



中国のホットマネー規模の推計¹

張 明[※]

徐 以升^{※※}

要 約

本稿では、「外貨準備高の増加額の調整値－貿易黒字－直接投資（FDI）＋貿易黒字に隠れたホットマネー＋海外からの対中直接投資（FDI）に隠れたホットマネー」という計算式により、2003年から2008年第1四半期の間に中国に流入したホットマネーの規模を推計した。外貨準備高の増加額の調整値を計算するに当たって、為替変動、外貨準備の投資収益、中央銀行からの中国投資会社への振替、中央銀行からの国有銀行および証券会社への資金注入、商業銀行の人民元預金準備金のドルでの預け入れなどの要因を総合的に考慮した。このほか、同期間においてホットマネーが中国国内で上げられる投資収益も推計した。推計の結果、2003年から2008年第1四半期の間に中国に流入したホットマネーの規模は1.2兆ドル、ホットマネーの利益は5,500億ドルに達し、合わせて1.75兆ドルと、2008年3月末の中国の外貨準備高の約104%に相当する。大量のホットマネーの集中的な流出というリスクは、中国政府にとって十分重視に値することである。

1. はじめに

本稿では、2003年から2008年第1四半期の間に中国国内に累積されたホットマネーの規模の推計を試みた。ホットマネーの流入規模は、一般的に「外貨準備額－貿易黒字－海外の対中直接投資（FDI）」という方法で推計されるが、この方法は明らかに欠点がある。本稿で採用した新しい推計方法は、次のような考え方に基づいている。第一に、外貨準備高の増加額を調整する。第二に、外貨準備高の増加額の調整値から貿易黒字と海外の対中直接投資（FDI）を差し引く。第三に、貿易黒字とFDIのチャネルを経由したホットマネーの規模を推計する。第四に、第二と第三のステップで得られたホットマネーの規模をまとめる。第五に、ホットマネーの中国での投資収益を推計する。第六に、ホットマネーの流入規模とホットマネーの投資収益をまとめる。

本稿の特徴は、第一に、外貨準備高の増加額を調整するに当たって、為替の変動、外貨準備の投資収益、中央銀行からの中国投資会社への振替、中央銀行からの国有銀行および証券会社への資金注入、中央銀行が要求する商業銀行の人民元預金準備金のドルでの預け入れなどの要因を考

¹ 本稿は、中国社会科学院世界经济政治研究所国際金融センターWorking Paper No.0814（2008年1月24日）掲載の「中国のホットマネー規模の推計」を邦訳したものである。なお翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

※ 張 明 中国社会科学院世界经济政治研究所国際金融研究室 研究員

※※ 徐 以升 第一財經日報財經部 主任

慮しているため、他のホットマネーに関する研究に比べ、最も完全である。第二に、貿易黒字とFDIのチャンネルを通して流入する可能性のあるホットマネーを推計している。第三に、ホットマネーの中国国内での投資収益を推計している。ホットマネーの規模と投資収益を合計したデータは、ホットマネーの潜在的な流出規模を判断する上で重要な意味をもつ。

なお、本稿では、ホットマネー（Hot money）の定義を広げている。一般的にホットマネーとは、一国の金融市場における投機的な短期国際資本のことで、その国の市場での滞在期間は1年を超えないと定義される。これに対し、本稿では、ホットマネーは短期国際資本だけでなく、「長期的な投機的資金」（唐旭・梁猛、2007）も含まれる。例えば、外資系企業の未送金分の利益と減価償却もホットマネーとして計上される。「望まれない資本移動」（Unwanted capital flow）でホットマネーの概念を代替した方がいいかもしれない。

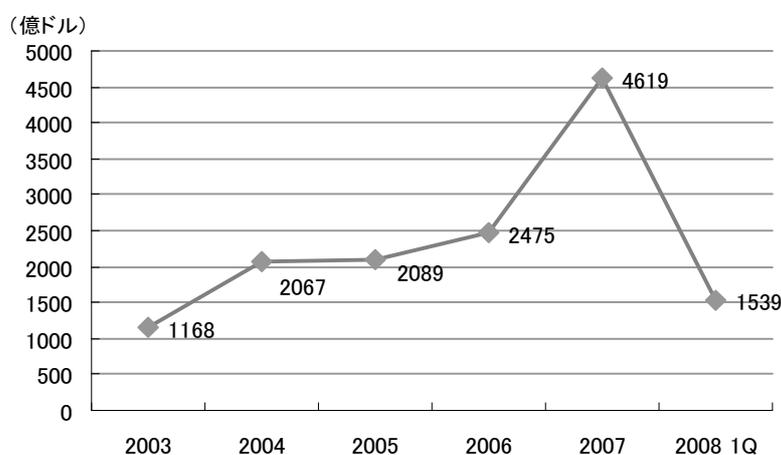
II. 外貨準備高の増加額の調整

中国国家外為管理局発表の国際収支表によると、2003年から2008年第1四半期の外貨準備高の増加額は図表1のようになる。

1. 為替の変動に関する調整

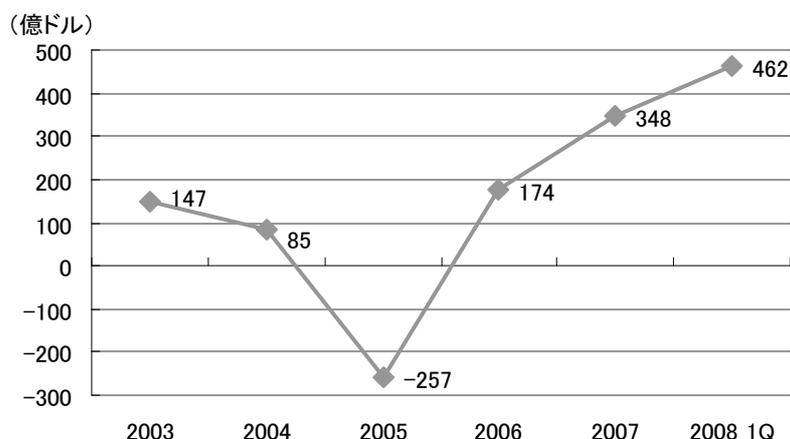
中国の外貨準備資産は、主としてドル資産、ユーロ資産、円資産である。外貨準備資産高はドル換算で表示されるため、ドルが他の通貨に対し下落すれば、他の通貨の資産のドル換算値が上昇する。このような外貨準備の価値の上昇は、外貨準備のフローによるものではないため、為替レートの上昇による収益（為替差益）を、ホットマネーを計算する外貨準備高の増加額から取り除く必要がある。ここでは、2003年初以降、中国の外貨準備の通貨別構成が一定で、すなわちドル資産が70%、ユーロ資産が20%、円資産が10%と仮定する。ユーロ（円）資産の年初のストックに、当該年のユーロ（円）の対ドルの上昇幅を乗じると、当該年のユーロ（円）資産の為替差益が得られる。ユーロ資産と円資産の為替レートの上昇による収益の合計が、為替レートの上昇による収益になる。2003～08年第1四半期の為替レートの上昇による収益は図2に示す。

図表1 中国の外貨準備高の増加額



(出所) 国家外為管理局

図表 2 中国の外貨準備高の為替差益



(出所) 中国銀行などより筆者推計

2005年にドルが対ユーロと対円で上昇したため、為替レートの上昇による収益はマイナスになったが、他の年は、ドルが対ユーロと対円で下落したため、為替レート上昇による収益はプラスである。2006年から2008年第1四半期にわたり、為替レートの上昇による収益は増え続けていた。

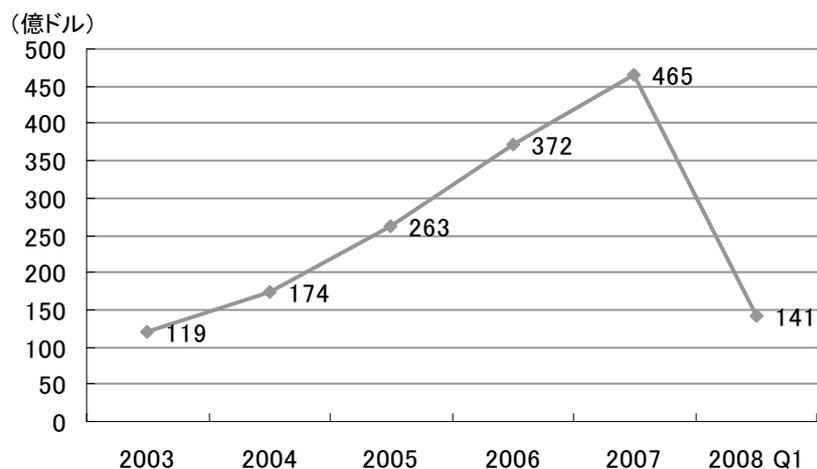
2. 外貨準備の投資収益

外貨準備は外貨建ての金融資産で運用される。中国政府発表の外貨準備高には、当期の外準投資収益が含まれると考える。このため、ホットマネーの流入規模を計算する際、外貨準備の増加額から外準の投資収益を差し引く必要がある。ここでは、中国の外貨準備はすべて、10年物米国国債で運用されると仮定する。各年初と年末の10年物米国国債の収益率の算術平均値を、各年の外貨準備の平均収益率とし、各年初の外貨準備高に外貨準備の収益率を乗じると、外貨準備の投資収益が求められる。図表3は、2003年から2008年第1四半期の外貨準備の投資収益を示す。2003年から2007年までの10年物米国国債の収益率はほぼ4.1~4.6%の狭いレンジ内に推移しているため、この期間における外貨準備の投資収益の増加は収益率の上昇ではなく、外準残高の増加に起因する。注意しなければならないのは、2008年第1四半期に10年物米国国債の収益率が3.7%に大きく低下したことである。

3. 中央銀行からの中国投資会社への外貨準備の振替

外貨準備高の投資収益率を高めるため、中国政府は2007年9月に「中国投資有限責任公司」(CIC, The China Investment Corporation)を設立した。同社の当初資本金は2,000億ドルである。資本金の調達方法は、財政部が1.55兆元の特別国債を発行し、中国農業銀行を通して中央銀行の外貨資産と引き換える。〔訳注：特別国債の発行は数回にわたった。中国農業銀行が特別国債をいったん引き受け、すぐに中央銀行が外貨資産で中国農業銀行から特別国債を買い取り、中国農業銀行はこの外貨資産を特別国債の購入代金として財政部に支払い、財政部が原資としてCICに出資する〕。2007年に財政部が発行した特別国債を図表4に示している。

図表 3 中国の外貨準備の投資収益



(注) 10年物米国国債収益率は米国財務省に基づく。

(出所) 米国財務省などより筆者推計

図表 4 財政部の 2007 年特別国債の発行状況

回	発行日	発行規模 (億人民元)	発行方法	当期の為替レート (元/ドル)	米ドル換算 (億ドル)
1	2007-8-29	6000.0	農業銀行経由で 中央銀行が購入	7.5505	794.65
2	2007-9-17	319.7	市中発行	7.5230	42.50
3	2007-9-21	350.9	市中発行	7.5050	46.76
4	2007-9-28	363.2	市中発行	7.5108	48.36
5	2007-11-2	349.7	市中発行	7.4624	46.86
6	2007-11-16	355.6	市中発行	7.4336	47.84
7	2007-12-11	7500.0	農業銀行経由で 中央銀行が購入	7.3797	1016.30
8	2007-12-17	263.5	市中発行	7.3790	35.71

(出所) 中国債券信息网

財政部は 2007 年 8 月から 12 月の間に 8 回にわたり総額 1.55 兆元の特別国債を発行した²。財政部が特別国債を発行した当日に中央銀行から外貨資産を購入すると仮定すると、2007 年 8～12 月に中央銀行が移譲した外貨準備は計 2,079 億ドルになる。中国投資会社が 670 億ドルで中央銀

² 中央銀行のバランスシートの資産側の「対政府債権」の勘定科目で、「対中央政府債権」は 2007 年 7 月の 2,826 億元から 8 月の 8,820 億元に急増した。これは 8 月 29 日の 6,000 億元の特別国債の発行に対応する。また、この勘定科目は、2007 年 11 月の 8,825 億元から 12 月の 1 兆 6,318 億元に急増し、これは 12 月 11 日の 7,500 億元の特別国債発行に対応する。この期間中、中央銀行のバランスシートの負債側に（資産側に）対応して増加した勘定科目がないことから、バランスシートのバランスを保つため、中央銀行は、資産側の「外貨資産」の勘定科目の外貨準備を中国投資会社に振り替えたと考えられる。

行から「中央匯金公司」を買収したため、この部分の外貨準備は中央銀行のバランスシートに戻り、中国投資会社が中央銀行から受け取ったネットの外貨準備額は1,409億ドルになる³。

以上の資本注入が2007年末に終了したと仮定する⁴。ホットマネーの流入規模をより正確に推計するには、1,409億ドルを2007年の外貨準備高の増加額に加えるべきである。

4. 中央銀行からの国有銀行および証券会社への資金注入

中国の金融改革を推進し、国有商業銀行の株式制への再編および海外上場を支援し、国内証券会社の再編を加速させ、政策銀行の商業銀行への転換を促進するため、中央銀行は中央匯金公司を通じて国有銀行や証券会社に相次いで資金注入を行った。その資金の大半は外貨である。2003年12月に設立された中央匯金公司によるこれまでの中国金融機関への資金注入は図表5に示す。

中央銀行が資金注入を公表した月に資金注入を完了したと仮定した上、月末の基準為替レートで人民元から米ドルに換算した結果、2003年から2008年第1四半期の中央匯金公司のドル建て資金注入規模⁵は図表6のようになる。2003年から2007年の間に、中央銀行は中央匯金公司を通じて国有銀行および証券会社に合計654億ドルの資金注入を実施した。ホットマネーの流入規模をより正確に測定するため、この部分の金額を2003年から2007年の外貨準備の増加額に加えるべきである。

図表5 中央匯金公司による金融機関への資金注入

金融機関名	年月	金額	注
中国銀行	2003年12月	225億ドル	
中国建設銀行	2003年12月	200億ドル	
建銀投資公司	2003年12月	25億ドル	
交通銀行	2004年6月	30億元	
中国工商銀行	2005年4月	150億ドル	
銀河証券公司	2005年6月	100億元	
申銀万国証券公司	2005年8月	25億元	融資15億人民元
国泰君安証券公司	2005年8月	10億元	融資15億人民元
銀河金融持株公司	2005年8月	55億元	
光大銀行	2007年11月	200億元	
国家開発銀行	2007年12月	200億ドル	

(注) 2007年12月に中央匯金公司から国家開発銀行への資金注入分200億ドルは、中国投資公司の出資を通じて注入されたことから、重複計算を避けるため上表に含まれない。

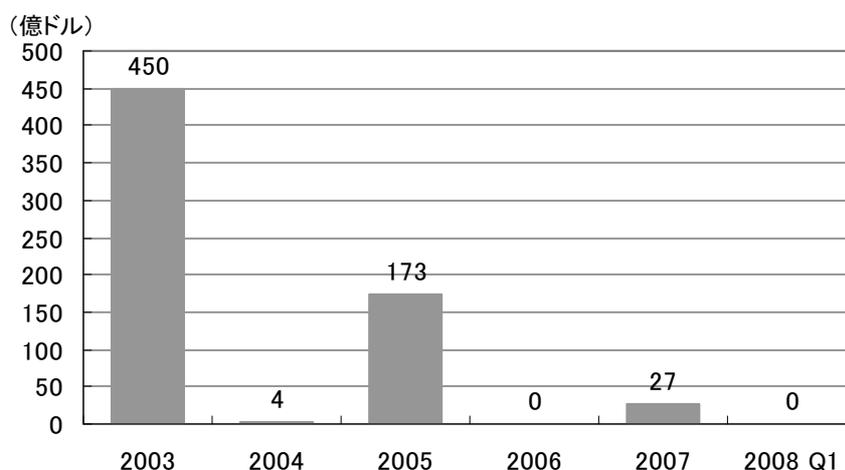
(出所) ウィキペディア (維基百科)

³ 中国投資会社が中央銀行から中央匯金公司を買収した取引記録は2007年12月の中央銀行のバランスシートに示されている。同月の中央銀行のバランスシートの資産側の「その他資産」が11月の1兆1,979億元から7,098億元へと、4,881億元の大幅な減少となった。当時の為替レートでドル換算すると、約670億ドルになる。

⁴ Logan Wright (2008) が指摘したように、外貨資産の購入時期は2007年8月から2008年第1四半期まで続いていた可能性がある。本稿の仮定は、2007~2008年における1,409億ドルの分布に影響する可能性はあるが、推計対象の全期間における外貨準備の流入規模の総合判断には影響しない。

⁵ 中央匯金公司が証券会社と光大銀行に資金注入したときの人民元の資金源は、中国銀行、中国工商銀行、中国建設銀行など銀行からの人民元利益の配当という説がある。もしこれが正しければ、外貨準備の増加額は約173億ドル少なくなる。

図表 6 中央銀行からの国有銀行および証券会社への資金注入規模



(出所) ウィキペディア (維基百科) より筆者推計

5. 商業銀行の人民元預金準備金のドルでの預け入れ

2007年8月以降、中央銀行は人民元預金の預金準備率を引き上げるのに合わせて、商業銀行（特に全国展開の商業銀行）に対し、（引き上げ分の）準備金をドルで預け入れるように定めた。この中央銀行の預金準備金に関する新しい規定を実行するため、商業銀行は外為市場で（主に中央銀行に対し）ドルを買わなければならない。

まず、各回の準備率調整から凍結される人民元資金を算出した上で、準備金を預け入れる当日の人民元の対ドルレートの仲値で、各回の準備率調整による凍結されるドルの規模を算出する。すべての商業銀行がドルで預金準備金を預け入れるわけではないため、70%という保守的な比率で推計する⁶。推計結果は図表7に示す。2007年8月から12月の間に、準備率調整により凍結された資金のドル建て規模は、合計1,084億ドルに達した。2008年1月と3月に、準備率調整により凍結された資金のドル建て規模は各190億ドル、207億ドルで、合計397億ドルであった。

商業銀行がドルで人民元預金準備金を預け入れることは、中国の外貨準備の増加率を低下させることになる。より正確にホットマネーの流入規模を推計するため、外貨準備高の増加額は2007年に1,084億ドルを、2008年第1四半期に397億ドルを加えるべきである。

⁶ 国家外為管理局のウェブサイトで同局の「準備管理司」の役割の紹介によると、同司は「国の外貨準備の運用管理を担当し、また許可を得て中国人民銀行の外貨預金準備金の受託運用を行う」。これは、銀行金融機関の預け入れる外貨の預金準備金は中央銀行が運用し、この部分の資金は中央銀行のバランスシートに反映されることを意味する。中国人民銀行発表の「通貨当局バランスシート」の資産側に、中央銀行の「国外資産」の中に「外貨」、「貨幣・金」、「その他の国外資産」の3項目が含まれる。「外貨」は政府の外貨準備に、「貨幣・金」は政府の金準備の貨幣換算値に対応し、銀行金融機関が外貨で預け入れる預金準備金は「その他の国外資産」に計上される。2007年の中央銀行バランスシートには、中央銀行の「その他の国外資産」の規模が1~7月におおむね1,060億元で推移していたが、8月に2,985.27億元に跳ね上がり、9~12月も3,746.78億元、5,573.82億元、6,802.52億元、9,319.23億元と増加の一途をたどった。その結果、中央銀行の「その他の国外資産」は、2007年8~12月に8,266.92億元増加した。この金額は、同期間に預金準備率の引き上げによる凍結された人民元資金1兆1,515.65億元の71.78%に相当し、本稿の推計で使用される70%という割合にほぼ一致する。70%という割合は比較的保守的であると言える。準備率の調整が続いているため、2008年4月に中央銀行の「その他の国外資産」は1兆1,240.73億元にのぼっている。

図表 7 商業銀行の預け入れる外貨の預金準備金規模の推計

実施日	預金準備率 (%)	預金総額 (億元)	新たに凍結 される資金 (億元)	為替レート (元/ドル)	凍結される 資金 (億ドル)	凍結される 資金の70% (億ドル)
2008-3-31	15.5	415693	2078	7.0436	295	207
2008-1-31	15	391551	1958	7.2065	272	190
2007-12-31	14.5	389371	3894	7.3261	531	372
2007-11-30	13.5	385507	1928	7.3942	261	182
2007-10-31	13	378484	1892	7.4867	253	177
2007-9-30	12.5	382981	1915	7.5135	255	178
2007-8-31	12	377416	1887	7.5921	249	174

(出所) 中国人民銀行の預金データ、中国銀行の為替レートなどより筆者推計

6. 各調整値の合計

図表 8 は、外貨準備高の増加額に対する各種の調整値をまとめたものである。当初の外貨準備高の増加額から、為替レートの上昇による収益と外貨準備の投資収益を差し引き、中央銀行からの中国投資会社への振替、中央銀行による国有銀行および証券会社への資金注入、商業銀行からの中央銀行への人民元預金準備金のドルでの預け入れを足すと、外貨準備高の増加額の調整値が得られる。⁷

図表 9 は、調整前と調整後の外貨準備高の増加額を示したものである。2005 年まで、調整前後の外貨準備高の増加額に大きな差はなかった。2006 年に、調整後の外貨準備高の増加額は調整前より 22%少ない。これは、主に為替レートの上昇による収益および、外貨準備の投資収益

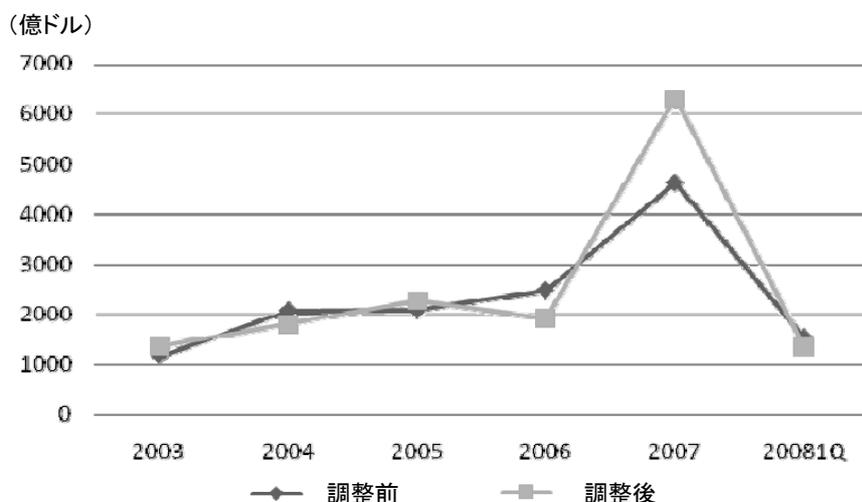
図表 8 外貨準備高の増加額の調整値

	(単位:億ドル)					
	2003	2004	2005	2006	2007	20081Q
外貨準備高の増加額	1168	2067	2089	2475	4619	1539
(-) 為替レートの上昇による収益	147	85	-257	174	348	462
(-) 外貨準備の投資収益	119	174	263	372	465	141
(+) 中央銀行からの中国投資会社への振替					1409	
(+) 中央匯金会社からの国有銀行および証券会社への資金注入	450	4	173		27	
(+) ドルで預け入れる人民元預金準備金					1084	397
外貨準備高の増加額の調整値	1352	1812	2256	1929	6316	1333

(出所) 筆者推計

⁷ 外貨準備高の増加額を調整する際、中央銀行と商業銀行との間の為替スワップを考慮していない。その理由は、第一に、中央銀行と商業銀行との為替スワップに関する詳しいデータが入手できない。第二に、為替スワップは、外貨準備高の増加額を均すことはできるが、スワップが終わると、スワップ金額は依然として中央銀行の外貨準備高の増加額として現われる。ただし、為替スワップを考慮しないことによる外貨準備高の増加額の期間差異は、この後のホットマネーの投資収益を計算するときの正確性を低下させる。

図表9 調整前と調整後の外貨準備増加額の比較



(出所) 筆者推計

が差し引かれたからである。2007年に、調整後の外貨準備高の増加額は調整前より37%増えた。これは、中央銀行からの中国投資会社への振替、中央銀行が商業銀行に対し人民元預金の準備金をドルで預け入れることを求めたことによるところが大きい。外貨準備高の増加額の調整値は、2006年の1,929億ドルから2007年には6,316億ドルに急増し、その増勢は2008年も続いていることが分かる。

Ⅲ、貿易黒字と対中直接投資に隠れるホットマネー

1. 貿易黒字に隠れるホットマネー

中国の貿易黒字規模は2005年以降、急速に拡大している。2001～04年の中国の貿易黒字は各226億ドル、304億ドル、255億ドル、321億ドルで、2005～07年は各1,017億ドル、1,776億ドル、2,620億ドルである。2004～05年に、中国の輸出セクターの産業構造あるいは労働生産性が急速に向上したことや、海外需要が急速に増加したことが考えにくいことから、2005年以降の中国の貿易黒字の急増は、人民元の為替制度改革が2005年に実施されたため、人民元高に対する期待から、貿易勘定を経由してホットマネーが流入したことによるところが大きいと推測される⁸。

近年の輸出入総額に対する貿易黒字の比率をみると、2000～2004年の間は2～4%のレンジ内で推移しており、5%を超えることがなかったが、2005年に7%、さらに2006年に10%、2007年に12%に上昇している。輸出入総額に対する貿易黒字の比率の急激な上昇は、産業構造の高度化や、人民元高による交易条件の改善などの常識的な理由だけでは説明できない⁹。

⁸ 2008年5月にドイツ銀行の馬駿エコノミストが行った国内外企業200社と国内外の高所得者60人に対する「ホットマネーの流入チャネル」の調査によると、回答した企業のうち、11%が「輸入の過少申告」を、10%が「輸出の過大申告」を選択した(馬駿、2008)。

⁹ 杜艶(2008)によると、中国の約6割を占める外資系企業の輸出能力に顕著な変化がないことから、貿易黒字の大幅増は、2004年以降の輸出に虚偽のものが多く含まれていることを示唆する。虚偽貿易の発生源は大きく3種類に分けられる。①輸出入の雑項目、②機械および輸送設備、③軽工業・繊維製品、プラスチック製品、鉱物・冶金およびその製品、である。この3種類の製品の貿易黒字は2004年以降、爆発的な伸びを見せた。

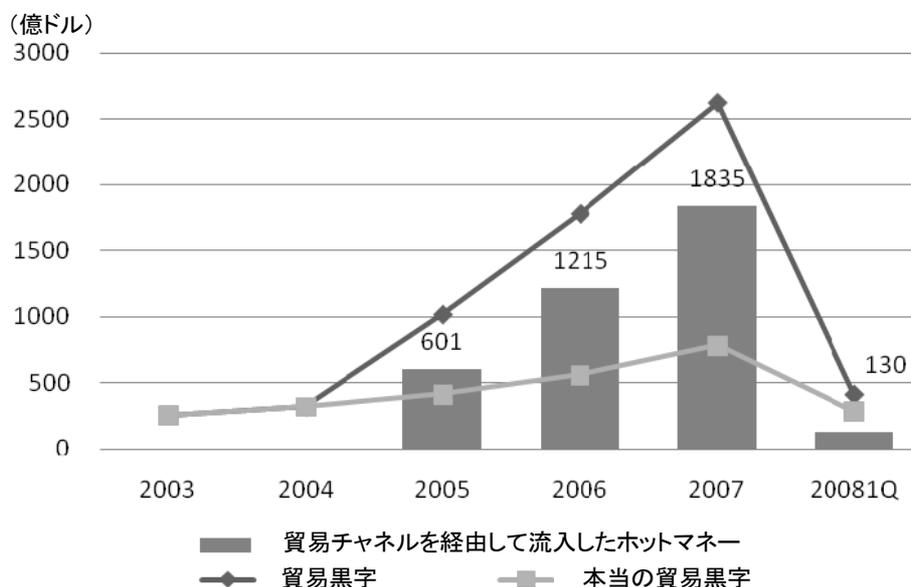
2005年以前の貿易黒字にホットマネーがないと仮定した上、2005～08年第1四半期の虚偽申告による貿易黒字の規模について簡単な方法で測定してみた。2004年の貿易黒字は約25%増加した。人民元高による交易条件の改善や、輸出産業の労働生産性の上昇、外需の増加などの要因を考慮して、2005～08年の各年の本当の貿易黒字の増加率を、前年の本当の貿易黒字に比べ各々30%、35%、40%、45%と仮定する。なお、次のような理由から、この貿易黒字の増加率の仮定は低すぎることはない。第一に、中国の貿易総額の半数以上が加工貿易で、2005～07年に世界経済成長率は安定し、外需が大きく増えなかった。第二に、中国の一般貿易は、労働集約型と低付加価値という特徴を持っており、産業構造と労働生産性は2005～07年に大きな改善が見られなかった。

図表10は、以上の方法に基づき計算された貿易チャネルを経由して流入したホットマネーの規模を示したものである。2005～08年第1四半期に貿易チャネルを経由して流入したホットマネーの規模は、各々601億ドル、1,215億ドル、1,835億ドル、130億ドルと推計される¹⁰。

2. 対中直接投資に隠れるホットマネー

馬駿(2008)のホットマネーのチャネル調査において、52%の企業が「直接投資」は最も操作しやすいと考え、国内資本にしても外資にしても最初に「直接投資」をホットマネーの移動手段として挙げた。さらに、この調査は直接投資(FDI)流入額にかなりの規模のホットマネーが存在していることを証明した。しかし、FDIに隠れるホットマネーの推計方法がないため、ここで

図表10 貿易チャネルを経由したホットマネーの流入規模



(出所) 筆者推計、貿易黒字のデータは商務部による

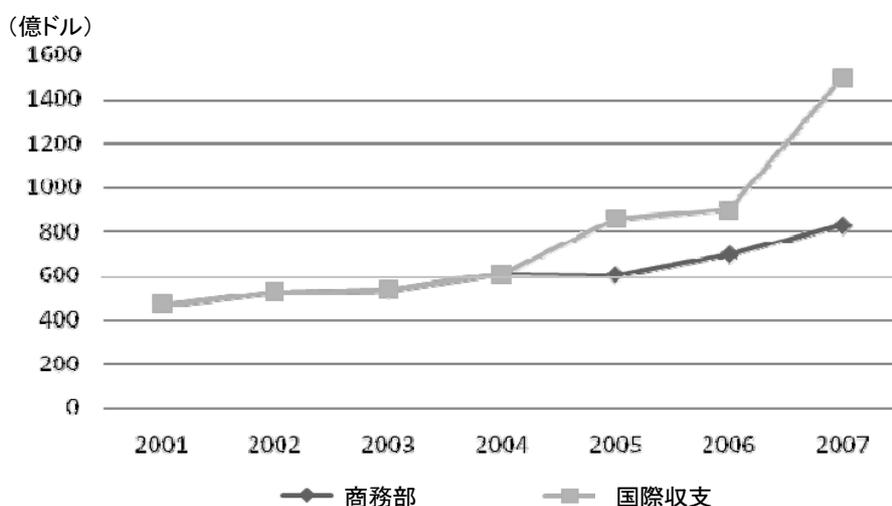
¹⁰ 李東平(2008)は、輸出セクターの産業構造に明らかな変化がなければ、2005年以降の本当の輸出額と本当の輸入額の比率は、2004年以前とほぼ同水準にあるはずだと考えると同時に、2004年以前、基本的に虚偽貿易はなかったと仮定した。この考え方に基づいた李の試算結果は、虚偽の貿易黒字は2005年に595～630億ドル、2006年に1,234～1,307億ドル、2007年に1,940～2,055億ドルで、名目貿易黒字に対する虚偽の貿易黒字の比率の中位値は2005～07年に各60%、72%、76%である。本稿の試算結果は李東平の結果より少し低めである。

は FDI に隠れるホットマネーの推計を行わないことにした。そのかわりに、FDI 流入額は本当だと仮定した上で、FDI の利益の未送金分と減価償却（長期的な投機資金）をホットマネーとみなす。FDI の未送金分の利益と減価償却を計算するとき、FDI のデータをどのように選択するかという問題がある。現在、中国国内では FDI に関するデータは、商務部発表のものと国家外為管理局発表のもの 2 種類がある。図表 11 に示されるように、この 2 つのデータは 2005 年以降、大きな差が出ている。

このため、本稿では、2006 年に商務部、国家外為管理局、財政部など 6 政府部門が実施した「外資系企業に対する合同年間検査」にある外資の対中直接投資のストックのデータを用いる。それによると、2004～06 年末の中国の FDI 残高は各 3,690 億ドル、4,715 億ドル、5,442 億ドルである。2003 年の FDI 残高は、3,690 億ドルから 2003 年の商務部統計の FDI 流入額を差し引いたもの、2007 年の FDI 残高は、2006 年の数字に 2007 年の商務部統計の FDI 流入額を足したもの、2008 年第 1 四半期の FDI 残高は 2007 年の残高に 2008 年第 1 四半期の商務部統計の FDI 流入額を足したものである。

ここでは、年間の FDI の税引き後利益と減価償却（ネットの現金流入）の合計が、前年の FDI 残高の 20% に相当すると仮定した上で、年間の FDI のネット現金流入から利益送金分を差し引くと、年間の FDI の利益の未送金分と減価償却の合計が得られる。推計結果は図表 12 に示す。2003 年から 2008 年第 1 四半期の利益の未送金分と減価償却の合計は、各 403 億ドル、511 億ドル、678 億ドル、716 億ドル、190 億ドルで、累計で 3,204 億ドルになる。¹¹

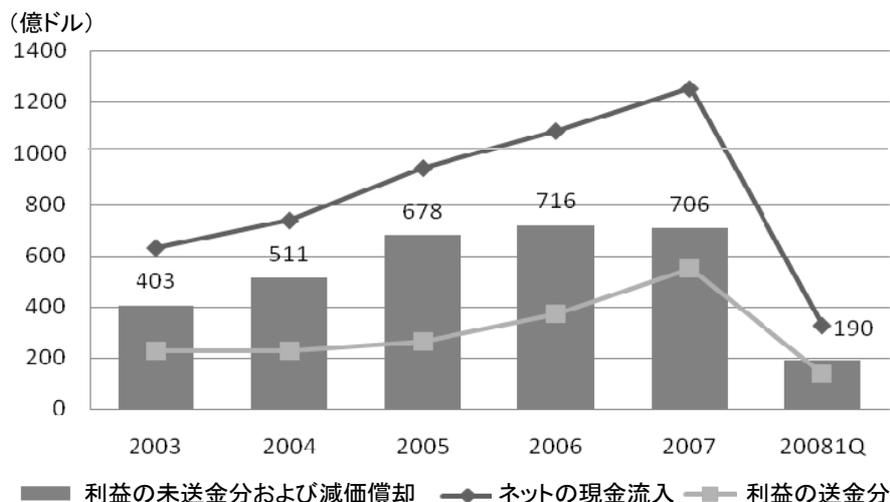
図表 11 商務部と国家外為管理局の FDI の違い



(出所) 商務部、国家外為管理局

¹¹ 唐旭・梁猛(2007)によると、外債を考慮しない場合、外資系企業の行動を通して累積された長期的な投機資金は、未送金分の利益と減価償却が含まれる。毎年の長期的な投機資金の計算方法は、「外資の利益+FDIの減価償却額-利益送金」である。これに基づき、2003～05年の長期的な投機資金は、各 476 億ドル、671 億ドル、722 億ドルになる。姚枝仲(2008)は、中国の外資系企業の留保利益（未送金分の利益）を中心に計算したが、外資系企業の払込資本純利益率（ROPIC）を 19%で計算すると、2004～06年に統計に含まれない外資系企業の留保利益は各 523 億ドル、639 億ドル、758 億ドルになる。本稿の計算結果は、唐旭・梁猛の計算結果よりやや低いが、姚枝仲の計算結果とほぼ一致する。

図表 12 FDIの利益の未送金分と減価償却



(注) 2004～06年のFDI残高は国家外為管理局の国際投資勘定表による。
 (出所) 筆者推計

IV. 中国に流入したホットマネーの規模

外貨準備高の増加額の調整値から、貿易黒字とFDIを差し引き、貿易黒字とFDIに隠れるホットマネーを加えると、ホットマネーの流入規模の最終的な推計値が得られる。

FOB（本船積み渡し）価格に基づいて計算される国際収支統計の財・サービスの貿易黒字が、CIF（運賃・保険料込み渡し）価格に基づいて計算される税関統計の貿易黒字より大きく、また国際収支統計のFDIが商務部統計のFDIより大きいいため、保守的な見地から、外貨準備高の増加額の調整値から、国際収支統計の財・サービスの貿易黒字とFDIを差し引くこととする。2008年第1四半期分の国際収支統計がないため、税関統計の貿易黒字と商務部統計のFDIを用いる¹²。

計算の手順は図表13に示す。計算の結果、2003～08年第1四半期のホットマネーの流入規模は、各956億ドル、1,398億ドル、1,915億ドル、1,389億ドル、5,410億ドル、964億ドルになる。21四半期にわたり、流入したホットマネーは累計で1兆2,032億ドルと、2008年3月末の外貨準備高の72%に相当する。

¹² 2003～07年の国際収支統計の財の貿易黒字は累計7,710億ドルと、税関統計の累計5,997億ドルより1,712億ドル多い。また、同期間に444億ドルのサービス貿易黒字がある。FDIでは、2003～07年の国際収支統計のFDI流入額は商務部統計より854億ドル多い。国際収支統計を採用した結果、本稿で推計されるホットマネーの流入規模は、一般的に使われる統計に基づいて計算されるホットマネーの流入規模より2,122億ドル少なくなっており、これは大きな数字である。

図表 13 中国に流入したホットマネーの規模

(単位: 億ドル)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Q1
外貨準備高の増加額の調整値	1352	1812	2256	1929	6316	1333
(-) 貿易黒字	255	319	1017	1776	2620	415
(-) 対中直接投資(FDI)	544	606	603	695	827	274
(+) 貿易黒字に隠れるホットマネー	0	0	601	1215	1835	130
(+) FDIの利益の未送金分	403	511	678	716	706	190
中国に流入したホットマネーの規模	956	1398	1915	1389	5410	964

(出所) 国家外為管理局、商務部より筆者推計

V、中国でのホットマネーの投資収益

ホットマネーが中国に流入するのは、金利、人民元高による収益、資産価格の上昇によるキャピタル・ゲインを得るため、ホットマネーの投資対象は、主に銀行預金、株式、不動産の3つである。

まず、この3種類の投資先に対する各年度のホットマネーの投資規模が三分の一ずつと仮定する。銀行預金からは金利収入、株式投資と不動産投資からはキャピタル・ゲインが得られる。また、すべてのホットマネーの投資は人民元高による収益が得られる。金利収入の計算に当たって、1年物の人民元預金基準金利を用いる。株式のキャピタル・ゲインの計算では上海総合指数の年間騰落率を用いる。不動産のキャピタル・ゲインの計算では、2003～06年は「Wind 資訊」の北京、天津、上海、重慶の4都市の不動産販売価格の平均上昇率を、2007年と2008年第1四半期は国家発展改革委員会発表の全国70大中型都市不動産価格の上昇率を使用する。

ホットマネーの投資収益の具体的な計算方法は、以下の通りである。①各年のホットマネーの累計規模について、前年度までのホットマネーの流入規模の累計に、当該年度のホットマネーの流入規模の50%を加える。②各年のホットマネーの累計額を、当該年度の年初と年末の基準為替レートの平均値で人民元に換算する。③人民元建てのホットマネーの規模に各種資産の収益率を乗じる。④各種資産の投資収益を合計する。

計算結果は図表 14 に示す。2003～08年第1四半期に、ホットマネーの中国での投資収益は、各263億元、1億元、1,827億元、1兆9,223億元、2兆3,414億元、マイナス6,056億元で、累計で3兆8,673億元、2008年3月末の為替レートでドル換算すると5,510億ドルになる。

図表 14 中国に流入したホットマネーの投資収益

	2003	2004	2005	2006	2007	20081Q
中国に流入したホットマネーの規模(億ドル)	956	1398	1915	1389	5410	964
ホットマネーの規模(ストック)(億ドル)	478	1655	3312	4964	8363	11550
人民元/米ドルレート	8.2770	8.2766	8.1734	7.9395	7.5567	7.1618
ホットマネーの規模(ストック)(億元)	3956	13698	27066	39407	63196	82719
人民元預金金利	1.98%	2.03%	2.25%	2.34%	3.15%	4.14%
銀行預金収益(1)(億元)	26	93	203	307	664	285
A株市場の騰落率	10%	-15%	-8%	130%	97%	-34%
A株市場からの収益(2)(億元)	132	-685	-722	17077	20433	-9375
不動産市場の騰落率	8%	13%	26%	14%	11%	11%
不動産市場からの収益(3)(億元)	106	594	2346	1839	2317	3033
収益合計=(1)+(2)+(3)(億元)	263	1	1827	19223	23414	-6056

(出所) 筆者推計

VI. 結び

外貨準備高の増加額の調整値から、貿易黒字と FDI を差し引き、貿易黒字と FDI に隠れる可能性のあるホットマネーを足す方法で、2003 年から 2008 年第 1 四半期のホットマネーの流入規模を推計した。また、金利差、人民元高による為替差益、資産価格の変動によるキャピタル・ゲイン（またはキャピタル・ロス）に基づいて、同期間のホットマネーの投資収益を推計した。2003～08 年第 1 四半期に、中国に流入したホットマネーの規模は累計 1 兆 2,032 億ドル、ホットマネーの中国での収益は累計 5,510 億ドル（2008 年 3 月 31 日の為替レートで換算）で、二者合わせて 1 兆 7,542 億ドルと、2008 年 3 月末の中国の外貨準備高の 104% に相当する。これは、現在、中国に流入したホットマネーは驚くべき規模に達しており、危機が勃発した場合、足元の巨額な外貨準備が我々の考えるように十分でなくなる可能性を示唆する。このため、あらゆる手段を採り、ホットマネーの一層の流入をコントロールすると同時に、ホットマネーが大量に撤退することを防がなければならない。

ホットマネーに関する推計の多くは、現実から離れる可能性のある仮定に基づいたもので、本稿もその例外ではない。本稿の推計は、以下の点で不十分な面がある。第一に、ホットマネーの得られる利益を計算するとき、年度のデータに基づいて計算したため、これは、明らかに計算結果の説明力を弱める。第二に、本稿の計算方法では、貿易黒字と FDI を除いて、その他の外国資金の流入がすべてホットマネーであることを暗黙に仮定した。このため、ホットマネーの規模を過大評価することになる。というのも、貿易黒字と FDI のほか、従業員報酬と正常の外債はホットマネーに属さないからである。第三に、本稿では A 株指数の騰落でホットマネーの投資収益を推計したが、A 株市場における QFII（適格海外機関投資家）のパフォーマンスからみて、この推計はホットマネーの投資収益を過小評価する可能性が高いと考える。また、不動産市場での投資収益を過小評価する可能性もある。第四に、貿易黒字に隠れるホットマネーの推計は非常に困難であり、貿易黒字の増加率の仮定は議論を引き起こし得る。このため、貿易黒字に隠れる可能性のあるホットマネーの推計は、次の研究テーマになるかもしれない。

【参考文献】

- Wright, Logan (2008) 「第1四半期の投機資本流入は1,000~1,200億ドル」(中国語原タイトル: 一季投機資本流入1000億到1200億美元) 『第一財經日報』4月21日
- 杜艷 (2008) 「数千億ドルのホットマネーはいつでも撤退する、各政府部門は連携して調査研究を」(中国語原タイトル: 数千億美元熱錢隨時撤離 各部委聯手調研) 南方網 (money.163.com/08/0612/05/4E7CFF1M00252G50.html)
- 李東平 (2008) 「近年の中国貿易黒字の虚偽の度合いと通貨政策に与える影響の分析」(中国語原タイトル: 近年中国貿易順差虚假程度及其对貨幣政策的影響簡析) 『國際經濟評論』5-6月、第3期。
- 馬駿 (2008年) 「ホットマネーの流入チャネルの調査(摘要)」(中国語原タイトル: 熱錢流入途徑調查(摘要))、mayurong.blog.hexun.com/19707183_d.html
- 唐旭、梁猛 (2007) 「中国の貿易黒字にホットマネーはあるのか」(中国語原タイトル: 中国貿易順差中是否有熱錢) 『金融研究』第9期
- 姚枝仲 (2008) 「中国は外資企業の留保利益に対するモニタリングの強化を急がなければならない」(中国語原タイトル: 中国急需加強对外資企業留存利潤的監測), *Policy Brief*, No.08003
- 張明 (2008) 「中国に流入したホットマネーの規模とチャネル」(中国語原タイトル: 当前熱錢流入中国的規模与渠道)、*Working Paper*, No.0811、中国社会科学院國際金融研究中心、6月3日

著者紹介

張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界經濟政治研究所 國際金融研究室 研究員
 1999年北京師範大学經濟学院經濟学部卒、2002年同大学修士課程修了。2007年中国社会科学院大学院經濟学博士号取得。畢馬威華振會計師事務所(KPMG)、北京師範大学金融研究所などを経て、2007年7月より現職。主要論文・著書に「1990年代以降の貯蓄率に関する研究の最新動向」、『資産の証券化ハンドブック』(共著)などがある。

徐 以升 (Xu Yisheng)

第一財經日報 財經部 主任
 2005年中央財經大学卒、第一財經日報財經部記者などを経て現職。

- ・中国社会科学院世界經濟政治研究所は、中国における世界經濟と國際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的學術誌である『國際經濟評論』を発行している。

