

韓国の為替制度とウォン為替レートの変動

山 本 一 哉

1. はじめに

1997年末、韓国経済が通貨・金融危機に見舞われてから約11年が経過した。その間、3代の政権下で、政府主導の金融及び企業部門の改革が続けられてきた。1997年7月、タイを発端とする通貨危機が発生し、同年初頭から財閥の倒産などにより混乱状態にあった韓国にも飛び火し、ウォン/ドル為替レートは暴落した。同年11月には、外貨流動性不足への対応（国内銀行へのドル供給）やドル売り・ウォン買い介入により韓国の外貨準備は底を突き、韓国政府はIMFに緊急支援を要請した。その後、韓国政府は、為替制度を自由変動為替レート制へ変更し、大幅な資本・為替取引の自由化を実施した。

本稿では、通貨危機後の韓国における為替制度の変更とウォン為替レートの変動を中心に考察する。まず第2節では、韓国の為替制度の変遷について、通貨危機前後の変更を中心に整理する。第3節では、通貨危機後の資本・為替取引の自由化措置について整理した上で、韓国外国為替市場の取引量の拡大と質的变化について分析する。次に第4節では、通貨危機後のウォン/ドル為替レートの変動性の拡大について確認した上で、ウォン/ドル為替レートの決定要

因について、ウォン/円為替レートの変動やNDF (Non-Deliverable Forward) 取引の拡大等との関係を中心に考察する。第5節では、ウォンと円と同調化と脱同調化の動きについてその要因を含めて考察する。最後に第6節では、韓国通貨当局（企画財政部・韓国銀行）による為替介入の限界と問題点に触れた上で、今後の研究課題について述べたい。

2. 韓国の為替制度の変遷

韓国の為替制度は、1974年12月以降、実質的な対ドル・ペッグ制（1ドル=484ウォン）であったが、1980年1月に1ドル=580ウォンへの切り下げ実施後、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）¹へ移行した。そして、10年後の1990年3月、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²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

¹ ウォン/ドル為替レートは、原則的にSDRバスケットと主要貿易相手国通貨から構成されるバスケットによって決定された。詳細は、韓国銀行Webサイト（英語版）の“FX System”を参照のこと。

² 前日の取引レートの加重平均によって算出された市場平均（基準）為替レートに対するインターバンク直物レートの変動幅。

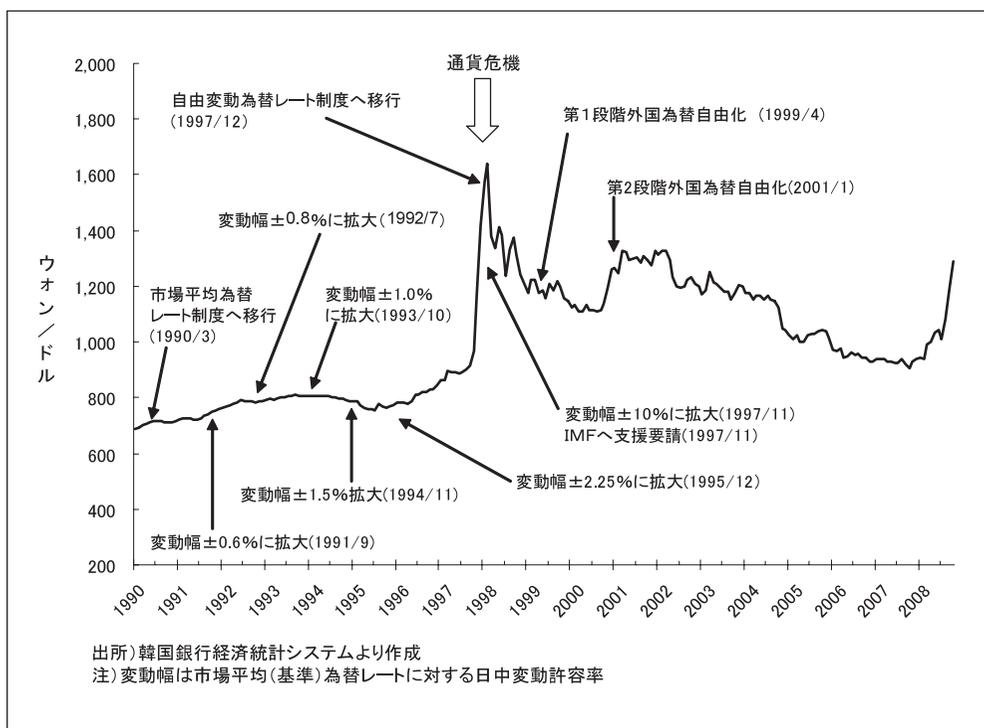


図1 ウォン対ドルレート(月末値)の推移(1990/3~2008/10)

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(図1)。市場平均為替レート移行後のウォン/ドル為替レートの動きを見ると、通貨危機直前まで緩やかに減価しながらも、ほぼ1ドル=700~800ウォンで安定的に推移しており、この間の為替制度は実質的な「ドル・ペッグ制」であったと言えよう(図1)。IMFや多くの研究者が、この実質的

な「ドル・ペッグ制」が通貨危機の要因の1つであったと指摘している³。

通貨危機を受けて、韓国政府は、1997年11月、変動制限幅を大幅に拡大(±2.25% ±10.0%)して対処したがウォン暴落を止めることはできず、ついに12月16日、変動制限幅を撤廃し、自由変動為替レート制⁴への移行を図った(図1)⁵。そして、実質的な「ドル・ペッグ制」

³ この点については、山本(2008)を参照のこと。

⁴ IMFによる為替制度分類(2006年7月末現在)では、韓国はもっとも自由度の高い「独立した変動相場制(independently floating)」に区別されている。IMFの定義によると、「独立した変動相場制」においては、為替レートは市場によって決定され、通貨当局による為替介入が行われたとしても、変動を緩和したり、過度な変動を予防するために限定され、特定の為替レート水準の維持を目的とするものではない。IMFは1998年まで各国政府からの報告に基づく公式的な(de jure)為替制度を発表していたが、1999年以降、独自の調査と判断基準に基づく実際の(de facto)為替制度を“De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework”として、定期的にホームページで発表している。

⁵ 韓国と同じように通貨危機に陥ったタイとインドネシアも、危機後、従来の実質的な「ドル・ペッグ制」からより自由度の高い為替制度(管理フロート制や自由変動相場制)への変更を図った。また、いったん1998年9月に「ドル・ペッグ制」(リングを1ドル=3.8リングに固定)を導入したマレーシアも、2005年7月22日、通貨バスケットを参考とする「管理フロート制」へ移行した。なお、アジア通貨危機と為替制度の関係及び東アジア諸国の為替制度・政策の変更については、山本(2008)を参照のこと。

韓国の為替制度とウォン為替レートの変動

表1 通貨危機以降の主な資本・為替の自由化措置等

年	月	自由化措置等
1997	12	○自由変動為替相場制への移行
		○外国人によるCP、商業手形、貿易手形購入の自由化
1998	5	○外国人投資家による株式取得制限の完全撤廃
		○外国人による敵対的M&Aの自由化
		○外国人によるCD等の短期金融商品購入の自由化
	6	○「外国為替取引自由化基本計画(「外国為替取引自由化方案」)」を公表
	7	○「外国為替管理法」の改正 ・外国人投資家による短期金融商品への投資規制撤廃 ・韓国企業の中長期(満期1年を超える)外貨借入及び海外での証券発行の自由化 ○外国人による国内不動産取得の自由化
1999	4	○「第1段階外国為替自由化」実施—「外国為替取引法」及び「外国為替取引法施行令」施行
2001	1	○「第2段階外国為替自由化」実施—改正「外国為替取引法」施行
2002	4	○第2次金融発展審議会／「外国為替市場中長期発展方向—VISIONと政策方案—」発表
	6	○第3次金融発展審議会／「外国為替市場中長期発展方向」の第1段階として「外国為替制度先進計画」発表
	7	○「第3段階外国為替自由化」開始—「外国為替取引規定」改正 ・個人の高額対外支払い及び企業の経常取引に伴う手続的制限の緩和等
2005	6	○「海外投資活性化方案」発表
	7	○「海外投資活性化方案」決定に伴う「外国為替取引規定」改正・施行 ○韓国投資公社(KIC)運営開始
	12	○「外国為替取引法施行令」一部改正(対外債権回収期間の延長等)
2006	1	○一部資本取引の許可制から申告制への転換(外国為替取引に対するモニター・監督体系の強化)
	○「海外投資促進方案」発表—海外不動産取得限度及び海外直接投資規制の緩和を即日実施	
	3	○「外国為替取引規制緩和方案」発表(「外国為替取引規定」改正・施行)
2007	4	○海外での韓国ウォンの両替拡大(「外国為替取引規定」改正・施行)
	5	○「外国為替自由化推進方案」発表(一部措置を即日実施)
	1	○「企業の対外進出促進と海外投資活性化方案」発表(2月から実施)
2008	10	○「海外M&A活性化推進方案」発表
	12	○「市場親和的外国為替取引システム構築のための外国為替制度改善方案」発表
2008	6	○「外国為替取引規定」改正・施行—投資目的海外不動産取得限度廃止

出所) 財政経済部及び韓国銀行資料より作成

からの離脱により金融政策(物価安定)のためのアンカーを失った韓国通貨当局は、1998年4月、新たなアンカーとして、「インフレーション・ターゲティング(inflation targeting)」制を導入した⁶。

3. 資本・為替取引の自由化と韓国外国為替市場の拡大

3.1. 通貨危機後の資本・為替取引の自由化

通貨危機後、韓国政府は、IMFの強い指導の下、資本・為替取引の自由化を段階的に行った(表1)⁷。1998年には、まず外国人による韓国向け証券投資や金融取引を中心に自由化を行った。1999年4月には、従来の「外国為替管理法(1995年12月施行)」に代わって「外国為

替取引法」が施行され、第1段階外国為替自由化が開始された。この措置により、韓国企業の経常取引は原則自由化され、資本取引については「原則禁止・例外自由方式(negative system)」から「原則自由・例外規制方式(positive system)」へ変更された。2001年1月には、「外国為替取引法」が改正され、企業や金融機関に関する規制緩和を中心とした第2段階外国為替自由化が開始された。2002年4月には、「外国為替市場中長期発展方向」が発表され、2002年7月から、規制の残っていた個人や企業の経常取引を中心とした第3段階外国為替自由化が開始された。

2005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

⁶ 導入初年度である1998年のインフレ目標は消費者物価指数基準で9±1%に設定された。

⁷ 韓国の資本・為替取引の自由化については、財政経済部(現企画財政部)報道資料及び韓国銀行の『年次報告』(各年版)を参照のこと。

⁸ この措置により、法人による海外直接投資の1件当たりの上限額が撤廃されるとともに、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。

は規制緩和を実行した⁸。この自由化措置は、韓国資本の海外流出促進を目的とするもので、従来の内向きの自由化措置（外国資本の流入促進と流出阻止）からの大きな転換であった。この背景には、経常・資本収支の黒字拡大と長引くウォン高・ドル安があった。2003～2004年にかけて、韓国通貨当局（財政經濟部⁹・韓国銀行）は、ウォン高是正のために大規模なウォン売り・ドル買い介入を断続的に行ったが、期待した効果が得られなかったばかりか、介入資金を管理する外国為替平衡基金の財務状況の悪化を招き、2004末以降、介入の継続は難しい状況にあった¹⁰。そこで韓国政府は、韓国からの海外投資を拡大させることによって国内外国為替市場におけるドル超過供給を緩和し、ウォン高・ドル安の是正を図ろうと考えたのである。

2006年以降も韓国政府は海外投資促進のための自由化措置を次々と打ち出した。2006年1月には「海外投資促進方案」¹¹が発表され、海外直接投資と海外不動産取得に関する規制緩和が即日実施された¹²。さらに同年3月には、実需目的の海外不動産取得と個人の海外直接投資に関する取得額制限が廃止された。2007年1月に

は、「企業の対外進出促進と海外投資活性化方案」¹³が発表され、翌2月に投資目的の海外不動産取得限度が100万ドルから300万ドルへ上方修正され、さらに2008年6月には取得制限が完全に撤廃された。

3. 2. 韓国外国為替市場の量的拡大と質的变化
通貨危機後の11年間で、韓国外国為替市場の取引額は飛躍的に増大した。1997年に78.5億ドルだった1営業日平均の外国為替取引額（銀行間及び対顧客等）は、2004年から本格的に増大し、2008年Q1には過去最高の611.8億ドルを記録した（図2）。2004年から取引額の増加ペースが上がったのには、同年1月2日から直物取引の市場取引時間が拡大¹⁴されたことや、10月に外国為替スワップ取引（通貨スワップ及びオプションを含む）やデリバティブ取引を仲介する外国為替仲介会社 KIDB-ICAP¹⁵が新設されたことも影響している。2008年Q2には、世界的な信用不安や為替市場の混乱（ウォンの暴落）により、取引額は595.0億ドルまで減少したが、それでも1997年の7.6倍である。

取引別に見ると（図2）、通貨危機前、取引

⁹ 現在の企画財政部。

¹⁰ 外国為替平衡基金は、外国為替市場安定用国債を発行し、介入の際に売却するウォンを調達している。購入したドルは韓国銀行に委託して米国国債等で運用している。為替介入が本格化した2002年より、為替評価損、逆ざや（ウォン調達金利 > ドル運用金利）やデリバティブ取引による損失（2004年～）により財務状況が大幅に悪化し、大きな問題となっている。

¹¹ 同方案を受けて、居住用海外不動産取得限度の拡大（50万ドル～100万ドル以内）と海外直接投資額上限の緩和（300万ドル～1千万ドル以内）が実施された。

¹² 1月には、資本取引が許可制から申告制へ全面的に転換された。また政府は、2006年5月に「外国為替自由化推進方案」を発表し、自由化計画を当初の日程より2年繰り上げて推進することを打ち出した（2011年完了・2009年完了）。

¹³ 海外送金手続きの申告手続きの簡素化や投資目的の海外不動産取得の制限緩和等。

¹⁴ 外国為替市場運営協議会は、2003年11月18日に「ソウル外国為替市場行動規範」を改正し、外国為替仲介会社を通じた外国為替取引時間を従来の午前9時30分～12時、午後1時30分～4時30分から午前9時～午後4時に延長した（한국은행 2005）。

¹⁵ 国内のKIDBと英国系の外国為替仲介会社ICAPが合併して設立した外国為替仲介会社である（한국은행 2005）。この新設によって、外国為替仲介会社は2社（ソウル外国為替仲介及び韓国資金仲介）から3社となった。

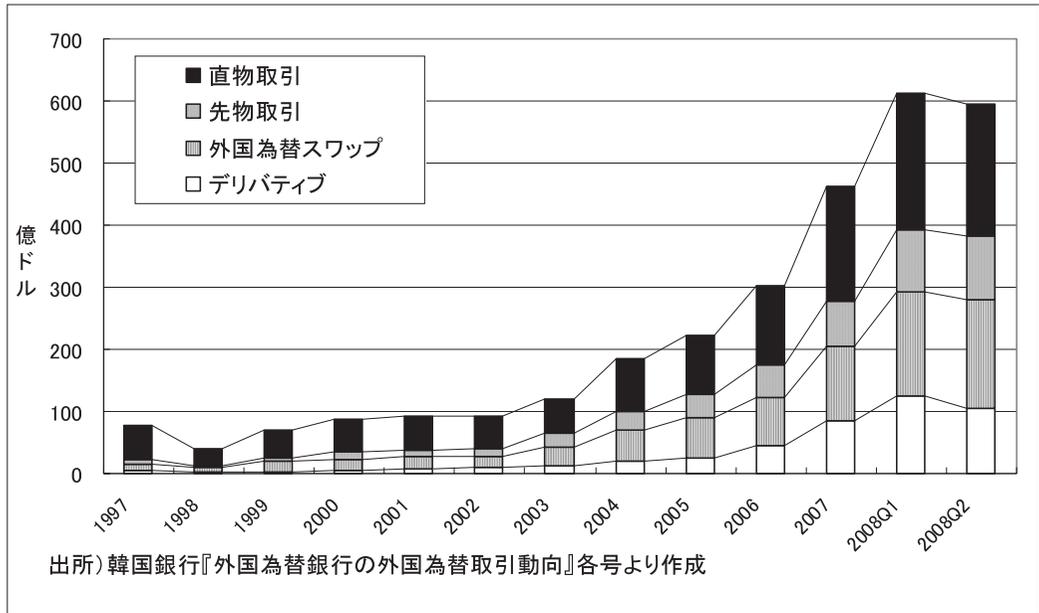


図2 韓国外国為替市場における取引額(1日平均)の推移

全体の7割を占めていた直物取引(1997年: 55.9億ドル 2008年Q2: 211.7億ドル)も増大しているが、先物取引、外国為替スワップやデリバティブも大幅に増大した。1997年と2008年Q2の取引額を比較すると、先物、外国為替スワップ、デリバティブはそれぞれ11.7倍、20.3倍、20.3倍に増大し、取引全体に占める割合も大きくなった。このような先物取引、外国為替スワップやデリバティブの取引増大の主要因としては、資本・為替取引の自由化の他、ウォン/ドル為替レート変動性の拡大に伴う国内企業や投資家による為替リスクヘッジのための為替取引の増大、またこれに対応した国内外国為替銀行によるポジション調整取引の増大、外国人証券投資や域外居住者とのNDF取引の

増大等を挙げることができる¹⁶。以上のように、韓国外国為替市場の取引額はここ数年で飛躍的に増大したが、他の先進国市場と比較すると依然として小さい。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)を見ると、韓国外国為替市場は東京外国為替市場の約7分の1に過ぎない¹⁷。

次に、銀行間取引(外国為替仲介会社を通じた取引)に絞って見ると(図3)、全体の取引額の増大傾向は上記と同様であるが、特に外国為替スワップとデリバティブ¹⁸の増大が著しい。1997年、銀行間取引のほとんど(94.6%)を占めていたが直物取引が、2008年Q3には34.2%まで低下したのに対して、外国為替スワップとデリバティブはそれぞれ40.9%、21.8%と大幅

¹⁶ 取引増大要因のより詳細な分析については、韓国銀行が四半期毎に発表している『外国為替取引動向』を参照のこと。

¹⁷ BIS(2007)による。

¹⁸ 銀行間のデリバティブ取引は、1999年10月1日より開始された。

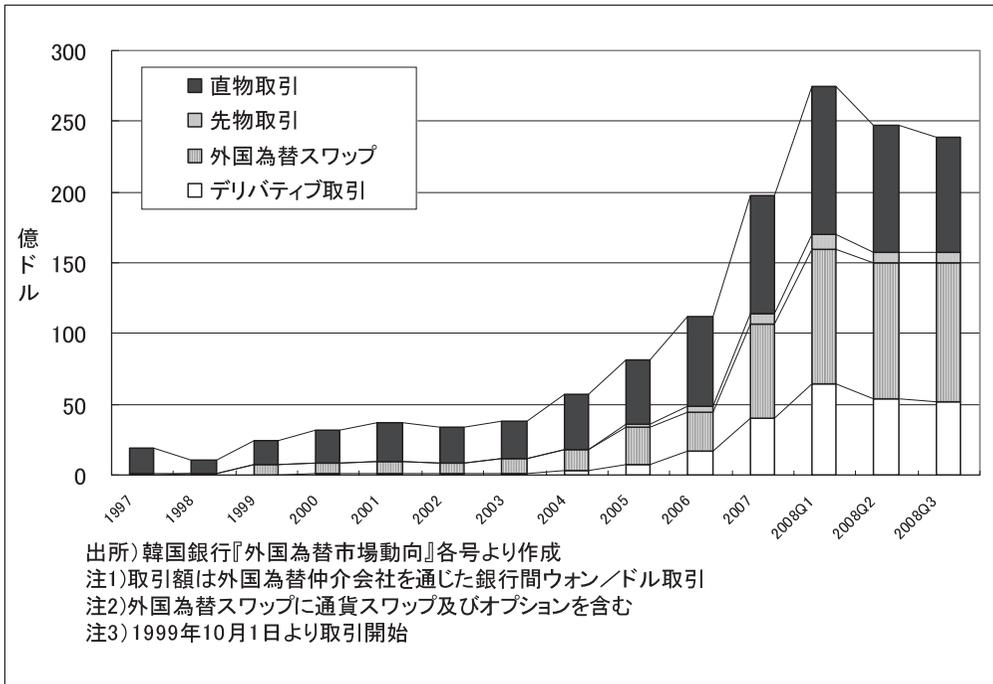


図3 韓国銀行間外国為替市場における取引額(1日平均)の推移

にシェアを拡大させた。1997年の外国為替スワップ取引の1日平均取引額はわずか0.1億ウォンであったが、2004年前後から増大し、2008年Q2には初めて直物取引額を上回った。

最後に触れておきたいのが、韓国内外国為替銀行と域外居住者とのNDF取引の増大である¹⁹。韓国では、1999年4月から国内外国為替銀行と域外居住者とのウォン/ドルNDF取引

が許可された²⁰。NDFとは、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である。2000年にわずか4.0億だったNDFの1日平均取引額が2003年には13.4億に、2008年Q2には過去最高の104.1億ドルまで増大し、銀行間直物取引額さえも上回る市場規模に成長した(表2)。当初、NDF取引は、韓国証券市場などに投資する域

表2 国内の外国為替取引銀行と非居住者のNDF取引量の推移(1営業日平均)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	単位: 億ドル		
									2008		
									Q1	Q2	Q3
NDF取引(A)	4.0	5.1	6.7	13.4	17.0	26.1	42.2	62.3	94.1	104.1	101.5
直物取引(B)*	23.8	27.3	25.4	26.1	39.0	45.2	63.6	82.5	104.6	89.8	81.5
A/B	16.8%	18.7%	26.4%	51.3%	43.6%	57.7%	66.4%	75.5%	90.0%	115.9%	124.5%

出所) 韓国銀行『外国為替市場動向』各号
 注) * 外国為替仲介会社を通じた銀行間ウォン/ドル取引

¹⁹ 韓国における域外NDF取引の詳細については、한국은행(2001) や 이승호(2003) を参照のこと。

²⁰ 第1段階外国為替自由化措置として、国内外外国為替銀行を通じたデリバティブ取引及び先物為替取引における実需原則が廃止された。

外居住者の為替リスクヘッジの手段として利用されていたが、最近では為替投機的手段としての利用が拡大している。後で詳しく述べるが、NDF取引の拡大とともに、同取引が国内外国為替市場のウォン/ドル直物為替レートに及ぼす影響が大きくなっており、為替レートを不安定化させる一因ともなっている。

4. 通貨危機後のウォン/ドル為替レート変動の変化

自由変動為替レート制への移行や資本・為替取引の自由化の結果、通貨危機前と比較して、ウォン/ドル為替レートの変動性は大きく拡大した。また、通貨危機後、海外要因（円/ドル為替レート、域外NDF市場取引、外国人証券

投資などの動向）や市場期待の変化がウォン為替レートの決定に及ぼす影響が大きくなった²¹。韓国通貨当局は、依然としてドルを最重要視しており、為替介入を通じてウォン/ドル為替レートの安定化を図っている²²。

1998年以降、ウォンは信頼を回復し、2007年中盤まで大幅な増価（ウォン高・ドル安）が続いた。しかし、2007年夏の米国サブプライムローン問題を発端としたドルの暴落や世界的な信用不安などを背景に、外資が韓国株式市場から流出し、ウォンは一転して減価傾向に入った。特に2008年中盤以降のウォンの下落は急激で、通貨危機の再現を思わせるほどであった（図4）。



図4 最近のウォン対ドルレートの動向 (2008/1/2～2008/11/17)

²¹ Kim and Kwon (2003), 李 (2003) 等を参照のこと。

²² 一部の研究者は、近年、韓国が実質的な「ドル・ベッグ制」へと回帰したと主張している。韓国を含む東アジア諸国における「ドル・ベッグ制」への回帰を指摘する研究として、Mckinnon (2005), 小林 (2002) などがある。これに対して、Han (2002), Hernández and Montiel (2003), 李承昊 (2003), 김봉환 (2003), Ito and Orii (2006) は回帰説を否定し、通貨危機後における対ドルレート変動の拡大や為替レート決定における円の重要性（ウェイト）の上昇などを指摘している。

4. 1. ウォン/ドル為替レートの変動性の拡大
 通貨危機後、ウォン/ドル為替レートの変動性は大きく拡大した。図5は、ウォン対ドルレートの対前日変動率と日中変動率²³を示したものである。1990～96年まで、対前日変動率は0.07～0.17%、制限が設けられていた日中変動率は0.11～0.25%と非常に低い変動率であったが、通貨危機や変動制限幅の撤廃（1997年12月）により1997～98年の変動率は大きく上昇した。確かに、1999年以降、通貨危機時と比べると変動率は大幅に低下したが、危機以前と比べると約4倍に拡大した。2007年の変動率は低下したが、2008年に入って、世界的な信用不安や外国人証券投資資金の流出等によるウォンの暴落と不安定化により変動率は急上昇しており、同年Q3には通貨危機時に匹敵する水準まで上昇した。

4. 2. ウォン/ドル為替レートの変動要因の変化

1997年12月の自由変動為替レート制への移行により、ウォン/ドル為替レートの変動幅制限がなくなった。また資本・為替取引の自由化の進展により資本の流出入が拡大し、韓国内金融市場と国際金融市場との結びつきが強まった。これらの結果、通貨危機後、域外NDF取引（域外NDFウォン/ドル為替レート）、円/ドル為替レートの変動、外国人証券投資資金の流出入といった海外要因が短期的なウォン/ドル為替レートの決定に及ぼす影響が大きくなった²⁴。

まず域外NDFだが、前節で詳しく述べたように、これ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である。近年、韓国内の外国為替銀行と域

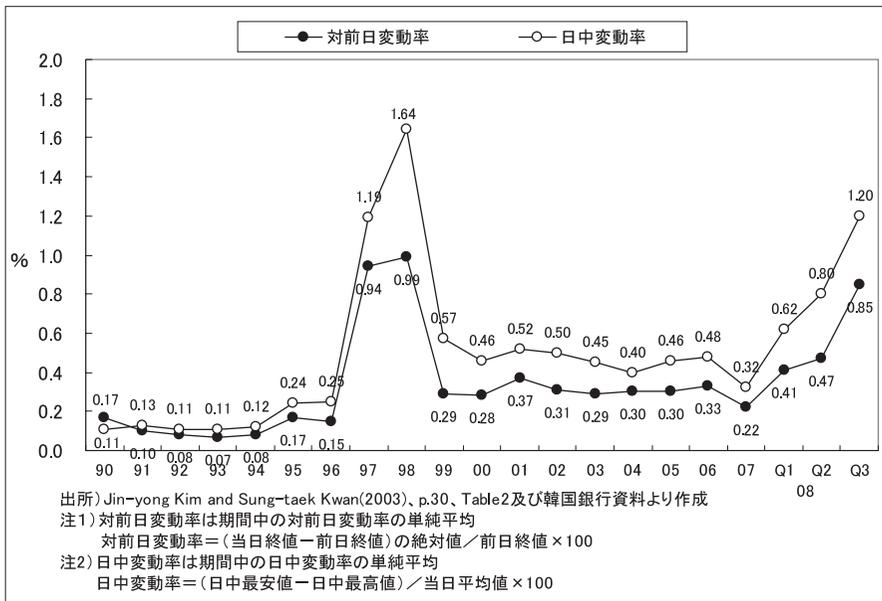


図5 ウォン対ドルレートの変動率の推移

²³ 1営業日中の変動率。

²⁴ このような海外要因による影響拡大についての分析としては、朴海植(2001)、박혜식(2002)、이승호(2003)、李承昊(2003)、Kim and Kwon(2003)、BIS(2005)等がある。

外居住者によるウォン/ドルNDF取引が急速に拡大しており、ウォン/ドル直物為替レートの変動に大きな影響を与えるようになっている。例えば、NDF市場で域外居住者が韓国内の外国為替銀行にウォンを売った場合、買った国内外国為替銀行は、買いポジションをカバーするために国内外国為替市場で直物ドルを売却する。よって、域外居住者によるウォン/ドルNDF売りは、直接的に直物市場でのウォン高・ドル安圧力となる^{25 26}。上記以外にも、次のような間接的な影響チャンネルも考えられる。域外NDF市場でウォン高・ドル安が進むと、投機的な市場関係者は将来的なウォン高・ドル安を予想し、直物市場でウォン買い・ドル売りを行う結果、現時点でウォン高・ドル安が進む²⁷。近

年、投機目的の域外NDF取引が増えており、ウォン/ドル為替レートの不安定化要因の1つとなっている。

次に、円/ドル為替レートの影響だが、この点については次節のウォンと円と同調化の要因分析において詳しく述べることにする。

最後に、外国人証券投資がウォン/ドル為替レートに与える影響の拡大についてであるが、通貨危機後の資本・為替の自由化により、外国人による韓国証券市場への投資が急激に拡大した。外国人による証券投資は為替取引を伴うため、株価だけではなく為替レートにも影響を及ぼす。図6は、外国人証券投資に伴うドル資金の流入出（四半期データ）を示したものであるが、流入出とも2003年後半から本格的に拡大を

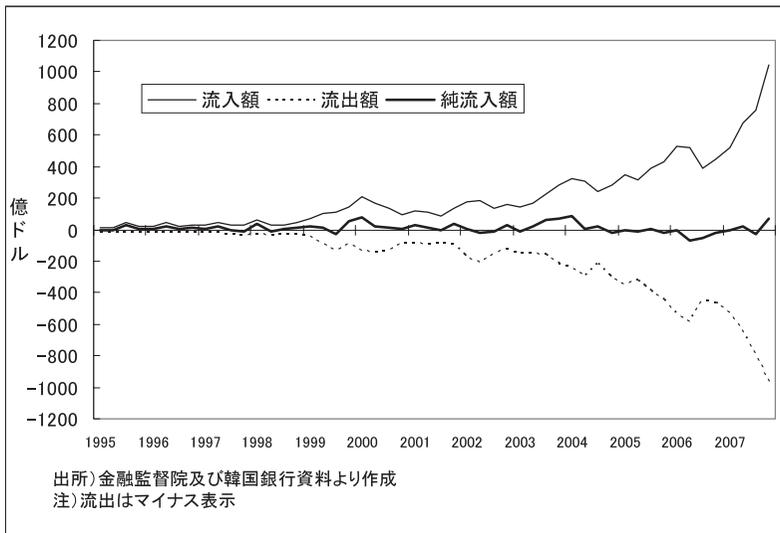


図6 外国人証券投資資金の流入出（四半期データ）

²⁵ 域外居住者によるNDF取引とウォン/ドル直物為替レートの関係については、한국은행(2001a), 박해식(2002), 이승호(2003), 한국은행(2005)等を参照のこと。

²⁶ 韓国政府は、急激なウォン高・ドル安が進んでいた2004年1月15日、NDFを利用した域外居住者による為替投機を抑制するため、国内外外国為替銀行のNDF買入超過ポジションを1月14日の超過ポジションの110%までとする措置を行った。この措置により、国内外外国為替銀行が域外居住者から購入できるNDFが実質的に制限されることになった。

²⁷ このようなウォン高・ドル安予想が生まれるのは、域外NDF市場での為替レートが将来の為替レートに対する市場関係者の期待を反映しているからである(박해식 2002)。

開始し、その後飛躍的に増加したことがわかる。

5. ウォンと日本円との関係性の変化—同調化と脱同調化

通貨危機後、特に2002～2004年、ウォン/ドル為替レートと円/ドル為替レートが同じような動きをする、ウォンと円のいわゆる「同調化 (synchronization or coupling)」傾向が強まった。ウォンと円と同調化は、日本企業と輸出市場において競合関係にある韓国の輸出業者や通貨当局にとって、決して歓迎すべき現象ではない。韓国通貨当局は、自由変動為替レート制への移行後も依然としてウォン/ドル為替レートの安定を最重要視しているが、近年、日本円 (円/ドル為替レート及びウォン/円為替レート) の動きも重視するようになった²⁸。

本節では、1990年以降、特に通貨危機以降におけるウォンと円と同調化と脱同調化の動向及びその要因について述べる。

5. 1. 同調化と脱同調化の動向

ウォンと円と同調化傾向は、通貨危機後、徐々に進み、特に2002～2004年の円高・ドル安期に強まった²⁹。通貨危機以前も、円安期の同調化はあったが、円高期の同調化は見られなかった。

同調化傾向をウォン/ドル為替レートと円/ドル為替レートの相関係数で見ると (表3)、2001年の0.35から2002年には0.77まで上昇し、2003年にいったん0.39と低下したものの、2004年には0.80と再び上昇したことがわかる³⁰。しかし、2005年以降、ウォンと円の相関係数は低下傾向にあり、2007～2008年Q3には、負の相関係数も見られ、現在は脱同調化状態にある。

図7は、1990年1月～2008年10月における円とウォンの対ドル為替レートの動きを、円の対ドル為替レートの変動傾向 (増価・減価) を基準に～期の8つに時期区分して示したものである。図8は、7図のデータをもとに、8つの時期区分毎に、円とウォンの対ドル為替レートの変動率 (増価率もしくは減価率) を示したものである。図9は、ウォン/円為替レートの動きを示したものである。ただし、この為替レートは銀行間直物市場での実際の取引によって決定されたものではなく、ウォン/ドル為替レート (基礎レート) と円/ドル為替レートによって計算された裁定レートである。韓国外國為替市場での取引はドル/ウォン取引が全体の約8割を占め、ウォン/円取引はわずか1.4% (2007年4月の1日平均) にすぎない。³¹ ウォン/円取引は少額の対顧客取引が行われているのみで、銀行間ウォン/円取引市場は存在していない³²。

表3 ウォン/ドル為替レートと円/ドル為替レートの相関係数の推移

期 間	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
									Q1	Q2	Q3
相関係数	0.20	0.35	0.77	0.39	0.80	0.48	0.51	-0.07	-0.33	0.18	-0.16

出所) 韓国銀行「外國為替市場動向」各号

注1) 相関係数の期間平均

注2) 相関係数 = (ウォン/ドル為替レートと円/ドル為替レートの共分散) / (ウォン/ドル為替レートの標準偏差 × 円/ドル為替レートの標準偏差)

²⁸ この点については、김봉환 (2003)、李承昊 (2003)、Ito and Orii (2006) 等を参照のこと。

²⁹ 한국은행 (2001b) は、2000年11月～2001年3月の期間においても、ウォンと円と同調化傾向が強かったと指摘している。

³⁰ 2003年9月のG7 (9月20日、ドバイ) 以降の急激な円高・ドル安を契機に、一時、同調化が弱まった。

³¹ BIS (2007) による。

韓国の為替制度とウォン為替レートの変動

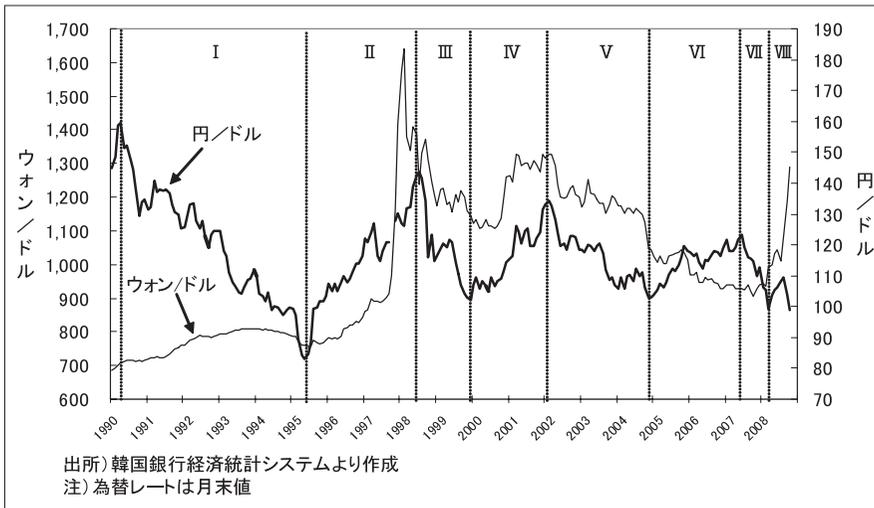


図7 円とウォンの対ドルレートの推移 (1990/1～2008/10)

このためウォン/円為替レートは成立しておらず、為替レートはウォン/ドル為替レートと円/ドル為替レートに裁定によって決められている。よって、ウォンと円と同調化が進めば、ウォン/円為替レートは安定するが、逆に脱同調化が進めば不安定化することになる。

図7と図9を見ると、通貨危機以前のウォンは、円の増価(円高)には同調しないが、円の減価(円安)には同調する傾向にあったことがわかる。しかし、通貨危機後のウォンは、円の増価(円高)に同調したり、円の減価(円安)が進んでいる時期に逆に増価(ウォン高)するという新しい傾向を示すようになった。

まず急激な円高・ドル安(47.8%の円増価)が進んだ期(1990年4月～1995年5月)を見

ると、ウォンは逆に7.5%減価した。結果的にこの期間、ウォン安・円高が続いた。

次に大幅な円安・ドル高(44.4%の円減価)が進んだ期(1995年6月～1998年7月)、通貨危機の影響もありウォンも27.0%減価した。

通貨危機直後の期(1998年8月～1999年12月)には、円高・ドル安が進み、円が28.9%増価したのに対して、上昇率は小さいもののウォンも7.3%増価した。

円が大きく(31.6%)減価した期(2000年1月～2002年2月)、ウォンも15.9%減価した。

相関係数で見たとき最も同調が強まった期(2002年3月～2004年11月)、円が23.4%増価したのに対して、ウォンもほぼ同率の21.1%増価した。このようにウォンが円に同調して増

³² 1996年10月、ウォン/円直物市場が開設されたが、取引量不足から、わずか4ヶ月(翌97年1月)で取引が中断され、その後再開されていない。韓国財政経済部(現企画財政部)は、2007年1月の「2007年経済運営方向」でウォン/円直物市場の再開計画を明らかにし、韓国銀行や市場関係者との検討に入ったが、同年4月、断念したことを発表した。ウォン/円直物市場再開の狙いは、手数料コストの削減とウォン高・円安の是正にあった。ウォン/円直物市場の成立とウォン/円為替レートの安定化の関係については、서상원(2006)の研究がある。なお、韓国外国為替市場では、ウォン/ユーロ及びウォン/ポンド取引についても銀行間直物市場は存在しない。

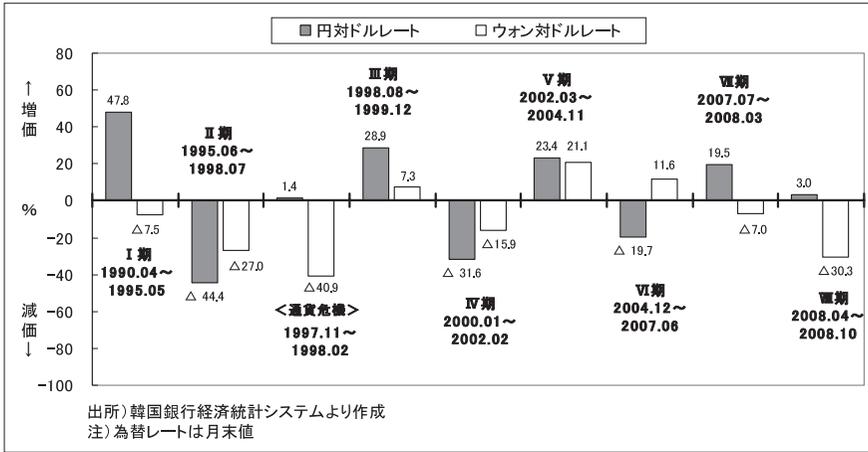


図8 円とウォンの対ドルレート変動率の推移

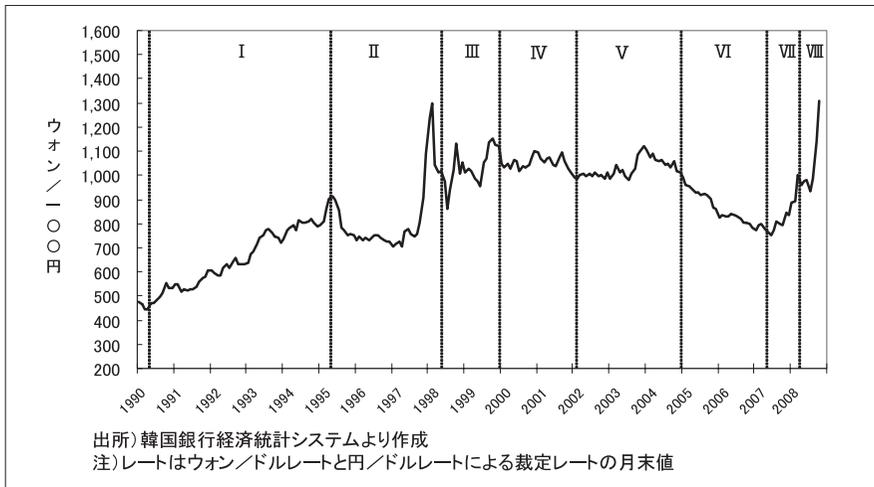


図9 ウォン対円レートの推移 (1990/1~2008/10)

価する動きは通貨危機以前には見られなかった。

ウォンと円と同調化が強まった 期及び 期、ウォン/円為替レートは100円 = 1,000 ~ 1,100ウォンで安定的に推移した (図9)。

次に、円キャリー・トレード (yen-carry trade) による大幅な円安 (19.7%減価) が進んだ 期 (2004年12月~2007年6月)、ウォンは円に同調せず、逆に11.6%増価した。結果的に、

ウォン/円為替レートは急激なウォン高・円安が進んだ (図9)。このように円安・ドル高期にウォン高・ドル安が進む動きは通貨危機以前には見られなかった現象である。

最後に、円キャリー・トレードの清算とサブプライムローン問題によりドル売り・円買いが進んだ 期 (2007年7月~2008年3月) 及び 期 (2008年4月~2008年10月) を見ると、円が大幅に増価したのに対して (ただし、2008年中

盤一時的に円安・ドル高が進んだ)、逆にウォンは、外国人証券投資資金の流出等により 期後半から大幅に減価した。結果的に、及び 期、ウォン/円為替レートは急激な減価(ウォン安・円高)を記録した(図9)。特に 期(2008年8月以降)のウォン安・ドル高は急激で、ウォンの対ドル為替レートは通貨危機期に匹敵する30.3%の減価を記録した。

同調性の点で言うと、 期以降、ウォンと円は脱同調化状態が続いていると言える。

5. 2. 同調化と脱同調化の要因

ウォンと円の同調化が強まった要因としては、多くの先行研究において、以下のような4つの構造的及び循環的な要因が指摘されている³³。第一の要因として、韓国経済は輸出依存度が高く、また日本と輸出市場において競合関係にある点を挙げることができる。例えば、円高・ドル安が進めば、競合関係にある韓国の輸出競争力が強化され、輸出が拡大し、経常・貿易収支の黒字拡大が予想される。黒字が拡大すればウォン高・ドル安が進む。よって、円高・ドル安が進むと外国為替市場関係者は将来的なウォン高・ドル安を予想し、ウォン買い・ドル売りを行うため、ウォンと円の同調化が進むというわけである。第二の要因として、近年、市場関係者(特に域外NDF取引業者)が、円/ドル為替レートを将来的なウォン/ドル為替レートを予想する際の参考指標(trading reference)としていることを挙げることができる。例えば、円高・

ドル安が進むと、市場関係者は将来的なウォン高・ドル安を予想し、ウォン買い・ドル売りを行うため、ウォンと円の同調化が進む。第三の要因としては、経済成長率(景気動向)、物価や国際収支など日韓マクロ経済の基礎条件(ファンダメンタルズ)の同調化(一致)を挙げることができる。第四の要因として、自由変動為替レート制への移行と資本・為替取引の自由化の影響がある。これらにより、海外要因や市場期待の変化がよりウォン/ドル為替レートに反映されやすくなった。

一方、2005年以降の脱同調化の要因としては、円またウォンの急激な変動、韓国通貨当局による為替政策(介入政策)の変化や両国のファンダメンタルズのズレ等を挙げることができる³⁴。低金利を背景とした円キャリー・トレードの拡大により、円が2004年末から約2年半にわたって大幅な対ドル減価(2004年11月:1ドル=102.9円 2007年6月:1ドル=123.17円)を続けたのと対照的に、ウォンは2007年中盤まで対ドル増価を続けた。通常であれば、ウォン高を阻止ためにウォン売り・ドル買い介入が実施されたはずだが、2003~2004年に実施した介入の失敗により、2004年末以降、通貨当局は大規模な介入を行えない状況にあった³⁵。逆に、2007年夏以降、円キャリー・トレードの清算や米国サブプライムローン問題によるドル不安により急激な円高・ドル安が進んだのに対して、ウォンは不安定化し、暴落に近い形で減価を続けた。その他の脱同調化の要因としては、それまで円

³³ 同調化の要因分析の研究として、한국은행(2001b), 삼성경제연구소(2002), 박해식(2002), Kim and Kwon(2003), 김봉환(2003), 송정석(2005), 宋政錫(2005), 朴海植(2005), 박해식(2006)などがある。

³⁴ 脱同調化の分析としては、李殷石(2004), 한국은행(2005), 한국은행(2006a), 李兪錫(2006), 박해식(2006)がある。

³⁵ この点については注10を参照のこと。

／ドル為替レートをウォン／ドル為替レートの参考指標としていた一部の域外市場関係者が、中国元／ドル為替レートに指標を切り替えたことが指摘されている³⁶。

6. 終わりにかえて

本稿で述べたように、通貨危機後の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り、ウォン／ドル為替レートの変動性は大幅に拡大し、為替レートの決定において円／ドル為替レートや域外NDF取引など海外要因から受ける影響が大きくなった。また、韓国外国為替市場の取引規模は、先物取引、外国為替スワップ、デリバティブを中心に急激に拡大した。このようにウォン／ドル為替レートの変動性や外国為替市場は大きく変化し、また様々な改革が実施されたが、2008年9月以降、再び韓国はウォンの暴落に直面することになった。このことは、韓国経済が抱える根本的な問題が未だに解決されていないか、もしくは新たな問題が発生していることを物語っている。

前節でも紹介したように、ウォン／ドル為替レートの急激な変動に対して、韓国通貨当局は、通貨危機後も為替介入（いわゆる「スムージング・オペレーション（smoothing operation）」）を実施している。しかし、2003～2004年の急激なウォン高・ドル安に対して、大規模なウォン売り・ドル買い介入で対抗したにもかかわらず、ウォン高を阻止できなかったばかりか、外国為替平衡基金や韓国銀行の赤字を発生させてしまっ

た。逆に、2008年の急激なウォン安・ドル高に対しては、5月末から大規模なウォン買い・ドル売り介入で対抗したが、9月以降のウォン暴落を阻止することはできず、外貨準備（ドル）を浪費しただけであった。結局、外国為替市場の混乱を沈静化したのは、政府による市場への外貨流動性の供給と米国との通貨スワップ協定（300億ドル）であった。

以上の点を踏まえ、次稿では、韓国通貨当局による為替介入の仕組みと実態、介入の有効性、また介入の問題点等について明らかにしたい。

参考・引用文献等

<日本語>

小川英治（2007）「東アジアにおける為替相場制」経済企画協会『ESP』、5月、No.421、pp.28-31.

小林俊之（2002）「アジアは再びドルペッグに戻るのか～通貨制度に関する議論と現実～」富士総合研究所『みずほレポート』、8月.

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』、9月、No.91、pp.84-91.

<英語>

Bank of Korea *Annual Report*, various issues.

BIS（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).

Han Geun Moon(2002) “De Facto Exchange Rate Regime in Korea: Is It Still A Dollar Peg?,” *Journal of International Economics Studies*, No.1, pp.53-85.

Jin-yong Kim, Sung-taek Kwon(2003) “Short and Long-

³⁶ この点を指摘する分析としては 한국은행(2005)がある。1996年以降長期にわたり、人民元の対ドルレートは1ドル=8.28元前後で固定され、実質的な「ドル・ペッグ制」であったが、2005年7月22日、中国政府は人民元の対ドルレートを2%切り上げた上で、市場の需給を基礎に、通貨バスケットを参考に調整される「管理変動為替相場制」への移行を図った。

韓国の為替制度とウォン為替レートの変動

- run Exchange Rate Determinants of the Korean Won, " Bank of Korea *Quarterly Bulletin* (September), pp.24-55.
- Mckinnon, Ronald I.(ed.) (2005) *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard*, Cambridge, Mass.:MIT Press.
- Takatoshi Ito, Keisuke Orii (2006) " On Determinants of the Yen Weight in the Implicit Basket System in East Asia, " *RIETI Discussion Paper Series* 06-E-020 April.

< 韓国語 >

- 李殷石(2004) 원·엔환율 탈동조화의 영향 분석, 한국은행, 외환국제금융리뷰 제 3 호, pp. 33-47.
- 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, 외환국제금융 리뷰 제 5 호, pp. 35-55.
- 이승호(2003) 역외 N D F 거래가 국내 외환시장에 미치는 영향 분석, 한국은행, 외환국제금융 리뷰 제 1 호, pp. 1-12.
- 李侖錫(2006) 원/엔 탈동조화 현상에 대한 평가와 시사점, 한국금융연구원, 주간금융브리프, 제 15 권, 2 호 (1. 1~1. 6), pp. 12-13.
- 김정식(2001) 원/달러 환율 변동성의 원인에 관한 연구, 한국은행, 금융경제연구, 7 권, 1 호.
- 김희식(2008) 외환거래 확대의 시장안정효과 분석, 한국은행, 금융경제연구, 제 335 호.
- 김봉한(2003) 외환위기 이후 원화환율과 엔화환율의 관계 분석, 한국은행금융경제연구원, 경제분석, 제 9 권, 제 3 호, pp. 114-139.
- 김윤영(2007) 외환위기 전후 원·달러 환율의 변동요인비교분석, 한국은행, 금융경제연구, 제 311 호.
- 삼성경제연구소(2002) 원화의 엔화동조화 현상과 그 영향, 삼성경제연구소 *Issue Paper*.
- 서상원(2006) 국내 원·엔거래 활성화의 원화환율 안정화 효과 금융경제연구원, 경제분석, 제 12 권, 제 3 호, pp. 79-115.
- 송정석(2005) 외환위기 이후 원/달러 환율과 엔/달러 환율의 동조화 현상 분석 한국경제연구원 연구보고서.
- 宋政錫(2005) 최근 원/엔 환율 추이 및 향후 전망, 한국경제연구원, 보도자료.
- 한국은행(2001a) 최근 차액결제선물환(N D F) 거래동향, 보도자료.
- 한국은행(2001b) 원화와 엔화환율 동조화의 원인과 대응방향, 보도자료.
- 한국은행(2004) 우리나라의 外換市場 및 最近 換率動向, 2004. 8. 27(금).
- 한국은행(2005) 2004 년중 원화환율 및 외환시장 동향, 보도자료.
- 한국은행(2006a) 2005 년중 외환시장 동향, 보도자료.
- 한국은행(2006b) 최근의 외환국제금융시장 동향, 외환국제금융 리뷰 제 7 호.
- 한국은행(2007) 최근의 외환국제금융시장 동향, 외환국제금융 리뷰 제 8 호.
- 朴海植(2001) 원 / 달러 환율에 대한 해외요인 의 영향력, 한국금융연구원, 주간금융동향, 제 10 권, 33 호 (2001. 8. 25~8. 31), pp. 2-7.
- 박해식(2002) 외환위기 이후 자본자유화와 원/달러 환율의 변동, 한국은행금융경제연구원, 경제분석, 7 권 3 호, pp. 26-62.
- 朴海植(2005) 원·엔 동조화에 대한 소고, 한국금융연구원, 주간금융브리프, 제 14 권, 33 호(8. 20~8. 26), pp. 10-12.
- 박해식(2006) 외환시장의 구조변화와 제도개편에 대한 소고, 한국금융연구원.

<ホームページ>

I M F (国際通貨基金) <http://www.imf.org/>

B I S (国際決済銀行) <http://www.bis.org/>

韓国銀行 <http://www.bok.or.kr/>

韓国金融研究院 <http://www.kif.re.kr/>

韓国経済研究院 <http://www.keri.org/>

企画財政部 <http://www.mosf.go.kr/>

国会財政経済委員会 <http://finance.na.go.kr/>

全国銀行連合会 <http://www.kfb.or.kr/>

三星経済研究所 <http://www.seri.org/>

LG経済研究院 <http://www.lgeri.com/>

朝鮮日報 <http://www.chosun.com/>

中央日報 <http://www.joins.com/>

東亜日報 <http://www.donga.com/>