



米国債とパンダ債¹

余 永定*

要約

1. 中国の外貨準備は現在、すでに 2 兆ドル程度に達しており、米国の金融危機が深刻化したことで、収益性や安全性の面において、ますます高いリスクにさらされている。特に、米国において景気対策として打ち出された金融緩和と財政拡大策は、インフレの高騰と対外収支の悪化を通じて、金利上昇とドル安、ひいては米国債の保有に伴うキャピタル・ロスを招きかねない。
2. このようリスクを抑えるためには、人民元建て外債（パンダ債）市場を発展させることもひとつの方法である。中国にとって、対外債権をパンダ債という形で持つことは、米国債買い増しのリスクを減らしながら、人民元の国際化を推進することができる。その上、他国の流動性不足の緩和や、世界金融の安定促進にも一役買うことになるだろう。

1. 中国の外貨準備で保有される米国債

中国の経済成長が急速に鈍化した主な原因は外需の急減にある。中国が今後数年のうちに取り組まなければならない重要な課題は、経済成長の速度を維持しながら貿易黒字を減らすことである。また、この問題を解決する過程で対 GDP 比で見て外貨準備を適正な水準に減らしていく必要がある。

中国の外貨準備高は現在、すでに 2 兆ドル程度に達している。その上、毎年約 3000 億ドルのペースで増え続けている。しかし、米国の金融危機が深刻化したことで、中国の外貨準備は収益性や安全性の面において、ますます高いリスクにさらされている。中国が「第 11 次五カ年計画」において打ち出した「できる限り早期のうちに貿易の均衡を実現する」という方針を貫かなければならないことに疑う余地はない。また、中国の「双子の黒字」（経常収支と資本収支の黒字）が今後も長い期間にわたって減らせないのであれば、新規増加分（フロー）の、あるいは現存（ストック）の外貨準備について、安全性や流動性、収益性を確保する必要がある。

米国財務省の統計によると、2008 年 9 月に、中国は米国債の保有額を 436 億ドル増やしたが、日本は米国債保有額を 128 億ドル減らしている。この時点で中国の米国債保有額は 5,850 億ドルに達し、日本（5,732 億ドル）を抜いて世界最大の米国債保有国となった。日本の米国債保有額

¹ 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. 08083（2008 年 12 月 7 日）「米国債とパンダ債」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。

* 余 永定 中国社会科学院世界経済政治研究所 所長

が最高額に達したのは 2004 年 8 月で、その後は保有額を段階的に減らしている。日本とは対照的に、中国は米国債を絶えず買い増しており、2005 年 7 月に比べるとその保有額は倍に増えている。

Ⅱ、中国は米国債保有額を増やし続けるべきか

1. 米国債の購入は適切な選択か

過去数カ月間に米国の金融危機が急激に深刻化したため、米国債は投資家にとってリスクを回避するための格好の商品となった。そのため、米国債価格が急騰している。一方で米国債の利回りが大幅に下がり、短期国債の利回りはゼロに近づいている。米連邦準備制度理事会（FRB）は最近になって「躍起になって」金融緩和政策を打ち出しているが、これが米国債価格の急上昇に拍車をかけている。これだけを見ると、米国債の購入が適切な選択であるかに見える。

2. 問題点はどこにあるか

1) 価格急騰・急落圧力の併存

しかし、米国債価格が今後も絶対に上昇するかと言え、そうとは言い切れない。金融システムを正常な状態に戻すために、米国は金融システムに対して大量の資金を注入する必要がある。その資金はどこから調達するのだろうか。資金を得るための選択肢としては二つが考えられる。つまり、国債を発行するか、紙幣を増刷するかである。実際、米政府が 2009 年に新規発行しなければならない国債の額は 2 兆ドルに達する可能性がある。現在、米国の国債発行残高は約 11 兆ドルに上っており、米国の財政赤字が 09 年には GDP の 10% に達する恐れもある。大量の国債を発行する必要性に迫られていることに加え、米国ではそれぞれの産業が資金不足に悩み、外国の投資家の多くが自分のことだけに精一杯になっている状況である。そのような中で米国債を大量に発行した場合、国債価格の急落や利回りの急騰を招く恐れがある。市場では現在、大多数の投資家が国債価格のさらなる上昇と利回りの下降を織り込んで見えている。しかし、米国債に急騰・急落の両方の圧力が併存し、市場情勢にいつでも突発的な変化が起こりうることは、投資家も理解している。米国債価格の急騰はしばらく続く可能性もあるが、この局面が終焉に近づいている可能性もある。タイミングは投資のパフォーマンスを決める重要な要素だが、中国の投資家が適切にタイミングをつかめるかどうかは未知数である。

2) デフレとインフレ：異なる境遇下における米国債

FRB が目下採用している政策は、実質的に紙幣の増刷であるといえる。これにはデフレ回避の狙いがある。FRB はすでに「なりふり構ってられない」状況にある。通常であれば、FRB は資産を購入する形で通貨を市場に注入する。しかし、マネタリーベースが急増する中でも、信用収縮の状況には歯止めがかからず、金融機関の貸しはがしがなお続いている。現在、FRB はすでに他の非常手段を取ることも辞さない構えである。2008 年 12 月 1 日、バーナンキ FRB 議長は、景気悪化の回避を目的に、FRB が（財務省から）長期国債を購入することで長期利回りを抑えるという考えを示した。米国の 10 年物国債価格はこの発言を受けて急騰し、利回りは一時 2.65% にまで落ち込んだ。これは 1962 年に利回りのデータを取り始めて以来最

低となる水準であった。30年物国債の利回りも一挙に3.18%という歴史的な低水準になった。バーナンキ議長には「ヘリコプター・ベン」という異名がある。大げさな話かもしれないが、バーナンキ議長はフリードマンが提唱した「ヘリコプターで紙幣をばらまく」ことも辞さない人物である。たしかにこのわずか2、3カ月の間で、FRBのバランスシートの規模は急激に膨張している。資産は9,240億ドルから2兆1,100億ドルに急拡大している。米政府のバランスシートはすでに惨憺たる状況であり、投資家からはジャンク債発行企業のバランスシート並みとまで酷評されている。

米政府が望みさえすれば、ほぼコストなしで無限の通貨を作り出すことができる。バーナンキ議長はこれまでもそうであったように、今後も、紙幣の増刷を大々的に進めると考えられる。もちろん短期的にみれば、国債を大量発行するという方法とは異なり、紙幣を増刷することは、資金がリスク資産から安全資産にシフトすることと共に、米国債、特に短期国債価格の上昇をもたらすことになるだろう。しかし長期的に見れば、「ヘリコプターで紙幣をばらまく」政策が債券価格にもたらす影響については、はっきりしたことは言えない。

現在のところ米国にはインフレの危険性はないものの、長期的に見れば、米国経済にはデフレが起こる可能性とインフレが起こる可能性の両方が考えられる。もし米国の流動性が不足し、信用収縮の状況が一段と悪化すれば、米国は日本のようなデフレに陥ることになる。一方でバーナンキ議長の政策が成功を収めた場合、米国経済はプラス成長の回復を実現できる。ただしこのとき、米国の国民の消費性向に重大な変化が生じるか、過剰な通貨をFRBが迅速に吸収するかが実現しないと、米国で深刻なインフレの起こる恐れがある。

中国の外貨準備の通貨別構成など具体的状況についてデータが公開されていないため、多くの議論は仮説に基づいて行うほかはない。中国が過去数カ月のうちに購入した米国債が短期国債主体である場合、利回りは非常に低く、ドルを現金で保有しているのとほとんど変わらない。これらの短期国債を現時点、あるいは近いうちに売却すれば、いくらかのキャピタルゲインを得ることができる可能性はある。しかし、2009年あるいはそれ以降に満期を迎える米国国債を購入していた場合、状況はより複雑になる。もし、満期が来た時点で米経済がデフレから抜け出せていない場合、米国債の需要、特に中長期国債の需要は相当旺盛になっていると考えられる。この場合、中長期米国債を現時点で購入していれば、後に得られるキャピタルゲインは増えるだろう。一方、米国債の供給が市場で吸収できる量を超えてしまった場合、あるいはバーナンキ議長の政策が成功を収め、米国経済は短期間のうちに成長が回復する場合、米国の中長期国債を現時点で購入していたら、米国債価格の大幅な下落により損失を被る恐れがある。事実、米国の中長期国債の相場には大きな波があり、投資家が損失を出すケースも少なくない。例えば、1994年1月から5月にかけて、10年物国債の相場は12%下落しており、1998年10月から2000年1月にかけても18%の下落を見せている。

3) 米国債が抱えるその他の重要なリスク

理論の上では、中長期米国債は投資家に元利を保証している。ただし、これは投資家が国債を満期まで保有した場合のことである。排除できない可能性として考えられるのは、国債価格が下落した後で、保有者が相場の回復を待たずに売却を余儀なくされることである。この場合、投資家は大きなキャピタルロスに被ることになる。しかも、国債は償還期限が長いため、大きな損失になりかねない。中国が米国債を購入する場合、通常は満期までの保有を前提としてい

る。しかし、現金を獲得する必要が生じた際にも購入した中長期国債を売却できない（損失も辞さない場合は別として）のであれば、外貨準備の流動性を確保できないのではないだろうか。もちろん、中国の外貨準備は巨額であり、関連部門は保有する米国債について満期日の構成を適切に配分し、上述した問題を解決しているかもしれない。いずれにせよ、私が強調したいことは、中国が最近になっても米国債を買い増していることが、誤った政策とは言い切れないが、そのリスクは相当大きいことである。米国債には、（低いとはいえ）債務不履行のリスクさえ存在する。10年物米国債のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の保険料率は2007年7月現在、2ベースポイントにも満たなかったが、現在では42ベースポイントに跳ね上がっている。

外国の投資家にとって、米国債の購入に伴う、より現実的なリスクは、為替変動リスクである。米国債が債務不履行となる可能性は小さいが、ドルが下落する可能性はかなり高い。ドルの下落は、国内における価値の下落と国外における価値の下落の二つに分けることができる。国内における価値の下落は物価上昇や資産バブルによってもたらされる。また、国外における価値の下落は主としてドルの為替レート下落のことである。通貨を含め、あらゆる商品の価値は希少性によって左右される。通貨の供給が無限であれば、その通貨に価値はない。FRBの取った（あるいは取ろうとしている）「量的金融緩和」政策とゼロ金利政策は、必然の結果として、インフレをもたらす。一般的には、インフレは物価上昇のことであると理解されているが、物価の上昇はインフレの一側面に過ぎない。われわれが通貨を単なる流通の手段ではなく、価値の貯蔵であると考えた場合、われわれが持つ通貨は一定の有形的、無形的な資産を体現している。資産量が一定である場合、通貨量が大きくなるほど、その通貨が体現する富は少なくなり、通貨の価値は下がり、為替レートは下落する。通貨の下落を示す最も一般的な現象は、物価上昇や資産バブルである²。

通貨の国内における価値が下がってしまった場合、国債の額面価値や利息に変動がなくとも投資家が手にする元利合計の実質価値は減ってしまう。もちろん、数年後にインフレが悪化すると予想していれば、投資家も相応の補償を求めるため、国債の利回りも上昇する。これは政府と投資家との駆け引きであり、いずれが勝者になるかは断定しがたい。しかし、インフレが発生した場合、おそらくすでに米国の長期国債を購入した大多数の投資家が損失を避けることはできないだろう。投資家の損失は、政府の元利返済の実質負担が減少することを意味する。

通貨の対外的な価値の下落、つまり為替レート下落については、いくつか異なる原因が考えられる。一つの原因としては各国間で、金融政策の引き締めや緩和の度合い、資本移動の自由度、通貨に対する需要がそれぞれ異なるために、各国のインフレの程度が異なってくることが挙げられる。すなわち、通貨の対内価値の相対的な下落の度合いは国によって異なり、通貨間の為替レートにもこれに応じた変化が生じることになる。もう一つの原因としては、通貨供給量やインフレなどの要素を別にした場合に、為替レートが各国の国際収支の状況に左右されることが挙げられる。たとえ巨額の貿易赤字があったとしても、国際的な資本が大量に導入されればドルの価値は強力に下支えされる。米国における金融危機が深刻化するに伴って、米国

² 日本ではこれまで相当期間にわたり、流動性を無制限に提供する政策がとられてきたにもかかわらず、物価上昇は出現せず、深刻な資産バブルにもならなかった（バブルはすでに崩壊していた）。しかし、グローバル化が進む中で資本が自由に移動するため、日本円の無制限の供給は、「円キャリー取引」を通じて米国や他の国の物価上昇や資産バブルを助長した。

の資本市場がハイリターンであるという神話は崩れ、米国へ外資が流れ込む勢いも当然ながら鈍った。米国の貿易状況が急速に好転しない限り、巨額の貿易赤字を抱えているという状況はドルの下落を招くことになる。現在ドルの堅調を支えているのは、米国金融機関の国内の流動性を補うための海外からの資金回収であり、米国の金融資産の利回りが高いためではない。つまり、技術的かつ一時的な理由である。

通貨の対内価値が下落した場合と比べて、ドルの為替レートが下落した場合、外国の投資家がより大きな損失を被ることになる。外国投資家にとってみれば、ドル建て資産も最終的には自国通貨で計算されるため、ドルが下落すると自国通貨に換算した元利が目減りし、投資の損失を招く。しかし、ドル安は米国にとって逆に債務負担の軽減につながる。米国は債務超過国で、対外債務超過残高が 2 兆 6,000 億ドルに達している一方で、さまざまな形で債権を保有している。直接投資をはじめ、米国が保有する債権はほとんどが外国通貨建てで計算されているものの、米国が抱える債務はドルで計算されている。ドルが下落した場合、米国の保有する債権のドル換算額は増加するため、ドルで計算される債務超過額は減少することになる。ドルの下落幅が十分な水準に達した場合、理論的には、2 兆 6,000 億ドルに上る対外債務の超過をゼロにまで減らすこともできる。米国の国民が消費先行型の生活モデルを捨てたくないのであれば、米国政府は最終的にドルの為替レートを切り下げることで債務を逃れることもできる。われわれは米国の誠意を信じたい（でなければ、どうすればよいのか？）。米国は中国に大量の投資をしており、ドルの下落は、ドルに換算した人民元建ての対中投資の収益が大きくなることを意味している。こうした収益を使って中国の米国に対する債権を相殺しようという考えも、あり得ないことではない。

Ⅲ、選択肢の一つとしてのパンダ債市場の育成

中国はすでに国際金融危機の渦に巻き込まれており、深刻な損失は避けがたい状況である³。われわれに与えられた選択肢はあまり多くないが、いずれにせよ打開策は考えなければならない。人民元建て外債（パンダ債）市場を発展させることもひとつの方法である。米国ではカーター政権時代、「カーター・ボンド」と呼ばれるドイツマルク建てとスイスフラン建ての債券を発行していた。中国にとってパンダ債という形で対外債権を持つことは、米国債買い増しのリスクを減らしながら、人民元の国際化を推進できる。その上、他国の流動性不足の緩和や、世界金融の安定促進にも一役買うことができるだろう。

パンダ債は人民元建ての債券であり、外国の政府や企業などが発行者となる。債券の購入者は中国の金融機関（主として商業銀行）となるはずである。ドルが不足している外国機関は、パンダ債の発行により人民元資金を取得してから、人民元を使って外為市場からドルを購入することで問題を解決できる。一方、人民銀行は外貨準備から相当額のドルを減らしながら、人民元の吸収を進めることができる。

もちろん、中国の金融機関による人民元債券の購入にもリスクが伴い、解決を要する技術的問

³ 人々は中国が抱える損失が「含み損」に過ぎないと考えたがっている。日本では 1989 年に日経平均株価が 40,000 円近くにまで上昇していたが、現在では 8,000 円あたりで低迷している。当時 40 代だった投資家は「含み損」を抱えたままいつまで待てるのだろうか？「含み損」説は、20 年前の高値の時期に投資を始めた投資家にとってあまり慰めにならない。国にとっても、ほぼ同じことが言える。

題も多い。しかし、大規模な人民元建て債券発行の可能性が生まれたのも確かである。関係部門はこの好機を逃さず、真剣に検討すべきであろう。

当然ながら、パンダ債の発行以外にも、外貨準備を減らすためには多様な方法が考えられる。例えば、中国の商業銀行から外資系商業銀行への人民元の融資が挙げられる。この場合、外資系商業銀行は人民元融資を受けた後、人民銀行からドルを購入し、人民元建ての元利を中国の商業銀行に毎年返済することになる。中国の金融機関による、欧州や日本の金融資産（株式）の購入も考えることができる。さらに、金融資産の多様化に力を入れるほか、外貨準備金を使って貴金属や他の戦略物資を購入することも考えられる。実際、中国の外貨準備のうち、金の保有率は西側諸国に比べて非常に低く、石油のさらなる戦略的備蓄も必要である。

何よりも大切なことは、外貨準備が毎年 3,000 億ドルずつ増えることに歯止めをかけることである。また、すでに積みあがった中国の外貨準備については、一時的な損得に拘泥せず、運用の分散化を徹底するという原則に立つべきである。

著者紹介

余 永定 (Yu Yongding)

中国社会科学院世界経済政治研究所 所長

1948 年南京生まれ。79 年中国社会科学院世界経済研究所において、西洋経済学を専攻、86 年経済学修士学位を獲得。88 年からイギリスに留学、94 年オックスフォード大学より博士学位が授与される。その後、帰国し、96 年から中国社会科学院世界経済政治研究所国際金融センター主任、1998 年より同世界経済政治研究所所長を務める。2004～2006 年に中国人民銀行貨幣政策委員会の唯一の民間委員に就任。世界金融、中国の経済成長及び中国のマクロ経済論を専攻する。主要論文は『ある学者の思想の変遷』に収録されている。

- ・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