果はどのように表れたでしょうか。

表３　経済危機後の主要経済指標

	1997	2000	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011
経済成長率	5.8	8.80	2.8	4.0	5.1	2.3	0.3	6.3	3.6
一人当り GDP	10,361 14,176	11,347 16,503	13,451 19,697	17,551 22,783	21,653 26,579	19,162 27,707	17,110 28,008	20,765 30,041	22,778 31,714
輸出額	1,361.6	1,722.7	1,938.2	2,844.3	3,714.9	4,220.1	3,616.1	4,663.8	5,552.1
輸入額	1,416.2	1,604.8	1,788.3	2,612.4	3,568.5	4,352.8	3,228.4	4,252.1	5,244.1
貿易収支	▲54.6	117.9	149.9	231.9	146.4	▲132.7	387.7	411.7	308.0
貿易依存度	58.9	72.1	61.3	69.3	90.4	92.0	82.1	85.3	96.7
経常収支	▲81.8	148.0	155.8	186.1	217.7	32.0	327.8	293.9	265.1
外貨準備高	204.6	962.0	1862.8	1990.7	2389.7	2622.2	2699.9	2914.9	3042.6
インフレ率	4.44	2.26	3.52	2.75	2.54	4.67	2.76	2.94	4.03
失業率	2.62	4.43	3.57	3.73	3.25	4.14	5.85	3.73	3.41
ジニ係数	0.283	na	na	0.351	na	0.319	0.314	0.310	na

注：1)成長率、失業率、インフレ率（年平均）、貿易依存度（輸出入額の対 GDP 比）は%、輸出額、輸入額、経常収支、外貨準備高は億ドル、貿易収支は 100 万ドル、1 人当り GDP の上段は名目値、下段は PPP 換算値（いずれも米ドル）、2)ジニ係数の 05 年は 06 年の CIA の数値
資料：IMF, *International Financial Statistics*, 2003 and 2012, 世界経済のネタ帳、他。

図２　OECD 諸国のジニ係数



（注）世帯員数で調整された世帯可処分所得（年金収入等の社会保障給付を含み税・社会保険料を含まない）のジニ係数。国の並びは2000年代末のジニ係数（数値表示）の低い順。ジニ係数は0が完全平等、1が完全不平等をあらわす格差指数。2000年代末は2008年。ただし日本は2006年、デンマーク、ハンガリー、トルコは2007年、チリは2009年。

(資料)図録▽所得格差の国際比較(OECD 諸国)，原データは OECD Factbook 2011-12（www2.ttcn.ne.jp/honkkawa/4652.html）

これらの改革の結果、韓国経済は V 次回復しました。これには表 3 と図 2 や、以下の数字を見ることで明らかでしょう。まず経済成長率はここ 9 年間ほどリーマン・ショックなどの影響を除けば、日本よりはるかに高い 3～6%程度を維持しています。一人当り GDP も 2010 年には 2 万ドル(PPP 値では 3 万ドル)を超え、経済危機以前の水準を大きく上回っています(PPP 値では日本の 34,300 ドルに近い)。所得の平等度を表すジニ係数値も 2010 年現在で 3.10 と世界でも平等な国の 1 つ(図 2 を見れば、OECD の中で中位に位置し、日本より平等)と言えるでしょう。さらに、98 年の経済危機で問題となった外貨準備高も輸出の拡大を通じて貿易収支黒字の貢献もあって、2000 万ドルから 3000 万ドルを保有しています。だから大丈夫だ、というのが韓国専門家や関係者の言い分のようです。

それでも「韓国経済の危機」説が絶えないのはどうしてでしょうか。この点について考えるには今回はちょっと紙数が足りませんので、次号で少し突っ込んでみてみましょう。