

2014年3月24日 全5頁

# 理財商品等と増加する中国企業の外貨資金調達

## 外国子会社等の外貨建て債券の発行増加がもたらす可能性

金融調査部 兼 経済調査部  
研究員 神尾 篤史

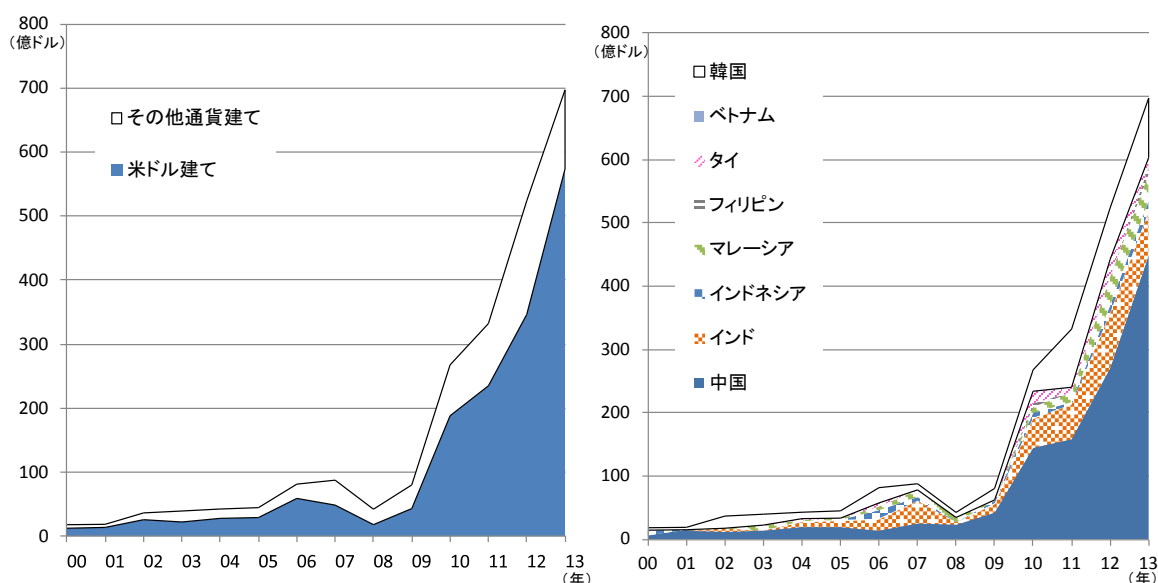
### [要約]

- アジア新興国企業が外国子会社等を通じて外貨建て債券の発行を大幅に増加させている。2013年は2009年に比べ、8.7倍に増加した。特に、親会社を中国とする企業が、香港等のオフショアで米ドル建てで発行するケースが多い。
- 最も懸念されることは、調達した資金が中国の理財商品等の高金利商品に投資されている可能性である。その場合、理財商品等のデフォルトは最終的には、中国企業の外貨建て債券を購入した国際的な投資家に影響が波及することになり、影響は広範に及ぶことになる。今後の中国政府と金融資本市場の動向を注視していく必要がある。

## アジア新興国企業の外貨建て債務の拡大

アジア新興国<sup>1</sup>企業が外国子会社等を通じて外貨建て債券の発行を大幅に増加させている（図表1）<sup>2</sup>。この傾向は2010年以降、顕著である。特に2013年は697億ドルとなっており、2009年（80億ドル）と比べると8.7倍に増加した。通貨別では、米ドル建てでの発行が大きく（図表1左図）、国別の内訳では中国が最も大きい（同右図）。なお、2000年以降のアジア新興国企業の発行額について償還額を勘案せずに単純に合計すると2,314億ドルとなる<sup>3</sup>。

図表1 アジア新興国企業の外貨建て債券の発行額（左図） 国別の内訳（右図）



（注1）集計対象は、最終親会社が当該国、且つ発行会社は当該国以外の国（外国子会社等）。

（注2）対象商品は、社債、ABS、MBS。

（出所）Thomson Reuters より大和総研作成

発行額の多い中国について深掘りするために、発行企業の発行通貨別、所在地別、業種別に分けたものが図表2である。発行通貨別（左上図）では米ドル建てが大きな割合を占め、所在地別（右上図）ではオフショア、先進国、新興国で分けると、オフショア（香港など）での発行が9割程度を占める。業種別（左下図）では2013年を除き、銀行による発行が最も多い。2013

<sup>1</sup> 本稿でのアジア新興国の対象は、中国、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

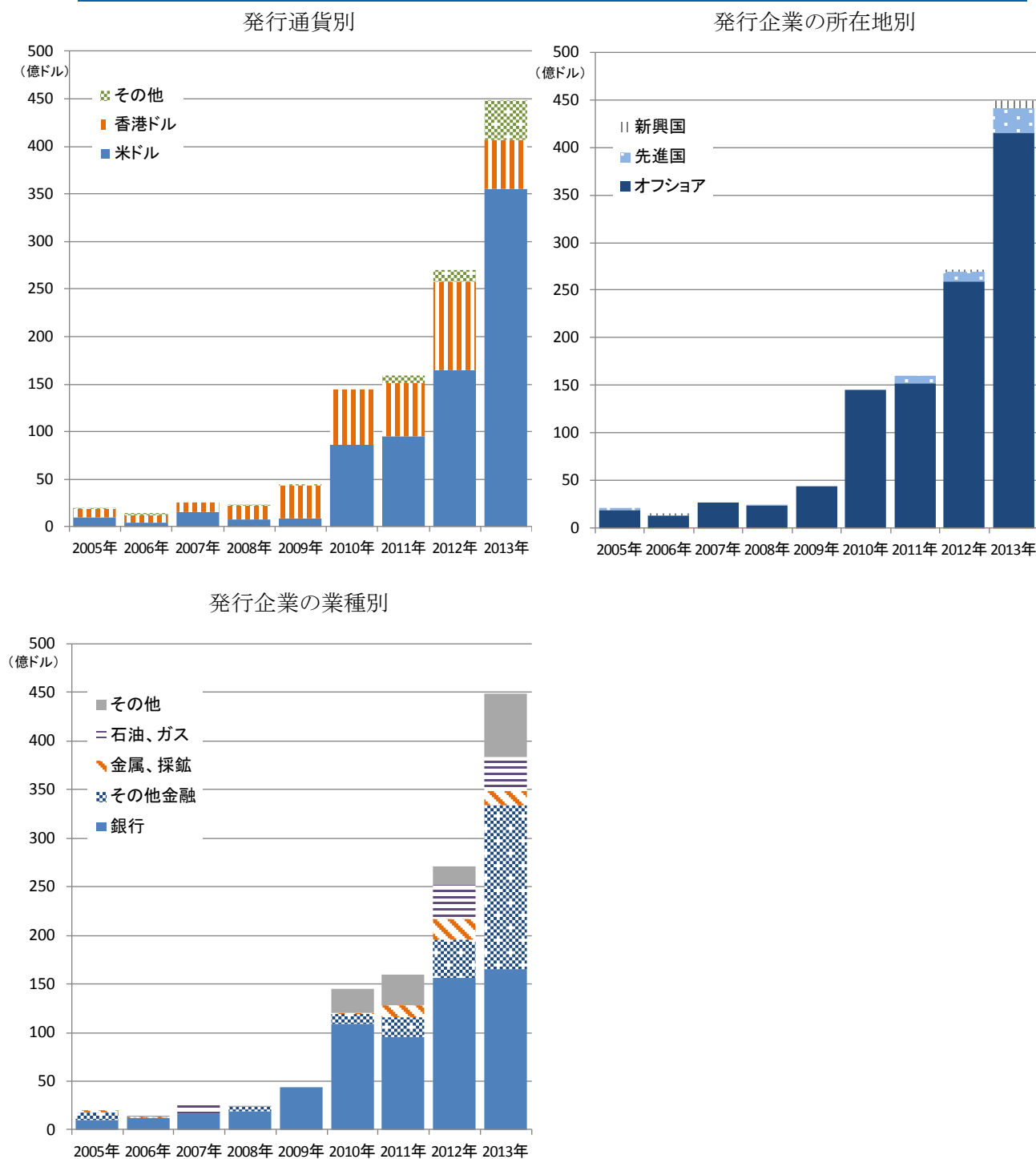
<sup>2</sup> このような企業の外国子会社等を通じた債務の認識は国際収支統計で捕捉することが難しいため、注意を要する。国際収支統計の計上基準は、一定期間以上（1年以上）続けて生活や生産の本拠地としているかどうかという「居住性」となっているためである。例えば、中国の企業がケイマン諸島に子会社を設立した場合、設立後1年が経過すれば、当該子会社はケイマン諸島の会社として認識される。当該子会社が債券を発行した場合、この債務は中国ではなく、ケイマン諸島の債務として認識され、中国の国際収支統計には反映されない。

<sup>3</sup> BIS（国際決済銀行）の国際債券統計でも、同様な傾向がみられる。この統計では、2013年のアジア新興国企業の外貨建て債券発行残高は2,844億ドルとなっている。

国際債券統計のデータカバレッジは、発行企業が居住者で通貨が自国通貨建てであっても海外投資家向けの債券、および非居住者が発行した債券になる。すなわち発行企業が居住者、通貨が自国通貨建て、投資家が国内投資家向け以外の債券である。そして、データは2種類公表されており、当該国で親会社が経営をしている企業の債券発行残高と、当該国で経営をする企業の債券発行残高である。大ざっぱにみると両者の差異が海外子会社等の債券発行額となる。

年もその他金融が大きな割合を占めていることから、金融機関による発行が多いことになる。

図表2 中国企業の外国子会社等の外貨建て債券の発行額



(注1) 集計対象は、最終親会社が当該国、且つ発行会社は当該国以外の国（外国子会社等）。

(注2) 対象商品は、社債、ABS、MBS。

(注3) オフショアは香港、ケイマン諸島、マカオ、シンガポール、イギリス領ヴァージン諸島、ルクセンブルク、新興国は韓国、タイ、カタール、UAE、そしてそれ以外の国を先進国とした。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

このように米ドル建て債券の発行が増加してきた背景には、企業としては現地通貨建てよりもドル建ての方が低コストで資金調達できることがあると思われる。個別案件でみると、中国に本籍を置く銀行が香港で資金調達した事例（同時期、同期間の債券）では、米ドル建ての方が人民元建てよりも70ベース程度低いケースがあった。一方、投資家としても中国本土への投資が制限されていること、人民元建てよりも流動性の高い米ドル建ての方が容易に売買できるということがあると思われる。また、利回りの低い先進国債券よりも利回りの高い新興国債券を投資家が選択したということもあるだろう。

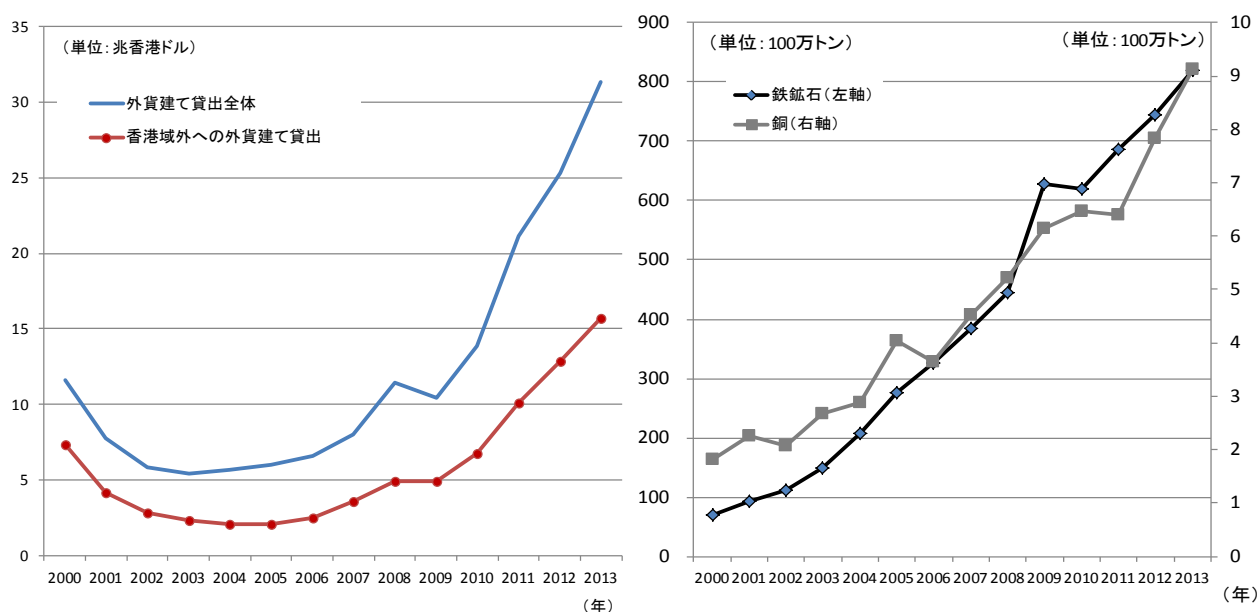
## 理財商品等のデフォルトが世界に波及する経路

最も懸念されることは企業が調達した資金をどのように使ったか、ということである。このことについて明確に指摘することはできないが、いくつかのケースを想定することができる。一つ目は、調達した米ドルを香港等でそのまま使用するケース。二つ目は、香港から他国へと融資され、米ドルで使用されるケース、もしくは現地通貨で使用されるケース。そして、三つ目が、理財商品・信託商品や社債の高金利商品に投資されるケースである。直近、最も危惧されるのがこの三つ目のケースである。

巷間では、理財商品等を巡る信用不安は米国のサブプライム問題と異なり、販売された商品が国際的に拡散していないため、2008年のリーマン・ショックのような危機が生じる可能性は低いと指摘されることがあった。しかし、理財商品・信託商品や社債が国際的な投資家へと販売されていない場合でも、以下で説明するように実際には国際的な投資家が間接的に理財商品等のエクスポージャーを持つ可能性がある。

例えば、中国籍の香港にある銀行が米ドル建て債券を国際的な投資家向けに発行し、米ドル建てで資金を調達。香港の銀行は中国本土企業に米ドル建てで融資を行い、中国本土企業はその米ドルを用いて銅や鉄鉱石を輸入（銅や鉄鉱石の輸入に信用状取引を用いるケースなど）。そして、輸入した銅や鉄鉱石を中国本土需要家に売却し、人民元を取得し、その人民元で理財商品・信託商品や社債に投資するというものである。このケースでは、国際的な投資家が間接的に理財商品等のエクスポージャーを持つことになる。この取引が行われる背景は、低い金利で米ドルを調達し、それを相対的に高い金利の理財商品・信託商品や社債で運用することでその利鞘を得ようということがある。

実際に香港の銀行の香港域外への融資は増加し、中国の銅や鉄鉱石の輸入量（重量ベース）は増加している（図表3）。もちろん、これらのすべてが上述のスキームに利用されたとは考えづらいが、一部は投機的な利用があったと思われる。また、記憶に新しいのは、3月7日に中国企業の社債で初のデフォルトが起きたことで、翌週の銅と鉄鉱石の価格が大きく下落した。デフォルトが生じたことで上述したスキームが成立しなくなるとの思惑から銅や鉄鉱石の価格が下落したものとみられる。

**図表3 香港の銀行の香港域外への融資残高（左図） 中国の銅と鉄鉱石の輸入量（右図）**


(出所) Hong Kong Monetary Authority、中国税関総署より大和総研作成

以上のように、理財商品等は国際的な投資家へと販売されていないものの、間接的にエクスポージャーを保有する可能性がある。中国政府は社債のデフォルトをある程度容認した格好となっており、今後、他の社債や理財商品・信託商品がデフォルトした場合、中国本土企業は米ドル建ての融資の返済が滞り、香港の銀行は不良債権を抱えることになる。香港の銀行が発行した外貨建て社債も償還が確実に行われるかは不透明な状況になり、信用収縮が生じる懸念がある。

中国政府はデフォルトに対して、金融システムへの監督を強化し、システミックリスクを発生させないようにしている。しかし、投資の資金源が海外にある場合、そのすべてを把握することは難しいと思われる。難しい対応を迫られるのは明らかである。今後の中国政府と金融資本市場の動向を注視していく必要があるだろう。