



# 中国の外貨準備運用の現状と展望<sup>1</sup>

張 明<sup>\*</sup>

## 要 約

1. 2007 年末現在、中国の外貨準備のうち、ドル建て資産が約 65%、ユーロ資産が約 25%で、残る約 10%がポンド、日本円などその他の通貨となっており、また資産別構成では、長期国債の割合が最も大きく約 50%を占め、長期機関債は約 40%、株式、長期社債と短期債はごく僅かで合わせて約 10%となっていると推計される。
2. 中国の外貨準備運用の現状について次のように評価できる。まず、運用方針は依然として安全性と流動性を最優先している。次に、ドル建て資産の割合が高すぎる。第三に、近年、ドルがほかの主要通貨に対し大幅に下落しているため、中国の外貨準備の国際的な購買力は大きく損なわれた。第四に、サブプライム危機の深刻化は、中国の外貨準備が為替リスクだけでなく、米国国債と政府機関債の信用格付けの引き下げ、ひいては市場価値の下落のリスクにさらされる。最後に、外貨準備高の増加に伴い、外貨準備を保有する機会費用が増え、中国政府が直面する外貨準備の運用収益面のプレッシャーが大きくなっている。
3. 通貨構成の多様化と運用資産の多様化を通じて投資リスクを分散すること、また、ハイリスク・ハイリターン資産に投資し、外貨準備の投資収益率を高めることは、中国外為管理当局が直面している厳しい課題である。通貨構成の多様化の面では、ドルの為替レートに大きなインパクトを与えずに、ドル建て資産の割合を徐々に引き下げ、ユーロやほかの通貨の割合を引き上げることは、中国外為管理当局の中長期目標となる。また、運用資産の多様化の面では、中国外為当局は運用資産ポートフォリオにおける株式や社債の割合を徐々に増やし、国債、政府機関債の割合を引き下げるべきである。中国投資有限責任公司（CIC）の設立は、中国政府が外貨準備を積極的に運用する上での大きな一歩である。

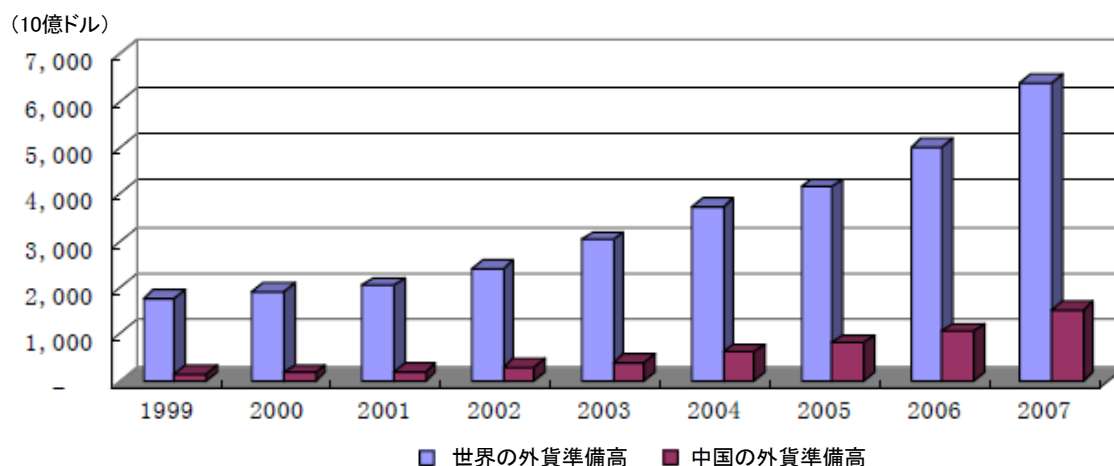
## I、急増する世界と中国の外貨準備

21 世紀に入って、世界の国際収支の不均衡の悪化に伴い、世界の外貨準備の規模は増加の一途をたどっている（図 1）。1999 年末に全世界の外貨準備高は約 1.78 兆ドルであったが、2007

<sup>1</sup> 本稿は中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究センター Policy Brief No. 08057（2008 年 8 月 19 日）「中国の外貨準備運用の現状と展望」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。

<sup>\*</sup> 張 明 中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 研究員

図表 1 世界および中国の外貨準備高の推移



(出所) 世界の外貨準備高は国際通貨基金(IMF)の政府外貨準備の通貨構成(COFER)データベース、中国の外貨準備高は中国国家外為管理局ウェブサイトより筆者作成

年末には 2.6 倍増の 6.4 兆ドルに跳ね上がった。外貨準備高の増加は、発展途上国（特に東アジア諸国と原油輸出国）に集中している。1999 年末の途上国の外貨準備高は 1.05 兆ドルで、世界シェアは 59%に過ぎなかったが、2007 年末に 3.7 倍増の 4.9 兆ドルとなり、同 77%に大きく上昇した。これに対し、同時期の先進工業国の外貨準備高は僅か 1.1 倍の増加にとどまった。<sup>2</sup>

発展途上国のなかでも、特に中国の外貨準備の増加ぶりは目覚ましい(図表 1)。1999 年末の中国の外貨準備高は 1,600 億ドルで、世界シェアは 9%であったが、2007 年末には 8.6 倍増の 1.53 兆ドルと、世界シェアが 24%に急拡大した<sup>3</sup>。中国はすでに日本を超え、世界最大の外貨準備保有国となった。中国の外貨準備高急増の主因は、経常収支と資本収支の持続的な黒字にある。1994 年以降、中国経済は 14 年連続で国際収支上の双子の黒字を計上している。特に 2005 年 7 月の為替制度改革以降、中国政府は、小幅かつ緩やかに制御可能な人民元高の政策を選択した結果、鞘取りを狙った海外短期資本が大量に中国に流入し、中国の外貨準備の蓄積を加速させた。2007 年の 1 年間だけで、中国の外貨準備高は 4,619 億ドル積み上げ、2006 年末に比べ 43%の増加となった<sup>4</sup>。中央銀行が中国投資有限責任公司(CIC)に注入した外貨資産、中央銀行による大型商業銀行に対するドルでの人民元預金準備金の預け入れの要請などの要因も考慮すれば、2007 年の中国の外貨準備高の増加額は 6,300 億ドル以上に達する<sup>5</sup>。

## II、中国の外貨準備の通貨別構成

中国国家外為管理局は中国の外貨準備の通貨別構成を公表していないため、ほかの国が公表す

<sup>2</sup> これらのデータは IMF の COFER データベースに基づく。

<sup>3</sup> 中国の外貨準備に関するデータは、中国国家外為管理局ウェブサイトに基づく。

<sup>4</sup> 脚注 3 に同じ。

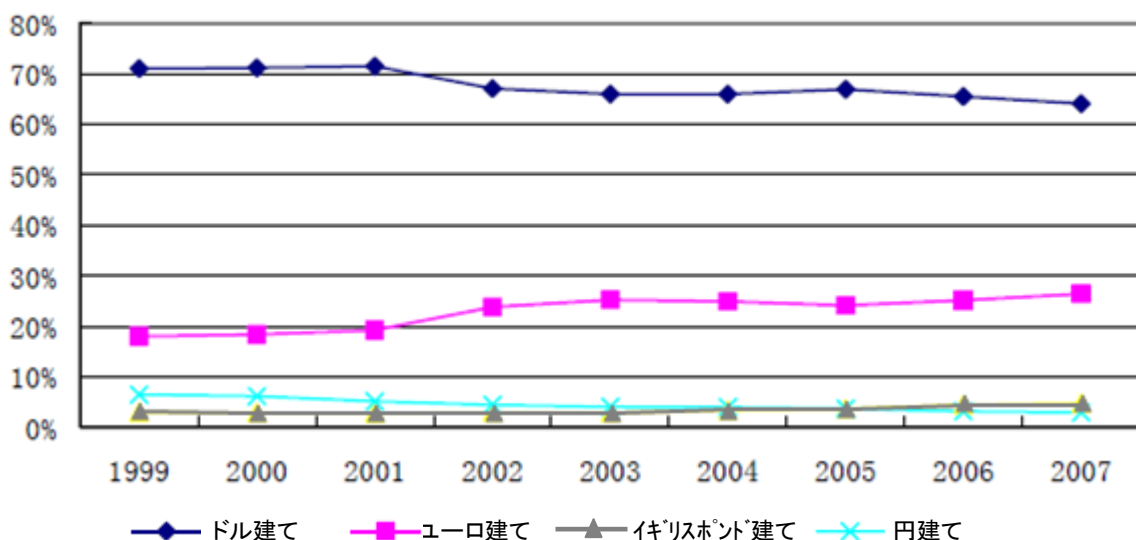
<sup>5</sup> 張明、徐以升(2008)、「中国のホットマネーの規模の全面的な推計」(中国語タイトル: 全口径測算中国当前的熱錢規模)、Working Paper No.0814、中国社会科学院国際金融研究センター。

る関連統計から中国の外貨準備の通貨別構成を推計する。国際通貨基金（IMF）の「政府保有外貨準備の通貨構成」（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER）データベースに 138 カ国・地域（IMF加盟の工業国 27 カ国と途上国 106 カ国など）を合計した外貨準備高の通貨別構成の統計がある。COFERデータベースには、世界最大の外貨準備保有国である中国のデータが含まれていないのが残念だが、データベースに含まれている外貨準備の規模は世界外貨準備の 64%（2007 年）<sup>6</sup>を占めており、また中国中央銀行の外貨準備の運用は、ほかの途上国中央銀行と大きな相違がないことから、COFERで開示される通貨構成から中国の外貨準備の潜在的な通貨構成を推計することができる。

IMFのCOFERデータベースから、21 世紀以降、世界の外貨準備の通貨別構成にいくつかの変化が見られる。第一に、外貨準備に占めるドル建て資産の割合が徐々に低下しており、1999 年において 71%であったものが 2007 年には 64%となった。第二に、外貨準備に占めるユーロ建て資産の割合が 1999 年の 18%から 2007 年の 26%に上昇している。第三に、イギリスポンドが日本円に取って代わり、世界の外貨準備の中で第三位の通貨になった。2007 年の外貨準備に占めるポンド建て資産の割合が 5%であるのに対し、日本円建て資産の割合は 3%である（図表 2）<sup>7</sup>。このような構造変化は、この期間において、ユーロとポンドが相対的に強かったのに対し、ドルと日本円が相対的に弱かったため、各国中央銀行が自ら外貨準備の通貨構成を調整したことや、為替レートの変動による評価損益の発生を反映している。

先進国に比べ、発展途上国はより積極的に外貨準備の通貨構成を調整している。1999 年末から 2007 年末の間、発展途上国の外貨準備に占めるドル建て資産の割合は 69%から 61%に低下し、ユーロ資産の割合は 19%から 28%に上昇した。さらに、ロシアやイランなどの国は、原油取引の建値通貨をドルからユーロに変更し、これにより世界の外貨準備および取引通貨におけるユーロ

図表 2 世界の外貨準備高の通貨別構成の推移



（出所）IMF COFER より筆者作成

<sup>6</sup> 脚注 2 に同じ。

<sup>7</sup> 脚注 2 に同じ。

口の地位が向上している。このような動きに対し、同期間の先進工業国の外貨準備のドル建て資産の割合が73%から69%に低下し、ユーロ建て資産の割合が23%から33%に上昇した<sup>8</sup>。

近年のドルの実効為替レートの下落に伴い、中国外為管理局は主として外貨準備の増分のドル資産の割合を減らしており、外貨準備残高でのドル資産の減少は限られていると見られる。このことは、中国中央銀行の通貨多様化の動きはほかの途上国の中央銀行と似ていることを意味し、COFERにある途上国のデータを用いて、中国外貨準備の通貨構成比を推計することができる。推計の結果、2007年末現在、中国の外貨準備のうち、ドル建て資産が約65%、ユーロ資産が約25%で、残る約10%がポンド、日本円などその他の通貨となっている。

### Ⅲ、中国外貨準備の運用資産構成

中国外為管理局は外貨準備の運用資産構成を公表していないため、投資先の公表統計から中国外貨準備の資産構成を推計する。中国外貨準備の最大の投資先である米国の財務省発表の「対米証券投資」(Treasury International Capital System, TIC)では、月次で海外からの米国の証券に投資された金額が発表されている。2007年6月30日現在の海外投資家による対米証券投資の保有構造は図表3の通りである。

米国財務省の発表数字は、投資主体が海外の政府機関かそれとも民間かを区分していないが、資本取引が完全に自由化されていない中国では、米国証券の保有者は、外為管理局や、商業銀行、保険会社など機関投資家を中心である。中国政府機関と民間投資家の外貨資産ポートフォリオが似ていることと、外為管理局による対米国以外の投資ポートフォリオが対米の投資ポートフォリオに似ていると仮定すれば、前述の資料から中国の外貨準備の資産構成を推計することができる。

図表3の数字から推計すると、2007年末現在、中国の外貨準備のうち、長期国債の割合が最も大きく約50%を占め、長期機関債は約40%、株式、長期社債と短期債券はごく僅かで合わせて約10%となっている。

図表3 海外投資家の米国証券保有構造 (2007年6月30日現在)

国名	合計	株式	長期国債	(10億ドル)				短期債
				長期機関債		長期社債		
				ABS	その他	ABS	その他	
日本	1197	220	553	103	126	30	89	76
中国	922	29	467	206	170	11	17	23
英国	921	421	43	18	10	142	263	24
ケイマン諸島	740	279	23	46	6	190	157	38
ルクセンブルク	703	235	45	23	16	81	259	44
カナダ	475	347	18	1	3	22	62	22
中東原油輸出国	308	139	79	12	18	7	10	44
世界計	9772	3130	1965	570	735	902	1835	635

(出所)米国財務省, "Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities", April 2008

<sup>8</sup> 脚注2に同じ。

## IV、中国の外貨準備運用の現状に対する評価

以上のように中国の外貨準備の通貨構成と運用資産構成を大まかに推計した上で、中国の外貨準備運用の現状について次のように評価したい。

まず、現在の中国外貨準備の運用方針は依然として安全性と流動性を最優先している。このことは、外貨準備の運用資産のうち、国債と政府機関債が90%を占めることに反映されている。

次に、中国の外貨準備に占めるドル建て資産の割合が高すぎる。中国の輸出全体に占める対米輸出の割合（2007年は19.1%）、あるいは中国の輸入全体に占める対米輸入の割合（2007年は7.3%）から見ても、外貨準備に占めるドル建て資産の割合が65%というのは高すぎる。これは、ドルが世界貿易の決済通貨として依然主導的な地位にあることと、中国政府が外貨準備の通貨多様化を図るのに苦境に立たされていることを反映している。中国のような大国が外為市場でドル資産を大量に売却すれば、ドルの為替レートの下落を招き、ひいては外貨準備の中のドル建て資産の価値が低下してしまうからである。

第三に、近年、ドルがほかの主要通貨に対し大幅に下落しているため、中国の外貨準備の国際的な購買力は大きく損なわれた。中国の外貨準備の65%がドル建てであるため、ほかの通貨に対するドルの下落は、必然的に貿易額で加重平均される通貨バスケットで計算される中国の外貨準備の国際的購買力の著しい低下をもたらす。たとえば、現在、中国の外貨準備高は1.8兆ドル以上に達しているが、そのうちのドル建て資産が65%と仮定すると、ドルが人民元に対し10%下落するとき、人民元建ての外貨準備は1,170億ドル目減りし、GDP成長率3.9ポイントが帳消しされることになる。

第四に、サブプライム危機の深刻化は、中国の外貨準備が為替リスクだけでなく、米国国債と政府機関債の信用格付けの引き下げ、ひいては市場価値の下落のリスクにさらされることを意味する。2008年7月、米政府系住宅金融機関の連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が経営難に陥り、債務超過のリスクを回避するため750億ドルの資本金を調達しなければならなくなった。米政府が二社を救済しなければ、二社の発行する政府機関債の信用格付けが引き下げられる可能性がある。どの場合にしても、米国債と政府機関債を大量に保有している中国中央銀行にとって良いニュースではない。

最後に、外貨準備高の増加に伴い、外貨準備保有の機会費用が増え、中国政府が直面する外貨準備の運用収益面のプレッシャーが大きくなっている。中国の外貨準備の90%が米国債と政府機関債で運用されており、その収益率は5%以下だが、世界銀行が行った中国120都市の1.24万社の外資系企業に対する調査によると、中国の外資系企業の平均収益率は22%を超えている<sup>9</sup>。外貨準備保有の機会費用が高まる中、外貨準備をより積極的に運用し、外貨準備の運用収益率を上げることは喫緊の課題である。

## V、中国の外貨準備運用の展望

通貨構成の多様化と運用資産の多様化を通じて投資リスクを分散すること、また、ハイリスク・ハイリターンの資産に投資し、外貨準備の投資収益率を高めることは、中国外為管理当局が

<sup>9</sup> [http://cn.chinagate.com.cn/worldbank/2007-08/29/content\\_8764474.htm](http://cn.chinagate.com.cn/worldbank/2007-08/29/content_8764474.htm).

直面している厳しい課題である。

通貨構成の多様化の面では、ドルの為替レートに大きなインパクトを与えずに、ドル建て資産の割合を徐々に引き下げ、ユーロやほかの通貨の割合を引き上げることは、中国外為管理当局の中長期目標となる。これは、ドル建て資産の圧縮は漸進的でなければならず、増分での圧縮という方法に大きく依存する形で行われることを意味する。もしドル高のときにドル建て資産を減らせば、外為市場に与える衝撃も比較的小さいものになるが、短期的に損失を被るかもしれない。

運用資産の多様化の面では、中国外為当局は運用資産ポートフォリオにおける株式や社債の割合を徐々に増やし、国債、政府機関債の割合を引き下げるべきである。これは外貨準備全体の収益率を高めるのに役立つほか、リスク分散にも有効である。

中国は発展途上国で、金融システムの市場化改革がまだ完成していないことを考えると、一定の度合いの金融抑圧と金融システムの脆弱性の存在は否定できない。このため、外貨準備の流動性と安全性を確保することは非常に重要であり、外為管理当局は外貨資産を二種類に分けて運用すべきである。一つは、引き続きローリスク・ローリターン金融商品に投資することで、もう一つはより積極的な投資多様化戦略を実施することである。

中国投資有限責任公司（CIC）の設立は、中国政府が外貨準備を積極的に運用する上での大きな一歩である。CICの最重要目標は、外為管理局よりも積極的な投資戦略を通じて、外貨準備の運用収益率を上げることである。2007年9月の設立以来、CICは多くの金融機関の株式を取得した（図表4）。現在、CICのポートフォリオは米国の金融株に偏っており、サブプライム危機の勃発と悪化の影響を受け、CICの株式投資の市場価値は楽観視できない。ブラックストーンへの株式投資の含み損は40%に達している。

CICとの競争にさらされた外為管理局は、2007年末以降、先進国の資源会社と金融機関への投資を大きく増やしている。2007年12月、外為管理局は香港の子会社「華安投資」を通じて、オーストラリアの商業銀行3行に対し、総額1.76億ドルで1%未満の株式を取得した。2008年4月、外為管理局はフランス石油メジャーであるトタル社（欧州第三位の石油メジャー）の1.6%の株式を28億ドルで取得し、同月、10億ポンドでイギリス石油メジャーBPの約1%の株式を取得した。報道によると、外為管理局は米プライベート・エクイティのTPGキャピタル社の新設ファンドに投資することで合意したという<sup>10</sup>。

人民元高が進行している中、外為管理局、CIC、社会保障基金、国家開発銀行などソブリン投資機関が対外株式投資を増やすことは中国の国益に合致し、中国外貨準備の運用収益率向上に役

図表4 中国投資有限責任公司（CIC）のポートフォリオ

会社名	時期	金額 (億ドル)	投資形態
ブラックストーン	2007年5月	30億ドル	プレIPO、株式9.4%
中鉄集団	2007年11月	1億ドル	プレIPO、株式
モルガンスタンレー	2007年12月	50億ドル	転換社債、株式9.9%、年間利回り9%(転換前)
ビザ(VISA)	2008年3月	1億ドル	プレIPO、株式
JC フラワーズ(JC Flowers)	2008年4月	32億ドル	米プライベート・エクイティ・ファンド、所有権80%

(出所) 各種発表資料より筆者作成

<sup>10</sup> 公表資料より筆者作成。

立つ。この傾向は今後しばらくの間、さらに強まると考える。むしろ、中国政府も、对外投资に関する総合的な戦略を作らなければならない。前述したソブリン機関の对外投资は案件を巡って無駄な競争をせずに、互いに補完すべきである。

最後に指摘しておかなければならない点がある。サブプライム危機を受け、国際金融市場が激変している環境のなか、外貨準備の運用が満足いく収益率を上げることは非常に難しい。中国外為当局の運用実績に対し、客観的かつ公正な基準で評価すべきであり、収益率が下落するたびに当局を責めるべきではない。実際、源泉から外貨準備の増加を抑制しなければ、外貨準備全体の運用収益率を引き上げることはますます難しくなる。このため、中国政府は、できるだけ早く輸出主導と外資主導の貿易・外資政策を見直し、人民元相場決定メカニズムの市場化をいち早く実現させなければならない。これにより、国際収支の不均衡を是正し、外貨準備増加の速度を緩め、そして持続可能で均衡の取れた経済成長を実現できるのである。

## 著者紹介

張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融研究室 研究員

1999年北京師範大学经济学院経済学部卒、2002年同大学修士課程修了。2007年中国社会科学院大学院経済学博士号取得。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。

- ・中国社会科学院世界経済政治研究所は、中国における世界経済と国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、この分野の権威的学術誌である『国際経済評論』を発行している。



Chinese Capital Markets Research