

## 第1章 韓国外為市場の概要

### 1. 韓国の為替制度の変遷

韓国の外為制度の創設は、1961年に制定された外国為替管理法に遡ることができる。この法律は同国初の5カ年計画が62年から始まるのに先がけ、外国資本を可能な限り効率的に利用し、経済発展につなげることを目的に制定された。

政府は外国為替管理を厳格に行い、73年春に先進各国が変動相場制に移行した後も、ウォンの対ドルレートは1ドル=484ウォン（74年12月～）に固定されていた。

80年、ウォンは1ドル=580ウォンに切り下げられた後、複数通貨バスケット制を採用した。依然として厳しい国の管理下にはあったが、これは為替制度の自由化措置として位置付けることができる。

その後、為替制度の一層の柔軟化を準備するような動きが進展した。80年代後半に韓国政府は経常収支黒字が定着してきたと判断し、88年にIMFの14条国から8条国に移行した。これにより、経常取引の為替取引に対する制限が撤廃された。因みに、日本が8条国に移行したのは64年であった。また、90年にはGATTに加盟し、輸入クォータを廃止した。

こうした自由化の動きを反映して、1990年3月に複数通貨バスケット制にかわり、市場平均為替レート制に移った。この制度は外国為替市場での需給で為替レートが決まることになっていたが、一日の変動幅は狭い範囲に限定されていた。変動幅は当初の±0.4%から徐々に拡大し、95年12月には±2.25%にまで拡大した。

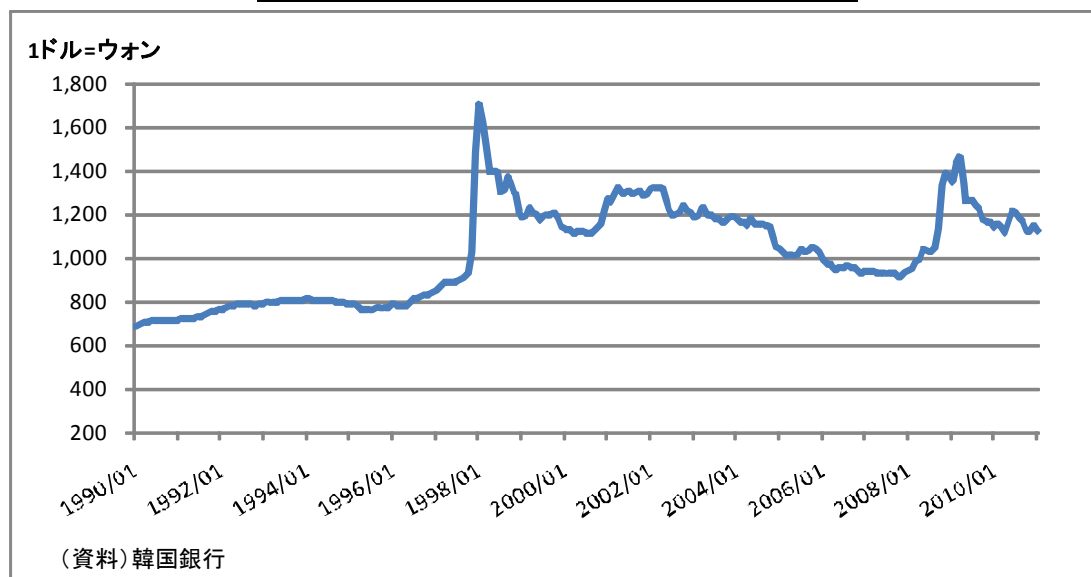
この時期（90年から96年まで）の為替レートの動きを振り返ると、7年かけて対ドルでの減価率は2割ほどであり、年率換算すると3.2%である。よって、この時期の為替制度は実質的な「ドル・ペッグ制」であったと言われている。

図表 1-1 為替レートの変動許容幅の推移

	'90/3/2	'91/9/2	'92/7/1	'93/10/1	'94/11/1	'95/12/1	'97/11/20	'97/12/16
変動幅	±0.4%	±0.6%	±0.8%	±1.0%	±1.5%	±2.25%	±10.0%	廃止

(資料) 韓国銀行

図表 1-2 ウォンの対米ドルレートの推移



しかし、97年7月以降、アジア通貨危機が発生し、それは韓国にも波及した。同年11月に変動幅を±10%に拡大したものの、韓国は同年12月16日をもって変動幅バンドを放棄し、自由変動為替レート制に移った。

IMFの「Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions」による事実上の(de facto)為替相場制度の分類によると、韓国は、最も伸縮性の高い変動相場制である自由変動為替制(2007年まではIndependently floating、2008年にはFree floatingと呼称)になったが、2009年5月1日、当局の介入に関する情報が非公開であることを理由に、「自由フロート制(Free floating)」から「フロート制(Floating)」に分類が変わった。

介入に関する情報は公開されていないため、報道ベースであるが、2010年については、少なくとも39回の介入報道があり、頻繁に介入が行われた模様である。

ちなみに自由フロート制とされている国は30カ国で主要先進国のほかに、チリ、チェコ、ポーランド、トルコ等が含まれている。フロート制とされた国は38カ国で、米国、日本などの先進国のほか、新興国については、インド、パキスタン、タイ、フィリピン、ハンガリー、ルーマニア、ブラジル、コロンビア、アルゼンチンなどが含まれる。

## 2. 現在の為替市場の概要（規模、参加者等）

### (1) オンショア市場

韓国の外国為替市場では、米ドル／ウォン取引がほとんどを占める。日本円／ウォンの銀行間市場は、1996年10月に通貨当局主導で創設されたが、取引がほとんど行われなかったため自然消滅している。2007年9月には、ブローカー経由のスポット取引の一部上限金額は撤廃された。スポット取引以外を仮に関連金融派生商品（デリバティブ）と総称することになると、先物為替取引、NDF、通貨オプション、通貨スワップなどがある。

従来の特徴としては、スポット取引の比率が高いことが挙げられていたが、近年では為替リスク・ヘッジのニーズが高まるにつれて、スポット取引の比率は徐々に低下し、為替スワップを含むデリバティブ取引が増えている。特にスワップ取引は、2007年67億ドル、2008年92.3億ドル、2009年105.3億ドルと大きく増加し、スポット取引を上回る規模となっている（図表1-3）。これらの、先物為替取引、スワップ取引などの取引増大の要因は、資本・為替取引の自由化、国内企業や投資家による為替リスク・ヘッジの需要の増加等が挙げられる。

なお、ウォンのスポット取引は、ほとんどが民間ブローカーを通じて行われており、銀行間のダイレクト取引はあまり行われていない。一方、先物為替取引は、ブローカーが仲介業務を行っているが、ダイレクト取引も行われている。

図表 1-3 韓国の為替市場規模の変遷

（単位：億ドル、1日平均）

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
スポット	26.1	39.0	45.2	63.6	82.5	78.1	58.3
フォワード	0.1	0.2	2.0	4.0	7.5	9.1	4.6
スワップ	10.6	15.3	26.3	27.1	67.0	92.3	105.3
その他	1.4	2.8	7.9	17.1	40.1	51.6	43.7
合計	38.2	57.3	81.4	111.8	197.1	231.1	211.9

（資料）韓国銀行

世界の為替取引高における韓国のシェアをみると、98年0.2%、2001年0.6%、2004年0.8%、2007年0.8%、2010年0.9%と増加し続けている（図表1-4）。日本を除くASEAN+3（中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）の合計でも、1998年の11.2%から2010年の11.7%とわずかながら増加している。

また、通貨別内訳をみても、韓国ウォンは2001年0.80%、2004年1.14%、2007年1.16%、2010年1.51%と増加している（図表1-5）。日本円のシェアは2001年の23.53%から2010年の18.97%へと低下しているが、日本を除く

ASEAN+3 の合計も 4.42% から 6.40% へと増加している。

このように韓国の外為市場や韓国ウォンの外為取引高の世界に占めるシェアは上昇が続いており、これは韓国の経済や国際取引の拡大を反映したものである。

図表 1-4 世界の外国為替取引に占める東アジアのシェア

(4月の1日の取引量の平均)

(年)	1998	2001	2004	2007	2010
世界全体(10億ドル)	2,099	1,692	2,608	4,281	5,056
シェア(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
日本を除く先進国	79.2	76.1	77.6	78.2	78.1
米国	18.3	16.1	19.1	17.4	17.9
英国	32.6	32.0	32.0	34.6	36.7
英国を除く西欧	23.9	21.9	19.8	20.3	18.3
ASEAN+3(日中韓)を除く新興・発展途上国	2.6	3.6	4.2	4.7	4.1
ASEAN+3(日中韓)	18.2	20.3	18.2	17.1	17.8
ASEAN+3(日本を除く)	11.2	11.2	10.3	11.3	11.7
中国	0.0	0.0	0.0	0.2	0.4
香港	3.8	4.0	4.1	4.2	4.7
インドネシア	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
日本	7.0	9.0	8.0	5.8	6.2
韓国	0.2	0.6	0.8	0.8	0.9
マレーシア	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
フィリピン	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
シンガポール	6.9	6.1	5.1	5.6	5.3
タイ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

(注) 54カ国をカバー。下記資料に基づき計算。

(資料) BIS, Triennial Central Bank Survey

図表 1-5 世界の外為取引の通貨別内訳

(4月、月中平均値、%)

(年)	2001	2004	2007	2010
米ドル	89.86	88.01	85.60	84.86
ユーロ	37.91	37.41	37.04	39.06
日本円	23.53	20.83	17.25	18.97
英ポンド	13.05	16.50	14.87	12.88
スイス・フラン	5.98	6.03	6.82	6.36
ASEAN+3(日本円を除く)	4.42	4.30	6.02	6.40
香港ドル	2.24	1.76	2.70	2.36
シンガポール・ドル	1.05	0.91	1.17	1.42
韓国ウォン	0.80	1.14	1.16	1.51
中国人民元	0.01	0.10	0.45	0.32
ダイ・バーツ	0.15	0.20	0.20	0.19
マレーシア・リングギット	0.07	0.05	0.13	0.28
フィリピン・ペソ	0.04	0.04	0.11	0.17
インドネシア・ルピア	0.05	0.11	0.11	0.15
全通貨	200.0	200.0	200.0	200.0

(資料) BIS, Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange

国際的に比較すると、韓国の GDP 対比の為替取引量は、同じく GDP 対比の株式取引量と比べて低い水準であることが分かる。韓国の GDP 対比の為替取引量は 6.1%で、日本の 14.9%や米国の 24.0%と比較すると小さい（図表 1-6）。GDP 対比の株式取引量の水準が、韓国と類似の国（日本、南アフリカ共和国、ノルウェーなど）と比較しても、低い水準となっている。

**図表 1-6 主要国の一日当たり為替取引量と株式取引量（GDP対比）**

（単位：%、GDP対比、一日平均）

	韓国	カナダ	南アフリカ共和国	日本	米国	ノルウェー	オーストラリア	中国
為替取引量	6.1	15.7	10.2	14.9	24.0	13.9	31.0	0.7
株式取引量	0.74	0.37	0.47	0.32	0.50	0.25	0.37	0.64

注：為替取引量の資料は2010年基準、株式取引量の資料は2009年基準  
（出所）IMF、BIS

韓国ウォンの為替取引高について、貿易量（財貨の輸出入の合計）に対する比率を算出すると図表 1-7 のとおり、21.5 倍となっている。これは、世界全体の平均が約 40 倍であり、米ドルが 324 倍、ユーロが 54 倍、ポンドが 144 倍であるのに対し、かなり低い水準である。ASEAN+3 のメンバー国は、日本と香港以外はいずれも世界平均を下回っているが、この背景には、取引に関する書類を徴求されることなどで機動的な為替リスク・ヘッジ機会が制約されている可能性、資本取引に対する規制がそれから生じる為替取引の拡大を制約している可能性、などが考えられる。

図表 1-7 各国通貨の為替取引高の貿易量に対する倍率

	(倍)
全体	38.5
米ドル	323.6
ユーロ	54.1
ポンド	143.6
スイスフラン	159.1
ブラジル・リアル	22.0
インド・ルピー	21.8
メキシコ・ペソ	27.6
ASEAN+3	
日本円	161.9
中国人民元	3.5
香港ドル	51.8
インドネシア・ルピア	6.0
韓国ウォン	21.5
フィリピン・ペソ	14.5
シンガポール・ドル	33.7
タイ・バーツ	6.5

(注)2010年4月平均の1日の為替取引高の2009年の通貨発行国の輸出入合計を243で割ったものに対する倍率。(貿易データは2010年のデータが揃わないため2009年のものとした)

(資料)BIS, *Triennial Central Bank Survey*

## (2) オフショア市場

オフショア市場での為替取引（非居住者銀行と非居住者間の取引）を韓国内（オンショア市場）で決済することは認められていない。これは、オフショア市場で形成された為替レートがオンショア市場へ影響してくることを警戒しているからであろう。

韓国のオンショア市場では、相場に影響を及ぼしうる全ての取引の詳細が当局に報告されており、市場は投機を警戒する通貨当局の強い監視下に置かれている。しかし、オフショア市場を監視することはオンショア市場より困難である。当局はオフショア市場での取引を抑制するべく、オフショア市場所在銀行で行われた外為取引を、オンショア市場所在の当該銀行の本支店やコルレス銀行の勘定を通じて決済することを制限し、両市場を分断している。

もっともオフショア市場への規制は韓国に限ったことではなく、アジア通貨

危機を経験した国を中心に、多くのアジア諸国（中国、インドネシア、インド、マレーシア、フィリピン、台湾等）が導入している。こうした規制がないのは、香港、シンガポール、タイだけである（2007年4月現在）。

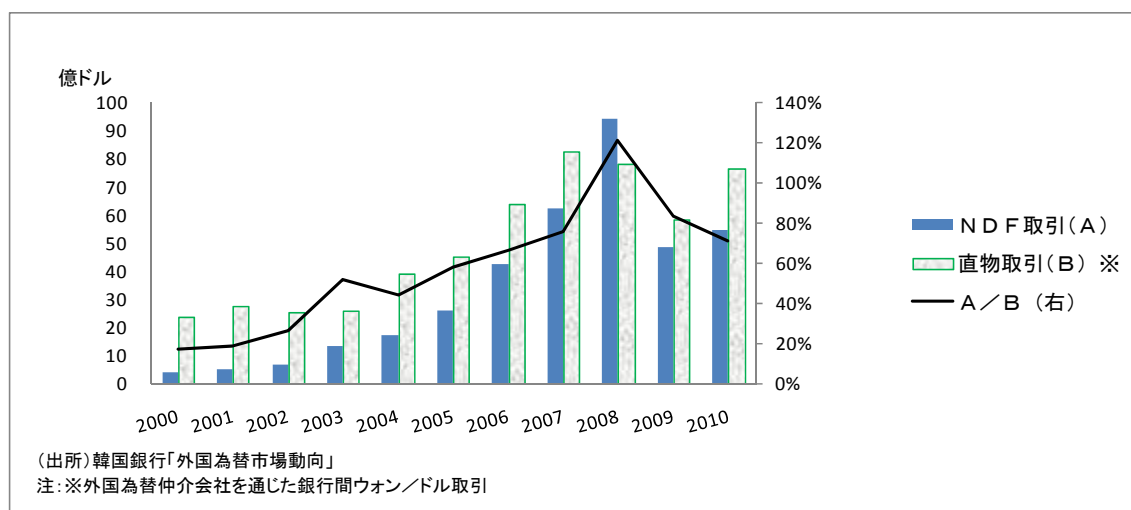
韓国はアジアの中では比較的自由化が進んだ国と評価されているが、オフショア市場の扱いに関しては、特段自由化が進んでいるというわけではない。

但し、在韓銀行に海外の NDF 取引への参加を認めていることは、自由化の観点から評価できる。NDF（Non-deliverable forward）取引とは、取引レートと決済レートの差額を、当該通貨（ウォン）を用いず米ドルで決済する先渡し為替取引のことである。NDF 取引は、1999年4月の外為法緩和後、解禁となった。

現在では NDF は活発に取引されている。非居住者のウォン建て取引については、フリーウォン口座を通じて規制上認められた経常取引に限り、ウォン建て決済を行うことができ、同口座を通じた資本取引は解禁されていない。またウォンのオフショア資金市場もないため、海外で多額のウォンの受け渡しが難しい。ウォン建て資産や負債をもつ海外の企業や投資家にとっては、NDF はウォンの為替リスクをヘッジするための有用な手段となっている。

2008年には非居住者と国内の外為銀行間の NDF 取引額は、直物為替取引を上回るほどの規模になっていた。

図表 1-8 国内の外為銀行と非居住者間のNDF取引量（1営業日平均）



韓国の一部大企業には、ウォン建て輸出ができる企業もあり、輸入者がウォンの為替リスク・ヘッジのために NDF 市場を利用している。ただし、期間は1カ月物が中心で、長期間の為替リスク軽減には限界があるようである。

しかし、最近では **NDF** 市場の規模拡大によって、その動向がウォン／ドルの直物レートにも影響を与えるようになってきたと言われている。例えば海外勢が **NDF** 市場でウォンを売ると、買った外為銀行は買いポジションのカバーのために国内外為市場でドルを売るだろう。これはウォン高ドル安圧力となる。また、**NDF** 市場でウォン高が進むと、市場参加者のウォン高期待が進み、直物でもウォン買いを誘う可能性がある。**NDF** 市場の拡大は為替投機を誘発する可能性を持っており、当局もモニタリングを強化しているようだ。



### 3. 韓国の金融・資本市場の概要

#### (1) 国内マネーマーケットの概要

韓国のマネーマーケット市場は、コール市場を中心に中央銀行債、譲渡性預金（CD）、現先、コマーシャルペーパー（CP）市場等から成る。

銀行間取引の中心はコール市場であるが、韓国のコール市場の特徴は翌日物取引の比重が高いことである。そのシェアは 9 割を超えており、アジア域内でも突出している。

このような翌日物への極端な依存は、流動性リスクに対する脆弱性を助長し、より長期の資金運用・調達の取引の拡大の足かせになりうる。韓国銀行は 2008 年 3 月、翌日物への集中を緩和するために、政策金利ターゲットを翌日物コール・レートから 7 日物レポ・レートに変更したが、今のところ大きな効果は現れていない。

図表 1-9 短期金融市場における主要な取引期間

オーストラリア	中国	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	タイ
3-6カ月物	翌日物	1カ月以下	翌日物	翌日物	翌日物	翌日物	翌日物	2日-1週間物
66%	75%	70%	78%	30%	91%	79%	55%	41%

シェアは2009年7-9月期平均。インターバンク・コール市場で最も取引された期間（日本なら翌日物）の全体に占めるシェア。

EMEAP金融市場ワーキンググループ調べ。

（出所）「EMEAP短期金融市場における流動性管理」EMEAP金融市場ワーキンググループ、2010年7月

韓国のマネー市場では中央銀行債の存在も目立つ。中央銀行債の正式名は通貨安定債(MSBs: Monetary Stabilization Bonds)で、韓国銀行が金融調節の為に発行している。同債券は通常、割引発行され、満期は 14 日物から 546 日物まで 10 種類あるが、1 年物、2 年物が主として発行されている。

マネーマーケットは、市場介入の際、為替市場と密接に関わってくる。韓国の介入方法には、日本との違いがあるので、ここで簡単に紹介しておこう。

韓国の市場介入には 2 通りの方法がある。政府（企画財政部）が実施する場合と、韓国銀行が実施する場合である。企画財政部の介入権限は「外国為替取引法」第 4 条 2 項、「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」により与えられている。一方、韓国銀行は、「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い入れ、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」と定められている。権限がそれぞれ付与されているが、両者は独立してではなく、協力して介入を決定している。

企画財政部が介入する場合は、同部が管理・運営する外国為替平衡基金を用

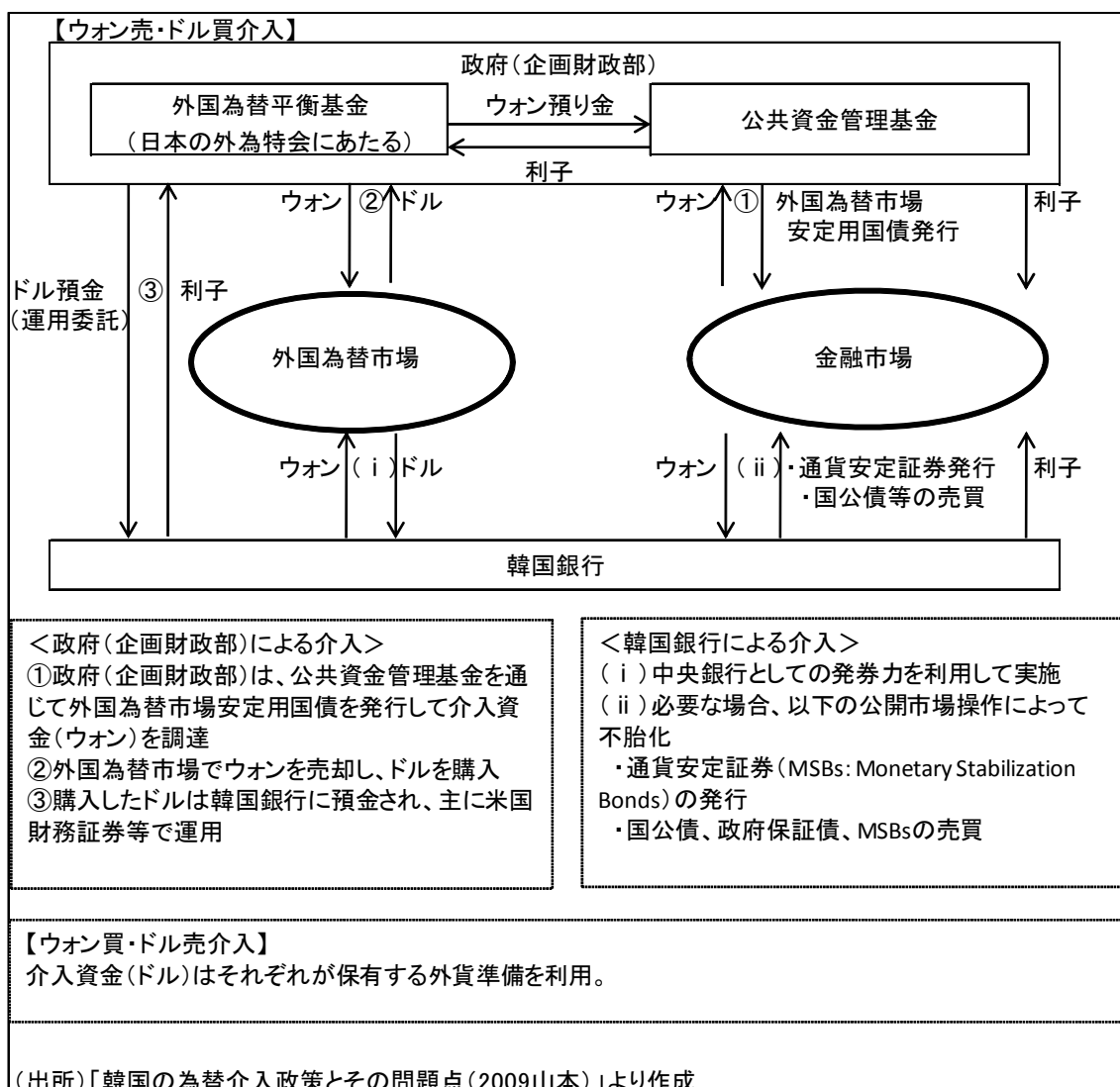
いて行われる。これは日本の外国為替資金特別会計に相当する。

ウォン売りドル買い介入の場合、企画財政部はまず、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（ウォン）を調達し、韓国銀行を通して外為市場で売却、ドルを購入する。購入したドルの運用は韓国銀行に委託され、主に米国債で運用されている。

一方、韓国銀行がウォン売りドル買い介入する場合は、自らウォン資金を増発してドルを購入することになるが、主として通貨安定債を発行して、介入資金を吸収している（いわゆる不胎化介入）。

国債は国の、通貨安定債は中央銀行の負債であるので、発行が増えれば利払い負担も増える。また、韓国の国内金利は米国の金利を上回っていることが多いことから、ドル買い介入を増やせば増やすほど、韓国の財政、または中央銀行の収支が悪化するリスクを内包している。

図表 1-10 韓国の為替介入メカニズム



## (2) 株式市場

韓国の株式市場は、有価証券市場と店頭株式市場(KOSDAQ)の両市場が存在する。有価証券市場は、大型、優良企業中心の市場で、相対的に安定した投資機会を提供する市場として、KOSDAQは中小、ベンチャー企業中心のハイリスク・ハイリターンを求める証券市場の役割を果たしている。

2010年の株式売買代金は、有価証券市場が1,411兆ウォン、KOSDAQは483兆ウォンである。韓国取引所(KRX)の2009年末の上場企業数は770社、2010年末の時価総額は有価証券市場が1,142兆ウォン、KOSDAQは98兆ウォンである。

図表 1-11 韓国株式市場の概要

取引高

(単位:十億ウォン)

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
KOSPI	786,258	848,490	1,362,739	1,287,032	1,466,275	1,410,562
KOSDAQ	446,378	427,505	500,748	308,979	530,961	483,091

(出所)KRX

時価総額

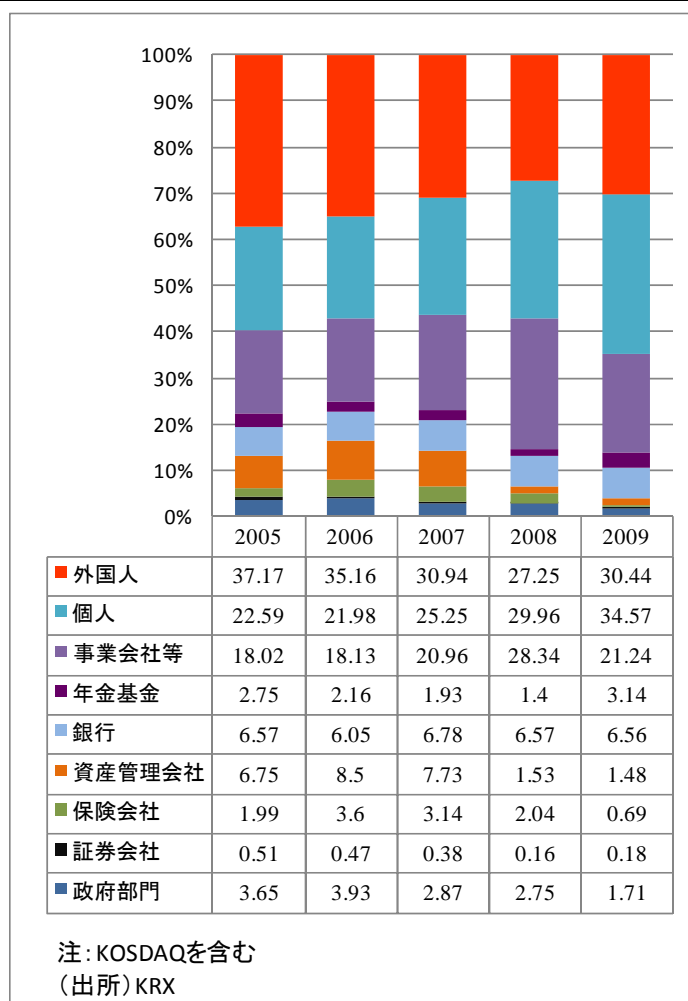
(単位:十億ウォン)

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
KOSPI	655,074	704,587	951,917	576,927	887,935	1,141,885
KOSDAQ	70,897	72,137	99,979	46,186	86,103	97,972

(出所)KRX

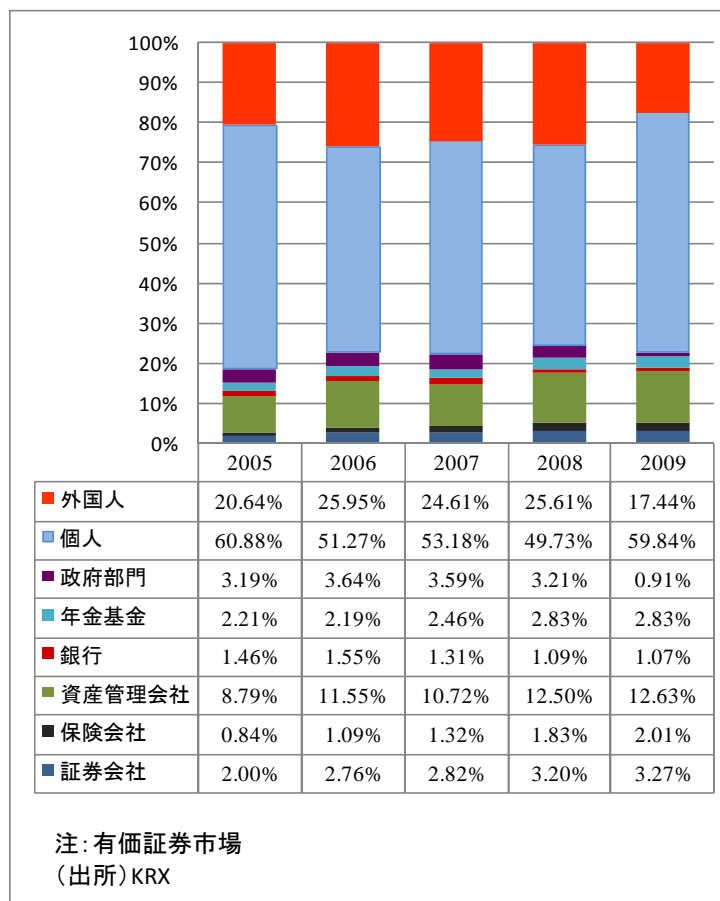
市場参加者割合は、外国人、個人、事業会社が大部分を占めており、それぞれ30%、35%、21%となっている。

図表 1-12 投資家別株式保有シェアの推移 (時価総額ベース)



次に投資家別株式売買シェアをみると、個人が60%、外国人が17%で、合わせると全体の3/4を占めている。

図表 1-13 投資家別株式売買シェアの推移



### (3) 債券市場

韓国の2009年末の上場債券残高は1014兆ウォンで、上場株式時価総額888兆ウォンを上回った(図表1-14)。債券の種類は、政府債・特殊債(通貨安定債など)といった公共債と社債に大別できるが、韓国銀行が市中流動性の調整手段として発行する通貨安定債と社債の比重が大きい。

図表 1-14 主な債券発行状況

発行金額 (単位:10億ウォン)

	外平債	国庫債券	糧穀証券	国民住宅債券	ソウル地下鉄公債	通貨安定証券	産業金融債券	社債	合計
1999	3,900	18,650	2,952	3,555	381	70,211	12,641	30,671	142,961
2000	5,800	16,376	0	3,738	438	98,773	12,150	58,663	195,938
2001	2,700	21,830	-	5,440	483	78,033	9,632	87,195	205,313
2002	7,500	19,350	-	7,618	562	69,840	12,350	77,522	194,742
2003	7,800	34,520	-	7,090	549	91,735	13,965	61,758	217,417
2004	-	55,950	-	5,539	473	134,679	18,623	50,379	265,643
2005	-	62,550	-	8,209	546	165,125	21,761	48,103	306,294
2006	-	60,668	-	10,621	391	150,049	24,757	40,923	287,409
2007	-	48,259	-	8,550	553	156,690	27,150	45,160	286,362
2008	-	52,054	-	8,473	360	151,390	26,519	52,759	291,555
2009	-	84,976	-	9,544	633	375,460	23,333	84,208	578,154

発行残高 (単位:10億ウォン)

	外平債	国庫債券	糧穀証券	国民住宅債券	ソウル地下鉄公債	通貨安定証券	産業金融債券	社債	合計
1999	6,200	34,233	4,871	15,864	3,007	51,489	22,969	119,662	258,295
2000	8,400	42,555	2,483	17,788	3,078	66,378	25,018	133,649	299,349
2001	8,700	50,919	2,126	20,645	3,057	79,121	24,384	154,400	343,352
2002	15,849	55,615	1,100	25,707	3,137	84,278	24,239	180,049	389,974
2003	23,650	81,497	600	30,051	2,945	105,497	25,232	187,356	456,828
2004	22,200	123,061	-	32,348	3,061	142,773	28,645	153,283	505,371
2005	15,300	170,475	-	37,086	3,320	155,235	30,745	142,550	554,711
2006	8,100	206,798	-	42,854	3,383	158,390	35,420	134,420	589,365
2007	3,000	227,373	-	43,337	3,457	150,340	41,604	135,664	604,775
2008	-	239,290	-	44,921	3,410	126,937	49,538	149,804	613,900
2009	-	280,853	-	48,263	3,521	149,237	35,061	188,749	705,684

注1. 外平債:外国為替平衡基金債券

2. 外平債、糧穀証券はそれぞれ2004年、2000年に国庫債に統合されたため現在発行されていない。

(出所)韓国銀行

債券流通市場は取引所取引と店頭取引に分かれる。従来から、証券会社と投資家の間で直接取引する店頭取引の比重が圧倒的に高い。2006年には、株式市場急騰により上場債券の取引金額は294兆ウォンに落ち込んだが、その後、取引金額は増加し続け、2009年には店頭取引と合わせて4658兆ウォンに達した(図表1-15)。なお、2010年には3326兆ウォンまで減少している。

図表 1-15 債券取引金額の推移

(単位:兆ウォン)

	店頭取引					取引所取引	合計
	国債	地方債	特殊債	社債	小計		
2001	978.4	7.9	1367.3	448.9	2802.5	14.3	2816.8
2002	730.7	6.0	890.2	531.9	2158.8	49.4	2208.2
2003	991.3	6.2	1007.4	461.1	2466.0	215.4	2681.4
2004	1529.7	5.7	937.6	404.7	2877.7	384.1	3261.8
2005	1672.0	6.7	1044.8	358.5	3082.0	363.8	3445.8
2006	1388.2	6.9	895.4	392.0	2682.5	293.6	2976.1
2007	1173.2	7.1	826.0	359.7	2366.0	351.4	2717.4
2008	1251.8	9.4	1018.0	537.5	2816.7	374.0	3190.7
2009	2166.1	13.6	1273.0	694.6	4147.3	510.2	4657.5
2010	1493.6	7.5	827.5	411.9	2740.5	585.2	3325.7

(出所)KRX、KOFIA