

韓国の為替介入政策とその問題点

山本 一 哉

1. はじめに

韓国通貨当局は、アジア通貨危機によるウォン暴落を受けて、1997年12月に変動制限幅を撤廃し、為替レート制度を自由変動為替レート制へ変更するとともに、資本・為替取引の自由化を積極的に進めた¹。これにより、ウォン相場の変動性が高まる一方、経常収支の黒字や外国人証券投資資金の流入拡大などを背景に、2002

年から急激なウォン高が始まった(図1)。このウォン高は、米サブプライム・ローン問題が表面化する2007年夏まで約6年間に渡って続いた。この間、ウォン高による輸出の減少や景気低迷を懸念する通貨当局は、外国為替市場への大規模なウォン売り・ドル買い介入を繰り返し実施した。この結果、本稿で考察する外国為替平衡基金の債務残高の増大(=国家債務の増大)や韓国銀行の収支悪化など多くの問題が発生した。

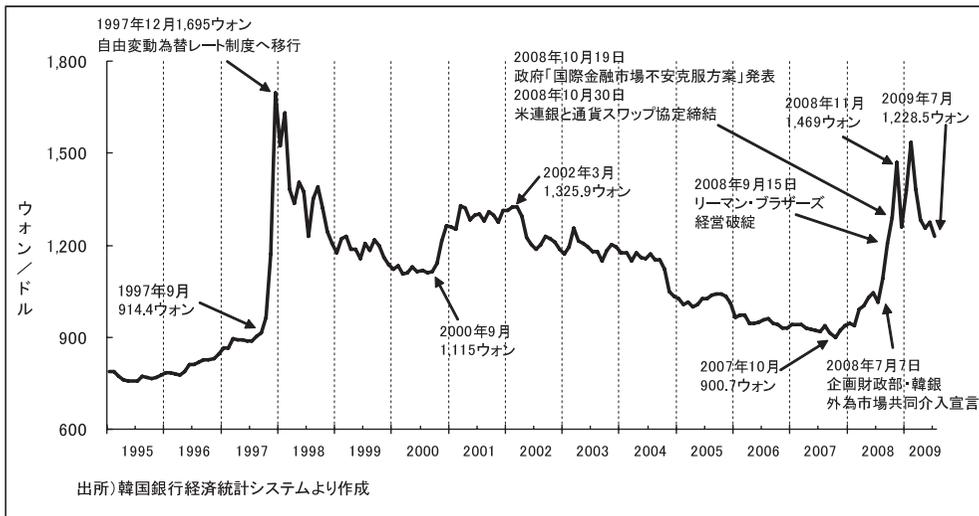


図1 ウォン対為替ドルレート(月末値)の推移(1995/1~2009/7)

¹ 韓国の為替制度は、1974年12月から実質的な対ドル固定相場制(1ドル=484ウォン)であったが、1980年1月に1ドル=580ウォンへ切り下げ実施後、管理フロート制の一種である複数通貨バスケットペッグ制(multiple-basket pegged rate system)へ移行した。そして、1990年3月、複数通貨バスケットペッグ制から市場平均為替レート制(market average system)へ移行した。市場平均為替レート制において、為替レートは基本的に外国為替市場での需給バランスによって決定されることになっていたが、1日に認められる変動幅が制限されていた。当初、変動幅は±0.4%に制限されていたが、徐々に緩和され、1991年9月に±0.6%、92年7月に±0.8%、93年10月に±1.0%、94年11月に1.5%、95年12月に±2.25%まで拡大された。そして、1997年11月、通貨危機によるウォン暴落を受けて、韓国政府は、ウォンの対ドル為替レート変動制限幅を±10.0%まで拡大した。通貨危機以降の韓国における為替制度の変更及び資本・為替取引の自由化とウォン相場変動の関係については、山本(2009)を参照のこと。

また、2008年9月のリーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) 破綻を契機としたウォン暴落と外貨流動性危機に対しては、ウォン買い・ドル売り介入と外貨流動性の緊急供給で対処した。この結果、外貨準備高が急激に減少し、韓国内では外貨準備不足論が高まっている。

本稿では、通貨危機後の韓国通貨当局 (企画財政部²・韓国銀行) による外国為替市場への介入とその問題点について考察する。構成は以下の通りである。まず第2節では、韓国における為替介入制度 (メカニズム) を整理した上で、主要先進国の制度との比較を通じてその特徴を明確にする。第3節では、韓国が行っている不胎化介入の政策効果について、先行研究にもとづき代表的な理論を紹介する。第4節では、2003年以降を中心に、韓国通貨当局が実施した為替介入について、その背景や実施状況について、外貨準備高の増減及び国会企画財政委員会資料等に基づいて分析する。第5節では、為替介入の結果生じた外国為替平衡基金の収支悪化及び債務残高の拡大や韓国銀行の収支悪化の問題を中心に、韓国の為替介入の問題点について考察する。第6節では、以上の考察を踏まえて、今後の韓国における為替介入政策について検討する。

2. 韓国の為替介入のメカニズム

2. 1. 為替介入の法律上の決定権限

まず、韓国における為替政策全般についてだが、「外国為替取引法」第4条 (対外取引の円滑化促進等) 第2項で、「企画財政部長官は安定した外国為替需給の基盤助成と外国為替市場の安定に努力するべきで、このための施策を講じなければならない」と規定されており、為替政策の決定・実施については政府 (企画財政部) が権限と責任を有している。ただし、「韓国銀行法」第83条で、「韓国銀行は政府の為替レート政策、外国為替銀行の外貨与・受信業務及び外国為替買入・売却超過額の限度設定に関する政策に対し協議する機能を遂行する」と定められており、為替政策については、政府 (企画財政部) と韓国銀行が協力して遂行することが求められている。

ソウル外国為替市場では、1997年12月に自由変動為替レート制へ移行して以降、為替レートの決定は基本的に市場の需給関係に任せられているが、短期的に大きく為替レートが変動する場合には、通貨当局 (企画財政部・韓国銀行) が、口先介入³と実際的为替取引を伴う外国為替市場への介入 (いわゆる、Smoothing Operation) を実施している⁴。為替介入は一般的に

² 2008年2月末、財政経済部と企画予算処が統合し、企画財政部となった。

³ 通貨当局高官が、実際的为替売買を行わずに、発言によって、為替レートに関する政府の認識や政策の方向性を市場に伝えることによって為替レートに影響を与えようとする行為であり、韓国では頻繁に行われている。

⁴ IMFの最新 (2008.4.30) の為替レート制度分類 (De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks) によると、韓国では通貨当局による為替介入が頻繁に実施されているにもかかわらず、韓国の為替制度は最も自由度の高い「独立した変動相場制 (independently floating)」に分類されている。IMFは、加盟国に対し、やむを得ない場合の為替介入を認めているが、「加盟国の政策に対する国別サーベイランスに関する決定 (2007年6月15日理事会決定)」により、為替政策の実施において、以下の四原則の遵守を義務づけている (<http://www.imf.org/external/japanese/np/sec/pn/2007/pn0769j.pdf>)。 (A) 加盟国は、国際収支の効果的な調整を妨げるため又は他の加盟国に対し不公正な競争上の優位を得るために為替相場又は国際通貨制度を操作することを回避する、 (B) 加盟国は、とりわけ自国通貨の為替相場における短期の不規則な変動を特徴とするような無秩序な状況に対応するため、必要であれば為替市場に介入すべきである (下線は筆者による)、 (C) 加盟国はその介入政策において、介入する通貨の国の利益を含む他の加盟国の利益を考慮しなくてはならない、 (D) 加盟国は、対外不安定性をもたらす為替相場政策を回避すべきである。

直物市場で行われるが、2003～2004年や2008年には派生金融商品市場（NDF：Non-Deliverable Forward市場）でも実施された。

為替介入については、「外国為替取引規程」第2-16条（韓国銀行の外国為替市場介入及び保有外国為替の運用）において、「韓国銀行総裁は外国為替市場の安定のために必要だと認められる時には韓国銀行及び外国為替平衡基金の資金で外国為替市場に介入する」と定められており、法律上は、政府（企画財政部）だけでなく韓国銀行も独自に為替介入を行えることになっている。ただし、同条には、「企画財政部長官は外国為替市場介入外貨資金の調達及び運用に対し必要な指示ができる」との規定もあり、企画財政部には韓国銀行に対する指示権限がある。以上のように、法律上は政府（企画財政部）と韓国銀行の両方に介入権限が認められているが、政府及び韓国銀行高官、市場関係者の発言や新聞報道等から判断すると、為替介入政策に関する実質的な主導権（決定権）は、政府（企画財政部）側にある⁵。韓国銀行が為替介入する場合は、独自の判断ではなく、政府（企画財政部）の指示（依頼）か、協議のもとで行われている。しかし、韓国銀行としては現状に不満であり、為替介入は極力控えて、介入実施の際には、政

府（企画財政部）と韓国銀行のより密接な協議が必要と考えているようだ⁶。というのも、為替介入は韓国銀行が担当する金融政策と密接な関係がある（将来的な金融政策の方向性を示すシグナルとしての役割も果たす）からだ。

2. 2. 韓国における為替介入のメカニズム

先に述べたように、韓国では政府（企画財政部）と韓国銀行の両方が為替介入を行うことができる。以下では、ウォン売り・ドル買い介入とウォン買い・ドル売り介入に分けて、韓国における為替介入制度（メカニズム）について説明する⁷。

（ウォン売り・ドル買い介入）

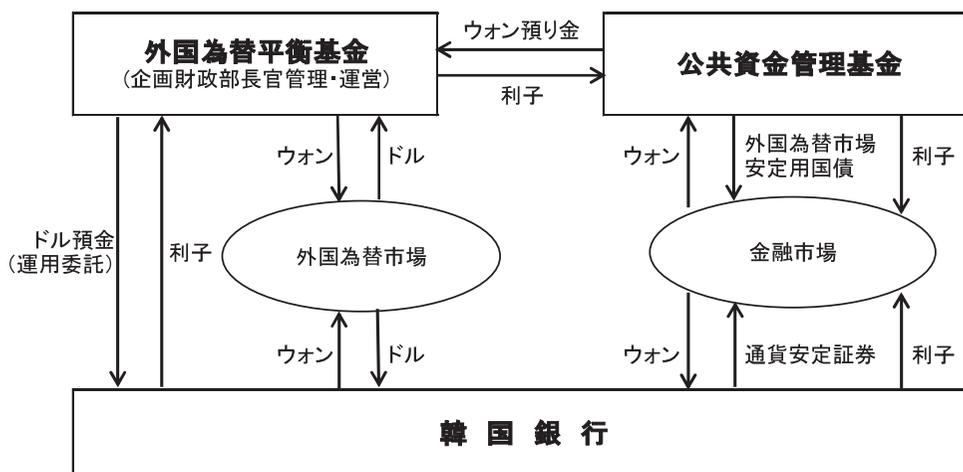
急激なウォン高・ドル安が進む場合、通貨当局は、ウォン売り・ドル買い介入を行う。以下、図2にもとづいて、政府（企画財政部）と韓国銀行による為替介入について説明する。まず政府（企画財政部）による介入だが、同介入は企画財政部長官が管理・運営する外国為替平衡基金を用いて行われている。外国為替平衡基金は日本の外国為替特別会計に相当する為替介入資金の調達・運用を専門に行う特別会計である⁸。政府（企画財政部）は、公共資金管理基金を通

⁵ 為替介入における政府（企画財政部）と韓国銀行の役割と権限については、김대식・조경문(2001)が詳しい。召・丕も、法律上の規定にもかかわらず、為替介入政策に対して主導的権限を行使してきたのは財政経済部長官（現企画財政部長官）であると指摘している。

⁶ 例えば、韓国銀行国際局外国為替市場チーム所属（2005年7月時点）の李承昊は、「主要国の為替政策遂行および介入費用分担体系」（李承昊2005）と題するレポートにおいて、日本を除く主要国で中央銀行が独自の為替介入権限を有していること、また為替介入は物価安定目標の達成のための広義の金融政策の遂行手段であることを指摘した上で、為替介入に関してより緊密で体系的な政策協議が必要であると主張している。

⁷ 韓国の為替介入制度（メカニズム）については、김대식・조경문(2001)、李承昊(2005)、Rhee and Lee(2005)、국회예산정책처(2008a)が詳しい。

⁸ 外国為替平衡基金は外国為替市場と外国為替レートの安定を図ることを目的に「外国為替取引法」及び「国家財政法」に基づいて1967年3月30日に設置された。法律上の管理・運営は企画財政部長官が行うことになっているが、実際の事務は韓国銀行（総裁）に委託されている。外国為替平衡基金の設置・運用の詳細については、「外国為替取引法」第13条並びに「外国為替取引法施行令」第25条を参照のこと。



出所)国会予算政策処資料等をもとに作成

図2 韓国通貨当局による為替介入(ウォン売り・ドル買い介入)の仕組み

じて外国為替市場安定用国債を発行して介入資金(ウォン)を調達している⁹。この資金は国債発行を通じて調達した借金であり、元本および利子の返済が求められる。よって、ウォン売り・ドル買い介入を行えば行うほど、外国為替平衡基金の借金(=国家債務)が増大することになる。外国為替市場安定用国債の発行は厳しく制限されており、国家予算作成時に国会において会計年度内の発行限度額が決定される。調達されたウォンは、韓国銀行を通じて外国為替市場で売却され、代わりに外国為替平衡基金には購入したドルが入ることになる。このドルは、韓国銀行が保有する外貨とともに韓国の外貨準備を構成しており、運用は韓国銀行に委託され、主に米国財務省証券¹⁰等で運用されている¹¹。

次に、韓国銀行によるウォン売り・ドル買い介入だが、中央銀行としての発券力を利用して実施され(つまり自前のウォン資金)、公開市場操作(open market operation)によって不胎化されている。政府(企画財政部)による介入では、国債を発行していったん市場から吸い上げたウォンを市場に吐き出すので、基本的に市場の貨幣流通量は変化しないが、韓国銀行による介入の場合、貨幣流通量を増大させる。介入をそのまま放置すれば(不胎化しなければ)、物価の上昇を招きかねない。韓国では1998年4月から「インフレーション・ターゲティング(inflation targeting)制」¹²が導入されており、韓国銀行は物価(現在は消費者物価)上昇率が目標範囲内に収まるように金融政策を実施している。よって、韓国銀行は、自らが発券力を用い

⁹ 2003年10月までは、基金が独自にウォン建て外国為替平衡基金債券を発行していた。

¹⁰ 米国財務省資料によると、2009年5月末現在、韓国が保有する米国財務省証券は374億ドルで、世界第16位。

¹¹ 外貨運用の韓国銀行への委託については、「外国為替取引法」第13条第3項の規定による。

¹² 導入から2006年までは、コアインフレ率が物価安定目標値として利用されていたが、2007年より、消費者物価年平均上昇率に変更された。2007~09年の中期物価目標は3年平均で3.0±0.5%の範囲内と定められている。

表1 主要国における為替介入制度

	韓国	日本	米国	英国	ユーロエリア
介入の決定	政府<企画財政部>及び韓国銀行 ただし、政府に主導権。	政府<財務省(大臣)>	政府<財務省>及び連邦準備制度理事会(FRB) ただし、政府に優先権。	政府<大蔵省>及びイングランド銀行(BOE) ただし、BOEの介入は、金融政策目標達成に必要な場合に限定。	欧州中央銀行(ECB) 介入は、蔵相理事会が策定する一般的指示権と整合的であることが必要。ただし、一般的指針は、(1)ECBに諮問した後、決定されるほか、(2)物価の安定の目的を妨げるものであってはならないとされている。
介入実務の執行	韓国銀行	日本銀行	NY連邦準備銀行	BOE	ECB、各国中央銀行
介入勘定 (介入費用の負担)	政府<外国為替平衡基金(FEEF:Foreign Exchange Equalization Fund)>及び韓国銀行。	政府<外国為替資金特別会計(FEFS:Foreign Exchange Fund Special Account)>。	政府<為替安定化基金(ESF:Exchange Stabilization Fund)>及びFRB(通常、それぞれが介入金額を折半)。	政府<為替平衡勘定(EEA:Exchange Equalization account)>及びBOE。	ECB
介入情報の公開	非公開。	毎月、月次データを、四半期毎に実施の詳細データ(介入実施日、金額、売買通貨)を財務省のホームページ上で公表。	四半期毎に議会報告(Federal Reserve Bulletin)にも掲載。	月次ベースで大蔵省のホームページ上で公表。	非公開。

出所)日本銀行ホームページ「日本銀行における外国為替市場介入事務の概要」等を参考に作成

て為替介入を実施した場合、公開市場操作によって不胎化(介入によっていったん市場に吐き出したウォンを再び吸収)している。韓国の公開市場操作は、①韓国銀行自らが発行する通貨安定証券(MSBs: monetary stabilization bonds)¹³の発行、もしくは②国債、政府保証債及びMSBsの売買によって行われているが、不胎化は主に通貨安定証券(約8割が2年物)の発行により行われている¹⁴。ただし、通貨安定証券は韓国銀行の借金であり、利子を付けて返済する義務がある。よって、韓国銀行が発券力を用いて為替介入を行えば行うほど利払いが増大し、韓国銀行の財務状況を悪化させることになる。

(ウォン買い・ドル売り介入)

政府(企画財政部)及び韓国銀行がウォン買い・ドル売り介入する場合、介入資金(ドル)はそれぞれが保有する外貨準備が用いられる。また、政府(企画財政部)の場合、外国為替平衡基金において外貨(ドル)建て外国為替平衡基金債券を発行して介入のためのドル資金を調達することもできる。

次に、主要先進国における為替介入制度と比較しながら(表1)、韓国の介入メカニズムを再確認してみたい¹⁵。第一に、介入の決定権限についてだが、米国と英国(金融政策目標達成に必要な場合に限定)では、韓国同様、政府だけで

¹³ 通貨安定証券は、もともと国債市場が未発達な時代に公開市場操作を実施するために発行されたものであり、2週間物から2年物までである。同証券の発行額限度については、韓国銀行金融通貨委員会で3ヶ月毎に定められている。なおこれらの点を含めて、韓国銀行による金融政策の詳細については、Bank of Korea (2008)を参照のこと。

¹⁴ 日本の公開市場操作は、国内債券市場が発達しているため、日本銀行が金融機関を相手に主に国債(利付国債、割引短期国債及び政府短期証券)を売買することによって実施されている。

¹⁵ 李承昊(2005)は、韓国、米国、英国、日本、カナダの及びアジア主要国の為替介入政策の決定権限とその費用負担について比較研究している。また、新興市場国における為替介入の比較研究についてはBIS(ed.)(2005)がある。

なく中央銀行も介入を行うことができるのに対して、日本では政府<財務省(財務大臣)>¹⁶、ユーロでは欧州中央銀行のみ介入することができる。日本を除く主要な先進国で、中央銀行に独自の為替介入権限が認められているのは、為替介入が金融政策目標(物価の安定)と密接に関係しているからであろう¹⁷。例えば、ウォン高・ドル安時に、ウォン売り・ドル買い介入を行えば、(不胎化しなければ)国内の貨幣供給量が増加し、物価が上昇するリスクがある。第二に、為替介入実務の執行(売買の発注等、実際の介入業務)についてだが、韓国を含むすべての国(地域)で、中央銀行が担当している。実際には、中央銀行が市中銀行や外国銀行の国内支店に委託して為替の売買を行っている。第三に、介入勘定(介入費用の負担)だが、日本、米国、英国の3カ国では、韓国と同様に為替介入のための資金の調達や管理を行う「基金(それと同様の会計もしくは勘定)」を設置している。日本では、介入資金(外貨を買うための円

資金)の調達は、「外国為替資金特別会計」¹⁸が債券(「政府短期証券(FB)」)を発行して調達している。米国では政府と連銀の折半で、英国では韓国と同様に、政府と中央銀行が、独自に自らの介入費用を負担している。最後に、ユーロエリアでは欧州中央銀行が介入費用を負担している。第4に、介入に関する情報公開についてだが、韓国とユーロエリアでは非公開で、日本及び英国では月次ベースで、米国では四半期毎に公表されている。日本でも従来介入に関する情報は非公開だったが、情報公開の流れから、現在では財務省のホームページ(「外国為替平衡操作の実施状況」)に、介入実施日、金額(円表示)、売買通貨が公表されている¹⁹。

3. 不胎化介入とその効果

為替介入の政策効果については、多くの理論的・実証的な研究が行われている²⁰。為替介入は、非不胎化介入と韓国通貨当局が行っている不胎化介入の2つに分けることができる²¹。前

¹⁶ 日本では、「外国為替及び外国貿易法」第7条第3項においては、「財務大臣は、対外支払手段の売買等所要の措置を講ずることにより、本邦通貨の外国為替相場の安定に努めるものとする」と規定されており、為替介入を含む為替政策の決定権限は政府<財務省(財務大臣)>にある。法律上、日本銀行は財務大臣の代理人として為替介入の実務を執行しているにすぎないが(日本銀行法第40条(外国為替の売買)第2項「日本銀行は、その行う外国為替の売買であって本邦通貨の外国為替相場の安定を目的とするものについては、第36条第1項の規程により国の事務の取扱いをする者として行うものとする」)、介入の実務部隊である財務省国際局が為替市場課と日本銀行金融市場局外国為替平衡操作担当は常に情報交換を行いながら介入の実施を決定している(介入実務の詳細については、日本銀行ホームページ「日本銀行における外国為替市場介入事務の概要<<http://www.boj.or.jp/type/exp/seisaku/expkainyu.htm>>」を参照のこと)。

¹⁷ この点については、李承昊(2005)を参照のこと。

¹⁸ 外国為替資金特別会計は、「政府が行う外国為替等の売買及びこれに伴う取引を円滑にするために外国為替資金を置き、その運営に関する経理を一般会計と区分して特別に行うため」、1951(昭和26)年に「外国為替資金特別会計法」に基づき設けられた。日本における為替介入制度については、渡瀬(2006)及び前掲、日本銀行「日本銀行における外国為替市場介入事務の概要」が詳しい。

¹⁹ 旧大蔵省が為替介入データを初めて公開したのが2001年7月で、その際、1991年4月から2001年3月までの10年間分の介入実績が公開された。

²⁰ 為替介入に関する研究を整理した代表的な業績ものとして、Sarno and Taylor(2001)がある。また特に、新興市場諸国の為替介入についての研究としては、Canales-Kriljenko(2003)、Canales-Kriljenko, Guimarães and Karacadağ(2003)、BIS(ed.)(2005)等がある。

²¹ 韓国の場合、韓国銀行による介入(介入実施後、通貨安定証券を発行してウォンを吸収)の方が典型的な不胎化介入だが、国債を発行して市場からいったん吸い上げたウォンを介入で吐き出す政府(企画財政部)が行う介入も実質的には不胎化介入である。

者については一定の政策効果が認められているが、後者については懐疑的な意見が多い²²。一般的に、不胎化介入の政策効果は、ポートフォリオ・バランス効果とシグナリング（もしくは期待）効果の2つに分けられる²³。ポートフォリオ・バランス効果は、国内資産と外国資産が非代替的であることを前提に、為替介入が民間部門の資産ポートフォリオを変化させることによって生じると考えられている。この点から、ポートフォリオ・バランス効果は、金融のグローバル化がより進んだ先進国より、新興国の方が大きいと考えられている。シグナリング効果は、国内資産と外国資産の代替性に関係なく、為替介入によって、市場関係者が将来的の金融政策に関する期待を変化させることによって発揮されると考えられている。よって、これに従えば、介入を実施する通貨当局に対する市場関係者の信頼性が重要となる。

外国為替市場が大きい先進国と小さい国とでは、同じ不胎化介入でもその政策効果は異なってくる。取引量が小さければ、同じ介入額でも、市場へ与える影響は大きくなることが予想される。この点を強調するのが、近年研究が進んで

いる第3の政策効果チャンネル、マイクロストラクチャー（microstructure）効果である²⁴。これは、“order flow”が為替レートに及ぼす影響に注目する理論である。近年、ソウル外国為替市場では、自由変動為替レート制への移行と資本・為替取引の自由化によって急速に取引量が拡大しているが、他の先進国と比べると、まだ市場は非常に小さい²⁵。よって、取引規模に対して介入規模が相対的に大きいことから、マイクロストラクチャー理論に従えば、日本などより韓国の為替介入はより政策効果が期待できることになる。

韓国では、為替介入に関するデータが一切公表されていないので、為替介入の政策効果（為替レート安定効果）を実証的に分析することは非常に難しい。口先介入を含む韓国通貨当局による為替介入を分析した実証研究はいくつかあるが、以上のような理由から説得的な実証結果が得られているとは言い難い²⁶。日本では、2001年7月に1991年4月以降に実施された介入データが公表されたことから、政府・日銀の為替介入について本格的な実証研究が進められており、一定の政策効果があることが確認されている²⁷。

²² ただし、Hutchison (2003) は、日銀の為替介入の実証分析をもとに、不胎化介入も短期的には介入効果があると主張している。

²³ 2つのチャンネルの詳細な説明については、Sarno and Taylor (2001), Ishii, Canales-Kriljenko, Guimarães and Karacadağ (2003), BIS (ed.) (2005), 谷内 (2008) を参照のこと。

²⁴ マイクロストラクチャー（order flow）理論については、Ishii, Canales-Kriljenko, Guimarães and Karacadağ (2003), BIS (ed.) (2005) を参照のこと。

²⁵ 2007年4月の1営業日平均取引額（直物取引、先物取引、外国為替スワップ）で見ると、ソウル外国為替市場は東京外国為替市場の約7分の1しかない（BIS, 2007）。ちなみに、2009年Q1のソウル外国取引市場の1日平均の直物取引額は124.8億ドル（2004年の平均は86.1億ドル）で、これに対して1日当たり為替介入規模は5～10億程度であると推定される。通貨危機後のソウル外国為替市場の量的・質的变化については山本 (2009) を参照のこと。

²⁶ 韓国通貨当局による為替介入の政策効果について分析した実証研究として、이영섭 (1997), 이승호・이영섭・최창규 (1998), 김태식・조경문 (2001), 柳相大 (2003), 김미진 (2006) などがある。また、通貨当局高官による口先介入についての研究として、강장구・박형진・변성섭 (2006) がある。

²⁷ 例えば、伊藤 (2000), Hutchison (2003), 広瀬 (2003), 齊藤他 (2004), 谷内 (2008)。

4. 韓国における為替介入の実態

4. 1. 2002～2007年のウォン高とウォン売り・ドル買い介入

4. 1. 1. 外貨準備増減から見た為替介入

韓国通貨当局（政府・韓国銀行）が為替介入を行っていることは間違いないが、一切介入についての情報が公開されていないため、介入の実態（実施日や金額、また政府と韓国銀行のどちらが介入を実施したか等）を正確に把握することはできない。このため、不正確だが、通貨当局者及び市場関係者の発言や外貨準備高の増減等で介入を推し量るしかない。

外貨準備高は、政府（外国為替平衡基金）と韓国銀行が保有する外貨資産で構成されており、毎月、前月末の外貨準備高がドル建てで発表される。表2にあるように、韓国の外貨準備は、その8～9割を韓国銀行が保有している²⁸。

通貨当局によるウォン売り・ドル買い介入は外貨準備高の増加要因となり、逆にウォン買い・ドル売り介入は減少要因となる。よって、外貨準備高の増減を見ることによって、為替介入の実態を推測することができる。しかし、この分析方法には問題がないわけではない。というのも、外貨準備高は介入以外にも以下のような様々な要因によって増減するからである。第一に、外貨資産の運用収益（利子収入及び売買益）<増

加要因>である。外貨資産運用益は、ドル建てに換算されるので、ウォン安・ドル高が進めば、より外貨準備高の増加に貢献することになる。第二に、ドル以外のユーロや円のドル換算額の増減<増減要因>である。韓国の外貨準備高の64.5%（2008年末）がドルで、残りはユーロ、円、金、SDRであるが、外貨準備高はドル建てに換算して発表される。よって、ドルの対ユーロ・円為替レートが減価すれば（つまりドル安が進めば）、計算上、ドル建ての外貨準備高は増加するし、逆は減少する。近年、韓国でも外貨準備構成通貨の多様化（分散化）が進んでおり、この傾向がより進めば、第二要因はより大きくなる。第三に、外国為替平衡基金によるドル建て外国為替平衡基金債券の発行・償還である<発行：増加要因、償還：減少要因>。第四に、2008年10月から実施されたような通貨当局による外貨流動性の市場供給である<供給：減少要因、回収：増加要因>。第五に、その他として、国民年金基金との通貨スワップ<ドル提供：減少要因、回収：増加要因>、IMFからの借入・償還<借入：増加要因、償還：減少要因>等を挙げることができる。以上、外貨準備高の増減が為替介入を推し量ることに限界があるが、それを踏まえた上で、外貨準備の増減と新聞等で報道された通貨当局者及び市場関係者の発言等を手がかりに、2002～2007年のウォン高

表2 外国為替平衡基金と韓国銀行が保有する外貨資産の推移

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
外貨準備(外貨資産)総額(A)*	962	1,028	1,214	1,554	1,991	2,104	2,390	2,622	2,012
外平債基金保有外貨資産(B)	115	104	145	255	359	463	571	651	166
(B)÷(A)(%)	12.0	10.1	11.9	16.4	18.0	22.0	23.9	24.8	8.3
韓国銀行保有外貨資産	847	925	1,070	1,298	1,632	1,641	1,819	1,971	1,846

出所) 国会財政経済委員会、国会予算政策処、財政経済部(現企画財政部)、韓国銀行資料等(一部筆者推計)
注) * 韓国銀行と外平基金が保有する外貨資産

²⁸ この点は日本と全く逆である。日本では外貨準備のほとんどを日本政府が保有している。

期に実施されたウォン売り・ドル買い介入の実態に迫ってみたい。

図3は、ウォンの対ドル為替レートと外貨準備高の対前月末増減を示したものである。まず確認したいのは、2002年から2007年まで約6年間もウォン高・ドル安が続いたことである。2002年3月末（1ドル=1,325.9ウォン）から2007年10月末（1ドル=900.7ウォン）までの期

間で、ウォンはドルに対して約3割も増価した計算になる。特にウォン高・ドル安が進んだのが、2003～2004年の2年間であり、2004年7月末（1ドル=1,170ウォン）から翌年2月末（1ドル=1,006ウォン）までの7ヶ月間でウォンはドルに対して約14%も増価した。次に、外貨準備高の動きを見ると、やはり急激なウォン高・ドル安が進んだ2003～2004年に増

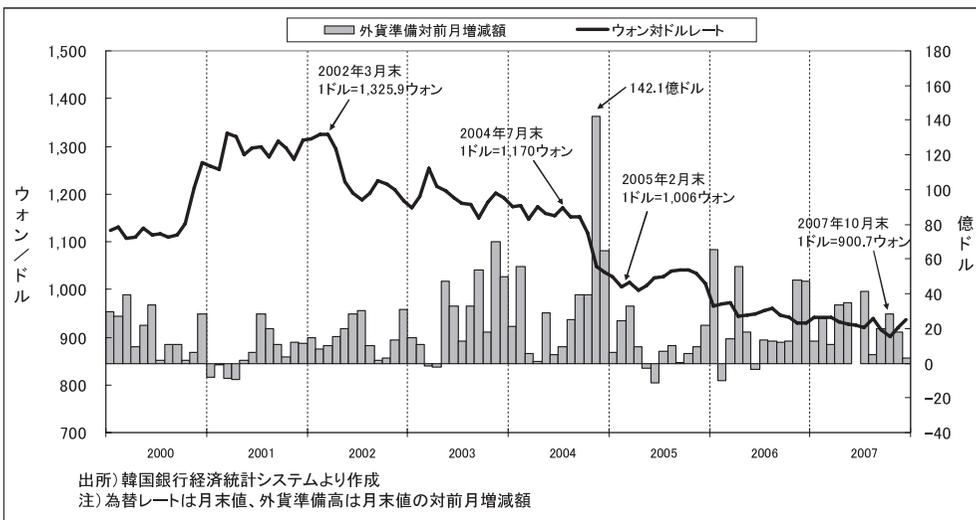


図3 ウォン対ドル為替レートの変動と外貨準備高の増減（2000/1～2007/12）

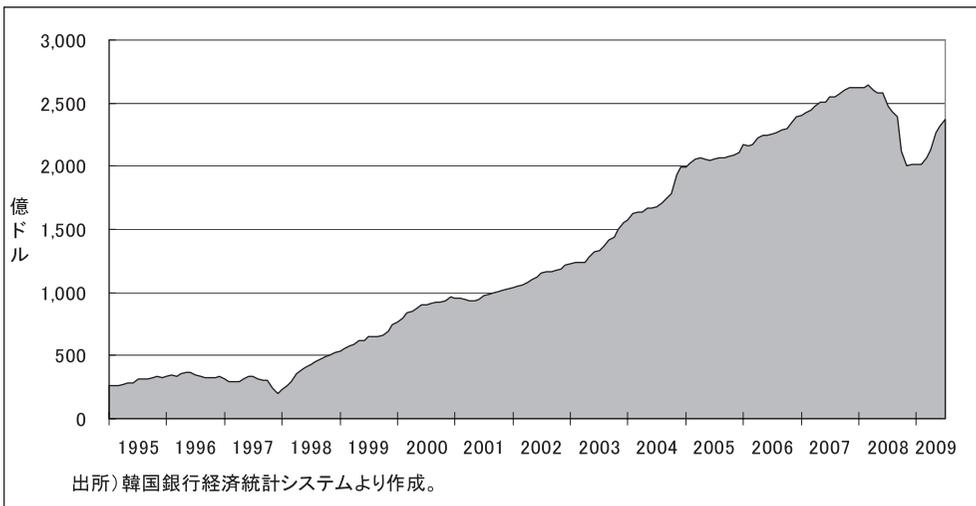


図4 韓国の外貨準備高（月末値）の推移（1995/1～2009/7）

加月が多くなっており、ウォン売り・ドル買い介入が頻繁に実施されたことが推測される²⁹⁻³⁰。この結果、2003年の外貨準備高は1年間で324.5億ドル、2004年には416.2億ドルも増加した。

2005年はそれほど大きな外貨準備高の増減はないが、2006～2007年には、再び増加傾向が見られ、積極的な介入を推測させる。図4にあるように、外貨準備高は、通貨危機に陥った1997年末には204.1億ドルまで落ち込んだが、ウォン高に伴うウォン売り・ドル買い介入により、10年後の2007年末には約13倍の2,622億ドル(2,418億ドル増)まで増加した。

4. 1. 2. 外国為替平衡基金決算（検討報告書）から見た為替介入

毎年、国会企画財政委員会（旧財政経済委員会）は、外国為替平衡基金決算に関する検討報告書を発表しており、同報告書では通貨当局による為替介入の分析や問題点の指摘が行われている。この基金決算検討報告書を見ることによって、毎年の韓国の為替介入政策を読み取ることができる。ただし、基金資金を使って為替介入をしているのは2つの介入主体のうち政府（企画財政部）のみなので、発券力と自前の外貨準備（ドル）を利用する韓国銀行の介入までは捉えることはできない。

政府（企画財政部）は、ウォン売り・ドル買い介入の際は、公共資金管理基金を通じて外国為替市場安定用国債を発行して介入資金である

ウォンを調達し、ウォン買い・ドル売り介入の際は、手持ちの外貨準備を使用するか、外貨建て外国為替平衡基金債券を発行する。2003年10月までは、ウォンを調達する際も、独自にウォン建ての外国為替平衡基金債券を発行していたが、11月以降は調達金利を下げるために一般の国債と一緒に外国為替市場安定用国債を発行する方式に変更された（2003年10月まではウォン建て外国為替平衡基金債券を発行）。政府（企画財政部）によるウォン売り・ドル買い介入の実施状況については、このウォン建て外国為替市場安定用国債の発行状況を見ることによって推測することができる。ただし、毎年発行される債券には、償還分も含まれているので、介入状況を見るには新規発行（純増）額に注目する必要がある。

毎年の外国為替市場安定用国債の発行額については、国の予算作成の際に国会で上限が決定されている。ただし、会計年度中に行われたいにより発行枠が足りなくなった場合は、補正予算の形で発行上限額を引き上げることも可能である。

表3は、外国為替平衡基金による債券の発行状況を示したものである。以下、ウォン高が続いた2002～2007年に注目して介入の実態を探ってみたい。2002年における債券純増額は7兆1,500億ウォンで、2001年の3,000億ウォンと比べると大幅に増加している。強力な為替介入が開始された翌2003年の純増額は前年比8割増の12.8兆ウォンに達した。表3にあるように、

²⁹ ここで注意が必要なのは、この時期、ドルはウォンだけでなくユーロや円に対しても大幅に減価しており、このことも外貨準備高の増加に大きく影響した可能性があることだ。先に指摘したように、ドル安が進めば、外貨準備として保有するユーロや円のドル換算額は膨らみ、結果として韓国の外貨準備高は増大する。

³⁰ 2003～2004年は急激な円高が進んだ時期でもあり、日本銀行は、2003年1月15日～2004年3月16日の14ヶ月間に、138回、総額35.3兆円のドル買い・円売り、ユーロ買い・円売り為替介入を行った。ただし、2004年3月16日に実施した378億円のドル買い・円売り介入を最後に5年以上為替介入を実施していない。このように、ここ数年、日銀が為替介入を控えている理由としては、米国を中心とした先進国からの介入に対する批判がある。

表3 外国為替平衡基金による債券発行

単位:10億ウォン												
	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ¹⁾	2004 ²⁾	2005	2006	2007	2008	2009 (計画)
外平債発行限度額(国会承認額)	40億ドル	5,850	7,000	6,300	7,500	14,000	20,000	23,050	21,200	19,100	22,760	34,400
ウォン建て ³⁾	-	5,850	7,000	6,300	7,500	12,600	18,600	21,900	20,200	19,100	21,840	26,600
外貨建て(ウォン換算額)	40億ドル	0	0	0	0	10億ドル (1,200)	10億ドル (1,200)	10億ドル (1,150)	10億ドル (1,000)	0	10億ドル (920)	60億ドル (7,800)
外平債発行額												
ウォン建て ³⁾	0	2,850	5,800	3,600	7,500	12,800	18,800	21,900	20,200	19,100	15,782	26,600
繰上発行額	300	550	3,600	3,300	350	-	1,450	6,900	9,200	8,100	9,755	18,800
新規発行(純増)額	△300	2,300	2,200	300	7,150	12,800	17,350	15,000	11,000	11,000	6,027	7,800
外貨建て ⁴⁾	40億ドル	0	0	0	0	10億ドル	10億ドル	10億ドル	10億ドル	0	30億ドル	60億ドル
外平債発行残高	8,825	10,724	13,387	13,960	20,652	33,441	51,219	67,070	78,554	89,744	93,983	110,361
ウォン建て外国為替平衡基金債券	3,900	6,200	8,400	8,700	15,900	23,700	22,200	15,300	8,100	3,000	0	0
外貨建て外国為替平衡基金債券 (ウォン建て換算額)	4,925	4,524	4,987	5,260	4,752	4,741	5,219	6,070	6,554	6,744	5,201	13,000
ウォン建て外為市場安定用国債 (公共資金管理基金からの預り金)	-	-	-	-	-	5,000	23,800	45,700	63,900	80,000	88,782	97,361

出所) 国会企画財政(旧財政経済)委員会、国会予算政策局及び財政経済部(現企画財政部)資料

注1)2003会計年度当初のウォン建て外平債発行限度額は3.8兆ウォンだったが、7月の第一次補正予算で7.8兆ウォンに、10月の第二次補正で12.8兆ウォンに引き上げた

注2)2004会計年度当初のウォン建て外国為替市場安定用国債発行限度額は7.8兆ウォンだったが、7月の補正予算で18.8兆ウォンに引き上げられた

注3)2002会計年度までは外国為替平衡基金債券のみ、2003年度は外平債及び外国為替市場安定用国債、2004年度以降は安定用国債のみ

注4)2003会計年度に外貨建て外平債を10億ドル償還、2006年度に外貨建て外平債を30億ドル償還

注5)2009会計年度のウォン建て外為市場安定用国債は当初32兆8,000億ウォンだったが、国家債務抑制のため2009年4月に26兆6,000億ウォン(純増発行:14兆-7.8兆)に減額された

注6)2009会計年度発行残高については、1ドル=1,300ウォンとして企画財政委員会資料をもとに筆者推計

2003年のウォン建て債券の発行限度は12.8兆ウォンとなっているが、当初限度額はわずか3.8兆ウォンだった。しかし、度重なる為替介入により、介入(ウォン)資金が底を突き、7月補正で発行限度を7.8兆まで引き上げ、さらに11月には、公共資金管理基金を通じて新たに外国為替市場安定用国債を5兆ウォン発行して資金を確保した。トータルで9兆ウォンの介入資金を追加したことになり、予想外の大規模介入が行われたことがわかる。

翌2004年も、純増額は17兆3,500億ウォンとさらに増加した。2004年のウォン建て債券の発行限度は18.8兆ウォンとなっているが、当初は7.8兆ウォンだったが、前年同様、介入により資金が不足し、7月補正で11兆ウォンも発行限度額が引き上げられた。しかし、10月以降の急激なウォン高に基金の介入資金はすぐに底を突いた。また翌11月には、政府(当時の財政経済部)が2003年末から2004年初めにかけて、NDF市場で為替介入を行い、多額の損失を基金にも

たらしたことが国会で厳しく追及されたこともあり³¹⁾、2004年末以降しばらく、政府(財政経済部)は基金資金を利用して為替介入を行うことが実質的に不可能となった。このような事態を象徴するのが、2004年11月25日に財政経済部(現企画財政部)長官が韓国銀行総裁に対して行った、「韓国銀行の発券力を利用した為替介入」の要請である³²⁾。つまり、「政府(財政経済部)はこれ以上為替介入できないので、後は韓国銀行にお願いします」ということである。

2005年は、基金の赤字拡大やNDF取引の失敗、ウォンの安定により、介入は抑制され、純増額も15兆ウォンまで減少した。また、2005年には、韓国の資本・為替政策に大きな動きがあった。同年6月、韓国政府は、海外直接・間接投資と海外不動産取得に関する自由化を中心とした「海外投資活性化方案」を発表し、翌7月には規制緩和措置を実行した³³⁾。この自由化措置は、韓国資本の海外流出を後押しするもので、従来

³¹⁾ 韓国銀行はNDF市場での為替介入実施に反対したと言われている。

³²⁾ これを契機に、為替介入政策の主導権が一時的に政府(財政経済部)から韓国銀行に移ったという見方もある。

³³⁾ この措置により、法人による海外直接投資の1件あたり上限額が撤廃され、また個人による住居用住宅取得の上限が30万ドルから50ドルに引き上げられた。

自由化措置からの大きな転換であった。韓国政府は、韓国からの海外投資を拡大させることによって外国為替市場の慢性的不均衡（ドルの超過供給）を解消し、ウォン高の是正を図ろうと考えたのである³⁴。

2006年以降は、国債の新規発行は抑えられ、償還が本格化した。

2002～2007年の6年間の債券純増額を合計すると74.3兆ウォンであり、これだけの資金が政府（企画財政部）による為替介入実施のために使用されたことになる。2008年末時点での債券の発行残高はドル建ても含めると約94兆ウォンで、2002年末（20.7兆ウォン）の4.6倍まで膨れあがってしまった。これはすべて国家債務である。

4. 2. リーマン・ショック後のウォン暴落とウォン買い・ドル売り介入並びに外貨流動性の供給

リーマン・ブラザーズの経営破綻（2008年9月）以降、世界的な信用収縮と国際金融市場の混乱、外国人証券投資資金の流出、経常収支の赤字、短期対外債務の増大、外貨準備の大幅な減少等、複合的な要因により、韓国経済は外貨流動性不足に陥り、外国為替市場も混乱し、ウォンは暴落し、不安定化していった。この事態に対して、韓国通貨当局は、積極的な為替介入（ウォン買い・ドル売り）と外貨流動性の供給で対応した。

4. 2. 1. 為替政策の転換—ウォン安放任から阻止へ、景気回復重視から物価安定重視へ
韓国政府（企画財政部）は、新政権誕生（2008年2月）当初、景気回復（経済成長）を優先し、ウォン安を放置していた³⁵。というのも、政府は、ウォン安が韓国企業の輸出収益を拡大させ、景気を回復させると考えていたからである。これに対して、韓国銀行は、物価安定の観点から、積極的な為替介入（ウォン買い・ドル売り）によるウォン安阻止を強く主張していたが、為替介入に関して実質的な決定権限を持つ韓国政府（企画財政部）は聞き入れようとはしなかった。図5にあるように、世界的な原油や穀物価格の高騰により、韓国内の消費者物価水準は、2007年後半から上昇し始め、2008に入ると、2007～2009年の物価安定目標である3.0%±0.5%を大きく上回る事態となった。韓国銀行は、この物価上昇を阻止するためにはウォン安の阻止が不可欠と考えていたのである。

2008年7月に入り、韓国の為替（介入）政策は大きな転換点をむかえた。長期化するウォン安と物価高騰を受けて、ついに韓国政府（企画財政部）は、為替（介入）政策をウォン安放任からウォン安阻止に切り替え、景気回復重視から物価安定重視に大きく舵を切った。7月2日には、推定で40～50億ドルの大規模なドル売り介入が行われたといわれている。また7日には、為替政策の転換を象徴する企画財政部と韓国銀行による外国為替市場共同介入宣言（「最近の外国為替市場動向に対する見解」）が発表され、為替市場安定のために両者が共同して積極的に

³⁴ ウォン高是正を狙った今回の海外投資拡大政策の実施については、朴海植(2005)、山本(2009)を参照のこと。

³⁵ 他国と比べて経済的な混乱が大きかった要因として、김필진・유승선・연호수(2008)は、海外借入の制約、経常収支の赤字、資本収支の赤字、外債構造の脆弱性（短期対外債務比率が高い）等を挙げている。

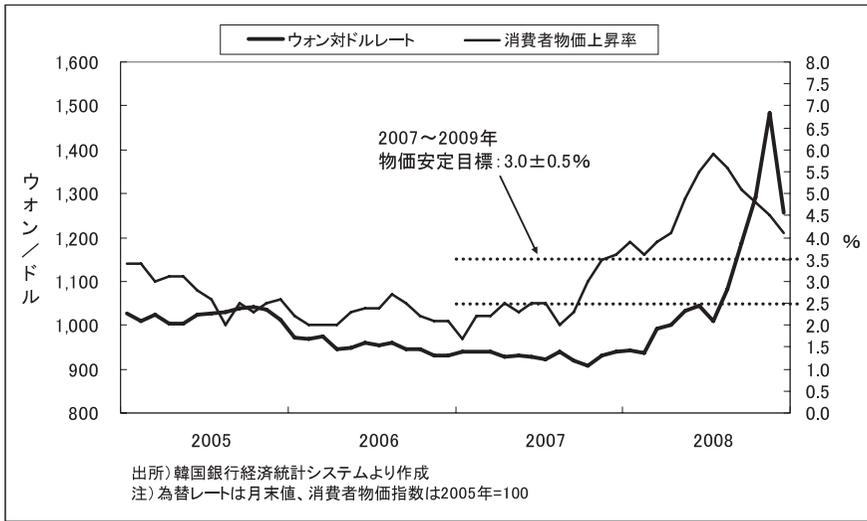


図5 ウォン安と物価上昇（2005～2008）

対応（外貨準備を動員して介入）していくことが確認された。これによって、韓国政府（企画財政部）と韓国銀行の対立は解消され、両者が協力して為替政策の遂行することが可能となった。この宣言は、市場では、実質的に企画財政部が為替政策（ウォン安政策）の失敗を認めたものと受け止められており、今後、為替政策の決定において韓国銀行の発言力が増すのではないかとの見方もある³⁶。共同宣言直後から、さっそく大規模な為替介入が実施され、7月8～9日の2日間に、50～70億ドル規模のドル売り・ウォン買い介入が実施されたと見られており、最終的に7月1ヶ月間で約120億ドルの介入がされたと推計されている。この積極的な為替介入の結果、7月末の外貨準備高は、前月比で△105.8億ドルと大きく減少した。

次節で詳しく述べるが、為替介入と外貨流動性供給により急激に外貨準備を減少させた韓国

政府（企画財政部）は、ドルを節約しながら効果的にウォンの安定を図るために、NDF市場を通じた介入を実施し、外国為替平衡基金に多額の損失を生じさせたことが最近明らかになった。

4. 2. 2. リーマン・ショックと外貨流動性供給対策

韓国通貨当局（政府・韓国銀行）は、リーマン・ショック以降のウォン暴落と外貨流動性危機に対して、外国為替市場でのドル売り・ウォン買い介入に加え、スワップ取引等を利用した外貨流動性の市場供給で対応した。

以下では、2008年10月以降に実施された、通貨当局（政府・韓国銀行）による外貨流動性供給について詳しく紹介したい³⁷。まず政府は、10月19日、1,000億ドルを上限とする銀行の対外債務に対する政府保証（3年間）の設定や銀行への300億ドルの追加供給を柱とする「国際

³⁶ 政府は、企画財政部の為替政策の実質的な責任者であった第1次官を更迭した。

³⁷ 今回の外貨流動性危機克服のために実施された施策の詳細については、韓国銀行ホームページ「金融・外国為替市場安定のための韓国銀行の政策対応」を参照のこと。

表4 韓国銀行及び政府による外貨流動性供給（2009年8月6日現在）

単位:億ドル					
	供給方法	計画(A)	供給実績(B)	B-A	回収額
韓国銀行	競争入札方式スワップ取引 (2008.10.21?12.16日、7回)	100	102.7	2.7	102.7
	輸出為替手形担保貸出 (2008.12.27?09.1.20日、5回)	100	1.5	△ 98.5	1.5
	米連銀通貨スワップ資金外貨貸出 ¹⁾ (2008.12.10?09.2.25日、7回)	300	163.5	△ 136.5	83.5
	小計	500	267.7	△ 232.3	187.7
政府 ²⁾³⁾	スワップ市場外貨供給	100	97	△ 3.0	254.3
	輸出為替手形再割引	50	108	58.0	
	輸出入資金支援	60		△ 60.0	
	競争入札方式外貨貸出	140	92	△ 48.0	
	小計	350	297	△ 53.0	254.3
合計		850	564.7	△ 285.3	442

出所)韓国銀行及び企画財政部資料、新聞報道

注1)米連銀とのスワップ資金のため韓国の外貨準備高には影響しない
 注2)資金源は、外国為替平衡基金が保有する外貨資産である一部筆者推計
 注3)政府による供給実績及び回収額については、一部筆者推計による

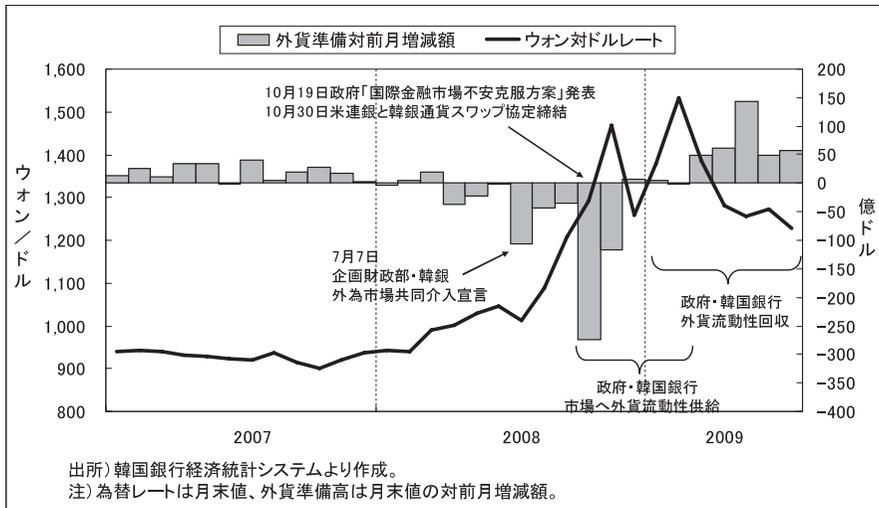


図6 ウォン対ドル為替レートの変動と外貨準備残高の増減（2007/1～2009/7）

金融市場不安克服方案」を発表した。また、2008年10月30日には、韓国銀行が米連銀と最大300億ドルのスワップ協定³⁸を締結し、自前の外貨準備を減らすことなく外貨流動性の供給ができる体制を整えた。表4は、上記方案やスワッ

プ協定に基づいて、2008年10月以降に実施された外貨流動性供給をまとめたものである。2009年8月6日現在で、韓国銀行と政府（外国為替平衡基金）から総額で約565億ドルの外貨流動性が市場に供給された。まず韓国銀行だが、競

³⁸ 米連銀とのスワップ協定期間は当初2009年4月30日だったが、2009年2月3日に同年10月30日まで6ヶ月延長された。また韓国銀行は米国の他に、2008年12月12日に中国人民銀行と1,800億中国元/38億ウォンの通貨スワップ協定を締結する一方、日本銀行とはすでに締結済みの通貨スワップ協定（2009年3月31日に満期日を同年10月30日まで延長した）の上限額をドル換算で30億ドルから200億ドルへ引き上げた。

争入札方式スワップ取引で102.7億ドル、輸出為替手形担保貸出で1.5億ドル、米連銀通貨スワップ資金外貨貸出で163.5億ドル、計267.7億ドルを供給した。政府は、外国為替平衡基金保有の外貨資金から、スワップ市場外貨供給で97億ドル、輸出入銀行を通じた輸出為替手形再割引及び輸出入資金支援で合わせて108億ドル、競争入札方式外貨貸出で92億ドル、計297億ドルを供給した。これらの結果、政府・韓国銀行が保有する外貨準備高は、10月だけで274.2億ドルも減少した。翌11月にも117.5億ドルが減少し、同月末の外貨準備高は2,005億ドルまで落ち込んだ(図6)。

しかし、以上のような大規模な外貨流動性供給対策にもかかわらず、ウォンの下落は止まらず、2008年11月末には1ドル=1,469ウォン、2009年2月末には1,534ウォンまで下落した(図6)。ようやく3月以降になって、外貨流動性不足もほぼ解消し、外国為替市場は落ち着きを取り戻しつつあり、現在では逆にウォン高傾向にある。通貨当局が市場に供給した外貨流動性は2009年1月からすでに回収が始まっており、表5にあるように、8月6日現在で供給総額の約78%にあたる442億ドルが回収されたと推計される。以上のような資金回収の結果、2008年

11月末に2,005億ドルまで落ち込んだ外貨準備高は、2009年7月末には2,375億ドルまで回復した³⁹(図4, 6)。

5. 為替介入の拡大の問題点

5. 1. 為替介入の拡大と外国為替平衡基金の収支悪化

5. 1. 1. 為替介入と基金の赤字化

韓国政府による2002年以降のウォン売り・ドル買い介入の拡大は、外国為替平衡基金の収支を急速に悪化させた。基金収支の赤字拡大は、韓国通貨当局による為替政策(為替介入)への信頼性を損なうばかりか、国家債務を増大させ、将来的に増税等、国民の負担を増大させる危険性がある。

先に説明したように、政府(企画財政部)が為替介入を実施する場合、公共資金管理基金を通じて外国為替市場安定用国債を発行して調達した介入(ウォン)資金を外国為替市場で売却し、ドルを購入する。よって、ウォン売り・ドル買い介入が増えれば増えるほど、一方で国債(基金からの預り金)というウォン建て負債が増大し(その結果として利払いが増え)、他方で基金が保有する外貨資産(ドル)が増えるこ

表5 外国為替平衡基金の収支と累積純利益

単位: 10億ウォン

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
当期純利益	△ 1,058	△ 741	493	△ 161	△ 1,790	△ 382	△ 12,569	△ 3,449	△ 7,182	△ 333	15,192
為替評価損益	△ 820	△ 275	909	448	△ 899	365	△ 6,587	△ 2,524	△ 5,663	499	21,655
二次(金利差等)損益	△ 238	△ 466	△ 415	△ 609	△ 890	△ 746	△ 5,981	△ 925	△ 1,520	△ 832	△ 6,463
うち派生金融商品取引損益 ¹⁾	—	—	—	—	—	409	△ 4,509	462	△ 401	577	△ 4,452
年末累積余剰	△ 255	△ 996	△ 503	△ 663	△ 2,453	△ 2,835	△ 15,403	△ 18,852	△ 26,035	△ 26,367	△ 9,090 ²⁾
為替レート(ウォン/ドル、年末値)	1,204.0	1,138.0	1,264.5	1,314.4	1,186.2	1,192.6	1,035.1	1,011.6	929.8	936.1	1,259.5

出所) 国会企画財政(旧財政経済)委員会、国会予算政策処、財政経済部(現企画財政部)資料

注1) 派生金融商品取引損益 = (利子収入 + 評価益) - (利子支払い + 評価損)

注2) 2008年末累積余剰は△11兆1,752億ウォンだったが、政府による2兆852億ウォンの追加出資があったため9兆900億ウォンとなった

³⁹ 3月の外貨準備増加分には国民年金基金からのスワップ資金5億ドルの回収金があり、4月分には外国為替平衡基金による外貨建て債券発行による調達金4ドルが含まれている。

となる。この外貨資産（ドル）は韓国銀行に定期預金として預けられ、米国財務省証券を中心に運用されている。

表5は、外国為替平衡基金の収支状況の推移を示したものである。2003年、約0.8兆の赤字だった当期純利益が2004年には約12.6兆ウォンまで膨れあがった。2005年も約3.4兆ウォンの赤字、2006も7.2兆ウォンの赤字を記録し、基金の累積赤字額は2003年末の2.8兆ウォンから2006年末には約9倍の26兆ウォンまで膨れあがった。

ここ数年の基金の赤字拡大の要因は、第一に、ウォン高・ドル安に伴う為替評価損の拡大である⁴⁰。2002年から2007年まで6年間続いたウォン高・ドル安により、ほぼ毎年、評価損が生じている。特にウォン高・ドル安が激しかった2004年と2006年にはそれぞれ約6.6兆ウォンと約5.7兆ウォンの為替評価損が生じた。ここ数年のウォン売り・ドル買い介入の増大により、基金が保有する外貨資産が急増しており（2002年末：255億ドル→2007年末：651億ドル）、同程度のウォン高・ドル安でも、その結果生じる為替評価損はより大きくなっている。ただし、為替評価損は実現していない損失であり、為替事情が好転すれば（ウォン安・ドル高が進めば）、いっきに評価益に転じる可能性もある。第二に、

二次損失と呼ばれる、介入資金（ウォン）の調達コスト（ウォン建て外国為替平衡基金債券及び外国為替市場安定用国債の支払い金利）が韓国銀行に運用を委託している外貨資産の運用収益率（＝韓国銀行から支払われる定期預金の金利）を上回ることから生じる損失である。為替評価損と違って、実際生じた損失であり問題はより大きい。さらに問題なのは、表6からわかるように、逆ざや（ウォン調達金利＞外貨運用収益率）が恒常化しており、これが毎年の二次損失を発生させていると言うことだ。

2008年は約15.2兆ウォンという記録的な黒字を出し、累積赤字も前年比で約3分の1まで減少したが、その理由は皮肉なことにリーマン・ショックによるウォン安にある。2008年は約21.7兆ウォンという莫大な為替評価益が発生し、前年比7.8倍の約6.5兆ウォンに膨れあがった二次損失を差し引いても大きな黒字が残ることになった。莫大な二次損失が生じた原因は、ウォン安を食い止めるために政府（企画財政部）が実施したNDF市場への為替介入にある（この点については、次の5.1.2.で詳しく述べる）。

5.1.2. NDF市場での為替介入の失敗

外国為替平衡基金が2004年に△12.6兆ウォンも赤字を出した大きな要因の一つが、政府（財

表6 外国為替平衡基金の調達及び運用金利の推移

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
調達(外国為替市場安定用国債)金利(A)	10.54	9.45	8.03	7.05	5.71	5.08	4.82	4.85	4.88
運用(韓国銀行定期預金)金利*(B)	6.69	4.50	2.67	2.43	2.75	3.75	4.50	4.59	3.83
金利差(B-A)	△ 3.85	△ 4.95	△ 5.36	△ 4.62	△ 2.96	△ 1.33	△ 0.32	△ 0.26	△ 1.05

出所)国会企画財政(旧財政経済)委員会資料
注)*米国債2年物及び5年物の平均収益率

⁴⁰ 韓国の外国為替平衡基金に相当する日本の外国為替特別会計では、為替評価損益は外貨として保有している限り、現金の収納又は支払を伴わないので当期純利益の計算には算入せず、貸借対照表上で増価額を外国為替等評価益、減価額を外国為替等評価損として整理し、決算時に繰越経理している。

政経済部)が2003年末から2004年初旬にかけて実施した派生金融商品取引、より具体的に言えばNDF市場で行った為替介入(ウォン/ドルNDF買い)の失敗である。表5にあるように、2004年、NDF取引の失敗により約4.5兆ウォンの派生金融商品取引損失が発生した。政府(財政経済部)は損失の拡大を避けるため、一部の取引をロール・オーバーしたため、NDF取引介入を実施していない2005~2007年にも派生金融商品取引損益が生じている。NDF取引は、満期時に約束した為替レートと実際の為替レートの差額だけを米ドルで決済する取引のため、少ない介入資金で為替レートの安定化を図れるというメリットがあるが、ウォン/ドルNDF買いの場合、契約後、大幅なウォン高・ドル安が進めば大きな損失を生じることになる⁴¹。財政経済部がリスクの高いNDF市場に介入したのは、NDF取引を利用して為替差益を稼ぐ域外ファンドに対抗するためであった⁴²。また、満期時に約束した為替レートと実際の為替レートの差額だけを米ドルで決済されればよいNDF取引は、当時、介入資金(ウォン)不足(国債発行の上限)に苦しむ財政経済部にとって好都合だったのだ。

次に指摘しておきたいのは、15.2兆ウォンという記録的な黒字を出した2008年にも、2004年に匹敵する約4.5兆ウォンもの派生金融商品取引損失が生じている点である。2003~2004年に

おけるNDF取引の失敗により、国会を含め厳しい批判を受けたにもかかわらず、政府(企画財政部)は禁断の果実であるNDF取引(NDF市場での為替介入)に再び手を出したのである。ただし、前回(2003~2004年)はウォン/ドルNDF買いだったが、今回は逆のウォン/ドルNDF売りによる為替介入であった。NDF市場への介入の背景には、2008年中盤から実施した大規模なウォン買い・ドル売り介入により、外貨準備高が急激に減少したことがある。介入資金である外貨準備(ドル)を節約するのにNDF取引が好都合だったのである。しかし、結果的に、止まらぬウォン安・ドル高により、基金は△4.5兆ウォンもの損失を被ることになった。

5. 2. 外国為替平衡基金の収支悪化と国家債務の急増

韓国の国家債務は他のOECD諸国と比べると決して多いわけではないが、図7及び表7からわかるように、2003年以降、急激に増加している⁴³。2002年に133.6兆ウォンだった国家債務(地方債務を含む)が、6年後の2008年には174.7兆ウォン増の308.3兆ウォンまで膨れあがった。これに伴い国家債務の名目GDP比率も、同期間に18.5%から30.1%まで大幅に上昇した。国会予算政策処の推計では、2012年の国家債務は407.3兆ウォンまで増大することが予測されて

⁴¹ NDF市場への為替介入は、大きな損失につながるというリスク以外に以下のような問題点が指摘されている(제정경제위원회, 2005a)。第一に、派生金融商品取引(NDF)は、「外国為替取引法」の規定では、基金による資金の運用手段として認められていないのではないかという問題である。第二に、NDF購入を通じた為替介入は、外国為替市場安定用国債の発行限度額に対して事前に国会の承認を得るようにした趣旨を無力化してしまう恐れがあるという問題である。派生金融商品取引を利用した為替介入については、Ishii, Canales-Kriljenko, Guimaraes and Karacadağ (2003), pp.25-26も、問題点について指摘している。

⁴² 近年、NDF市場での投機的取引がソウル外国為替市場のウォン・ドル相場に大きな影響を与えるようになっている。この点については、山本(2009)を参照のこと。

⁴³ OECDのデータによると、韓国の2008年の対GDP財政赤字(general government gross financial liabilities)比率は25.2%で、28カ国中4番目に低い。ちなみに、OECD全体の比率は78.7%で、日本は172.1%であった。



図7 韓国の国家債務と外国為替平衡基金債務の推移

いる。

このような国家債務の急激な増大の要因は、公的資金国債転換による債務の発生と外国為替平衡基金による外国為替市場安定用国債発行の増加である⁴⁴。公的資金国債転換に伴う債務は、1997年末に韓国経済がアジア通貨・金融危機に陥った際に、金融機関救済のための資金捻出のために預金保険公社と資産管理公社が保証して発行した債券の一部を2003年から国債で借り換えたことにより発生したものである。表8は、国家債務を項目別に見たものだが、2008年の国家債務の16.0%を公的資金国債転換による債務が、30.5%を外国為替平衡基金の債務が占めており、両者を合わせると5割近くに達する。また、2003年から2008年までの6年間に国家債務は174.7兆ウォン増加したが、その増加分の42.0% (73.3兆ウォン) が外国為替平衡基金の

債務拡大によるものである。また、国会予算政策処は、2012年の基金債務は163.7兆ウォン (国家債務全体の40.2%) まで膨れあがると予測している。公的資金国債転換に伴う債務については、すでに償還計画が立てられており、2027年までに償還が完了することになっているが、外国為替平衡基金債務の返済計画については何も検討されていない。

以上のような点から、外国為替平衡基金による国債発行残高の急増を問題視する声に対して、政府は、基金債務は国民が税金で負担しなければならない赤字性債務ではなく、資産的な裏付けのある金融性債務なので憂慮する必要はないと反論している⁴⁵。つまり、ウォン売り・ドル買い介入のためにウォンで多額の借金 (外国為替市場安定用国債の発行) をしたが、その見返りとしてドルが資産として積み上げられており、

⁴⁴ 近年の国家債務の急激な拡大と外国為替平衡基金の債務拡大の関係を分析したものととして、국회예산정책처법(2007a), 국회예산정책처법(2008a), 국회예산정책처법(2008b), 국회예산정책처법(2008c) などがある。

⁴⁵ このような主張については、국회예산정책처법(2008a), pp.30-31を参照のこと。

表7 韓国国家債務の項目別変化

単位:兆ウォン、%

	1997		2002			2008			2012 ³⁾ (予測)
		構成比		構成比	97→02		構成比	02→08	
国家債務	60.3	100.0	133.6	100.0	33.6	308.3	100.0	174.7	407.3
赤字性債務	23.0	38.1	43.5	32.6	5.4	131.9	42.8	88.4	159.2
一般会計赤字保全	0.0	0.0	26.4	19.8	26.4	63.0	20.4	36.6	91.4
公的資金国債転換 ¹⁾	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	49.2	16.0	49.2	48.5
地方政府純債務	9.8	16.3	7.0	5.2	△ 2.8	10.4	3.4	3.4	19.3
その他	13.2	21.9	10.1	7.6	△ 3.1	9.3	3.0	△ 0.8	
金融性債務	37.3	61.9	90.2	67.5	42.0	176.4	57.2	86.2	176.4
外国為替平衡基金	4.2	7.0	20.7	15.5	16.5	94.0	30.5	73.3	163.7
国民住宅基金	16.6	27.5	34.0	25.4	17.4	45.2	14.7	11.2	55.4
その他 ²⁾	16.5	27.4	35.5	26.6	8.1	37.2	12.1	1.7	29.0

出所) 국회예산정책처법(2008a), p.27, 국회예산정책처법(2008b), p.170, 국회예산정책처법(2009), p.81
 注1) 通貨危機の際、金融機関救済のために預金保険公社及び資産管理公社が保証して発行した債券の借り換えのために公的資金償還基金が発行した国債残高
 注2) 主に財政投融资特別会計の債務
 注3) 2012年の数値は、2008年時点での国会予算政策処による予測値

表8 外国為替平衡基金の資産・負債残高状況

単位:兆ウォン

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
資産	14.5	13.7	18.4	31.0	38.7	49.9	54.1	64.8	86.2
韓国銀行定期預金 ¹⁾	14.1	13.7	17.4	30.8	37.5	46.9	53.1	60.9	20.9
有価証券	...	0.0	1.0	0.2	1.1	2.7	0.5	0.6	34.8
その他	...	0.1	0.1	0.0	0.1	0.4	0.5	3.2	30.5
負債	15.0	14.4	20.9	33.9	54.1	68.8	80.1	91.1	96.0
ウォン建て外平債	8.4	8.7	15.8	23.6	22.2	15.3	8.1	3.0	0.0
外貨建て外平債(ウォン換算)	5.0	5.3	4.8	4.8	5.2	6.0	6.5	6.7	5.2
ウォン建て外為市場安定用国債 (公共資金管理基金からの預り金)	—	—	—	5.0	23.8	45.7	63.9	80.0	88.8
その他	1.6	0.4	0.3	0.5	2.9	1.8	1.6	1.4	2.0
利益剰余金	△ 0.5	△ 0.7	△ 2.5	△ 2.8	△ 15.4	△ 18.9	△ 26.0	△ 26.4	△ 9.1

出所) 国会企画財政(旧財政経済)委員会及び国会予算政策処資料
 注1) 外平基金が韓国銀行に運用を委託している外貨資産(外貨準備)
 注2) ...は不明

同資産を売却すれば債務を償還できるというわけである。しかし、表8にあるように、2008年末時点で、基金の負債が96兆ウォンあるのに対して、資産は86.2兆ウォンしかない。仮にすべての資産を売却しても9.1兆ウォン不足することになる。当然、不足する部分は国民が税金で負担しなければならない。

5. 2. 韓国銀行による通貨安定証券発行の増大と収支バランスの悪化

韓国の為替介入(ウォン売り・ドル買い介入)

の拡大は、外国為替平衡基金の収支を赤字化させ、国家財政の健全性を脅かすだけでなく、韓国銀行の収支バランスを悪化させ、中央銀行としての独立性、信頼性の低下や金融政策の硬直化、独立性の低下を招く危険性がある⁴⁶⁾。

まず、表9で韓国銀行の収支構造の変化を確認しておきたい。当期純利益を見ると、2003までは黒字であったが、2004年には1,502億ウォンの赤字に陥り、以降、2007年まで4年連続で赤字を記録した。発券力を有する中央銀行が赤字化するのは大変珍しいことである。表10にあ

⁴⁶⁾ 김대식・조경문(2001), 李承昊(2005), 감미진(2006)などもこの問題点を指摘している。

表9 韓国銀行の収支状況

単位:億ウォン

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
営業収益	114,089	101,130	88,097	125,488	103,718	96,023	79,337	74,245	101,830	135,899	202,783
有価証券金利	29,923	36,570	49,201	59,793	61,358	58,738	58,044	53,036	71,266	97,207	120,725
有価証券売買益	58,177	22,188	4,935	20,599	21,787	26,371	10,552	7,191	5,646	8,998	29,743
その他	25,989	42,372	33,961	45,096	20,573	10,914	10,741	14,018	24,918	29,694	52,315
営業費用	86,866	56,505	66,950	64,245	62,232	64,049	78,988	93,437	119,451	140,811	169,157
通貨安定証券金利	48,412	37,992	46,657	48,730	48,048	49,631	55,844	61,440	68,063	74,781	71,998
預金金利	4,830	5,905	8,315	6,274	4,295	4,797	9,896	15,664	23,379	26,441	21,184
その他	33,624	12,608	11,978	9,241	9,889	9,621	13,248	16,333	28,009	39,589	75,975
当期純利益	16,619	12,660	14,834	42,143	29,368	21,750	△ 1,502	△ 18,776	△ 17,597	△ 4,447	34,029

出所)韓国銀行『年次報告』各年版

表10 韓国銀行の利益余剰金の処理

単位:億ウォン

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
当期純利益	42,143	29,368	21,750	△ 1,502	△ 18,776	△ 17,597	△ 4,447	34,029
利益余剰金・欠損金処理額	42,143	29,368	21,750	△ 1,502	△ 18,776	△ 17,597	△ 4,447	34,029
法定積立金	4,214	2,937	2,175	—	—	△ 1,790	△ 4,447	3,403
任意積立金	308	924	804	△ 1,502	△ 18,776	△ 15,807	—	15,626
政府歳入納付	37,621	25,507	18,771	—	—	—	—	15,000
積立金残高	54,564	57,501	59,676	57,074	37,748	19,973	14,926	33,422
法定積立金	16,829	19,766	21,941	21,941	21,941	19,973	14,926	18,329
任意積立金	37,735	37,735	37,735	35,133	15,807	0	0	15,093

出所)韓国銀行『年次報告』各年版及び韓国銀行ホームページ
 注1)法定及び任意積立金のプラスは積み増し、マイナス(△)は取り崩しを意味する
 注2)2008会計年度については、純利益のうち533億ウォンを基金へ出資

るように、2003年までの黒字期には、韓国銀行は、余剰金をまず法定及び任意積立金⁴⁷⁾として積み立て、さらに残った資金を法人税等として韓国政府に納付していたが、2004年に赤字に転落して以降は積立金を取り崩して欠損金を処理し続けた。欠損金が出た場合には、まず任意積立金で補填し、それでも足りない場合は法定準備金で補填し、さらに足りない場合は政府が税金によって補填するルールになっている⁴⁸⁾。韓国銀行は豊富な積立金を有しているに見えたが、2005年の△18,776億ウォン、2006年の△17,597億ウォンという2年連続の大幅な赤字により、

2006年に任意積立金は底を突き、2007年には法定準備金も空になるのではと危惧された。政府からの補填ともなれば、国民の負担が増えるという問題だけでなく、韓国銀行の政府からの独立性が脅かされる危険性がある。

以下、韓国銀行の収支構造を分析し、為替介入と赤字化の関係を明らかにするが、その前に指摘しておきたいのは、韓国銀行の当期純利益には、外国為替平衡基金勘定と違って、保有する外貨資産の外国為替評価損益が反映されていないことである。外国為替評価損益は、損益計算書には記載されず、貸借対照表の「外国為替

⁴⁷⁾ 韓国銀行法第93条(利益金処分)において、「韓国銀行は毎会計年度ごとに決算上純利益を資産の減価償却に充当した後残りがある時には決算上純利益金の100分の10を毎年積み立てなければならない。韓国銀行は決算上純利益金を第1項の規定によって積み立てた後残りがある時には政府の承認を得て、これを特定の目的のために積立金で積み立てることができる。韓国銀行は決算上純利益金を第1項及び第2項の規定によって処理した後残りがある時にはこれを政府に歳入として納付しなければならない」と規定されている。

⁴⁸⁾ 韓国銀行法第100条(損失保全)において、「韓国銀行の会計年度において発生した損失は積立金で保全して、積立金が不足したときには予算会計法が定めるところによって政府が保全する」と規定されている。

評価調整金勘定」で処理され、繰越経理されている。

韓国銀行の主な収入源（全収益の7～8割）は、有価証券金利及び売買益などの外貨資産の運用益である。韓国銀行の主な資産は外貨建てであり、外国為替平衡基金から運用を委託された外貨資産と合せて、米国財務省証券等で運用している。営業費用の主な支出項目は、通貨安定証券の利払いと外国為替平衡基金から運用を委託された外貨資産に対する利払い⁴⁹の二つである。2004年以降の赤字化の要因は、通貨安定証券と外国為替平衡基金への利払いの急増である。

まず、通貨安定証券だが、先に述べたように、韓国銀行が基金資金でなく、自らの発券力を用いてウォン売り・ドル買い介入を行った場合、通常、自らの借金である通貨安定証券を発行して不胎化する。2004年は最もウォン高が激しかった時期であり、先に見たように、韓国銀行は政府（当時の財政経済部）からの依頼により、積極的にウォン売り・ドル買い介入を行い、通貨安定証券を発行して不胎化した。表11にあるように、2004年以降、通貨安定証券の発行が急増し、発行残高も2004～2007年の4年間で44.8兆ウォンも増大した。この結果、通貨安定証券の利払いが急増したというわけである。韓国銀行による不胎化介入の拡大は、このように収支を赤字化させるだけでなく、中央銀行としての適切な金融政策の運営をできなくさせる危険性もある（いわゆる金融政策の独立性の喪失）。

次に、外国為替平衡基金への利払いの急増だが、これも為替介入と密接に関連している。企

画財政部（基金）がウォン売り・ドル買い介入を行った場合、獲得したドルは韓国銀行に定期預金として預けられ、運用される。よって、為替介入が増えれば増えるほど、基金への利払いが増加することになる。確かに、運用すれば運用益が入るわけだから、その範囲内で韓国銀行が基金に対して金利を支払えば何の問題もないはずである。しかし韓国銀行は、基金に対して、実際は運用益以上の金利を支払っている。いわゆる逆ざや（支払い金利＞運用収益率）状態が恒常化しており、これが収支の悪化につながっている。運用収益率は常に変動するのに対して、基金への支払い金利は、「預けた時点での2年物及び5年物国債の平均収益率を適用する」⁵⁰ ことになっている。この点については、2009年6月に実施された韓国監査院による「韓国銀行機関運営監査」においても問題視され、企画財政部長官と韓国銀行総裁が協議し、基金へ支払う金利を実際の運用収益率に近づける（実質的に金利を下げる）など、利払いが韓国銀行の損益に影響を及ぼさないような利払い方式に改善するよう要請された⁵¹。しかし、基金への支払い金利を下げれば韓国銀行の収支問題は解決するかもしれないが、結果的に別の問題を引き起こしてしまう。というのも、基金も逆ざや（介入のためのウォン調達金利＞韓銀から受け取る運用収益率）が常態化しており、韓国銀行から支払われる金利が引き下げられると、基金の収支はより悪化することが予想される。こう考えると、韓国銀行がより外貨資産の運用を工夫し、収益率を上げることしかこの問題の根本的な解

⁴⁹ 預金金利のほとんどが基金への利払いである。

⁵⁰ 外国為替平衡基金運用業務取扱細則第4条の規定による。

⁵¹ 監査報告書は、2005～2007年において、基金への支払い金利に伴う損失が、韓国銀行全体の損失の平均34.2%を占めたと指摘している。

決にはつながらないことになる（韓国銀行による外貨資産の運用現状については、次の5.3.で詳しく述べる）。

以上のように、韓国銀行の赤字化は、中央銀行の独立性、信頼性や金融政策の独立性を損なう危険性がある。このようなことから、実質的に為替介入の決定権限がない韓国銀行が不胎化という尻ぬぐい（費用の負担）ばかりさせられている状況に対して批判的な意見もある⁵²。

幸い、2008年の韓国銀行の収支は2003年以来、5年ぶりに黒字に転換した。黒字化の要因は、第一に、主な収入源（7～8割）である有価証券金利及び売買益など外貨資産の運用益（ウォン換算額）が、ウォン安・ドル高（ウォンは34.5%減価）及び米国債の金利上昇により増加したこと、第二に、通貨安定証券の発行残高が減少し、利払いが減少したことがある。外貨資産の運用益増には、2007年から本格化した韓国銀行の積極的な外貨資産運用も多少は貢献しているかもしれない。しかし、この黒字が2009年以降も持続するかは不透明である。というのも、2008年の収入増に大きく貢献したウォン安・ドル高はすでに終了し、再びウォン高・ドル安傾向にあること、また大幅に減少していた通貨安定証券の発行が、2009年に入って、再び増加傾

向にあり、発行残高も急増しているからである⁵³。表11を見ると、2009年6月末時点の通貨安定証券の発行額はすでに昨年1年間の発行額を上回っており、残高も昨年末を38.8兆ウォンも上回っており、今後、利払いが再び増加することが危惧される。

5.3. 外貨準備保有高の増大と管理・運用問題

韓国の外貨準備高は、1997年末の通貨危機後から増加し始め、ウォン高に伴う通貨当局の為替介入（ウォン売り・ドル買い介入）の拡大によって急増し、2008年3月末には過去最高額の2,642億ドルを記録した。この急増には、運用益の増加やドル安（円、ユーロのドル換算額の増加）も影響しているが、最大の要因は為替介入（ウォン売り・ドル買い介入）である。リーマン・ショックにより、いったん外貨準備高は減少したが、その後再び増加し、2009年7月末現在、2,375億ドルである。

5.3.1. 適正外貨準備高を巡る議論と保有コスト問題

リーマン・ショックによる外貨流動性危機を経験した韓国では、現在、外貨準備高を増やすべきだという声が高まっている⁵⁴。しかし、外貨

表11 韓国銀行による通貨安定証券の発行

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009.6
新規発行額	364.3	70.2	98.8	78.0	69.8	91.7	134.8	165.1	150.0	156.7	151.4	181.6
発行残高	45.7	51.5	66.4	79.1	84.3	105.5	142.8	155.2	158.4	150.3	126.9	165.7

出所)韓国銀行「年次報告」各年版及び韓国銀行経済統計システム
注)2009年の発行額は1～6月の6ヶ月間、残高は6月末時点

⁵² 例えば、李承昊（2005）。

⁵³ 2009年に入ってから通貨安定証券の発行増は、韓国銀行によるウォン売り・ドル買い介入に伴う不胎化政策の結果ではなく、通常の金融政策運営の結果である。

⁵⁴ 例えば、李大基（2008）。なお、適正外貨準備高を巡る最近の議論については、韓国金融研究院ホームページ〈[http://www.kif.re.kr/KIF/Publication/MailDetView.aspx?NodeID=726&ControlNo=64008&MID=0922&email=\[email\]&mmode=8#64008](http://www.kif.re.kr/KIF/Publication/MailDetView.aspx?NodeID=726&ControlNo=64008&MID=0922&email=[email]&mmode=8#64008)〉を参照のこと。

準備高が急増している時期には、過剰保有であり、適正水準まで減らすべきだという、現在とまったく逆の意見が強かった。

確かに、リーマン・ショックのような外貨流動性危機に備えて、政府として一定の外貨準備を保有しておくことは必要だが、保有額の増大は以下に挙げるような多くの問題を伴う。第一に、ウォン高による為替評価損の増大である。先に述べたように、この為替評価損が外国為替平衡基金収支の赤字の最大要因となっている。また、韓国銀行の収支計算には入っていないが、当然、ウォン高が進めば韓銀が保有する外貨資産は目減りすることになる。第二に、為替介入による外貨準備の増大は、外国為替平衡基金の債務(=国家債務)の増大を伴っているという問題である。第三に、第二の問題とも関連するが、逆ざやによる金利コストの増大である。外国為替平衡基金では、介入資金(ウォン)の調達金利が常に外貨資産の運用収益率を上回っている。また、韓国銀行でも、基金へ支払う金利が外貨資産の運用収益率を上回っている。よって、外貨準備高が増えれば増えるほど基金と韓国銀行の逆ざや分の損失が拡大することになる。第四に、韓国銀行による通貨安定証券の発行である。不胎化介入によって外貨準備高を増やせば通貨安定証券の発行が増大し、韓国銀行に支払い金利コストの負担や政策運営上の制約を課すことになる。適正な外貨準備高水準を考える場合、以上のような保有増加に伴う問題(副作用)を考慮に入れておく必要がある。

以下では、まず韓国の外貨準備保有高の適正

水準について確認した上で、韓国銀行による外貨準備(外貨資産)の運用について検討したい⁵⁵。

5.3.2. 韓国の適正外貨準備高の推計

適正外貨準備高の判定基準としては、一般的に、①3ヶ月分の輸入額、②短期対外債務(もしくは流動外債)残高が使われている⁵⁶。表12は、これらの基準をもとに、韓国の適正外貨準備高が推計したものである。2009年7月末の外貨準備高は2,375億ドルなので、3ヶ月分輸入額(2009年Q2)の733億ドル、短期対外債務残高(2009年3月末)の1,481億ドル、流動外債残高(2009年3月末)の1,858億ドルを上回っている。ただし、3ヶ月分輸入額と流動外債残高を合わせると、2,591億ドルで、7月末の外貨準備高はこの約9割しかカバーできていないことになる。これを適正額と考えるならば、韓国の外貨準備高は200億ドル程度不足していることになる。また、3ヶ月分輸入額+流動外債残高では不十分で、外国人株式投資資金の3分の1相当額をプラスした約3,000億ドルを確保する必要があるという意見もある。この基準で

表12 韓国の適正外貨準備高の推計

単位: 億ドル, %	
①2009年7月末外貨準備高	2,375
②2009年4~6月(3ヶ月間の輸入額)	733
③2009年3月末短期対外債務残高(暫定値)	1,481
④2009年3月末流動外債*残高(暫定値)	1,858
①/②	324.1
②+③	2,214
①/(②+③)	107.3
②+④	2,591
①/(②+④)	91.7

出所)韓国銀行資料より計算
注) *流動外債=短期外債+長期外債中1年以内に満期到来分(推定値)

⁵⁵ 韓国の外貨準備高の適正水準や効率的な運用についての研究として、琴載明(2003), 한국채권연구원(2004), 윤덕룡·이영섭(2005)などがある。

⁵⁶ 適正外貨準備高を巡る近年の議論については、大谷・渡辺(2004), U.S. Department of the Treasury(2006), Russell and Torgerson(2006), 谷内(2008)等を参照のこと。

考えると、現在の外貨準備高は600億ドル程度不足しており、積み増しが必要ということになる。

5. 3. 3. 外貨準備（外貨資産）の効率的な管理・運用

外貨準備高を増やすにしても、現在の水準を維持するにしても、保有に伴う損失を最小限にとどめる必要がある。そのためにも、より収益性を高めるような外貨資産運用が求められる。

韓国政府及び韓国銀行が保有する外貨準備（外貨資産）は、韓国銀行がまとめて管理・運用している。近年、韓国銀行は、外貨準備を運用する上で、安全性と流動性を確保しながらも収益性を高める取り組みを積極的に行っている⁵⁷。

表13は、韓国銀行が管理・運用している外貨準備の資産構成（外貨資産の運用状況）を示したものである。韓国銀行は、保有外貨資産を流

動性資産、収益性資産、委託資産の3つに分けて、各資産別に運用目的や方針を差別化している⁵⁸。全体の18.1%を占める流動性資産は、日常的な対外支払い需要に備えて、主に米ドル短期資産で運用されている。76.1%と圧倒的に構成比が大きいのが収益性資産であり、流動性及び安全性を維持しながら、主要国の中長期債券などに分散投資されている。委託投資は、運用収益率を向上させるために会社債や住宅ローン担保付債券（MBS）を中心に運用されている。次に通貨別に見ると、約65%がドルでもっと多いが、近年、韓国銀行は、為替レートの変動による為替評価損を避けるためにユーロや円の保有割合を増やしている（ユーロ、円の保有率は非公開）。最後に商品別に見ると、9割以上が有価証券で、なかでも米国財務省証券等の政府債や政府機関債が約5割を占める。しかし、ここ数年、韓国銀行は収益性を重視し、政府債等

表13 韓国の外貨準備の資産構成

単位: 億ドル、%、%p

		2007年末(A)	2008年末(B)	増減(B-A)
外貨準備高		2,622	2,012	△ 610.0
1.資産別	流動性資産	11.6	18.1	6.5
	収益性資産	84.5	76.1	△ 8.4
	委託資産	3.9	5.8	1.9
2.通貨別	米ドル	64.6	64.5	△ 0.1
	その他	35.4	35.5	0.1
3.商品別	預金	7.4	8.4	1.0
	有価証券	92.6	91.6	△ 1.0
	政府債	35.5	31.8	△ 3.7
	政府機関債	28.8	22.4	△ 6.4
	会社債	15.4	16.9	1.5
	資産流動化証券	11.6	17.0	5.4
	株式*	1.3	3.5	2.2
合 計		100.0	100.0	

注) * 韓国投資公社(KIC)への委託資産中株式投資分
出所) 한국은행(2009a)、p.173

⁵⁷ 韓国銀行は、2005年5月、外貨準備の効率的な運用を目的に、「外貨資金運用システム（FROMs: foreign reserve operation & management system）」を稼働させた。このシステムは、資産運用、危険管理、成果評価、資金振替、会計処理業務を連携させ、外貨資産運用業務を一括、総合的に自動処理するものである。

⁵⁸ 韓国銀行の外貨準備の運用方針及び状況の詳細については、*Annual Report*（『年次報告』）を参照のこと。

での運用を減少させ、その分をよりリスクは高いが収益性が見込める会社債（金融債含む）、住宅ローン担保付債券（MBS）や資産担保証券（ABS）など資産流動化証券への投資を積極的に行いつつある⁵⁹。また、割合的にはまだ少ないが、韓国投資公社（KIC: Korea Investment Corporation）を通じて株式にも投資している。韓国投資公社は、2005年7月に政府の全額出資で設立された政府系投資会社で、韓国銀行及び政府（企画財政部）と資産委託契約を結び、2006年11月から本格的に200億ドルの外貨準備を国債や株式などで運用している⁶⁰。また韓国投資会社は、2008年2月から戦略的投資を開始し、米メリルリンチに20億ドルを投資したが失敗し、大きな損失を出すなど、期待された成果を出せていない⁶¹。

6. 終わりにかえて

本稿では、韓国における為替介入の制度・実態を考察した上で、それが引き起こした様々な問題について分析した。そして、その多くが、韓国の為替介入制度自体に内在する欠陥によって引き起こされた構造的な問題であることを明らかにした。今後、政府（企画財政部）と韓国

銀行は、両者の役割分担（介入の決定権限）や介入費用の負担を含めて、為替介入制度（メカニズム）の根本的な見直しが必要であろう。

韓国における為替介入の効果と費用（基金債務の増大や韓国銀行の赤字化）を考えた場合、為替介入はできるだけ最小限にとどめるべきであり、近年、韓国国内でもそのような意見が強まっている⁶²。また近年、IMFは加盟国の為替レート政策に対するサーベイランス（監視）を強化しており、過度な為替介入を行うと、国際社会から「為替操作国」との批判を受ける可能性がある⁶³。

2002～2007年の急激なウォン高期の混乱を見ても、今回のリーマン・ショックによる金融危機を見ても、韓国経済は、他の先進国やアジア諸国と比べて対外的なショックに脆弱であることは明らかである。このことから、まずは対外的なショックに強い経済体質を作るとともに、外国為替市場の不安定要因を取り除く努力が必要である。そのために必要な取り組みとして以下のような事項が挙げられる。第一に、政府は、国内の制度改革、適正なマクロ経済政策の運営、金融部門の管理・監視の強化、適正な外貨準備高の確保等を図るべきであろう。第二に、民間企業及び金融機関は、ウォン相場の変動に強い

⁵⁹ 2008年の政府債及び政府機関債の構成比が、2007年より大幅に低下し、逆に資産流動化証券が上昇しているのは、外貨流動性財源を確保するために大規模取引が容易な政府債及び政府機関債を売却したからである（Bank of Korea, *Annual Report 2008*）。

⁶⁰ 資本金は1千億ウォン。韓国銀行から170億ドル、企画財政部（外国為替平衡基金）から30億ドル、計200億ドルの運用委託を受けて業務を開始した。

⁶¹ 韓国投資公社の運用成績については、한국투자공사(2009)を参照のこと。運営が軌道に乗らない要因の一つとして、これまで独占的に外貨準備の運用を行ってきた韓国銀行との縄張り争いを指摘する声もある。

⁶² 例えば、李承昊(2005), 김미진(2006), 박혜식(2006), 李命錫(2008)など。

⁶³ IMF理事会は、2007年6月、「為替相場政策のサーベイランスに関する1977年の決定」に代えて「加盟国の政策に対する国別サーベイランスに関する決定」を新たに採択した。「2007理事会決定」によって、加盟国の為替レート政策に対する監視が強化された。また、米国財務省は、年二回、「1988年包括通商競争力法」にもとづき主要貿易相手国の為替政策について分析し、議会に報告書を提出しており、不公正な為替政策を行って米国に多大な損失をもたらしている国は「為替操作国」に指定され、制裁の対象となる。

経営体質を作っていくことが必要であろう。例えば、為替リスクヘッジの強化、市場の分散化、取引通貨のウォンへの切り替え、不良債権及び短期対外債務の縮小など。第三に、ウォン相場安定のために、ソウル外国為替市場の取引規模をより拡大する必要がある。ウォン相場が不安定な要因の一つとして、ソウル外国為替市場の取引量が小さいことが挙げられる。市場が小さいため、外国人証券投資資金の流出入に対して、通常より過大にウォン相場が反応してしまっていると考えられるからである⁶⁴。

参考・引用文献等

<日本語>

- 伊藤隆敏 (2000) 「日本の通貨当局による為替介入の分析」一橋大学経済研究所 *Discussion Paper Series A* No.429.
- 大谷聡・渡辺賢一郎 (2004) 「東アジア新興市場諸国の外貨準備保有高について」日本銀行金融研究所『金融研究』, pp.187-215.
- 齊藤有希子・高安秀樹・水野貴之・渡辺努 (2004) 「為替介入の効果について—ティックデータを用いた実証分析」富士通総研 (FRI) 経済研究所『研究レポート』, No.188, Feb.
- 谷内満 (2008) 「日本の外貨準備の政策分析」国際協力銀行開発金融研究所『開発金融研究所報』, No.36, 3月, pp.117-138.
- 広瀬純夫 (2003) 「市場の効率性と介入の役割—ドル・円外為市場での介入効果の実証分析—」国際協力銀行開発金融研究所『開発金融研究所報』, No.16, 6月, pp.134-150.
- 山本一哉 (2008) 「東アジア諸国の為替制度」鹿児島県地方自治研究所『自治研かごしま』, No.91, 9月, pp.84-91.
- 山本一哉 (2009) 「韓国の為替制度とウォン為替レートの変動」鹿児島大学経済学会『経済学論集』, 第71号, 1月, pp.29-44.

渡瀬義男 (2006) 「外国為替資金特別会計の現状と課題—日米比較の視点から—」国立国会図書館『レファレンス』, No.671, pp.3-44.

<英語>

- Archer, David (2005) “Foreign exchange market intervention: methods and tactics,” in BIS (2005), pp.40-55. Bank of Korea *Annual Report*, various issues.
- Bank of Korea (2008) *MONETARY POLICY IN KOREA* (Second Edition).
- BIS(ed.) (2005) “Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications,” *BIS Papers*, No 24 (Bank for International Settlements).
- BIS(2007) *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2007* (Bank for International Settlements).
- Canales-Kriljenko, Jorge Iván (2003) “Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey,” *IMF Working Paper*, No.03/95.
- Canales-Kriljenko, Jorge Iván, Roberto Guimarães, Cem Karacadağ (2003) “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Elements of Best Practice,” *IMF Working Paper*, No.03/152.
- Disyatat, Piti and Gabriele Galati (2005) “The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries,” in BIS(ed.) (2005), pp.97-113.
- Fatum, Rasmus, and Michael M. Hutchison (2003) “Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan,” *NBER Working Paper* 9648 (April).
- Green, Russell and Tom Torgerson (2006) “Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?,” U.S.Department of the Treasury *Occasional Paper*, N0.6.
- Hutchison, Michael (2003) “Is Official Foreign Exchange Intervention Effective?,” *FRBSF Economic Letter*, No.2003-20, July 18. <<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2003/el2003-20.html>>.
- Mihaljek, Dubravko (2005) “Survey of central banks’

⁶⁴ 김희식(2008) が外国為替市場の拡大と相場の安定の関係について分析しており、直物取引市場に関しては、取引量と相場の安定化に相関性が見られたとしている。

- views on effects of intervention,” in BIS (ed.) (2005), pp.56-81.
- Moser-Boehm, Paul (2005) “Governance aspects of foreign exchange interventions,” in BIS(ed.) (2005), pp.19-39.
- Mohanty, M S and Philip Turner (2005) “Intervention: what are the domestic consequences?,” in BIS(ed.) (2005), pp.82-96.
- Rhee, Gwang-Ju and Eun Mo Lee (2005) “Foreign exchange intervention and foreign exchange market development in Korea,” in BIS(ed.) (2005), pp.196-208.
- Sarno, Lucio, and Mark P. Taylor (2001) “Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and If So, How Does It Work?,” *Journal of Economic Literature*, Vol.39, September, pp.839-868.
- U.S.Department of the Treasury (2006) *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies 2006 Dec.* (Appendix III: The Adequacy of Foreign Exchange Reserves). <http://www.treas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2006_Appendix-3.pdf>.

< 韓国語 >

- 李承昊(2003) 자유변동환율제도 이후 원/달러환율의 변동행태 분석, 한국은행, 외환국제금융 리뷰 제 2 호, pp. 1-13.
- 李承昊(2005) 주요국의 환율정책 수행 및 개입비용 분담체계 한국은행 외환국제금융리뷰 제 5 호 pp. 35-55.
- 이승호·이영섭·최창규(1998) 외환시장개입의 환율안정효과 국제경제연구 금융학회지 제 4 권제 2 호, 한국국제경제학회, 1998. 8. pp. 49-68.
- 李大基(2008) 최근 금융위기에 대한 외환정책 대응의 평가와 향후 과제 한국금융연구원 주간금융브리프 제18권 18 호(5.1~5.8) pp. 10-11.
- 이영섭(1997) 우리나라 외환시장개입의 장단기 효과 분석 한국금융학회 금융학회지 제 2 권제 1 호 pp. 35-60.
- 李兪錫(2008) 최근 외환시장 변화와 시사점 한국금융연구원 주간금융브리프 제 17 권 43 호(11.1~11.7) pp. 10-11.
- 감사원(2009) 감사결과 처분요구서-한국은행 기관운영감사-
- 감미진(2006) 中央銀行의 外換市場 介入効果에 관한 實證研究 한국공공정책학회 공공정책연구 No.20 pp. 17-44.
- 강장구·박형진·변성섭(2006) 외환시장의 구두개입 영향에 관한 실증분석 한국금융학회 금융학회지 11권 제2호 pp. 35-65.
- 기획재정위원회(2008a) 2007 회계연도 기금결산 예비심사 검토보고서.
- 기획재정위원회(2008b) 2009 회계연도 기획재정부소관 기금운용계획안 검토보고.
- 기획재정위원회(2009a) 2009 회계연도 기획재정부소관 기금운용계획변경안 검토보고.
- 기획재정위원회(2009b) 2008 회계연도 기금결산 예비심사 검토보고서.
- 김대식·조경문(2001) 韓國 外換市場 介入政策의 現況과 改善方向 중앙대학교 경제연구소 經濟論文集 Vol.1 No.21 pp. 83-107.
- 김희식(2008) 외환거래 확대의 시장안정효과 분석, 한국은행, 금융경제연구, 제 335 호.
- 琴載明(2003) 중앙은행의 외환보유액 운용과 총수익률 극대화 전략 한국은행 외환국제금융 리뷰 제 1 호 pp. 74-87.
- 국회예산정책처법(2007a) NABO 2007~2011년 국가재정운용계획 분석.
- 국회예산정책처법(2007b) 2008년도 예산안 분석-요약-
- 국회예산정책처법(2008a) 2008년 상반기 주요 경제정책과제 분석.
- 국회예산정책처법(2008b) NABO 2008~2012년 국가재정운용계획.
- 국회예산정책처법(2008c) NABO 재정 브리프(제 5 호)
- 국회예산정책처법(2008d) 2009년도 예산안 「국가채무관리계획」 분석.

- 국회예산정책처법(2009) 2008 회계연도 결산 분석 I 【중점분석】.
- 재정경제위원회(2002) 2001 회계연도 재정경제부소관 기금결산 검토보고.
- 재정경제위원회(2003a) 2002 회계연도 재정경제부소관 기금결산 검토보고.
- 재정경제위원회(2003b) 2003년도 외국환평형기금 운용계획변경안 검토보고.
- 재정경제위원회(2004a) 2003 회계연도 재정경제부소관 기금결산 검토보고.
- 재정경제위원회(2004b) 2004년도 외국환평형기금 운용계획변경안 검토보고.
- 재정경제위원회(2005a) 2004 회계연도 재정경제부소관 기금결산 검토보고.
- 재정경제위원회(2005b) 2004 회계연도 재정경제위원회소관 기금결산 예비심사보고서.
- 재정경제위원회(2006) 2005 회계연도 재정경제부소관 기금결산 검토보고.
- 재정경제위원회(2007) 2006 회계연도 재정경제부소관 기금결산 검토보고.
- 한국은행 연차보고서(각해)
- 한국은행(2004) 우리나라의 外換市場 및 最近 換率動向 2004.8.27(금).
- 한국은행(2005) 2004년중 원화환율 및 외환시장 동향 보도자료.
- 한국은행(2006a) 2005년중 외환시장 동향 보도자료.
- 한국은행(2006b) 최근의 외환국제금융시장 동향 외환국제금융 리뷰 제 7호.
- 한국은행(2007) 최근의 외환국제금융시장 동향 외환국제금융 리뷰 제 8호.
- 한국은행(2008) 2007년도 연차보고서.
- 한국은행(2009a) 한국은행의 2008 회계연도 결산 결과.
- 한국은행(2009b) 2009년 3월말 국제투자대조표(잠정) 분석.
- 한국은행(2009c) 2008년도 연차보고서.
- 한국채권연구원(2004) 외환보유고 적정관리 수준과 위험관리 방안 국회재정경제위원회 2004-재경-01.
- 한국투자공사(2009) 2008년도 연차보고서.
- 朴海植(2005) 外換市場의 立場에서 본 海外投資活性化方案 한국금융연구원 주간금융브리프 제 14 권 26호(6.25~6.30) pp. 3-9.
- 박해식(2006) 외환시장의 구조변화와 제도개편에 대한 소고 한국금융연구원 금융조사보고서.
- 집필진·유승선·연훈수(2008) 우리나라 외환금융시장 취약성 비교 분석 국회예산정책처 국회 경제위기 대응팀 발간시리즈 제 3호.
- 윤덕룡·이영섭(2005) 한국의 외환보유액 결정요인 분석과 적정 외환보유액 정책에 관한 연구 전경련 국제금융시리즈 05-03.
- 柳相大(2003) 우리나라 외환시장 개입의 유효성 분석 한국은행 외환국제금융 리뷰 제 1호 pp. 1-19.
- 심혜경(2008) 최근 외평채 증가의 배경과 재정운용상 위험요인 평가

<홈페이지>

- | | |
|---|---|
| BIS http://www.bis.org/ | 韓國資産投資公社 http://www.kic.kr/kr/ |
| IMF http://www.imf.org/ | 韓國全國銀行連合會 http://www.kfb.or.kr/ |
| OECD http://www.oecd.org/ | 日本銀行 http://www.boj.or.jp/ |
| 韓國銀行 http://www.bok.or.kr/ | 朝鮮日報 http://www.chosun.com/ |
| 韓國金融研究院 http://www.kif.re.kr/ | 中央日報 http://www.join.com/ |
| 韓國企画財政部 http://www.mosf.go.kr/ | 東亞日報 http://www.donga.com/ |
| 韓國國會企画財政委員會 http://finance.na.go.kr/ | ソウル經濟 http://www.seoul.co.kr/ |
| 韓國國會予算政策處 http://www.nabo.go.kr/ | |