

近年の中国におけるホットマネーの動き

アジア金融協力センター 露口洋介

Bank of Japan Review

2009年7月

中国の国際収支統計を利用して、中国への短期資金の流出入、いわゆるホットマネーの動きを分析しようとする場合、中国人民銀行による金融調節面での各種施策（①市中銀行との為替スワップ取引、②外貨での準備預金積み立ての要求）や③中国版ソブリン・ウェルス・ファンドの設立といった動きの影響によって、ホットマネーの動きがわかりにくくなっている。そうした影響を調整してみると、2007年から2008年上期にかけて巨額のホットマネーが流入し、逆に2008年下期には巨額の流出が発生していたことがわかる。その背景には、中国国内の人民元対米ドル・フォワードレートが金利平価から大きく乖離したことに着目した裁定取引の活発化があるものとみられる。

1. はじめに

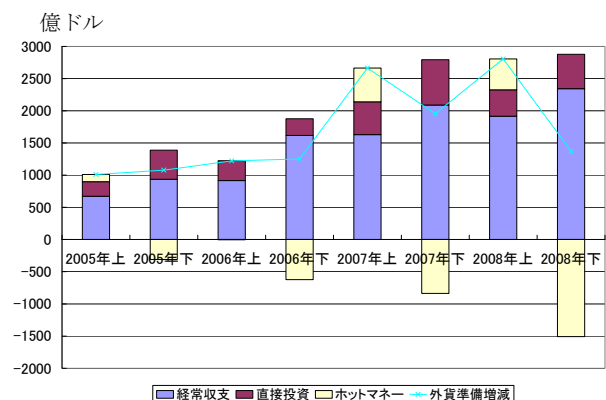
中国では、2005年7月に為替制度改革が行われ、従来の事実上の米ドル固定レート制から管理された変動相場制に移行した。その後の人民元の対ドル・スポットレートは、2008年7月まで増価ペースを加速させながら20%強上昇した後は1ドル＝6.83 人民元前後のレベルで安定的に推移して現在に至っている。

この間、内外資本取引に係る規制については、適格海外機関投資家制度（QFII）や適格国内機関投資家制度（QDII）の導入や対外直接投資の促進（「走出去」）など、段階的に自由化が進められ、資本移動も活発化してきている。こうした中、2007年入り後は、人民元の増価期待に加え、株価や不動産価格の上昇によるキャピタル・ゲイン獲得などを狙った海外からの短期投機資金（いわゆるホットマネー）の流入が活発化したとの見方が一般的である。

ホットマネーは、様々なルートを通り、貿易取引や直接投資にも様々な方法で投機資金が混入していると見られているが¹、本稿では、直接投資以外の資本取引と誤差脱漏に計上される資金の流出入をホットマネーとして議論を進める。具体的には、最も簡便かつ保守的な（流入を少なめに見積もることになる）かたちで短期資金の流出入を表す方法である、「外貨準備増減」－「経常収支」－「直接投資流出入」とホットマネーを定義する。

こうした定義に基づいたホットマネーの動きについて2005年以降の動向を見ると（図表1）、2006年下期や2007年下期には海外に資金が大きく流出するなど半期毎に大きく振れる展開となっており、マーケットにおけるホットマネー流入に対する見方と必ずしも整合的でない。

（図表1）ホットマネーの動向



（資料） CEIC

本稿では、国際収支統計を利用して中国のホットマネーの動きを見る場合、中国当局が実施した各種施策の影響を調整することによってその動きがより明確になることを示す。そのうえで近年のホットマネー変動の大きな要因として人民元のフォワードレートの動きに関係した裁定取引

が大きく影響しているとみられることを指摘する。

2. 資本収支に影響を与える3つの要因

国際収支統計を利用してホットマネーの動きを見ようとする場合、中国人民銀行による金融調節面での施策（①市中銀行との間の為替スワップ取引、②外貨での準備預金積み立ての要求）や、③中国版のソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）である中国投資有限責任公司（CIC）の設立といった動きの影響を調整することが有効である。それぞれの影響を整理すると以下のとおりである（図表2）。

（図表2）資本収支に影響を与える3要因

単位 億ドル

	2006年		2007年		2008年	
	下期	上期	下期	上期	下期	
為替スワップ取引	▲600	+300	+300			
外貨による準備預金積み立て			▲1,140	▲910	+340	
CIC設立			▲700			
影響額計	▲600	+300	▲1,540	▲910	+340	

（1）市中銀行との間の為替スワップ取引

中国人民銀行は、マネーマーケットにおける人民元流動性吸収の一環として、2006年後半を中心に、主要な市中銀行との間で「スポットドル売り－人民元買い、フォワードドル買い－人民元売り」の為替スワップ取引を実施した。

国際収支統計上、こうした為替スワップ取引は、実際の資金の受け渡しが生じた時点で計上され、取引スタート時点では、資本収支の赤字（流出）要因として計上される。その後、当該取引が満期を迎えると、中国人民銀行が同額のドルを買い戻すため、国際収支統計上、資本収支の黒字（流入）要因として計上される。

中国人民銀行は、2005年11月に、初めて主要な市中銀行との間で60億ドル、期間1年の為替スワップ取引を行ったことを事後的に公表したが、その後は実施の有無を公表していない。一方、市中銀行の公表資料を見ると、中国銀行や中国建設銀行の年報で2006年にも中国人民銀行との間で為替スワップ取引を行った旨記載されている。これらの年報の数字や国際収支統計上の動きを基に試算すると、2006年下期に、中国人民銀行と

市中銀行との間で約600億ドルの為替スワップ取引が実施された可能性が高い²。市場関係者による様々な試算値も約450億ドルから620億ドルのレンジに分布している³。

2007年に入ると、後述するように人民元の対ドル・フォワードレートが米中金利差の動きから離れて増価ペースを加速させていった。こうした中で、このような市中銀行との間のスワップ取引は行われなくなった。これは、当局が理論値から離れたフォワードレートで取引を行うことは、人民元レートの先行きに関して市場の思惑を呼びかねず困難と考えられたものと見られる。その後、既往の為替スワップ取引のうち300億ドル程度が2007年上期に満期前に巻き戻されたと市場では見ている。また、下期に満期を迎えたものも含め、その後は、ロールオーバーされていないものと見られる⁴。

（2）外貨での準備預金積み立て

2007年8月以降、中国人民銀行は、金融引締め政策の一環として人民元預金に適用される預金準備率を引き上げる際、引き上げ分に相当する準備預金を外貨で積み立てることを大手銀行14先に要求した⁵。

こうした動きは、国際収支統計における資本収支の赤字（流出）要因として計上されたものと考えられる。具体的には、「その他投資」の中で仮受金などを計上する「雑投資」が、2007年下期に突然1,061億ドルの流出となったことに反映されているものと見られる。

中国人民銀行のバランスシートを見ると、本制度によって積み立てられた外貨は、外貨準備に計上される「外貨資産」ではなく、外貨準備対象外の「その他国外資産」に分類されているものと考えられる。すなわち、「その他国外資産」は、2007年下期中に、約8,000億元（約1,140億ドル）増加している。2007年末時点における対象14行の預金総額約25兆元と、2007年8月以降12月までの預金準備率の引き上げ幅3%ポイントから概算すると、要積み立て額は7,500億元となり、ほぼ見合う金額となっている。

本施策実施前は、中国人民銀行は、為替市場介入で外貨を購入して人民元の流動性を供給し、この流動性を準備率の引き上げで吸収していた。購入した外貨は外貨準備に計上された。本施策によって、中国人民銀行は為替市場介入によらずに準備率の引き上げによって保有する外貨を直接増加させた。しかし、中国人民銀行の保有外貨の増加分は国際収支統計上、外貨準備の増加ではな

く、資本収支における対外資本流出の増加として計上されたと考えられる。

2008年上期には、預金準備率がさらに3%ポイント引き上げられたことを受けて、中国人民銀行のバランスシートにおける「その他国外資産」は5,700億元(910億ドル)増加し、国際収支統計における「雑投資」も、引き続き892億ドルの流出を計上した。その後、中国人民銀行は金融緩和政策に転じ、2008年9月から12月までの間に、大手6行で2%ポイント、その他の銀行に対しては原則3%ポイント、それぞれ預金準備率を引き下げた。このうち一部が外貨で返還されたと見られ、中国人民銀行のバランスシートの「その他国外資産」は、2008年下期中に2,400億元(約340億ドル)減少し、国際収支統計における「雑投資」も約300億ドルの流入に転じた。

(3) 中国投資有限責任会社の設立

2007年9月には、中国投資有限責任公司(CIC)が設立された。CICは、中国政府保有の外貨資産の収益性を高めることを目的として設立されたソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)である。CICの資本金は2,000億ドルであるが、中国政府は、これに相当する1兆5,500億元の特別国債を発行して資金を調達した。この資金の一部を用いて外貨準備の一部をCICに移管し、これは国際収支統計上資本収支の赤字(流出)要因となったものと考えられる⁶。

CICに移管された外貨準備の規模は700億ドル程度と考えられる。2007年11月に、CICの取締役役でもある李勇財政部副部長は「CICの資金の3分の1は中国匯金有限責任公司取得のため、3分の1は国内銀行への資本注入のため、3分の1はグローバルな投資のために使用する⁷」と述べている。また、CICは、その設立時に、1,300億ドル程度のバランスシートを持つ中国匯金投資有限公司(以下、匯金公司)を子会社化したため、残った700億ドル程度を外貨資産の移管に用いたと考えるのが自然である。

CICは、国家開発銀行への資本注入(2007年12月、200億ドル)や農業銀行への資本注入(2008年11月、190億ドル)を実施しているほか、ブラックストーン(30億ドル)やモルガンスタンレー(50億ドル)などに対する高収益を企図した投資を実施している。こうしたCICによる外貨による投資は、発足時に外貨準備から移管された700億ドル程度に加え、子会社化した匯金公司が保有していた570億ドルの外貨資産が原資となっている。

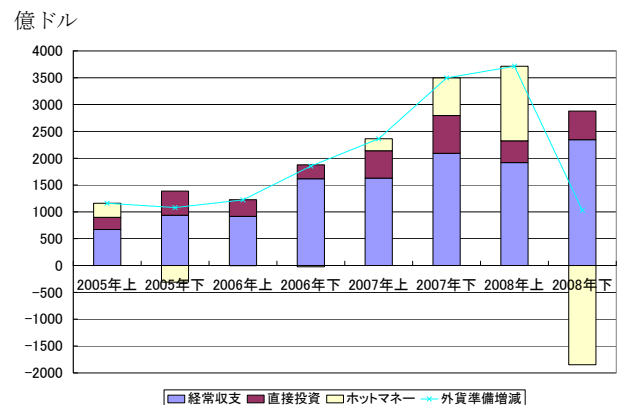
すなわち、匯金公司は、中国人民銀行の子会社

として2003年12月に外貨準備を使用して設立され、その資金を基に中国銀行と中国建設銀行にそれぞれ225億ドルずつ(2003年12月)、中国工商銀行に150億ドル(2005年4月)、計600億ドルの資本注入を行った。匯金公司は、これらの市中銀行との間で、資本注入の際に使用した外貨資産を2005年7月の為替制度改革前の為替レートで人民元によって買い戻すオプション契約を結んでおり、2007年と2008年に、これら3行から総額570億ドルを実際に買い戻した(各行年報)。匯金公司は、外貨資産の買い戻し後も当初の600億ドルに相当する商業銀行への出資を維持しており、その他の金融機関に対する出資100億ドル程度も含めて約1,300億ドル相当のバランスシートを保有していることとなる。

3. 調整後の国際収支の姿

以上に述べた、中国当局の一連の施策の影響を調整したホットマネーの動向を見ると(図表3)、実際にはホットマネーは2007年上期225億ドル、2007年下期702億ドル、2008年上期1,391億ドルと増勢を加速させながら中国に流入していたこととなる。逆に、2008年下期には、1,848億ドルと大規模なホットマネーの流出が生じている。

(図表3) 影響調整後のホットマネーの動向



(資料) CEIC、筆者による推計

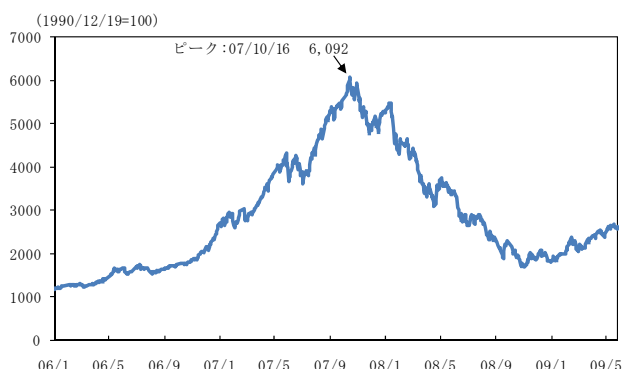
前節で整理した3つの要因は、外貨準備残高の公表統計についても影響を与えている⁸。2003年と2005年に匯金公司を経由して商業銀行に対する資本注入に使用した600億ドルの外貨準備も加えて、これを調整すると、中国政府の実質的な管理下にある外貨資産は、2008年末に、2兆2,470億ドルとなり、公表されている外貨準備残高の1兆9,460億ドル⁹を約3,000億ドル上回るものとなることとなる。

2008年末の差額約3,000億ドルという金額の規模は、韓国（2008年末、2,012億ドル、世界第6位）やブラジル（同、1,937億ドル、世界第7位）の外貨準備残高を上回り、台湾（同、2,963億ドル、世界第5位）に匹敵する¹⁰。こうした多額の外貨資産が、実質的には中国政府の管理下でありながら、同国の外貨準備残高統計には表れない形となっていることとなる。

4. 近年のホットマネー変動の背景

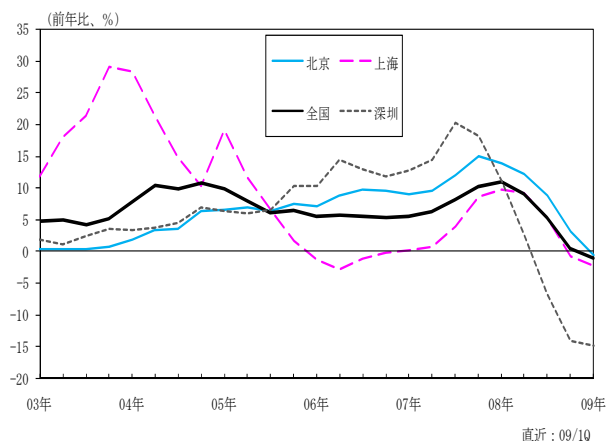
こうした、2007年下期と2008年上期に生じた大量のホットマネー流入と2008年下期の巨額の流出の背景については、株価や不動産価格の動きだけでは説明が難しい。株価は、2008年10月にピークを打った後に、下落基調に転じたほか（図表4）、不動産市場も2008年上期には上昇率が低下し始めている（図表5）。

（図表4）中国の株価（上海総合指数）



（資料）CEIC

（図表5）中国の不動産価格指数の推移



（資料）CEIC

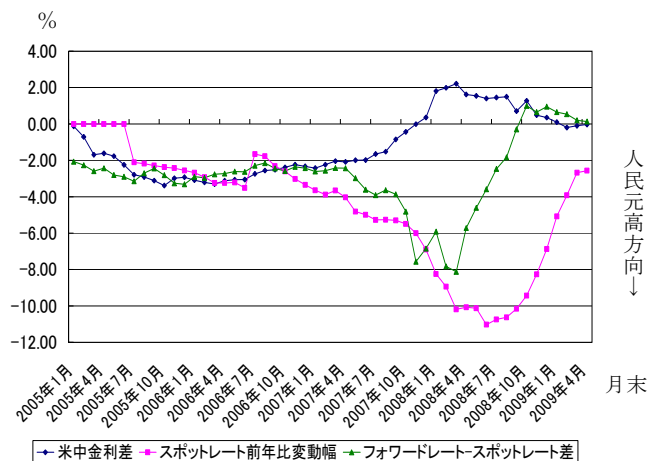
2007年下期から2008年上期の巨額のホットマ

ネー流入の要因としては、人民元のスポットレートの上昇期待に加えて、中国国内の人民元対ドル・フォワードレートが内外金利差から導かれる理論値から大きく人民元高方向に乖離し、これを利用した裁定取引が可能であったことが挙げられよう。

中国国内の人民元対ドル・フォワードレートについて、2005年7月の為替制度改革以降2007年上期頃までは、金利平価が概ね成り立っていた。すなわち、「スワップコスト」にあたる「フォワードレート-スポットレート差」は、理論値である米中金利差とほぼ一致していた（図表6）。しかしながら、2007年下期以降2008年秋にかけては、対ドル・スポットレートの増価速度加速に追随する形で金利平価から乖離して上昇し、特にその乖離幅は2008年上期中に大きなものとなった。これは、スポットレートは当局のコントロール下にある一方、そうではないフォワードレートは、市場参加者のスポットレートの先行き増価見通しをそのまま反映して上昇したからである。

この結果、2007年5月から人民元のフォワードレートとスポットレートとの差はフォワードレートが人民元高方向に動いて金利平価から乖離し始め、2008年3月に乖離幅がピークとなったことがわかる¹¹。

（図表6）人民元レートの推移

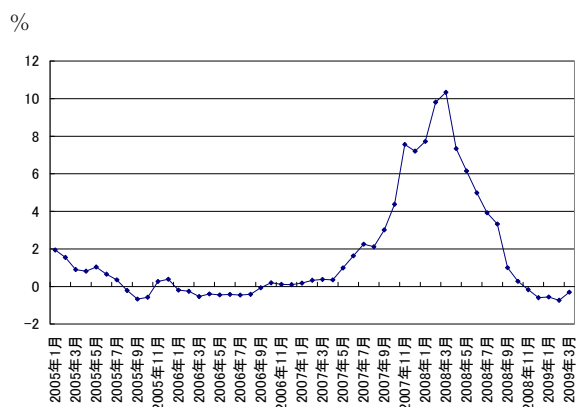


（資料）中国人民銀行、Bloomberg、CEIC、筆者による推計

このような状況では、例えば、中国国内の企業が、輸出手形を担保に金融機関から米ドル建て借入を行い、これを人民元に交換すれば、スポットドル売り-人民元買い、フォワード人民元売り-ドル買いのスワップ取引を行って、満期までの間人民元建てで運用するという形で裁定取引を行うことによって、確実に利益を得ることが可能であった。図表6の数値を用いて、このような形で

得られる運用収益をみると、2008年3月にピークを迎えている（図表7）。

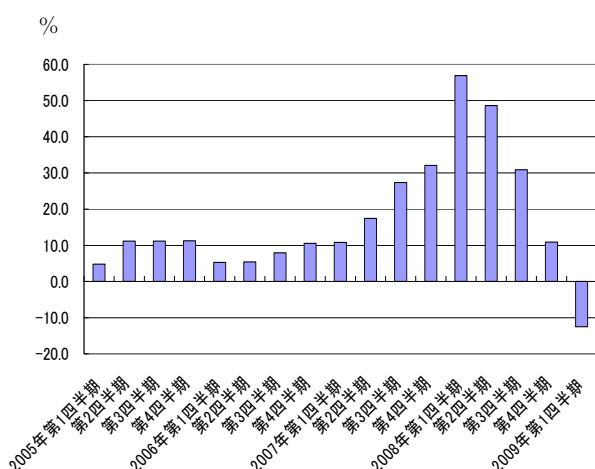
（図表7）フォワードレートを利用した裁定取引の運用収益



（資料）中国人民銀行、Bloomberg、CEIC から筆者が計算

このことを国際収支統計で確認すると、2008年上期のホットマネー流入（1,381億ドル）の大宗は「その他投資」の対外負債（「貿易信用」、「貸付」、「現預金」）の増加（927億ドル）で説明できる。その中でも特に「貸付」すなわち海外からの借入が大きな部分を占めている（530億ドル）。これを裏付けるように、国内金融機関の外貨建て貸出の対前年比伸び率も2008年第1四半期+56.9%、第2四半期+48.6%と急増している（図表8）。また、中国人民銀行の貨幣政策執行報告によると、銀行間市場の為替スワップ取引高は、2008年第1四半期1,038億ドル（前年同期比86.4%増）、2008年上半期2,165億ドル（同58.3%増）と急増を示した。

（図表8）外貨貸出残高前年比の推移



（資料）CEIC

こうした動きは当局の公表物でも示唆されている。中国人民銀行は、2008年第1四半期の外貨建て貸出の急増は「明らかに人民元レート上昇から利益を得るために使用されている」としている¹²。さらに、中国国家外貨管理局は「2008年上期の中国の対外短期負債の増加は、主に貿易信用と中国系金融機関の対外負債増加が原因である」としており¹³、国内の為替フォワードレートの動きを利用した裁定取引を含め、人民元レート上昇によって海外からの資金が主に金融機関の対外借入の形で流入し、それが国内の外貨貸出の増加につながったものとの見方が示唆されている。

逆に、2008年下期には1,848億ドルという巨額のホットマネーの流出が生じている。これを国際収支統計で見ると、主に資本収支の「その他投資」の負債サイドで、従来流入していた「貸付」、「貿易信用」、「現預金」が巻き戻される形で流出していることがわかる。これは、人民元対ドル・フォワードレートが2008年後半以降急速に人民元安方向に変化し、2008年秋以降は金利平価の近辺で推移するようになったことから（前掲図表6）、前述したような裁定取引が行われなくなり、短期の裁定取引が解消されたことによる。これと歩調を合せて、国内外貨貸出残高の前年比も2008年第3四半期以降急速に伸びを低め、2009年第1四半期にはマイナスに転化している（前掲図表8）。

このように為替フォワードレートの動きを用いた裁定取引の機会が、2007年下期から2008年秋までの長期にわたって存在しつづけた。この基本的な背景には、前述のように為替のスポットレートとフォワードレートに対する当局のコントロールの差異がある。また、自由化がある程度進んでも為替管理規制や資本取引規制が依然として機能しており、裁定取引を行うことができたのは実需証明が可能なものなど為替管理規制や資本取引規制上、取引が可能な一部の取引主体に限られていたことも背景として指摘できる。

5. まとめ

本稿では、中国人民銀行をはじめとする中国当局が行った金融調節面での措置や、中国版ソブリン・ウェルス・ファンドの設立によって、国際収支統計上、中国へのホットマネーの流入の動向がわかりにくくなっていることから、これらの動きを調整し、ホットマネーの流出入動向の実態を検討した。また、2007年から2008年にかけての巨額のホットマネーの流出入の背景として、人民元対ドル・フォワードレートの金利平価からの乖離によって裁定取引が活発化したことが大きく影響していると思われることを示した。

いわゆるグローバル・インバランスの問題やドル基軸通貨体制の持続性などの国際金融システムを巡る議論が盛り上がっている中で、中国の資本フローの動きや外貨準備の動向への関心が一段と高まっている。そうした分析を行うために中国の国際収支統計や外貨準備統計を解釈する際には、本稿で述べたような当局の施策の影響を調整してみることが有用であり、必要であろう。

(付) 国際収支統計上のホットマネー各項目の推移

本文で述べた、様々な動きを中国の国際収支統計で確認してみよう。下記の表は国際収支統計のうち、本文図表1のホットマネーの動きを各項目別に見たものである。

単位 億ドル

	2006年		2007年		2008年	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期
証券投資	▲ 292	▲ 384	▲ 48	235	198	228
資産	▲ 448	▲ 657	▲ 151	128	148	180
株式	0	▲ 15	▲ 50	▲ 102	▲ 11	▲ 0
債券	▲ 448	▲ 642	▲ 100	229	159	180
負債	156	273	103	107	51	49
株式	156	273	103	83	52	35
債券	0	0	0	25	▲ 1	13
その他投資	352	▲ 219	426	▲ 1123	97	▲ 1308
資産	202	▲ 521	172	▲ 1686	▲ 831	▲ 230
貿易信用	▲ 28	▲ 233	▲ 59	▲ 179	▲ 42	101
貸付	183	▲ 134	122	▲ 330	▲ 54	▲ 131
現預金	5	▲ 104	92	▲ 116	157	▲ 492
雑投資	43	▲ 49	16	▲ 1061	▲ 892	293
負債	150	301	255	563	927	▲ 1077
貿易信用	60	72	71	220	154	▲ 344
貸付	▲ 9	120	102	71	530	▲ 493
現預金	57	50	82	261	242	▲ 215
雑投資	42	59	▲ 1	12	2	▲ 25
その他資本収支	19	21	15	16	17	14
金、SDR、IMF リザーブ	1	3	2	▲ 0	▲ 2	▲ 10
誤差脱漏	▲ 84	▲ 45	131	33	171	▲ 432
計	▲ 3	▲ 624	525	▲ 838	481	▲ 1508

¹ 貿易取引や直接投資へのホットマネーの混入に関する試算については、張明「当前熱錢流入中国的規模與渠道」、中国社会科学院世界經濟與政治研究所、Working Paper NO.0811, Jun. 3, 2008などを参照。

² 中国銀行の年報では、2005年末に42億ドル、2006年末に415億ドルの為替スワップ残高が公表されており、中国人民銀行との間で為替スワップ取引を行った事実が明記されている。また、中国建設銀行の年報においても、中国人民銀行との間で2005年12月5日に89億6900万ドルのこうした為替スワップ取引を行い、これを2006年12月にロールオーバーした旨記載されている。2005年末の60億ドルの為替スワップに占める中国銀行の比率（7割）が2006年も同じであったと仮定すると、2006年末時点の中国人民銀行と市中銀行との為替スワップ取引の残高は約680億ドル、2006年中の増加分は600億ドル程度と推計される。

³ Hong Liang and Eve Li, “China’s surging current account surplus and FX asset in the banking system”, Goldman Sachs, February 16, 2007, 「掲開外匯“失踪”謎底、貨幣掉期“喫掉”数百億美元」、中国証券報、2007年3月28日、「600億美元貨幣掉期重估“熱錢外流説”」、第一經濟日報、2007年4月12日など。

⁴ Stephen Green, “Those who seek will find...USD 49bn” Standard Chartered, April 16, 2007。なお、中国銀行の年報によると、一部3年物のスワップが行われており、期限前に巻き戻していない限り、この部分が残存している可能性はある。

⁵ 中国人民銀行は、本制度を2007年8月15日に試験的に開始した後、9月14日に「人民元預金準備金を外貨で納入することに関する中国人民銀行の通知」（「中国人民銀行關於以外匯交存人民幣存款準備金的通知」）を公布し、正式に実施に移した。もっとも、人民銀行は本制度の実施について、ホームページ等による対外公表を行っていない。

⁶ 本文で述べた動きは、中国人民銀行のバランスシートからも確認できる。中国人民銀行のバランスシートを見ると、2007年8月に政府が特別国債6,000億元を中国人民銀行引受けによって発行した際には、特別国債の保有増加（「対中央政府債権」の増加）と匯金公司（後述）に対する貸出のCICへの移譲（「その他金融機関債権」の減少＜約5,800億元＞）が生じている。その後、2007年9月から12月にかけて、政府は2,000億元の特別国債を市中公募によって発行した。さらに、2007年12月に、政府は残る7,500億元（総計1兆5500億元）の特別国債を中国人民銀行引受けによって発行した。同時に人民銀行のバランスシートでは、匯金公司に対する出資金が減少している（「その他資産」の減少＜約4900億元＞）。

⁷ 「中投公司資本金投資方向初定1/3投全球金融市場」、証券時報、2007年11月8日。

⁸ 外貨準備について類似の分析を行ったものとして、Brad Setser and Arpana Pandey, “China’s \$1.7 Trillion Bet: Understanding China’s External Portfolio”, Council on Foreign Relations, January 2009があるが、国有商業銀行の保有外貨の取扱いや、CIC保有外貨の計算方法などにおいて、本稿とは計測手法が異なる。

⁹ 中国人民銀行による公表統計。金、SDR、IMFリザーブを含まないベース。

¹⁰ 韓国、ブラジルはIMF発表の金、SDR、IMFリザーブを含むベース。台湾は台湾中銀公表の金を含むベース。

¹¹ ここでは1年物金利と1年物フォワードレートを_using_しているが、3ヶ月物金利と3ヶ月物フォワードレートなど、より短期のものを使用しても同様の結果が得られる。

¹² 中国人民銀行、「2008年第1四半期貨幣政策執行報告」

¹³ 中国国家外貨管理局、「2008年上半期中国國際收支報告」。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融經濟の話題を、金融經濟に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局 アジア金融協力センター 露口洋介（E-mail: yousuke.tsuyuguchi@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。