

貿易・資本取引における円の国際化

I. 問題意識(本部会の目的)

1999年4月の外国為替等審議会答申の提言において、円の国際化の必要性とともに、「これまでの円に対する意識改革を含めた官民双方の取り組み、見直しが必要であり、今後21世紀に向けて長期的に取り組んでいく課題」であることが指摘された。

同答申は、円の国際化は、国際通貨体制の安定化への貢献、アジア諸国の経済安定への貢献とともに、日本自身にとっても、①東京金融・資本市場の国際金融センターとしての活性化、②本邦金融機関の国際競争力の強化、③日本の企業等の為替リスクの軽減、に資することを指摘している。また、官が主体となり行うべき環境整備の推進とともに、民間サイドにおいて「国際取引における使用通貨には一種の慣性（イナーシャ）が働く面も強くあり、現在のように内外の経済状況が大きく変わろうとしている時期に当たっては、これまでのプラクティスを見直し円の利用につき新たな角度から検討することも必要になってきている」ことを指摘している。

この貿易・資本取引部会報告書は、以上のような外為審答申を受け、貿易取引、資本取引に関し、民間部門においてどのような取り組みが考え得るかについて、商社、メーカー、機関投資家、金融機関、証券会社のメンバーから、実務に則して報告を受け、そうした報告を学界からの参加メンバーも交えて議論したものをまとめたものである。

II. 貿易取引

1. 現状分析

貿易取引においてどのような通貨が使用されるかについての4つの経験則から見ても、また、ドイツ等の欧州諸国の自国通貨建て比率と比較しても、日本の自国通貨建て比率は非常に低い。

この理由として、①日本の短期金融市場の未整備、②米国偏重の輸出並びに原燃料の高い輸入依存度等、我が国の特異な貿易構造、③基軸通貨としてのドルの優位性等が挙げられるが、①については、ドイツの短期金融市場は日本より小さいことを考えると必ずしも説得的な理由とは考えられない。②については、近年、日本の対アジア貿易が増加し、また製品輸入が増加しており、また③については、アジア各国においてアジア通貨危機以降、ドルに事実上リンクした通貨制度の見直しが行われている等、状況が変化しつつある。

(注) P T M(市場指向型価格設定行動)理論について

我が国企業の対米輸出においてドル建て取引のウェイトが非常に高いことについて、P T M理論で説明できるという見方があるが、以下の点に留意する必要。

- ① 多くの実証研究において、日本企業が対米輸出においてP T M行動をとっていることが示されているが、これらの研究は必ずしもこうした日本企業のP T M行動が合理的であることを立証したものではない。

すなわち、P T M行動が期待利潤極大化行動となるためには、企業の利潤関数あるいは当該輸出商品の需要関数が一定の条件を満たす必要があるが、これらの研究は、こうした条件の成立を実証していない。

我々は実際の企業行動においてP T M行動が取られているという問題とP T M行動が期待利潤極大化行動となっているかどうか、すなわちP T M行動が合理的行動かどうかという問題を区別して考える必要がある。

- ② 製品差別化が行いにくい商品の場合、P T M行動が利潤極大化行動となる条件を満たす可能性があるが、日本の対米輸出品目の中には市場競争力が高く、製品差別化が可能な商品も多く、こうした商品についてはP T M行動が利潤極大化をもたらさない可能性がある。

例えば、当該輸出商品について日本企業の市場競争力が弱かった時代にはP T M行動が合理的であったかもしれないが、それは現時点でもP T M行動が合理的であることを意味せず、日本企業が慣性でP T M行動を続けている可能性がある。

また、需要関数の形状によっては、P T M行動が部分的にはあるいは短期的には合理的行動であっても、全体として見ればあるいは長期的には合理的でない可能性

もある。

- ③ 特にこの点については日本企業とドイツ企業の対米輸出におけるドル建て比率の差が参考になると考えられる。ドイツ企業の対米輸出におけるドル建て取引のウェイトは、我が国企業に比べて低くなっているが、現時点においてドイツ企業の商品と日本企業の商品との間に、製品差別化の程度等において大きな差があるのかどうか、十分な実証分析が必要である。

2. 各企業の現状と考え方

以下のような現状報告と将来戦略が示された。

- ・ 商社において、アジア通貨危機以降、アジアにおいて円建て取引が増加している。
- ・ ドル資金調達難を背景に、商社金融において円建貸付を行うケースが増えている。
- ・ 今後、商社としてアジアでの円建て化を進めていく。
- ・ 今後、メーカーとして、米国、欧州、アジアの3地域でそれぞれ、ドル、ユーロ、円を基軸とした財務戦略を進めていく。

なお、こうしたことを容易にするために、以下のような環境整備が求められるとする声があった。

- ・ アジア通貨と円の連動性の強化
- ・ 円の利便性の一層の向上
- ・ 日本の経済・金融の安定

また、議論の中で、以下の提言があった。

- ・ 東京国際商品市場における円建て上場商品の拡大、特にI C等、近年 commodity 化しているハイテク分野の商品で、まだ諸外国の商品市場で上場されていない、あるいは取引量の少ないものについて、先行的、戦略的に上場を推進すべき。
- ・ アジア諸国の中には、ドル建て企業会計を認めているにも関わらず円建て企業会計を認めていない国があるが、現地法人と親会社間の円建て取引を促進するためには、

こうした企業会計ルールの見直しを各国政府に働きかける必要。

- ・ たとえ一次産品であっても、円建てでファイナンスされ、主に日本向けに開発輸入されるのであれば、円建てにすべき。
- ・ 本社が為替リスクを負う財務戦略、売上高重視の営業戦略等のこれまでの企業戦略を、新たな視点から見直す必要。

3. 今後の展望

アジア危機後、①アジアにおいて事実上のドル・ペッグから変動相場制への移行が行われたこと、②我が国企業において、国際競争力の強化とともに売上高至上主義から利益、リスクを重視した経営へ移行が進んでいること、等を踏まえると、円建て取引拡大の新たな可能性が生まれている。

- ・ アジア危機後、アジアとの貿易取引において円建て取引が拡大されるなどポジティブな変化が生じつつある。また、各企業の財務戦略においても、一気に米国、欧州においても円建て化を進めることは現実的でないとしても、今後、アジアにおいて円を基軸通貨とする戦略が示された。
- ・ こうした一つ一つの企業の取り組みが、日本経済・金融の安定の進展、アジア通貨と円の連動性の高まり、円の利便性の一層の向上とあわせて、今後、アジア域内における円の国際化の進展につながっていくものと考えられる。

Ⅲ. 資本取引

1. 現状

(1) 資金調達面：非居住者による円債発行

非居住者の新発債発行額における円建て債(ユーロ円債)の比率はこの4～5年間で大幅に低下しており、また、発行市場別でも、サムライ債の占めるシェアは大幅に低下している。主な理由としては、①ベースス・スプレッドの拡大、②円に対する信認の低下、等が挙げられる。

一方、直近の状況としては、①海外投資家等の資産運用ポートフォリオの指標となる債券インデックスにおける円建て債券比率の上昇、②ベースス・スプレッドの縮小、③米国のヘッジ会計原則の変更(円資金調達のためには円建て債を発行する必要)、④対内直接投資の増大による円資金調達需要の増加等に伴い、円債発行は増加傾向にある。

(2) 資産運用面：非居住者による日本国債等の保有

日本国債の海外保有比率は米国等に比べて著しく低い。今後、国債残高の急増が見込まれる中、非居住者保有の促進は重要な課題となっている。

(3) 金融機関による融資・保証

貿易金融については、貿易取引(実需)の通貨建値と同様の通貨を選択する傾向が強いことから、従来ドル建てが主流となっており、また、貿易金融以外の我が国金融機関による融資・保証についてもドル建てが主流であり、円建て比率は極めて低い状況(シンジケート・ローンも、一部例外を除き、ほとんどドル建て)となっている。これについては、①貿易取引等の実需面で円建て化が進んでいないこと、②アジア通貨が事実上ドルにリンクしていたこと、③円とアジア通貨のスワップ市場等が未発達であること等が主な理由と考えられる。

2. 考えられる方策

上記(1)～(3)の各項目について、今後、円の国際化を進めていく上で考えられる方策として、以下のものが考えられる。

(1) 資金調達面

非居住者の円建て資金調達を促進するためには、ベースス・スプレッドの縮小を促す政策が有効である。

ベースス・スプレッドの拡大は、①我が国金融機関、企業のクレジット・リスクの増大、②スワップ・ハウスのリスク回避行動、③我が国と海外の資本市場における資金調達企業の評価の差異、④円建てで資金調達してドルにスワップする需要が、ドル建てで資金調達して円にスワップする需要に比べて大きいなど、スワップ需給の不均

衡の発生、という4つの要因によるものと考えられる。

①、③については、今後、金融機関の不良債権処理の進展や日本企業の業績改善に伴い解消されることが期待される。④についても日本経済の回復等に伴い、ドル建て資金調達が増大し、また円建て資産運用が拡大していくことが予想されるが、それまでの間、公的セクターのドル建て資金調度を拡大してはどうかという意見があった。また、非居住者の円建て資産運用を拡大するためには、税制の見直し等、国債市場の環境整備に向けての継続的な取り組みが不可欠であるという指摘があった。

(2) 資産運用面

98年12月に、大蔵省は、政府短期証券（FB）の市中公募入札発行の開始や税制の見直し等の円の国際化の具体的推進策を発表しており、これらは順次実施に移されているが、本部会においても、この推進策に盛り込まれなかった事項を含め、今後も官民を挙げての継続的な取り組みが不可欠であるとの認識が示された。

(3) 金融機関による融資・保証

本件については、アジア地域を中心として円資金への潜在的なニーズの発掘に努めていくとともに、今後、貿易取引等の実需面での円建て化の進展やアジア通貨と円の連動性の高まりが期待される中、円資金への新たなニーズを積極的に開拓していくことが重要である。このための方策として考えられるものは主として以下の通り。

- ①長期契約、円建てプロジェクト・ファイナンスとの組合せによる開発輸入の拡大
- ②円建て貿易債権の流動化
- ③円とアジア通貨の直接為替取引の拡大

3. 今後の展望

貿易取引と同様、金融・資本取引における円建て化についても、アジア諸国における通貨制度の見直し等の変化に対応して積極的に進めていく必要がある。

アジア通貨危機後の変動相場制への移行により、アジア諸国においてもドルに固執する必要性が希薄となっており、貿易取引等の実需の面でも円建て化の促進が期待さ

れているところ、邦銀のアジア・ビジネスの再構築や在アジア企業への多様な金融サービス提供力の一層の強化が望まれる。また、新宮澤構想等の公的金融を通じた積極的な円資金の供給もあり、今後、特にアジアでの金融・資本取引における円建て化を推進する余地は大きい。

こうした中、危機に見舞われたアジア諸国の資金需要を満たす上で、邦銀に最も比較優位のある円建てでの資金供給を活用し、日本の金融機関の金融仲介機能の回復・向上を図っていくことが必要と言えよう。本部会においても、日本の金融機関による海外拠点の縮小・撤退が進められる中であって、邦銀もアジアにおける既存拠点については極力現状を維持しているとの指摘がなされており、銀行サイドとしても、アジアが依然として重要地域であることに変化はないものと考えられる。

同時に、我が国の金融・資本市場における環境整備については、上述の通り、今後も官民の継続的な取組みが不可欠であるとの認識で一致した。これらについては、例えば現在、金融審議会において決済システムの改革についての検討が開始され、また、日本証券業協会においてフェイルに関する市場慣行の整備について検討が行われているなど、すでに関係者間で新たな取組みが開始されており、この動きを歓迎したい。

なお、アジアに焦点を当てた格付け機関の育成、アジア債券インデックスの開発等の可能性をさらに検討すべきとの意見もあった。

以 上