

日本国際経済学会第 78 国大会報告論文

アジアの地域通貨単位（RMU）利用による
為替リスクヘッジの考察

報告者：赤羽 裕（亜細亜大学）

目次

はじめに	・・・P.3
第1章 アジアにおける RMU (AMU) 創出の議論	・・・P.4
1. これまでの経緯	・・・P.4
2. 為替リスクヘッジの視点	・・・P.6
3. 為替リスク管理に関する先行研究	・・・P.7
第2章 AMU 為替先物試算と為替リスクヘッジ手段としての検討	・・・P.10
1. AMU 金利と為替先物レートの時系列データの生成	・・・P.10
2. 為替リスクヘッジにおける AMU 利用の効果検証	・・・P.11
3. ASEAN+3 域内企業の財務諸表における影響試算	・・・P.14
第3章 アジア域内通貨建て取引の視点から観る AMU	・・・P.16
1. チェンマイ・イニシアティブにおける現地通貨利用の議論	・・・P.16
2. ミクロとマクロの視点から考える AMU	・・・P.18
おわりに	・・・P.21
付表	・・・P.22
注	・・・P.26
参考文献	・・・P.27

はじめに

本稿は、昨年の本大会での報告「アジア通貨に関する為替リスク管理」もふまえて、将来的なアジアにおける地域通貨単位（**Regional Currency Unit**,以下 **RMU**）の創出の可能性を検討するとともに、創出時の企業の為替リスク管理への影響や効果を考察するものである。

まず、**RMU**に関するこれまでの議論・検討の経緯を確認する。つづいて、先行研究により、為替リスクヘッジの考え方とアジア通貨に関する為替リスク管理に関して示唆を得る。そのうえで、具体的な検討として、まず、昨年の報告でも取り組んだ、経済産業研究所で日次公開をされている **AMU**（**Asian Monetary Unit**）を利用して、アジアの **RMU**の金利や為替先物の試算を行う。為替先物は、**AMU**と対日本円に加えて、複数のアジア通貨に関しても行う。その時系列データを生成し、米ドルとの比較を行う。合わせて、為替先物取引を利用した為替リスクヘッジ効果を確認する。さらに、日本企業を中心に域内企業の外貨建て取引を米ドル建てから域内 **RMU**建て取引にした場合の、損益への影響を事例検証する。以上により、日本企業以外の域内国企業への域内 **RMU**建て取引のメリットの有無、為替リスクヘッジ効果を検証したい。

上記のマイクロベースの考察に加えて、本年 2019 年 5 月の **ASEAN+3** 財務大臣・中央銀行総裁会議の場でも取り上げられたチェンマイ・イニシアティブにおける現地通貨使用に関しても確認する。これは、マクロベースでのアジア域内の取引に関する脱ドル化のニーズの表れとも考えられる。日本、中国、韓国、**ASEAN** 各国にとり、米ドルではなく、域内通貨建て取引を増加させる動きであり、その延長線上にある **RMU**建て取引を展望するうえでも、注目すべきものである。

アジア域内通貨間の為替相場の安定は、域内のマクロ経済やマイクロレベルの企業活動にも好影響を与えると考えられる。その方向性に沿って、**RMU**を創出することの意義を確認したいと考えている。

なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、本務先、その他いかなる組織とも無関係である。

第1章 アジアにおけるRMU（AMU）創出の議論

1. これまでの経緯

まずアジアにおける地域通貨単位、RMU（=Reginal Monetary Unit）創出に関するこれまでの検討経緯を振り返りたい。RMUに関して現実に利用されたものとしては、欧州のユーロの前身のECU（=European Currency Unit）が存在した。ECUの概要としては、ドイツマルクやフランスフランなど欧州域内のECU構成国通貨を、各国GDPと短期通貨支援の各国拠出枠を参考に各通貨のウェイトを決め、それを加重平均して算出されたバスケット通貨である。また、各国の協力によって公的に創出された「公的ECU」とその通貨構成割合をふまえ民間で創出・利用された「民間ECU」が並存した。

バスケット通貨としては、他にIMFのSDR（=Special Drawing Rights：特別引出権）が存在する。アジアにおいても、アジア開発銀行がECUのアジア版としてACUの創出を2006年ごろ提唱したものの、実現には至らなかった。日本国内では、本稿でも利用するAMU（=Asian Monetary Unit）が一橋大学と経済産業研究所（以下RIETIという）との共同プロジェクトで2005年9月より算出が開始され、現在、日次データが公開をされている。現在の各国通貨シェアは、昨年11月に更新されている。（図表1）中国のシェアが

図表1 AMU各国通貨シェア

出所：RIETI web ページ

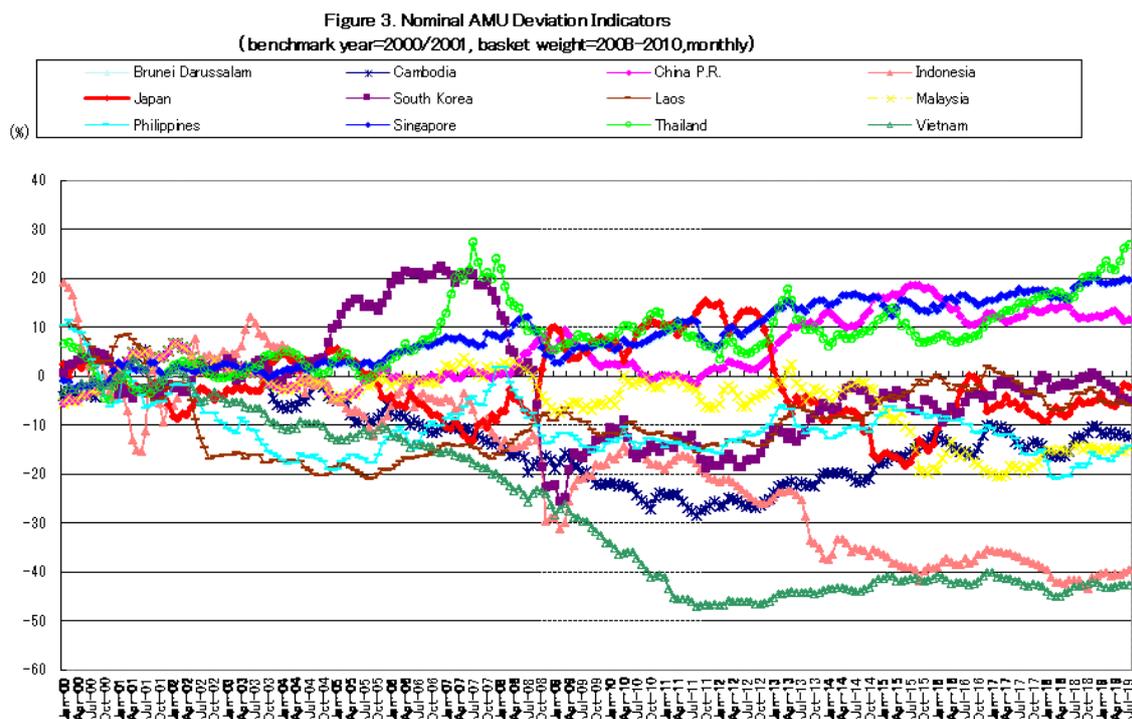
(2018年11月更新****、ベンチマーク期間=2000/2001)

	貿易額 シェア* %	購買力平価で 測ったGDP シェア**,%	算術平均シェ ア,% (a)	ベンチマーク為替 レート*** (b)	AMU ウェイト (a)/(b)
Brunei	0.27	0.10	0.18	0.589114	0.0031
Cambodia	0.48	0.16	0.32	0.000270	11.8808
China	30.67	58.53	44.60	0.125109	3.5652
Indonesia	5.13	8.45	6.79	0.000113	600.9887
Japan	16.60	14.99	15.80	0.009065	17.4245
South Korea	12.69	5.34	9.01	0.000859	104.9362
Laos	0.31	0.12	0.22	0.000117	18.4270
Malaysia	6.44	1.31	3.88	0.272534	0.1422
Myanmar	0.93	2.49	1.71	0.159215	0.1075
Philippines	1.92	2.22	2.07	0.021903	0.9439
Singapore	11.28	1.42	6.35	0.589160	0.1077
Thailand	7.18	3.23	5.20	0.024543	2.1197
Vietnam	6.11	1.64	3.88	0.000072	538.2156

最大で、日本が 2 番手である点は従来どおり。RIETI では、AMU の日次データの算出・公表とともに、各通貨がそのベンチマークとどの程度乖離しているかも、日次・月次で公開している。(図表 2) この点が、後述する域内通貨間の為替相場の状況をモニタリングし、サーベイにも活かせる部分である。

図表 2 月次名目 AMU 乖離指標 (2000 年 1 月～2019 年 7 月)

出所：RIETI web ページ



研究分野では、ASEAN+3 におけるリサーチグループ¹⁾にて 2006 年からの 2 年間および 2010 年からの 1 年間にテーマとして取り上げられた。前者では主にアジアでの RMU 創出に関する手順に関して、後者ではその使用可能性や実利用に向けた課題が取り上げられた。その 3 ヶ年すべてで報告を作成した国際通貨研究所の報告内容を中心として、赤羽 (2016) にて確認した。概要を示すと以下のようにまとめられる。RMU の創出にあたっては、構成する通貨を決定し、その通貨間のシェアを各国 GDP と貿易取引量などを基準に決定する。使用に関しては、域内通貨間のミスアライメントの捕捉などサーベイランス利用と貿易などの商業取引・金融取引双方での実利用を想定。サーベイランス利用は、構成通貨が通貨高、あるいは通貨安に動いているかどうかを把握するとともに、バスケット通貨として観た場合、アジアの RMU 自体が米ドルやユーロに対して増価している、あるい

は減価しているかを計るうえでも有用。一方、実利用に関しては、「ネットワークの外部性」の重要性がある。具体的には、「ゲーム理論」における「ナッシュ均衡」の考え方にもとづき、域内各国が RMU の利用にメリットを見出すことができれば、その実現に向けてさらなる協力ができるということである。また、実利用の可能性やそれに向けた課題としては、①各通貨に RMU との一定の交換性が求められること。②ASEAN+3 の各通貨をサーベイランスと実利用の両面を勘案して、どこまでを構成通貨とするのかを検討する必要性。③構成通貨国となる各国が自国にとってのメリットを見出し、さらに民間利用あたっては、実利用者である民間の視点・意見が反映される必要があること、の 3 点に整理した。

合わせて、前述の ECU の経験もふまえて、「公的 RMU」と「民間 RMU」の区分と RMU の民間利用にあたっては、公的セクターの先導（＝公的 RMU の創出・利用）が必要との意見が含まれる報告があった点も付言しておきたい。

2. 為替リスクヘッジの視点

上記の RMU 創出に関する検討経緯の中の「民間での実利用」の視点で重要と考えられるのが為替リスクヘッジである。各国、とくに民間企業にとってのメリットとして RMU 利用により為替リスクヘッジ効果があることが認知されれば、その利用ニーズの拡大が期待できる。同時にそれも理解して、国ベースでの「公的 RMU」創出・利用の議論が深まり、開始されることが前提であり、重要である。アジア各国では、1997 年のアジア通貨危機以降、脱米ドルのニーズは高まってきた。とくに、近年の ASEAN、中国での市場としての地位向上は、その必要性をさらに高めていると考えられる。一方で、アジア域内取引において、米ドルの重要性はいまだに高い。この点は、人民元や ASEAN 諸国通貨に関しては、当該通貨に関する為替規制や流動性の問題が背景に存在する。

金森（2015）によれば、為替リスクは「為替相場変動の大きさ（ボラティリティ）と為替相場変動の影響を受ける露出部（エクスポージャー）から構成」されている。ボラティリティは 1 企業として関与することは困難であり、管理可能なのはエクスポージャーのみとなる。従って、企業にとっては、「ボラティリティを見ながら適切なエクスポージャーを決めて調整すること」を為替リスク管理と定義づけている。

実務上は、両者とも企業として貿易などの取引先との間に多数ある契約あるいは決済の通貨ごとに管理する必要がある。本稿で取扱の中心となるアジア域内通貨のうち、日本円

は米ドルやユーロなどと同様に取引や為替ヘッジが自由な主要通貨、いわゆるハードカレンシーに含まれる。一方で中国の人民元や ASEAN 各国通貨は、上記の為替規制の存在や流動性の問題などから主要通貨とは区分された位置付けである。金森（2015）の表現では、「為替不自由通貨」とされ、「制限的な為替管理制度を採用している通貨または、為替売買市場の厚みが不十分で需給の吸収力がない通貨」と整理している。

本稿で取扱う ASEAN+3 の 14 通貨（含む香港ドル）のうち、日本円に次いで、為替先物予約など為替リスクヘッジ手段が整っているとされるのは、シンガポールドルと香港ドルである。両者とも、国際金融センターともみなされる国・地域の通貨であるが、日本円と同様の主要通貨とはみなされない。また、経済成長を背景に 2016 年 10 月より IMF の SDR の構成通貨入りした中国の人民元も、国内（オンショア：CNY）と国外（オフショア：CNH）とで分別管理されるなど特有の制度運営を行っている。さらに為替レート動向次第で、為替制度の頻繁な変更や新規制が導入されるとみなされがちな通貨であり、上記の「為替不自由通貨」の範疇にあると考えられる。

我々は、為替リスクヘッジを日系企業の立場で、日本あるいは日本円を中心に考えがちである。しかし、ASEAN+3 域内全般で考える際には、大半の通貨が「為替不自由通貨」であることも念頭におき、RMU を検討する際にも考慮すべきであろう。

3. 為替リスク管理に関する先行研究

次に為替リスク管理に関する先行研究 2 件を確認したい。RMU 検討の際には「為替不自由通貨」の件を考慮すべきと述べたところだが、ハードカレンシーを母国通貨としている日本企業がアジア通貨も含めて、どう管理しているかを把握することは、創出後の RMU を為替リスクヘッジ手段として役立てることを検討する際にも有用であると考えられる。

1 件目は、伊藤・鯉淵・佐藤・清水・吉見（2019）で、日本企業の海外現地法人の為替リスク管理とインボイス通貨選択に関する 2018 年度のアンケート調査結果とその考察である。当該調査はこれまで、2010 年度、2014 年度に行われており、今回が 3 回目となる。その結果概要としては、以下の 5 点にまとめられる。

- ① 日系海外現地法人の約 6 割が裁量的なインボイス通貨選択と為替リスク管理を実施
- ② 人民元とアジア現地通貨の利用の高まり
- ③ アジア所在の現地法人での人民元とアジア現地通貨利用の顕著な増加

- ④ アジア所在現地法人での米ドル建て取引の減少(日本を除く他の諸外国との貿易での減少が大きい)
- ⑤ アジア所在現地法人における日本からの中間財輸入では円建てが最大だが、日本向けで輸出では米ドル建てが円建てを上回っている

この結果からは、日系企業において、アジアにおける人民元を含むアジア現地通貨の利用が着実に増加していることがわかる。注目できるアンケートの点としては、現地規制により国内取引が自国通貨建てのみとされているインドネシア・ベトナムで、「アジア通貨での支払いニーズが増えてきた」との回答割合が高い。両国とも、自国通貨安に苦慮した時期に導入した規制と考えられ、こうした為替規制が自国通貨の利用増加につながったことが推察される。また、同じアジア内でも中国・香港・台湾では人民元の利用が増加しているのに対して、ASEANでは域内通貨の利用が増価していることにも留意が必要である。

日系企業でも、アジア所在現地法人はインボイス通貨選択や為替リスク管理に噛み込む割合が高いが、これは域内市場の拡大とともに、域内通貨建て取引の増加によるものと思われる。そうした通貨の為替リスク管理の重要性は今後も高まると考えられる。

つづいて、清水・佐藤(2019)による、日本の輸出企業の為替リスク管理とその効果の検証から本稿に関わる部分を確認したい。当該研究では、製造業企業が取り組んできた為替リスク管理がどのように為替エクスポージャーの減少に役立ってきたかを分析している。手法としては、上記2項目を代理するデータを用い、業種別に長期間で推計している。結果としては、2000年代以降に為替エクスポージャーが大きくなっており、輸送用機器、精密機器、電気機器など日本を代表する業種が高くなっている。為替リスク管理については、海外生産比率や現地法人数が高いほど、エクスポージャーが増加する結果となっている。本来、海外生産を行うことにより、オペレーショナル・ヘッジの効果でエクスポージャーが低減することが想定されるが、そうならなかったことについては以下のように分析をしている。オペレーショナル・ヘッジにより低減される為替取引リスクに加えて、為替換算リスクや為替経済リスク²⁾が存在し、それについては、海外生産比率の高まりにより高まる。その結果が、推計データに含まれる株価には反映されることによると分析している。

また、為替エクスポージャー管理にあたって、ドル建て取引が多いことはその低減に効果があることも確認している。これは、全社的に企業内貿易を米ドルで統一し、本社で

為替リスク管理を集約し、同一通貨建ての輸出・輸入、あるいは債権・債務を相殺する割合を高めることにつながるためである。その施策をアジア向けも含めて行うのであれば、アジア向け貿易をドル建てとすることは望ましいと評価している。

以上の 2 件の先行研究から考えられることは、企業の為替管理にあたっては、エクスポージャーを抑えることが重要であり、そのためには、外貨取引は米ドルなど同一通貨建てに統一することは有用であるとのことである。一方で、アジアでは、域内通貨建て取引が着実に増加しているという現実がある。さらに、そこには人民元やタイバーツ、シンガポールドルなどの ASEAN 通貨など多くの通貨が存在する。日系企業に限らず、アジア域内各国企業も、域内取引を数多くの域内通貨建てで行う割合が高まった場合は、その為替リスク管理には、コストとリスクも増大することとなる。それに対する策として、前述の AMU などの域内の通貨単位を創出して、域内取引がその通貨単位に集約できれば、エクスポージャー管理にも有効と考えられる。さらに、その為替レートが域内通貨間で安定するのであれば、為替変動リスクも抑えることとなる。

第2章 AMU 為替先物試算と為替リスクヘッジ手段としての検討

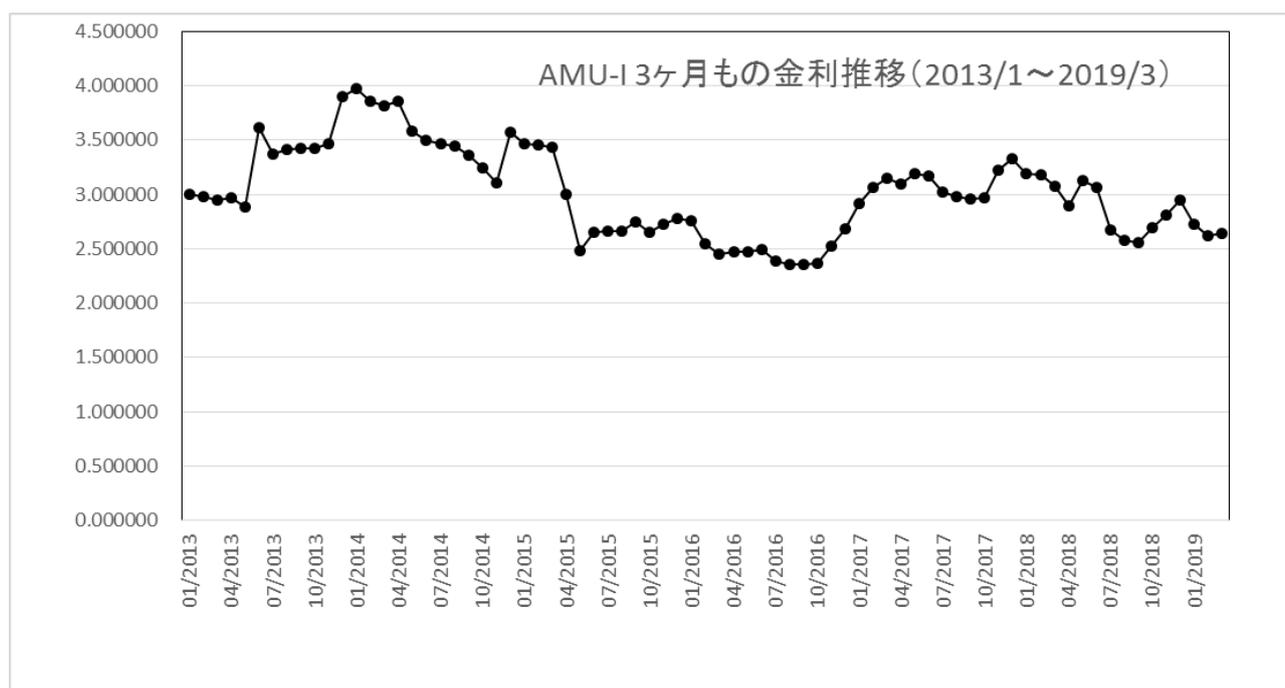
1. AMU 金利と為替先物レートの時系列データの生成

本章では、アジアにおける RMU として、前章で触れた経済産業研究所で日次算出されている AMU を利用して、為替先物レートの試算とともに、その為替リスクヘッジ機能について検証する。

為替先物レート算出にあたって必要となる金利に関しては、昨年の本大会報告、赤羽（2018）にて AMU-I として 3 ヶ月もの金利をブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマーの通貨を除く 9 通貨で試算し、当該金利を利用して円-AMU-I の 3 ヶ月もの先物レートの試算を行った。その後、その試算に拠って、本年（2019 年）5 月の金融学会に合わせて、2013 年 1 月から 2018 年 3 月までの月次の AMU-I 金利と 2013 年度から 2017 年度の 5 ヶ年の四半期毎の円-AMU-I の為替先物レートの時系列データの創出を行った。

本稿では、第 3 項で行う域内企業の財務諸表における影響試算のため、AMU-I 金利は上記データ（付表 1）を利用し、為替先物レートとしては新たに人民元、マレーシアリング、シンガポールドル、タイバーツの 4 通貨を追加して試算した。（付表 2）

図表 3 AMU-I 金利推移



出所：Appendix 1（後述）データより筆者作成

2. 為替リスクヘッジにおける AMU 利用の効果検証

つづいて、実際に AMU を利用する場合の効果検証を行いたい。企業の為替リスクヘッジの実務面を考え、昨年の報告と同様に「想定為替レート」の概念を利用したい。合わせて、為替先物の利用の効果も確認する。本稿では、これまでは日本円のみで試算してきたデータを上記のとおり他 4 通貨にも拡張して、その効果を検証した。試算データにもとづき、日本円を含めた 5 通貨の試算結果は、下記となる。基本的には、域内通貨の加重平均で算出されている AMU のほうが、米ドルよりも各通貨に対して安定していることが想定され、為替レートの変化率は小さいと考えられる。そこで、米ドルと AMU 直物を比較して、AMU の変化率が高いケースは当該 AMU データ欄を塗りつぶしている。また、為替リスクヘッジ手段の為替先物レートを利用するほうが、基本的には安定していることが期待されることから、直物と先物を比較して、先物の変化率が高いケースは当該 AMU（先物）データ欄を塗りつぶしている。

図表 4 米ドル想定為替レートとの比較にみる AMU 効用の試算

		日本円			人民元		
		米ドル	AMU(直物)	AMU(先物)	米ドル	AMU(直物)	AMU(先物)
2014年度	想定為替レート	99.35	119.5234		6.218000	7.200469	
	実績レート	108.99	125.1844	123.1427	6.194952	7.066414	7.122002
	変化率	9.70%	4.74%	3.03%	0.37%	1.86%	1.09%
2015年度	想定為替レート	111.11	132.2159		6.199600	6.823037	
	実績レート	119.78	128.7805	128.9580	6.360260	6.817654	6.799168
	変化率	7.80%	2.60%	2.46%	2.59%	0.08%	0.35%
2016年度	想定為替レート	117.62	121.6594		6.467600	6.989511	
	実績レート	108.40	114.8821	114.8513	6.730460	7.138266	7.127917
	変化率	7.84%	5.57%	5.60%	4.06%	2.13%	1.98%
2017年度	想定為替レート	108.63	116.1418		6.891800	7.185476	
	実績レート	110.70	118.5505	117.9017	6.626444	7.085081	7.121503
	変化率	1.91%	2.07%	1.52%	3.85%	1.40%	0.89%
2018年度	想定為替レート	109.70	118.5725		6.291700	7.019737	
	実績レート	110.34	117.1806	116.3435	6.712762	7.088772	7.107423
	変化率	0.58%	1.17%	1.88%	6.69%	0.98%	1.25%
2019年度	想定為替レート	109.08	116.6024		6.720199	7.068614	

		マレーシアリング			シンガポールドル			タイバーツ		
		米ドル	AMU(直物)	AMU(先物)	米ドル	AMU(直物)	AMU(先物)	米ドル	AMU(直物)	AMU(先物)
2014年度	想定為替レート	3.264500	3.780304		1.257600	1.456306		32.42500	37.54828	
	実績レート	3.351583	3.818543	3.795601	1.288816	1.468977	1.451011	32.47674	37.04146	37.17762
	変化率	2.67%	1.01%	0.40%	2.48%	0.87%	0.36%	0.16%	1.35%	0.99%
2015年度	想定為替レート	3.703550	4.075982		1.372100	1.510080		32.54000	35.81225	
	実績レート	4.047935	4.335428	4.350918	1.385963	1.485523	1.487474	34.99561	37.50313	37.16414
	変化率	9.30%	6.37%	6.75%	1.01%	1.63%	1.50%	7.55%	4.72%	3.77%
2016年度	想定為替レート	3.904000	4.219038		1.348500	1.457319		35.11000	37.94325	
	実績レート	4.207420	4.459715	4.417311	1.384223	1.467976	1.460845	35.15197	37.29392	37.39386
	変化率	7.77%	5.70%	4.70%	2.65%	0.73%	0.24%	0.12%	1.71%	1.45%
2017年度	想定為替レート	4.425500	4.614081		1.397000	1.456529		34.35000	35.81373	
	実績レート	4.169414	4.457135	4.496113	1.356345	1.450487	1.439598	33.04150	35.32656	35.35789
	変化率	5.79%	3.40%	2.56%	2.91%	0.41%	1.16%	3.81%	1.36%	1.27%
2018年度	想定為替レート	3.863500	4.310560		1.310950	1.462645		31.18000	34.78796	
	実績レート	4.077055	4.306535	4.312296	1.358261	1.435013	1.433697	32.34059	34.16843	34.20054
	変化率	5.53%	0.09%	0.04%	3.61%	1.89%	1.98%	3.72%	1.78%	1.69%
2019年度	想定為替レート	4.082500	4.294161		1.355750	1.426040		31.73000	33.37507	

<データ算出の前提・出所>

- (1) AMUのデータは経済産業研究所算出レートを使用
- (2) 日銀短観データは「大企業/全産業」の「想定為替レート(3月末調査)」と「実績レート」を使用
- (3) 想定為替レート: ①対米ドル～日本円は日銀短観レート、他通貨は米ドル-AMUレートと当該通貨-AMUレートから算出した前期末(3月末)レート
②対AMU～AMUデータの前期末(3月末)レート
- (4) 実績レート: ①対米ドル～日本円は日銀短観レート、他通貨は米ドル-AMUレートと当該通貨-AMUレートから算出した日次レートの年間(4/1～3/末)の平均レート
②対AMU～AMUデータの日次レートの年間(4/1～3/末)の平均レート
- (5) 変化率: $|\text{想定為替レート} - \text{実績レート}| / \text{想定為替レート}$ (「|」は絶対値を示す)

概観した結果は、以下のとおりである。米ドルとAMUの比較において、AMUの変化率が大きかったケースは、5通貨5ヶ年の計25回で、日本円で2回、人民元で1回、シンガポールドルで1回、タイバーツで2回の計6回。3/4以上はAMUのほうが安定度は高かったといえる。また、先物の変化率が高いケースは、計7回で似たレベルであり、為替予約の利用は有効なリスクヘッジ手段といえよう。補足するなら、今回の先物レートは試算を簡

便化するため、各四半期末での3ヶ月もののレートの平均を利用している。実際の企業活動では、毎月為替予約を行うと考えられ、また、為替レート変動に応じて、機動的に為替予約を行う。データを月次ベースにするなど精緻化すれば、ヘッジ効果（＝安定度）はもっと高まることが期待できる。

つづいて、各通貨の評価も行いたい。日本円は、2017年度、2018年度はともに米ドルの変化率のほうが小さい。しかし、同2年の米ドルの変化率は1.91%、0.91%と過去3年と比較しても、極めて小さい水準であった。AMUの変化率も過去3年よりも小さい2.07%、1.17%と為替レートは安定していたと評価できる。人民元は、2014年度のみ米ドルの変化率が小さい。これは、中国が米ドルとの為替レートの安定を重視した運営を行っていた時期と考えられる。その後は、人民元のレート変動幅が大きくなったため、自国通貨のシェアの大きいAMUの変化率が小さくなる傾向となったと考えられる。マレーシアリングとタイバーツは、この間対称的な動きを示した時期で、対米ドルでリング安進行とバーツ高継続の期間である。結果として、リングは全期間AMUの変化率が低かった。バーツは2度AMUの変化率が高かった年度はあるものの、5年間各年の変化率の単純平均を算出すると米ドルが3.072%、AMUが2.184%となり、AMUに一定の効果はあると評価できる。残るシンガポールドルは、そもそも自ら主要通貨のバスケットに自国通貨を安定させており、結果として米ドルのみよりも、人民元のシェアの高いAMUとの安定度が高い結果となっていると考えられる。

2019年7月には、アメリカが10年半ぶりに利下げを実施し、為替市場も動きが大きくなってきている。今後もその金融政策およびそれに伴う為替市場の影響は注視していく時期となっており、そうした時期でのAMUの為替レート動向や検証が今後は必要となると思料する。

現状、ASEAN+3諸国では、毎年5月に開催される財務大臣・中央銀行総裁会議においても、域内通貨間の為替レートの安定に向けた議論はなされていない。一方で、本年2019年5月の共同声明では、本取組、すなわち財務プロセス創設20周年目にあたることから、将来を見据えた改革の議論に着手されたことがうかがえる。まずは、そうした場で、AMUの有用性の議論や域内の為替レートの安定のメリットに関する認識共有が行われることを期待したい。そうした国ベース（マクロ）の動きが確認できれば、企業や銀行など民間ベース（ミクロ）での議論や検討も期待できると考える。

3. ASEAN+3 域内企業の財務諸表における影響試算

上記の民間ベースでの動きを考える場合、実際の企業の財務諸表に与える影響が大切である。前項で示した想定為替レートをふまえた、為替リスク管理の議論はその材料となるひとつである。そこで、本項では、限定的ながら、具体的な企業の財務諸表から、さらなる事例を考えたい。

(1) SONY のケース

売上高	86,657 億円
営業利益	8,942 億円
アジア圏売上高シェア	26.3%
(エレクトロニクス 5 分野の外部顧客向け売上げシェア、アジア・太平洋地域と中国の合計)	
米ドル 1 円の円高の影響	
(全社) 売上 : ▲ 210 億円	営業利益 : + 35 億円
情報出所 : 同社有価証券報告書	

< 試算 >

(アジア圏) ▲ 55 億円 + 9 億円 (上記シェアで試算)

2016 年度 (米ドル 7.84%、AMU5.57%) データ (*) で営業利益の影響額を試算

⇒米ドル 1 円の影響額を「AMU/米ドル」の変化率割合で AMU 分として算出 : 6.4 億円

$(9 - 6.4) \div 8,942 = 0.03\%$ ⇒ 営業利益の変動額を 0.03% 縮小できる

(2) トヨタ自動車のケース

売上高	302,257 億円
営業利益	24,675 億円
アジア売上高	55,130 億円 (シェア 18.24%)
米ドル 1 円の円高の影響	
(全社) 営業利益 : ▲ 400 億円	
情報出所 : 同社有価証券報告書	
(「円高時の影響」のみ 2019 年 5 月 8 日ロイター記事)	

< 試算 >

(アジア) ▲ 73.0 億円 (上記シェアで試算)

2016年度（米ドル 7.84%、AMU5.57%）データ（*）で営業利益の影響額を試算

⇒米ドル 1 円の影響額を「AMU/米ドル」の変化率割合で AMU 分として算出：51.9 億円

$(73 - 51.9) \div 24,675 = 0.08\%$ ⇒営業利益の変動額を 0.08%縮小できる

（*）直近の 2 年では AMU よりも米ドルの安定度が高かったため

（3） Huawei Technologies Co. Ltd（中国）のケース

売上高	721,202 百万元
当期純利益	59,345 百万元
アジア太平洋売上高	81,908 百万元（シェア 11.4%）
米ドル 5 % のドル安の影響	
（全社）当期純利益	▲1,776 百万元

情報出所：同社 Annual Report

< 試算 >

（アジア太平洋） ▲202.5 百万元（上記シェアで試算）

2018年度（米ドル 6.69%、AMU0.98%）データ（*）で営業利益の影響額を試算

⇒米ドル 5 % の影響額を「AMU/米ドル」の変化率割合で AMU 分として算出：29.7 百万元

$(202.5 - 29.7) \div 59,345 = 0.29\%$ ⇒当期純利益の変動額を 0.29%縮小できる

日本企業 2 社、中国企業 1 社を事例に、アジア域内取引を米ドルから AMU にシフトすることによる利益ベースへの影響を試算した。日本の場合は、2016 年度の変化率を使用するなど、ある意味で恣意的な試算である。また、利益への影響も単純に売上高に占めるアジア地域のシェアから試算したものであり、当該地域の売上高のうち米ドル建てがどの程度あるかなどの前提を置くなど、精緻化する余地は大きい。また、他国企業のデータでも試算する必要がある。しかし、こうしたマイクロでの企業ベースの試算に取り組むことで AMU の利用メリットを訴求することが将来的な検討につながるものと思料する。

第3章 アジア域内通貨建て取引の視点から観る AMU

1. チェンマイ・イニシアティブにおける現地通貨利用の議論

前章でも触れた本年 2019 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議においては、緊急時の外貨融通取極めであるチェンマイ・イニシアティブ（以下 CMIM という）につき、注目される動きがあった。具体的には、従来米ドルの融通を前提としていた CMIM につき、「現地通貨を使った CMIM の支援の在り方に関する一般的ガイドライン」が承認されたのである。その制定にあたっては、AMRO（=ASEAN+3 Macroeconomics Research Office）連携による調査も行われた。

発表されたガイドラインの概要は以下のとおり。

- (1) クロスボーダー取引における現地通貨利用ニーズ増加、現地通貨利用のためのイニシアティブ³⁾の増加、準備通貨としての現地通貨の役割増大から、現地通貨による CMIM 支援は、一つの強化すべき選択枝。
- (2) CMIM 支援に利用する現地通貨の適格資格は、その規模とともに、将来的に CMIM メンバー国により合意される使用にあたっての基準や手順が示されるべき。
- (3) クロスボーダー取引での現地通貨使用の拡がりや CMIM における流動性供給ニーズがメンバー国ごとに異なることを考慮すれば、現地通貨による CMIM 支援は、そのニーズ主導でなされ、支援要請側と支援側双方の自発的な計画と実施による。
- (4) 現地通貨による CMIM 支援は、段階的に進められ、その方法はさらなる研究をふまえて検証される。
- (5) 現地通貨による CMIM 支援がなされる際には、適性な金利水準が支援者側のマネーマーケットあるいは債券市場を基準として、調達コストとして適用される。為替レートは、2 通貨間レートあるいは関連するクロスレートをもとに個別に合意される。
- (6) 現地通貨による CMIM 支援がなされる際には、支援者側、支援要請側双方で、国内ルールや規制に沿い、スムーズかつ確実に資金の受け渡しを行う。かつ、そのスキームは事務的に可能なものとする。

一般的なガイドラインであるとの前提であり、現地通貨の具体名までは言及されていない。しかし、CMIM の資金拠出割合が日中韓：ASEAN で 8：2 である現行を勘案すると資金支援側は日中韓が中心であろう。中でも香港合算ベースでの中国と日本が同割合で最大である

ことを考えれば、日本円と人民元での外貨融通が中心に想定されていると考えられる。

上記にある AMRO との連携に関する資料としては、AMRO (2019) がある。ここでは、各種の指標の確認も経て、現地通貨による CMIM 支援について説かれている。具体的には、やはり日本円、人民元の 2 通貨がその候補としてあげられている。その次の候補群としては、シンガポールドル、韓国ウォン、タイバーツに言及され、それにつづき、インドネシアルピア、マレーシアリング、フィリピンペソとなる。やはり、日中韓と ASEAN の中では先行 5 ヶ国が、その経済力に見合う形で評価されている。CMIM 支援での現地通貨利用の背景としては、域内企業等で従来米ドル中心であった域内のクロスボーダー取引においても、現地通貨の利用が増加していることが述べられている。また、投資対象や外貨準備通貨としての役割の重要性が増していることにも触れられている。

今後のその拡大のためには、現地通貨の流動性や為替取引におけるコストの低減等が必要としてあげられている。また、通貨の国際化とともに資本取引の自由化の必要性も述べられており、この点が人民元の CMIM 支援での利用にあたっては課題とされている。合わせて、現地通貨の利用にあたっては、その為替レートの安定性も考慮されるべきとの記述もある。これは、本稿テーマである域内通貨間の為替レートの安定性と意味することは同じであり、重要な点である。

古くは 1997 年のアジア通貨危機、21 世紀に入ってからには 2008 年のリーマンショックと、アジア諸国は米国の金融政策とともに、米ドルの為替レートの変動に大きな影響を受けてきた。域内諸国の経済成長に伴い、域内取引も増大する中、少なくとも域内取引では米ドルへの依存度の低減を図ろうという気運は醸成されつつあると評価している内容である。また、域内の金融協力の動きとして、CMIM を補完する位置付けとして 2 国間の通貨スワップや ASEAN 共同体の金融統合の動きと並行して進められている LCSF⁴⁾ (=Local Currency Settlement Framework) なども、域内通貨の利用促進の材料として評価がなされている。

CMIM において現地通貨利用の議論が、国にベースで開始され、国際機関である AMRO でその前提となる研究が進められていることは、域内通貨の利用増加、そのための域内通貨間の為替レート安定の議論につながるものと考えられる。その延長線で、AMU の創出や実利用の議論が再開されることを期待したい。国際的に、アメリカやイギリスの動きを見ると、多国間協調から自国中心主義の傾向が強まっていると考えられる。その中でも、アジアでは域内の通貨・金融協力を地道に進め、日本もその動きの中で役割を果たしていくことが望ま

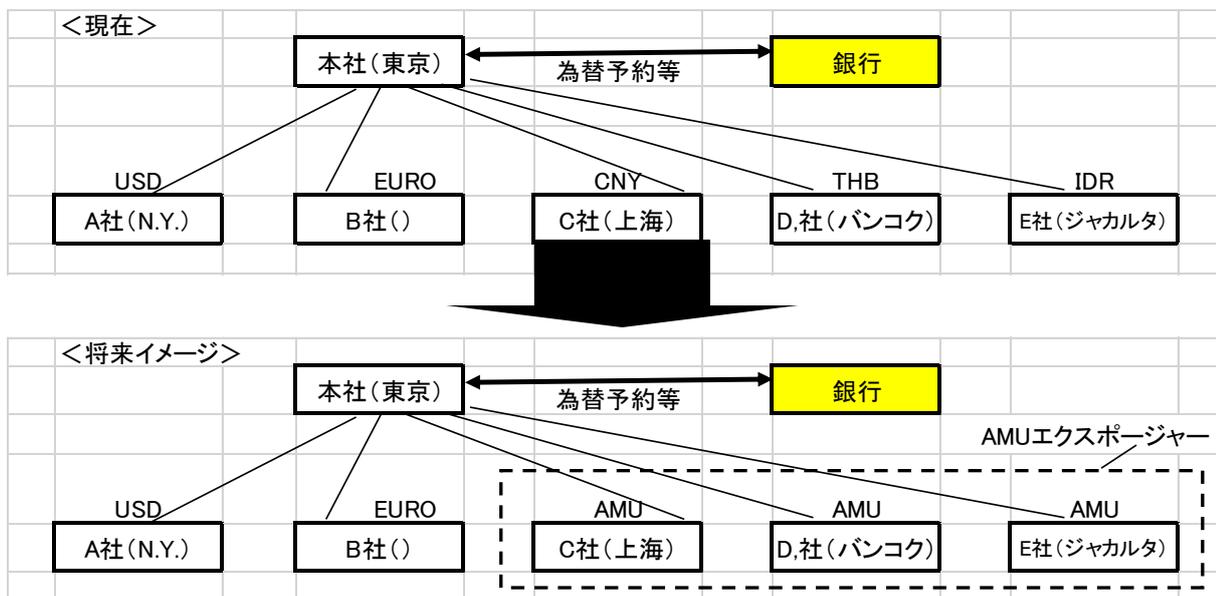
しいと思料する。

2. ミクロとマクロの視点から考える AMU

本稿の最後に、AMUについてミクロ・マクロ両面で考えたい。本稿の主テーマである AMU による為替リスクヘッジは、企業の視点のミクロの面である。第 2 章で検証した米ドルと比較して、AMU の為替レートの域内通貨との安定度の高さは、企業が域内取引に使用することのメリットを示すものと考えられる。昨年の報告では、対日本円のみでの比較であったが、今回は、人民元および ASEAN3 通貨とも比較することができ、その有用性が他国通貨にもあることが確認できた。また、為替リスク管理における為替エクスポージャーを抑えるために、域内取引を AMU に集約することも企業にとってのメリットとなる。域内各通貨を各企業がすべて管理するよりも、域内対外取引は AMU に集約することで、同一通貨建てエクスポージャー管理のメリットを得ることが可能となる。日系企業の現地法人の立場では、例えばタイであれば、タイ国内取引用にタイバーツ、海外は、日本の親会社向けも含めて、AMU を域内中心に利用。欧米向けは、日本の親会社またはシンガポール等の域内統括会社経由とし、取引は AMU 建てで行い、経由先からグループ外へは米ドルまたはユーロ建てで行うといったことが想定できる。タイ現地法人のエクスポージャーをタイバーツと AMU と同じ形式で、中国および ASEAN 各国の現地法人も所在国通貨と AMU に絞って管理すれば、管理

図表 5 為替管理イメージ

出所：筆者作成



コストとリスクが低減できる。親会社側は、日本円を母国通貨として、米ドル、ユーロそして AMU のエクスポージャー管理を行うシンプルな体制を目指すことも可能となる。CMS（あるいはプーリング）⁵⁾ の管理対象通貨数も減らすことも想定可能であろう。（図表 5）

一方で、企業から観た AMU の課題はエクスポージャー管理後に必要となる、為替予約や通貨オプションといった為替リスクヘッジ手段の確保であろう。第 1 章で確認した金森（2015）にある「為替不自由通貨」が AMU の構成通貨の中に多くある点をどのように克服するかが重要となる。欧州で利用された ECU と同様に、AMU は域内各国にとり外貨である前提を置いたうえで、対 AMU に特例措置を取りその交換性を担保するなどして、AMU の為替リスクヘッジ手段を整備することが企業の利用では重要となる。ECU が導入された 1979 年当時は、欧州各国も今のように為替・資本規制の自由度は高くなかった。こうした点について、AMU を検討するにあたり、域内各国がどう考えるかがポイントとなる。

そこで、国ベースのマクロ面での視点を次に考えたい。まず、AMU に関する議論について、述べたい。アジアで、あるいは ASEAN+3 での地域通貨単位の議論をする場合、欧州がそうであったように、ユーロのような「域内単一共通通貨」の可能性の話題に及ぶ。そして、アジアの各国間の経済規模や発展段階の違いの大きさをふまえ、「最適通貨圏」の条件の面から、困難であるとの議論がなされることが多い。現在、「アジアでのユーロ」までを考えるとおそらくそうした面が強いであろう。一方で、「アジアでの ECU、あるいは SDR」という段階で留め、Eichengreen（2006）にあるような「並行通貨アプローチ」の発想で、既存通貨と並存する形式で AMU を創出することから考えてもよいと思料する。

前項で、ASEAN+3 において、CMIM における現地通貨の利用の可能性について述べた。一方で、現実の企業の動き、具体的には日系企業の現地法人では、人民元と ASEAN 諸国通貨の双方の取扱が増加している。それを考えた場合、当面の CMIM で支援時に利用する現地通貨の候補は日本円、人民元かもしれないが、いずれは ASEAN 諸国の通貨の取扱の議論も必要となると考えられる。CMIM による支援を受ける国が ASEAN であることを想定した場合、ASEAN 各国通貨と日本円、人民元の為替レートの安定性は重要である。そう考えると、AMU の創出や上述の為替リスクヘッジの手段のための特例措置の議論を ASEAN+3 で行い、AMRO での研究等がいずれ行われる可能性もあるのではないだろうか。域内企業、とくに今後、さらに中国・ASEAN マーケットへの依存度が高まると予想される日系企業にとっても、重要な視点と考えられる。2006 年に ADB で ACU の検討がなされた頃から、す

でに 15 年近くが経過しており、ASEAN 諸国、中国とも、大きな経済成長を実現してきた。域内の経済協力とともに、金融協力の面でも、通貨に関する議論がさらに深まることを期待したい。

おわりに

本稿では、アジアにおける地域通貨単位に関して、為替リスクヘッジの視点を中心に検討を行った。先行研究で為替リスクヘッジや為替リスク管理の整理を行ったうえで、実際の AMU の試算を中心に据えた。

5年間の AMU 為替レートは、RIETI のデータを利用した上で、可能な範囲の 9 通貨から AMU-I として、同期間の月次の金利（3ヶ月もの）の時系列データを生成した。合わせて、それを利用した為替先物レートを日本円、人民元、マレーシアリング、シンガポールドル、タイバーツの 5 通貨に関して試算した。結果としては、AMU の域内通貨との為替レートの安定性が日本円以外でも確認することができた。一方、課題としては、先物レート提供を含めて、企業の利用にあたっては、現状、「為替不自由通貨」の構成が大きい状況であることから、その点をどう解決するかがポイントであると認識した。国ベースで AMU の有用性の共通認識を持ち、それを前提に AMU の交換性を担保する、為替先物に適用する金利の透明性を高めるといったあたりが、今後の課題である。合わせて、企業ベースでの有用性を確認するためには、もっと多くの企業事例、あるいは国の事例が必要とも考えている。

ASEAN+3、あるいは AMRO で CMIM での現地通貨利用の議論・研究が開始されたのは、大きな動きと考えられる。2019 年 8 月初の AMRO のホームページに掲載された BLOGS では、同年 5 月のマレーシアのマハティール首相による東アジアにおける貿易決済用の共通通貨の発言が紹介された。そのうえで、米ドル依存からの脱却に資する将来的な共通通貨（単一通貨と並行通貨の両面）の可能性についても述べられている。アジア通貨危機後には多くの議論がなされたこうした話題が、米中貿易戦争をはじめとする、今後の世界経済の不透明さが増してきている時期に、再び増加してきたことは偶然ではないと思料する。今後の世界経済のありかたの議論とともに、アジア域内の通貨システムの議論がどのように進んでいくかを注目していきたい。

付表 1 AMU-I 金利および構成通貨金利推移 (2013 年 1 月～2019 年 3 月)

	中国	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	ベトナム	AMU-I金利
金利用シェア	44.95%	7.22%	16.55%	9.36%	4.65%	2.08%	6.31%	5.22%	3.65%	100.00%
01/2013	3.88780	4.95200	0.29417	2.81000	3.21000	0.05000	0.37667	2.86923	7.00000	2.996121
02/2013	3.89460	4.90000	0.27000	2.77000	3.21000	0.05000	0.37500	2.86385	6.88000	2.975610
03/2013	3.88050	4.90000	0.25000	2.75000	3.21000	0.08000	0.37500	2.85538	6.11000	2.943466
04/2013	3.88210	4.90000	0.23000	2.76000	3.21000	0.04000	0.37083	2.85154	6.89000	2.968985
05/2013	3.88210	4.90643	0.23000	2.68000	3.21000	0.21700	0.37333	2.60231	5.00000	2.883816
06/2013	5.43900	5.35786	0.23000	2.69000	3.20000	0.90000	0.37333	2.60077	4.58000	3.615555
07/2013	4.66450	6.07071	0.23000	2.66000	3.20000	0.66600	0.37417	2.59846	6.12000	3.367325
08/2013	4.65720	6.72571	0.23000	2.66000	3.20000	0.58900	0.37417	2.60154	6.14000	3.410614
09/2013	4.67040	7.15857	0.23000	2.65000	3.21000	0.86600	0.37417	2.60154	5.51000	3.430102
10/2013	4.69480	7.22714	0.22091	2.65000	3.21000	0.00000	0.39692	2.60308	5.36000	3.422506
11/2013	4.72290	7.61786	0.22091	2.65000	3.22000	0.00100	0.40130	2.36615	5.86000	3.469999
12/2013	5.55650	7.83786	0.22091	2.66000	3.32000	0.34700	0.40004	2.40462	6.54000	3.900142
01/2014	5.60000	7.99313	0.22000	2.66000	3.29000	0.69300	0.40503	2.39000	7.62000	3.975548
02/2014	5.52900	8.01688	0.21182	2.65000	3.31000	1.45800	0.40205	2.38846	4.87000	3.859281
03/2014	5.50000	8.13000	0.21182	2.65000	3.33000	1.00000	0.40626	2.17538	4.32000	3.814869
04/2014	5.49500	8.15000	0.21182	2.65000	3.38000	1.44000	0.40376	2.18231	5.15000	3.856061
05/2014	4.92500	8.14875	0.21000	2.65000	3.48000	1.34600	0.40376	2.18231	4.55000	3.580231
06/2014	4.74990	8.15000	0.21000	2.64000	3.55000	1.03500	0.40376	2.18385	4.46000	3.494239
07/2014	4.72150	8.15000	0.21000	2.50000	3.60000	1.15700	0.40376	2.18077	4.25000	3.465403
08/2014	4.66590	8.13750	0.21000	2.35000	3.71000	1.37300	0.40726	2.17923	4.54000	3.445800
09/2014	4.54450	8.07313	0.21000	2.28000	3.74000	1.24400	0.40951	2.18077	3.94000	3.357053
10/2014	4.44720	7.50000	0.19091	2.10000	3.76000	1.14400	0.41376	2.18154	3.68000	3.241587
11/2014	4.16950	7.23875	0.18182	2.07000	3.82000	1.29800	0.42820	2.17538	3.79000	3.104186
12/2014	5.13510	7.17250	0.18091	2.14000	3.86000	1.41600	0.45697	2.18154	4.55000	3.574059
01/2015	4.91400	7.11062	0.17273	2.02000	3.85000	1.47850	0.67088	2.17583	4.40000	3.466184
02/2015	4.90000	6.82938	0.17182	2.04000	3.79000	1.54100	0.77317	2.17500	4.65000	3.455366
03/2015	4.89750	6.87688	0.17182	1.78000	3.73000	1.39700	1.01446	1.93500	4.67000	3.430981
04/2015	3.97000	6.87667	0.17182	1.75000	3.72000	1.65500	0.89489	1.69333	4.90000	3.004382
05/2015	2.86400	6.91533	0.17091	1.75000	3.69000	2.04900	0.82955	1.65750	4.14000	2.482939
06/2015	3.23300	6.97967	0.17091	1.60000	3.69000	2.14200	0.82106	1.65750	4.42000	2.651032
07/2015	3.15750	7.51000	0.17091	1.56000	3.69000	2.07800	0.87883	1.62833	4.67000	2.661550
08/2015	3.10000	7.54667	0.17091	1.57000	3.73000	1.99900	1.00833	1.63000	5.10000	2.663459
09/2015	3.15300	8.21429	0.17091	1.55000	3.74000	1.50500	1.13908	1.63500	5.47000	2.745797
10/2015	3.03600	8.30667	0.17091	1.55000	3.74000	1.49100	1.07058	1.63000	4.23000	2.649736
11/2015	3.05000	8.64429	0.17091	1.74000	3.77000	1.77300	1.07472	1.63345	4.65000	2.721235
12/2015	3.08520	8.85667	0.17091	1.66000	3.84000	1.83600	1.18513	1.63189	5.20000	2.776430
01/2016	3.10300	8.45846	0.17091	1.59000	3.79000	1.68400	1.25300	1.61386	5.46000	2.756473
02/2016	2.89900	7.47876	0.09909	1.53000	3.74000	1.51300	1.25300	1.61493	4.66000	2.541505
03/2016	2.82480	6.72973	0.09909	1.56000	3.71000	1.46900	1.06158	1.60122	4.96000	2.452725
04/2016	2.90800	6.55385	0.06273	1.54000	3.69000	1.55100	1.00559	1.59719	5.02000	2.468761
05/2016	2.94600	6.79308	0.06273	1.53000	3.67000	1.67400	1.00217	1.60117	4.24000	2.475330
06/2016	2.96590	7.23039	0.06091	1.30000	3.65000	1.58800	0.93367	1.59355	4.51000	2.496417
07/2016	2.84600	7.13692	0.06000	1.27000	3.40000	1.44700	0.87630	1.59201	3.80000	2.388637
08/2016	2.79400	7.12481	0.06000	1.29000	3.40000	1.47900	0.87192	1.59667	3.49000	2.355579
09/2016	2.80150	7.09538	0.05727	1.32000	3.40000	1.32100	0.87242	1.59313	3.38000	2.351721
10/2016	2.82330	6.94769	0.05727	1.42000	3.40000	1.28100	0.87325	1.59427	3.52000	2.364612
11/2016	3.03580	7.01250	0.05727	1.62000	3.41000	1.48400	0.92488	1.59474	4.38000	2.522915
12/2016	3.27260	7.46346	0.05727	1.47000	3.41000	1.55500	0.96868	1.59026	5.17000	2.680717
01/2017	3.87060	6.83214	0.05727	1.43000	3.43000	1.78000	0.96426	1.58747	5.55000	2.919273
02/2017	4.28410	6.83929	0.05727	1.41000	3.43000	2.10400	0.93905	1.58781	4.48000	3.069913
03/2017	4.39300	6.86619	0.05727	1.42000	3.43000	2.36700	0.94580	1.59333	5.13000	3.151666
04/2017	4.29740	6.85077	0.05727	1.38000	3.43000	2.34700	0.99875	1.58663	4.96000	3.100205
05/2017	4.56410	6.86327	0.05727	1.35000	3.43000	2.17700	0.99383	1.58811	4.48000	3.196886
06/2017	4.50090	6.97096	0.05727	1.38000	3.43000	2.09400	0.99583	1.58641	4.36000	3.172988
07/2017	4.25610	6.88923	0.05727	1.37000	3.43000	2.15200	1.11900	1.58182	3.33000	3.027259
08/2017	4.37280	5.56846	0.05727	1.35000	3.43000	2.16000	1.12400	1.58364	3.20000	2.978329
09/2017	4.35650	5.20385	0.05727	1.37000	3.43000	2.06000	1.12466	1.57301	3.49000	2.954541
10/2017	4.39540	5.16538	0.06727	1.45000	3.43000	1.95800	1.12583	1.56813	3.24000	2.966965
11/2017	4.75940	5.23769	0.06727	1.68000	3.43000	2.14800	1.19875	1.57057	4.85000	3.224808
12/2017	4.91330	5.48346	0.06727	1.70000	3.44000	2.21250	1.50171	1.57075	4.80000	3.332727
01/2018	4.72570	5.31204	0.06909	1.64000	3.69000	2.27700	1.12592	1.57591	3.98000	3.190276
02/2018	4.71310	5.31093	0.06909	1.64000	3.69000	2.67000	1.36842	1.57425	3.12000	3.176556
03/2018	4.46150	5.36167	0.06909	1.65000	3.69000	3.00800	1.44733	1.57357	2.93000	3.073114
04/2018	4.00500	5.69542	0.06909	1.65000	3.69000	3.44000	1.50976	1.57420	2.56000	2.891477
05/2018	4.32900	6.94500	0.06909	1.65000	3.69000	3.40700	1.51462	1.57970	2.64000	3.130155
06/2018	4.15500	7.10139	0.06909	1.68000	3.69000	3.35600	1.52153	1.58072	2.52000	3.061085
07/2018	3.17400	7.09111	0.06909	1.68000	3.69000	3.29700	1.63149	1.58490	3.90000	2.675671
08/2018	2.89400	7.12056	0.06909	1.66000	3.69000	3.23900	1.63770	1.58750	4.54000	2.572740
09/2018	2.84700	7.34569	0.06909	1.71000	3.69000	3.34900	1.64141	1.59022	3.99000	2.555140
10/2018	2.96300	7.52556	0.06909	1.81000	3.69000	4.77800	1.64083	1.61417	4.93000	2.694944
11/2018	3.11300	7.67944	0.06909	1.85000	3.69000	5.18100	1.76898	1.61310	5.36000	2.809358
12/2018	3.34600	7.70278	0.06909	1.90000	3.69000	5.35600	1.88600	1.86387	5.60000	2.953340
01/2019	2.90000	7.39357	0.06909	1.86000	3.69000	5.44400	1.89142	1.87238	5.44000	2.723567
02/2019	2.75100	7.31857	0.06909	1.87000	3.69000	5.57500	1.95280	1.87412	4.51000	2.624861
03/2019	2.80100	7.20885	0.06909	1.87000	3.69000	5.75400	1.94433	1.87510	4.54000	2.643759

出所：CEIC データより筆者作成

(注1) 各国銀行間金利 3ヶ月もの。フィリピンのみ T/B91 日金利。

(注2) 塗りつぶし部分 (3ヶ所) のフィリピンのデータは欠如していたため、前後の月の平均で算出。

付表 2 AMU3ヶ月ものの為替先物レート（5通貨）

	円金利	AMU-I金利	月末直物	3ヶ月先物	先物レート 年間平均
03/2014	0.21182	3.814869	119.5234	118.4569	123.1427
06/2014	0.21000	3.494239	118.5070	117.5424	
09/2014	0.21000	3.357053	125.7975	124.8160	
12/2014	0.18091	3.574059	132.8728	131.7557	
03/2015	0.17182	3.430981	132.2159	131.1478	128.958
06/2015	0.17091	2.651032	133.8598	133.0353	
09/2015	0.17091	2.745797	126.6495	125.8398	
12/2015	0.17091	2.776430	126.6282	125.8091	
03/2016	0.09909	2.452725	121.6594	120.9479	114.8513
06/2016	0.06091	2.496417	111.6188	110.9434	
09/2016	0.05727	2.351721	110.0406	109.4131	
12/2016	0.05727	2.680717	118.8753	118.1008	
03/2017	0.05727	3.151666	116.1418	115.2504	117.9017
06/2017	0.05727	3.172988	118.0050	117.0931	
09/2017	0.05727	2.954541	119.2311	118.3738	
12/2017	0.06727	3.332727	121.8761	120.8894	
03/2018	0.06909	3.073114	118.5725	117.6888	116.3435
06/2018	0.06909	3.061085	117.8318	116.9572	
09/2018	0.06909	2.555140	118.1095	117.3801	
12/2018	0.06909	2.953340	114.1653	113.3481	
03/2019	0.06909	2.643759	116.6024	115.8568	—

	人民元 金利	AMU-I金利	月末直物	3ヶ月先物	先物レート 年間平均
03/2014	5.50000	3.814869	7.200469	7.230517	7.122002
06/2014	4.74990	3.494239	7.257199	7.279784	
09/2014	4.54450	3.357053	7.043304	7.064039	
12/2014	5.13510	3.574059	6.887029	6.913668	
03/2015	4.89750	3.430981	6.823037	6.847839	6.799168
06/2015	3.23300	2.651032	6.776038	6.785832	
09/2015	3.15300	2.745797	6.716921	6.723713	
12/2015	3.08520	2.776430	6.834050	6.839289	
03/2016	2.82480	2.452725	6.989511	6.995973	7.127917
06/2016	2.96590	2.496417	7.179310	7.187684	
09/2016	2.80150	2.351721	7.242300	7.250396	
12/2016	3.27260	2.680717	7.067229	7.077617	
03/2017	4.39300	3.151666	7.185476	7.207600	7.121503
06/2017	4.50090	3.172988	7.118839	7.142286	
09/2017	4.35650	2.954541	7.040879	7.065376	
12/2017	4.91330	3.332727	7.043151	7.070751	
03/2018	4.46150	3.073114	7.019737	7.043916	7.107423
06/2018	4.15500	3.061085	7.053409	7.072552	
09/2018	2.84700	2.555140	7.147757	7.152939	
12/2018	3.34600	2.953340	7.153314	7.160285	
03/2019	2.80100	2.643759	7.068614	7.071375	—

	マレーシア リング金利	AMU-I金利	月末直物	3ヶ月先物	先物レート 年間平均
03/2014	3.33000	3.814869	3.780304	3.775765	3.795601
06/2014	3.55000	3.494239	3.755498	3.756017	
09/2014	3.74000	3.357053	3.762853	3.766426	
12/2014	3.86000	3.574059	3.881447	3.884197	
03/2015	3.73000	3.430981	4.075982	4.079003	4.350918
06/2015	3.69000	2.651032	4.125614	4.136260	
09/2015	3.74000	2.745797	4.646405	4.657875	
12/2015	3.84000	2.776430	4.518602	4.530534	
03/2016	3.71000	2.452725	4.219038	4.232219	4.417311
06/2016	3.65000	2.496417	4.352259	4.364733	
09/2016	3.40000	2.351721	4.490335	4.502034	
12/2016	3.41000	2.680717	4.561996	4.570258	
03/2017	3.43000	3.151666	4.614081	4.617266	4.496113
06/2017	3.43000	3.172988	4.507355	4.510229	
09/2017	3.43000	2.954541	4.473419	4.478698	
12/2017	3.44000	3.332727	4.377093	4.378257	
03/2018	3.69000	3.073114	4.310560	4.317157	4.312296
06/2018	3.69000	3.061085	4.300521	4.307232	
09/2018	3.69000	2.555140	4.299188	4.311308	
12/2018	3.69000	2.953340	4.305616	4.313488	
03/2019	3.69000	2.643759	4.294161	4.305319	—

	シンガポール ドル金利	AMU-I金利	月末直物	3ヶ月先物	先物レート 年間平均
03/2014	0.40626	3.814869	1.456306	1.444013	1.451011
06/2014	0.40376	3.494239	1.458106	1.446938	
09/2014	0.40951	3.357053	1.463555	1.452860	
12/2014	0.45697	3.574059	1.471597	1.460231	
03/2015	1.01446	3.430981	1.510080	1.501034	1.487474
06/2015	0.82106	2.651032	1.472294	1.465603	
09/2015	1.13908	2.745797	1.503068	1.497072	
12/2015	1.18513	2.776430	1.492081	1.486186	
03/2016	1.06158	2.452725	1.457319	1.452281	1.460845
06/2016	0.93367	2.496417	1.455886	1.450233	
09/2016	0.87242	2.351721	1.479731	1.474291	
12/2016	0.96868	2.680717	1.472835	1.466573	
03/2017	0.94580	3.151666	1.456529	1.448560	1.439598
06/2017	0.99583	3.172988	1.445346	1.437541	
09/2017	1.12466	2.954541	1.438797	1.432263	
12/2017	1.50171	3.332727	1.446593	1.440026	
03/2018	1.44733	3.073114	1.462645	1.456745	1.433697
06/2018	1.52153	3.061085	1.450914	1.445372	
09/2018	1.64141	2.555140	1.419610	1.416388	
12/2018	1.88600	2.953340	1.420046	1.416285	
03/2019	1.94433	2.643759	1.426040	1.423563	—

	タイバーツ 金利	AMU-I金利	月末直物	3ヶ月先物	先物レート 年間平均
03/2014	2.17538	3.814869	37.54828	37.39584	37.17762
06/2014	2.18385	3.494239	37.93509	37.81190	
09/2014	2.18077	3.357053	37.20407	37.09557	
12/2014	2.18154	3.574059	36.53322	36.40717	
03/2015	1.93500	3.430981	35.81225	35.67945	37.16414
06/2015	1.65750	2.651032	36.93438	36.84325	
09/2015	1.63500	2.745797	38.42860	38.32261	
12/2015	1.63189	2.776430	37.91900	37.81125	
03/2016	1.60122	2.452725	37.94325	37.86297	37.39386
06/2016	1.59355	2.496417	37.95192	37.86679	
09/2016	1.59313	2.351721	37.55789	37.48708	
12/2016	1.59026	2.680717	36.45732	36.35859	
03/2017	1.59333	3.151666	35.81373	35.67530	35.35789
06/2017	1.58641	3.172988	35.62832	35.48812	
09/2017	1.57301	2.954541	35.32735	35.20623	
12/2017	1.57075	3.332727	35.21575	35.06191	
03/2018	1.57357	3.073114	34.78796	34.65854	34.20054
06/2018	1.58072	3.061085	35.16431	35.03516	
09/2018	1.59022	2.555140	33.58530	33.50479	
12/2018	1.86387	2.953340	33.69477	33.60367	
03/2019	1.87510	2.643759	33.37507	33.31135	—

(補足)

四半期ごとの月末金利と為替レートを利用し、3ヶ月ものの為替レートを算出。そのうえで、4四半期の先物レートの平均を年間平均レートとして試算している。

(注)

1) ASEAN+3において、金融協力を強化し、域内の一層の金融の安定化を促進するために、2003年の第6回の財務大臣会議で設立が合意されたもの。それを受け、2004年以降、域内の金融関連の複数の課題をテーマとし、複数の研究機関が調査・報告を毎年行っていたもの。その後、2015年の会議で当該活動はAMROのテーマ別研究に統合が決定され、いまに至る。

2) 為替取引リスクは、為替相場の変動によって決済時に自国通貨建ての換算金額が変動するリスク。為替換算リスクは、企業の財務諸表に計上された外貨建て資産・負債の評価額が、為替相場の変動によって増減するリスク。為替経済リスクは、為替相場の変化によって価格競争力が影響される、あるいは企業の生産構造に変化が生じるなど、企業の経営全般から捉えるリスク。(清水・佐藤(2019)より)

3) 下記4)のLCSFほか、日本の2ヶ国間通貨スワップにおける円の利用促進や中国の人民元に関する通貨スワップ等、アジア域内での脱米ドルに向けた各種の取決めを指すものと思料する。

4) 現状、マレーシア、タイ、インドネシアの各2ヶ国間で合意されている、現地通貨利用促進の枠組。双方で5～7つの銀行を指定し、相互の自国通貨を貿易取引・サービス取引に利用できることとしたもの。相互の通貨同士の間接の為替取引も可能としている。

5) Cash Management System。企業グループ内の資金の効率運用を目指し、グループ各社の余剰資金を本社(または担当会社)に集め、不足する企業には貸出を行う仕組み。海外が入る場合は、外貨ベースも同時に行い、本社機能で為替リスクヘッジも集中して行う。プーリングとも呼ばれる。

(参考文献)

赤羽 裕 (2016) 「ASEAN+3 『地域通貨単位』に関する一考察」『東南アジアのグローバル化とリージョナル化 IV』アジア研究所・アジア研究シリーズ No.89 亜細亜大学アジア研究所

赤羽 裕 (2018) 「アジア通貨に関する為替リスク管理」日本国際経済学会 第 77 回全国大会 報告論文 同学会 HP 掲載

赤羽 裕 (2019) 「アジア地域通貨協力への展望 – アジア通貨危機の教訓と各国通貨制度の課題」小川英治編『グローバリゼーションと基軸通貨 ドルへの挑戦』第 8 章 東京大学出版会

伊藤 隆俊・鯉渕 賢・佐藤 清隆・清水 順子・吉見 太洋 (2019) 「日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択 平成 30 年度日本企業の海外現地法人アンケート調査結果概要」RIETI Discussion Paper Series 19-J-042 独立行政法人 経済産業研究所

金森 亨 (2015) 『為替リスク管理の教科書』中央経済社

清水 順子・佐藤 清隆 (2019) 「日本の輸出企業の為替リスク管理とその効果の検証」『フィナンシャル・レビュー』平成 31 年第 1 号 (通巻第 136 号) 2019 年 1 月 財務省財務総合政策研究所

AMRO (2019) "Local Currency Contribution to the CMIM" AMRO Singapore

Barry Eichengreen (2006) "The Parallel-Currency Approach to Asian Monetary

Integration" *The American Economic Review* Vol. 96, No. 2 (May, 2006), American Economic Association

(参考ウェブサイト)

経済産業研究所 (AMU について) <http://www.rieti.go.jp/users/amu/index.html>

日銀 (短観・想定為替レートについて) <https://www.boj.or.jp/statistics/tk/index.htm/>