

第 5 章

韓国における国際資本移動構造の変化要因と 新たな通貨危機発生の可能性

高安 雄一

要約：

本稿の目的は、通貨危機以降における国際資本移動の基調変化を整理した上でその要因を明らかにするとともに、再び通貨危機に陥る可能性につき考察することである。まず国際資本移動については、経常収支は企業構造改革を背景とした企業の資金不足幅の縮小により黒字から赤字に基調が変化した、外国人証券投資収支は外国人株式投資に係る規制緩和により流入超幅が拡大した、その他投資収支に関しては銀行借入が急激に流出するリスクが依然として残っているとの点を示すことができる。また経済構造の脆弱性が解消したことに加えて、通貨危機回避のための環境整備がなされていることから、韓国が再び通貨危機に陥る可能性は低いと言える。

キーワード：韓国 国際収支 構造改革 規制緩和 通貨危機

韓国は 1997 年 12 月に通貨危機に直面し、急激な資本流出に見舞われ、IMF の支援と引き換えにその管理下に入った。しかし危機以降 10 年を経て、危機発生の原因となった経済構造の脆弱性を克服した。また危機前から計画的に緩和してきた資本移動に係る規制について危機を契機にそのほとんどを撤廃した。その結果、国際資本移動の基調が変化したとともに、対外要件の悪化によって通貨危機に陥るリスクが低下した。本稿の目的は、主に危機以降における国際資本移動の基調変化を整理した上でその要因を明らかにすること、再び通貨危機に陥る可能性につき考察することである。本稿では、まず第 1 節で危機前後の国際資本移動の基調変化について国際収支の動きから整理する。そして第 2 節では経常収支の基調変化が生じた理由について検討する。また第 3 節では資本収支について、外国人ポートフォリオ投資収支、居住者ポートフォリオ投資収支、その他投資収支に焦点を絞った上で、基調変化とその背景を明らかにする。さらに第 4 節では 2008 年に発生した世界的な金融不安の影響を韓国が強く受けた理由と通貨危機発生の可能性につき考察したい。

1. 国際収支の変化

国際資本移動の大まかな変化を把握するため国際収支の動きを確認する。まず通貨危機以前は経常収支が赤字基調で推移しており、特に 1996 年には GDP 比¹で 3.7%にまで達していた（図 1）。またその一方で、資本収支は経常収支の赤字幅に概ね見合う額で流入超となっていた。しかしながら危機以降は経常収支が黒字基調に転じる中、資本収支の流入超基調には変化がなかった。ただし 2008 年には経常収支は赤字に、資本収支は流出超に転じている。

次にもう少し詳細に経常収支と資本収支の動きを見ていく（詳細な数値は章末に添付した参考表を参照のこと）。まず経常収支の黒字化は商品収支²の動きによるものであり、これは輸入の相対的な停滞により生じている。輸入の GDP 比は通貨危機前に急速に高まり、95 年以降は 20%を超えたが、98 年には 14.3%にまで落ち込み、それ以降は徐々に高まった。しかし輸出の GDP 比は危機以降大きく落ち込むことなく高まり続け、危機以降は輸入が輸出を上回ることはなかった。またサービス収支は 98 年を除き一貫して赤字基調が続いているとともに、危機以降は赤字幅が拡大して、2005 年以降は赤字幅が GDP 比で 1%を超えたなど近年は経常収支の黒字縮小に寄与している。なお所得収支と経常移転収支は赤字あるいは黒字幅が GDP 比で 1%に満たない水準で推移するなど、経常収支の大勢に影響を与えていない。

次に資本収支を詳細に見る（図 2）。まず直接投資は危機前の流出超基調から流入超基調に転じたが、これは対内直接投資が増えたことが要因である。ただし直接投資は流出超、流入超のいずれの場合においても概ね GDP 比で 1%以内にとどまるなど資本

収支の動きに与える影響は小さい。またポートフォリオ投資収支は危機前後とも外国人投資を中心に流入傾向で推移している。そしてその他投資収支は危機前には国内の銀行による借入増を背景に流入超基調で推移したが、危機後は返済が新規借入を上回る形で流出超に転じた。ただし 2006 年以降は、外国人による国内株式の純売却、居住者³の外国株及び債券の純買入のためポートフォリオ投資収支が大幅な流出超に、またその他投資収支が銀行の純借入の急増により大幅な流入超を記録している⁴。このように資本収支については、全体で見ると危機前後で動きに変化が見られないが、それを構成する投資項目の動きには基調の変化が見られる。ただし変化した基調が危機以降一貫しているわけではない。

2. 経常収支の基調変化とその要因

まず通貨危機以降に経常収支が黒字基調に転じた要因を考察する。経常収支の決定メカニズムについては様々なアプローチがあるが、ここでは国内部門の資金過不足の変化から見てみよう。国内部門は金融、政府、企業、個人の大きく 4 つの部門に分けることができ、国内部門の資金過不足は海外部門の符号を反転した数値となる。まず海外部門の動きを見ると、危機以前は資金過剰で推移したが、危機以降は逆に資金不足に転じた（図 3）。海外部門の資金過剰は経常収支の赤字、資金不足は経常収支の黒字を意味し、海外部門の資金過不足の基調変化は、経常収支の基調変化と整合的である。そしてその裏の動きとして国内部門が資金不足から資金過剰に転じているが、これをもたらした動きは企業部門の資金不足幅の縮小である。企業部門については、危機以前は平均して GDP 比で 14%程度の資金不足で推移していたが、1998 年以降は 5%程度で推移するなど、資金不足が 10%ポイント近く縮小した。他方、個人部門は 98 年を除き 9%程度の資金過剰で推移していたが、2000 年に入ってから低下する傾向にあり、2003 年以降 3%程度で推移するなど、資金過剰幅が 6%ポイント縮小した。なお政府部門と金融部門の動きにはそれほど大きな変化は見られない。そして企業部門の資金不足縮小幅が、個人部門の資金過剰縮小幅を上回ったことから、国内部門が資金不足から資金過剰に転ずることとなった。

ではなぜ企業部門の資金不足幅が大幅に縮小したのであろうか。この背景には企業構造改革による設備投資の鈍化がある。まず設備投資額の推移を見ると、93 年から 96 年までは年率 6.6%で増加していたが、危機以降大幅に減少した後、2000 年から 2002 年は横ばいとなった。そして 2003 年以降は増加基調に戻ったが、2006 年までの増加率は年率 4.9%にとどまるなど、設備投資は危機を境に鈍化した。そしてこの主な要因としては企業構造改革を挙げることができる。

韓国では危機以降に企業構造改革が行われたが、その一つの柱として財務構造改革が実施された。危機以前の企業部門は過大な負債を抱えており、金利負担が大きかつ

たことから利益率が恒常的に低いとの構造を有していた。具体的には、危機以前（95~97年）の営業利益率は6~8%と先進国と比較しても遜色ない水準であったが、金融費用負担比率が4~6%と高く、経常利益率は低迷していた。そして何らかのショックにより売上高が低下した場合はすぐに赤字に陥るとの脆弱な構造を有していた。

そこで危機後に実施された企業構造改革の一環として、政府は財閥を中心とした企業の財務構造を改善するための措置を講じた。具体的には負債比率を200%以下にするとの目標を設定するとともに、その実現を担保するための仕組みを構築した。政府は財閥に所属する企業⁵が主債権銀行⁶と財務構造改善協定を締結することを法令で義務付け、その協定に負債比率を200%以下にするとの目標とそれを実現するための行動計画を明記させた。そして協定に違反した企業に対しては主債権銀行が貸出を引き上げる等の制裁措置を取ることを要請した。また財閥に所属しない企業に対しても負債比率を200%以下に引き下げるためのインセンティブを設けた。具体的には借入金損費否認制度を導入し、自己資本の5倍を超える借入金に対する利子を損金として認定しないこととして、企業に自主的な負債比率の引き下げを促した。

これら措置の結果、97年には396%に達していた負債比率が、2001年には182%と200%以下に低下するなど政府が設定した目標がマクロで見ても達成された（図4）。なお企業はこの目標を達成するために、設備投資を抑制した上で、利益を負債の償還に充てるとの行動をとることが一般的となった⁷。そして2000年に目標が達成されてからも、企業はこのような行動パターンを継続し、負債比率は2006年には100%を下回るまで低下した。企業構造改革は、企業に設備投資より負債圧縮を優先させたが、これが企業部門の資金不足幅を大きく縮小せしめ、ひいては経常収支の黒字転換をもたらしたとすることができる。

3. 資本収支の基調変化とその要因

資本収支については総じて見れば通貨危機前後で大きな基調変化が見られなかったが、詳細に見れば危機前後で基調変化が確認できるとともに、変化した基調が危機以降一貫したわけでもなかった。そこで危機前後のいずれかの時期において資本収支を主導した、外国人ポートフォリオ投資収支、居住者ポートフォリオ投資収支、その他投資収支について、それぞれの収支に係る危機前後に生じた環境変化と収支の動きとの関係に焦点を当てながら考察していく。

3.1. 外国人株式投資収支

まず外国人ポートフォリオ収支であるがその中でも外国人株式投資収支について見てみよう。外国人株式投資収支に関して通貨危機前後に生じた環境変化は規制緩和である。外国人による国内株式に対する投資については、1992年1月に国内株式市場が

開放され、個別法で禁止されていない上場株式に対する投資が可能となった。ただし銘柄ごとに外国人全体としての取得限度及び一人当たりの取得限度が定められ、それぞれ発行株式数の 10%、3%とされた。そしてこの所得限度は順次引き上げられ⁸、危機発生時の 97 年 12 月 30 日には、それぞれ 55%、50%となっていた。そして危機直後の 98 年 5 月には外国人全体としての限度、一人当たりの限度がともに完全に撤廃された⁹。

この規制緩和の影響等を背景に、外国人株式投資収支は危機以前から一貫して流入超が続き、特に危機以降は投資自由化の影響もあり GDP 比で 1%以上となる年も多くなった。ただし 2006 年には流出超に転じ、2007 年 2.4%、2008 年 3.3%との大幅な流出超となった。なお危機以降しばらく続いた外国人株式投資収支の流入超基調により、外国人の国内株式保有割合が高まった。上場株式の保有割合(金額ベース)を見ると、92 年末には 4.9%に過ぎず、97 年末でも 14.6%にとどまっていたものの、2000 年末には 30.1%、2004 年末には 42.0%に達した。そしてその後は若干割合が低下したものの、2006 年末でも 37.3%と高い比率となっている(金融監督委員会：2007)。なお上場株式の時価総額も急増したため、外国人による上場株式保有額の GDP 比は、99 年末には 14.5%、2005 年末には 32.1%と、97 年末の 2.1%、また危機前のピークである 94 年末の 4.5%と比べても格段に高くなった。

そしてこのような外国人の国内株式保有比率の高まりによって、外国人の株式投資資金流出入が株価に与える影響が大きくなり、それにともない株価変動要因も変化した。まず外国人株式投資の動きが国内の株価に与える影響については、98 年に外国人株式投資限度が完全に撤廃されてから外国人の株式投資資金流出入額と総合株価指数の関係が強まった点が先行研究で指摘されている¹⁰。またユンサンギュー・ペジェス(2007)は、外国人株式投資資金の流出入を決定する要因を VAR モデルにより定量的に把握し、外国人株式投資の流出には、米国債券に対する投資額、国内株価上昇率、米国金利水準、流入には、株価指数先物価格、米国金利、MSCI 韓国投資比重の影響が大きいとした。またコンスニョン(2006)は、米国ダウ指数と韓国総合株価指数(KOSPI)の関係を分析し、危機以降両指数間に関係が見られるようになった点を指摘した。そして以上を総合的に判断すると、危機直後の外国人株式投資限度の撤廃により、韓国の株価は国外の要因に強く影響されるようになったと判断することができる。またチェチャンギュー(2005)は、日次データを利用して株価収益率の変動性を分析した結果、外国人の取引比重が高まるとともに株式収益率の変動性が高まったとした¹¹。

なお KOSPI は、外国人の投資資金が流入したこと等を背景として、騰落を繰り返しながらも上昇傾向で推移し、2007 年には危機前における年平均のピークである 94 年の 966 ポイントを大きく上回る 1,713 ポイントとなり、10 月の平均は 2,005 ポイン

トに達した。しかしながら同年 11 月より KOSPI は下落し始め、特に 2008 年 9 月からは大暴落し、同月の平均は 1,447 ポイントであったが、11 月には 1,074 ポイントにまで下落した。これは米国株価の急落に引きずられた現象と言えるが、危機以降は外国人株式投資の拡大により、韓国の株式市場、ひいては経済全体がグローバル経済の影響をより強く受けるようになったと判断できる。

3.2. 外国人債券投資収支

次に外国人債券投資収支を見る。外国人による国内債券に対する投資については債券市場が十分に成熟しておらず内外金利差も大きかったことから通貨危機以前は株式投資以上に強く規制されてきた（Kim et al：2001、呉鎬一・朴相元：1997）。よって危機発生までは多くの規制が残っていたが¹²、危機に直面していた 1997 年 12 月には大幅な規制緩和が行われた。すなわち上場された会社債、国公債及び特殊債について外国人の投資が全面的に許容された。そして 98 年には残っていた RP 取引や非上場債券への投資規制も完全に撤廃された。このように国内債券市場に対する外国人による投資は、通貨危機の前後で、概ね全面的に規制されている状態から規制が撤廃された状態へと大きな変化が生じた、

また韓国の債券市場は危機以降拡大した。97 年末の発行残高は GDP 比で 45.3%であったが、98 年には 69.4%に跳ね上がり、その後も徐々に高まり続け、2005 年には 93.0%となった。98 年に債券市場が拡大した背景としては以下の 2 点を挙げることができる。一つは国公債残高の急増であり、公的資金の調達のための政府保証債の発行に加え、歳入減を補填するための赤字国債の発行、不胎化政策のための通貨安定債券の発行が主な要因である。二つは金融危機にともなう銀行の資金仲介機能の弱まりを背景とした、財閥の会社債大量発行である。ただし会社債市場は財閥の流動性危機が相次いだこと等から 2003 年以降は大幅に減少し、それ以降の債券市場の拡大は国債及び通貨安定債によるものである。

以上のように債券市場は、通貨危機を境に外国人投資規制が完全撤廃され、また規模も拡大したが、外国人の債券投資は株式投資のように拡大することはなく長らく低調な状態が続いた。株式の外国人保有比率は 2002 年末には 36.0%に達するなど規制撤廃を境に大幅に高まったが、債券の外国人保有比率は 0.11%にとどまっていた（金融監督委員会：2003）。この要因として楊斗鏞・金恩京（2003）は、99 年以降は韓国債券の収益率が高くなかった¹³、米国債券価格と韓国債券価格の変動に正の相関関係があるため韓国債券は分散投資の対象としての魅力に乏しかった、韓国債券は流動性リスク及び信用リスクが高かったといった点を指摘している。

しかし 2007 年には外国人の債券投資が急増するなど基調の変化が見られた。2006 年までは債券の外国人保有比率は 1%に満たない水準で推移してきたが、2007 年中盤

から急上昇して 2008 年には 5.8%に達した¹⁴。その結果、2007 年における外国人債券投資収支の流入超は GDP 比 4.9%とそれ以前と比べ急激に高まった。ただしこの動きは韓国債券に係る裁定取引によって確実な利益が得られたことに起因する。ウォン建て債券金利が通貨スワップ金利（CRS 金利）を上回る場合、投資家は裁定取引によりその差（以下「裁定取引誘因」とする。）に投資額を乗じた金額分の利益を得ることができる¹⁵。ヤンヤンヒョン（2008）は、裁定取引誘因¹⁶が 2006 年 4~6 月から 2007 年 1~3 月の間に 10~20bp から 30bp 内外に小幅拡大した後、2007 年 7~9 月より大幅に拡大し、2007 年 7~9 月に 141bp、10-12 月に 277bp となった後、2008 年 1~4 月に 150~300bp、5~6 月に 100~200bp と高水準を維持したと指摘した上で、これが外国人の韓国債券への投資急拡大の原因となったとした。なお通常は裁定取引は短期間のみ可能であるが、ウォン先物の大幅な供給増¹⁷、国際金融市場の混乱を背景とした外貨資金の供給減により、裁定取引誘因が長期間高水準で維持されたと指摘されている（ヤンヤンヒョン・イヘリム：2008）。しかし裁定取引誘因が縮小したことに加え外国人保有債券の満期到来等により、2008 年 9 月以降は外国人債券投資収支は大幅な流出超が続いている。つまり裁定取引が可能であったとの環境によって、外国人債券投資収支は 2007 年以降大規模な流入超また流出超と短期間に大きな基調変化を繰り返した。しかしこの現象はウォンへの外国人のアクセスが制限されており先物為替レートの形成が完全ではないことに起因したものであり、韓国の債券市場自体の構造変化によるものではない。韓国債券市場の構造のみを見ると、外国人投資家にとって未だ魅力に乏しく、資本移動全体に大きく影響するには至っていないと判断できる。

3.3. 居住者ポートフォリオ投資収支

居住者ポートフォリオ投資収支は外国人の同収支とは違い資本移動全体に対して大きな影響を与えてこなかった。居住者の海外ポートフォリオ投資は通貨危機以前においても順次自由化が進められてきた。まず 1985 年には証券会社が国内法人の発行する外貨表示の債券及び DR を、証券会社ごとに発行額の 1%あるいは 100 万ドルまで引き受けることが可能になった。そして 88 年には証券会社は 3,000 万ドル、投資信託会社、保険会社等その他の機関投資家は 1,000 万ドルを限度に自己勘定で海外ポートフォリオ投資が許可された。さらに 94 年には「海外証券投資活性化措置」が発表され、証券会社、投資信託会社、保険会社の投資限度が廃止され、95 年には個人 1 億ウォン、法人 3 億ウォンを限度に一般投資家も海外ポートフォリオ投資が可能となった。そして危機以降の 99 年 4 月には機関投資家の域外ファンド設立が可能とされ、機関投資家の海外ポートフォリオ投資対象制限が廃止された¹⁸。

ただし海外ポートフォリオ投資は以上のような規制緩和が行われても直ちに規模が拡大することはなかったが、2004 年以降は流出超が GDP 比で 1%を超えた。そして

2007 年には 4.7%に急上昇した後、2008 年は 1.9%の流入超に転ずるなど、流出入超の規模が大きくなった。2007 年の大幅な流出超は、2007 年 6 月から 2009 年末までの予定で実施されている海外投資ファンドの譲渡差益分配金に対する非課税措置による¹⁹。これにより投資運用会社の海外株式投資残高は 2006 年末の 149 億ドルから 2007 年末には 733 億ドルと約 600 億ドル増加した²⁰。ただし 2008 年には米国株式市場を始めとした海外株式市場の不振により、9 月末時点で 376 億ドルと概ね半減している。ポートフォリオ投資の動きは危機以前は外国人により主導されてきた。しかし非課税措置の期限切れの後にどのようなようになるか不透明であるものの、今後は居住者による投資も一定の影響を資本移動に与えると考えられる。

3.4.その他投資収支

その他投資収支については銀行借入の動きが重要である。銀行借入は通貨危機以前は流入超が続いており、特に 1994 年から 96 年にかけては GDP 比で 1%を超える流入超となった。そしてこれは企業の投資活動に係る外貨貸出需要等を背景とした銀行の外貨調達が大幅に拡大したためである（韓国銀行国際収支課：1998）。また結果として、銀行の対外借入残高は 94 年末の GDP 比 7.1%から 96 年末には 10.8%に高まった。しかしながら銀行借入は危機を境に流出超に転じ、2001 年末の銀行の対外借入残高は 4.2%にまで落ち込んだ。そしてその後は若干の流入基調で推移した。

ただし銀行借入は 2006 年には GDP 比 3.9%、2007 年には 3.3%の大幅な流入超となり、2008 年は逆に 1.7%の流出超となるなど大きな動きを示した。この結果、2005 年末には GDP 比 5.0%であった銀行の対外借入が 2008 年 9 月末には 12.8%にまで高まった。なおこれを詳しく見ると、借入主体別では上昇幅の 31.5%が国内銀行、68.5%が外銀支店の借入の増加により説明され、また期間別には 94.7%が短期借入の増加により説明される。このような銀行の対外借入の増加をもたらした要因としては、国内造船企業の受注好調、海外証券投資ファンドを通じた居住者の海外投資拡大等を挙げることができる。造船企業の受注は、2005 年は 313 億ドルであったものが、2007 年には 1,015 億ドルに増加したが²¹、造船企業はウォン高による為替差損を回避するため、先物ドル売りを行った。また海外証券投資ファンドを通じた居住者の海外投資が拡大した理由については 3.3.で扱ったのでここでは改めて示さないが、資金運用会社による海外株式投資残高は 2005 年末の 42 億ドルから 2007 年末には 733 億ドルに拡大した。そして資産運用会社も為替差損の回避のため先物ドル売りを行った。これら先物ドル売りは主に国内銀行が買い入れたが、国内銀行は外銀支店と通貨スワップ契約を結ぶか、海外銀行からドル建てで借入を行った上で、受け取ったドルを直物市場でウォンに換えることでポジション調整を行った。なお通貨スワップ契約を結んだ外銀支店は、本店など外国銀行からドルを借り入れた。そして以上で示した取引等の

結果、国内銀行や外銀支店による海外銀行からの借入が急増することになった。ここで注意しなければならない点は、銀行の対外債務は短期借入を中心に増えてはいるものの、借入の裏には返済期日に造船企業や資産運用会社を通じて海外から受け取る予定の外貨があることである。よってこれら借入は、実際には償還負担がない対外債務と考えることができる²²。

なお銀行の借入は 2008 年 9 月までは流入超基調であったが、同年 10 月より一転して大規模な流出超が続いた。この要因としては、世界的な金融危機により外国銀行が資金を回収する動きが強まったことが挙げられるが、これは、外銀本店が在韩国支店から資金の引き揚げを加速している、造船受注や海外投資ファンドの急増が一段落して先物取引が減少していることから、銀行が新規借入を行う必要がなくなっている、償還が必要な銀行の短期対外債務の借り換えが難しくなっていること等による動きである。実際に銀行が抱えている償還負担のある短期対外債務の GDP 比は危機直前ほど高いわけではないが、その多くにおいて借り換えに支障が出ていると考えられ、これを原因として銀行が貸出を引き揚げ、ひいてはクレジットクランチが生ずる可能性がある。そしてその場合には経済に大きな影響が出ることとなる。その他投資収支が急激な流出超となったことが、97 年における通貨危機の直接の原因であるが、危機以降も経済の攪乱要因となるリスクが引き続いていえる。

4.世界金融不安の影響

4.1. 不安定に推移したウォン

サブプライムローン問題に端を発し、リーマンブラザーズ破綻により深刻化した世界金融不安により、韓国経済は大きな影響を受けている。その最も象徴的なものがウォンの急落である。韓国の為替制度は通貨危機以前は管理フロート制が導入されており、1990 年の導入時には 1 日の為替変動制限幅が上下 0.4%とされていた。この制限幅は徐々に拡大され 95 年には 2.25%となり²³、97 年 11 月に一気に 10.0%にされた後、同年 12 月には廃止され、自由変動為替制度に移行した。ウォン・ドルレートの推移を見ると、危機直前までは 1 ドル 800 ウォン前後で安定的に推移してきたが、危機直前より急落し 97 年 12 月 24 日には 1,965 ウォンに達した（図 5）。ただし 98 年上半期にはウォン下落に歯止めがかかった後、99 年から 2004 年の間には 1 ドル 1,100 ウォンから 1,300 ウォンの間を動く展開となり、危機以前より 3 割から 4 割程度減価した水準で安定した。しかし 2005 年以降はウォンが増価傾向となり、2007 年には 1 ドル 900 ウォンに近づくなど危機以前の水準に迫っていた。しかしそのような動きの中、2008 年 3 月にウォン安に転じた後、8 月にはその動きが急激なものとなり、11 月 24 日には 1 ドル 1,509 ウォンと、通貨危機時のような為替急落が生ずることとなった。なお韓国銀行（2009）は、このような急激なウォン安の要因として、グローバルな信

用収縮に対する憂慮、原油価格高騰による経常収支赤字、外国人の株式純売却持続等を挙げており、2008年9月のリーマンブラザーズ破綻以降については、海外金融機関の資金回収による株式純売却幅の拡大、銀行の外貨資金調達困難、国内景気後退懸念が要因に加わったとの見解を示した。このような急激なウォン安傾向は、米国との通貨スワップ協定や政府の政策努力によって2008年12月以降は若干沈静化しているが、いまだに韓国経済が抱える最大のリスク要因となっている。

ではこのような動きがさらに加速し、ひいては97年のような通貨危機が発生する可能性はあるのだろうか。この問に対しては現在のところ可能性は低いと回答することが妥当であると考えられる。この理由としては、危機以降に韓国経済は健全な経済構造に転換しており、対外要件の悪化によって企業部門や金融部門が不安定になるリスクが低くなったこと、危機回避に向けた環境整備が整ったため、海外の投資家が韓国のリスクを嫌い大規模な資本流出が起こっても、しばらくの間は耐えられるようになったことを挙げることができる。

4.2. 危機以降は健全な経済構造に転換

まず危機以降に健全な経済構造に転換したことについてである。通貨危機以前の韓国の経済構造は大きな脆弱性を抱えていた。銀行に係る健全性指標を見ると、現在の基準で見た不良債権比率は危機前には10%を超えて推移していた（図6）。また自己資本比率は公式統計では9%を超えていたが、その基準には問題があり、実際は過小資本の状況であった²⁴。さらに企業部門は過剰な負債を抱えており、固定費用である金融費用の負担の高さから、景気が後退し売上が落ちた場合、直ちに赤字に陥る状況にあった。そして危機直前の経済は、1996年初に始まった景気後退を背景として、97年に幾つかの財閥が続けて破綻し、多くの金融機関が流動性危機に直面するとの状態に陥っていた。つまり経済構造が抱えていた脆弱性が景気後退により顕在化したとの状況となっていた。また経常収支の赤字を資本収支の流入でファイナンスしていたなどの国際収支上の問題等もあり通貨危機が起こる蓋然性が高かった。

しかしながら韓国では通貨危機以降、金融構造改革及び企業構造改革が行われ、経済構造が抱えていた脆弱性が解消された。まず金融構造改革であるが、自己資本比率が基準を満たしていない銀行の再生可能性を判断して再生可能銀行については公的資金を注入、資産管理公社による不良債権の買取、不良債権比率に一律の目標値を設定しその実効性を担保する等の取組を行った。そして公的資金としてはGDPの30%にも相当する150兆ウォンを調達してこれを余さず投入した。その結果として、不良債権比率は2007年末には1%を切る水準にまで下落するとともに、自己資本比率も12%にまで高まった。

企業構造改革については、企業の負債比率に200%との目標値を設定した上で、

銀行に企業財務のモニタリング義務を課す、政府主導で私的整理スキーム²⁵を構築する等の取組を行った。そしてこの結果、企業の負債比率は大幅に下落し、収益構造もドラスティックに改善した。また景気後退が生じて直ちには企業が破たんするといったリスクが低下した。さらに破綻が懸念される企業は早い段階で処理あるいは再生がなされるようになった。このように経済構造が危機前に抱えていた脆弱性は解消され、危機後に健全性が大きく高まった。無論このような構造改革は危機以降一本調子で成し遂げられたわけではなく、99年には大宇財閥の破たん、2000年には現代財閥の流動性危機等が発生するなど幾多もの問題が生じた。しかし現在においては金融部門の健全性は高く、企業部門においても危機前のような連鎖破綻が起こる可能性も小さくなった。

4.3.通貨危機回避のための環境整備

次に通貨危機回避のための環境整備がなされた点についてである。危機前と現在とで大きく異なる点として、十分な量の外貨準備高と、緊急時における協力体制の整備を挙げることができる。まず外貨準備高であるが、通貨危機以前の外貨準備高は極めて不十分であった。外貨準備高は危機以前の1996年末には332億ドルであり短期対外債務の43.8%に過ぎなかった(図7)。しかし外貨保有高は危機以降に経常収支黒字と資本収支流入超が継続したことにより一貫して増加し、2007年末には2,622億となり、短期対外債務比率も一時期よりは低下したものの164%と高水準を維持している。なお2008年末には外貨準備高が2,012億ドルにまで減少し、短期対外債務比率もさらに低下したと考えられるが、それでも十分な水準であろう。

また通貨危機以前は銀行が短期で借り入れた資金を長期で運用するなど期間のミスマッチが生じており、外貨の流動性が不足していた(財政経済部:2007)。具体的な数字を示すと、中長期外貨運用残高に対する中長期外債調達残高の比率が、96年末には62.9%と低い水準であったが、2006年末には127.2%に高まっている²⁶。この比率は80%以上が安全とされており、危機以降はミスマッチも解消されたと言える²⁷。さらに2008年末時点で、韓国はアメリカ、日本、中国の中央銀行とそれぞれ300億ドル規模の通貨スワップ協定を締結しており、これも危機回避に向けた環境として挙げることができる。

そして政府は2008年10月に「国際金融市場不安克服方案」を発表した。この主な施策としては、銀行が2009年6月末まで導入する対外債務に対して、政府が債務発生日から3年間保証することが掲げられている(総事業規模は1,000億ドル)。また政府と韓国銀行が銀行に対して外貨供給を行うこともされており、2008年12月末までに377億ドルが供給された。しかしこのような政策は豊富な外貨準備に裏付けられて始めて可能となるものであり、97年の通貨危機時には実施しようにもできなかった政

策である。

4.4. 対外要件が景気に与える影響が増大

韓国は通貨危機を契機に経済構造がドラスティックに改善し、金融部門及び企業部門が相当程度の対外要件の悪化にも耐え得るようになった。また想定し得る資金流出には十分に耐えられるほどの環境整備がなされており、韓国が流動性危機に陥る可能性は極めて低いと考えられる。ではなぜ外国人投資家は韓国から資金を引き上げているのだろうか。この一つの理由として、危機以降に韓国の経済構造が、資本流出入を通じた金融面でのショック、輸出入を通じた実物面でのショックといった国外からのショックを受けやすくなっていることが背景にある。そのような中、2008 年下半期に世界経済は金融市場が不安定になるとともに世界的に実物経済が委縮したことから、韓国経済が大きな影響を受けるとの懸念を外国人投資家が抱いていると想定される。

まず通貨危機後に資本流出を通じた金融面でのショックを受けやすくなったとの点であるが、4.2.で示したように、韓国の株式市場は外国の株式市場や国際金融情勢と強く連動するようになり、株価の変動を通じて、金融部門の資金仲介機能²⁸、ひいては経済活動に影響を受けるようになった。次に輸出入を通じた実物面でのショックを受けやすくなった点について考察を加えたい。韓国においては対外要件の変化、特に交易条件の変動と世界経済の状況により景気が大きな影響を受け、景気後退の多くはこれら対外要件の悪化に起因する²⁹。そしてこれら対外要件の変化が韓国の景気に与える影響は年々大きくなっている。例えば交易条件について見てみよう。交易条件が悪化すると実質所得が海外に流出することとなり内需の萎縮など経済に悪影響を与える。そのような中、輸出入が GDP に占める割合が年々高まっていることから³⁰、同じ交易条件の変化でも経済が受ける影響は年々高まっている³¹。また交易条件の変化による貿易損益の対前年変化を見ると、危機以降は一貫してマイナスとなっており、マイナス幅が GDP の 5% 近くにも達することも珍しくなくなった（図 8）。そして交易条件の変化による貿易損失が大きくなると、GDP が成長しても国内所得（GNI）が成長しない状況となり、内需萎縮による景気後退を引き起こすこととなる³²。また世界経済が韓国経済に与える影響も、輸出が GDP に占める割合が高まるとともに大きくなっている。

韓国は原油価格高騰による交易条件悪化から景気悪化が懸念されていたが、2008 年の下半期におけるアメリカ・欧州における金融不安、またこれによる世界における景気後退の深刻化は、通貨危機以降世界経済の影響をより受けやすくなった韓国経済に対する先行き不透明感を相対的に高めた。さらに先物市場が未発達である等の理由ではあるが短期銀行借入残高が急増したことも韓国の不透明感を高めるように影響していると考えられる。そして全世界から資金を回収する傾向にある外国人投資家が、投資

先としての韓国のリスクの相対的な高まりを勘案して、より多くの資金を資金を韓国から引き上げるようになったと推測される。

5. まとめ

本稿では、通貨危機以降における国際資本移動の基調変化を整理した上でその要因を明らかにするとともに、再び通貨危機に陥る可能性につき考察した。その結果を示すと以下のとおりである。第一は経常収支が危機後に黒字から赤字に基調が変化したことが確認できるが、この要因としては企業構造改革を背景とした企業の資金不足幅の縮小が挙げられる。第二に外国人証券投資収支については、危機後に流入超幅が拡大したが、これは外国人株式投資に係る規制緩和の結果と言える。また外国人の国内株式保有比率が高まったため、韓国経済は株価の騰落を通して海外の証券市場や金融市場の影響を強く受けるようになった。第三はその他投資収支について、銀行借入が急激に流出するリスクが依然として残っている点である。ただしリスクが顕在化するメカニズムには変化が見られる。危機前は対外要件の悪化に脆弱な経済構造が耐えられず、海外銀行がこれに反応するというものであった。しかし危機後は金融面及び実物面を通じて、経済が対外要件の悪化の影響をより強く受けるようになり、対外要件悪化時に外国銀行が韓国経済の先行きに悲観的となるとのメカニズムが働くようになった。なお 2008 年には全世界的に金融不安及び経済萎縮が生じて韓国経済もその影響を受けているが、経済構造の脆弱性が解消したことに加えて、通貨危機回避のための環境整備がなされていることから、資金流出が続く可能性はあるものの、これに十分耐えられると考えられる。

【参考文献】

（日本語文献）

高安雄一（2005）『韓国の構造改革』NTT 出版

（韓国語文献）

コンスニョン（2006）「外国人株式投資拡大以降の株価変化」『女性政策研究』第2集
第2号 韓国女性経済学会, pp.65-86

金融監督委員会（2003）「2002年12月中外国人投資現況」報道資料（2003年1月10日）

金融監督委員会（2007）「外国人株式投資現況と株価影響」報道資料（2007年3月28日）

金権植（2004）「国内証券市場から国債資本への影響力増大と対応方案」『世界経済フォーラム』2004.6 韓国対外経済研究院, pp. 38-48

楊斗鏞・金恩京（2003）「国内債券に対する外国人投資不振の原因分析」『世界経済フォーカス』2003年6月号 韓国対外経済研究院, pp.6-19

ヤンヤンヒョン（2008）「差益取引誘因と外銀支店及び外国人の国内債券投資に関する分析」韓国銀行報道資料（2008年9月16日）

ヤンヤンヒョン・イヘリム（2008）「差益取引誘因と外銀支店及び外国人の国内債券投資に関する分析」『調査月報』韓国銀行, pp.55-89

呉鎬一・朴相元（1997）「資本自由化の進展と資本収支構造変化」『調査統計月報』1997年12月号 韓国銀行

ユンサンギョ・ペジェス（2007）「外国人株式投資資金流入要因分析」『調査統計月報』2007年9月号 韓国銀行

財政経済部「通貨危機以後10年、国際金融分野はどのように変わりました」報道資料（2007年11月21日）

チェチャンギョ（2005）「外国人株式取引と株価収益率の変動性」『経済研究』第23巻第2号 韓国経済通商学会, pp.45-69

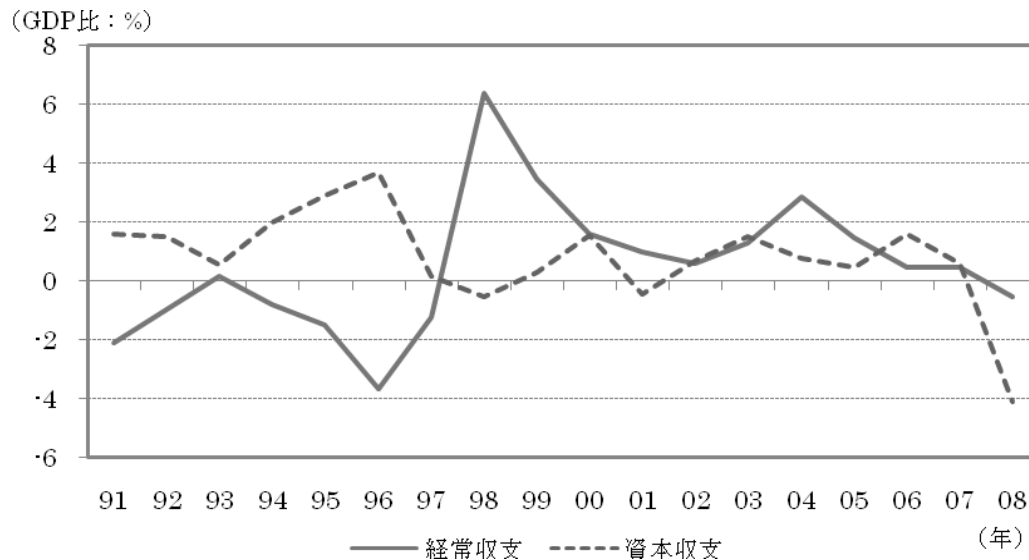
韓国銀行（2007）『韓国の外国為替制度と外国為替市場』

韓国銀行（2009）「2008年中外貨市場動向」報道資料（2009年1月29日）

（英語文献）

Kim Sonyoung, Kim H. Sunghyun, Wang Yunjong (2001) “Capital Account Liberalization and macroeconomic Performance” Korea Institute for International Economic Policy.

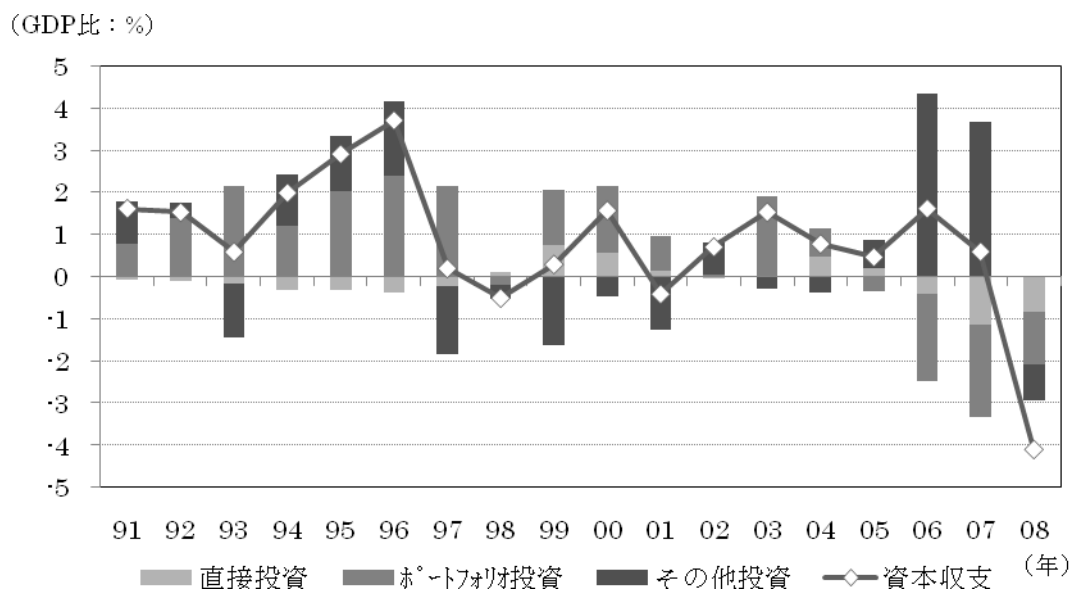
(図1) 経常収支及び資本収支の推移



(出所) 韓国銀行データベース等により筆者作成。

(備考) GDP 比を求めるに当たりドル表示の GDP を使ったが、これはウォン表示の数値を OECD が公表している購買力平価基準のウォン・ドルレートで除することで求めた。ただし 2008 年については 2007 年から政府の実績見込み実質成長率である 3.6% 成長したと仮定した。

(図2) 資本収支流入の内訳

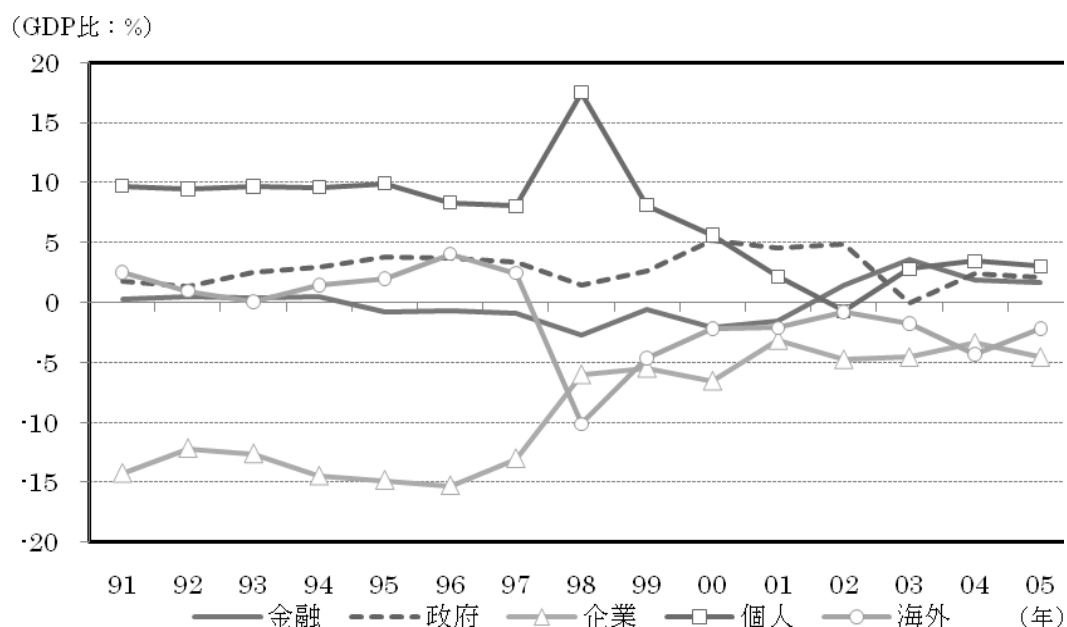


(出所) 韓国銀行データベース等により筆者作成。

(備考) 1. 図1と同じ。

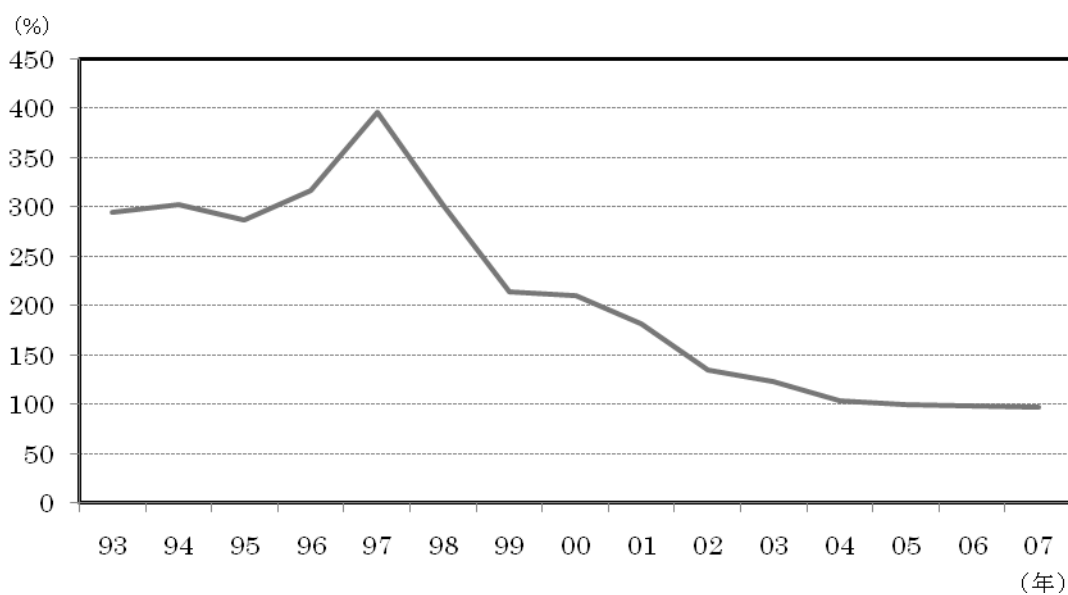
2. 上記3項目の他、派生金融商品及びその他資本収支があり、3項目の収支の合計と資本収支は一致しない。

(図3) 国内部門及び海外部門の資金過不足



(出所) 韓国銀行データベース等により筆者作成。

(図4) 負債比率の推移

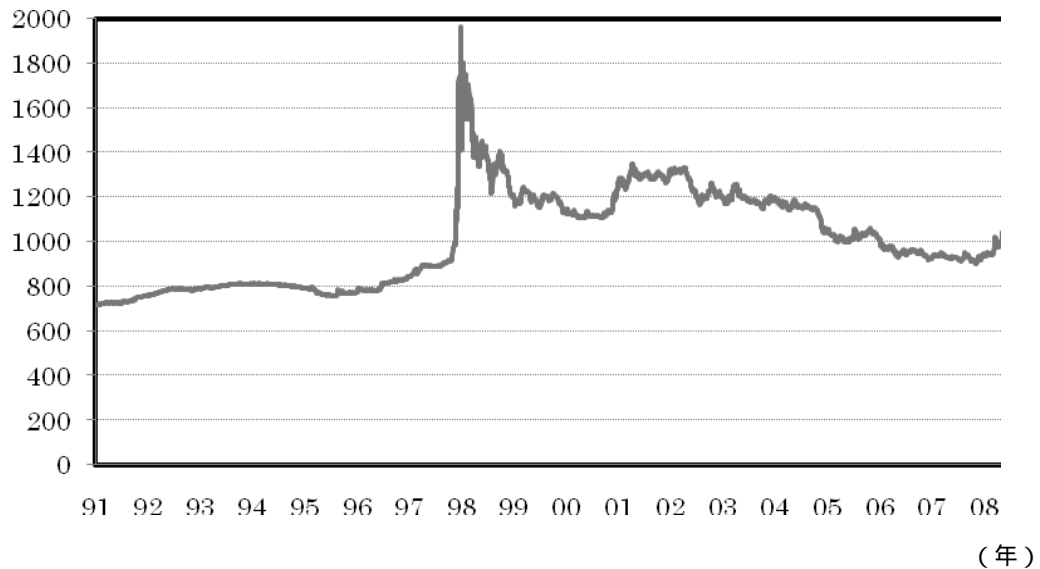


(出所) 韓国銀行「企業経営分析」(各年号)により筆者作成。

(備考) 製造業の数値。

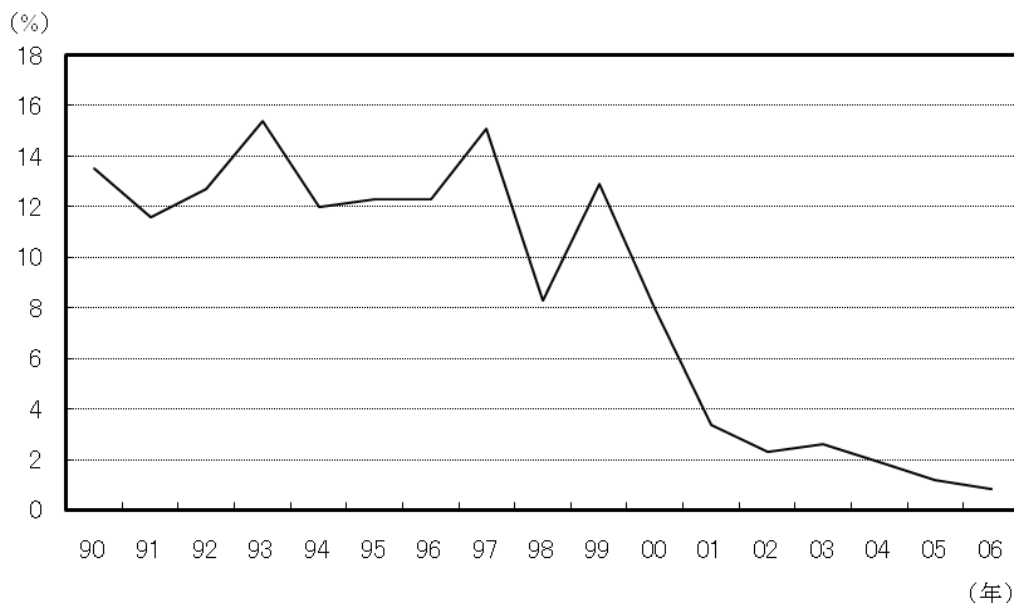
（図５）ウォン・ドルレートの推移

（ウォン/ドル）



（出所）韓国銀行データベース等により筆者作成。

（図６）一般銀行の不良債権比率

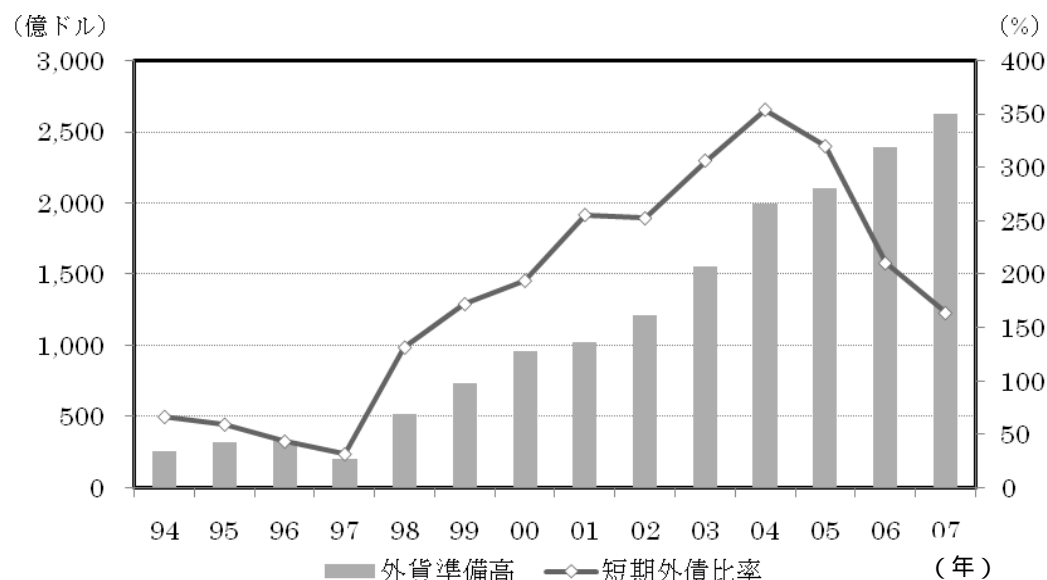


（出所）1997 年までは高安[2005]の 15 ページ、それ以降は金融監督委員会報道資料等により筆者作成。

（備考）1. 一般銀行ベース。年末基準。

2. 不良債権は、97 年以前は要注意以下与信、98 年は無収益与信、99 年以降は FLC 基準。

（図 7）外貨準備高及び短期外債比率

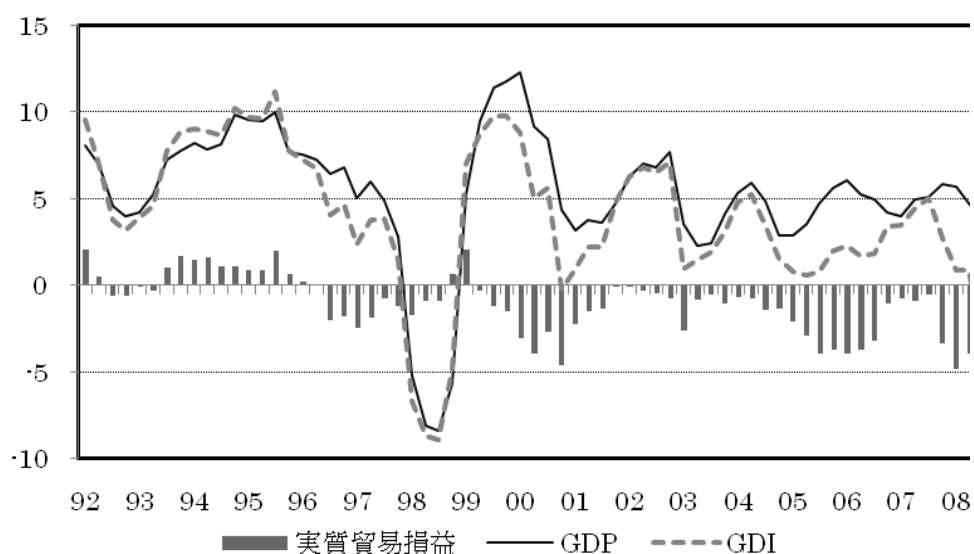


（出所）韓国銀行データベース等により筆者作成。

（備考）1. 短期外債比率は為替保有高を短期外債残高で除すことで算出。

2. 年末基準。

（図 8）GDP 及び GDI の成長率の差と交易条件変化による影響



（出所）韓国銀行データベース等により筆者作成。

(備考) 1. 実質貿易損益は交易条件変化による実質貿易損益の前年からの変化の GDP 比。
2. GDP と GDI は対前年同期比。

(参考表)

経常収支関連

(GDP 比: %)

	経常収支	商品収支	輸出・輸入		サービス収支	所得収支	移転収支
			輸出	輸入			
1991	-2.1	-1.7	17.7	19.5	-0.5	0.0	0.2
1992	-0.9	-0.4	17.7	18.1	-0.7	-0.1	0.3
1993	0.2	0.5	17.5	17.1	-0.5	-0.1	0.3
1994	-0.8	-0.6	18.3	18.9	-0.3	-0.1	0.2
1995	-1.5	-0.8	21.6	22.4	-0.5	-0.2	0.0
1996	-3.7	-2.4	20.6	23.0	-1.0	-0.3	0.0
1997	-1.2	-0.5	20.7	21.2	-0.5	-0.4	0.1
1998	6.4	6.6	20.9	14.3	0.2	-0.9	0.5
1999	3.5	4.1	20.7	16.7	-0.1	-0.7	0.3
2000	1.6	2.2	22.8	20.6	-0.4	-0.3	0.1
2001	1.0	1.6	18.4	16.8	-0.5	-0.1	0.0
2002	0.6	1.7	18.4	16.7	-0.9	0.0	-0.2
2003	1.3	2.4	21.7	19.3	-0.8	0.0	-0.3
2004	2.9	3.8	26.3	22.4	-0.8	0.1	-0.2
2005	1.5	3.2	28.1	24.9	-1.3	-0.2	-0.2
2006	0.5	2.5	29.8	27.3	-1.7	0.0	-0.4
2007	0.5	2.3	31.5	29.2	-1.6	0.1	-0.3
2008	-0.5	0.5	34.8	34.3	-1.3	0.4	-0.1

資本収支関連

(GDP 比: %)

	資本収支	直接投資	ポ-トフォリオ投資収支				
				居住者		外国人	
				株	債券		
1991	1.6	-0.1	0.8	0.0	0.0	0.0	0.7
1992	1.5	-0.1	1.4	0.0	0.0	0.0	1.4
1993	0.6	-0.2	2.2	-0.2	0.0	-0.2	2.4
1994	2.0	-0.3	1.2	-0.5	-0.1	-0.4	1.7
1995	2.9	-0.3	2.0	-0.5	0.0	-0.5	2.5
1996	3.7	-0.4	2.4	-1.0	-0.1	-0.9	3.4
1997	0.2	-0.2	2.1	0.2	0.0	0.2	2.0
1998	-0.5	0.1	-0.2	-0.3	0.0	-0.3	0.1
1999	0.3	0.7	1.3	0.2	0.0	0.2	1.1
2000	1.6	0.6	1.6	-0.1	-0.1	0.0	1.6
2001	-0.4	0.1	0.8	-0.7	-0.1	-0.6	1.5
2002	0.7	0.0	0.0	-0.6	-0.2	-0.4	0.6
2003	1.5	0.0	1.9	-0.6	-0.2	-0.4	2.5
2004	0.8	0.5	0.7	-1.2	-0.4	-0.8	1.9
2005	0.5	0.2	-0.3	-1.7	-0.4	-1.4	1.4
2006	1.6	-0.4	-2.1	-2.8	-1.4	-1.4	0.7
2007	0.6	-1.2	-2.2	-4.7	-4.4	-0.3	2.5
2008	-4.1	-0.9	-1.2	1.9	0.5	1.3	-3.1

資本収支関連(継続)

(GDP 比 : %)

	ポートフォリオ投資収支				その他投資収支		
	外国人				外国人		
	株	(流入)	(流出)	債券		銀行借入	
1991	0.1	0.0	0.0	0.7	1.0	1.8	1.0
1992	0.6	0.6	-0.2	0.8	0.4	1.1	0.4
1993	1.4	1.6	-0.4	1.0	-1.3	-0.3	0.1
1994	0.7	1.6	-1.3	1.0	1.2	2.6	1.5
1995	0.7	1.7	-1.3	1.8	1.3	3.7	1.8
1996	0.9	2.0	-1.3	2.5	1.8	3.9	1.5
1997	0.4	1.9	-1.8	1.6	-1.6	0.4	-1.4
1998	0.6	2.0	-1.4	-0.5	-0.3	-1.4	-1.0
1999	1.7	6.2	-5.4	-0.6	-1.6	-1.3	0.2
2000	1.7	8.1	-6.5	-0.1	-0.5	-0.1	-0.6
2001	1.2	5.7	-4.9	0.2	-1.3	-2.1	-0.4
2002	0.0	8.2	-8.4	0.6	0.8	0.6	0.7
2003	1.6	9.2	-7.8	0.9	-0.3	0.3	0.1
2004	1.0	12.5	-11.5	0.9	-0.4	0.4	0.3
2005	0.3	16.2	-16.3	1.1	0.7	0.9	0.5
2006	-0.8	21.3	-22.5	1.5	4.3	5.1	3.9
2007	-2.4	30.9	-33.4	4.9	3.7	5.1	3.3
2008	-3.3	24.8	-28.2	0.2	-0.9	0.2	-1.7

対外債務関連

(GDP 比 : %)

	対外債務					
		銀行	国内銀行	(短期)	外銀支店	(短期)
1994	17.3	7.1	4.5	3.4	2.7	2.2
1995	20.7	9.0	5.9	4.7	3.1	2.6
1996	25.0	10.8	7.3	6.4	3.5	2.9
1997	26.0	8.2	4.4	3.7	3.8	3.2
1998	25.9	7.0	4.1	2.1	2.9	2.5
1999	21.8	6.1	3.7	2.4	2.4	2.1
2000	19.2	5.1	3.1	2.4	1.9	1.7
2001	15.7	4.2	2.6	1.9	1.6	1.4
2002	15.9	4.6	2.6	1.9	2.1	1.8
2003	17.3	5.1	2.7	2.0	2.3	2.0
2004	17.6	4.8	2.5	2.0	2.3	2.0
2005	18.3	5.0	2.7	2.3	2.2	2.1
2006	23.3	8.6	3.9	3.4	4.7	4.5
2007	31.9	11.3	4.6	3.9	6.7	6.3
2008	34.2	12.8	5.2	4.4	7.6	7.3

(出所) 韓国銀行データベース等により筆者が作成。

(備考) 1. 図 1 と同じ。

2. 対外債務関連は年末ベース。ただし 2008 年は 9 月末ベース。

- ¹ OECD が公表している購買力平価基準である。以下特段の表記がない場合は購買力平価基準の GDP 比とする。
- ² 「商品収支」とは韓国における収支概念であり、「貿易収支」に相当する。
- ³ 韓国銀行は「内国人」としているが、本稿では「居住者」と記す。
- ⁴ ただし 2008 年には再び流出超となった。
- ⁵ 銀行が 2,500 億ウォン以上の信用供与を行っている企業集団である。
- ⁶ 当該財閥に最も債権を有する銀行が主債権銀行として指定される。
- ⁷ 負債比率を引き下げるためには、負債を圧縮する方法の他に、増資により自己資本を増加させる方法があり、1999 年には多くの財閥が後者の方法を利用した。しかし 2000 年以降は徐々に負債の圧縮が行われるようになった（高安：2005）。
- ⁸ 外国人全体としての限度は 1994 年 12 月に発行株式数の 12%、95 年 6 月 15%、96 年 4 月 18%、同年 10 月 20%、97 年 5 月 23%、同年 11 月 26%、同年 12 月（12 日）50%に、また一人当たり限度は 96 年 4 月に 4%、同年 10 月 5%、97 年 5 月 6%、同年 11 月 7%、同年 12 月（12 日）50%に引き上げられた。
- ⁹ ただし韓国電力、デーコム、韓国通信、SK テレコム、大韓航空、韓国ガス公社等の公益サービスを提供する企業の株式には外国人の株式取得に係る限度が設定されている。
- ¹⁰ 例えば金権植（2004）
- ¹¹ ただし金融監督委員会（2007）は、外国人は長期的な投資を行う傾向にあり、外国人の株式保有比率の高まりは株価の変動性を低めたとしている。
- ¹² 1994 年 7 月 1 日には中小企業の無保証転換社債について発行額の 30%、一人当たり 5%まで投資が可能となった。その後 97 年 6 月には大企業の無保証転換社債について発行額の 30%、一人当たり 6%まで投資が可能となり、また中小企業の無保証一般会社債も発行額の 50%まで投資が可能になった等の規制緩和が行われた（楊斗鏞・金恩京：2003）
- ¹³ 韓国の国債収益率の低下及びウォン・ドル為替ヘッジ費用の高まりにより、韓国債券投資による収益率が米国債券投資による収益率を韓国債券投資へのリスクを補償するほどに上回らない状態であったことによる（楊斗鏞・金恩京：2003）
- ¹⁴ 現代証券「Bond Focus」2008 年 7 月 22 日号 2 ページ（図 2）から判断した。
- ¹⁵ ヤンヤンヒョン・イヘリム（2008）はこの裁定取引のメカニズムを以下の ~ のように解説している。海外で米ドル資金を借り入れ利子を支払う（LIBOR）、スワップ市場で韓国の銀行との CRSPay 取引により決められた為替レートでドルをウォンに転換、ウォンで韓国債券を購入し利子受取、債券満期到来時に元本及び利子を受取、通貨スワップ金利（ウォン建て固定金利）を支払うとともに米ドル建て金利（LIBOR）を支払い、当初交換した金額の米ドルとウォンを交換、受け取った米ドルで借入金を償還するとともに借入金利（LIBOR）を支払う。
- ¹⁶ 3 か月物金利で計算した数値。以下同じ。
- ¹⁷ 世界的な造船業の好況により韓国企業も受注が大幅に増加する中、為替リスクをヘッジするため、銀行は先物のドル売りウォン買取引を大幅に拡大した（ヤンヤンヒョン・イヘリム：2008）。
- ¹⁸ 居住者ポートフォリオ投資規制緩和の歴史については韓国銀行（2005）を参考とした。
- ¹⁹ これまでは 15.4%の税率で課税されていた。
- ²⁰ ヤンヤンヒョン（2008）は、非課税措置の他、グローバル証券市場好調による海外ファンド投資に対する関心の高まり、2006 年 3 月における間接投資機関の海外ファンド資限度拡大（例えば一般海外投資ファンドの投資限度は資産総額の 5%以内から 20%以内に拡大された）も要因として挙げている。
- ²¹ 造船企業の受注額は主要企業によるもの。数値はヤンヤンヒョン（2008）より引用した。
- ²² 韓国銀行報道資料「最近の外債動向に対する評価」（2008 年 6 月 17 日）では通貨危機以前の外債増加は経常収支赤字を補填するための借入増加によるものであったが、2006~2007 年の外債増加は相当部分未来の収入の基づいたものであることを考慮する必要があるとした（造船・重工業企業の先物純売渡関連が約 470 億ドル、海外証券投資家の先物純売渡関連が約 590 億ドル）。また金融委員会報道説明資料「Financial Times, “Sinking feeling” 記事（08.10.14 日）関連」（2008 年 10 月 14 日）では、1,750 億ドルの短期外債のうち約 600~700 億ドルが先物為替に関連するもので、特に借換の必要がないとされている。
- ²³ 1991 年 0.6%、92 年 0.8%、93 年 1.0%、94 年 1.5%と拡大された。
- ²⁴ 詳しくは高安（2005）を参照のこと。
- ²⁵ 具体的にはワークアウト及び企業構造改革促進法である。
- ²⁶ 2006 年末の数値は総合金融会社も含む。
- ²⁷ 数値は財政経済部（2006）から引用した。

²⁸ 株価下落は金融機関の株式評価損を通じて自己資本を減少せしめる。その場合、銀行は自己資本規制をクリアするために貸出を抑制することとなる。

²⁹ 例えば 1996 年に始まった景気後退は、半導体の国際価格の急落に基づく交易条件の悪化がきっかけであり、また 2001 年に始まった景気後退は、原油価格高騰による交易条件の悪化と米国景気後退がきっかけである。

³⁰ 実質輸出の対 GDP 比は、1990 年には 28.0%であったが、95 年には 28.8%、2000 年には 40.8%、2008 年には 45.6%と特に通貨危機以降高まっている。

³¹ 詳しくは高安（2005）192~194 ページを参照のこと。

³² 消費や設備投資は GDP ではなく GDI の影響を受ける。