

第4章 アジアにおける貿易建値通貨選択の現状と課題

清水 順子

1. はじめに

世界金融危機の影響により為替市場は大きく変動している。日本円も対米ドル、ユーロなどの主要通貨のみならず、東アジア通貨に対してもボラティルな動きを見せている。こうした為替レートの変動は、短期的に日本企業の業績に大きな影響を与えるばかりでなく、中長期的には海外に生産拠点を移転する等の全社的な経営戦略に影響を及ぼす。さらに、この影響の度合いは、企業が輸出入における貿易建値通貨（以下、インボイス通貨）としてどの通貨を選択しているかによっても大きく左右される。これまではアジア域内の貿易や投資において米ドル建ての取引が圧倒的なウェイトを占めてきたが、今回の欧州危機の際に金融機関の資金供給がひっ迫し、急速にドルの流動性が不足する事態が起り、過度なドル依存に潜む危険性を認識することとなった。アジアでの円滑な貿易取引が他地域で発生した危機に悪影響を及ぼされることがないようにするためには、アジア域内で現地通貨建て取引を促進し、アジア通貨の活用を図っていく必要がある、日本の金融機関による新たな金融サービスの提供が期待される。

本稿では、アジアにおける国際通貨制度の課題を貿易建値通貨選択という観点から取り上げる。まず、日本企業がアジア域内の貿易においてどのような要因に基づいてインボイス通貨を選択をしているかについてまとめる。日本の製造業にとっての最終消費地が徐々に米国からアジアに移りつつある今日に、日本企業の視点からアジアにおける望ましい通貨体制や域内金融協力を推進するためには、アジアに多く展開する日本企業がどのようにインボイス通貨を選択し、為替リスク管理を行っているのか、という点を明らかにすることは重要な論点となる。次に、アジアの為替市場の現状を概観した上で、アジアにおける自国通貨建て取引を促進するために必要なことは何かを検討し、日本の金融機関はどのような金融サービスを提供すべきかについて考察する。

2. 日本企業の貿易建値通貨選択と為替リスク管理

日本企業は、長年に渡る為替変動を経験し、洗練された為替リスク管理や、それぞれの企業に合ったインボイス通貨選択行動を行い、為替変動の影響を緩和する工夫を構築している。こ

の節では、Ito et al. (2009, 2012) に基づき、日本企業のインボイス通貨選択と為替リスク管理の実態を解明する。以下では、日本企業の貿易建値通貨の選択に関する研究で得られた知見に基づき、日本輸出企業の為替戦略の特徴をまとめる。

日本企業のインボイス通貨選択の特徴を見る前に、Grassman (1973) がまとめた3つのインボイス通貨選択の古典的な定型化された事実 (Classical Stylized Facts) について説明しよう (図1)。第1に、先進国間の貿易であれば、輸出国通貨が使われる。第2に、発展途上国と先進国間の貿易では、先進国通貨が使われる。第3に貿易財の種類で分けた場合に、差別化された財、競争力のある財の貿易では輸出国通貨建てが使われるが、同質的な財、その財の商品取引市場ができてきているような財については、国際通貨としてのドル建てが使われる。これらは、様々な国のインボイス通貨選択を調べた結果として得られた事実であるが、日本企業はこの事実には当てはまらない例外国として指摘されている。

図1. インボイス通貨選択の“古典的な”定型化された事実

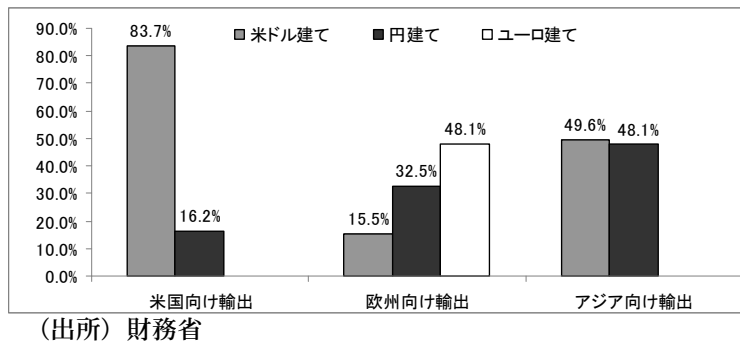
定型化された事実(1)	貿易相手国別	先進国 A ⇒ 先進国 B	輸出国通貨建て
定型化された事実(2)		発展途上国 ⇒ 先進国	先進国通貨建て
定型化された事実(3)	貿易財別	A 国 ⇒ B 国	差別化された財=輸出国通貨建て
			同質的な財=国際通貨 (US Dollar)

(出所) Glassman (1973)

(1) 日本企業のインボイス通貨選択の特徴

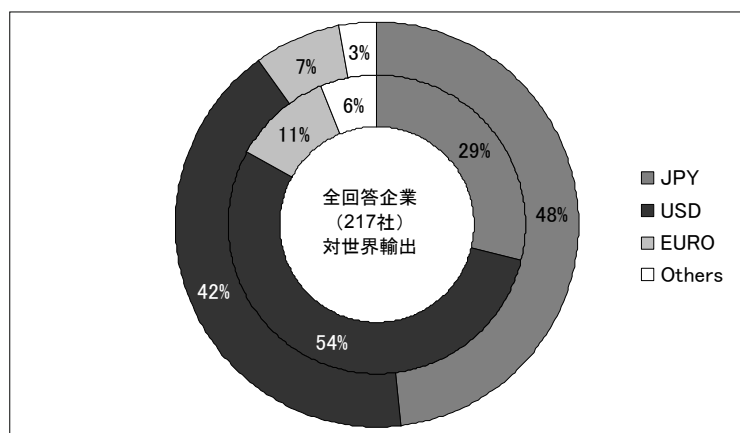
それでは、日本企業のインボイス通貨選択の現状はどのようになっているだろうか。図2は、財務省が公表している貿易統計の平成23年下半期のデータに基づき日本の輸出地域別の貿易取引通貨別比率をまとめたものである。これによると、米国向け輸出は、8割以上がドル建てで行われており、円建ては2割以下となっている。欧州向け輸出は、約半分がユーロ建て、3割が円建てである。アジア向け輸出では、上述の古典的な事実には当てはめれば先進国・新興国間の貿易ということで円建てが多くなるはずだが、ドル建てが円建てを若干上回っているというのが日本の特徴である。この傾向は長年ほとんど変化がない。したがって、日本企業のインボイス通貨選択の特徴としては、日本は先進国輸出において円建てではなく輸出相手国通貨建てが多く、アジア向け・新興国輸出においてもドル建てが多いという2点が指摘される。

図2. 貿易取引通貨別比率（輸出；平成23年下半期）



こうした日本企業の特徴、すなわちインボイス通貨選択においてドル依存が高い要因は何であるかを探るために、経済産業研究所で2009年にアンケート調査を行った¹。図3は、対世界輸出のインボイス通貨選択についての回答結果をまとめたものである。まず対世界輸出でのインボイス通貨選択について、単純に回答企業の算術平均を表した外側の円グラフでは、ドル建て、円建ての割合はそれぞれ42%、48%であり、円建ての割合が若干上回っている。しかし、これを企業規模に応じた加重平均シェアに換算した内側の円グラフでは、ドル建てが54%と円建ての29%を大きく上回っている。したがって、企業規模というのが日本企業のインボイス通貨選択における一つの大きな要因となっているということが窺える。

図3. アンケート回答企業によるインボイス通貨シェア（対世界輸出）

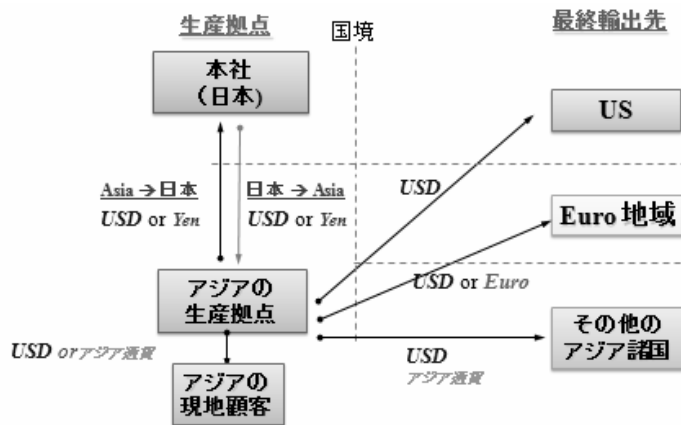


(出所) 伊藤・佐藤・鯉淵・清水 (2010) 内側の円グラフは回答企業の単純平均値、外側の円は回答企業の企業規模に応じた加重平均値。

1 RIETI「日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査 (2009年)」は有価証券報告書に「海外売上高」が計上されている製造業の上場企業928社に対して平成21年9月4日～11月30日の期間で実施され、有効回答件数は229件 (24.6%)であった。詳しくは、伊藤・佐藤・鯉淵・清水 (2010) 参照。

アジアにおける日本企業のインボイス通貨選択を簡単に概念図で示したのが図4である。アジアには日本企業の子会社が多いが、日本とアジアの企業内貿易は、本社からアジアの販売拠点として輸出するだけでなく、生産拠点、すなわち、アジアで製造し、そこから現地顧客に販売する、あるいはその他のアジア諸国や欧米に輸出するといったような本社・子会社間の生産体制（プロダクション・ネットワーク）が構築されている。この場合に、インボイス通貨をドルで統一することにより、本社が子会社の為替リスクを負担し、本社子会社間の取引を相殺することが可能となる。このように、アジアにおけるインボイス通貨としてドル建てを選択することは、日本企業にとって効率的、かつ合理的な選択であり、その結果として、アジアにおける日本企業の貿易取引はドル建ての割合が非常に高くなっているのである。

図4. アジアにおける日本企業の貿易建値選択<概念図>



(出所) 伊藤・佐藤・鯉淵・清水 (2010)

以上より、日本企業のインボイス通貨選択の決定要因として、第一に企業規模、第二に貿易形態、すなわち、貿易取引相手が子会社、すなわち企業内貿易なのか、あるいは資本関係のない企業間貿易なのか、商社経由なのかが挙げられる²。さらに、貿易財の性質が差別化されたものなのか、競争力があるのか、同質の財なのか、といった貿易財の性質に加えて、相手国、輸入国の通貨の取引コスト、あるいはその国の通貨が米ドルとの連動が高いのか、といった通貨の要因もある。このような様々な要因が複合的に絡み合った中で、日本企業は自社にとって最適なインボイス通貨を選択していることになる。

2 貿易相手が資本関係のない企業、すなわち企業間貿易の場合は、相手企業の為替リスクを押し付けることが可能であり、円建てが志向される。また、商社経由の場合も、為替リスク管理部門を自社に持たず商社に任せていることから、円建てとなる。

(2) 日本企業の為替リスク管理の特徴

もし、日本企業が円建てで輸出しているのであれば、為替リスクに晒されることはない。しかし、日本企業の多くはドル建てで輸出しているため、直面する為替リスクを様々な手法を用いてヘッジしている。為替リスクの代表的なヘッジ手法としては、為替市場におけるフォワード（先渡し）や為替オプションなどの金融商品を用いてヘッジするファイナンシャル・ヘッジと、外貨建て債務を保有したり、本社子会社間の貿易取引をマリーさせる、ネットティングさせるなどのオペレーショナル・ヘッジがある。企業がどのような為替リスク管理を行っているかは、その企業がどのインボイス通貨を選択しているかに大きく依存する。上述のアンケート調査結果を用いて、日本企業の為替リスク管理の特徴を見てみよう。

まず、インボイス通貨の選択・為替リスク管理・価格改定についてのアンケート調査結果を規模別にまとめたのが図5である。これによると、大規模企業の特徴は、企業内貿易の割合が高く、ドル建てインボイスのシェアが高い。また、取り扱いの外貨も多く、9割以上の企業がフォワード等の為替市場でのリスクヘッジを行い、6割近い企業がマリー、ネットティングといった為替管理手法を行っている。さらに、半数以上の企業が2008年の円高時に価格改定をしている。これに対して、小規模企業の特徴は、企業間貿易や現地の代理店向けの貿易が多く、インボイス通貨の選択としては円建てインボイスのシェアが高い。また、フォワード等の為替市場におけるリスクヘッジ手段を使う企業は5割、マリー、ネットティングは全体の4分の1しか行っておらず、2008年の円高時に価格を改定した割合も低い。このように、小規模と大規模の企業で円高、為替の変動に受ける影響にはかなりの違いがあることが示唆される。

図5. 企業規模別のインボイス通貨選択と為替リスク管理の特徴

アンケート項目		大規模企業 (連結売上高の上位 1/3)	小規模企業 (連結売上高の下部 1/3)
貿易形態	輸出相手先	企業内貿易 (子会社・生産拠点向け)	企業間貿易 (現地の代理店向け)
インボイス通貨 シェア (対世界)	JPY	38.1%	58.3%
	USD	47.8%	35.8%
	Euro	10.5%	5.2%
為替リスク管理	取り扱い外貨	4.4 種類	1.9 種類
	フォワードによる為替リスクヘッジ	91.9%	52.9%
	マリー&ネットティング	57.5%	25.8%
価格改定	2008年円高時に価格改定をした	53.2%	36.9%

(出所) 伊藤・佐藤・鯉渕・清水 (2010)、Ito et al. (2010a) (2010b)

日本企業はプラザ合意以降の円高傾向、および円相場の乱高下に直面して、為替変動に影響されないような生産体制を構築してきた。その結果として、海外に生産拠点を移転し、プロダクションネットワークを展開し、企業内貿易シェアが拡大してきた。こうした中で、より効率的に為替リスク管理を行うためには、大規模企業であれば本社に為替リスクを集中するのが効率的である。すなわち、ドル建てで輸出し、本社が為替リスクを集中することがその企業にとって合理的な選択となる。ドル建ての選択は、現地法人にとって為替ヘッジを行う際に、円建てよりもドル建ての方が取引コストが少ない、という点でも効率的である。さらに、企業内貿易をドル建てで統一することにより、マリーやネットィングを行い、為替リスクに晒されるエクスポージャーそのものを小さくする、といった様々な工夫がなされている。貿易建値通貨におけるドル偏重の実態は、実は合理的な選択であり、このような選択をしている大規模な企業の行動というのが日本企業のインボイス通貨の選択を特徴づけていると考えられる。

(3) アジア地域現地法人の潜在的な問題点

前述のアンケート調査は本社企業を対象に行ったものである。一方、海外現地法人を対象として同様の調査結果をまとめた伊藤・佐藤・鯉淵・清水（2011）より、海外現地法人の視点から為替リスク管理の特徴をまとめると、以下ようになる。まず、海外現地法人が行っている為替取引の種類については、全体で67.2%が直物為替取引を行っているのに対して、先物為替予約取引を用いて為替リスクヘッジを行っている割合は27.2%と少なく、現地法人では直物取引を主として為替取引が行われている地域が多いことがわかった。地域別の特徴としては、大洋州では6割近い現地法人が先物為替予約取引を行っているが、アジアと非ユーロ圏欧州では先物為替予約取引を行っている割合が3割未満に対して直物為替取引がほぼ7割を占めている。すなわち、為替取引規制が存在し、先物為替市場が未成熟な発展途上国では、先物為替予約を用いた為替リスク管理があまり行われていない、という実態が明らかになった。一方で、北米の現地法人が先物為替予約を行っている割合が最も低かったが（19.0%）、これは本社が為替リスク管理を集中して行っている割合が北米で最も高いことに起因するものと考えられる。

また、為替リスクを回避するためにインボイス通貨を選ぶとすればそれはどの通貨か、という質問については、地域ごとに異なる結果が得られた。アジアでは、為替リスクを回避するために米ドルを選択していると回答した現地法人は約8割にのぼり、日本円（36.9%）や人民元（5.8%）という回答を大きく上回った（複数回答可）。アジアを除く地域では、現地通貨をインボイス通貨として選択することにより現地法人の為替リスクを回避する、という方針があるのに対して、アジアでは基軸通貨の米ドルを選択することにより為替リスクを回避するという方針がある点が特徴的である。このような現地法人の方針が、アジアにおけるインボイス通貨

選択で米ドルが支配的であるという事実を裏付けているものと考えられる。

以上のような日本企業のアジア貿易におけるドル偏重には、潜在的な問題もある。先進国にある現地法人は本社や地域統括会社からの指示に従って為替リスク管理を行っている割合が高いのに対して、アジアあるいは非ユーロ圏のような為替リスク管理が困難な地域にある現地法人ほど、実は現地法人が主体となって裁量的な為替リスク管理を行っている。特に、アジアは直物為替取引が中心であるため、日本企業の現地法人は急激な為替変動に対するリスクに晒されていることになる。いかに本社がドルでのインボイスを選択して為替リスク管理を集中的に行っているとしても、実際には日本サイドはドル対円の為替リスク、現地法人サイドではドル対アジア通貨の為替リスクに晒されていることに変わりはない。

近年では、日本の輸出の最終消費地としてのアジアのウェイトが高まりつつある。したがって、アジアで作ってアジアで売る場合には現地通貨をインボイス通貨として使う、という選択も徐々に増えてきている。今後、人民元をはじめとするアジアの現地通貨の使い勝手をより良くするためには、人民元の国際化のさらなる推進とともにアジア通貨の為替市場での取引コストを削減することが必要不可欠となろう。

3. アジアの為替市場の現状と課題

世界金融危機における世界的な通貨の混乱の原因の一つとして、外貨建ての流動性、特に、基軸通貨である米ドル建ての流動性が不足した国においてその国の為替相場が大きく減価したことが挙げられる。このような外貨建ての流動性、特に、米ドル建ての流動性が不足している状況の中で、通貨減価を止めるために資本規制や外国為替管理を厳しくしても、一層の流動性不足に陥らせるだけである。これらの流動性不足に対応するためには、第1に域内金融協力を強化して緊急時の流動性供給を確保すること、第2に米ドル依存から脱却し、自国通貨建て取引を促進することが必要となる。

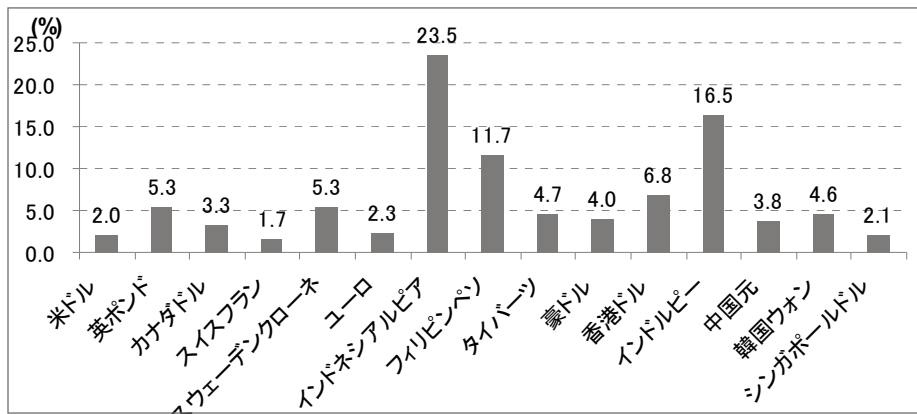
(1) アジアにおける自国通貨建て取引の促進策

第1の対応策として、アジア諸国はアジア通貨危機以降様々な域内金融協力を推進してきた。これまで推進されてきた域内金融協力の主な内容は、①緊急時の流動性支援体制の整備、②政策対話およびサーベイランスの強化、③国内金融システムの整備、である。①および②に関しては、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（CMIM）が2010年3月に合意され、これを支援するサーベイランス・ユニット（AMRO：ASEAN+3 Macroeconomic Surveillance Office）が2011年4月にシンガポールに設立された。③については、各国市場の債券市場の整備と域内クロスボーダー取引の拡大を目的として2003年にアジア債券市場育成イニシアテ

イブ（ABMI）が創設された。さらに、2010年にはABMIにおける検討内容をさらに促進するために「ASEAN+3債券市場フォーラム（ASEAN+3 Bond Market Forum：ABMF）」の設置が承認された。これまではIMFなどの国際的枠組みの補完という位置付けであったCMIMも、2国間協定の付加などにより枠組みの規模拡大を図るとともに、IMFプログラムとリンクせずに発動できる部分をさらに拡大することにより、よりアジア主導の柔軟な制度となりつつある。AMROでのサーベイランス活動も開始され、地域および各国の経済に関する報告書作成や各国へのコンサルテーションも順次実施されており、アジア域内金融協力は着実に進展している。

第2の対応策としては、アジア通貨の取引コストを低下させることである。図6は、2013年4月時点での主要通貨とアジア通貨の対円相場の取引コスト（%）を示したものである³。これによると、対円で一番取引コストが低いのはスイスフラン、ついで米ドル、ユーロといった国際通貨であり、これに対してシンガポールドルを除くアジア通貨の取引コストは依然として高く、一部の通貨は大きな差がある。近年目覚ましい成長を遂げている中国は、人民元の貿易取引における国際化を急ピッチで進めている。従来アジアにおける貿易取引は米ドル建てが中心であったが、アジア域内の最終消費地としてのプレゼンスが高まれば、米ドルの基軸通貨としての役割は今後徐々に低下し、人民元をはじめとするアジア現地通貨での受け取りが多くなる可能性がある。したがって、今後アジア各国が協力して、アジア通貨同士の取引コストを下げるための努力をすることは必要不可欠である。

図6. 各通貨の為替売買手数料比較（2013年4月）



（出所）筆者の計算による。為替売買手数料は、2013年4月のTTSとTTBの差の仲値に対する割合（%）として計算した。TTS,TTBのデータは三菱UFJリサーチ・コンサルティングによる。

3 取引コストは、対円相場の TTS と TTB の差の直物為替相場に対する割合として算出している。

(2) 人民元の国際化と円元直接取引市場

世界金融危機後にドル基軸通貨体制に対する疑念が生じる中、中国は人民元の国際化に向けて大きく舵を切った。まず、中国人民銀行は2008年12月以降、韓国、香港、マレーシア、ペルー、インドネシア、アルゼンチンの6カ国・地域との間で人民元建て通貨スワップを締結したのを皮切りに、2009年7月には多くの資本規制を残したまま人民元国際化の一環として貿易の元決済の試行を開始した。こうした中国の積極的な国際化政策に対応して、2011年暮れの日中首脳会談では「金融市場の発展に向けて協力を強化する」と合意され、その半年後の2012年6月から政府主導で銀行間市場での日本円・人民元の直接取引が始まった。円元直接取引が開始されたと同時に、中国銀行は2012年6月から円元取引スプレッドを縮小し（6%⇒3.5%）、図7にあるように邦銀における円対元の取引コストも従来の6%から4%未満に低下した。その結果、中国では円建て取引が拡大したと言われている。この事例は、人民元の国際化を日本政府や邦銀がバックアップすることにより、アジアの現地通貨建て取引を徐々に拡大することができることを示唆するものである。

現時点で円元取引の観点から香港、上海、東京市場を比較すると、オフショア元（CNH）しか取引のできない東京と比べて、オンショア元（CNY）の取引もできる香港や中国企業の円建て実需取引を扱う上海の方が取引高が多く、利便性が高い。東京市場での円元直接取引を活性化するためには、日系金融機関が国内企業に対する元決済サービスを拡充して、実需面で日本企業の元建て取引を促進することにより、東京市場での円元取引ニーズを高める必要がある。さらなる利用促進のために、例えば、中央銀行間での円元直接決済をはじめとして、アジア中央銀行間でのPVPの促進なども提案される⁴。決済システムの改革により日本企業のアジア通貨建て取引を促進することは、結果的にアジアでの円建て取引拡大につながるだろう。

4. まとめ

アジアにおける国際通貨制度の課題を貿易建値通貨選択という観点から考察してきたが、最後に日本の金融機関が果たす役割について検討したい。2節で示した通り、日本には企業規模が大きく、ドル建て取引による為替リスクをヘッジするための為替リスク管理手法に長けている企業群がある一方で、円建て取引を選択し、為替リスク管理をあまり行っていない企業がある、ということが確認された。東アジアにおける生産ネットワークの拡大により、これからは大規模企業ばかりでなく中小規模の企業による国境を越えた生産販売ネットワークの構築も一層活発になると予想される。円建て取引を選択する、というのは為替リスクを回避する手段の

4 PVP (=Payment versus Payment) とは、為替取引において異なる2通貨の決済時間の違い（時差）から生じる外為決済リスクを削減するために異なる2通貨を同時に決済する方式。

一つであるが、他国との価格競争が激しい分野では円建て取引を選択できない場合も少なくない。したがって、多様な通貨取引により発生する為替リスクに対処するために現在の大規模企業が実践している為替リスク管理上の様々な選択肢を、金融機関のサービスを通じて今後海外進出する中小企業が共有することが重要である。日本の金融機関にとっては、海外進出企業に為替決済や為替ヘッジ手段などの為替リスク管理に関するより高度な金融サービスを提供するというビジネスチャンスに積極的に取り組むことが望まれる。

近年、邦銀は積極的にアジアに金融サービスを展開している。その目的は、日本企業のアジア進出をサポートするという役割にとどまらず、アジア企業や個人顧客を対象とした金融サービスを提供するものである。このように、邦銀が様々なアジア各国に進出して、アジアの企業や人々のニーズを探るとともに、どのような規制がそのネックになっているのか、どうすれば円に絡んだ様々なサービス提供ができるのか、という情報を収集することは重要である。今後、邦銀が為替送金などの為替取引に関わる業務を多方面で拡大し、アジア通貨の取引でも優位に立つようになれば、益々利用者や利用金額が増え、手数料下げから利用者増大、というサイクルを通じて、邦銀がアジア通貨取引の要になることができる。一方で、アジア発行体の東京市場での資金調達を推進するためには、東京プロボンド市場（開示資料は英語も可、国際/米国会計基準も可、事務手続きの大幅簡素化）の活用が期待されるが、そのためには現在は円建て決済のみの証券決済や多通貨決済を可能とするインフラ整備が急務である。

アジアに展開している日本企業がこれまで円建て取引を行ってこなかった第一の理由は、アジア通貨に対する円の乱高下が激しいから、と言われる。その意味では、今後、円を中心としてアジア通貨、域内通貨を安定させる域内為替協調が重要になる。アジアで将来的にユーロのような地域通貨を作る、という可能性も否定できないが、これまでのユーロ導入の歴史を振り返ると、欧州ではドル中心ではなく、ドイツマルクという欧州通貨中心の通貨体制が築き上げられ、その先にユーロが誕生したという経緯がある。したがって、アジアで共通通貨を作るということを最終的な目標として考える場合にも、現在のようなドル基軸からではなく、まずはアジア通貨を使った通貨体制を築き上げることが大切になるだろう。

従来アジアにおける貿易取引の最終消費地は米国が主であったが、今後はアジア向けシェアが高まると予想されることに伴い、アジアにおける米ドルの基軸通貨としての役割は徐々に低下する可能性がある。アジアで現地通貨建て取引が行われてこなかった理由の一つには、取引コストの高さと資本規制がある。アジアの多国籍企業により構築された国境を越えた生産販売構造の下で為替リスク管理がより効率的に行われるために、アジア各国の資本市場整備や外国資本規制緩和を日本が率先して働きかけることが期待される。

(2013年4月脱稿)

参考文献：

Grassman, Sven, (1973) “A Fundamental Symmetry in International Payments.”
Journal of International Economics, 3, pp.105-16.

Ito, T., K. Sato, S. Koibuchi and J. Shimizu (2009) “Why has the yen failed to become a dominant invoicing currency in Asia? A firm-level analysis of Japanese Exporters’ invoicing behavior” NBER Working Paper w16231.

Ito, T., K. Sato, S. Koibuchi and J. Shimizu (2012) "The Choice of an Invoicing Currency by Globally Operating Firms: A Firm-Level Analysis of Japanese Exporters," International Journal of Finance & Economics, Vol.17, Issue 4, pp.305-320.

伊藤・佐藤・鯉渕・清水（2010）「日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択－「平成21年度日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査」結果概要－」RIETI DP 10-J-032.

伊藤・佐藤・鯉渕・清水（2011）「貿易ネットワークにおけるインボイス通貨選択と為替リスク管理：「平成22年度日本企業海外現地法人アンケート調査」結果概要」RIETI DP 11-J-070.