

為替リスクとその回避：我が国における為替リスク対策の現状と展望

その他のタイトル	The Mechanics of Covering Foreign Exchange Exposures : The Japanese Case
著者	田中 茂和
雑誌名	関西大学商学論集
巻	30
号	1
ページ	50-80
発行年	1985-04-25
URL	http://hdl.handle.net/10112/00020702

為替リスクとその回避*

——我が国における為替リスク対策の現状と展望——

田 中 茂 和

I. 序

日本経済が本来の意味でフロート制へ移行して10年余となる。この間おおかたの予想よりも激しい為替レートの変化を経験してきた。一方、日本経済の世界経済に占める地位の向上に伴って「円の国際化」が論議されて久しいが最近金融の国際化に伴って円の国際化の促進が期待される。円の国際化とは何を意味するかを考えると、その流れは日本企業の為替リスク対策に影響を及ぼすことはおのずと明らかであろう。

本稿では日本企業の為替リスク対策の現状をみ、最近の円の国際化との動きとの関連で為替リスク対策を展望することをねらいとする。まずⅡ節で予備的作業として為替レートの動きと為替差損益を把握しておく。続くⅢ節では為替リスク対策の諸手段を体系的に整理する。Ⅳ節では日本企業の為替リスク対策の現状を国際比較を含めて考察する。そしてⅤ節では円の国際化の為替リスク対策に対する含意を分析する。最後のⅥ節は今後を展望し、結論にかえる。以下では主として一般企業の行っている為替リスク対策を論じる。

II. 円レートの動きと為替リスク

表1で示されているフロート制移行後の円レートの動きをみると、一見し

* 本稿は日本リスク・マネジメント学会全国大会(於 桃山学院大学, 1984年9月29日)における報告に基づいてまとめられた。

表1 円相場の年間変動率の推移

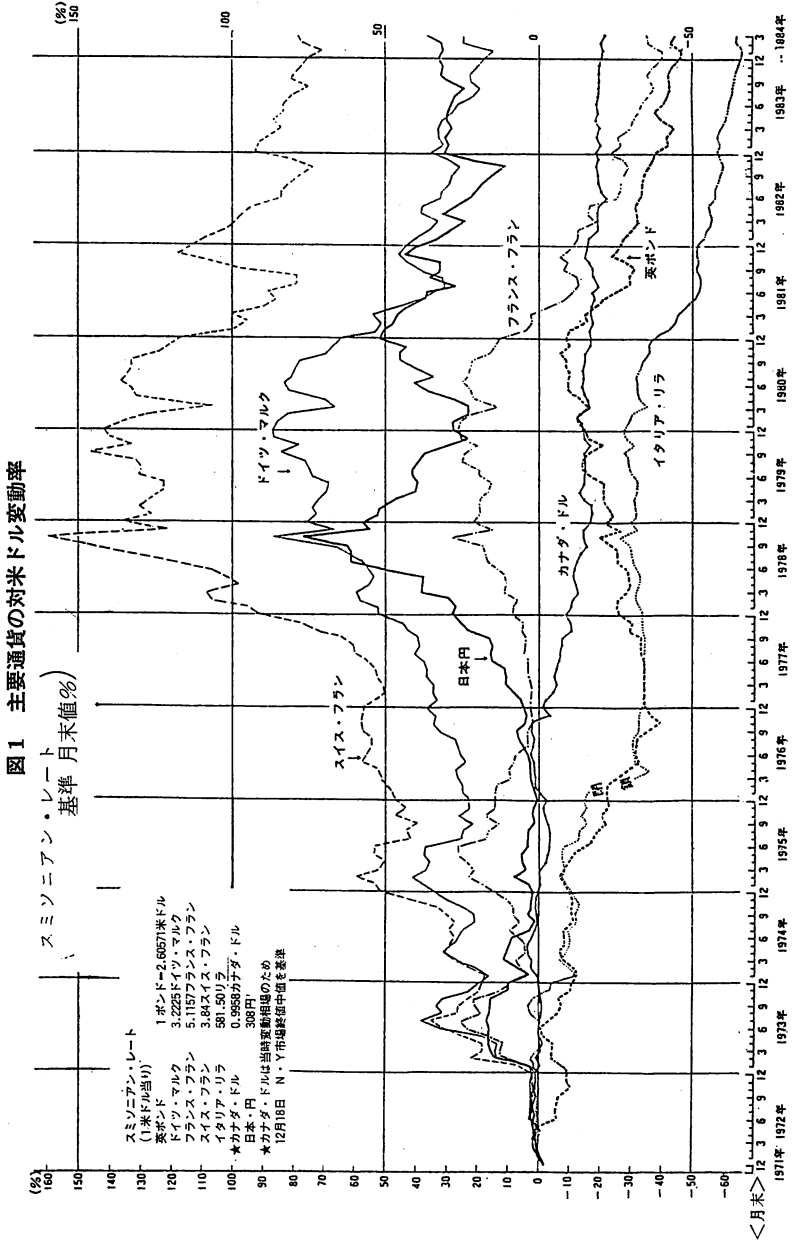
項目		年						
		73	74	75	76	77	78	
最	安	価	302.65	303.40	306.85	306.00	292.65	243.35
最	高	値	254.00	273.50	285.00	286.30	238.00	176.05
変	動	幅 (A)	48.65	29.90	21.85	19.70	54.65	66.30
平	均	値 (B)	271.70	292.08	296.85	296.45	268.32	210.11
平均値に対する変動率 (A/B)×100%			17.9	10.2	7.4	6.6	20.4	31.6
項目		年						
		79	80	81	82	83		
最	安	値	251.50	260.70	243.65	278.10	247.35	
最	高	値	195.35	203.60	199.60	217.80	227.50	
変	動	幅 (A)	56.15	57.10	44.05	60.30	19.85	
平	均	幅 (B)	219.47	226.45	220.83	249.26	237.61	
平均値に対する変動率 (A/B)×100%			25.6	25.2	19.9	24.2	8.4	

(注) 円の対ドル・レートは東京インターバンク中心相場。

(資料) 『東京銀行月報』。

てごく最近を除けば1977年以降の激しい変動が読みとれよう。いわゆる乱高下現象である。すなわち、フロート制移行(1973年2月14日)後の年間変動幅は20~30円、変動率は10%程度にとどまっていた。しかし、その後変動幅が50~60円、変動率は20~30%と大幅になった。もっとも表1では73年の変動率が17.9%と高いが、それはスミソニアン・レートを基準にしているためであり、フロート制移行後の計算では、最安値280.00円、最高値253.20円、変動幅26.80円、平均値272.20円、年間変動率は10.0%となる。

さらに円レートの変動は近年他の主要通貨に比して大幅である。それは図1で示されているが、実効レートの動きをみるとそのことは一層明瞭となる。長期すう勢としては円高方向での傾向的変動がうかがえる以上、国際競争力の強化が輸出産業にとって何よりも重要であることは論をまたないが、短期的な激しい変化から生じる為替リスクに対して国際取引を行っている日



(資料) 『東京銀行月報』(1984年4月)。

本企業がいかに対応するかは企業経営にとって重要な要素であろう。とりわけ原材料、販売のいずれにせよ海外市場依存度の高い日本企業にとって為替リスク対策は大きなウェイトを占める。

ところで実際にどれ位の為替リスクが発生しているであろうか。大まかな業種別に為替差損益を表2は示している。1980年度は円高によって輸入産業

表2 業種別為替差損益等の発生状況 (昭55年度)

(単位: 億円)

	売上高(A)	経常利益	為替差損益 (B)	(A)/(B) (%)	売上高利益 率 (%)	自己資本比 率 (%)
織 維	48,819	1,423	△ 6	△0.01	1.67	22.47
紙・パ ル プ	25,895	478	102	0.39	1.32	12.97
化 学	111,489	3,482	127	0.11	1.55	19.69
石 油	286,673	5,120	5,835	2.04	0.76	6.33
窯 業	31,856	1,698	△ 6	△0.02	2.89	26.87
鉄 鋼	119,216	6,174	1,263	1.06	2.63	14.82
非 鉄	62,124	1,489	216	0.35	1.20	16.54
電 機	173,947	11,366	△111	△0.06	3.38	33.16
自 動 車	144,349	7,204	△ 25	△0.02	2.51	37.63
製造業平均	1,087,460	49,128	3,674	0.34	2.26	23.71
電 力	100,801	10,810	235	0.23	4.97	14.01
ガ ス	14,645	1,308	7	0.05	4.00	25.28
全産業平均	2,450,849	80,107	3,998	0.16	1.52	18.70

(資料) 村松他『為替リスクと国際財務戦略』, p.79.

(1) 為替リスク・マネジメントの基本問題は

- ①直物レートの期待形成
- ②為替リスク・エクスポージャーの計測
- ③為替リスク・ヘッジの実行

に要約される。本稿では①, ②については論ぜず, もっぱら焦点を③にあてる。為替レート予想の実務に関しては, 例えば大海 [1983] 参照。為替リスク・エクスポージャーの定義については木村 [1981a], ジョージ&ギディ [1983], 8, 7章を参照。為替リスク・マネジメントの実際例については同, 8.8~8.10章および木村 [1981b] を参照のこと。①と関連して「効率的市場仮説」とよばれる考え方があつた。詳しくは小宮・須田 [1983], pp.133~140 参照。この考え方に従えば, 貸借対照表の諸項目は為替リスクにさらされないといわれる。

に為替差益をもたらした時期である。産業全体では約4千億円の為替差益が発生したことになるが、その大半は石油産業の6千億円に近い為替差益に依る。石油産業は純粋の輸入産業であり、石油輸入はすべてドル建てで行われており、最大の輸入品目である。

輸出産業のなかには為替差損・差益のいずれもみられるが、これらの差異は円建比率、輸出／売上高比率、原材料輸入／輸出比率などのちがいに帰因する。繊維、電機などの業種では外貨建比率が高い。鉄鋼や化学も外貨建比率が高いが、原材料の輸入依存（もちろん外貨建）が高いのでその分だけ為替リスクは軽減される。石油、鉄鋼を除けば為替差損益／売上高比率は0.5%以下と小さい。しかし、企業の収益率の変動に及ぼす影響がこれより大きいことは推測に難くない。

最後に、日本の輸出入／GNP比率は1970年の23%から83年には30%へと上昇しており、貿易取引依存度は高まっている。対外取引の多くがドル建てかつ貿易金融の外貨依存度の高さを考えると、集計された為替リスクは増大していることになる。

III. 為替リスク・ヘッジの諸手段⁽²⁾

為替リスクとは外貨建債権・債務をもつ場合に、為替レートの変動により損失を生じるか、もしくは期待収益を喪失する可能性を意味する。したがって、為替リスクを回避する基本的な考え方は、外貨表示の債権・債務をバランスさせることである。

(1) 先物為替予約

貿易取引を始め、各種の国際経済取引に伴う為替リスクは先物為替によってヘッジしうる。輸出入取引を例にとれば、輸出業者は先物為替の売却により、輸入業者はその購入によって自国通貨表示で決済金額を確定しうる。我

(2) 為替リスク回避のことをカバーをとるとか、ヘッジをとるとか、いわれる。カバーとヘッジの定義は異なるが、本稿では便宜上リスク・ヘッジと称する。両者のちがいについて詳しくは天野〔1980〕, pp. 84~87 参照。

が国では短期の為替リスク・ヘッジ手段として最も利用が多い。

先物為替によるヘッジのすぐれている点は、①資金が不要、すなわち輸出代金として取得された外貨が先物売の実行に、あるいは先物買の実行により取得された外貨は輸入代金の支払に充当される、②手続が簡単、③弾力的な変更が可能(オプション付先物予約もある)、などにある。先物為替は一般には一年位までで、日本の場合、対米ドル先物相場が6カ月物まで公表されている。しかし、一年をこえるものについて取引は容易でなく、その場合には金融取引によるヘッジに頼ることになる。また短期であっても先物予約の締結が困難な場合には、インパクト・ローンや外貨預金を利用する方法がある。我が国では1984年4月より従来の「実需原則」(V節参照)が撤廃され、貿易取引のみならず、一般的かつ弾力的な利用が可能となった。

(2) 債権・債務の相殺

為替リスク回避の手段として先物予約について債権・債務のスクエア維持がある。形態としては、金融取引によるヘッジに対応する。

マリー操作

これは、外貨建受取りを円に転換せず、外貨建勘定にプールしておき、外貨建支払いに充当することによって、コストの節約とともに為替差損益を相殺させる方法である。

もちろんこの操作はコストがかからない訳ではない。不足する円資金の借入や資産運用機会の放棄などで資金コストがかかる。輸出や輸入取引両方を行う総合商社や、輸出入が同規模の業種、例えば鉄鋼業等にその利用がみられる。

外貨借入・外債発行

外貨債権と債務が一致している状態では、当然為替リスクは消滅する。外貨建債権が債務を上回っている買持の場合に最も簡単な方法は外貨借入により債務を増やすことである。先物予約は6カ月までは容易であるが、それ以上の期間については予約が困難な場合も多く、そのときにはインパクト・ローン⁽³⁾が利用される。先物予約は取消ができない以上、インパクト・ローンは

為替レートの動きをみながら、弾力的な借入・返済ができるので便宜である。1980年12月の新外為法施行により著しく普及した。もっともその利用にあたっては金利裁定動機も多く、その場合には先物予約付短期インパクト・ローンが利用される。

船舶・プラントなど長期延払債権（10～15年）に関しては長期インパクト・ローンの期間（7～10年）となじまず、より期間の長い外債発行が利用される。もっとも外債発行は我が国企業の内外資本市場における資金調達の中で20%のシェアを占めるに至っており、主要な企業金融手段となりつつある。短期の場合には米国財務省証券（TB）など流動性が高い証券が選好される。

外貨預金・外債購入

外貨建債務が外貨建債権より多い売持の場合に為替リスクを回避するには新たに外貨建債権を創出すればよい。外貨預金は輸入予約よりも融通がきき、その利点は輸出予約に対するインパクト・ローンの優位性と同様である。⁽⁴⁾

実際にはインパクト・ローンと外貨預金を組合わせて利用することが多い。ただし、外貨預金は期限前解約が困難であり、その場合には外債購入に向う。

(3) リーズ・アンド・ラグズ

リーズ・アンド・ラグズとは、邦貨建の為替レートの上昇が予想される場合には、外貨建債権の回収を早め、逆に外貨建債務の返済を遅らせることにより、自国通貨建での受取額の減少を回避、または支払額の減少を期待することである。逆の場合には逆の操作を行って自国通貨建での受取額の増加を

(3) 輸出予約とインパクト・ローンのヘッジ・コストの比較については大塚〔1983a〕, pp.55～62 参照。またインパクト・ローンと外債の比較については同上書 pp.78～79 参照。

(4) 外貨預金と輸入予約とのコスト比較については大塚〔1983a〕, pp.86～89 参照。また為替リスク・ヘッジのコスト比較については川本〔1983〕, p.199 で示されている表が総合的でわかりやすい。

期待、あるいは支払額の増加を回避しようとする。したがって、前者の場合には余剰資金の運用、後者の場合には資金調達が必要となってくる。リース・アンド・ラグズは多国籍企業にとって利用しやすいが、必ずしも一般的に利用可能な方法ではない。リース・アンド・ラグズそれ自体は、リスク・ヘッジのみならず為替投機および利子裁定の動機にも依存している⁽⁵⁾。その意味で(2)の債権・債務の相殺に含めず、別に分類した訳である⁽⁶⁾。

(4) 為替リスクそのものの回避

輸出入契約の自国通貨建化

輸出入契約そのものが円建で結ばれるならば、為替レートの変動によってリスクは生じない。外貨建契約の場合、為替リスクは自国当事者、邦貨建契約の場合には外国当事者というように、為替リスクを負担する者が異なる。もっとも後でみるように（IV節）、当事者の力関係、国際取引慣行、そして自国通貨の国際通貨としての地位などが、自国通貨建契約の促進に大きく影響する。

円リンクないし円保証約款

円建にできない場合に、円リンク、円保証約款が次善の為替リスク回避策として利用される。一例として外貨表示円建債があり、それは発行税の関係で形式的には外貨建ではあるが、外貨と円貨との換算レートを予め取決め、リンクさせるものである。しかし、今の所、若干の発行実績がある程度にすぎない。

円シフト

円シフトとは貿易金融をドルから円にシフトすることをいう。輸出産業部門での円建化は着実に進んでいるものの、輸入産業部門でのそれが極めて低い水準にとどまっていることから、円シフトは重要な方策となる。その場合に外貨建輸入ユーザンスを円金融に切りかえた分だけ為替リスクが回避でき

(5) 詳しくは天野明弘〔1980〕, pp.107~108 参照。

(6) リーズ・アンド・ラグズを(2)に含めている例は大塚〔1983b〕, p.45 にみられる。

る。

為替変動保険制度の利用

為替変動保険は1974年11月29日から輸出保険法の一部を改正し、取扱いが開始された。内容は以下の通りである。

(1)長期の外貨建債権のうち、設備（航空機・船舶・プラント等）およびその部品・付属品の輸出、または技術提供の対価を対象とする。(2)為替変動リスクは、3%をこえ20%に至るまでの円高差損が填補される。(3)逆に差益を得たときは、3%から20%までの円安差益は納付されなければならない。(4)保険料は個別保険の場合年率1.5%、包括保険の場合は0.8%。

しかし、適用される外貨は米ドル、英ポンド、フランス・フラン、スイス・フラン、ドイツ・マルクと広範囲に及んでいるものの、保険料が高く、差益の還付義務があり、対象取引期間が2年から15年までであることから、余り利用されていない。⁽⁷⁾

(5) 為替リスクの分散

複数通貨によるヘッジ

資産選択理論が教えるように、単一通貨にリスクが集中することをさげ、複数通貨を用いてリスクを分散させることができる。すなわち、各通貨毎にリスクはあっても総合して相殺させるクロス・ヘッジングである。そのためには相互に余り大きな変動のない通貨の選択が必要となる。ただし、期待に反した為替レート of 激しい動きがあると、大幅な為替差損をこうむることとなる。為替リスクの分散としては、他に実物資産を用いる方法もある。

以上が主たる為替リスク対策であるが、他に交互計算制度の利用や為替リスクを国内取引業者に転嫁する方法も考えられる。⁽⁸⁾

(7) 為替変動保険の差損益のしくみについては、大塚 [1983a], p. 117 参照。

(8) 前者については大塚 [1983a], p. 110~110 参照, 後者については原 [1982], pp. 170~171 参照。

IV. 我が国における為替リスク・ヘッジの現状

(1) 円建化

対外経済取引に伴う為替リスクは外貨建で取引が行われるから生じるのであるから、取引契約を円建に変更すれば為替リスクは消滅する。そこでまず始めに円建貿易取引の進展の具合をみてみよう。

我が国の輸出に占める円建比率は、フロート制移行後81年現在で当初の11.3%から31.8%へと着実に増大している。一方、輸入の円建比率は遅々として進まず、73~81年に1.1%から2.0%の上昇にとどまる。現在でも輸出は約40%⁽⁹⁾、輸入はせいぜい3%台に達した程度である。

これを諸外国と比較してみると、基軸通貨国であるアメリカの自国通貨建

表3 世界貿易に占める各通貨の構成 (単位:%)

	輸出に占める各通貨建の構成比					輸入に占める各通貨建の構成比				
	ドル	マルク	ポンド	フラン	自国通貨	ドル	マルク	ポンド	フラン	自国通貨
アメリカ	98	1	1	—	98	85	4.1	1.5	1.0	85
日本	62.8	2.3	1.4	—	31.8	93.0	2	2	1	2.0
西ドイツ	7.2	82.3	1.5	2.8	82.3	33.1	42.8	3.1	3.3	42.8
イギリス	17	3	76	2	76	29	9	38	5	38
フランス	11.6	10.2	3.2	62.4	62.4	28.7	14.1	3.8	35.8	35.8
共産圏	67	13	5	2	—	58	13	4	6	—
石油輸出国	100	0	0	0	—	50	10	8	7	4
その他発展途上国	85	0	15	0	—	72	7	4	6	—
非OECD先進国	85	2	7	3	—	52	14	9	4	—
世界全体	54.8	14.4	7.5	6.1	—	54.3	13.9	6.9	6.4	—

(注) 日本の輸出の数値は1981年(信用状ベース)、日本の輸入および西ドイツの数値は1980年である。イギリスおよびフランスの数値は1979年、その他は推測値。

(資料) 『通商白書』, 昭和57年版。

(9) 輸出信用状なしの輸出(その多くはプラント輸出などの円建決済)があるので、輸出信用状ベースの円建輸出比率よりも実際のそれは幾分高いと考えられる。

表 4 輸出における円建比率

(1) 商品別

(件数比率：%)

	通貨の種類		
	ドル	円	その他
全 商 品	60.6	33.3	6.1
食 料 品	83.3	14.0	2.7
織 維 品	78.6	18.3	3.0
化 学 品	77.3	15.2	7.5
非 金 属 鈹 物 製 品	56.7	39.4	3.8
金 属 品	82.3	15.5	2.2
鉄 鋼	91.5	7.1	1.4
機 械 機 器	48.5	44.2	7.3
原 動 機	47.6	48.2	4.2
テ レ ビ	57.0	30.9	12.1
テ ー プ ・ レ コ ー ダ ー	40.0	45.7	14.2
自 動 車	46.9	47.4	5.7
船 舶	37.6	59.8	2.6
重 電 機 器	51.9	41.6	6.4
そ の 他 雑 品	59.4	31.8	8.9

(2) 地域別

(件数比率：%)

	通貨の種類		
	ドル	円	その他
全 地 域	60.6	33.3	6.1
先 進 地 域	52.2	36.9	10.9
北 ア メ リ カ	81.2	17.1	1.6
ア メ リ カ	83.6	16.3	0.1
西 ヨ ー ロ ッ パ	14.0	58.1	28.0
E C	12.5	55.3	32.2
発 展 途 上 地 域	68.0	30.7	1.4
東 南 ア ジ ア	68.9	29.8	1.3
西 ア ジ ア	66.5	31.6	1.9
ラ テ ン ・ ア メ リ カ	72.7	27.1	0.2
ア フ リ カ (除く南ア)	58.0	39.1	2.9
共 産 圏	68.2	22.6	9.2

(資料) 『通商白書』, 昭和57年版。

比率が高いのは当然としても、西ドイツ、イギリス、フランスに比して輸出面でも低く、輸入面ではかなり下回った低い水準にとどまっていることがわかる（表3参照）。

地域別にみると、西欧向け円建輸出比率がとくに高く、アメリカ向けは低い。それはアメリカは基軸通貨国であっても自国通貨建の貿易慣行があり、ECをはじめ西欧諸国は近隣諸国通貨を中心とする複数通貨建の取引慣行にあることなどを背景とする（表4—(2)参照）。

また業種別にみると、円建輸出比率が高い部門は主要輸出品目である船舶、自動車、原動機、テープ・レコーダーなどにみられ、原材料の輸入依存度が高く、外貨建債権・債務の相殺が作用する鉄鋼、化学品、繊維などでは20%以下と低い（表4—(1)参照）。

ちなみに近年の世界輸出総額に占める円建のシェアは1.7%でドル建55%、マルク建14%、ポンド建7.5%、フランス・フラン建6%に比して随分と小さい。我が国の貿易取引において円建比率が低いのは、我が国固有の貿易構造に依る。つまり、我が国輸入は原燃料、食料等、外貨建取引慣行に属する国際商品に偏っている。さらに貿易相手国はドル圏を中心としている。また、フロート制に移行して以来、すう勢的には円高基調をたどってきたことも、輸入面での円建化が遅れた理由として指摘されよう。⁽¹⁰⁾

以上のように我が国では輸出入契約の円建化が未熟であることから、為替リスク対策を別途講じる必要性が高まる。

(2) 日本企業の為替リスク対策

日本企業の為替リスク対策について、幾つかの調査によって最近の実態を知ることができる。ただし、以下の各調査はリスク対策項目において必ずしも一致していない。

ここではふれないが、為替リスク対策の企業毎の実例については遠藤〔1983〕, pp. 607~610 が詳しい。また金融財政事情研究会〔1984〕は代表

(10) 円建化の遅れている理由について詳細は『通商白書』昭和57年版, pp. 191~

的な輸出入産業を中心に為替リスク・ヘッジの実際を紹介している (pp.116～158 参照)。

第1に、東洋経済の主要企業111社に及ぶアンケート調査(1981年)によれば、為替リスク・ヘッジの手段として最もよく用いられているのが、①先物為替予約であり、以下②インパクト・ローンの導入、③為替マリー、④円シフト、⑤リーズ・アンド・ラグズ、⑥外債発行の順となる(『週刊東洋経済』81年11月28日号)。第2に、ラトクリフとアイ・ビー・アイの調査(1981年)では、表5が示すように、為替予約、債権・債務のスクウェア維持が他の手段よりもかなり優先されていることがわかる(ラトクリフ [1981], p.83 参照)。第3に、東銀リサーチ・インターナショナルによる上場企業対象の調査(1982年)では表6が示すように、①先物予約、②円シフト、③金融債権・債務の造成・早期決済が重要視されていることを示している(大塚 [1983a], 付録参照)。第4に、経済企画庁の詳細な調査結果(1983年)によれば、表7から明らかに①先物予約、②インパクト・ローンの導入、③円建化、④為替マリー、⑤円シフトなどの順となっている。これらの調査結果

表 5

年間売上げ規模	為替リスク・ヘッジの方法 (%)							
	特 な し	に ス ク エ ア 維 持	先 物 予 約	リ ー ズ ・ ア ン ド ・ ラ グ ズ	通 貨 の 変 更	ネ ッ テ ィ ン グ	そ の 他	
1,000億円以下	26.4	20.8	43.4	—	1.9	0.9	6.6	
	3.0	21.2	39.5	3.0	22.7	7.6	3.0	
1,001～5,000億円	26.1	27.5	43.5	—	—	—	2.9	
	13.5	17.3	38.5	7.7	7.7	5.7	9.6	
5,001億円以上	22.6	38.7	32.3	—	—	—	6.4	
	—	11.5	65.5	7.7	3.8	7.7	3.8	
平 均	24.5	25.3	43.2	—	0.9	0.9	5.2	
	7.4	19.6	41.8	5.5	14.1	6.7	4.9	

(注) 上段数字が第1位, 有効回答229社。

下段数字が第2位, 有効回答163社。

(資料) ラトクリフ&アイ・ビー・アイ『日本企業のための財務戦略』, p.83。

表 6 先物為替予約以外に採ったリスク・ヘッジの方法

	製造業	商業	その他	計	～10億	10～100億	100億～
円 シ フ ト	76 (62.8)	23 (67.7)	9 (60.0)	108 (64.7)	21 (60.0)	71 (67.6)	16 (59.2)
反対方向取引造成	17 (14.0)	7 (22.6)	2 (13.3)	26 (15.6)	4 (11.4)	15 (14.3)	7 (25.9)
前受・先払	15 (12.4)	1 (3.2)	0 (—)	16 (9.6)	2 (5.7)	9 (8.6)	5 (18.3)
金融債権・債務の造成・早期決済	31 (25.6)	9 (29.0)	6 (40.0)	46 (27.5)	6 (17.1)	24 (22.9)	16 (59.2)
その他	9 (7.4)	1 (3.2)	4 (26.7)	14 (8.3)	3 (8.6)	9 (8.6)	2 (7.4)
回答者数	121	31	15	167	35	105	27

(注) 複数回答, 有効回答315社。

(資料) 大塚順次郎『為替リスク対策』, 付録 p. 6。

から一貫していえることは、先物予約の利用度が極めて高い点である。例えば外貨建債務については非鉄金属、石油・石炭、ゴム、食料品、繊維などが高く、利用率は80%をこえる。外貨建債権については、造船、ゴムなどが80%をこえる利用率に達する。東銀リサーチ、経済企画庁のいずれの調査でも70%の企業が先物予約を利用しており、企業規模に比例して利用率は高まる。いずれの企業も今後とも先物予約率を高めようとする傾向にある。

ところで対外経済取引は輸出入取引に限定されない。そこで対外資本取引のある企業について為替リスク対策をみると、外貨預金82.9%、インパクト・ローン61.1%と利用率が高く、外貨証券投資、外債発行などが続いている(大塚〔1983a〕, 付録参照)。

(3) 国際比較

他の先進諸国の場合、輸出入取引における自国通貨建比率が高いため、他の事情にして等しいかぎり、それだけ為替リスク発生の余地は少ない。そこで為替リスク対策について欧米と日本との間でいかなる差異がみとめられるであろうか。

アメリカの多国籍企業については、ロドリゲスによれば次の様な優先順位

表 7 日本企業の為替リスク対策

(%)

		記入社数	為替予約 を利用	外貨受取を 外貨支払に 充当	インパクト をイロンの導 入	円建取引 への移行	
全 産 業		966	54.8	14.5	24.0	19.5	
資 本 金	10 億 円 未 満	186	35.5	8.1	18.3	16.7	
	10~50 億 円 未 満	485	53.0	12.0	21.4	20.8	
	50~100 億 円 未 満	129	72.1	19.4	29.6	19.4	
	100 億 円 以 上	166	68.1	25.3	33.7	18.7	
製 造 業		671	59.6	13.0	24.9	21.9	
非 製 造 業		295	43.7	18.0	22.0	13.9	
		円シフト	多通貨へ の分散	リーズ・ アンド・ ラグズ	海外金融 センター の設置	為替対策 は行なわ なかった	その他
全 産 業		7.9	2.8	1.8	0.1	32.2	2.6
資 本 金	10 億 円 未 満	3.8	0.5	0.0	0.0	48.4	4.3
	10~50 億 円 未 満	6.4	1.9	1.2	0.0	33.0	2.7
	50~100 億 円 未 満	10.9	3.1	3.1	0.0	20.9	0.0
	100 億 円 以 上	14.5	7.8	4.2	0.6	20.5	2.4
製 造 業		8.9	2.2	1.5	0.0	29.2	2.4
非 製 造 業		5.4	4.1	2.4	0.3	39.0	3.1

(注) 複数回答。

(資料) 経済企画庁『企業の意識と行動』, 昭和58年版, p. 73。

となっている (ロドリゲス [1980], pp. 21-22 参照)。

① リーズ・アンド・ラグズ, ② 金融取引, ③ 先物為替取引, ④ 契約条件の変更 (通貨の変更等) である。またゾーンの調査では③と④が逆になっている (ゾーン [1979], p. 73 参照)。

より厳密で詳細なのは、エヴァンズ他の調査である (エヴァンズ他 [1978], p. 169 参照)。表 8 で示されている調査結果のうち項目(1)と(3)は外貨建債権・債務をマッチさせるスクウェア維持操作であり, 先の調査での金融取引によるヘッジにはほぼ対応する。したがって, 利用率の高さからすれば, スクウェア維持と先物予約が最優先, 次いでリーズ・アンド・ラグズが挙げられる。しかし, リーズ・アンド・ラグズは有効水準が高く, 利用率はさほど高くな

表 8 米国企業の為替リスク・ヘッジ・テクニックの有効順位

リスク・ヘッジの方法	利用率 (%)	有効水準
(1) 外貨の借入水準をアップする	83.3	2.46
(2) 先物予約	82.1	2.30
(3) 外貨での借入水準を引き下げる	71.8	2.29
(4) リーズ・アンド・ラグズ (社内)	71.2	2.24
(5) 現地市場での製品価格を修正	67.9	2.08
(6) リーズ・アンド・ラグズ (現地通貨)	51.3	2.05
(7) 社内の債務返済計画のねり直し	55.8	2.00
(8) 子会社配当支払時期の促進あるいは延期	82.7	1.98
(9) 振替価格の修正	28.8	1.87
(10) 輸出市場での製品価格を修正	48.7	1.86

(注) 有効水準とは、1.0が低い有効性、3.0が高い有効性としての回答を集計したものだ。

(資料) T.G. Evans & others, *The Impact of Statement of Financial Accounting Standards No.8 in the Foreign Exchange Risk Management Practices of American Multinationals*, Financial Accounting Standards Board, 1978, p.169.

ただし、村松他〔1983〕, p.70 より引用。

いのにもかかわらず重要視されている。そして(7), (8)もリーズ・アンド・ラグズの一形態であることを考えあわせ、アメリカ企業に関するこれら3つの調査結果と先の日本企業に関する調査結果と比較してみると、両国企業ともスクウェア維持と先物予約をベースにしているにせよ、日米間では先物予約とリーズ・アンド・ラグズに対する扱いが異なることが知れる。

前者については日本企業のウェイトのおき方がより大きい。しかし、それ以上に極立った差異はリーズ・アンド・ラグズの利用にみられる。調査結果によって若干のくいちがいはあるが、おおむね日本企業においては為替予約が最優先であり、アメリカ企業では最優先であるリーズ・アンド・ラグズでは利用価値が低い。

こうした日米間の差異は、米国では自国通貨建取引の割合が高く、一方日本では自国通貨建取引の割合が低いにもかかわらず金融取引に対する厳しい規制があり、いきおい先物カバーが上位を占めることになったことに依る。それに加えてリーズ・アンド・ラグズの利用にあたってはオープン・アカウ

ント等の伸縮的な貿易信用条件が必要であり、多国籍企業がその利用条件を備えている点も関係してこよう。

V. 円の国際化と為替リスク・ヘッジ

1980年の外為法改正により為替リスク・ヘッジ手段の多様化が進んだ。この推移を検討し、それをふまえて為替リスク・ヘッジにとって円の国際化が何を意味するかを考察しよう。

表 9 新外為法の資本取引に対する影響

取引種類	改正内容	金額(百万ドル)	
		改正前 (1979年12月 1980年11月)	改正後 (1980年12月 1981年11月)
インパクト・ローン			
短期	個別許可制→自由化	1,071	9,455
中長期	個別許認可制→自由化	2,041	-1,293
居住者外貨預金	円投による場合の 限度枠 300 万円 → 自由化	2,314	3,981
円建外債	発行代り金の支払 いに関して許可制 → 事前届出制 (審査付)	1,115*	2,871*
外債発行	許可制 → 事前届出制(審査付)	3,522*	4,697*
対内証券投資	許認可制(原則 → 事前届出制(指定証 自動許認可) → 券会社経由分は不要)	10,318*	9,294*
対外証券投資	許可制(原則 → 事前届出制(指定証券 包括許可) → 券会社経由分は不要)	2,912*	6,048*
非居住者現先 企業間借入	許可制(原則 → 事前届出制(指定証券 自動許可) → 券会社経由分は不要)	73*	3,224*
短期	個別許可制 → 事前届出制	—	518
中長期	個別認可制 → 事前届出制(直接投資は 審査付)	69	185
企業間貸付			
短期および直接投資 以外の中長期	個別許可制 → 事前届出制(審査付)	—	809
中長期(直接投資)	許可制 → 事前届出制(審査付)	2,081	3,240
為銀の対外貸付	許可制 → 事前届出制(審査付) (主要邦銀は届出不要)	(円建) 1,948億円* (外貨建) 6,704*	4,643億円* 12,688*

(注) *印はそれぞれ1980年と1981年(暦年)の実績値。

(資料) 加藤隆司「新外為法施行後一年の回顧と展望」『金融財政事情』1982年3月15日号。

表10 為替管理の自由化

	項目	時期	自由化の内容			
日本 外国人の 金融 海外 および 資本 進出 市場 (居 住者の 進出)	現地貸付	45年2月	現地貸付・保証の期間制限撤廃 中長期現地貸付に対する規制の一部緩和 短期現地貸付の規制枠撤廃 現地貸付は事前届出(審査つき)に移行(従来は許可)			
		48. 12 52. 5 55. 12				
	証券投資 (間接投資)	46. 7	一般投資家の外貨証券(既発上場証券)の取得処分について包括許可(証券会社に対して) 既発非上場証券(含む外国投資信託)の取得の自由化(但し、一般投資家は証券会社を通ずる取得処分のみ) 短期外貨証券の取得規制撤廃 一般投資家の外貨証券の証券会社を通じない直接取得処分について自由化(事前届出、審査なし)			
52. 4 52. 6 55. 12						
直接投資		44. 10	同一外国法人に対する投融資残高が20万ドル以下のものについて日銀自動認可(46.7金額制限撤廃) 直接投資のうち証券取得は、一部業種に対するものを除き事前届出 対外直接投資は事前届出(審査つき、従来は届出又は許可)			
		53. 4				
		55. 12				
(非 居住者の 国内 金融 本及 資本 市場 の解 放への 進出)	自由円預金	52. 6	非居住者預金勘定制度廃止 非居住者自由円預金準備率規制廃止 外国政府等からの自由円預金の金利自由化 為銀の外為店舗であれば自由(付利禁止可能、自由円制度廃止)			
		54. 2 55. 3 55. 12				
		直接投資		42. 7	対内直接投資の一部自由化 農林水産業等5業種を除き新設企業への直接投資主務大臣の自動認可(但し、不動産業等17業種は、自由化期限を定め、各期限まで個別審査) 既存企業への直接投資も上記5業種及び一定以上の出資比率を超過企業の同意が明らかでないものを除き自動認可(同上)	
				48. 5		
		53. 4	農林水産業等4業種を除く直接投資は日銀認可(但し、一定以上の出資比率を超過企業の合意がないものを除く) 対内直接投資は事前届出(審査つき)(従来は認可)			
		55. 12				
	証券投資		49. 8	政府短期証券の取得の自由化 本邦債券取得規制の廃止 現先取引の解禁 本邦証券の取得処分を事前届出制(審査なし)とする(但し、指定証券会社を経由する場合は届出不要)。		
			54. 2 54. 5 55. 12			
			円建外債		45. 12	本邦初の円建外債発行許可 外国民間企業による無担保円建外債発行 円建外債の発行は事前届出制(審査つき)へ移行(従来は、代り金の送金の許可)
					54. 3 55. 12	
インパクト・ローン		54. 6	短期インパクトローン(期間1年以内)の導入解禁 中長期インパクトローンの期間制限撤廃 インパクトローンは、事前届出制(審査なし、但し適用除外あり)に移行(従来は許可)			
		54. 6 55. 12				
国外 由内 貨化 に取 お引 けの 自	東京ドル コール市場	47. 4	本邦内為銀間の短期外貨資金の借入れ自由化			
	外貨預金	47. 5	外貨集中制度の廃止、一般居住者及び非居住者の本邦内為銀での外貨預金勘定開設自由化 外貨預金制度の拡充 為銀の外為店舗であれば自由(限度類なし)			
		53. 4 55. 12				
海 外 取 引	ユーロ円債	52. 3	ユーロ円債発行の許可申請手続きの整備			

(資料) 『経済白書』, 昭和56年版。

(1) 新外為法施行の影響

1980年12月の外為法改正により「原則自由」に改められてから、資本取引にどのような変化が生じたかを一覧にしたのが表9である。参考のため80年12月までの為替管理の自由化の推移を表10にまとめておいた。為替リスク対策との関連でいえば、短期インパクト・ローンの8.8倍、円建外債2.6倍、居住者外貨預金、外債発行がそれぞれ、72%増、33%増の動きが注目される。

より最近（1983年）との比較でいえば、短期インパクト・ローン残高は改正前の79年と比して90.6%増、中長期の残高は1.8倍である。その他は居住者外貨預金は10.7倍、非居住者円建外債発行残高は2.2倍、非居住者円預金2.6倍、居住者外債発行36.2%増などである。とりわけ、改正後インパクト・ローンと外貨預金の伸びが目立っている。

もっともインパクト・ローンや外貨預金の導入の動機は為替リスク・ヘッジのみならず、資金調達・運用といった金利裁定動機に依るものがかなり含まれている。外債発行もまた然り。実際、企業の資金調達にしめるインパクト・ローンによる外貨借入、外債発行による資金調達のウェイトが拡大している。企業部門の外貨調達比率（外債＋インパクト・ローン）は改正前に比して最近では5倍の増加をみせている。⁽¹²⁾

非居住者による円資金調達のための外債発行は2つに分かれる。すなわち、円建外債とユーロ円債である。円建外債は、非居住者が我が国において発行する円建債券でサムライ・ボンドとよばれる。1982年の発行高は8,560億円に達し、国際債発行市場で4%台のシェアを占める。一方、ユーロ円債は、我が国以外の資本市場で円建で発行する債券である。ユーロ円債は海外に存在するユーロ円（海外にある円預金）の調達をめざして発行される。非居住者ユーロ円債については1977年5月に欧州投資銀行が初めてのユーロ円債（100億円）を発行して以来81年5件800億円、82年6件950億円と増加し

(11) 新外為法の資本取引に対する影響の詳細は加藤〔1982〕、中島〔1981〕を参照。
外為法改正内容の詳細は草野〔1981〕参照のこと。

(12) 岩佐〔1984〕、p.6～7 参照。

つづけ、82年末累計で2,950億円になり、円建公募外債、円建私募債に次ぐ成長を示している。

非居住者が外債発行により調達した円資金は、ユーロ円を例にとると、対日円建輸入決済の充当に他の使途ともあてられる。以下では増加の著しいインパクト・ローンと外貨預金を中心に述べることにする。

インパクト・ローン

インパクト・ローンは外為銀行が居住者に対して行う使途制限のない外貨貸付であり、借入期間が1年をこえる中長期インパクト・ローンと1年以内の短期インパクト・ローンに区分される。従来、我が国では外国銀行、または外国銀行在日支店が貸手となる長期物を主体に認められてきたが、1979年6月から短期インパクト・ローンの導入が、次いで80年3月には邦銀による中長期インパクト・ローンもみとめられることとなった。そして80年12月に従来の認可制から事前届出制に移行して、大幅に自由化されたのである。

我が国では1カ月もの、3カ月もの中心の短期インパクト・ローンが過半をしめ、米ドルの割合が圧倒的で(81年で邦銀96%、外銀99%)、期間3～5年を中心とする中長期インパクト・ローンの多様化(81年で邦銀、外銀それぞれ米ドル57%、79%、スイス・フラン39%、15%、ドイツ・マルク1.4%、3.3%など)と対照的である。長期の場合にはマルチ・カレンシー・ローンといって借入通貨を複数通貨のなかから金利更改時に選択できる借入方法も含まれる。

いずれにせよ、インパクト・ローンは日銀の窓口規制枠外の貸出であり、ロンドン・ユーロ・ダラー市場金利、もしくは東京ドル・コール市場金利が基本金利で一定のスプレッドを上乗せして決定される。

とはいえ、期間10～15年といった長期延払い債権を保有する造船・プラント関連企業にとっては長期インパクト・ローンが使えないことは既述したとおりである。短期インパクト・ローンは家電、精密などの短期債権者に用いられる。従来、短期インパクト・ローンの利用は大企業が中心であったが、最近では中小企業への広がりをみせている。

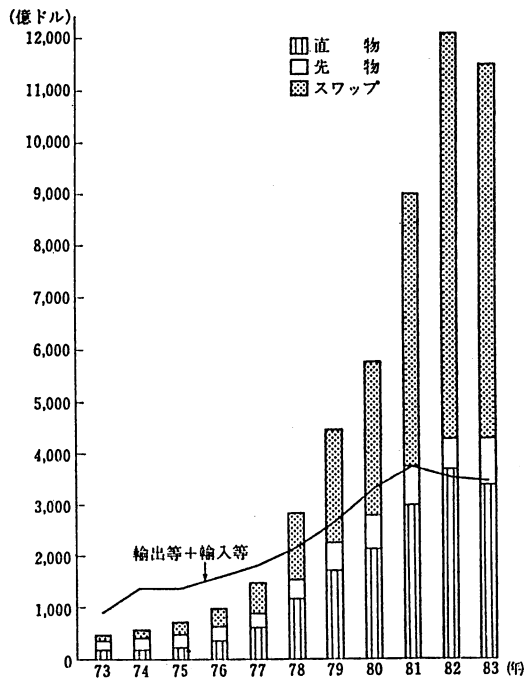
インパクト・ローン以外の外貨建金融としては、輸出入ユーザンス金融がある。インパクト・ローンの自由化によって、ユーザンス金融への依存が弱まってきたといえよう。

外貨預金

特別勘定の外貨預金（非居住者外貨預金、銀行間外貨預金、居住者特別勘定）についてはすでに自由化済みであったが、居住者一般勘定については預入限度額 300 万円の制限があった。新外為法はこの限度額を廃止し、居住者が海外に預金勘定を開設する場合を除き、為銀国内店舗における外貨預金が居住者・非居住者の区別なく全く自由になった。

外貨預金は臨時金利調整法の適用外であり、通常ユーロ・달러金利を基準に決められている。大口外貨預金はインパクト・ローンの導入や外債発行と並んで、為替リスクを回避する手段として活用されている。実際、外貨預金の利用率はインパクト・ローンの利用率に匹敵する。外貨預金の利用率は大企業程高い

図 2 インターバンク市場米ドル出来高状況
(東京市場)



(注) 1. 輸出等には、貿易外収支、移転収支の受取、輸入等には貿易外収支、移転収支の支払を含む。

2. IMF ベース。

(資料) 『通商白書』, 昭和59年版, p.267。

が、最近ではより広範な普及がみられる。

外貨預金は先物為替予約付とそうでないアウトライト型からなる。したがって、純粹に為替リスク・ヘッジにのみ利用されているわけではなく、余剰資金運用手段としての活用も盛んである。

(2) 東京外国為替市場の拡大

東京外国為替市場は近年急速な拡大する勢にある。東京外為市場の9割を占める米ドルの出来高は、1975年には日本の貿易総額（国際収支ベース）の約半分であったが、80年の新外為法の施行等に伴う資本取引の増大もあって82年には約3.5倍の規模に拡大した（図2参照）。

84年度については4月1日から先物為替取引の「実需原則」が撤廃され、6月以降には、外為銀行が海外で調達した外貨を円資金に換えることを制限した「円転換規制」の完全廃止など、一連の規制緩和や相次ぐ外貨預金、インパクト・ローンの導入や外債発行の増加等の資本取引の増大によって、これまで最高の82年度の1兆2千億ドルを大幅にこえる出来高の達成が確実視されている。ちなみに、84年1～7月の合計で約8千億ドルに達する。

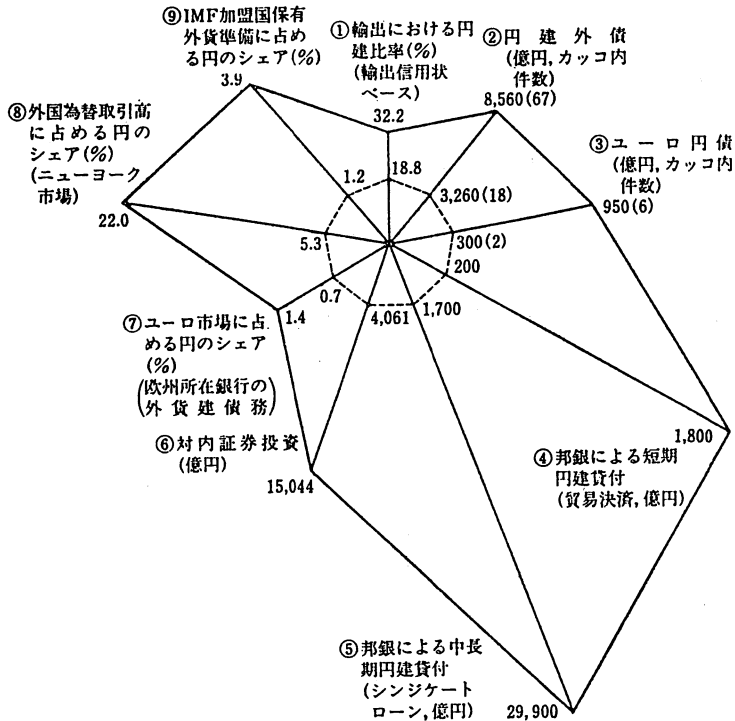
(3) 円の国際化と為替リスク対策

円の国際化の進展

円の国際取引の増大は図3にみるとおりである。また円の国際化の背景となる金融・資本市場の自由化の流れを最近について要約すると表11のようになる。図3から次の諸点が読みとられよう。

第1に、經常取引のみならず資本取引における円の使用の増加が拡大している。貿易取引面では表示通貨としての円の使用はさほど増えておらず（図3の①）、むしろ金融取引面での円の使用（同、②、③、④、⑤、⑥など）が急速に増加しており、表示通貨、決済通貨として円の国際的な使用が盛んになってきている。その中でユーロ円債の伸びが緩やかな理由として非居住者が取得する債券利子に対して原則20%の源泉徴収課税によりコスト高になっていることが挙げられよう。第2に、外国為替取引に占める円のシェアの増加がみられる。ニューヨーク市場を例にとると、英ポンド、スイス・フラ

図 3 円の国際化の進展



(注) 1. 77年(内側点線), 82年(外側実線)。

2. ただし, 外国為替取引高に占める円のシェア(ニューヨーク市場)は77年4月と83年4月。

(資料) 『通商白書』昭和59年版, p. 280。

ン等を抜いてドイツ・マルクに次いで第2位になっている(同⑧)。第3に、公的準備における円保有をみると、IMF加盟国の保有外貨準備に占める円のシェアは、米ドル(71.4%)、ドイツ・マルク(11.6%)には及ばないが、スイス・フラン(2.7%)、英ポンド(2.2%)を上回り、第3位を占める。

円転換規制と実需原則

表11で示されている自由化項目の中で為替リスク・ヘッジの観点からみて重要と思われる実施項目のうち「先物為替予約の実需原則」撤廃と「円転換

表11 金融・資本市場の自由化項目

<p>1984年1月実施</p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ CD発行単位の引下げ（5億円→3億円） <p>1984年4月実施</p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ 先物為替予約の実需原則撤廃 ◦ 海外CP, CDの国内販売解禁 ◦ CD発行限度枠の段階的拡大 ◦ 居住者によるユーロ円債発行解禁 ◦ 円建外債発行ルールの緩和 ◦ 本邦民間企業による米ドル建長期先物予約付き債券発行と、ドル建円リンク債発行の解禁 ◦ 国際公社債投資信託（内外債ファンド）認可 <p>今後実施が予定されているもの（1984年4月20日現在）</p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ 非居住者による一部企業の株式取得を制限した指定会社制度の廃止 ◦ 非居住者の不動産取得制限緩和 ◦ 東京証券取引所上場外国企業の有価証券報告書提出期限の延長（決算後3カ月→6カ月） ◦ 外貨国債の一般会計での発行を認める法律の制定（中曽根ボンド） ◦ 非居住者によるユーロ円債発行基準の緩和 ◦ ユーロ円債の引受け主幹事として外国証券会社も認める ◦ 短期ユーロ円CDの発行認可 ◦ ユーロ円建の短期インパクト・ローンの解禁 ◦ ユーロ市場におけるマルチ・カレンシー・ローンに円の使用を認める ◦ 円転換規制の廃止 ◦ 円建BA市場の創設
--

（資料）『東京銀行月報』（1984年5月）。

規制」の廃止について論じよう。これらはそれぞれ、1984年4月、1984年6月より実施されている。

実需原則をとった主たる理由は先物投機取引に伴う為替レートの乱高下を回避することであったが、これが廃止されたことにより、成約前であっても先物為替予約が可能となり、先物為替を弾力的な為替リスク・ヘッジ手段としての利用が促進する。従来は見込に基づく為替予約の締結は実需とみとめ

られず、我が国では短期のリスク・ヘッジの多くが先物為替に頼っていたにもかかわらず、機動的な運用が困難であった。⁽¹³⁾

次に円転換規制とは、正式には「直物外国為替売持限度」といい、外為銀行の外国為替ポジションの売持状態を一定額以内に抑え、無制限な外貨調達による円取得を規制しようとするもので、国内金融秩序の維持を目的にとられてきた。この規制の廃止により、銀行は資金調達・運用が容易になった。日本の金融機関の資金調達方法は外部負債を除けば預金である。しかし、その預金も外貨預金については円転換規制の下では外貨で運用する以外に方法はなかった。しかし、規制撤廃後、従来は円資金の調達手段としてはほとんど利用できなかった外貨預金も円に転換して国内運用にふり向けることができるようになった。かくして円転換規制の廃止は外貨預金の拡充に貢献することになる。⁽¹⁴⁾

円建BA市場の意義

ところで既述したように、為替リスクを回避する最善の方法は輸出入契約の円建化に他ならない。通産省貿易局が14業種約100の貿易関連企業を対象に最近行ったアンケート調査によれば、その内90%近くの企業が取引の円建化を希望している。最近通産省がクウェート、アラブ首長国連邦、サウジアラビアに対して原油取引の円建化を要請しているのもそれによって為替リスクの大幅な回避が可能となるからである。しかし、円建化は輸入部門では非居住者の円資金調達、輸出部門ではその運用が容易に行われるシステムが整備されていなければ、促進されないであろう。そして国際商品、その他の理由で円建へのスムーズな移行が期待できない場合には、他の為替リスク・ヘッジ手段の弾力的な利用を促進するか、貿易金融を円建化するしか道がない。

(13) 実需原則をとった背景、そして廃止に至った経緯・理由については、森本〔1983〕、中角〔1984〕、日経調〔1984〕等を参照。

(14) 円転換規制をとった理由、その廃止の理由および意義等については日経調〔1984〕参照。

戦後日本の貿易金融は外貨準備に乏しく、高度成長による国内金融のひっばくから円資金供給の制約もあり、外貨金融に依存してきた。ちなみに1977年末現在で貿易金融の内、外貨金融の割合は88%におよぶ(『東銀月報』1978年5月号参照)。しかし、近年借入通貨を米ドルから円へ切りかえる円シフトが表12にみるとおり輸出金融を中心に高まってきた。それは円建輸出比率

表12 輸出金融における円シフトの動き (前年比増減額)

(単位：百万ドル)

	円シフト ④+⑤	円建ユー ザンス④	(円建輸出 比率上昇 相応分)	(円建ユー ザンス期 間長期化 相応分)	外貨建ユー ザンス期間 短縮化相応 分⑥	外貨建ユー ザンス⑤	ユーザンス 合計 ④+⑤
74年	45	249	(255)	(▲ 6)	▲ 204	1,597	1,846
75	▲ 24	410	(70)	(340)	▲ 434	340	750
76	378	251	(344)	(▲ 93)	127	744	995
77	1,400	231	(187)	(44)	1,169	35	266
78	912	383	(386)	(▲ 3)	571	273	656
79	▲ 383	954	(584)	(370)	▲ 1,337	1,270	2,224
80	3,733	1,411	(1,264)	(147)	2,322	▲ 892	519
81	2,703	2,009	(978)	(1,031)	694	251	2,260
82	1,434	1,031	(645)	(386)	403	▲ 1,561	▲ 530
83	1,794	930	(1,470)	(▲540)	864	▲ 1,006	▲ 76
<残高>							
73末	256	256	(—)	(—)	—	3,157	3,413
83末	12,758*	8,583	(6,183*)	(1,676*)	4,175*	4,614	13,197

(注) 円シフトの推計方法は(付注)参照。いずれも為銀ベース。*は74~83年の累計額。

(資料) 三菱銀行『調査』, 昭和59年8月, p.16。

の上昇などにより円建ユーザンスが増加、そして外貨建取引の場合でも外貨建ユーザンス期間の短縮による円資金需要の増大などを反映している。円シフト部分がどれ位の規模に達しているかは、輸出入為替金融期間の短縮となって現われる。

我が国の輸入金融は本邦ローン(輸入ユーザンス残高の70%)とはね返り金融に依り、次第に外貨金融から円金融へシフトしつつある。輸入の本邦ローンの金利は引受手数料にサーチャージ2.5%上乗せであり、プライム・レ

ート連動型の円金融より割高であり、金融コストの低減のためにも円金融への転換は重要となる。現在、輸出入取引が円建で行われた場合は為銀が在米支店などをつうじて米国 B A 市場でドル資金が調達される。

今日進展しつつある金融の自由化・国際化は内外の資金調達・運用の一体化を促進させる。その結果民間、とりわけ金融機関の資金調達および運用手段の多様化が生じよう。こうしたメカニズムは直接・間接に為替リスク・ヘッジ手段の多様化、弾力化に貢献するのである。

円の国際化は、円が国際通貨として確立することを意味する。すなわち、決済あるいは介入通貨、資産あるいは準備通貨、契約あるいは表示通貨として国際的に利用される⁽¹⁵⁾。例えば、表示通貨および決済通貨として円が国際通貨となる側面として、輸出入契約の円建化が挙げられよう。また円シフトの増大は表示通貨として円が普及することを意味しよう。そして円の資産保有の増加が円レート of 安定に役立つであろう。

このように貿易金融面での円使用の増加、円建化の促進などは円の国際化の一環となり、円の国際化の進展は為替リスク・ヘッジ手段の多様化を促すこととなる。円建比率の低さからみて、為替リスク・ヘッジが問題となるのはとりわけ輸入部門である。円の国際化が為替リスク・ヘッジの充実の必要条件であるならば、非居住者による円資金調達・運用が容易に行われる場を確立することが要請されよう。円建 B A 市場創設のメリットが金利負担の軽減にあるならば、貿易金融、とりわけ輸入金融が外貨から円にシフトする傾向が期待されよう。

「円建 B A」とは貿易業者が貿

表13 短期金融市場残高の比較 (83年末)

コール	44,555 億円
手形	67,634
C D	56,645
現先	42,878
B A	102,000
輸出	41,000
輸入	61,000

(注) B A規模の推計方法は表14 参照。

(資料) 前表と同じ、p.18 参照。

(15) 国際通貨の機能については天野 [1980], pp.13~17 参照。また円の国際化とは何かについては浜田 [1984] 参照。

表14 円建BA市場の潜在規模の推計

1. 輸出BA

項目	算出方法	残高(83年末)
④円建買入外為	為銀の邦貨建短期対外債権	86億ドル
③円建輸出比率の上昇相応分	前年の円建買入外為残高×円建輸出伸び率	(62*)
①ユーザンス期間の長期化相応分	④-③	(17*)
⑤外貨建買入外為のうちユーザンス期間の短縮化相応分	前年の外貨建買入外為残高×外貨建輸出伸び率-外貨建買入外為残高	42*
②外貨建買入外為	買入外為-⑤	46
合計	④+③+②	174

(注) *は74~83年の10年間の累計額。ドル換算レートは大蔵省発表の基準相場を使用した。一部推定値。

2. 輸入BA

項目	算出方法	残高(83年末)
⑧取立外為(本邦ローン等)		78億ドル
⑦BCユーザンス		113
⑥輸入ユーザンスのうちユーザンス期間の短縮化相応分	80年末のユーザンス残高(⑧+⑦)×輸入伸び率-83年末のユーザンス残高(⑧+⑦)	65
合計	⑧+⑦+⑥	256

(注) ⑥は80年12月以降の外為法改正により、インバクト・ローンの取入れ等で輸入金融を助ける動きが強まったため。これに伴うユーザンス期間の短縮化相応分については、輸入BAに対する潜在需要になるとみなした。ドル換算は基準相場による。

(資料) 前表に同じ、p.19 参照。

易金融のために銀行あてに振り出し、銀行が引受けた円貨手形であり、銀行引受手形のことである。現在我が国ではBAは銀行が割引き、満期日まで保有している。円建BA市場ができれば、非居住者の短期円資金調達・運用の途が開かれることになる。ちなみに円建BA市場の潜在規模の推計が表13、表

14で示されている。⁽¹⁶⁾外貨建取引が支配的である日本企業にとって円建BA市場の創設は輸入直ハネ手形（輸入手形決済円資金融資に関する手形）をも対象とするか否かという問題があるにせよ、決済通貨としての円の使用の増加をうけて為替リスク・ヘッジ手段の充実に貢献するものと期待されよう。

VI. 結 語

金融の自由化・国際化は円の国際化を促進する。そして円の国際化は為替リスク対策の多様化、その弾力的実行に貢献する。しかし、為替リスク回避という観点からみても、まだまだ規制が多く、1980年の為替管理の「原則自由」移行後も残されている自由化項目は多岐にわたる。

浜田〔1984〕は円の国際化の必要条件として、①円建BA市場の創設、②円建TB市場の発達、③ユーロ円市場における円建預金・起債等に対する規制の撤廃の3つを挙げている。本稿の内容をたどれば容易に理解できるように、これらはいずれも我が国企業の為替リスク回避手段の量的・質的拡充に役立つものである。実需原則そして円転換規制の撤廃はもちろん評価されるべきであるが、それらの撤廃が為替リスク回避の上で効をなすためには円建の短期金融市場の発達が望まれるのである。

(16) 83年末残高によれば米国BA市場の規模は783億ドルで、このうち半分近くがわが国の貿易金融に伴うものといわれている。この数字は表14の推計結果とはほぼ対応する。

参 考 文 献

著書・論文 文献

- 天野明弘〔1980〕,『国際金融論』,筑摩書房。
- 遠藤博志〔1983〕,「為替リスクは、どのようにヘッジされているか」『企業会計』, 35—5, 27~34。
- Evans, T. G., and others〔1978〕, *The Impact of Statement of Financial Accounting Standards No.8 in the Foreign Exchange Risk Management Practices of American Multinationals*, Financial Accounting Standards Board.
- George, A. M., and I. H. Giddy eds.〔1983〕, *International Finance Handbook*, John Wiley & Sons.
- 浜田宏一〔1984〕,「円の国際化をめぐる」『貯蓄と経済』, 141, 9~20。
- 原 信〔1982〕,『為替リスク:円高・円安への為替戦略』,有斐閣。
- 岩佐代市〔1984〕,「資金循環構造の変化と金融政策」『関西大学商学論集』, 25—5, 439~466。
- 加藤隆司〔1982〕,「新外為法施行後1年の回顧と展望」『金融財政事情』, 38~43(1982年3月15日)。
- 川本明人〔1983〕,「変動相場制下のリーズ・アンド・ラグズ」『修道商学』24, 177~202 (広島修道大学商学会)。
- 金融財政事情研究会編〔1984〕,『先物為替取引と財務戦略』,金融財政事情研究会。
- 木村 滋〔1981a〕,「為替リスク・エクスポージャーの測定」『広島大学経済論叢』, 4—3, 63~92。
- 〔1981b〕,「為替リスク・エクスポージャー・マネジメスト」『広島大学経済論叢』, 4—4, 79~115。
- 小宮隆太郎・須田美矢子〔1983〕,『現代国際金融論:理論編』,日本経済新聞社。
- 草野征夫〔1981〕,「新外為法の発足について:金融市場等への影響の視点から」『貯蓄時報』, 127, 36~44。
- 村松司叙他〔1983〕,『為替リスクと国際財務戦略』,有斐閣。
- 森本 学〔1983〕,「実需原則廃止の背景と考え方」『金融財政事情』, 38~41 (1983年12月5日)。
- 中島将隆〔1981〕,「日本の金融国際化の現状と問題点」『季刊現代経済』, 45, 116~124。
- 中角庄司〔1984〕,「外国為替の管理に関する省令等の一部改正について」『国際金融』, 725, 10~17。
- 日本経済調査協会〔1984〕,「日本市場の開放度をさぐる:製品輸入と金融市場を中心」『金融』, 15~69 (1984年9月)。

大海 宏〔1983〕,『実戦為替レート予測：為替需給・チャート分析アプローチ』,日本経済新聞社。

大塚順次郎〔1983a〕,『誰にもできる為替リスク対策』,東洋経済新報社。

———〔1983b〕,『為替リスク諸対策とその問題点』『企業会計』,35—5, 44~52。

ラトクリフ&アイ・ビー・アイ〔1981〕,『日本企業のための財務戦略』,日本経済新聞社。

Rodriguez, R. M.〔1980〕, *Foreign Exchange Management in U. S. Multinationals*, D. C. Heath and Company.

Soenen, L. A.〔1979〕, *Foreign Exchange Exposure Management: A Portfolio Approach*, Sijthoff & Noordhoff.

資料

経済企画庁『経済白書』(昭和56年版)。

———『企業の意識と行動』(昭和58年版)。

三菱銀行『調査』№352(1984年8月)。

東京銀行調査部『東京銀行月報』。

通産省『通商白書』。

東洋経済新報社『週刊東洋経済』(1981年11月28日)。