

BTMU CHINA WEEKLY

トピックス: 足元のホットマネーの動向 ～ 貿易を利用した裁定取引とは ～

ここ最近、短期的な投機資金、いわゆるホットマネーの中国への流入が注目を集めている。もちろん、これまでもこのような動きは観測されていたが、今般特に当局の目を引くようになったのは、貿易を装った資金の流入である。本稿では、国家外貨管理局が2月に発表した年次レポート「2012年中国クロスボーダー資金流動監視・測定報告」(以下、「報告」)を基に、ホットマネーの規模、当局が認識している流入ルートや流入の主因を紹介したうえで、後半部分では、市場の注目を集めている貿易データの動向とホットマネーの関係、貿易をツールとして利用した裁定取引のスキームについて、地元の報道をベースに整理してみたい。

外貨管理局の推計によるホットマネーの規模

ホットマネーとは、金利差や為替相場の変動による差益を求めるために、国際金融市場間を移動する不安定な短期資金のことを指す。資本項目がなお全面的に開放されていない中国の場合、短期的な投機資金は、一般的には経常項目を利用して流入した国際資金ということになる。

(ホットマネーの流入ネット額の推計)

ホットマネーの規模に関する算出法は様々だが、本稿では外貨管理局による方式を用いて議論を展開したい。外貨管理局は、2010年より発表している年次「報告」において、ホットマネーの流入額を次のように測定している。

	貿易黒字	直接投資 ネット流入	域外投資収 益	域外上場調達 資金の還流	= + + +	外貨準備増 加額	「変動性の高い クロスボーダー 流動資金」 =
2001年	225	398	91	9	723	466	-257
2002年	304	500	77	23	904	742	-162
2003年	255	507	148	65	975	1,377	402
2004年	321	551	185	78	1,135	1,904	769
2005年	1,020	481	359	206	2,066	2,526	460
2006年	1,775	454	502	394	3,125	2,853	-272
2007年	2,643	499	766	127	4,035	4,609	574
2008年	2,981	505	1,027	46	4,559	4,783	224
2009年	1,957	422	990	157	3,526	3,821	295
2010年	1,815	467	1,288	354	3,924	4,696	772
2011年	1,551	559	1,280	113	3,503	3,848	345
2012年	2,311	345	1,438	160	4,254	987	-3,267
合計	17,158	5,688	8,151	1,732	32,729	32,612	-117

(出所) 「2012年中国クロスボーダー資金流動監視・測定報告」より当行中国調査室整理

報告では、クロスボーダー資金流動の一部として、外貨準備増加額から 貿易黒字、 対中直接投資 (FDI) ネット流入、 域外投資収益、および 域外上場調達資金の還流部分を差し引いた残りの金額について、「変動性の高いクロスボーダー流動資金」と定義している。

ただ、この金額すべてが投機目的の資金流動、法律・法規違反の資金流動、或いは説明できない資金の流動という訳ではなく、なかには、金融分野の直接投資、企業の合法的なサービス貿易取引、合理的な輸出入売掛金及びその他の資金運営、個人の合法的な外貨収支及び銀行の外貨資産調達等も含まれている。

上記の測定法に基づくと、中国は2007年から2011年にかけて資金の流入が続いたが、2012年は大幅な流出となった。2012年の外貨準備増加額は987億米ドルで、貿易・投資項目(上述の～)を差し引くと、

その差額は▲3,267 億米ドルとなる（図表 1）。しかし、前述の通り、この全額がホットマネーというわけではなく、「変動性の高いクロスボーダー流動資金」の一部として含まれているホットマネーが海外に流出したといえる。

外貨管理局が 17 日に発表した「銀行代客外貨売買」のデータによると、1~4 月の銀行代客外貨売買（銀行の対顧客外貨受取・受渡）差額は計 1,218 億米ドルで、このうち、貿易分の外貨売買は 2,082 億米ドルの差額であった。一方、8 日の税関総署の公表によると、1~4 月の中国の貿易黒字は 609.9 億米ドルとなっており、貿易のために行った外貨売買が貿易黒字を大きく上回っていることは、つまり、モノ（貨物）のクロスボーダー移動を伴わない外貨資金が流入していることを示唆している。

・ホットマネーの流入ルートとその主因

（ホットマネーの流入ルート）

外貨管理局が 2011 年に発表した同年次報告書によると、ホットマネーは主に以下の違法ルートを通じて流入していると言及している。

- 加工貿易の加工代を水増しし、外貨を余分に受け取る
- 貿易仲介企業が外貨受取と支払の期日のずれを利用して、外貨ネット流入額を増加
- ペーパーカンパニーを利用し、外資を導入
- 関連規定に違反して外貨資本金を人民元に交換
- 個人が分割等の方式で、外貨売買限度額の監督管理を回避して人民元に交換
- 銀行が短期外債残高枠を超過して資金を調達

過去の検査で摘発された案件は、域内機関・個人及び海外華僑が主体であり、いわゆる「蟻の引越し」方式で外貨を分散させて流入させるのが一般的であったという。

（ホットマネーの流入の主因）

また、域外ホットマネー流入の主な要因としては、まず、過去十数年間、中国経済は安定的且つ快速な成長を保ち、2008 年のグローバル金融危機後も急速に回復し、その後安定的な成長ペースを維持していることを背景に、人民元先高および金利上昇への期待が高まってきていたことを原因として挙げている。

同報告によれば、1994~2002 年の間、中国の経済成長は比較的安定しており、年平均成長率(GDP)は 9% であったが、アジア金融危機の影響もあり、ホットマネーは推計 4,000 億米ドルのネット流出となった。一方、年平均 GDP が 11% に達した 2003~2010 年においては、高度成長に伴って人民元高の期待も強まり、ホットマネーは推計 3,000 億米ドルのネット流入となった。

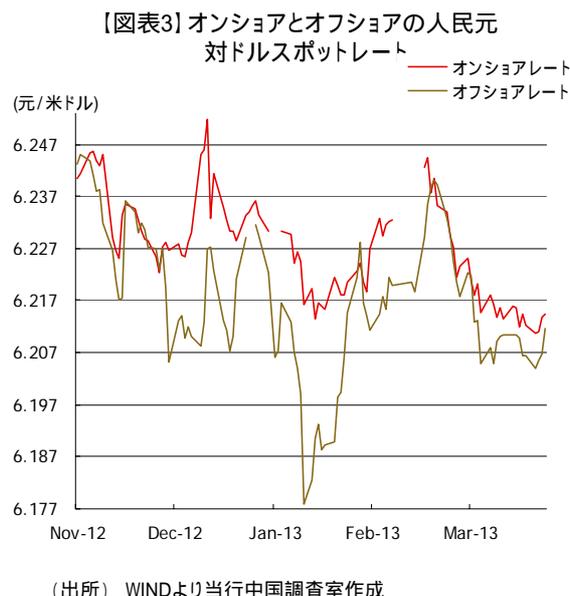
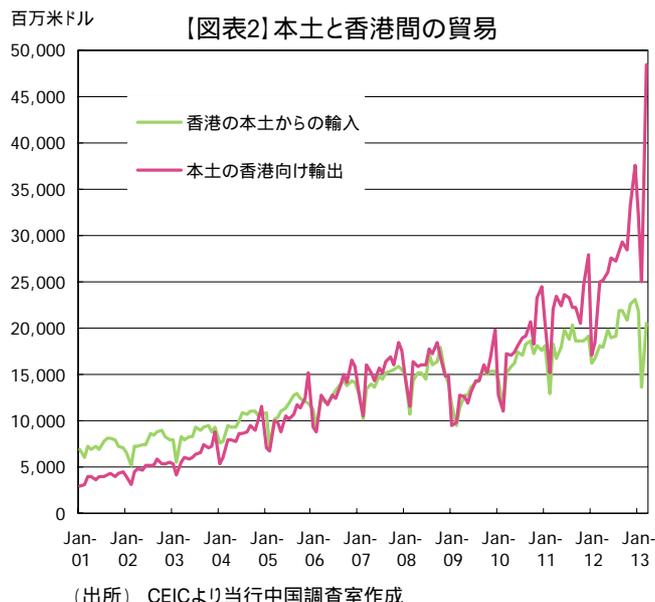
次に、先進国の緩和的な金融政策により過剰流動性が世界的に広がると共に、先進国における金利低下を受けて、金利が比較的高い新興市場国にクロスボーダー資金が流入しやすくなってきたことも一因と指摘している。

国際金融（IIF）の統計では、2009~2011 年の米国における量的緩和政策により、BRICS を含めた新興国 30 カ国への資金流入は 2.1 兆米ドルを超える規模となり、年平均伸び率は 40% 近くに上ったという。なかでもアジアにおける新興国への資金流入が最も多く、2009 年は 2008 年の 5 倍に達したほか、2009~2011 年の 3 年間のネット流入額は累計 1.1 兆米ドルと、過去 15 年間のネット流入額の 45% を占める規模であった。

・為替変動、金利差を利用したスキーム

このように、これまでもホットマネーの流入は懸念されてきていたが、今般、ホットマネーの流入が改めて注目を集めるようになったきっかけは、外貨ポジションの増加傾向の継続、および対香港貿易の急増が挙げられている。

5 月 15 日に人民銀行が発表した統計では、4 月末時点の外貨ポジション残高は 27 兆 3,630.9 億元となり、4 月単月で 2,943.5 億元と 2012 年 12 月から 5 ヶ月連続で増加傾向が続いている。外貨ポジションとは、中央銀行と商業銀行が人民元を対価として購入した外貨のことを指しており、その残高が増加しているのは、外貨資産のネット流入の増加を示している。



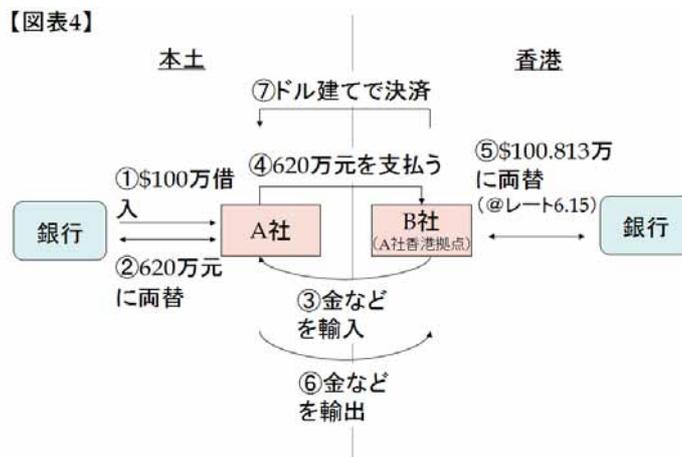
加えて、税関総署が発表した第1四半期および4月の貿易統計では、第1四半期の輸出入は前年同期比+13.4%で、うち、輸出は同+18.4%、輸入は同+8.4%となった。なかでも、本土と香港との間の貿易が今年に入り急増し、3月の本土からの輸出は同+92.9%、483.7億米ドルと1995年3月以来の最高記録を更新した。しかし、香港の統計によれば、同月の対中輸入205.5億米ドルとなっており、本土の統計と大きく乖離している（図表2）。

このギャップについて、市場では、貿易を利用し、ホットマネーを流入させたとの見方が多い。かかる背景には、2012年第4四半期からオフショア市場での人民幣建て資産に対する需要が急増し、オフショア市場の人民幣対米ドルレートは、オンショアに比べ割高となり、ピークとなった今年1月には0.62%高かったという（図表3）。そのため、オフショアとオンショア間での金利・為替レートの乖離が生じやすくなり、ホットマネーを流入させるインセンティブになったとみられている。また、リスクの観点からは、この間の人民幣対ドルレートのボラティリティーが低く、人民幣・米ドル両替後、短期的な定期預金や理財商品で運用し、その後、どちらかの通貨に戻しても為替差損のリスクが低かったことも、有利に働いている。

具体的な裁定取引パターンについて、5月14日付の「21世紀経済報道」では、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチがまとめた報告書を基に、以下のように紹介している。

（オフショア・オンショア間の為替レートの差を利用）

その手段は大きく分けて3つあり、ひとつ目は、本土で100万米ドルを借入れ、オンショアの人民幣対ドルスポットレート(6.20)で620万元を取得する。その後、香港から金などといった物流コストの低い貨物を本土に輸入、人民幣で決済を行うことで、620万元は香港に流出する。さらに、香港のパートナー会社を通じ、オフショアの人民幣対ドルスポットレート(6.15)で、100.813万米ドルに両替し、最後に、先に本土に輸入させた金を香港のパートナー向けに輸出し、米ドル建て決済を行う。その結果、8,130米ドル(物流コストなどは考慮せず)の利ざやを得ることができる（図表4）。

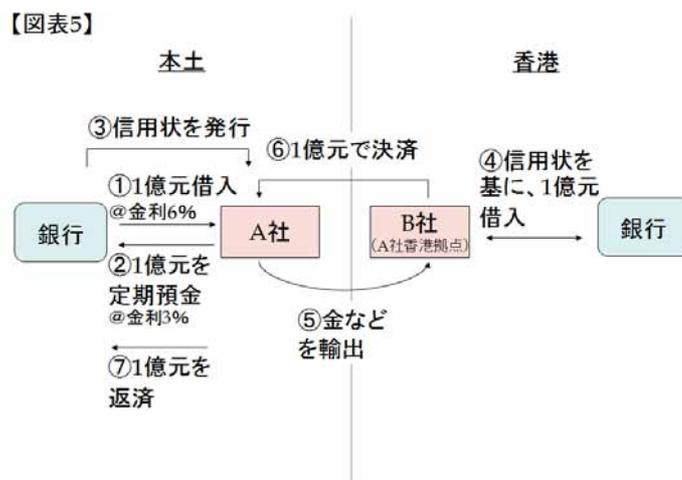


(出所)公開情報に基づき、当行中国調査室作成

今年第1四半期における本土対香港の金の輸出量は前年同期比300%増と大幅に伸び、また、本土の香港からの金の輸入量も同175%増加したこともひとつの裏づけとなっている。

(オフショア・オンショア間の金利差を利用)

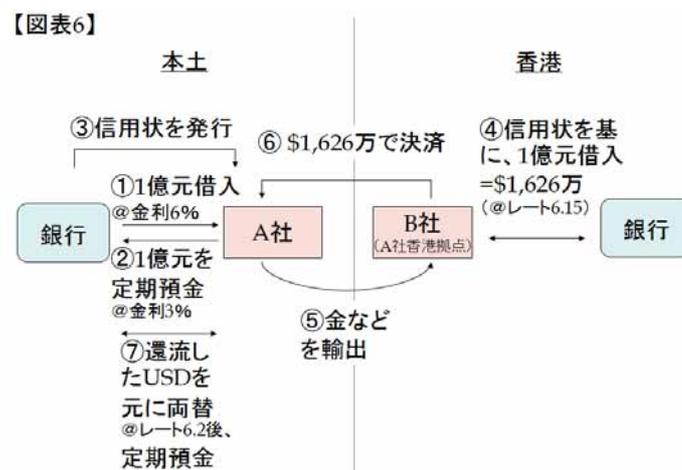
2 つ目の手段は、オフショアとオンショア間の人民元建ての金利差を利用した裁定取引である。たとえば、本土で1億円を借入金金利6%で2週間借入れ、預金金利3%で銀行に預け入れる。その後、同銀行から信用状を発行させ、同信用状を基に香港のパートナー会社（もしくは香港が拠点の関連会社）が、香港の銀行から1年物の1億円の人民元を借り入れる。そのあとは、本土より体積の小さく高価な貨物を香港パートナー向けに輸出し、1億円で決済。本土に流入した1億円を本土の銀行に返済する。人民元建て預金の金利差から、オフショアにおける人民元建て借入コストを差し引いた分が利ざやとなる。足元では、その差は70bpであり、元本1億円の粗利益は70万円、借入コストの25万円を差し引けば最終利益は45万円となる（図表5）。



(出所)公開情報に基づき、当行中国調査室作成

(オンショア人民元・オフショア米ドル、オンショア人民元・ドル・オフショア人民元・ドル間の組み合わせ)

3 つ目は、金利と人民元高期待との間における利ざや獲得スキームである。これは、オンショア人民元とオフショア米ドル、およびオンショア人民元・ドルとオフショア人民元・ドル間を組み合わせた取引となっている。本土にて借入金金利6%で1億円を2週間借入れ、その1億円を金利3%の1年定期として預金する。その後、同銀行から信用状を発行させ、仮にオフショアの人民元対ドルスポットレート(6.15)だとすると、域外関連企業が香港において、借入金金利2%で1,626万米ドルを借り入れる。域内企業は金やハイテク製品などの輸出を通じ、ドル建てで借り入れた資金を本土に還流させる。オンショアの人民元対ドルスポットレートは6.2であるため、1億円の2週間の借入コストを差し引けば56万円の利益となる。利益も合わせて定期預金に入れれば、1年後、預金は利息を含め1.036億円となり、純利益は約360万円。仮に一年間の人民元対ドルスポットレートが2%上昇(1米ドル=6.08)すれば、59.2万米ドルの利益を獲得できる(図表6)。



(出所)公開情報に基づき、当行中国調査室作成

そのほか、本土に還流させたホットマネーを預金金利より利回りが高い理財商品に投資し、利益を獲得する場合も多い。

景気・政策方針の判断に悩む市場と政府

かかる状況を受け、外貨資金の流入に関する管理を強化すべく、5月5日、国家外貨管理局は「外貨資金流入管理強化に関する関連問題の通知」¹ (匯発[2013]20号、以下「通知」) を公布した。同通知では、資金流と貨物流に著しい不一致がある場合や、資金流入額が比較的大きい一部企業に対して、リスク提示書を発送し、一定期間内にエビデンスや合理的な説明が行えない場合にはB類企業に認定する等の内容が盛り込まれている。そのほか、深圳銀行監督管理局も「保税区企業に関わる輸出入貿易融資業務リスクの提示に対する通知」を4月24日に発布している。こちらの通知は、深圳福田および沙頭角の2つの保税区において、金やハイテク電子製品などの付加価値の高い商品の貿易に従事する一部の企業が、深圳・香港間で同一貨物を往復させ、偽貿易を行っている疑いから、貿易の真偽性審査や理財商品を担保

¹ 同通知の解説については、右記URLよりご参照ください (<http://www.bk.mufg.jp/report/chi200403/313050803.pdf>)

に貿易融資を行う企業に対する審査の強化などを銀行に要求しており、これまで以上のリスク管理・コントロールを求めている。

上述の 2 つの通知からも、当局としても前述で紹介したような貿易をツールとして利ざやを狙った裁定取引を認識しており、銀行を通じて取り締まろうとしている。

ホットマネーの流入規模が絶えず大きくなれば、人民元市場や人民元先高期待の再燃、金利政策にインパクト与えかねない。また、外貨ポジションの増加は、市場の資金流動性にも一定の影響を与えている。しかし、景気回復が力強さに欠ける局面において、流動性の引き締めは实体经济に有利に働かないだろう。

外需の回復が期待されるなかで、貿易を装った取引量の増加は、裏を返せば輸出入企業の苦境の状況を映し出しているといえる。また、貿易統計に偽貿易が大量に含まれているとすれば、輸出が回復に向かっているという見せ掛けのシグナルを市場に発することにもなり、さらには、政府のマクロ政策の方針が間違った方向に検討される可能性を否定できない。

抜本的な手段は、ホットマネーの誘因の一つとなる内外の金融市場の価格ギャップを解消することと思われる。金利や為替規制を減らしながら、金利や為替レートの形成を市場に任せるのが、価格ギャップの解消には効果的であろう。ここ最近のホットマネーの動きは、政府や市場の景気判断、政策方針などの正確な先行き見通しを左右するだけに、引き続き、その動向に注視していく必要があるだろう。

三菱東京 UFJ 銀行（中国）トランザクションバンキング部
中国調査室 華山恵麗名

CHINA WEEKLY

WEEKLY DIGEST

【経済】

4月の主要経済指標 工業生産の伸び+9.3% 前月より0.4ポイント上昇

国家統計局は13日、4月の主要経済指標を発表した。4月の工業生産（付加価値ベース）の伸びは前年同月比+9.3%となり、7ヶ月振りに9.0%を下回った前月から0.4ポイント上昇した。4月の社会消費財小売総額は前年同月比+12.8%の1兆7,600億元と、前月の+12.6%を上回ったものの、引き続き2012年通年の+14.3%を下回る伸びとなっている。1-4月の固定資産投資は前年同期比+20.6%の9兆1,319億元で、上昇幅は1-3月から0.3ポイント鈍化した。産業別では、第一次産業が同+32.1%、第二次産業が同+16.3%と、1-3月に比べそれぞれ+0.7、+0.1ポイント拡大する一方、第三次産業は同+23.9%と、前月から0.6ポイント縮小した。

<4月の主要経済指標>

項目	金額	前年比(%)
固定資産投資（除く農村企業投資）*	(億元)	91,319 20.6
第一次産業	(億元)	1,770 32.1
第二次産業	(億元)	39,118 16.3
第三次産業	(億元)	50,431 23.9
民間固定資産投資*	(億元)	57,963 23.9
工業生産(付加価値ベース)**	-	- 9.3
社会消費財小売総額	(億元)	17,600 12.8
消費者物価上昇率(CPI)	-	- 2.4
工業生産者出荷価格(PPI)	-	- ▲2.6
工業生産者購買価格	-	- ▲2.7
輸出	(億米ドル)	1,870.6 14.7
輸入	(億米ドル)	1,689.0 16.8
貿易収支	(億米ドル)	181.6 -
対内直接投資(実行ベース)	(億米ドル)	84.4 0.4

*: 1~4月の累計ベース。

**：独立会計の国有企業と年間販売額2,000万元以上の非国有企業を対象。

（出所：国家統計局等の公表データに基づき作成）

2012年 都市部平均賃金の伸び率前年を下回る

国家統計局の17日の発表によると、2012年の都市部における国有企業、外資系企業を含む非私営企業の年平均賃金は、前年比4,970元増加して46,769元となったものの、前年比伸び率は前年の14.4%から11.9%に低下した。業種別に見た平均賃金の上位3業種は、1位が金融業で89,743元、2位が情報通信、ソフトウェア・情報技術サービス業の80,510元、3位が科学研究、技術サービス業の69,254元。地域別では、東部53,444元、西部41,959元、中部40,110元となっている。同局は、2012年の中国の経済成長率が2011年の+9.3%から+7.8%へと鈍化したことが賃金の伸びにも影響を与えたが、経済減速の中にあっても、2012年は全国のうち25地域が最低賃金の引き上げを行っており、これらの地域の引き上げ率は平均20.2%と2桁台に上った。また、一部業界で労働者確保の為に賃金の引き上げに加え、福利厚生待遇の改善も図っている。一方、業種間、地域間の所得格差は依然として大きく、所得分配改革の更なる推進によって低・中所得者層の収入引き上げを行っていく必要があるともコメントした。

【貿易・投資】

4月の対内直接投資 前年比+0.4%

商務部の16日の記者会見によると、4月の対内直接投資（実行ベース）は前年同月比+0.40%の84.35億米ドルと、僅かな伸びに留まった。1-4月の累計では、対内直接投資は前年同期比+1.21%の383.40億米ドル、新規設立の外資企業数は前年同期比4.69%の6,687社となっている。1-4月の投資国・地域別では、米国からの投資が前年同期比+33.20%（13.95億米ドル）、EUが同+29.68%（24.66億米ドル）、香港が同+1.46%（245.16億米ドル）となった。日本からは同+9.24%（29.44億米ドル）で、1月が前年比20.03%、1-2月が同6.70%と前年比マイナスが続いたが、1-3月（同+10.48%）からプラスに転じている。1-4月の業種別では、製造業が前年同期比3.83%の163.71億米ドル、サービス業が同+6.87%の189.25億米ドルと、サービス業への投資が伸び、金額ともに製造業を上回った。1-4月の地域別では、東部が前年同期比1.1%（320.1億米ドル）、中部が同+5.7%（32.2億米ドル）、西部が同+25.7%（31.1億米ドル）と、西部地域への投資の伸びが引き続き高くなっている。

2030年 世界における投資の30%が中国に

世界銀行は16日、向こう20年の世界の投資動向等を分析した報告書「グローバル開発の展望」を発表した。同報告では、近年の発展途上国における生産性の向上、適切なマクロ政策、教育・健康状況の改善が、途上国の経済成長と大規模な投資機会の創出を促し、世界の投資における途上国のシェアは、2000年時点の20%から2030年には60%へと急伸するとの予測を示している。うち、中国のシェアは30%に、ブラジル、ロシア、インドの3ヶ国は合計で13%に達する見通し。また、金額ベースでは、途上国への投資額は15兆米ドルと、高所得国向け全体の10兆米ドルを大きく上回る見込み。なお、世界的に投資の中心は製造業からサービス業にシフトするとし、2030年におけるサービス業の全投資に占める割合は、中国で56%、ブラジル、ロシア、インドはそれぞれ74%、73%、70%といずれも5割を超えるとしている。但し、中国は成長エンジンとして投資に過度に依存し、製造業の付加価値も相対的に低いといった問題を抱えており、今後、投資依存型の経済成長モデルからの脱却を図る為には、投資・製造からサービス業への構造転換とともに、金融市場の抜本的改革が必須と指摘している。

RMB レビュー&アウトルック

日付	USD				JPY(100JPY)		HKD		EUR		金利	上海A株	前日比
	Open	Range	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	Close	前日比	(1wk)	指数	
2013.05.13	6.1498	6.1455~6.1498	6.1468	0.0051	6.0425	-0.0213	0.79192	0.0005	7.9651	-0.0373	2.9022	2346.49	-5.12
2013.05.14	6.1430	6.1416~6.1435	6.1429	-0.0039	6.0579	0.0154	0.79143	-0.0005	7.9871	0.0220	2.7500	2320.36	-26.13
2013.05.15	6.1463	6.1455~6.1515	6.1459	0.0030	6.0029	-0.0550	0.79198	0.0006	7.9319	-0.0552	2.7700	2328.51	8.15
2013.05.16	6.1490	6.1482~6.1503	6.1492	0.0033	6.0016	-0.0013	0.79204	0.0001	7.9049	-0.0270	3.2100	2356.81	28.30
2013.05.17	6.1396	6.1388~6.1425	6.1419	-0.0073	5.9852	-0.0164	0.79098	-0.0011	7.8976	-0.0073	4.5000	2389.41	32.60

(資料) 中国外貨取引センター、中国人民銀行、上海証券取引所資料より三菱東京 UFJ 銀行国際業務部作成

人民元の動き

～徐々に上値の重さが意識される展開～

今週の中国人民元は 6.14 台を中心とした推移が続いた。15 日には安値 6.1515 をつけるなど、最高値を更新した先週の水準から反落する展開となっている。だが、これは中国人民銀行が設定する対ドル基準値が前週比元安水準へ設定されたことを受けたものだ。一日の許容変動幅上限(基準値比+1%)付近まで上昇した後膠着する状態は不変であり、引続き人民元需要の強さが窺えた。国家外為管理局が発表した資本流入に関する規制の影響は、現時点では限定的といえよう。

13 日に発表された 4 月の鉱工業生産は前年比+9.3%となった。前年比+8.9%であった 3 月からは改善したものの、通年の実質 GDP 成長率が 8%を割り込んだ 2012 年でも月平均+9.8%の伸びを記録したことを鑑みると力強さに欠ける結果といえる。年初来(1~4 月の累計)では、前年比+9.4%となり、3 月時点での +9.5%から低下した。産業別でみると、自動車の伸び(前年比 12.4% 同 18.3%)が加速した一方、原油(同 +5.5% 同 +2.5%)や鉄鋼製品の伸び(同 9.2% 同 8.1%)が鈍化しており、全体を押し下げる要因となっている。また、4 月の小売売上高は前年比+12.8%と前月(同+12.6%)から小幅に上昇。食料や衣類といった日用品の鈍化が目立つ一方、自動車(前年比 5.5% 同 13.0%)や宝石(同 26.3% 同 72.2%)が牽引する格好となった。

来週の人民元も根強い人民元需要を背景に堅調推移が続こう。国家外為管理局から資本流入規制は発表されたものの、一方で政府は資本勘定の自由化に向けた取り組みも進めており、資本流入そのものは続くとみられる。だが、規制を受けた輸出取引を装った投機資金(ホットマネー)流入の減少や金融機関によるドル買い中国人民元売りの動きが、徐々に人民元の重石になるとみている。また、足もとの経済指標が総じて弱い結果となっていることを受けて、商務省関係者が「人民元の上昇は輸出企業の利益に悪影響」と発言するなど、当局から人民元相場の上昇を懸念する声も出てきている。人民元の上値余地は限定的になるだろう。

(5月17日作成) (市場企画部市場ソリューション室 グローバルマーケットリサーチ)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。