

ニュースの裏を読む (18): 韓国に再び金融経済危機は起きるか(続々)

長谷川啓之

アジア近代化研究所代表

今回は「ニュースの裏を読む」も18回目を迎えました。今回も前回同様、アジアで起きている様々なニュースの裏を読むというより、韓国経済「第2の金融危機」説の続々編をお届けしようと思います。いったい韓国経済は強いのか、弱いのか、インターネットなどで見る限り、日本人の多くが韓国経済は明日にも崩壊するかのよう記事が羅列されています。最近は特にやや感情論が多いようにも見受けられます。

しかし、韓国内部からも、あまりいいニュースは出てきません。そうだとすると、韓国経済はやはり危ないのでしょうか。もしそうなら、韓国経済は直接日本経済に大きな影響を与える可能性がありますし、日本経済も韓国経済に大きな影響を与える存在です。東アジアが協力して地域の発展を目指すべきことは当然のことでしょう。したがって、いざとなれば日本が韓国を、そして韓国が日本を支援すべき事態も想定されます。そうした問題は今後いつ発生するかわかりません。もちろんそのような事態が発生しないように相互に努力するべきですが、グローバル化が進んだ今日では、いかに努力しても限界があります。そこにグローバリズムとリージョナリズムを同時に視野に入れなければならない理由があるわけです。

初めに

前回は98年の金融経済危機とその後の改革、それに金大中大統領による構造改革に対する評価などについて考えてみました。構造改革は成功したと見る人もいれば、失敗だったという評価を下す人もいます。評価は短期、長期、どちらの立場に立つかで変化する可能性もあるでしょう。少なくとも、改革の初期には成功したとみなす立場が多かったと思いますが、その10年後の2008年に再度金融危機を迎えて、構造改革への評価も多少変わってきたように思います。最近はまだ金融危機を迎えるのではないかと、という見方が多くなりつつあります。果たしてそうなのかどうか。今回はそのあたりを中心に考えてみたいと思います。果たして、韓国は再び、否三度目の金融危機を迎えることになるのでしょうか。

7) 2008年の金融危機：国内要因

この点を見るには、韓国がアジア危機後10年たった2008年に金融危機に陥ったのはなぜかを考えてみると、ある程度の手掛かりが得られるのではないかと思います。そこで、まず金融危機が発生した状況を、2008年前後の経済の動きを見ながら、考えてみましょう。

まず直接的な発端は07年から話題になりつつあったアメリカのサブプライム・ローン問題が08年9月に表面化したことから始まったといえるでしょう。当時、韓国産業銀行(KDB)がリーマン株の25%相当に当たる5~6兆ウォンを取得すると発表していました。KDBは、リーマンへの出資比率を最終的に49%まで引き上げることや、不良債権の受け皿となる金融機関(バッドバンク)を設立してリスク度の高い資産を分離すること、などを提案しました。これらはいずれもリーマン・ブラザーズにとって魅力あるものでした。しかし、危ないことがわかって、KDBは10日には出資しないことに決定しました。

その結果、リーマン株は暴落し、45%もの安値を記録しました。そして9月15日リーマン社は130億ドルというアメリカ史上最大の負債を抱えて破綻しました。これは記憶に新しいことでしょう。

表5 韓国経済の主要指標

	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
経済成長率	7.15	3.96	5.13	5.11	2.30	0.32	6.32	3.63	3.55
物価上昇率	2.76	2.75	2.24	2.54	4.67	2.76	2.94	4.03	3.39
失業率	3.28	3.73	3.47	3.25	3.18	3.65	3.73	3.41	3.30
家計負債額	391	494	550	630.7	688.2	733.7	801.4	912.9	922
政府総債務残高	133.7	248.0	282.9	298.9	309.0	359.6	392.2	422.8	438.1
対GDP比	14.56	28.66	31.12	30.66	33.11	33.77	33.43	34.14	32.88
政府純債務残高	132.3	234.3	267.0	280.3	296.1	344.4	376.6	407.2	419.5
対GDP比	18.36	27.08	29.38	28.75	28.85	32.33	32.10	32.92	32.04
DSR	na	na	na	na	na	na	11.4	12.9	14

注：1)家計負債額の2012年は4~6月の値、2002~06年はかけ貸付残高、政府総債務残高の2012年は暫定値、単位は兆ウォン、対GDP比は政府債務残高のGDP比、単位は%、2)DSRの07年の値は第3四半期で最大値、2012年の値は3月末の値。
資料：韓国銀行、世界経済のネタ帳、朝鮮日報日本語版(2012年9月4日)、など。

DSR (Debt Service ratio)は家計の年収の中で元利金の返済に充てた割合(家計の債務返済負担割合)のこと

こうしてドル不安が起きると、最大の影響を受けたのが韓国通貨でした。なぜでしょうか。表6に示すように、当時、韓国の貿易収支(黒字幅)は減少傾向を示しており、また国際収支も悪化し、対外債務も急速に膨らんでいました。貿易収支の黒字幅は07~08年にかけて大きく縮小しており、さらに決定的だった要因の1つは国際収支の中の資本収支のうち、短期債務比率が06年頃から拡大し始め、07年には98年の金融危機が発生する直前より高くなっていました。しかも、そのうちの多くが08年9月に償還期限を迎えており、ドル不

足と相まって、韓国の通貨ウォンが急落する条件が揃っていました。つまり、ウォンの対ドル・レートは07年の929から1102へと急落し、対円レートも05年頃から大きく下がっていました。対ドル、対円レートが下がると、ドルや円での短期債務の返済額は拡大するため、それだけでも韓国経済への影響は大きくなります。ウォンが下がり続けると、輸出には有利であっても、債務返済には不利に働くわけです。その意味で、重要な問題の1つは対日赤字が05年あたりから急速に拡大してきたことでしょう。そうした状況から今なお韓国経済は抜けきっていないといっていいいでしょう。

表6 対外関係の長期動向指標

	1997	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
輸出額	1,362	1,592	2,506	2,882	3,260	4,335	3,736	4,663	5,552
輸入額	1,446	1,466	2,142	2,560	3,093	4,274	3,175	4,179	5,244
貿易収支	84	126	364	322	167	61	561	484	308
貿易依存度	58.9	66.0	63.9	85.1	75.1	92.3	82.4	87.9	96.7
国際収支	8.18	7.54	18.61	14.08	21.77	3.20	21.79	29.39	26.51
外貨準備高	204	1,214	2,104	2,390	2,622	2,012	2,700	2,915	3,043
対日輸入	279.1	298.6	484.0	519.3	562.5	609.6	494.3	643.0	683.0
対日輸出	160.9	151.4	240.3	265.3	263.7	282.5	217.7	281.8	397.1
対日赤字	133.6	147.2	243.8	254.0	298.8	327.0	276.6	361.2	285.9
W/D レート	1695	1186	1024	955	929	1102	1277	1156	1148
W/Y レート	1299	1000	855	781	833	1449	1250	1429	1429
短期債務	805	499	659	1,074	1,602	1,499	1,492	1,398	1,361
短期債務比率	45.4	35.7	34.7	44.1	48.1	47.2	43.2	37.5	37.3
対外債務	177.4	139.7	185.4	243.8	3418	426.1	397.5	359.4	398.4
債務/外貨比率	87.0	11.5	8.8	10.2	13.0	21.1	14.7	12.3	13.1

注：1) 対日輸出・輸入の2011年は1~11月までの数値、韓国側の統計、国際収支は10億ドル、2) 外貨準備高は年末、ただし2012年は3月、3) 政府総債務残高は対GDP比(%)、4) 輸出・輸入は億ドル、レートはそれぞれウォン、5) 対外債務は第3四半期末、は債務総額に占める短期債務比率(%)、家計負債額の97年の値は98年(単位は兆ウォン)、5) 家計債務額は100兆ウォン、対外債務は政府・民間の債務合計、6) 債務/外貨比率は対外債務を外貨準備率で除した値。7) W/D レート、W/Y レートはそれぞれ1ドル当たり、100円当たり。

資料：CIA, World Factbook、韓国貿易協会

それでは、そのほかの指標はどうだったでしょうか。しばしば金融危機の直前にはすで

にファンダメンタルズ（基礎的諸条件）が悪化していたとの指摘があります。この点を確認しておきましょう。まず第6表から見る限り、まず経済成長率は05年には低下していたとはいえ、直前の07年には5%台を回復し、外貨準備高も08年には急減しましたが、それ以前には98年の危機から大幅に回復し、拡大を続けていました。

ところが、05年あたりから対日輸入が拡大し、対日赤字は急速に膨らんでいました。韓国の輸出を伸ばそうとすれば、素材や部品などを中心に対日輸入が拡大するという問題が続いており、それが対日赤字を拡大させる要因になっています。さらに対外債務も急速に増加し、特に短期債務が大幅に拡大していました。そのため、短期債務比率は98年のアジア経済危機の水準に近づき、07年にはそれを上回っていました。リーマン・ショックが発生したのは08年9月ですが、その年の初めころから徐々に貿易収支や経常収支の悪化、物価上昇などファンダメンタルズは悪化しつつありました。貿易依存度が100%近い韓国では、貿易収支や経常収支の悪化は決定的な要因になりかねません。

8) リーマン・ショックの影響：KIKO と中小企業の不渡り

このように、韓国経済自身にも、金融危機発生国内条件が揃っていたのですが、外部の影響も無視できません。つまり、危機は内外の要因が絡んだ結果と言えるでしょう。そこで、もう少し突っ込んで韓国経済の中で何が起きていたかを中心に見てみましょう。

図1 ウォンの対ドル・レートの推移



注： で囲んだところが、金融危機ないしその可能性が見られるところ。

出所：中央日報「韓国景気がこの上なく悪い・・・韓銀の悲観(2)」

<http://japanese.joins.com/article/901/160901.html?servcode=100§code=110>

外部要因は言うまでもなく、すでにふれてきたリーマン・ショックの影響です。リーマン・ショックが発生してから、世界の通貨(特にドル)は不安定となり、安全な場を求めて流動的となりました。ファンダメンタリズムが悪化し始めた韓国から短期債務を中心とした外貨が流出することは当然の帰結です。当時の韓国経済は、こうした状況が起こりやすい体質であったともいえるでしょう。1つは株価の暴落です。韓国では短期資金は証券投資(株など)が多く、韓国経済の状況を見て外国資本はいっせいに流出しました。

もう1つは当時の韓国で活発に行われたオプション取引引きの問題があります。韓国の企業は当時外貨不足に悩まされていたため、外貨を欲しがる韓国に入ってきたバリア・オプションというオプション取引に飛びついたのです。これは事前に決めておいた一定の価格(これをバリアという)で契約し、そこに達すると権利が発生し、有効になるのですが、下回ると権利が消滅し無効になったりする為替のオプション取引の1つです。前者は「ノックイン・オプション」と言い、後者は「ノックアウト・オプション」と呼ぶため、「ノックイン・ノックアウト・オプション」(KIKO、つまり Knock in Knock out)取引とも呼ばれます。通貨オプション取引にはいくつかの方法がありますが、これはその1つです。この取引方法は2005年頃、アメリカ系のシティ・バンクが設計したといわれているのですが、この方式がなぜ韓国経済に悪影響を及ぼしたのか、です。

今かりにバリア価格が対ドルで1000ウォンに設定されたとしますと、1100ウォンとか1150ウォンになれば、つまり、バリアを下回ると、損失を被ることになります。逆に、850ウォンとか900ウォンであれば、バリアを上回るため債務者に有利となり、利益を上げられるわけです。当初、韓国の通貨は1000ウォンを切っており、ウォン高ドル安が進んでいたため、契約者が為替差益を得ていたため、契約が急増しました。当初のバリア価格は900ウォンが最も多かったようで、多くの企業がウォンの安定を信じていたようです(図1を見れば、08年からウォンの対ドル・レートの急速な低下が見られ、一時的におよそ1600ウォンまで低下)。当時の加入企業は08年6月末時点で519社、うち中小企業が480社で、契約総額は101億ドル以上でしたが、その後急速に伸びていきました。

08年上半期の損失は2,253億ウォンで、損失が資本の10%を超えたのは71社に達したといわれ、その後も損失は大幅に増加しました。輸出企業も契約した為替レート幅でレートが動いている間は市場価格より高くドルを売ることができるため有利になるのですが、その為替レートを超えると市場価格より安いレートでドルを銀行に売らなければならないため、大きな損失を被る可能性が出てくるわけです。

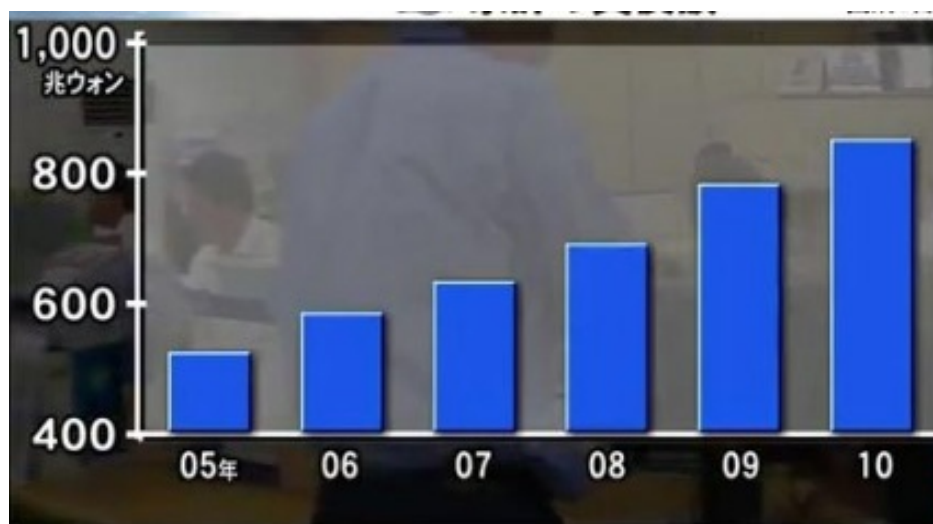
当時、為替レートが1000ウォンの場合、中小企業で不渡りを出す可能性のある企業は約60%、1100ウォンに下がると約63%、そして1200ウォンまで下がると70%弱まで拡大すると試算され、70%弱の不渡りを出す中小企業の本数は5,726社といわれました。

9) 家計債務に苦しむ韓国：韓国経済のアキレス腱か

借金に苦しんでいるのは、家計も同じです。表5を見れば、家計の負債が2000年代に入って急速に拡大する様子がはっきり見えます。しかも、06年あたりから年が経つに連れてどんどん増えており、今なお増え続けているのです。そのことは図2からも明確にわかります。

今年6月に発表した、大韓商工会議所の報告書「家計負債現況と政策課題」によれば、2010年の韓国のGDPに占める家計負債の比率は81%で、OECD(経済協力開発機構)の平均73%を大幅に上回っていることが分かった、と聯合ニュースが伝えています。同ニュースはさらに、同数値は債務危機に直面しているスペイン(85%)に迫る水準で、ギリシャ(61%)より20ポイント高い。また、負債の増加幅も急激に大きい。2006年以降鈍化した家計負債の増加率は2010年に前年比2.4ポイント上昇の9.8%を記録した。2010年のGDP成長率(6.3%)を上回るもので、OECD加盟国のうち、ギリシャ(12.1%)、トルコ(10.8%)に次いで高い数値だ、という。大韓商工会議所関係者は、「OECDは家計負債問題を受け、今年韓国の経済成長率を低めの3.3%に予想した。特に世界経済の低迷が続き、韓国経済の回復に時間がかかる場合、家計負債が経済危機の原因になり得る」と懸念を示しています。いまや、家計負債は韓国経済最大の危機要因とも言えるでしょう。
(<http://Japanese.yonhapnews.on.kr/headline/2012/06/14/0200000000AJP20120614000300882.HTML>)。

図2 韓国の家計負債額



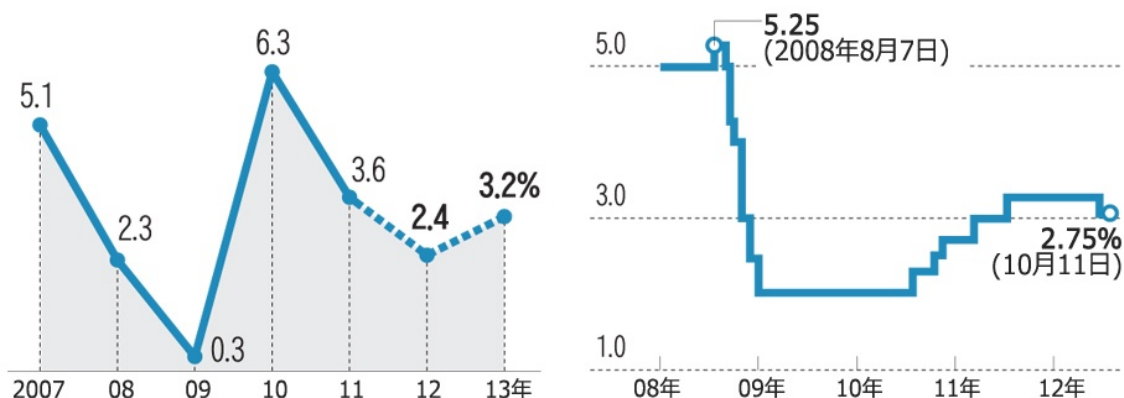
出所：<http://money.wowkorean.jp/korea2011/1204/10091478.html>

そこで、もう少し家計債務の問題を見てみましょう。「韓国の家計の債務返済負担が、米
国経済を金融危機へと追い込んだ2008年のサブプライム・ローン問題発生当時の水準に近

づいているとして、韓国銀行金融通貨運営委員会が警告を発した」と、『朝鮮日報』の日本語版(2012年9月4日)が伝えています。同紙はさらに、同委員会の7月の議事録によると、金融通貨委員の1人は「韓国経済のDSR(債務返済比率)が2007年のサブプライム・ローン問題表面化当時の米国の家計の水準に近づいた。家計債務のリスクを示すシグナルとして留意すべきだ」と指摘しています。

ここでDSRとは家計の年収のうち、元利金返済に充てた割合(家計の債務返済比率)を示す指標であり、アメリカのDSRは07年第3四半期(7-9月)に14.08%でピークに達したのに続き、同年第4四半期(10-12月)にも14.02%と14%を上回りました。アメリカでDSRがピークとなったのは、アメリカの不動産バブルが最も深刻化した時期の直後に当たり、その後米国の住宅相場は急速に下落し、08年の世界的な金融危機を招く主因となったといわれます。韓銀は韓国のDSRが2010年の11.4%から昨年には12.9%に高まり、今年3月末には14%を超えたと試算しています。特に所得下位20%の層の債務者のDSRは23%を超えたとされています。韓国でDSRが急上昇したのは、最近2-3年の負債の増加ペースが所得の伸びを上回ったためだと指摘されています(以上は、上記『朝鮮日報・日本語版』による)。その結果、昨年の家計債務は可処分所得の164%に達しました。これはサブプライム危機発生時のアメリカの数値を大きく上回っています。家計債務の増加は内需(まず消費)を減少させ、景気を悪化させ、経済成長率を低下させます。まさに家計債務問題は韓国経済のアキレス腱ともいえる状況なのです。そればかりか、企業と違って、家計債務の問題は、対象者数が多く、その原因も複雑であるだけに短期的な解決は困難でしょう。

図3 経済成長率と基準金利の動き



注：1) 左は経済成長率、右は基準金利、2012-13年は予想、2) 単位は%。

出所：www.chosunonline.com/site/data/html_dir/2012/10/12/2012101200477.html

10) 家計債務はなぜ拡大するのか

それでは、なぜこのように韓国の家計負債は増加し続けるのでしょうか。その要因はま

さに単純ではないでしょう。たとえば、家計債務の増加は構造的な経済問題だとも言われます。若者の約80%が大学に進学する韓国では、多くの親は子どもの教育費を賄うために多額の借金が必要となります。それ以外にも、消費者債務の大部分を占めるのは、全労働人口の約3分の1近くに達する自営業者が事業資金として借り入れる個人ローンや住宅ローン、さらには高い金利などが指摘されています。

韓国の総負債の80%が家計部門の負債であり、10年前に比べて2倍近くに増えました。労働者の年間の家計所得のうち、金利としての支出比率は09年の第2四半期から2.55を超え、2011年の第4四半期には2.8%に上昇しました。この比率が2.5%を超えて急速に消費が冷え込み、家計負債が危険水域に入った、と韓国の中央銀行は判断しているようです(『東洋経済日報』日本語版、2012年4月27日)。

労働者の多くは大企業に解雇されたり、早期に定年を迎えた中高年者であるため、彼らが新たな事業を始めようとすれば、資金の一部を借り入れるしか方法がありません。このように、韓国の家計費が拡大するメカニズムの背景にある余蘊として、まず教育費や大企業の解雇の問題が指摘されているわけです(ちなみに韓国の大企業の退職年齢は40代後半が多い)。

新聞報道では、2010年の現代自動車の海外販売は18%増加しましたが、国内売上は6%減少しました。輸出を伸ばすために、韓国はウォン安政策という輸出産業への優遇政策(結果的に財閥優遇政策)を取り続けています。その結果、インフレ・リスクが高まっていますが、家計債務による金利負担の重さから政策金利の引き上げ、という有効な手段を取りにくい状況になっているわけです。昨年、韓国銀行(中央銀行)は、金利引き上げを続けましたが、2012年に入って、市場を驚かすような金利の引き下げを実施しました。

これは家計の金利負担が不動産ローンの返済に悪影響を及ぼしているため、それを軽減する意図で行われたといわれています。しかし、かりにそうだとしても、更に家計の債務負担を増やすリスクを伴い、そうなれば家計の消費はさらに落ち込み、国内需要を減少させることになるため、景気は落ち込むことになります。そうなれば失業者の増大や所得の停滞ないし減少を招き、家計の債務はむしろ増える可能性もあるわけです。物価上昇は続き、大企業は若い労働者を採用する傾向があるため、早くから退職を迫られる中高年者は借金を増やすこととなります。このため、スタグフレーションが指摘される始末なのです。多くの先進国で消費者債務はこの4年間で減少しているのに対し、韓国の家計債務は増加の一途をたどり、昨年には可処分所得の164%にも達しました。これは、サブプライム危機発生当時のアメリカの数字をはるかに上回っています。

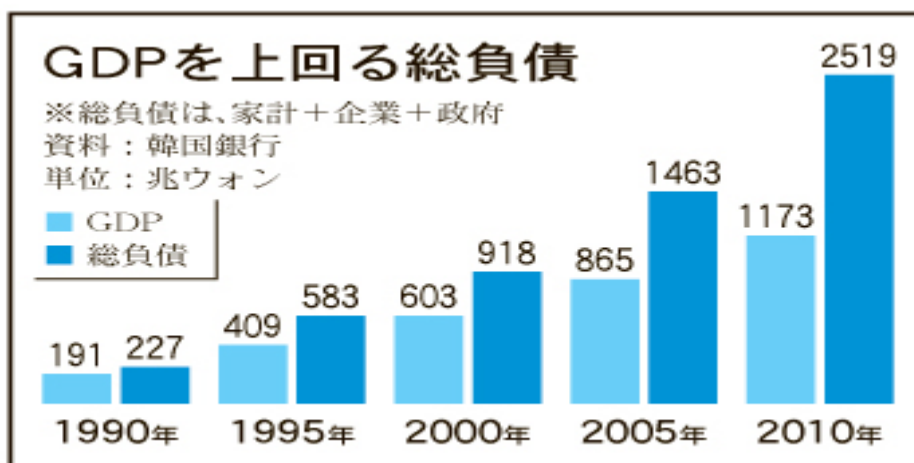
こうした状況から、韓国経済の最大の危機要因は家計債務である、と多くの指摘があるのももっともかもしれません。韓国経済は強い韓国(大企業のサムソンや現代が表す韓国経済)と借金に苦しむ中小企業や家計の債務が表す弱い韓国という、2つの相反するイメージを世界に映し出しているのです。このため、韓国政府もたとえば金融委員会が、「家計債

務総合対策」を発表しました。これは、家計債務の増加抑制策（銀行が年収の5倍以上のローンを超える者に追加融資を実施した場合、BIS基準の自己資本比率を算定する際のリスク・ウェイトを高めることや、カード会社の総資産が自己資本の一定比率を超過しないように規制すること、など）、家計債務の増加抑制策の健全性を高める措置（固定金利、元金返済猶予なしの住宅ローンの場合、利払いへの所得控除限度額の拡大、など）、消費者保護の強化策（銀行に対し、変動金利ローンのリスクの説明責任をきょうかすること、など）、低所得者の融資アクセス改善策（政府のマイクロ・クレジット・プログラムの利用の強化など）などを主要内容としています。これを2011年半ば以後、政府は家計債務対策として実施しますが、成功しているとは言い難いようです（詳しくは、向山英彦「ソフトランディングをめざす韓国の家計債務問題」、『環太平洋ビジネス情報』、RIM 2011 Vol.11No43,などを参照）。

11) 政府も借金苦

家計負債はいまや韓国経済のアキレス腱ともいえるほど、深刻な問題となっていますが、政府の負債も小さくはありません。これは表5からも明らかでしょう。国全体としての総負債がGDPをはるかに上回っている状況が図4から見てとれます。図4は負債総額が2000年代に入って急速に上昇し、2010年には2倍を超えていることを示しています。上の表5を見ると、2005年あたりから急速に政府債務が拡大し始め、06年にはついに対GDP比で30%を超えてしまいました。もちろん政府債務の対GDP比が韓国以上の国は日本を初め、先進国の中にも少なくありません。

図4 韓国の負債総額とGDP



資料：東洋経済日報、2012年4月27日

たとえば、政府総債務残高の対 GDP 比は 2011 年現在で、日本が 229.61% と断トツで高く、次いでギリシャも 165.41% となっています。他には、アメリカが 102.93%、イギリス 81.79%、台湾 40.49%、中国 25.84%、ドイツ 80.56%、などとなっています。韓国はというと、34.18% で、上記の国の中では中国に次いで小さな値を示しています。

政府の債務を見る場合、総債務残高で見るより純債務残高で見る方が適当だとの意見があります。それは純債務残高が総債務残高から政府が所有する金融資産を差し引いたものだからです。もちろん、日本の債務残高を純債務残高で見たとしても、多少は減少することはあっても、大幅に変化するわけではありません。つまり、日本の 2011 年の純債務残高の対 GDP 比は 126.41 であり、韓国のそれは 32.92 にすぎないからです。

しかし、問題は債務の中身です。まず最大の問題は、日本の債務がほぼ円建てなのに対し、韓国の債務は外貨建てだ、ということでしょう。外貨建てであれば、債務返済にはドルでの返済が不可欠です。ウォンが低下すればするほど、ドル建ての返済は重くのしかかります。韓国の通貨ウォンが低下し続け、最近はやや安定していますが、低い水準にとどまるだけに、特に気になるところです。

さらに、中でも問題なのは、債務の中で短期外債が少なくないことです。短期債務は 1 年以内に満期を迎えるため、常に外貨準備高がどの程度あるかが問題となるわけです。もちろん、韓国の外貨準備高は 3000 億ドル以上あるから、大丈夫だと韓国政府は説明しています。しかし、外貨準備高の中身も、間接投資が少なくなく、純粋に貿易で確保した貿易収支の黒字や経常収支から生まれるわけではないため、果たして政府の言うことは信頼できるだろうか、との疑問は内外に少なくありません。またしばしば問題視されるのが、短期債務の半分ほどを中国が保有するといわれています。外国の資金に頼れば、それぞれの国内事情や個人的判断で投資資金は勝手に動いてしまいます。

いずれにせよ、政府債務が 98 年の経済危機以後、急速に増加し続けているわけですが、その大部分は国債が占めており、それは概して一般会計の赤字補填、財政融資特別会計への出損、公的資金の償還過程で生じた損失分の補填といった目的で発行されてきたものです。さらに、国債の増発に拍車をかけている要因として、住宅市場活性化を目的とする国民住宅債券や為替市場安定化向けの外国為替平衡基金債券などの形での国債発行などが増加し続けていることも注目されます。

また、国内要因としても、98 年の金融危機以後、政府が福祉政策に力を入れざるを得なくなっており、貧困、少子化、高齢化などに伴い福祉支出が急速に増大しており、それらに伴って政府部門の赤字をいかに少なくするか、が大きな課題となっているのです。もしそれらが今後も急速に増加し続け、さらには景気が悪化し続けるなら、税制上の深刻さを増すことは間違いないことでしょう。

このように、韓国政府の負債は年々増加しつつありますので、政府も看過できない問題として注目し、それなりに対策を練ってはいます。その中の 1 つがまず 04 年 9 月に出され

た「中期国家財政運用計画(04~08年)」です。この計画では財政運営に景気循環を考慮に入れる要素の導入が可能となり、予算編成が単年度編成から多年度編成へと移行しました。つまり、単年度では赤字でも多年度で黒字化ないし均衡化すればいいということです。また同年に、予算当局が事前に予算総額や各省庁・分野別のシーリングを上から決定し、その範囲内で予算請求するという形式で、本格実施された「予算総額配分自立編成制度」があります。さらに、これに続き、09年には「財政計画(09~13年)」が発表されました。この計画では、世界金融危機の影響を考え、この計画期間の財政赤字を容認するものの、最終年頃には財政の均衡を実現するとの見通しを立てています。これらの努力は実を結び、短期的には財政収支はかなり安定してきたといえるでしょう。しかし、問題は長期的にも安定するかどうかは不透明です。なぜなら、今後長期にわたって韓国経済が成長し続け、国民や企業の債務がどの程度解消されるかで、財政収入は大きな影響を受ける可能性があるからです。もしそれが不可能になれば、政府の支出は社会保障支出や景気対策などを中心に、拡大の一途をたどっているだけに、大きな問題になる可能性もあるわけです。

12) 金融危機のメカニズム

それでは、各国経済は果たして再度、金融危機に見舞われるのでしょうか。この疑問はそう簡単に結論を出せる問題ではありません。そこで、まずこの問題を考える前に、かりに韓国経済が金融危機に見舞われるとしたら、いかなるメカニズムが働く場合なのかを考えてみましょう。それにはいくつかのメカニズムが考えられます。これまで多くの金融危機や経済危機が世界では発生しており、専門家はそれらをモデル化してきました。そこで、金融危機が発生するモデルにはいかなるものがあるのか、を見てみましょう。それは過去に発生した危機の経験から、3つのモデルが理論化されています。第1世代モデル、第2世代モデル、第3世代モデルと呼ばれるものがそれです。

第1世代モデルは1960年代から70年代にかけて、主としてチリとかペルーなどの南米諸国で発生した金融危機を指します。これは固定相場制度を採用している国の政府がその財政赤字を通貨当局による紙幣の増発で賄うという方法と取った国々で発生しました。この種の危機は古典的ともいえるもので、現在ではほとんど起きていませんが、後進国を中心に二度と起きないという保証があるわけではありません。

第2世代モデルは、92年にスエーデンやフランスなどのヨーロッパで発生した欧州通貨メカニズム(ERM)に触発された金融危機を指しますが、事の発端はイギリスのポンド危機です。ポンド危機は92年9月ヘッジ・ファンドによるポンドへの激しい売りにより、当時の変動幅がわずか上下2.25%という固定相場制に近い状態に置かれていたポンドが大幅に下落したものです。ポンド危機の発生には、以下の背景がありました。当時のイギリスは将来ユーロに参加するとすれば、すでにユーロに参加しているヨーロッパ諸国と金利や財政赤字、為替相場の変動率などを一定の範囲に収める必要がありました。そこで、当時

のイギリスは不況にもかかわらず、金利水準を高く維持し、ポンドをドイツ・マルクなどに調和させるという、非現実的な方法を取っていました。そこに、理屈に合わないポンドはいずれERMから離脱するほかなくなると読んだヘッジ・ファンドがポンド売りを仕掛け、イギリスの金融当局の必死のポンド買いにも関わらず、ポンドは大幅に下落し、ついにERMからの離脱を余儀なくされ、変動相場制へと移行したのです。これがポンド危機ですが、ポンドの下落は93年に他のヨーロッパ通貨に波及し、欧州金融危機を発生させたのでした。このモデルは、投機家が重要な危機要因になることを示しました。なぜなら、固定為替相場制をとる国で、投機家がどう予想するかで、ファンダメンタルズのすう勢的な悪化が生じていなくとも、一定の条件が揃っていれば、金融危機が起きうることを示したからです。こうした事態は、変動相場制が一般化した現在の先進国では発生する可能性は極めて低くなっているとはいえ、根絶されたわけではないでしょう。

そして、第3世代モデルは97年にタイで発生し、それがインドネシアや韓国など、多くのアジア諸国に多かれ少なかれ影響した金融危機を指します。このような事態は経済のグローバル化が進んだ現在では、再度起きる可能性があります。このモデルにはいくつかの説明がありますが、特徴として、ファンダメンタルズにそれほど問題がないにもかかわらず、金融面自体の問題、たとえば短期対外債務と外貨準備高の関係を通じて自国通貨の暴落が生じるといった、通貨面での諸要素それ自身に基づいて金融危機が発生することを示したものだといえるでしょう。

アジア危機の発端は、対米ドルとの固定相場制をとっていたタイで、97年の7月2日に投機的なタイ・バツ売りが発生し、その圧力に耐えられなくなったタイ政府が固定相場制を放棄したため、これを契機に同じく対ドル固定相場制をとっていたインドネシア、さらには韓国など他の諸国にも波及し、急速な資本流出や通貨の暴落を招き、アジア金融危機を発生させました。その結果、各国は固定相場制を放棄し、変動制へと転換していきました。当時のアジア諸国は高い経済成長率を実現しており、輸出も好調で失業率も低下していました。要するに、ファンダメンタルズには楽観的な雰囲気は充満していたため、資本規制の自由化が進み、長期資本需要を外部からの短期ドル建て資金で賄うという間違っただけの状態が発生していました。こうした状況に対し、ここでもヘッジ・ファンドが付け入ってきました。95年以後のドル高が対ドル固定相場制下のアジア諸国通貨は実効レートで割高となっており、さらに経常収支は赤字基調で推移していましたので、ヘッジ・ファンドとしては通貨の空売りがし易い状況が起きていました。その結果、多くのアジア諸国から資本が流出して国際収支は悪化し、十分な外貨準備金を保有しないアジア諸国は深刻な金融経済危機へと発展してしまいました。このような事態は対ドル固定相場制度の下で起きましたが、変動相場制に移行した現行の為替相場制度下では再発しないというわけではないでしょう。そのことを示したのが08年のグローバル金融危機であり、その影響下に発生した韓国の金融危機でしょう。

ところで、98年に韓国もタイ発の金融危機の影響を最も強く受けた国の1つですが、その理由については前回のe-マガジン第1号(2012年6月15日)である程度詳しく説明しましたので、それを参照していただきたいと思います。ここでは、それを前提に韓国に再び金融危機が起きるかどうか、について考えてみましょう。

韓国で金融危機が再来するとすれば、1つには、たとえば98年の金融危機の時と同じく、外部に保有する債権の不良債権化が問題になるでしょう(たとえば、98年の時には韓国がインドネシアに保有していた巨額の債権がアジア通貨危機で不良債権化しました)。その結果、国内投資家の損失発生 何らかの理由でのウォンの急落 返済額の増加 外貨準備高の減少 デフォルトの可能性、という図式が見られたからです。

現在、しばしば指摘されるのは、たとえば貿易収支や経常収支(特許や旅行などの収支、すなわちサービス収支)の悪化 国際収支の悪化 外貨準備高の減少 ウォンの低下 短期債務への外貨建て返済額の増加 外貨準備高の急速な減少 デフォルトの可能性増大、がその1つです。あるいは慢性的貿易赤字の相手である日本円ないし米ドルに対するウォンの下落 返済額の拡大 国際収支悪化 外貨準備高の減少 デフォルトの可能性増大、あるいは貿易赤字・経常収支の悪化 その赤字を補填するための証券投資やその他投資(他国からの借金)の増加 一時的な資本収支の黒字化 表面上の国際収支の改善 ウォンの下落 短期対外債務の支払い満期 外銀による貸出期限の延長拒否 デフォルト可能性増大、といったメカニズムもその1つです。

このように、近年の金融経済危機は短期対外債務が拡大し、それを外貨準備高などで補てんできないなどの事態から発生するかのようには考えられがちですが、経済自体の基盤が弱体化するなら、金融経済危機はいつでも起きる可能性があるといっても過言ではないでしょう。しかし、その背後では、筆者の見解では、政府の役割(先見性や指導料など)や制度の近代化の遅れ、なども重大な危機要因になりうるということを指摘しておきたいと思えます。

13) 韓国の金融危機再来の可能性：真の要因は何か

これらの過去の危機のメカニズムは韓国経済にどの程度当てはまるでしょうか。確かに、韓国の短期対外債務は小さくないばかりか、その内容にも疑問が提起されていますが、外貨準備高はその2.2倍以上保有しています。対日赤字も債務/外貨比率も08年の金融危機以後、比較的安定しており、最近の景気減速(2012年第2四半期では前期比0.2%の伸び)が気にかかります。韓国は輸出に最大の努力を傾注し、輸出依存度はおよそ50%(貿易依存度も100%近い)に達します。日本はその約半分にすぎません。韓国経済はそれだけ世界経済の影響を受けやすい上に、サムソン、LG電子などの電器産業、現代自動車、起亜自動車、鉄鋼のポスコなどの、一部の企業への依存度が高く、それら企業の業績次第で韓国経済に大きく影響される構図が出来上がっています。その上、素材・部品産業がひ弱なため

に、国際競争力の強い日本のそれら産業からの輸入は、韓国企業の努力にもかかわらず、韓国経済を成長させようとするれば、それだけ対日赤字が拡大する構造から短期的に脱却することは難しい状況にあることです。

もう1つは韓国の通貨・ウォンの低下が下げ止まらないことです。対ドル・レートでは2008年の1102ウォンから2012年10月29日現在で1130となっており、若干下落しましたが、対日本円では08年の1449から2012年10月30日現在で1371となっており、やや改善しています。しかし、いずれの通貨に対するウォン・レートも下落したまま上昇する気配がないことです。いまのところ、98年、08年のような急激なウォン安は起きていませんが、いつ急落するかもしれない韓国通貨というイメージを払拭するにはかなり長期の安定的な推移を見る必要があるでしょう。

確かに、ウォン安は韓国の輸出にはいい影響を与えているかもしれませんが、それで得をするのは一部の輸出企業でしょう。その一握りの輸出企業がグローバル化した世界でサブプライム問題やギリシャ問題が発生するだけで、大きな悪影響を受ければ、経済全体に悪影響を受けることも覚悟しなければなりません。また、輸出企業がいかにいい業績を上げても、それだけで韓国経済を大きく押し上げ、家計にまで好影響を与えうるかとなると、大きな疑問があります。

さらに最近問題視されているのが、韓国経済の潜在成長率でしょう。それは今後中長期的に3%台から2%台へ、さらには2%を切る事態も予想されます。「中所得の罨」も指摘されており、韓国経済が一時的とは言えない、低成長時代へと向かっているとの指摘が相次いでいます。

最後に、さらに韓国経済にとって大きな課題はいかにして家計の消費を増加させるかでしょう。家計は中長期的に大きな借金から抜け出せないほど、多額の債務を負っていることはすでに見ました。それだけでも韓国経済への大きな負担ですが、景気後退 企業の業績悪化 実質賃金の停滞もしくは低下、それと同時に失業者または離職者の増加 個人所得の減少 消費減退、への動きが活発化することになります。最近の韓国経済の停滞はまさにこの動きを加速させています。経済成長率が趨勢的に低下して来たことは表5からも見て取れます。これまで韓国経済が低成長率に陥ったのは石油危機、アジア金融危機、グローバル通貨危機などの一時的要因によるものが中心でした。しかし、現在の低成長は輸出依存度の高い韓国の輸出が伸び悩んでいることも重要な要因と言えるでしょう。世界貿易はグローバル金融危機以後の09年から回復し、10年には22.1%、11年には19.7%伸びましたが、韓国の輸出は12年上半期(1~6月)でわずか1.7%の伸びに過ぎません。また製造業の生産は10年が16.8%増加したのに、11年には7.0%、そして12年1~8月では2.2%(7~9月期は前期比0.2%)に低下しました。しかも、急速な成長率の低下が話題となっています。

つまり、韓国経済が直面する年率2%台という低成長率は構造的なものではないかとの疑念を呼んでいるわけです。その背景には韓国経済の潜在成長率の低下が指摘されるでしょ

う。潜在成長率は生産性と労働人口の増加率によって決まってくるから、急速に少子化が進む中では特に生産性の成長率の引き上げが必要になってくるわけです。

これらの問題点をどうコントロールできるかが、韓国政府に問われていることは言うまでもないでしょう。しかし、中長期的に見ると、問題はこれらの点に限定されません。つまり、韓国経済がどの程度中長期的に生産性を引き上げ、強い経済力を生み出し、維持できるかが問われています。たとえば家計の債務をどれだけ減らせるかは、韓国企業が一人でも多くの人を雇用し、少しでも高い給料を払えるか、にかかっています。それにはたとえば、韓国経済の5分の1以上を生産する世界的な企業であるサムソンが本当に韓国経済に貢献し続けられるかです。サムソンはいまや世界的な企業であることは確かです。サムソンは企業業績でも突出しており、現代自動車と並んで、韓国経済をけん引する代表的な企業です。しかし、サムソンの方式はある意味で、かつてのソニーに類似しているようにみえます。あえて極端な単純化をすれば、その理由は以下の通りです。

独創的な技術開発、つまりイノベーションを引き起こすシリコンバレー型のベンチャー企業とは違って、政府の支援とともに多くの技術者を雇い、巨額の投資を行って、自らイノベーションを行わず、アメリカ発の独創的なイノベーションに技術改良を重ね、差別的な製品開発を行うわけです。しかし、世界で勝ち続けるには、様々な要因が必要となります。第1に、常に改良技術を生み出していく必要があることです。それはやがて同じような方式をより安価な賃金で実行できる企業が出てくれば、サムソンは脅かされることになるでしょう。ともかく先進技術を改良するだけでは世界のトップを維持することは難しいということです。そうなれば少数の企業への過度の依存は危険になります。企業の論理と社会の論理は異なるのですから。第2には、韓国企業には常にアメリカのSV型のベンチャー企業といったフロント・ランナーが必要でしょう。その存在が無ければ、改良すべき新規の技術を導入することはさえ不可能になるからです。

現在の韓国企業は基礎研究をほとんどせず、もっぱら効率的と称して、応用技術に頼る方式を採用しています。仮にその方式を採用し続けるとすれば、やがて改良する新規の技術は枯渇してしまうでしょう。長期的に、それを回避するには自ら基礎研究から初めて、イノベーションを起こす必要があるわけです。

具体的には、世界でトップの地位を維持し続けようと思えば、日本と同様、韓国自身でシリコンバレー型のベンチャービジネスを輩出することが必要なのですが、ここ数十年にわたって、シリコンバレー型のベンチャー企業を生み出し続けているのはアメリカだけです。そのアメリカも大変な努力と能力を傾注しているのですが、それは並大抵のことではなく、とうてい想像できる問題ではないでしょう(この点は、近く本研究所の *e-Journal* に発表予定の、筆者の「アジア社会と科学技術文明へのキャッチアップ：アジアにベンチャー企業が生まれぬ理由を考える 仮題」を参照)。これらができない限り、一時的に世界のトップに立つことができても、それを持続することはできず、デッドロックに陥る可能

性は否定できません。かつて日本の最盛期の技術を調査したアメリカの専門家によって、「日本の技術が危ない」と指摘されたように、「韓国の技術が危ない」状況になることはかなり明白と言っているでしょう。それゆえ、自らのイノベーションをいかに実現するかを考えないなら、その時点で、本当の意味で、韓国経済は現在の日本経済以上の長期停滞に陥り、ある種の危機的状況を迎える可能性があるのではないかと思います。

結びに代えて

以上で、少し長くなりましたが、韓国に再度金融危機が襲うか、という問題に対する筆者の考察をとりあえず終えたいと思います。この種の問題はそう簡単に答えが出るものではありません。もし答えが出れば、韓国政府は何もしないわけはないでしょう。問題は政府がどのように努力しても、結果的に生じてしまう問題を、政府や企業がどう把握し、その予防手段を講じることができるかでしょう。インターネット上を見ると、韓国経済に対する疑念とか明日にも金融危機が発生するかのよう、やや節操を欠いた意見が横行しています。危機はそれほど簡単に発生するはずはありませんし、韓国政府もどうすれば防止できるかについて、かなりの程度に認識しているでしょう。むろん、だからといって、大丈夫だ、大丈夫だ、と言って適切な手段を講じなければ、本当に危機はやってくるでしょう。それは長期停滞に悩む日本にとっても決して、他山の石ではないといえます。かつて、スペインの哲学者オルテガ・イ・ガセットが指摘したように、危機は2つの選択肢のどちらを取ればいいのか選択できずに迷っている状態だという指摘があります。その意味では、今後、日本も含めてアジア諸国の多くは将来を見据えた政治や経済の運営が必要であり、それを怠れば日本のように、長期的に停滞した状況に陥る可能性は決して低くはありません。50~60年代の日本経済や60~70年代の韓国経済の高度成長がなぜ実現できたのかの理由や背景要因を改めて考え直す時といえるでしょう。

いまや韓国の金融危機と同時に日本の経済危機をも論じることこそ、両国にとって意味あることといえるでしょう。アジアを代表する両国の政府に、さらには両国の企業や国民に適切な対応を心から期待したいと思います。