

ウォン高下でも底堅い韓国の輸出 輸出価格引き下げで、輸出数量の増勢を維持

アジア調査部主任エコノミスト

宮嶋貴之

03-3591-1434

takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp

- 2013年9月以降、韓国ではウォン高傾向（対米ドルレート）が続いており、足元では約6年ぶりのウォン高水準となっている。その一方で、輸出数量は2014年5月まで増加基調を維持している
- 韓国の輸出価格は為替レートよりも輸出競合国である日本の輸出価格と連動する傾向にある。日本の輸出価格低下に伴い韓国の輸出価格も低下しているため、韓国は輸出数量の増勢を維持している
- しかし、輸出価格低下により韓国製造業企業の収益は圧迫されている。収益圧迫が続けば、設備投資の下振れにより経常黒字が拡大し、ウォン高圧力がさらに増すという悪循環に陥る可能性もある

1. はじめに

韓国では、2013年9月からウォン高傾向（対米ドルレート）が続いており、2014年6月には約6年ぶりに1,020ウォン/米ドルを越える高水準となっている（図表 1）。輸出依存度の高い韓国経済にとって、ウォン高の進行は輸出の下押しを通じて景気減速懸念を高める要因となる。しかし、輸出数量の推移を見ると、2013年9月以降のウォン高が進展する中でも増加傾向を維持している。

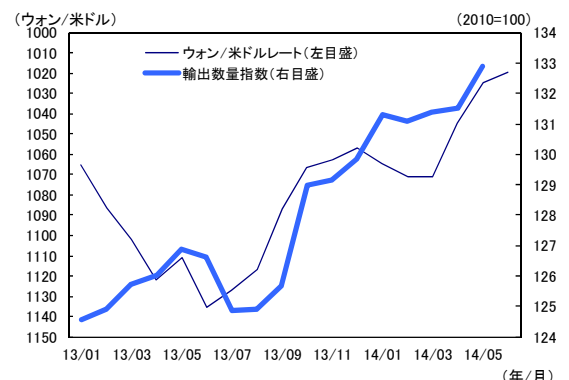
本稿では、ウォン高下でも韓国の輸出が腰折れしない背景について考察する。

2. 輸出価格引き下げにより、輸出数量の増勢を維持

まず、為替レートの変動が輸出に与える経路を確認しよう。韓国の場合、貿易取引での決済通貨として米ドルなどの外貨が使われることがほとんどであり¹、為替レートがウォン高になった場合、ウォン建ての輸出額は目減りする。これを避けるために、輸出企業は収益確保の観点から契約通貨（米ドルなど）建ての輸出単価を引き上げるが、その結果、輸出数量は通常、減少すると考えられる。

そこで、契約通貨ベースの輸出価格指数と為替レートの推移を確認してみよう（図表 2）。輸出価格指数は2011年央から低下傾向にあり、ウォン高基調が強まった2013年9月以降も、その傾向は変わっていない。輸出価格指数

図表 1 為替レートと輸出数量指数



(注) 1. 輸出数量指数は季節調整値の3カ月後方移動平均値。

2. 季節調整値はみずほ総合研究所による試算。

(資料) 韓国銀行によりみずほ総合研究所作成

の低下によって、輸出数量指数が腰折れせず増加基調を維持していると推察される²。

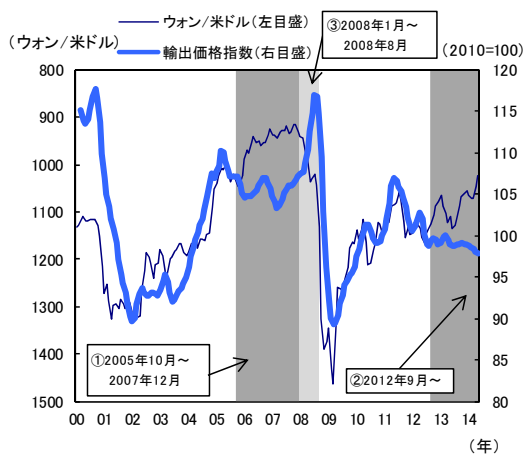
過去の輸出価格指数の推移を振り返ると、輸出価格指数と為替レートはおおむね連動する動きとなっている。しかし、①2005年10月～2007年12月、②2012年9月～足元までの期間は、ウォン高傾向となっても輸出価格が上昇せず抑制されている。また、③2008年1月～8月の期間では、それまでの高水準のウォン高が一服してウォン安に転じた一方で、韓国の輸出価格指数は大きく上昇している。

上記①、②、③の期間で為替レートと輸出価格指数が連動しなかった要因として、輸出競合国である日本の輸出価格指数が関係している（図表3）。日韓の輸出価格指数は連動する傾向があり、韓国の輸出価格指数が上昇する局面では日本の輸出価格指数も上昇している局面にあることが多く、逆もまた然りである。①、②の期間ではウォン高が進んでいたものの、日本の輸出価格指数が上昇していないことから韓国の輸出価格指数も上昇せず日本と連動した動きとなっており、③の期間では、日本の輸出価格指数の急上昇に連動して、韓国の輸出価格指数も上昇した。

以上から、韓国の輸出価格指数は、為替レート以上に日本の輸出価格指数の動向に左右されると言えよう。日韓の主力輸出品は輸送機械、一般機械など多くの分野で競合関係にあり、日本と比べて質よりも価格に比較優位がある韓国製造業企業にとって、2012年末以降の円安に伴う日本の輸出価格低下による日韓の価格差縮小は韓国のシェア低下につながるとの危惧が大きいとみられる³。そのため、ウォン高下であっても日本との価格差を維持するために、韓国は輸出価格を日本の輸出価格に連動して低下させることで輸出数量の維持を図っていると推察される⁴。

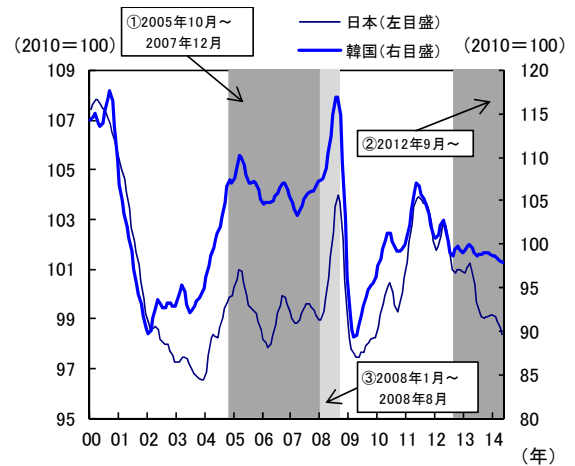
現状では日本の為替レートが急速な円高方向の動きに転じて輸出価格が上昇する可能性は低いとみられるため、韓国の輸出価格も当面、上昇しない可能性が高い。先進国を中心に世界経済が緩やかな回復基調をたどることで、韓国の輸出数量は増勢を保つ可能性が高いと言えよう。

図表2 為替レートと輸出価格指数



(注) 輸出価格指数は決済通貨ベースで後方3カ月移動平均値。
(資料) 韓国銀行

図表3 日韓の輸出価格指数



(注) 契約通貨ベースで後方3カ月移動平均値。
(資料) 韓国銀行、日本銀行

3. ウォン高は、製造業企業の収益圧迫要因に

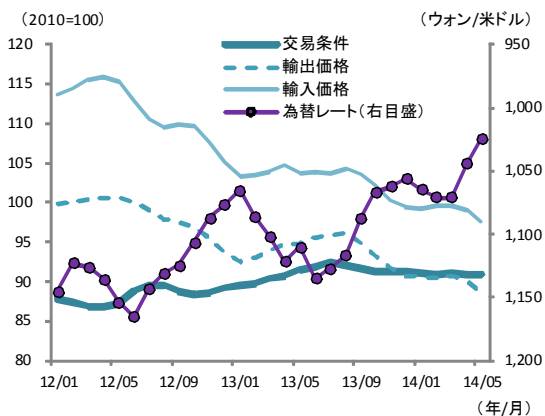
ウォン高下で契約通貨建て輸出価格が低下するという事は、ウォン建て輸出価格も低下するため、輸出売上高が目減りして企業収益が圧迫される可能性がある。ウォン高によるウォン建て輸入価格の低下により投入費用が抑えられることで収益が改善するという面もあるが、韓国企業の採算レートは大企業で1,040～1,050ウォン/米ドル前後、中堅・中小企業で1,046～1,057ウォン/米ドルであることから⁵、現在の為替レートの水準は輸出の落ち込みを通じて製造業企業の収益を悪化させる懸念の方が高い。ここでは、現在の韓国製造業企業の収益がウォン高による影響を受けているか、考察しよう。

まずウォン建ての交易条件指数（輸出価格指数を輸入価格指数で除した指数）の推移をみると、2013年後半以降は改善しておらず、わずかだがむしろ悪化している（図表4）。ウォン高傾向を受けて輸入価格指数が低下傾向にある一方、輸出価格指数も同等に低下しているためだ。少なくとも、交易条件指数からは韓国企業の収益が改善している示唆は得られない。

次に、足元までの韓国の製造業企業の収益動向をみてみよう。ここでは、Osirisにより四半期単位の財務データが入手可能である製造業企業474社について考察する。

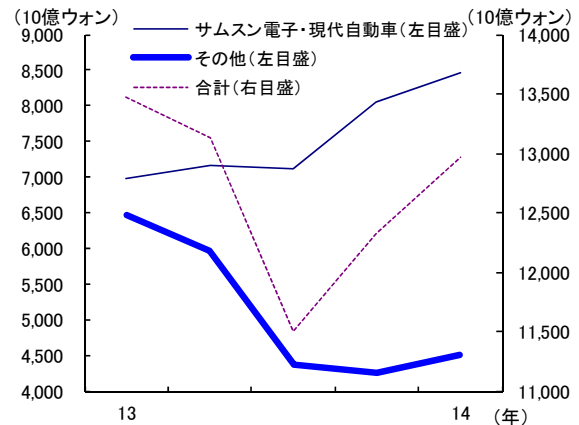
経常利益の推移をみると、2013年7～9月期以降は持ち直しているが、これはサムスン電子、現代自動車の改善が寄与しており、この2社を除いた経常利益は2013年後半以降も持ち直していない（図表5）。サムスン電子、現代自動車を除く製造業企業の収益がウォン高によって圧迫されている可能性を探るために、営業外収益の推移をみてみよう（図表6）。為替差損は通常、財務諸表上は「営業外収益（＝経常利益－営業利益）」に計上されるため、これが減少していれば為替差損が影響した可能性が考えられる。ここでも、サムスン電子、現代自動車の2社については底堅く推移している一方で、その他の企業ではウォン高傾向が強まった2013年7～9月期以降、赤字となっており、ウォン高に伴う為替差損が収益圧迫要因となっている可能性がある⁶。

図表4 交易条件指数



(注) 1. 交易条件、輸出価格、輸入価格は後方3か月移動平均値。
2. 交易条件指数=輸出価格指数/輸入価格指数×100
3. 輸出価格、輸入価格指数はウォン建てベース。
(資料) 韓国銀行によりみずほ総合研究所作成

図表5 韓国企業の経常利益（製造業・単体）



(注) 1. 「その他」は472社の合計。
2. 値は後方4期移動平均値。
3. 経常利益は特別損益に税引前利益を加えて算出。
(資料) Osirisによりみずほ総合研究所作成

韓国貿易協会の2014年5月調査⁷によれば、ウォン高による輸出や収益への影響について、「収益、輸出とも悪化」の回答割合が28.2%、「収益は悪化、輸出は影響なし」が60.3%となっており、90%弱の企業がウォン高により収益に悪影響があったと回答している。輸出への悪影響が収益への悪影響よりも相対的に低い背景を探るために、ウォン高への対応策についてみると「輸出価格引き上げ」の回答割合が8.8%と低い（図表 7）。2節の分析と同様に、輸出価格引き上げを避けて輸出数量を維持する選択を取ることで、収益に悪影響が出ている可能性が示唆される。

以上から、現在の韓国製造業企業では、ウォン高により収益が圧迫されている企業が多いと推察される。現在のウォン高水準かつ円安傾向が続くことで収益圧迫が続くため、企業は人件費などのさらなるコストカットなどの対応を迫られる可能性がある。

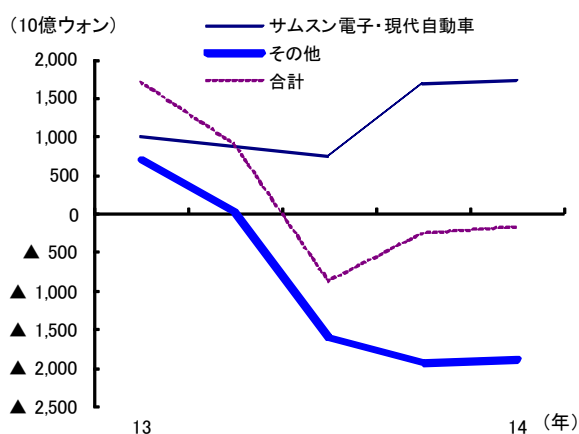
4. おわりに

ここまでみてきたように、ウォン高下でも輸出数量指数が腰折れしない背景には、輸出価格の低下があり、それに起因した収益への下押しがあると推察される。

製造業企業の収益が停滞すれば、特に設備投資の下押し圧力が強まるのが危惧される。機械設備投資指数を用いて足元の状況を見ると、振れを伴いながらも緩やかな増加傾向をたどっている（図表 8）。しかし、投資割合の大きい一部大企業の巨額投資の寄与が大きいとみられる⁸。もし、現状のウォン高・円安水準が中期的に続くことで収益圧迫が続けば、設備投資が腰折れする可能性もあろう。また、ウォン高により海外投資の割安感が高まることで国内設備投資の比重が低下することも考えられる。

2013年9月以降からのウォン高傾向の背景には、経常収支黒字が日本を凌駕する水準になるなど（図表 9）、他のアジア・新興国と比べて韓国が相対的に安心感を高めていることで海外からの資金流入

図表 6 韓国企業の営業外収益（製造業・単体）



(注) 1. 「その他」は472社の合計。
 2. 値は後方4期移動平均値。
 3. 営業外収益は経常利益から営業利益を減じて算出。
 (資料) Osirisによりみずほ総合研究所作成

図表 7 直近の為替レート変動に対する対応策

対応策	全企業	大企業	中小企業
輸出価格引き上げ	8.8	14.3	8.4
人件費などのコストカット	24.2	36.2	23.2
新規市場開拓	23.1	17.1	23.5
新製品開発、品質向上	17.6	22.9	17.2
対策なし	22.7	9.5	23.7
その他	3.7	0	4

(注) 1. 値は回答割合 (%)。複数回答あり。
 2. 和訳はみずほ総合研究所による仮訳。正確性を期する場合には原典を参照されたい。
 (資料) 韓国企画財政部2014年5月14日プレスリリース資料によりみずほ総合研究所作成

が続いていることがある。今後、米国経済の回復基調が強まってQE3（大規模金融緩和政策第3弾）縮小ペースの加速や早期の利上げなどの事態が現実化し、米国への資金還流の動きが強まらない限り⁹、経常収支黒字を背景にウォン高傾向が続くという状況が大きく変化してウォン安方向への急激な転換が起こることは現状では考えづらい。

今後もウォン高傾向が続いて国内の設備投資が抑制されれば、ISバランス（経常収支＝貯蓄－投資）から考慮すると、経常収支黒字要因になる。経常収支黒字はウォン高要因となるため、ウォン高圧力がさらに高まり、製造業企業の収益圧迫が続いて設備投資の下押し圧力がさらに強まるという悪循環に陥るリスクもある。韓国政策金融公社の調査によれば¹⁰、今年の製造業の設備投資計画額は、中小企業が前年比▲4.4%と減少する一方で大企業が+5.1%と増加して、全体では4.4%増加する見込みである¹¹。サムスン電子、現代自動車などの有力財閥を含む大企業の収益が大きく悪化しない限り、設備投資全体が腰折れするリスクは低い¹²、今後、さらなるウォン高が進んで収益圧迫度合いが増せば、大企業の設備投資が計画より下振れする可能性も高まっていくだろう。

【参考文献】

市川雄介（2010）「円高が景気に与える影響の整理～株式市場で誇張されている円高の負の影響～」（みずほ総合研究所『みずほ日本経済インサイト』2010年9月10日）

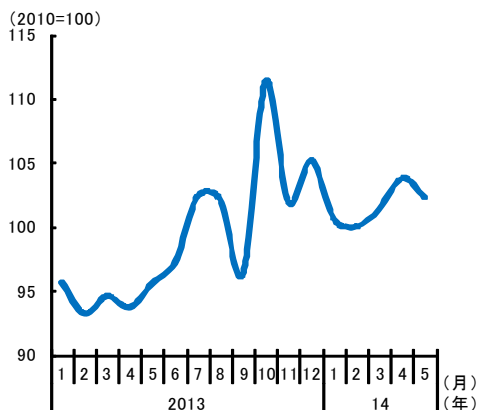
杉野弘樹・宮嶋貴之・権田直（2013）「企業収益の動向と設備投資の行方」（内閣府『マンスリー・トピックス』 No. 20、2013年6月13日）

内閣府『平成25年度 年次経済財政報告』（平成25年7月）

（以下韓国語文献、カッコ内はみずほ総合研究所による仮訳）

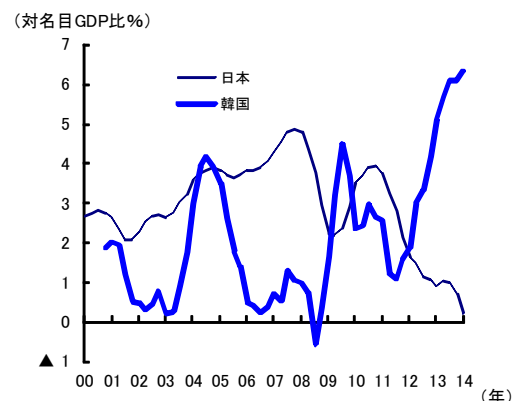
LG Economic Research Institute（2013）「빨라진 원화강세 한국경제 위협한다（急激なウォン高は韓国経済への脅威）」（『LG Business Insight』2013年11月6日）

図表 8 機械設備投資指数



（注）値は季節調整値の後方3ヵ月移動平均値。
（資料）韓国国家統計局

図表 9 日韓の経常収支



（注）季節調整値の後方4期移動平均値を用いて計算。
（資料）韓国銀行、日本銀行、内閣府

-
- ¹ 韓国銀行の統計によれば、決済通貨に占める韓国ウォンの割合は、輸出で2.2%、輸入で3.4%である。
- ² 2013年後半から、米国の景気回復や中国の政策効果などによって、外部環境が改善傾向にあったことも輸出の増勢が続いている要因と考えられる。
- ³ LG 経済研究所（2013）では、輸出類似性指数を試算して日韓の輸出類似性は2008年から2013年にかけて高まっていることを指摘した。さらに、同レポートでは、メキシコやマレーシアといった他の新興国との輸出類似性が高まっていることも指摘しており、近年、韓国企業が輸出価格指数の引き上げを避けている背景には、他の新興国との価格競争が激しくなっていることも考えられる。
- ⁴ 以下のアンケート調査では、円安への韓国輸出企業の対応策として輸出価格の引き下げが上位に挙げられている。韓国貿易協会国際貿易研究院の調査（2014年4月実施）によれば、輸出企業（日本以外の国・地域への輸出を実施）の円安対応策として、「品質向上と新製品開発」（32.1%）、「人件費などのコストカット」（28.5%）に次いで、「輸出価格引き下げ（17.5%）」が挙げられている。また、韓国産業研究院の調査（2013年5月実施）によれば、円安対応策として、「品質向上」（27.8%）、「特になし」（24.3%）に次いで、「輸出価格引き下げ（21.6%）」が挙げられている（複数回答あり）。
- ⁵ 各種調査によって結果が異なる。最近の採算レートに関する調査結果は以下の通り。
- ・韓国貿易保険公社（2013年12月調査）：大企業1,050ウォン/米ドル、中小企業1,057ウォン/米ドル
 - ・全国経済人連合会（2014年4月調査）：大企業1,052ウォン/米ドル
 - ・韓国貿易協会（2014年5月調査）：大企業1,040ウォン/米ドル、中小企業1,046ウォン/米ドル
 - ・中小企業中央会（2014年5月調査）：中小企業1,046ウォン/米ドル
- ⁶ サムスン電子、現代自動車の収益は他企業と異なる傾向にあるが、両企業もウォン高による影響を少なからず受けているとみられる。サムスン電子は2013年10～12月期にウォン高で7,000億ウォン規模の影響を受けたとされる（『聯合ニュース』2014年6月1日付記事）。現代自動車は2014年1～3月期のIR資料でウォン高を収益圧迫要因に挙げている。しかし、両企業は他企業と比べて競争力が高いことや海外売上比率を高めていることなどから、相対的にウォン高の影響は軽微になったとみられる。IR資料によれば、サムスン電子、現代自動車の海外売上比率はそれぞれ約86%、60%と大部分を占める。
- ⁷ 同調査の調査日は2014年5月8日～12日で調査対象企業は340社（大企業30社、中小企業310社）。
- ⁸ Osirisを用いて、2013年の有形固定資産額（単体ベース）上位10社の設備投資額を概算すると（設備投資額＝2013年の有形固定資産額－2012年の有形固定資産額＋2013年の減価償却費/債務償還額として算出）、民間投資（SNAベース、名目）に占める割合は約25%になる。このうち、サムスン電子・現代自動車の2社計では約8%を占める。
- ⁹ 韓国政府当局による為替介入については、現状では大きな変動を避ける、または上値を抑えるためにウォン売り・ドル買い介入を実施しているとみられるが、過去と比べてウォン高方向への動きを容認する姿勢を取るとみられる。その背景には、①米国政府からの為替介入に対する批判が続いていること、②朴政権がこれまでの外需開拓・製造業振興重視の政策から内需拡大・サービス業振興重視の政策を掲げていることがある。
- ¹⁰ 同調査の調査日は2014年3月10日～4月25日で調査対象企業は3,064社。
- ¹¹ 2014年の非製造業の設備投資計画は前年比+4.5%と増加見込みで、規模別にみると大企業が+5.1%、中小企業が▲14.2%となっている。なお、設備投資全体に占める製造業、非製造業の割合はそれぞれ55.3%、44.7%。
- ¹² 同調査によれば、2014年の製造業の設備投資計画に占める大企業の設備投資額の割合は93.4%。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。