



# 中国の外貨準備資産に潜む キャピタルロス<sup>1</sup>のリスク

張 明<sup>※</sup>

## 要 約

1. 中国では、外貨準備の蓄積に伴い、中央銀行の貸借対照表上の通貨ミスマッチが拡大しており、外国通貨に対する自国通貨レート上昇による潜在的なキャピタルロスもますます深刻になっている。また、中国の外貨準備はドル資産を中心に運用されているため、主要通貨に対するドル安の進行によってもたらされる外貨準備のキャピタルロスは、通貨バスケットや商品バスケットで測る外貨準備の国際購買力の低下を意味する。
2. 中央銀行が直面する潜在的なキャピタルロスを緩和するために、中国政府はまず、外貨準備の拡大を抑制すべきである。また、既存の外貨準備について、ドル建て資産から他の通貨建て資産への変更など、資産構成の多元化を急ぎ、債権型金融資産から株式型金融資産や実物資産へのシフトを図るべきである。さらに、中央銀行の保有する外貨準備の一部を政府の保有する対外資産に転換した上で、多元的な運用を行うべきである。

## Ⅰ、はじめに

長期にわたって、中国の貿易収支は経常収支と資本収支のいずれも黒字が続く一方で、資本取引に対する規制は続いており、中央銀行には巨額の外貨準備が蓄積されている。外貨準備の規模が最適水準を超過するのに伴って、外貨準備の保有に伴うコストやリスクもかなりの大きさになりつつある。純債務国の場合、自国通貨レートが下落すれば、債務は実質的に上昇し、債務危機が発生することになるが、純債権国である中国の場合、それとは逆に自国通貨レートの上昇に伴って債権として保有する資産が実質的に目減りしてしまう。

米国におけるサブプライム危機が世界的な金融危機に発展してから、米国政府は空前の金融緩和政策を実施して市場の救済を図っている。米国の金融緩和政策により、金融市場や実体経済は安定へと向かったが、一方で米国債の市場価値とドルレートの下落という二重のリスクが生じた。今後、ドルが人民元に対して大幅に下落すれば、外貨準備を人民元に換える場合に、著しいキャピタルロスが生じることになる。

<sup>1</sup> 本稿は『経済理論と経済管理』2010 年第 1 期「中国の外貨準備資産に潜むキャピタルロスのリスク」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经济政治研究所国際金融研究室 副主任

## Ⅱ、キャピタルロスとは

キャピタルロスとは投資家が高い価格で購入した特定の資産を低価格で売却することによる財務的損失のことである。投資家が一般的に採用している時価会計方式（mark to market）では、投資家が保有する特定資産の市場価格が購入価格より下落した場合、この資産を直ちに現金化した場合に損失が生じることから、含み損として計上する。中央銀行の場合は外貨準備も貸借対照表上の資産と見なされるため、外貨準備の市場価格が下がれば、キャピタルロスとなる。

中国人民銀行が抱える外貨準備の潜在的なキャピタルロスには、二種類ある。一つ目は、外貨準備の市場価格の下落である。例えば、中央銀行は数千億ドルに上る米国債を保有しているが、米国債の利回りが上昇すると、すでに保有している米国債の市場価格は下落し、債権者にキャピタルロスをもたらす<sup>2</sup>。二つ目は、外国の通貨が自国通貨に対して下落することによる含み損である。中国人民銀行の外貨建て資産は外貨建て債務を大幅に上回っているが、その貸借対照表は人民元建てで表示されているため、外国の通貨が自国通貨に対して下落した場合、キャピタルロスが計上されることになる<sup>3</sup>。紙面の都合上、ここでは主に後者のケース、つまり為替変動によるキャピタルロスについて論じる。

ここでは、外貨準備の保有に伴う機会費用とキャピタルロスとを明確に区別しておく必要がある。トルーマン（Truman）の区分に基づけば、ドルが他の外国通貨に対して下落した場合、ドル建て準備資産の保有に伴う（ユーロ建てや日本円建ての場合に比べて）機会費用が生じる。一方、ドルが自国通貨に対して下落すれば、ドル建ての準備資産にキャピタルロスが生じる<sup>4</sup>。

## Ⅲ、中国の外貨準備が被りうるキャピタルロスの予測

2009年9月30日時点の中国人民銀行のバランスシートを見てみよう。資産総額は人民元換算で22兆2,551億元に上る。うち外資建て資産は16兆6,461億元で、資産総額の75%を占める。負債総額のうち対外債務は747億元で、総資産の0.5%に満たず、外貨建て資産に比べると取るに足りない額である。中国は債権国であるにもかかわらず、その対外資産が外貨建てになっているため、人民元建てで作成される中国人民銀行の貸借対照表には、通貨の著しいミスマッチ（currency mis-match）が存在する<sup>5</sup>。もし、人民元が主要外国通貨に対して上昇すれば、中国人民銀行の貸借対照表のうち、外貨建て資産の含み損が、外貨建て負債の含み益を大きく上回るため、著しいキャピタルロスが生じることになる。

ここで、2007年の例を使って、為替変動がもたらす中国人民銀行のキャピタルロスを簡単な方法で計算してみよう。2006年12月31日現在、中国人民銀行の外貨建て資産は、8兆4361億

<sup>2</sup> Allan Bodskov Andersen, Jacob Wellendorph Ejsing, “The Sustainability of the Low Long-term Bond Yields,” *Monetary Review* 2nd Quarter, Danmarks Nationalbank, 2006.

<sup>3</sup> Nouriel Roubini, Brad Setser. Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006. Paper presented at the Symposium on Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development? Organized by the Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley, San Francisco, 2005.

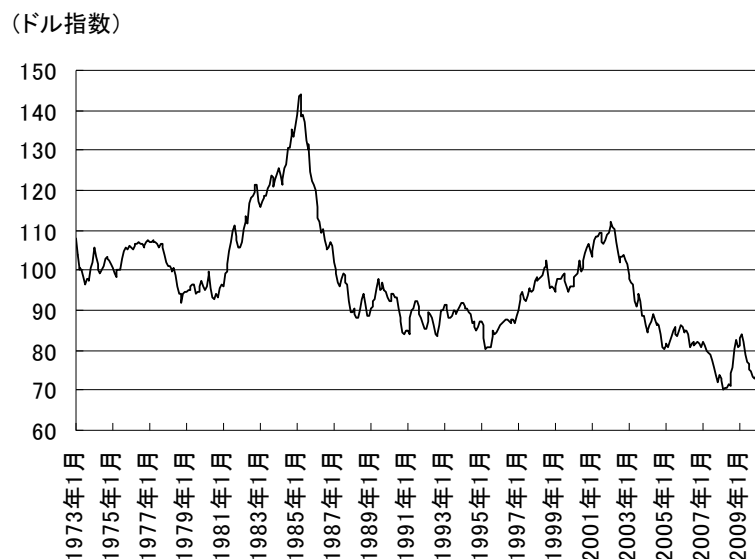
<sup>4</sup> Edwin M. Truman. “Postponing Global Adjustment: An Analysis of the Pending Adjustment of Global Imbalances.” *Working Paper* No. 05-6, Peterson Institute of International Economics, July, 2005.

<sup>5</sup> Georges Pineau, Ettore Dorrucci, Fabio Comelli, Angelika Lagerblom. “The Accumulation of Foreign Reserve,” *Occasional Paper Series*, No. 43, European Central Bank, February, 2006.

元だった。中国銀行のウェブサイトに掲載されたデータによれば、2006 年 12 月 31 日の各通貨の対人民元レートは、ドル 7.8087、ユーロ 10.2665、日本円 0.06563、英ポンド 15.3232 だった。2007 年 12 月 31 日には、ドル 7.3046、ユーロ 10.6669、日本円 0.06406、英ポンド 14.5807 となった。つまり、2007 年の 1 年間で、人民元はドル、日本円、英ポンドに対しては上昇し、ユーロに対しては下落した。ここで、2006 年 12 月 31 日時点の中国人民銀行の外貨建て資産の通貨別構成比をドル 70%、ユーロ 20%、日本円 5%、英ポンド 5%と仮定したうえで、2007 年の外貨建て資産の増加分を除外して 2006 年末時点の 8 兆 4,361 億元のままとして計算してみる。すると、2007 年の為替変動によって 3,460 億元のキャピタルロスが生じたことになる。これは、2006 年末時点の外貨建て資産の 4.1%、中国人民銀行の自己資本額（219 億 7500 万元）の 15.7 倍に相当する。

今後、中国はさらに深刻なキャピタルロスに直面する可能性がある。現在のところ、ドルが大幅に下落する可能性が排除できないためである。米国では、経常赤字と財政赤字が続いており、ドルの下落は国内外の不均衡の緩和に役立つとされる。同時に、米国の対外債務超過もふくらみ続けており、米政府には「戦略的ドル安」によって実質的な債務負担を軽減する動機が存在する。ドルの覇権を守るために、米政府が「強いドル政策」を維持するとの見方もあるが、ドルに替わりうる基軸通貨が存在しない現在、米国政府が通貨の切り下げによって国際収支の改善や債務軽減を図った後、再びドルを安定的な上昇基調に戻す手段を取ることも考えられる。喉元を過ぎれば熱さを忘れるのが市場であり、米政府の切り下げ措置が適切に行われれば、ドルの覇権が大きく損なわれるとは限らない。図表 1 に示す通り、ドルの実効為替レートは 1985～1987 年、2003～2008 年上半期の 2 度にわたって下落したが、米国の国際準備通貨としての地位はさほど揺らいでいない。

図表 1 ドル指数の長期変動



(注) 同指数は、米連邦準備理事会（FRB）が公表する指数で、ドルの対主要通貨レートでの名目実効為替レートを示している。基準日は 1973 年 3 月 1 日。

(出所) CEIC

仮に 2009 年 9 月 30 日から 2010 年 9 月 30 日までの間に、人民元を含む主要通貨に対するドルレートが 20% 下落すれば、期間中に新たに増加した外貨準備を除いて計算した場合でも、中国人民銀行が被るキャピタルロス（資本損失）は 3 兆 1,157 億元に達する計算になる。これは、2009 年 9 月末時点における中国人民銀行の総資産の 14.0%、2008 年の中国の GDP の 10.4%、2009 年 9 月末現在における中国人民銀行の自己資本金の 141.6 倍に相当する。

ドルレートの変動によるキャピタルロスをもたらす影響としては、二つが挙げられる。

第一に、ドルレート下落により、中国人民銀行の貸借対照表において、資産の減少幅が負債の減少幅を上回った場合、貸借対照表の均衡を回復するために、新たに資本金を補充するか、あるいは負債を減らすことが求められる。負債の削減により、マネタリーベースが変動した場合、デフレの圧力が生じることになる。第二に、キャピタルロスは最終的に財政への圧力につながる。政府は、増税や財政支出の削減、通貨の発行などによってキャピタルロスを補わざるを得ない<sup>6</sup>。現在のところ、中国人民銀行の資本金補充のための手段としては、①外貨建て資産の収益を資本金に充てる、②通貨の発行によりシニョリッジ（通貨発行益）を獲得する、③財政出動による資本注入——の 3 つが考えられる。①の場合、中国の外貨建て資産は主として海外の固定利回り型証券の購入に充てられるため、利回りが低い。その上、人民元レートの上昇によって自国通貨で計算した場合の収益がさらに目減りしてしまう。②の場合、通貨が過剰に市中に投入されるため、経済に対してインフレ圧力を与えることになる。③の場合、財政による中央銀行への資本注入は最も簡単な手法であるが、これにより金融政策の担い手としての中央銀行の独立性が損なわれかねない。特に、マクロ経済情勢や金融政策に対する判断が、中央銀行と財政部の間で対立している場合はなおさらである<sup>7</sup>。

一方、為替変動によって外貨準備のキャピタルロスが生じても、別に問題ではないという見方もある。例えば、トルーマン（Truman）とウォン（Wong）はまず、ドルの下落は、特定の国の外貨準備が持つ米国商品・サービスに対する購買力を左右することはないと指摘している。したがって、その国が外貨準備を利用して外国為替市場や外債償還に介入する行為に影響を来すこともないと述べている。そのため、自国通貨で計算した場合の外貨準備のキャピタルゲインやキャピタルロス、外貨準備の保有国にとって考慮すべき最重要要素とはならないと彼らは主張する<sup>8</sup>。

#### IV、国民貯蓄の視点からの分析：中国の外貨準備の国際購買力

外貨準備の最適規模に関する研究の多くが、中国の現在の外貨準備はすでに適正な水準を大きく超過したことを指摘している<sup>9 10</sup>。このことは、中国の外貨準備が、従来の輸入、外債償還、外貨準備の操作による自国通貨レート安定といった役割のほか、国民貯蓄という性格も備えていることを示している。外貨準備の管理を国民貯蓄という視点からみると、外貨準備を運用する

<sup>6</sup> Matthew Higgins, Thomas Klitgaard. "Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets," in *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, 2004, 10 (10).

<sup>7</sup> 張明、「誰来注册中国央行」、英国金融時報中文網，2009-09-01。

<sup>8</sup> Edwin M. Truman, Anna Wong. "The Case for an International Reserve Diversification Standard," *Working Paper No. 06-2*, Peterson Institute of International Economics, 2006.

<sup>9</sup> 凌雲、中国外匯儲備適度規模區間和幣種結構研究、上海：上海社會科學院博士論文，2008。

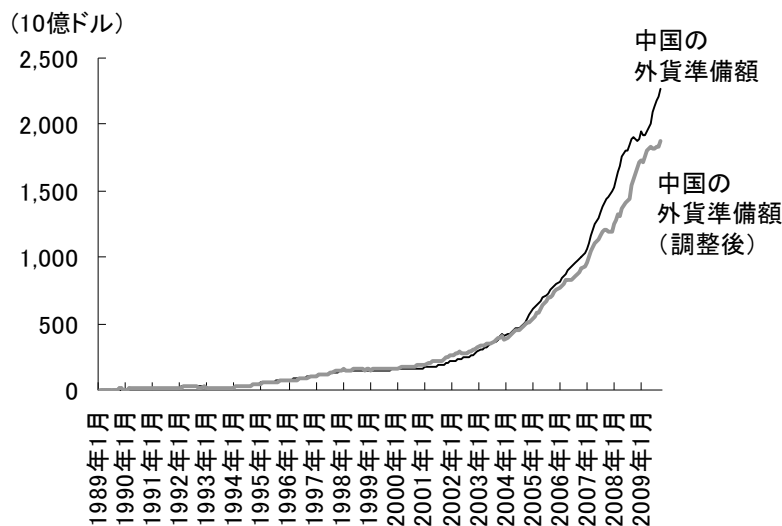
<sup>10</sup> 王雲霞、我国外匯儲備最優規模分析、『金融理論与实践』，2009，(8)。

際、その国際購買力の維持・向上を目指すべきである。こうした国際購買力は、中国の輸入総額に占める各貿易相手の比率を反映した通貨バスケットや中国側の輸入の商品の構成を反映した商品バスケットを物差しとして測ることができる<sup>11</sup>。

ここでは、FRB が公表したドルの実効為替レートを通貨バスケットの指数として、中国の外貨準備の市場価値を調整した。図表 2 では、調整前と調整後の中国の外貨準備の推移を示している。2003 年以前は、両者の数字に大きな差はない。しかし、ドルの実効為替レートが下降期に入った 2003 年以降は、ドル指数による調整後の外貨準備額は一貫して調整前より低くなり、その差は拡大していった。2009 年 9 月現在、調整前後の差はすでに 5,000 億ドルを超えた。これも、ドルの国際購買力の下落によりもたらされた中国の海外資産の損失と理解できる。

商品バスケットについては具体的なデータがないため、原油価格を基にした簡単な計算方法で、中国の外貨準備の主要商品に対する国際購買力を測った。図表 3 では、中国の外貨準備の拡大状況と、国際原油価格を物差しとする中国の外貨準備の国際購買力の変化を示している。ここから、中国の外貨準備の規模が着実に拡大しつつあるものの、国際原油価格でみる外貨準備の購買力は激しく変動していることが分かる。特に、アジア金融危機以降の 1998～1999 年や、サブプライム危機以降の 2008～2009 年は顕著である。国際原油価格の変動は、国際原油市場の需給状況のほか、決済通貨であるドルレートとも関連性がある。ドルは、世界のエネルギー資源や主要商品に使用される最も重要な決済通貨であり、原油で示した外貨準備の国際購買力の変動は、かなりの部分が金融危機前後のドルレートの変動によって説明できる。

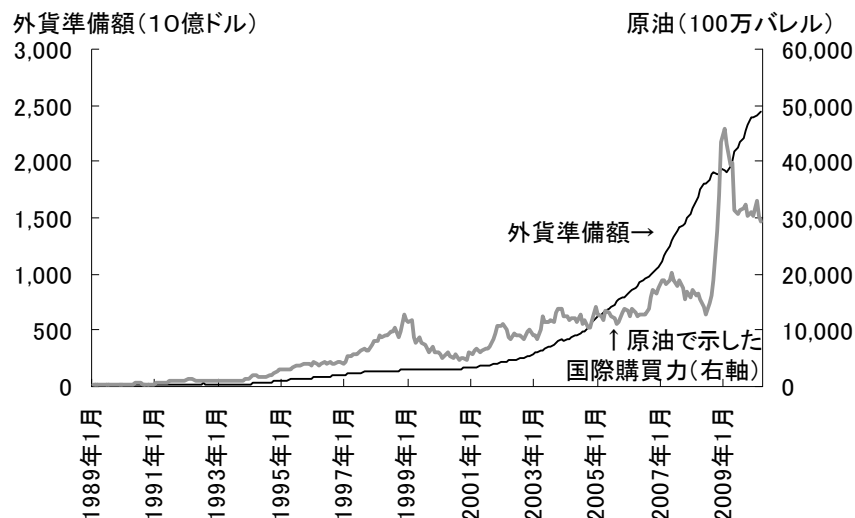
図表 2 通貨バスケットによる調整前後の中国の外貨準備額



(注) 通貨バスケットはドルの実効為替レートによる  
(出所) CEIC、及び筆者算出データ

<sup>11</sup> 張斌、構建以真實購買力為基礎的外匯儲備管理体系、『中国金融』，2008，(14)。

図表 3 中国の外貨準備の市場価値と原油で示した国際購買力



(注) 国際原油価格には WTI(ウエスト・テキサス・インターメディアエイト)原油価格(月末値)を採用。

(出所) CEIC、及び筆者算出データ

## V、結論と政策提言

このように、外貨準備の蓄積に伴い、中国人民銀行の貸借対照表上の通貨ミスマッチが拡大しており、外国通貨に対する自国通貨レート上昇による潜在的なキャピタルロスもますます深刻になっている。中国人民銀行のキャピタルロス、中央銀行としての国内通貨政策を攪乱するばかりか、財政負担を増大させる恐れもある。また、国民貯蓄という角度から外貨準備を考えた場合、主要通貨に対するドル安によってもたらされた外貨準備のキャピタルロスは、通貨バスケットや商品バスケット商品で測る外貨準備の国際購買力の低下を意味する。

中央銀行が直面する潜在的なキャピタルロスを緩和するための政策提言として、三つを挙げたい。第一に、中国政府は外貨準備の拡大を抑制すべきである。つまり、現在の輸出指向型、投資誘致指向型の発展戦略を調整した上、人民元レート決定メカニズムの柔軟性を高め、生産要素市場の価格改革を早めることである。第二に、中国政府は、既存の外貨準備について、ドル建て資産から他の通貨建て資産への変更など、資産構成の多元化を急ぎ、債権型金融資産から株式型金融資産や実物資産へのシフトを図るべきである。第三に、中央銀行そのものが外貨建て資産の多元化を進めることが困難であれば、財政部の国債の発行により得られた人民元資産を外貨準備と交換することが考えられる。これによって中央銀行の保有する外貨準備は、政府の保有する対外資産へと変わり、さらには多面的な運用を行うことが可能になる（「中国投資会社モデル」）。

最後に指摘すべきこととして、増え続ける外貨準備を抑制するため、中国政府は人民元レート決定メカニズムの柔軟性を高める必要があるが、現時点の状況から言えば、それはすなわち人民元レートの上昇を意味する。しかし、人民元レートの上昇は中国人民銀行のキャピタルロスを激化させる。言い換えると、中国政府が未来のキャピタルロス軽減のために打ち出す措置が、現在のキャピタルロスを招くのである。この問題は どうみるべきだろうか？もし、中国政府が為替

レート調整を先送りにし、外貨準備の拡大を容認しつつけたとしても、将来的には人民元相場の調整を迫られることとなり、その時に被るキャピタルロスの方が大きくなるだろう。プラサド（Prasad）と魏尚進（Wei）の両氏が指摘する通り、人民元為替制度の改革のコストは、外貨準備の蓄積に伴って拡大する<sup>12</sup>。このため、人民元レートの自主的な切り上げが中央銀行のキャピタルロス激化を招くからといって、人民元レート上昇によって対外貿易の不均衡を緩和し、外貨準備を抑制する動きに反対するべきではない。中央銀行のキャピタルロスを最小限に抑えるタイミングから考えれば、人民元の上昇は早い方が良い。

## 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 副主任

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经济学院经济学博士号取得。畢馬威華振會計師事務所（KPMG）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

<sup>12</sup> Eswar Prasad, Shang-Jin Wei. “The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations,” *IMF Working Paper*, No. WP/05/79, 2005.