

韓国の通貨危機とNDFs市場⁽¹⁾

張 韓 模

自然現象とは異なる経済現象の基底には、「投機行為」を人間社会がもつという点にある。…・将来の変化を予測し、その予測に従って投機が生じるとき、膨大なその投機が現在経済のファンダメンタルズをも変えてしまい、従来の慣習自体が運用しなくなる。

—本山美彦『倫理なき資本主義の時代』より—

1. はじめに
2. 外貨枯渇とIMFの救済融資
3. 韓国通貨危機に対する諸見解
4. 韓国の通貨危機の過程
5. NDFs市場
6. 結びに代えて

キーワード：通貨危機・投機・金融自由化・NDFs・政治と市場

1. はじめに

韓国経済は、1996年にOECDの仲間入りを果たし、また世界11位の経済規模を誇るまで拡張す

ることにより、経済開発に成功した世界経済のモデルとして言われてきた。しかし97年末にはデフォルト（債務不履行）状態に陥り、逆の意味で世界の注目を浴びている。現在この問題は、IMFの救済金融と債権銀行団との債務繰り延べ交渉が合意に至り⁽²⁾、ひとまず落ち着きを取り戻しており、世界経済の連鎖的危機は免れることとなった。本稿は、この問題をめぐり韓国経済のこれからの展開を予測するものではなく、主にこの事態を引き起こした原因の分析に焦点を合わせるものである。結論を先取りしていうと、本稿は金融自由化・企業・政府といった三者の二律背反的行動から韓国通貨危機の原因を求める。

現在この問題は韓国で政治的に争点化され、2月に誕生した新政権のもとで韓国銀行及び財政経済部（当時は財政経済院）⁽³⁾ に対する監査院による監査が行われており、経済聴聞会を通じIMF体制下に入った責任を明らかにしようとする動きも見られている。つまり韓国国内では経済危機を招いたのは、政策担当者の人為的過

(1) 本稿は1998年2月28日に行われた国際経済学会関西支部シンポジウム『アジア通貨危機の現状と展望』での報告「韓国の通貨危機」に基づくものであるが、多くの方から有益なコメントをいただいた。深く感謝したい。

(2) 債務繰り延べ交渉が始まった97年12月に韓国は1日平均10億ドルの返済に迫られたが、韓国銀行の外貨保

有額は60億ドル前後であった。債務繰り延べ交渉の背景と過程の具体的内容については、“Korea stares into the abyss” *Euromoney*, March, 1998、を参照されたい。

(3) 韓国銀行は韓国の中央銀行であり、財政経済部は日本の大蔵省にあたる。

表1 韓国の外貨保有高推移

単位：億ドル

区 分	96年末	97.3月	6月	9月	10月	11月	12月	98.1月
総外貨保有高(A)	332.4	291.5	333.2	304.3	305.1	244.0	204.1	235.2
海外預入金(B)	38.2	80.1	80.1	80.1	80.1	169.4	113.3	109.5
その他(C)	-	-	-	-	2.0	2.0	2.0	2.0
外貨保有高(usable)	294.2	211.4	253.1	224.2	223.0	72.6	88.7	123.6

注：外貨保有高=A-(B+C)、98年1月中IMF支援金30.1億ドルを含む。

一方、98年1月末現在、未決済先物取引残高は47億ドル。

出所：財政經濟部、「報道資料」(<http://www.mofe.go.kr>)。

失によるところが大きいと見ているわけである。しかしそれは問題の一側面に過ぎない。

今回の危機は韓国の問題のみならず東南アジア諸国を含む開発途上国全体の危機でもある。アジア経済成長の理論化を試みた多くの仮説はもちろんのこと、アジア成長の限界を示した理論さえ⁽⁴⁾、危機の警鐘を鳴らすことは決してなかった。すなわち貨幣は非政治的なものであり実物経済の潤滑油であると把握してきたいわゆる正統派経済学の枠組ではこれは説明できない現象なのである。クルグマンはこのことについて、「今回のアジアの危機は今までの危機とは異なる全く新しいタイプである」と説明している⁽⁵⁾。しかしこのようなクルグマンの言い逃れは彼の歴史知識の貧しさを呈しているだけである。我々はすでに1930年代に世界規模での恐慌を経験しており、それは国際短期資本の連鎖的回収によるものであったことも明らかになっている⁽⁶⁾。つまり今回のアジア危機ならびに韓国の通貨危機は決して新しい類型ではなく、戦前

と同じように国際的に展開した金融自由化によって引き起こされた結果なのである。

この問題を詳しく議論するために、次節では韓国のIMFとの合意内容をIMFの自由化論理として把握し、第3節では韓国通貨危機に対する諸見解を紹介しその限界を議論する。それから第4節では諸見解とは異なる視点で韓国通貨危機の過程を把握し、第5節では金融当局と企業の投機場となったNDFs市場を分析する。さらに最後には政治と市場の乖離現象を危機の一般論として把握することを試みる。

2. 外貨枯渇とIMFの救済融資

韓国の危機が表面化したのは10月末頃であるが、IMFへ緊急融資を求めることとなった直接的きっかけは外貨準備が枯渇したことによる。韓国の外貨準備高の推移をあらわす(表1)を見ると、使用可能な外貨が97年10月には223億ドルであったが、11月には72.6億ドルと激減し

(4) アジア経済成長に関する諸理論については、平川均(1997)「東アジア工業化ダイナミズムの論理」、法政大学比較経済研究所編『東アジア工業化ダイナミズム』法政大学出版局、を参照されたい。なお、アジア成長の限界を示したのは、Paul R. Krugman (1995)、「まぼろしのアジア経済」(The Myth of the Asia's

Miracle)『中央公論』(1月号)がある。

(5) Paul R. Krugman (1998), "What happened to Asia?", <http://www.mit.edu/krugman/>

(6) 1930年代の金融恐慌については、本山美彦(1996)、『倫理なき資本主義の時代』三嶺書房、第7章を参照されたい。

表2 開発途上国の対外債務額と短期債務の比率

単位：10億ドル・%

国・地域	基準	対外債務 総額	短期債務 の比率
韓国	1996年6月	88.0	70.8
	1997年6月	103.4	67.9
タイ	1996年6月	69.4	68.9
	1997年6月	69.4	65.7
インドネシア	1996年6月	49.3	60.0
	1997年6月	58.7	59.0
中国	1996年6月	50.6	48.4
	1997年6月	57.9	52.0
マレーシア	1996年6月	20.1	49.7
	1997年6月	28.8	56.4
台湾	1996年6月	22.5	86.4
	1997年6月	25.2	87.3
ブラジル	1996年6月	63.2	57.7
	1997年6月	71.1	62.2
メキシコ	1996年6月	57.0	47.8
	1997年6月	62.1	45.5
アジア	1996年6月	337.8	63.3
	1997年6月	389.4	62.2
中南米	1996年6月	220.8	53.1
	1997年6月	251.1	52.3

注：対外債務統計は発表機関により多少異なる。

出所：BIS (1998), *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, first half 1997.

ており、この時点ですでにデフォルトを宣言してもおかしくない状態である。なぜ1ヶ月の間に外貨保有額が激減したのか。これは言うまでもなく、韓国銀行の無理な市場介入による。

巨額の対外債務に国民経済を依存させている韓国にとって外貨保有高は一つの生命線とも言える。しかも韓国は他の開発途上国よりも短期債務依存度が深刻なものであった。韓国の対外

債務のうち、短期債務の比率は、(表2)の示すようにアジア各国に比べても非常に高い。つまり韓国の短期債務依存度は70%前後を示しているが、この数字は90年代に入り通貨危機を経験したメキシコよりも、またアジアと中南米の平均よりもはるかに高い⁽⁷⁾。また韓国の対外債務総額は1997年6月基準でアジア全体の26.5%を占めており、借金づけ経済の実状をうかがわ

(7)台湾の短期債務の比率は韓国より高い87%前後であるが、経済規模に比べて全体の対外債務が小額である

ため、短期債務そのものを問題にすることはできない。

表3 韓国への融資予定額

単位：億ドル

区分	IMF	その他の国際機構	IMF加盟国
内 訳	1997. 12. 4 : 55.6	IBRD : 100 ADB : 40	日 本 : 100
	12.18 : 36.0		アメリカ : 50
	1998. 1.8 : 20		イギリス : 12.5
	1998. 2.15		ド イ ツ : 12.5
	~5.15 : 59.6		フランス : 12.5
	1998. 11.15 : 19.6		イタリア : 12.5
2000. 11.15 : 19.6	カナダ : 10	豪 州 : 10	
合 計	210.4	140	220
	570.6		

注1：この他にもベルギー・オランダ・スイス・スウェーデンなども支援表明を行ったが、時期と金額は未定である。

注2：1998年2月まで実行された融資額はIMFからの151億ドルである。

出所：韓国銀行（1997.12）、「IMF의 金融支援と우리의 対応」、経済教室講義資料。

せる。

IMFは望ましい外貨保有額を3ヶ月の輸入額に相当する金額としている。これを基準にすると、韓国は約360億ドルの外貨を保有する必要があるが、(表1)でわかるように、韓国外貨保有額はこの基準からも遠く離れている。短期債務の返済、利子の支払などに迫られ、97年11月に韓国政府が選択できる道はデフォルトを宣言するか、IMFに救済を申請するかしかなかったのである。結局韓国は97年11月21日にIMFへ救済金融を正式に申請し、両者は早いスピードで合意に至り、同年12月3日にIMFの金融支援史上空前絶後の金額である570億ドルの支援を発表した。

IMFと韓国政府の合意内容は二つの点において人々を驚かせた。まず、(表3)の示すように、融資予定金額があまりにも巨額である。最近の各国への金融支援予定額をみると、95年にメキシコの場合は516億ドル（うちIMFからは

177億ドル）、97年のタイの場合は172億ドル（うちIMFからは40億ドル）、インドネシアの場合は、380億ドル（うちIMFからは100億ドル）である。つまり韓国への予定支援規模は、その総額はもちろんのこと、IMFの待機性借款(stand-by credit)においても他の国家に比べても極めて大きい金額である⁽⁸⁾。これを各国のIMF出資金クォーターの倍率で計算すると、タイは505%、インドネシアは490%、メキシコは688%、韓国は1939%となる。つまり韓国はIMFクォーターの19倍の融資を受けることになったのである。

もう一つ、人々を驚かせたのは、IMFの支援条件(conditionality)である。韓国のマスコミは97年12月3日にIMFと韓国政府との合意内容が発表されたことを国辱及び経済植民地化という言葉で報じた。つまりIMFの政策要求は今までの韓国経済のあり方を完全に無視した新体制を要求するものであった。IMFの支援条件は、

(8)メキシコは総支援予定額の516億ドルのうち、実際に273億ドルの支援を受けた。詳しくは、三星経済研

究所編(1997)、『IMF와 한국경제』(三星経済研究所)の付録を参照されたい。

超緊縮財政、金融機関構造調整、資本市場完全自由化、財閥の解体及び整理解雇制の導入などとなっており、マクロ政策目標としては、成長率の下方調節、物価上昇率の5%以内での抑制、貿易のバランス維持などを設定している。このプログラムは構造改革を通じ経済活動の完全自由化を達成するというアメリカの意志でもあった。韓国危機の原因については次節で詳しく議論することになるが、韓国危機が実物経済によるものではなく金融問題であることは誰もが認めることである。にもかかわらずこれほどの政策要求をしているのは政治的意図でしか理解できない。つまり韓国に対して巨額の支援を緊急支援制度 (Emergency Financial Mechanism) を通じ速やかに行った裏には「自由化」という兵器が隠されていたのである。

世界銀行のスティグリッツ副総裁は、「アジア通貨危機の底流には金融部門の問題があり、メキシコなど過去の通貨危機とは異なる」、と述べており、またハーバード大学のサックスは、「景気後退を招く金融政策で金融市場を安定させるのは困難である」と、IMFの支援条件を疑問視している⁽⁹⁾。しかし両氏も資本自由化政策を非難することはなかった。

アメリカの思惑について『日経』は、「米政府は、アジア各国の金融危機を市場開放実現の好機ととらえ、(中略) IMFを中心とする支援計画で米国が主導権を握り、緊急融資の条件として規制緩和や制度改革など米産業界の要望を盛り込む戦略だ」⁽¹⁰⁾、と記している。要するに韓国に巨額融資を可能にした緊急支援は韓国市場の自由化を前提条件とした米産業界の戦略であったのである。

実際に最近韓国の資本市場は外国人によって左右されている。韓国は資本自由化によって98年度中に約3兆ウォンの外国人資本が流入すると見込んだが、すでに3月初旬に6兆ウォンを突破している。現在外国人保有の株総額は韓国国内機関投資家の保有額を上回っており、このような動きは債券市場にも見られる⁽¹¹⁾。95年のメキシコ危機は急激な短期資本の移動及び引き揚げにより惹起されたが、これから韓国においても同型の金融危機の再来はいつでも可能な状態となったと言えよう。

にもかかわらず、韓国銀行はIMFがアメリカなどの利益を代弁する機構という認識は客観的見解ではないし、IMFの行った特別配慮に対しては感謝すべきであると述べている⁽¹²⁾。この認識はまさに金融自由化という恐ろしさを理解できない、また中央銀行としての政策能力の欠如を認める告白であろう。

3. 韓国通貨危機に対する諸見解

韓国の通貨危機を引き起こした原因についての見解は大きく3つある。まず、政府の市場介入によるものとみる見解、二つ目は実物経済低迷、三つ目はいわゆる金融機関のモラル・ハザードの問題である。

韓国政府と融資協議を行ったIMFはこの危機の原因を韓国政府の無能さに求めた。つまり企業及び銀行に対する政府支援、市場経済の動きを攪乱する政府の介入、外国企業への差別政策などにより韓国の通貨危機は発生したと分析した⁽¹³⁾。つまりIMFは韓国政府の政策失敗を問題としたわけではなく市場介入そのものを問題と

(9) 『日本経済新聞』、1998年1月12日。

(10) 『日本経済新聞』、1998年1月11日。

(11) 『한겨레新聞』、1998年3月11日。

(12) 韓国銀行 (1997.12)、「IMF의 金融支援と 우리의 対応」、経済教室講義資料、5ページ。

(13) 三星経済研究所編 (注13)、4-5ページ。

表4 韓国経済状況経緯

日付	主要内容	備考
1.23 (97)	韓宝鉄鋼不渡り	負債総額は約5兆ウォン
6.17	株価年中最高値記録	総合株価指数：792.29
7.15	起亜グループ不渡り猶予	
9.1	NDFs市場の投機傾向報道（毎日経済）	
9.3	韓国銀行が替市場介入示唆	905ウォンの防衛線設定
9.9	IMF年例報告書発表：韓国をその他の先進国と分類（スウェーデンなど）	メキシコは開発途上国
9.20	BIS総裁（Verplaetse）は韓国通貨危機可能性否定	Arab Bank PLC, SBC等は韓国の信用ライン拡大発表
9.27	韓国銀行・財政経済部は大企業の資金担当者に対して為替投機自粛要請	9月中中長期海外借入れ額：28億6千万ドル
10.16	IMFは韓国経済状況を楽観的に評価、またOECDは98年度韓国経済成長率を6.0%から6.5%に修正	
11.3	ヘーテグループ和議申請	
11.13	金融当局は不法為替投機捜査示唆	
11.14	韓国銀行はNDF市場介入示唆	
11.20	一日為替変動幅を±2.25%から±10%へ拡大	
11.21	IMFの救済金融公式要請	11月末外貨保有高72.6ドル
12.3	韓国政府—IMF 資金支援条件最終合意	
12.11	資本市場全面開放	
12.16	一日為替変動幅制限廃止	
1.29 (98)	債務繰り延べ合意	250億ドルを中長期負債へ
1.30	総合金融社（ノンバンク）10社の認可取り消し	30社のうち

出所：各新聞報道による。

したのである。

この危機が表面化する前、IMFは韓国経済を経済開発に成功したモデルとして扱ってきたし、またこれは、その原因を政府主導により外資導入・輸出産業育成と説明してきた今までのIMFとは天と地のようにかけ離れた見解である。経済を成功に導いた韓国政府の政策を激賞した国際機関の研究は今まで数多く発表された。その中でも、世界銀行は重化学工業化ドライブ政策・政策金融・補助金による輸出振興策などの韓国

政府の行ってきた市場への介入を評価した⁽¹⁴⁾。

このように今までは政府の適切な市場介入を評価してきたにもかかわらず、今回のIMFの韓国経済に対する診断は大きく異なるものであった。

IMFは、(表4)の示すように、すでに韓国の通貨危機が噂された9月に年例報告書を発表し、韓国より早くOECD入りを果たしたメキシコを開発途上国としながらも韓国はスウェーデンなどと同じようにその他の先進国(The Other Developed Country)と分類した。この報告書

(14)世界銀行編、白鳥正喜監訳(1994)、『東アジアの奇跡』、東洋経済新報社、(訳) 338-345ページ、The

World Bank (1993), *The East Asian Miracle*, Oxford University Press.

で韓国経済を懸念する言葉はもちろんのこと、韓国政府の市場介入そのものを問題とする診断は決してなかった。さらに通貨危機が完全に表面化した10月に入って、OECDは98年度の予想経済成長率を6.0%から6.5%へと上方修正しており、IMFも韓国経済状況を楽観的に評価すると発表した。つまり韓国支援の条件としてIMFが問題とした韓国政府の市場介入云々とした診断は後から創案したつくり話であり、まさに論点相違の虚偽であると言わざるを得ない。

次に実物経済の低迷から危機の原因を求める見解である。これは最も一般的にいわれている考え方であるが、つまり韓国通貨危機を、7月の起亜グループ系列会社の破綻→起亜グループの破綻→メーンバンクである第一銀行の破綻→外銀の韓国金融機関への貸し渋り→通貨危機という経路で把握する⁽¹⁵⁾。また韓国銀行も通貨危機の原因として大企業の一連の倒産、経常収支赤字などをあげているし⁽¹⁶⁾、こうした大企業の倒産の出発点となったのは90年代初めから始まった財閥企業の過度な設備投資であるとして分析する⁽¹⁷⁾。

確かに97年度には幾つか大企業の大型倒産があった。1月の韓宝グループの倒産から11月にヘテグループの和議申請にいたるまで一連の倒産があった。しかしそれと通貨危機を直接的に結び付けることはできない。韓国において財閥の大型倒産は97年度に限るものではない。80

年代においても国際グループの倒産があったし、企業の過度な設備投資は80年代にも問題とされた。つまりなぜ80年代には通貨危機が起こらなかったのか、起亜グループ破綻より多額の不良債権を銀行にもたらした韓宝グループ倒産の後にはなぜ直ぐ通貨危機が起こらなかったのかこの見解は説明できない。

貨幣的現象を実物経済の低迷から説明しようとするこのような根強い考え方は新古典派経済学においても正統派マルクス経済学においてもその理論の中心をなす。つまりこの両理論にとって経済の出発点はあくまでもモノであり、貨幣はモノ間の媒介物に過ぎない。だからこの正統派理論家たちにとっては、貨幣が経済の中心的役割を演じることは決してなく、経済が安定する理由も逆に危機に陥る理由もいつもモノの現象なのである。

韓国経済がIMF体制下に入ることとなった直接的な原因は、幾つかの財閥企業の破綻でも外国銀行の貸し渋りでもなく、韓国銀行の外貨枯渇である。むしろ企業破綻及び外国銀行の貸し渋りなどといった問題はこの金融危機の結果であったと理解すべきであろう。

最後に韓国の通貨危機を金融機関のモラル・ハザードとして把握する見解である。P. クルグマンは韓国危機の本質を実物経済ではなく金融現象として把握する。しかし従来通貨危機を説明してきた二つの理論⁽¹⁸⁾では今回の韓国危機

(15) 『日本経済新聞』1998年1月22日。

(16) 韓国銀行(注12)、8-9ページ。

(17) 滝井光夫・福島光丘 編著(1998)、『アジア通貨危機』日本貿易振興会、10ページ。ここでは、企業の過度な設備投資→起亜グループの倒産→外国資本の逃避→ウォン安進行、という経路で説明しているが、しかし97年度に韓国から短期資本回収が行われたのは起亜グループが倒産する前の上半期からである。

(18) 二つのモデルというのは、国際収支危機モデル(A model of balance of payments crises)と自己実現

期待論(Self-fulfilling expectations)である。前者は財政政策と為替政策のマクロ政策間の相互矛盾により通貨危機を説明する理論であり、後者はマクロ政策間の相互矛盾がなくても、また十分な外貨保有高があっても、投機勢力の期待心理によって通貨危機が発生することを説明する理論である。詳しいことは、Paul R. Krugman (1979), "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11, または(1992) *Currencies and Crises*, MIT Press の第4章、後者の理論については、M. ↗

の説明はできないとする。つまり韓国の場合には深刻な財政赤字状態でもなかったし、ヘッジファンドのウォン切り下げ期待心理が働いた痕跡も見当たらない。さらに東南アジアから発生した危機の伝染説 (Crisis Contagion) も東南アジアと韓国の経済的相互依存度はそれほど強くないことから否定する⁽¹⁹⁾。

クルグマンの主張はアジア危機の一般的原因として金融会社のいわゆるモラル・ハザードの問題である。タイにおいても韓国においてもノンバンクを含む金融会社は短期借入—長期貸出といった資金運用を行ったが、これが投機資金として使われたり、または企業の過度な設備投資を刺激することになったとする。要するに銀行の資金運用のあり方によりバブルが発生し今回の危機はその崩壊過程の現われである、と主張する。これはバブル経済を媒介とした一つの循環論的アプローチであるが、しかしこれだけの説明では単純過ぎる話である。

今回の危機を金融的現象として捉えている点に限ってクルグマンは正しい。しかしこれはただの現象認識であり、原因を明らかにしているとは言えない。クルグマンの論理にしたがうならば、タイと韓国の金融会社はなぜ巨額の短期借入が可能であったのかを説明しないとイケない。なぜならそこが問題の出発点からである。我々はこの問題を金融自由化から求める。

4. 韓国の通貨危機の過程

韓国銀行の金融経済研究所は、通貨危機の問

題が具体化する前に、韓国はヘッジ・ファンド (Hedge Fund) の攻撃要因がなく、また外国資本の急激な引き揚げ可能性が少ないため、外貨保有額の激減及び急激なウォン安といった通貨危機の可能性はない、という内容の報告書を出した⁽²⁰⁾。結果的にこの報告書の予想は見事に外れることとなったが、しかし報告書で想定したヘッジ・ファンドの攻撃も外国資本の急激な引き揚げも、また巨額の経常収支赤字もなかった。要するに韓国の通貨危機はこのような経路ではなく新たな道を辿ったのである。

まず、韓国通貨当局の対外債務の危険性に対する認識はなかった。(表5)をみると、韓国の対外債務額は危機が表面化した97年11月に1618億ドルに達しており、特に民間部門による短期債務額は驚愕に耐えない大きさである⁽²¹⁾。

韓国の対外債務額は93年までにIBRD基準で約400億ドルであったが、その後、激増し96年度には1575億ドルになる。つまり3年の間に約1200億ドルも増加した結果となった。これを可能にしたのは言うまでもなく安い金利を背景とした日欧米銀行の国際的業務展開である。

最近のアジア危機を議論するために各国の専門家を招いて98年3月9—10日にワシントンでIMFセミナーが開かれた。韓国から出席した関係者は、「韓国の場合は短期取引の自由化を先行させ、対外的な短期債務の急増を招いたことが間違っていた」と、この問題が自由化から由来したことを指摘した⁽²²⁾。

対外短期債務が急増するこの時期に、韓国の民間企業は海外で短期資本を借り入れそのまま

∖Obstfeld (1984), "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monetaires*, 43, をそれぞれ参照されたい。

(19) Paul R. Krugman (注5)、以下の内容もこの論文による。

(20) 韓国銀行金融経済研究所 (1997)、「헤지펀드 戰略

과 對應方向」, 18—19ページ。

(21) この数字は現在世界第1位の規模である。最近も通貨危機が続いているインドネシアの場合は1997年末基準で1374億ドル2400万ドルと報じられた(『日本経済新聞』、1998年2月7日)。

(22) 『日本経済新聞』、1998年3月13日。

表 5 韓国の対外債務

単位：億ドル

区 分	96年末	97年11月末	97年12月末	98年1月末
長期負債（Ⅰ＋Ⅱ＋Ⅲ）	575 (36.5%)	729 (45%)	860 (55.7%)	872 (57.7%)
Ⅰ 金融機関	415	532	503	485
Ⅱ 国内企業	136	176	176	176
Ⅲ 公共部門	24	20	180	210
短期負債（Ⅰ＋Ⅱ）	1000 (63.5%)	889 (55%)	684 (44.3%)	640 (42.3%)
Ⅰ 金融機関	780	631	438	410
Ⅱ 国内企業	220	258	247	230
対外債務合計	1575 (100%)	1618 (100%)	1544 (100%)	1512 (100%)

注：1993年に韓国の対外負債額はIBRD基準で約400億ドルであった。

出所：財政經濟部、「報道資料」。

直接投資に入れ込む事業展開を積極的に行った。このような直接投資はほとんど利益を上げることがなく結局対外負債のみを残した。財政經濟部の当時次官であった李錫采は、財政經濟部としてはその危険性を早く感じ、海外に1億ドル以上の直接投資を行うときには投資額の20%以上を自己資本で賄うという内容の法律を準備したが、企業の自由化論理に押さえられて実行することができなかったと告白している⁽²³⁾。つまり韓国の急激な対外債務の増加は、国内民間企業及び銀行が自由化の波に便乗し短期資本を積極的に取り入れる事業展開を行ったことと、一方これに対する政府の調節能力が欠如していたことによると理解できる。ところで、対外債務が急激に増加したことが直ちに通貨危機につながるとは限らない。

しかしながら、97年に韓国経済は新たな局面を迎えることとなったのである。まず民間企業及び銀行は、先に触れたように短期借入を長期貸付する資金運用を主に行ったため、97年に入ってから短期及び中期債務の返済に迫られた。要

するに、こうした民間企業及び銀行は自分の投資を回収することはできず、返済に応じるためには新たな融資を求めざるを得ない状況であった。97年度の上半期に韓国の通貨危機が表面化しなかったのはある程度の資金繰り（新規借入）が可能であったからである。

一方、韓国政府は97年12月に大統領選挙を控えていた。当時の政府にとって政権を再創出することは至上命令である。金泳三政権が自分の功績として掲げたのは韓国経済の先進国入り（OECD加入）と持続的経済成長であった。金政権にとって選挙に勝つためには引き続き97年度中にもこの環境を維持する必要があったであろう。経済的豊かさを選挙民一人一人が実感するのはやはり個人所得である。それで当時の政権が打ち出したのは一人当たりGDPの一万ドルの維持政策であった⁽²⁴⁾。

国際的環境をみると、97年7月からは東南アジア危機が表面化した。しかし全般的にアジア通貨が安基調に転じたとはいえ、韓国との直接的因果関係を設定することは無理である⁽²⁵⁾。

(23) 『東亜日報』（韓国）、1998年2月12日。

(24) 『한겨레新聞』、1998年2月17日。

(25) 1997年7月はタイのバーツ暴落を先頭にマレーシアのリングギ、インドネシアのルピアなどがこれに相継ぎ、

表6 ウォン為替レートの推移

単位：ウォン

区 分	1996年	1997年			
		1/4	2/4	3/4	4/4
最終レート (変化率)	844.90 (-8.2)	895.00 (-5.6)	887.90 (-4.8)	914.40 (-7.6)	1695.00 (-50.2)

出所：韓国銀行、「報道資料」(<http://www.bok.or.kr>)。

(表6)の示すように、韓国のウォン安は97年に限るものではなく、長期的に見ると、一貫した流れだった。つまり95年度最終日のレートを基準にすると、96年最終日は8.2%のウォン安であった。96年の最終日を基準にすると、97年9月末時点は7.6%のウォン安である。つまり97年度の9月までのウォン安は96年度とほぼ同じスピードだったことがわかる。

韓国当局は97年8月から為替の防衛線を具体化する。つまり1ドル=890ウォンの防衛線を設けたが、9月に入り900ウォンが崩れ、9月2日には905ウォン、9月9日には910ウォンで安定させるために市場介入を行うと発表する⁽²⁶⁾。このように韓国銀行が為替市場介入を行ったのは言うまでもなくウォン安を防止する政策であり、その裏にはGDP 1万ドル維持という政治的意図が隠されていた。

ところで、97年下半年に入り民間企業及び銀行の外貨需要は一層高騰した。つまり借入金の返済にはドルが必要であったのである。先に述べた通り、新規借入が可能であれば、取りあえず危機を先送りすることはできる。この時期に韓国金融会社の新規借入が難しくなったことに

対して通説は、第3節で検討したように、7月の起亜グループなどの倒産により都市銀行が大量の不良債権を抱え、国際的信用度が落ちたためである、と説明する。しかし、(表4)の示すように、9月にPLC及びSBCは韓国に対する信用拡大を相継いで発表しており、また同月に韓国は約28億ドルの中長期借入を行っている。されに9月までに韓国に対する国際信用評価会社の格下げ等級調整は行われなかった⁽²⁷⁾。つまり新規借入が行き詰まったのは韓国銀行の為替市場介入により同銀行保有の外貨が枯渇したと噂された10月以後なのである。国際的に韓国の通貨危機の可能性が一般的認識となったのは10月中旬からであり、この時に韓国のマスコミも外貨保有高の枯渇可能性を報じた⁽²⁸⁾。

今までの議論を要約すると以下の通りである。韓国の通貨危機は金融自由化に便乗した急激な短期資本借入から理解すべきである。97年に入り韓国当局は政治的思惑からウォン安防止政策を展開したが、この時期と国内企業及び銀行が債務の返済に迫られ外貨需要が高まった時期が重なる。結局この両側の利害が相反し、次節で詳しく触れることになるが、NDFs市場を介し

ㄱ 一気にアジア通貨危機の局面に入った時期である。タイは7月2日に、インドネシアは8月14日に通貨防衛を放棄する。

(26) 『毎日経済』(韓国)、各報道による。韓国銀行は10月に入っても、920ウォン、950ウォンなどと引き続き防衛線を発表する。

(27) S&P が韓国の国家信用度の格下げ(AA-からA+)を行ったのは10月24日、Moody's は11月28日であった。IBCAは10月22日に従来の等級(AA-)を維持すると発表した。

(28) 『毎日経済』(韓国)、1997年10月22日。

表7 NDFs市場での取引通貨

香 港	シンガポール	ロンドン	ニューヨーク	
Korea won	Korea won	Hungarian forint	Argentine peso	Brazilian real
New Taiwan \$	New Taiwan \$	Mexican peso	Chilean peso	Colombian peso
Philippine peso	Philippine peso	New Taiwan \$	Czech koruna	Ecuadoran sucre
Rupee	Rupee	Philippine peso	Hungarian forint	Korea won
		Polish zloty	Lebanese pound	Mexican peso
			New Taiwan \$	Peruvian new sol
			Philippine peso	Polish zloty
			Rupee	Venezuelan bolivar

出所 : <http://www.prebon.co.uk/>

て両側は苦しい闘いを繰り返す。この過程で韓国銀行は保有外貨を使い果たし外貨枯渇となった。この外貨枯渇状態が噂され結局国家信用度を落とし、それによって新規借入が困難となり、最後にIMFからの新規借入に依存することになったのである。

5. NDFs市場

NDFs (Non Deliverable Forwards) 市場というのは1995年に一部の為替ディーラーにより出発した為替先物市場のことである。現在は(表7)の示すように、香港、シンガポール、ロンドン、ニューヨークにNDFs取引が行われているが、資本取引にある程度の制限を加えているほとんどの開発途上国の通貨が商品となっている。

取引方法は約定の日に現物為替レートとの差

額のみをドルで支払う方法である⁽²⁹⁾。この取引はオフバランス取引の一種であるが、取引条件が定型化されていない点でフューチャーズとも異なるし、現物の受渡が行われない点で正式なフォワードとも異なる取引である。つまりインフォーマル・フォワードである。NDFs取引は決済リスクが少ないことだけではなく域外取引が容易であるため、ヘッジ手段としてあるいは投機手段として利用されている⁽³⁰⁾。韓国国内でNDFsを問題としたのは二つの理由のためであった。一つはNDFs市場の為替レートが国内為替レートの先行指数的役割を果たしたことであり、もう一つは国内企業と銀行がこの市場に参加していたことである。

まず、国内市場とNDFs市場とのレートの推移を見ると、NDFsレートと翌日国内市場のレートとの間には正の相関関係があることを示す⁽³¹⁾。つまりウォン安局面においてもウォン高局面に

(29) 例えば、A銀行が、1ドル当り1010ウォンの為替レートで6ヶ月後に1万ドルをB企業から買い入れるNDF契約を結んだ場合、約定の日の現物レートが1020ウォンであれば、 $(1020-1010) \times 10000 / 1020 = 98$ ドルをA銀行はB企業から受領し、逆に約定の日の現物レートが1000ウォンであれば、 $(1010-1000) \times 10000 / 1010 = 99$ ドルをA銀行はB企業に支払う方法である。韓国銀行(1997)、「換率変動の理解と対応」韓国銀行経済教室講義資料、22-23ページ。

(30) 特にNDFは為替リスク防止手段としての取引も可能であるが、詳しいことは、David Wilson (1997), "Hedging Exotic Currencies", *International Treasurer*, Nov.24、それからインドのルピーに関しては、"The Exotic Rupee" *The Money Manager*, Business Standard, August 12, 1997を参照されたい。

(31) 『毎日経済』(韓国)、1997年9月4日。

においても先に動いたのはNDFs市場である。つまり国内市場のレートは後からNDFsレートを追っていく形であった。後に韓国銀行がNDFs市場介入を決めたのはこの理由である。

次に韓国の企業と銀行のNDFs市場での取引問題である。韓国の企業と銀行がどのような規模でどのような会社が参加していたのかは明らかにされてないが、仮に参加したとすれば、それが実需要に基づいたものであれ投機を目的とした取引であれ韓国の為替取引法を違反したことになる。しかしこの取引を仲介しているブローカーが顧客リストを公開するはずがないため、それを明らかにすることは不可能であろう。

韓国当局がNDFs市場に対して警戒を強めたのは、97年9月からである。韓国銀行の積極的な市場介入にもかかわらずウォン安が進行するのは、企業が国内市場でドル買い、NDFs市場でドル売りを行っているためだ、という内容が報道された。また財政経済部と韓国銀行は大企業（現代・三星・大宇など）の役員に対して為替市場での為替投機の自粛を求めたが、企業側は企業としては当然の行動であると反発したと言う⁽³²⁾。

韓国当局は11月に入ってから投機的為替取引に対する捜査方針を明らかにした。しかしNDFs市場でのウォン取引量は国内先物取引の何倍の規模まで成長し、国際ヘッジファンドまでがこの取引に参加していると報じられた⁽³³⁾。10月からは韓国銀行もすでにNDFsの中心的顧客になっていたのである。

この流れは次のように整理される。まず韓国

銀行はウォン安にブレーキをかけるために国内市場においてもNDFsにおいてもドル売りに走った。企業及び銀行は国内市場とNDFsでドル買いを行い外貨需要を満たそうとした。また投機資本は国内ではドル買い、NDFs市場ではドル売りを行い為替差益を求めた。この過程でウォン安はますます進行し、一方韓国銀行保有の外貨は枯渇したのである。(図1)はこの流れを抽象化したものである。

韓国銀行は市場介入に費やした規模を公式的には発表していないが、総260億ドルの市場介入を行い、さらに外貨枯渇が完全に表面化した11月にもIMFへ救済金融を申請する前日までに77億ドルを使用したと言う⁽³⁴⁾。また韓国銀行はNDFs市場介入により失った金額も明らかにしていないが、シンガポールの関係者は韓国銀行が約30-40億ドルの損失を被ったと推計している⁽³⁵⁾。

我々はウォン安を防止するために為替市場の介入を積極的に行った韓国通貨当局の政策を非難するつもりはない。なぜならそれは政権側の政治的判断であったからである。しかし韓国通貨当局は市場が政治の影響からすでに離れていたことに対する認識はほとんどなかった。当時韓国のように資本取引に一定の制限を設けている場合、為替投機は基本的に韓国の銀行及び民間会社あるいは外国投機資本に対する韓国人の仲介により行われる⁽³⁶⁾。先にも触れたように、大企業に対して為替投機の自粛を求めるなどと言ったことは今までの韓国経済史上決してなかったことである。言い換えれば、今回のようにウォン安防止政策が失敗したのは、為替市場に対す

(32) 『毎日経済』(韓国)、1997年9月25-27日。

(33) 国内先物市場での取引量は1日約1億ドル前後であったが、NDFsでの取引量は1日約3億-6億ドルに上った。『毎日経済』(韓国)、1997年11月24日。

(34) 『한겨레新聞』、1998年2月17日。

(35) シンガポールのNDFs市場での1日平均ウォン取引額は、バツとルピアの10倍にあたる約5億ドルであったと言う。Financial Times, Nov.12 1997.

(36) 『毎日新聞』(韓国)、1997年12月13日。

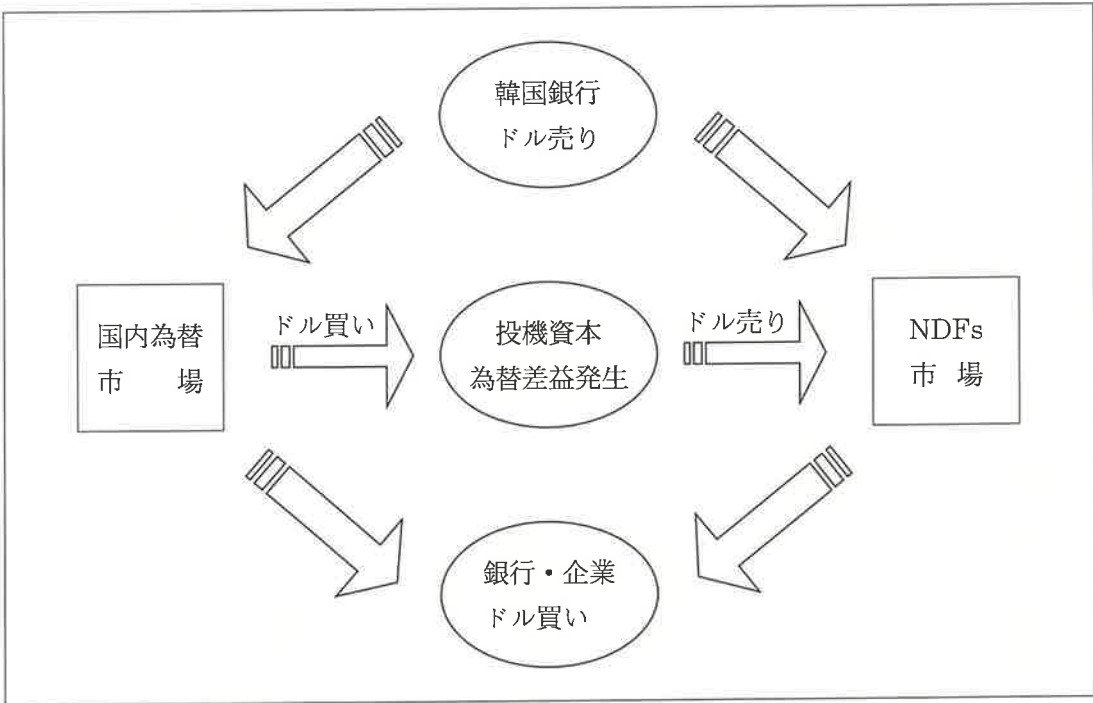


図1 為替市場をめぐる資金の流れ

るコントロール可能な制御手段をすでに失っているにもかかわらず、それに対する認識がなかったことに起因する。

6 結びに代えて

現在韓国の通貨危機は完全に収まったわけではない。しかし3月に入ってからウォン・ドルの為替レートも安定しているし、運用可能な外貨保有高も3月12日に202.2億ドルとなり、年末には400億ドルを超えると予測する⁽³⁷⁾。このような意味で安定を取り戻したと仮定すれば、通貨危機以前と比べて韓国経済が変わったこと

は、為替レートが約50%のウォン安となったことと、経済体制がIMF管理下に入ったことである。政治的判断でウォン高を維持しようとした韓国の素朴な政策に対し今回のIMFの構造改革プログラムはあまりにも厳しい体罰である。このプログラムの柱は言うまでもなく自由化であるが、しかし韓国の対外債務問題が解決しない限り、この自由化プログラムは第2の通貨危機の土台を提供することになる。

アグリエッタは、「政治とは、社会的現実から情報を得ながら、その現実に影響を及ぼすことを狙いとする制御の様式なのである」⁽³⁸⁾と述べている。つまり本来政策及び政治というの

(37) 財政経済部、「報道資料」、<http://www.mofe.go.kr>

(38) Michel Aglietta (1995), *Macroéconomie finan-*

cière, 坂口明義訳 (1998), 『成長に反する金融システム』新評論、200ページ。但し引用文は訳書の訳に修正を加えた。

は市場をコントロールすることを目的とするものがある。したがって、その制御がきかなくなったときに政治の空白及びマーケットの反乱が生じ、それは危機プロセスの出発点でもある。韓国銀行と民間会社がNDFs市場を介して熾烈な闘いを演じたのは市場制御に失敗したためである。我々はこの状態を、「政治と市場の乖離現象 (The Estrangement Phenomenon of State

and Market)」と定義する。

権力と市場の乖離現象が発生するのは、外部的かつ貨幣的要因である。95年度のメキシコ危機、最近の東南アジア危機などといった貨幣経済における殆どの危機というものは、政治の空白状態、つまり政治と市場の乖離現象なのである。