

日本国際経済学会第 69 回全国大会報告論文

# アジアにおけるバスケット通貨の展望 ～ 企業財務の視点から

報告者：赤羽 裕（みずほコーポレート銀行）

## 目次

はじめに	・・・P.3
第1章 個別企業の貿易取引の建値決定過程	・・・P.4
1. 先行研究	・・・P.4
2. 社内レートについて	・・・P.6
第2章 ACU 建て取引の財務への影響試算と評価	・・・P.9
1. 個別企業データ試算と為替リスクヘッジへの取組状況	・・・P.9
2. 試算・調査結果への考察	・・・P.13
第3章 民間企業実利用への方策検討	・・・P.15
1. 企業ニーズの観点からの ACU の課題	・・・P.15
2. 為替コストの低減	・・・P.16
3. リスクヘッジ手段の確保	・・・P.17
おわりに	・・・P.19
注	・・・P.22
参考文献	・・・P.23

はじめに

本稿は、1997年のアジア通貨危機以降、チェンマイ・イニシアティブを初めとして進んできたアジア域内の金融協力の動きの中で、長期的な議論となるであろう、通貨協力に関して、ミクロ面からの分析を試みたものである。具体的には、ACU(=Asian Currency Unit)、すなわちアジア版の ECU (=European Currency Unit) が創出された場合、実利用者である個別企業財務にはどのようなメリット・デメリットがあるのか、またその影響額は財務面ではどのようなレベル感なのかを検証したものである。

通貨分野に関する域内協力としては、2006年の ASEAN+3 の財務大臣会合で「アジア地域の一層の金融安定に向けた地域通貨単位構築の手順の研究」が合意されたものの、その後、大きな進展はない。そうした状況で、2008年9月にリーマンショックが起き、世界の金融・経済は大きな変革期を迎えたと言える。具体的には、それまで世界経済を牽引してきたアメリカの経済力に翳りが見られ、ユーロ圏も金融政策と財政政策の基盤の違いからくる問題点を露呈した。一方で、世界経済危機以降も、中国を筆頭にアジア域内の経済成長力は今後も継続的な成長が見込まれる。アジア諸国は、チェンマイイニシアティブやアジア債券市場育成イニシアティブといったこれまでの金融協力のみならず、通貨分野の協力を具体的に検討する段階に入ったと考える。

従来、マクロ面からのアプローチから ACU をいかに創出するかといった研究は多くみられた。そこで、本稿では ACU が創出された場合に、実利用される条件を探った。検討手法として、日系企業をはじめとして域内分業体制を構築済の企業にとって、域外通貨である米ドルから ACU 建てに貿易取引をシフトすることのメリットや問題点を検証する。具体的には、サンプリングした個別企業の外貨建ての貿易取引を米ドル建てから ACU 建てに変更した場合の当該企業への影響額を財務諸表から試算することによって示した。これにより、日本のみならず中国や ASEAN 企業にとっても、貿易決済に利用できる ACU を創出することに意義があることが確認できた。域内の為替の安定が、企業活動を通じて各国にとってもメリットがあるといったインプリケーションを展望している。

なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、みずほコーポレート銀行、その他いかなる組織とも無関係である。

## 第1章 個別企業の貿易取引の建値決定過程

### 1. 先行研究

民間の貿易における ACU の実利用の検証をする前提として、企業が貿易取引を行う場合にその建値としてどの通貨を選択するかが重要となる。そこで、本章では企業の取引建値の選択・決定に関して、先行研究の検証により確認を行う。

貿易取引の建値通貨の規則性に関するものとしては、「グラスマンの法則」がある。その内容は、以下の2点にまとめられる。

- ①先進国間の貿易においては輸出国通貨建てで取引される傾向があり、次に使用されるのは輸入国通貨で、第三国通貨が使用されるケースは少ない。
- ②先進国と途上国間の貿易においては先進国通貨建て、もしくは第3国通貨（国際通貨）建てで取引される傾向がある。

「グラスマンの法則」が貿易取引相手による規則性を示したのに対して、貿易財の特質との視点での建値選択に関する研究としては、「マッキノンの仮説」がある。その概要は下記の2点である。

- ①生産者による製品の差別化、価格支配力が可能な輸出財を貿易財Ⅰと呼び、同財は生産者（輸出者）の交渉力が強いいため、輸出国通貨建てで取引される傾向がある。
- ②原油などの一次産品のように生産者による差別化や価格支配が困難な同質的な財を貿易財Ⅱと名付け、米ドル建て国際商品市場が成立していることが多いことを理由に、米ドル建てで取引される傾向が強い。

こうした建値決定の規則性を示す考え方とともに、企業の行動原理の要因から建値決定に影響を及ぼす考え方に「市場別価格設定行動（Pricing to Market：PTM）」がある。

Krugumnn(1986)はアメリカ向け輸出品価格には為替レートの変動が完全には反映されていないことを示した。具体的には、1980年以降のドル高局面でアメリカへの海外からの輸出者が、その為替レートの変化のうち35～40%程度は自社側で吸収（＝輸出者側通貨での増収）し、当該輸出市場での価格安定を狙う行動を採った事例を示した。また、そうした行動は一般化はできず、輸出国や商品ごとによる現実も示した。企業行動として考えた場合、自社の売上や収益を極大化させることが可能な限り、為替レートの変動も極力自社のメリットに繋がるような価格設定をするのは自然であろう。また、自社に不利な方向へ為替レートが変化しても、輸出先での競争力やマーケットシェア維持の観点で、輸出価格に為替レートの変化を100%反映させることも困難である。

PTMに関する日本企業の行動を示すものとしては、福田（1994）がある。ここでは、「円の国際化」のテーマと絡めて、1980年代後半に日系企業の貿易取引での円建て割合の伸び悩みの背景として、PTMを挙げている。特に1985年のプラザ合意以降の急激な円高の進展の中、米国市場でのドル建て販売価格を安定化させたい日系輸出企業は自社に不利な方向の為替レートの変化の中でも、ドル建て契約を選好したといえる。また、その動きは自動車などで見られる輸出から現地生産へのシフトの動きにつながったと考えられるである

う。

ユーロ導入後のヨーロッパを中心とする建値決定に関する研究としては奥田（2007）がある。ここでは、「グラスマンの法則」の一部修正も呈示され、「市場順応的価格設定」と名付け、先進国間の貿易で、輸入国側の規模が大きければ、輸入国側通貨が利用されるケースが多いことを指摘している。

アジア共通通貨バスケットとの関連で、インボイス通貨の決定要因を論じたものに伊藤・清水他（2009）がある。同論文では、「グラスマンの法則」や「マッキノンの仮説」、PTM といった既存の研究のサーベイを踏まえ、日系の主要輸出企業 23 社（業種：自動車・大手電機・機械・電子部品）からのヒアリング調査をベースにインボイス通貨選択に関する詳細な分析を行っている。その結果として、決定要因として以下にあげる 6 点をあげている。合わせて、日系企業の為替リスクヘッジの実態にも考察を加えており、本研究に関して非常に示唆に富むものであり、先行研究としてその内容を詳しく押さえておきたい。

同論文でインボイス通貨決定要因として挙げられている 6 点は以下のとおり。

- ①グループ内／外取引と商社経由取引
- ②為替ヘッジコスト
- ③市場競争と製品競争力の程度
- ④米ドル建て取引を基本とする製品群
- ⑤アジア生産拠点から米国最終仕向地とする商流
- ⑥インボイス通貨を統一することについての明確な為替戦略の存在

①の観点では、主要な日本の輸出企業はグローバルな生産・販売体制を敷いており、グループ内取引はクロスボーダーのケースも多いことから、その為替リスクは管理体制の整った本社に集約したいと考えている。グループ内取引の認定にあたっては、出資比率が大きな要素となっている。結果として、下記ようになる。

A.先進国現地法人は出資比率 100%の子会社のケースが多いため相手国通貨をインボイス通貨として選択。

B.アジアなど途上国現地法人は資本規制等の兼ね合いで 100%でないケースが多いことから本社が 100%為替リスクを負担するケースは少なく、相手国通貨以外の主要通貨をインボイス通貨として選択するケースが多い。

C.商社経由の場合は日系商社が為替リスクを負担し、インボイス通貨は円建てが一般的。

②の観点では、インボイス通貨の選択にあたり、取引コスト及びヘッジコストの小さいことの重要性を指摘している。あわせて、当該通貨の流動性も必要とされ、通貨・資本規制の影響からヘッジコストの高いマイナー通貨であるアジアを含む途上国通貨が選択されづらいことを説明している。企業の収益極大化のニーズから、合理的な結論と評価できる。

③の観点では、「マッキノンの仮説」などの先行研究に見られる「製品差別可能な財は輸出国通貨建て取引される傾向がある」との考え方をふまえて、先進国向けと途上国向けの

分類をしている。北米や欧州などの先進国向け市場では市場競争が激しいことを理由に輸入者側に為替リスクを負わせるインボイス通貨選択が困難としている。反対に途上国向けで市場シェアを獲得している場合は円建て輸出を行っても、現地法人子会社が為替変動を価格改定に反映させる可能性が高くなると分析している。一部の企業では、先進国向けの輸出でも自社の製品競争力を高さにより、円建てインボイス選択が可能であるケースもある。

④の観点では、エレクトロニクス・半導体製品の主要品目は世界的に米ドル建て取引であるとの意見が日系メーカーから出されている。また、建設機械メーカーからは、鉱山関係の顧客に対して鉱物市場がドル建てで相場が決まっているためロシアでもアジアでも米ドル建て取引が一般的であるとの指摘があったとのこと。こうした業界における基軸通貨としての米ドルの存在およびその結果として当該業界企業のキャッシュポジションの大半がドルで占められることは、インボイス通貨としてドル選好が継続される仕組みとなっていることが裏打ちされている。

⑤の観点は、アジア域内での生産に関する域内分業が進んでいるものの、最終的な製品の販売先が米国または米系企業という商流についての指摘である。為替リスクの本社でのコントロール機能集中のため、アジア域内現地法人から米国向け輸出の課程で日本本社を経由させる「リインボイス」と呼ばれる工夫を行い、グループ内ネットィングを可能とさせるケースもあることも明らかにしている。

⑥の観点は個別顧客あるいは子会社それぞれとの取引のみではなく、グループ全体での取引通貨を米ドルに極力集中させ、いわゆるマリーやネットィングといった為替リスク手法を活用するとともに、為替予約や通貨オプションといったヘッジを必要とする通貨を絞るといった戦略にもとづく傾向も指摘している。

以上の6点を中心とする企業からのヒアリング結果を、対象企業の有価証券報告書から得られるデータから実証分析を行い、その妥当性を明らかにしている。また、アジア通貨がインボイス通貨として選択されない理由として、アジア各国の為替管理制度の問題もあげている。東アジアでの共通通貨バスケットへの取組が進む過程で、①日本円と域内通貨の安定が図られること、②域内各国の為替規制が緩和されることが、企業からの期待として存在していることを確認している。

## 2. 社内レートについて

前項において、貿易取引における建値（＝インボイス通貨）決定に関する先行研究をレビューした。特にアジア域内での生産分業体制を敷いている日系企業の貿易取引建値決定の状況をインタビューおよび実証研究で確認した伊藤・清水他（2009）は、ACU が実現し民間貿易取引において実用される条件を考える上で有益である。

本項においては、個別企業が外貨建て取引を行う際の価格決定および為替リスクヘッジを検討する際に、基準となる「社内レート」に関して検証する。

企業が貿易取引において相手国通貨建てにしる、第3ヶ国通貨建てにしる外貨建てで契約を行う際に、その価格決定の際に当該取引に関する取引採算の検討は重要である。その際に参考とするのが、いわゆる「社内レート」である。では、社内レートはどう定義すべきか。中條（1990）は、「予想される為替レート動向のなかで、営業部門の安定的な営業活動と財務・為替担当部門の為替リスク管理・操作への過重負担の緩和という二面に配慮し決定されるきわめて経営戦略的色彩の濃い財務・為替担当部門と社内他部門間の仕切りレート」と説明している。（注1）また、その社内での運用方法には輸出メーカーに多くみられる①「全面集中方式」と多くの商社で採用されている②「任意集中方式」の二通りをあげている。

①は営業部門にて発生した為替ポジションにつき、全面的に財務・為替担当部門に社内レートで売買するものである。これにより、営業部門は為替変動リスクから解放され、営業活動に専念できるメリットがある。②は営業部門が自部門の為替で売買両サイド発生し、ケースによっては自部門で為替変動リスクを取ることも可能とする運用である。営業部門は、自部門のポジションや相場見通しに合わせ、必要に応じて社内で財務・為替担当部門を相手に為替予約を行う。財務・為替部門に予約されたポジションの為替リスクは財務・為替部門が、予約されていない部分の為替リスクは営業部門がそれぞれ負うこととなる。営業部門には一定の為替ポジション枠を設定するなどの社内ルールにより、過度なポジションを保有することのないようにするとともに、システムにより財務・為替部門が全社的なポジション管理を可能としている。財務・為替部門は、営業部門と売買を行ったポジションのみではなく、全社ベースのポジション管理も踏まえて対外的に為替予約を行うなどリスクヘッジを行っている。

具体的に社内レートは、過去（6ヶ月～1年）の平均レート、前期末レート、現在のレートと予想レート、銀行呈示レートなどを参考にし、輸出（売り）側では円高方向・輸入（買い）側では円安方向にそれぞれのサイドで厳しいレベルでの設定を行うなどの運用がなされている。見直し期間としては3～6カ月を目途として、市場が急変するなどの状況に応じて機動的に見直し・変更するケースがある。そうした機動的な対応を可能とするように、為替相場見通し、為替ポジション管理、リスクヘッジ状況などに関して、担当役員も交えて月次など定期的に会議を行う体制を採っている企業が多いと考えられる。

なお、上述した②の「任意集中方式」の際の社内での予約レートは、財務・為替部門が随時営業部門からの為替予約を受け付ける、いわば社内での外為銀行として呈示するレートであり、一定期間固定とする「社内レート」と異なり、日々のマーケットレートを踏まえた、より実勢に近いものとなる。

本稿では、具体的な企業の各種リスクヘッジ手段を分析することはしないが、日本国内での各種のヘッジ手段の運用方法の自由度を広げたものとして、1998年4月のいわゆる「新外為法」（注2）施行に触れておく。日本では1980年に外為法が改正され、それまでの「原則規制・例外自由」から「原則自由・例外規制」へと大幅な規制緩和がなされた。

その総仕上げともいえるべきものが、「新外為法」である。これにより、①国内企業間の外貨決済や②「ため受け・ため払い」（注3）の自由化等がなされた。具体的には、輸出代金を外貨預金のまま保持、外貨マリー・ネットティングのさらなる活用、グローバルキャッシュマネジメントサービス（GCMS）の進展など企業の選択肢や運用方法が多様化した。こうした動きは、為替規制の緩和が企業の為替リスクヘッジ手法の多様化やそれを通じた貿易取引の建値選択の際に影響を与えることを付言しておきたい。

各企業は、「新外為法」により自由度の増した為替リスクヘッジ手法と相場動向を参考に、契約時の建値通貨を決定し、取引成約以降は「社内レート」を活用して為替リスク管理・収益極大化を図ると考えられる。



## 第2章 ACU 建て取引の財務への影響試算と評価

### 1. 個別企業データ試算と為替リスクヘッジへの取組状況

本章では、個別企業の日系輸出企業の代表として SONY とトヨタ自動車を分析対象として選択した。日本輸出企業の業種として電気・自動車から1社ずつとした。合わせて、中国の代表的な輸出企業を選定。

ACU については、過去5年のレート推移を比較するために経済産業研究所・一橋大学が協働で日次で公表している AMU (=Asian Monetary Unit) (注4) が概念としては、ここで想定する ACU と同様であり、長期間のデータ取得が可能なことから、そのレートを利用する。また、売上および利益項目の試算を行うため、特定日のレートを取得することとなる期末日レートを避け、年間平均レートを使用した。また、日本・中国の決算期の違いをふまえて、AMU データについても、年度平均(4月～翌年3月)と暦年平均(1月～12月)を算出し、個別企業の決算期間と整合性を持たせ、比較することとした。

具体的な比較方法は以下とする。各企業の直近決算期(2010年3月または2009年12月)の売上・営業利益およびその他取得可能な情報からアジア向けの売上・営業利益を試算。同データをベースに各企業が公表している前4期各期の対米ドル年間平均レートで引き直し。合わせて、各期の対 AMU 年間平均レートでも引き直しを行った。これにより、直近の売上と利益が外貨ベースで不変として過去4年のレート変動の影響額を比較することが可能となる。レートの変化については、見やすくするために、もっともさかのぼった期(日系企業:2006年3月期、中国企業他:2005年12月期)のレートを1として各年のレートを指数化した。

#### ①SONY

売上(2010/3期)	(億円)	72,140
営業利益	(億円)	318
営業利益率	(%)	0.44

	2010/3 期	2009/3 期	2008/3 期	2007/3 期	2006/3 期
アジア域内売上(注1)	9,375	10,161	11,571	11,846	11,469
アジア域内営業利益(注2)	41	45	51	52	51
実績レート(今年度平均)	91.8	99.5	113.3	116.0	112.3
ドルレート割合(指数)	0.82	0.89	1.01	1.03	1.00
アジア域内売上(AMU ベース)	9,375	9,937	10,960	10,698	10,079
アジア域内営業利益(AMU ベース)	41	43	48	47	44
AMU 実績レート(今年度平均)	104.32	110.57	121.96	119.04	112.15
AMU レート割合(指数)	0.93	0.99	1.09	1.06	1.00

(参考)期初会社想定レート(対ドル)	95	100	115	113	103
--------------------	----	-----	-----	-----	-----

(注1)その他地域売上の1/2を計上

(注2)全体の利益率と同レベルで試算

A.試算結果からいえる主なことは下記のとおり。

- ・直近5年では円の対ドルレートよりも対AMUレートの方が安定しており、売上・営業利益ともにアジア域内取引は米ドルで行うよりも、為替変動の影響が少ない
- ・5年間の通貨間の振れ巾は米ドルは円安方向に3%、円高方向には18%、AMUは円安方向に9%、円高方向に7%であった。

B.有価証券報告書など対外発表資料記載の為替変動リスクに関するものは下記。

- ・米ドル、ユーロ、その他通貨への大幅な円高は悪影響の可能性あり。
- ・特に円・米ドルに対するユーロの変動の影響を受けやすい。
- ・輸出入取引に伴う債権・債務のネット額の大部分を事前にヘッジしているが為替レートの短期の変動リスクは残る。
- ・為替変動リスクヘッジ手法の主なものは先物為替予約・通貨オプションなど。ロンドンの財務子会社にてリスクを集中管理。
- ・損益変動のうち為替要因を明示。

②トヨタ自動車

売上(2010/3期)	(億円)	189,509
営業利益	(億円)	1,475
営業利益率	(%)	0.78

	2010/3期	2009/3期	2008/3期	2007/3期	2006/3期
アジア域内売上(注1)	26,415	28,687	32,380	33,232	32,096
アジア域内営業利益(注2)	206	223	252	259	250
実績レート(今年度平均)	93	101	114	117.0	113
ドルレート割合(指数)	0.82	0.89	1.01	1.04	1.00
アジア域内売上(AMUベース)	26,415	27,998	30,882	30,142	28,398
アジア域内営業利益(AMUベース)	206	218	241	235	221
AMU実績レート(今年度平均)	104.32	110.57	121.96	119.04	112.15
AMUレート割合(指数)	0.93	0.99	1.09	1.06	1.00

(参考)期初会社想定レート(対ドル)	95	100	115	110	105
--------------------	----	-----	-----	-----	-----

(注1)有価証券報告書ベース

(注2)アジアの営業利益も公表されているがアジアからの域外輸出も含まれるため SONY と同様、全体の利益率で試算

A.試算結果からいえる主なことは下記のとおり。

- ・全体傾向は日本の輸出産業であり SONY と同様。
- ・各社の為替取引タイミングなどの違いにより、ドルの平均レートの実績にはいくらかの違いあり。(下記参照)

ドルレート 2 社平均	92.4	100.25	113.65	116.5	112.65
ドルレート 2 社平均(指数)	0.82	0.89	1.01	1.03	1.00

- ・有価証券報告書の海外売上に関するセグメント情報でアジアを個別に掲載しており、重要度は高いと考えられる。
- ・2社の期初における想定レートに大きな差はない。

B.有価証券報告書など対外発表資料記載の為替変動リスクに関するものは下記。

- ・米ドル、ユーロ、豪ドル、カナダドル、英ポンドの相場変動の影響を受け、換算リスク・取引リスクが存在する。
- ・リスク対策として現地生産と為替取引・ヘッジ取引(先物予約・通貨オプションなど)あり。換算リスクはヘッジせず。
- ・損益変動のうち為替要因を明示。

### ③Huawei Technologies Co. Ltd

売上(2009/12期)	(百万元)	149,059
営業利益	(百万元)	21052
営業利益	(%)	14.12

	2009/12期	2008/12期	2007/12期	2006/12期	2005/12期
アジア域内売上(注1)	41,025	41,615	43,869	46,869	48,467
アジア域内営業利益(注2)	5,794	5,877	6,196	6,619	6,845
実績レート(今年度平均)	6.8310	6.9292	7.3046	7.8041	8.0702
ドルレート割合(指数)	0.85	0.86	0.91	0.97	1.00
アジア域内売上(AMUベース)	41,025	41,566	43,119	43,529	44,061
アジア域内営業利益(AMUベース)	5,794	5,870	6,090	6,148	6,223
AMU 実績レート(今年度平均)	7.5851	7.6851	7.9722	8.048	8.1465
AMU レート割合(指数)	0.93	0.94	0.98	0.99	1.00

(注1)ホームページ情報(全体 21.8Billionドル、アジアパシフィック 6Billionドル)から試算

(注2)全体の利益率と同レベルで試算

Huawei Technologies Co. Ltd は通信機メーカー、2009年の中国輸出企業で外資系を

除くと最大の輸出企業であり、今回の調査対象企業としたもの。

A. 試算結果の主な項目は下記。

- ・ 2005年7月の人民元改革以降の5年であり、通算で対ドル15%の人民元高となっている。
- ・ 一方で、対AMUでは人民元の構成シェアが高いこともあり、通算でも7%程度の元高であり、業績に対する為替変動要因は小さい。
- ・ 売上に占めるアジア・パシフィックのシェアはSONY、トヨタより高い。

B. Annual Report など対外発表資料記載の為替変動リスクに関するものは下記。

- ・ 人民元と他通貨の間での為替変動は財務諸表に影響を与える。
- ・ 為替持高管理システムを立ち上げ済。
- ・ ヘッジ方法は取引通貨の適切な選択と通貨ごとの持高管理ならびに必要な応じた直物為替取引の売買。

#### ④CNPC(Petrochina)

売上(2009/12期)	(百万元)	1,019,275
営業利益	(百万元)	143,444
営業利益	(%)	14.07

ドル建原油等輸入額(注1)	6,895	6,986	7,653	8,034	8,261
実績レート(今年度平均)	6.8295	6.9193	7.5806	7.9579	8.1826
ドルレート割合(指数)	0.83	0.85	0.93	0.97	1.00
AMU 建原油等輸入	6,895	6,986	7,247	7,316	7,405
AMU 実績レート(今年度平均)	7.5851	7.6851	7.9722	8.048	8.1465
AMU レート割合(指数)	0.93	0.94	0.98	0.99	1.00

(注1)原油等輸入額はNYSE 上場企業としての提出書類注記情報より試算。

ニューヨーク上場、中国企業時価総額最大企業としてペトロチャイナを選定。輸出企業ではなく、また原油等に関する輸入額も小さいため、現状為替変動の売上・営業利益に与える影響は限定的。代替の抽出項目として「ドル建て原油等輸入額」に注目した。

A. 試算結果の主な項目は下記。

- ・ 対米ドルレートに Huawei と差異あり。
- ・ 今後、ドル建て輸入が増加すれば人民元高はメリット。但し、企業としてみれば為替変動要因が大きいことは好ましくない。

B. Annual Report など対外発表資料記載の為替変動リスクに関するものは下記。

- ・ 一部の外貨建て支払のため人民元を他通貨へ交換している。
- ・ 人民元は完全な交換性を持った通貨ではない。

- ・政府により、人民元レートは現在あるいはこれまでのレートから劇的に変化する可能性がある。

- ・本格的な為替ヘッジ取引は行っていない。

今回の個別企業の財務データに関するレビューは以上だが、対ドルおよび対 AMU のレート変化の状況について、主要 ASEAN 3 ヶ国について確認しておく。

#### ⑤その他 ASEAN 通貨

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
シンガポールドル年間平均(対ドル)	1.45	1.42	1.51	1.59	1.66
ドルレート割合(指数)	0.87	0.86	0.91	0.96	1.00
シンガポールドル年間平均(対 AMU)	1.6134	1.5640	1.5793	1.6037	1.6546
AMU レート割合(指数)	0.98	0.95	0.95	0.97	1.00
マレーシアリング年間平均(対ドル)	3.52	3.33	3.44	3.67	3.79
ドルレート割合(指数)	0.93	0.88	0.91	0.97	1.00
マレーシアリング年間平均(対 AMU)	3.9110	3.6854	3.6037	3.7027	3.7652
AMU レート割合(指数)	1.04	0.98	0.96	0.98	1.00
タイバーツ年間平均(対ドル)	34.33	33.00	32.26	37.91	40.25
ドルレート割合(指数)	0.85	0.82	0.80	0.94	1.00
タイバーツ年間平均(対 AMU)	38.09	36.47	33.80	38.26	40.02
AMU レート割合(指数)	0.95	0.91	0.84	0.96	1.00

(各通貨の対ドル平均レートはみずほ総研資料(注5)による。AMU は前掲のとおり。)

シンガポールドル、マレーシアリング、タイバーツの3通貨の5年の推移を見ると円・人民元と同様に、対ドルに比べて対 AMU が安定していることがわかる。特にシンガポールドルとマレーシアリングは上下5%以内に収まっており、残るタイバーツも、2007年のみ15%超のバーツ高となっているものの、他の年は10%以内の範囲に留まっている。上記3通貨は日本円・人民元に比して、AMU 内のシェアが高くはないものの、上記結果が得られたことは同3ヶ国の企業にとっても、為替安定の観点から AMU 利用のメリットがあることを示すものといえる。

#### 2. 試算・調査結果への考察

日本2社・中国2社の財務データを元に ACU(注6)の損益への影響試算を行った結果、域内取引を ACU 建てで行うことが実現すれば、日中両国企業にとって、為替変動要因の損益への影響軽減が可能であることが確認できた。また、ACU における通貨シェアが円・人民元ほど高くない ASEAN3 通貨に関しても、レートの安定度としては対ドルよりも対 ACU の方が勝っており、域内の為替安定メカニズム構築のコンセンサスを醸成していく材

料にはなつたと考える。

また、今回個別企業のデータ収集段階で有価証券報告書や **Annual Report** といった企業の対外発表文書をレビューすることにより示された点がいくつかある。SONY、トヨタの代表的な日本の輸出企業でも、為替リスクに関しては現在はいくまで米ドル・ユーロが中心であり、人民元などアジア通貨に関する個別の記載は見あたらなかった。これは、第 1 章で確認したとおり、アジア域内取引のシェアが高まってきても、その取引通貨が米ドル中心で行われていることによるものであろう。一方で、昨今の新聞記事等でも目にするように、企業の売上・損益に関する貢献割合としてアジア地域のシェアが高まっていることを考えれば、取引建値決定や人民元をはじめアジア域内通貨に関する為替リスク管理への企業の意識も変化していく可能性が高いと考えられる。

一方、中国企業は将来的な為替リスクは意識しつつも、現状は当局の為替管理の姿勢とも関連して、積極的な為替リスクヘッジを行う段階とは見受けられなかった。今後、人民元の相場変動が高まることを想定した場合、従来以上に、個別企業も為替リスクヘッジを検討・導入する必要に迫られることが予想される。また、中国人民銀行をはじめとする当局もそれを可能とする制度整備・規制緩和を進めることが必要となるであろう。

### 第3章 民間企業実利用への方策検討

#### 1. 企業ニーズの観点からのACUの課題

第2章では、域内取引に関する米ドル建てをACU建てにシフトした場合の個別企業の財務への影響を日中のサンプリング企業に対して行い、年間平均でもACUが米ドルよりも円・人民元に対して安定的であることを確認した。合わせて、主要ASEAN3通貨に関しても過去5年間での各年間平均で、対ドルよりも安定していることを示し、企業財務の観点から為替変動リスク低減メリットのあることを示した。定量的な影響を個社ごとに行うとともに、有価証券報告書やアニュアルレポートへの記載から、現時点での日中両国の代表的な輸出企業の為替リスクの認識、アジア通貨への取組などを定性的に評価した。結果として、企業サイドもまだ為替リスク管理の視点でアジア通貨を本格的には意識していないと考えられ、そのバスケット通貨であるACU建ての取引を行うには対処していくべき課題が多いと考えられる。

本章では、ACUを実現するにあたり、企業ニーズの観点から克服すべきポイントを整理・検討する。具体的には、第1章でレビューした伊藤・清水他（2009）で行われた企業からのヒアリングにより明らかになったインボイス通貨決定要因である下記6点から、検討要否を判断した後、分析する。

- ①グループ内／外取引と商社経由取引
- ②為替ヘッジコスト
- ③市場競争と製品競争力の程度
- ④米ドル建て取引を基本とする製品群
- ⑤アジア生産拠点から米国最終仕向地とする商流
- ⑥インボイス通貨を統一することについての明確な為替戦略の存在

上記のうち、①は出資比率を中心とする相手先属性に負う部分、④については現行のマーケットでは当該製品についてはドル建てシェア高いことが背景にあることから本章での分析対象外とする（注7）。他の4項目について、順にACUの課題・方策へのアプローチ方法を考えたい。

②については、企業が当該通貨を使用する際の取引コストおよび為替ヘッジコストに直結する部分であり、ACUの企業での実利用を想定した場合に対応不可欠な要素である。

③は商品競争力による部分だが、欧米での競争は従来どおり厳しいと考えるが、アジア域内での商品競争力やマーケット環境をどう考えるかも大切である。現在、自社製品の優位性から円建てでも可能となっているケースも相応にあるが、今後、A.域内競争が激化した場合に従来どおりの円建て商品建値が可能か否か、B.人民元を初めとする域内通貨と円の為替レートの長期的な関係が円安かB.円高か、以上2点で企業の建値選択にも変化はあり得ると考えられる。

⑤は、リーマンショック以降の世界経済構造の変化を考えた場合、大きなポイントとな

ると予想する。従来、日系企業はアジア域内での取引建値をドル建てにしても、最終製品の販売先がアメリカあるいは域内米系企業のシェアが高い場合は、グループ内取引は同一通貨でのエクスポージャーに集約され、残存する為替ポジションに対するリスクヘッジを行う運用が可能であった。今後、中国・ASEAN を中心とした域内マーケットを最終製品の販売先とする商流が増加すれば、その割合に応じて、取引建値の見直し、または為替リスクヘッジ手法の再検討が必要となる。

⑥は、上記⑤と関連性が高い。為替リスクヘッジコストを抑える狙いで、ドルを中心として少数の主要通貨にインボイス通貨を絞りこんできた戦略が、域内マーケットのシェア増加の影響で見直しをする可能性が出てくる。

以上のような観点は、日系企業の建値決定過程から想定される問題点ではあるが、人民元やその他通貨をホームカレンシーとする域内他国の企業についても、域外・域内双方の輸出を初めとして国際的な活動を継続・拡大する中で、今後は同様に発生し得ると考えられる。

②・③・⑤・⑥の4点を集約して、企業ニーズへの対応という観点でACU創出の課題と方策をまとめると以下となる。

大前提として、日本円・人民元を含む域内通貨から構成されるバスケット通貨としてのACUが域内通貨との間では安定した為替相場を保つことが要請される。これは、ACUへ取組む場合の域内各国の通貨協力の最大の目的と考えられる。

企業の実利用にあたっての、ポイントは次の2点である。一つは取引および為替ヘッジに関わるコストの低減である。収益極大化を図る企業の行動として、経済合理性から考えても当該通貨の利用コストが米ドルやユーロと遜色ないことが望まれる。これを可能とするためには、ACUの流動性が高まることが必要であり、その鍵となるのはACUの「使い勝手」をよくするための各国の規制緩和とそれによるマーケットシェアの拡大であろう。二つ目は、為替ヘッジを可能とするヘッジ手段を確保することである。現在の企業における主要なヘッジ手段である為替先物予約を可能とするインフラ整備が必要である。

## 2. 為替コストの低減

まず、現在のマーケットシェアについて、確認する。為替取引の通貨別のシェアについてはBISが3年に一度調査を行っている。現時点で確認できる直近のデータは2007年4月。(資料-1・2)それにより、アジア通貨に関する特色をまとめると以下のとおり。

- ①すでに主要通貨となっている日本円はドル・ユーロにつぐ3番手でシェア17.2%。
- ②香港ドル・シンガポールドル・韓国ウォンが1%超。
- ③人民元は1998年から2007年の間に75倍と急激に伸張。
- ④除く円のアジアの10通貨合計では7.5%あり、豪ドルやカナダドルを上回る。
- ⑤アジア通貨の相手取引は米ドルが圧倒的シェア(97%)を占める。

人民元をはじめとして為替・資本規制を有する通貨がまだ残るアジアで、各国通貨の為



替取引の相手として圧倒的シェアを占める米ドル。これは、貿易など域内取引での米ドル建てシェアが高いことと通じるといえる。言いかえれば、輸出にしる輸入にしる、契約通貨が米ドルで最終的な決済も米ドルで行う場合、アジア域内の貿易業者は自国通貨買い・米ドル売り（輸出時）、自国通貨売り・米ドル買い（輸入時）の為替取引を行う必要が生じる。為替取引の相手通貨シェアにおいて米ドルが圧倒的となる背景には、実契約のシェアの高さが存在する。

シェアが高い対米ドルは、流動性も高く、結果として取引コストもボリュームディスカウント効果もあり安く済むと考えられる。アジア通貨の取引コスト低減実現には、アジア通貨を個別通貨ごとに捉えたままでは、困難さを伴う。例えば、日系企業は、自動車に見られる北米での現地生産を代表例として、ドル建ての為替リスクは高いレベルで管理可能となってきたものの、ユーロについては同様のレベルには至っていない。これが、人民元などアジア通貨でも数多くの通貨の為替管理が必要となった場合の対応コストは、為替に直結する取引コストのみならず、多くの通貨に対処するための体制整備に伴うコストを要することとなる。アジア域内通貨に関して、個別企業にとってリスク管理対象通貨を減らす意味でも ACU を域内取引共通で利用するメリットはあるといえる。

従って、ヨーロッパの ECU 導入時のように、アジア各国が資本規制の特例扱いを ACU に対して認めた上で、少なくとも直物取引に関する交換性を担保することがポイントとなる。こうした運営に関して、あらためて ECU 取扱時のヨーロッパの対応を確認することも重要である。（注 8）

### 3. リスクヘッジ手段の確保

ACU 建て取引を民間が利用するためのもう一つの条件は、為替リスクヘッジ手段の確保である。第 2 章で述べたように、域内通貨間での為替安定の機能を ACU は当初より有する。但し、あくまでも現在のユーロのように単一通貨ではないため、対域外通貨対比小さいとはいえ、アジア各国通貨と ACU の為替変動リスク、ならびに ACU と域外通貨である米ドル・ユーロとの為替変動は現在と同様に残存するため、そのリスクヘッジ手段が必要となる。

具体的には、ACU 建て先物予約を可能とすることが基本となる。そのためには、バスケット通貨の構成シェアと同じ発想で、ACU 建て短期金利指標の創出が必要となる。AMU にて対象とした ASEAN+3 の 13 ヶ国につき、短期金利指標の有無を確認するとブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマーの 4 ヶ国を除き存在する。（注 9）各国の自国内で、短期金利市場の整備段階には違いがあることも事実であるが、為替レートと同様に一定のシェアと基準となる各国金利指標を加重平均することにより、ACU 建て金利指標を創出し、為替予約を可能とする環境整備が求められるであろう。

また、域内の経済段階の違いのみならず、金利・為替・資本各市場の発展段階にちがいがあることもふまえれば、あらためて ACU 構成通貨を柔軟に考える発想もありうる。

ASEAN+3全ての国が揃わなければ ACU が開始できないということはなく、ECU と同様に参加可能な国から開始し、後発で参加する国（および通貨）がある場合は、ACU のシェアの見直しを行うことをあらかじめ合意しておけばよいと考えられる。

リーマンショック以降の世界金融危機、それに続くギリシャショックによる欧州の混乱を考えた場合、アジアの域内での通貨協力を進めておき、アジアの域外のショックへの耐性を高めておくことも重要であろう。今後の域内経済成長、域内の内需拡大を念頭に、域内企業の為替リスク低減を図る施策を各国が協調して進めていくことが必要な時期と考える。

おわりに

現在、中国が人民元の国際化を進める中で従来は外貨建てでしか認めてこなかった貿易取引につき、人民元建ての決済を認める運用範囲を広げている。これは、中国国内企業の為替リスクからの解放を可能とするものではあるが、貿易取引には当然、相手国の企業が存在し、彼らに一方的に人民元に関する為替リスクを負わせる前提で、人民元建て貿易取引が急激に拡大することは考え難い。ACU 建ての契約を行い、人民元と ACU の交換につき特例措置を許容し、そのモニタリングを行うような形式で進める方が実態的に人民元の国際化を実現し、それを ACU として日本を含めた域内各国とともに進めるというシナリオであれば、中国も受入やすいのではないだろうか。

アジアで唯一、先進国として経済成長を遂げてきた日本は、これからまだ力強い成長が可能なアジア域内各国と連携・協力することにより、自らの安定成長につなげる努力が重要であろう。そうした際に、日本企業をはじめとして、域内企業の業績の安定成長を後押しする為替リスク低減への取組を主体的に行っていくことが必要となろう。

本稿では、日本・中国の個別企業のデータに注目して輸出入に与える影響などを材料に ACU の民間企業での利用のための課題とその方策を検討した。今後は、ASEAN の個別企業への影響、ECU との比較によるアジア各国の為替・資本規制のうち、緩和すべきレベルの見極めなどの研究に注力してまいりたい。

(資料 1)

Growth of foreign exchange turnover						
Average daily turnover in spot and OTC derivatives markets <sup>1</sup>						
	April 1998 (USD bns)	April 2001 (USD bns)	April 2004 (USD bns)	April 2007 (USD bns)	Growth rate <sup>2</sup> (%)	Share <sup>3</sup> (%)
All currencies <sup>4</sup>	1 599.9	1 265.9	2 020.4	3 453.2	63	100.0
USD	1 325.1	1 114.0	1 682.8	2 845.4	60	85.6
EUR	788.4	469.9	720.2	1 231.2	56	37.0
JPY	331.6	291.7	400.0	573.4	52	17.2
GBP	168.2	161.7	315.9	494.2	42	14.9
AUD	46.3	53.6	107.3	220.0	86	6.6
CAD	53.8	55.6	81.0	142.6	49	4.3
NZD	5.0	6.9	18.6	63.0	198	1.9
Asia (AXJ)	47.4	64.8	99.6	249.0	132	7.5
CNY	0.2	0.3	1.9	15.0	646	0.5
HKD	19.0	30.9	35.8	101.7	185	3.1
IDR	1.2	0.6	2.2	3.7	78	0.1
INR	1.4	2.9	6.3	23.6	263	0.7
KRW	2.3	10.0	22.1	38.6	41	1.2
MYR	0.7	0.9	1.0	4.4	289	0.1
PHP	0.5	0.5	0.8	3.5	287	0.1
SGD	17.7	13.5	17.5	39.9	105	1.2
THB	2.6	1.9	3.9	6.5	50	0.2
TWD	1.8	3.4	8.1	12.1	50	0.4
<i>Memo: AXJ<sub>2007</sub></i> <sup>5</sup>	49.5	72.8	107.5	249.0	132	—

<sup>1</sup> Specified currency against all other currencies; adjusted for local and cross-border inter-dealer double counting; data might differ from published BIS data because of differences in aggregation procedures. <sup>2</sup> Percentage change in turnover between April 2004 and April 2007, at April 2007 exchange rates. <sup>3</sup> As a percentage of turnover in all currencies, in April 2007. <sup>4</sup> The sum of transactions in individual currencies equals twice the total turnover because two currencies are involved in each transaction; adjusted for estimated gaps in reporting. <sup>5</sup> Turnover of Asian currencies at April 2007 exchange rates.

Sources: BIS (Tables E.1 and E.20); authors' calculations. Table 3

(出典 BIS Working Papers No 252 May 2008)

(資料 2)

Foreign exchange turnover by currency pair Estimated from turnover allocated by currency pair <sup>1</sup>						
	Average daily turnover, in billions of USD				Pair's share of allocated turnover <sup>2</sup>	Unallocated share of total turnover <sup>3</sup>
	1998	2001	2004	2007		
USD / Asia <sup>4</sup>	45.3	63.5	95.8	241.5	97	30
USD / HKD	17.7	30.5	34.3	100.4	99	27
USD / SGD	17.3	13.2	16.8	37.6	94	37
USD / KRW	2.2	9.9	21.6	37.0	98	25
USD / INR	1.3	2.7	6.0	22.6	96	23
USD / CNY	0.2	0.3	1.8	15.0	100	40
USD / TWD	1.6	3.2	7.8	11.5	95	44
USD / THB	2.6	1.8	3.6	6.0	93	26
USD / MYR	0.6	0.9	1.0	4.3	97	38
USD / PHP	0.5	0.5	0.8	3.5	99	38
USD / IDR	1.2	0.6	2.1	3.4	93	44
EUR / Asia <sup>4</sup>	0.1	0.2	0.6	1.8	1	--
EUR / KRW	< 0.1	< 0.1	0.2	0.6	2	--
EUR / SGD	0.1	0.1	0.2	0.6	1	--
EUR / INR	< 0.1	0.1	0.1	0.2	1	--
EUR / TWD	< 0.1	< 0.1	0.1	0.2	2	--
EUR / IDR	< 0.1	< 0.1	< 0.1	0.1	3	--
JPY / Asia	0.3	0.3	0.9	1.7	1	--
JPY / KRW	< 0.1	0.1	0.3	0.7	2	--
JPY / SGD	0.1	0.1	0.2	0.4	1	--
JPY / THB	0.1	< 0.1	0.2	0.3	4	--
JPY / TWD	0.1	0.1	0.1	0.2	2	--
GBP / Asia <sup>4</sup>	< 0.1	0.1	0.2	0.6	0	--
GBP / SGD	< 0.1	< 0.1	0.1	0.4	1	--
CHF / Asia <sup>4</sup>	< 0.1	< 0.1	< 0.1	0.7	0	--
CHF / INR	< 0.1	< 0.1	< 0.1	0.5	2	--
AUD / Asia <sup>4</sup>	< 0.1	< 0.1	0.2	0.4	0	--
AUD / SGD	< 0.1	< 0.1	0.1	0.3	1	--
CAD / Asia <sup>4</sup>	< 0.1	< 0.1	< 0.1	0.2	0	--
CAD / SGD	< 0.1	< 0.1	< 0.1	0.2	0	--
Other <sup>5</sup> / Asia <sup>4</sup>	1.5	0.6	1.8	2.0	1	--
Other <sup>5</sup> / HKD	1.2	0.4	1.6	1.3	1	--
Other <sup>5</sup> / SGD	0.2	0.1	0.1	0.3	1	--

<sup>1</sup> Turnover unallocated by currency pair is redistributed in the same proportion as each currency pair's share of allocated turnover. <sup>2</sup> In percent. <sup>3</sup> Turnover unallocated by currency pair, as a percentage of each Asian currency's total turnover. <sup>4</sup> Sum of Asian currencies. <sup>5</sup> Transactions against currencies other than the USD, EUR, JPY, GBP, CHF, AUD and CAD.

Sources: BIS (Table E.7); authors' calculations. Table 4

(出典 BIS Working Papers No 252 May 2008)

(注)

(1) 中條 (1990) P.174

(2) 正式名称は「外国為替及び外国貿易法」。従来の名称が「外国為替及び外国貿易管理法」であったことと比較しても、「管理」から「自由化」の方向が明確化されている。詳しくは中條 (1999) P.169 参照。

(3) 輸出入の代金を当該取引を行った企業以外の国内の別企業が受取または支払を行うこと。

(4) 詳しくは経済産業研究所 HP 内の <http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html> 参照。

(5) みずほ総合研究所「みずほアジア・オセアニア経済情報」2010年・2009年各7月

(6) 第2章1項の個社別データではAMUと表示したが、再びACU表示で統一する。

(7) ペトロチャイナのような企業が域内で石油などエネルギー資源の取扱シェア上昇、域内取引増加すれば、ACU建て取引も可能性がないとはいえないが、本稿では取上げない。

(8) 村瀬 (2007) P.130 参照

(9) <http://asianbondsonline.adb.org/index.php> 参照

(参考文献)

- 相沢幸悦「ECの金融統合」東洋経済新報社 1990年
- 伊藤隆俊・小川英治・清水順子  
「東アジア通貨バスケットの経済分析」東洋経済新報社 2007年
- 伊藤隆俊・清水順子・鯉渕賢・佐藤清隆 「インボイス通貨の決定要因と  
アジア共通通貨バスケットの課題」『RIETI ディスカッションペーパー』 2009年
- 大井博之・大谷聡・代田豊一郎「貿易におけるインボイス通貨の決定について：『円の国際  
化』へのインプリケーション」『金融研究』2003年9月
- 大西義久「アジア共通通貨－実現への道しるべ」蒼蒼社 2005年
- 小川英治編「アジアボンドの経済学 債券市場の発展を目指して」東洋経済新報社 2009年
- 奥田宏司「ユーロ建て貿易の広がりについて－『ユーロ体制』論構築に向けての一階梯」『立  
命館国際研究』2007年6月
- 緒田原涓一「アジアにおける国際金融協力」国立出版 2002年
- 宿輪純一「アジア金融システムの経済学」日本経済新聞社 2006年
- 田中素香「民間使用されるECのバスケット通貨ECU（欧州通貨単位）の一考察」  
研究年報『経済学』東北大学 1985年 Vol47 No.2.
- 田中素香「EMS：欧州通貨制度 欧州通貨統合の焦点」有斐閣 1996年
- 中條誠一「ゼミナール為替リスク管理 新外為法下の戦略」有斐閣 1999年
- 中條誠一「貿易企業の為替リスク管理」東洋経済新報社 1990年
- 西村陽造「アジア通貨単位（AMU）の国際取引での使用可能性を探る」  
『国際金融』1184号 2008年1月1日号
- H・ティートマイヤー著「ユーロへの挑戦」財団法人 国際通貨研究所・村瀬哲司監訳  
京都大学学術出版会 2007年
- 福田慎一「円の国際化：決済通貨としての円の役割」『フィナンシャルレビュー』  
1994年1月
- 藤田誠一「『人口国際通貨』としてのECU」『国民経済雑誌』  
神戸大学経済経営学会 1994年
- 藤田誠一「並行通貨としてのECU」『国民経済雑誌』神戸大学経済経営学会 1995年
- 宮本寛爾「グローバル企業の管理会計」中央経済者 2003年
- 村瀬哲司「東アジアの通貨・金融協力」勁草書房 2007年
- ロルフ・H・ハッセ著「EMSからEC中央銀行へ」田中素香・相沢幸悦監訳  
同文館出版 1992年
- 渡辺真吾・小倉将信「アジア通貨単位から通貨同盟までは遠い道か」  
日本銀行ワーキングペーパー 2006年
- Allen, Polly Reynolds “‘The ECU：Birth of a New Currency’” Occasional Papers  
No.20 Group of Thirty New York 1986

BIS ‘‘FOREIGN EXCHANGE AND DERIVATIVES MARKET ACTIVITY 1995’’

Basle 1996

Ito, Takatoshi Edited ‘‘A Basket Currency for Asia’’ Routledge 2007

Paul Krugman ‘‘PRICING TO MARKET WHEN THE EXCHANGE RATE CHANGES’’  
NBER WORKING PAPER SERIES NO.1926 MAY1986

Paul Krugman ‘‘*Currencies and Crises*’’ The MIT Press London 1992

Ogawa, Eiji and Junko Shimizu ‘‘A Role of the Japanese yen in a multi - step process  
toward a common currency in east Asia,’’ Fukino DP Series,3,2008

Yosuke Tsuyuguchi and Philip Wooldridge ‘‘The evolution of trading activity in Asian  
foreign exchange markets’’ BIS Working Papers No 252 May 2008

(参考ウェブサイト)

ADB Asian Bonds Online An ASEAN+3 Initiative

<http://asianbondsonline.adb.org/index.php>

BIS <http://www.bis.org/>

CIA <https://www.cia.gov/>

Nation Master <http://www.nationmaster.com/index.php>

中国人民銀行 <http://www.pbc.gov.cn/english/>

独立行政法人 経済産業研究所 <http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>