



中国による日本国債の買い増し¹

—その目的、意義とリスク—

張 明※

丁 美菊※※

要 約

1. 2010 年に入ってから、中国は、外貨準備の運用の一環として、日本国債を大量に購入している。その背景には、米国債の大量保有に伴うリスクが今回の米国発金融危機で明らかになり、他の通貨に分散投資すべきだと中国当局が認識するようになったことが挙げられる。これに加え、進行中の円高に象徴されるように、中国だけでなく、世界中の資金が、安全資産と目される日本国債に向かっている。
2. しかし、その一方で、日本国債の金利は低い。その上、日本政府の債務水準は先進国の中でも最も高く、中長期的には債務の持続可能性という問題が表面化するリスクもある。金利上昇（債券価格の低下）というリスクを考慮すると、中国の日本国債を購入する際、長期物よりも、短期物を中心にならざるを得ないであろう。

I、はじめに

日本の財務省が発表した統計資料によると、中国の対日証券投資の買い越し額は、国債を中心に 2010 年 1～5 月だけで 1 兆 2,800 億円に上った。これは 2005～2009 年の買い越し総額を超えており、国内外から注目を集めている。中国政府はなぜ 2010 年上半期になって日本国債を大幅に買い増したのだろうか。日本国債を購入することは中国の外貨準備管理にとってどのような意義があるのか。そして日本国債を保有することにはどのようなリスクがあるのか。本稿ではこうした疑問について論じたい。

II、日本国債買い増しの目的と意義

中国の投資家（特に中国政府）が 2010 年上半期に日本国債を買い増した主な目的は、外貨資産の多元化を図ることである。2010 年 6 月末時点で中国の外貨準備高は 2 兆 4,500 億ドルに達し

¹ 本稿は「中国による日本国債の買い増し：目的、意義とリスク」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。

※ 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

※※丁 美菊 フレクストロニクス中国

た。巨額の外貨準備の運用対象の多元化をいかに進め、資産価値の維持を図るかは、中国人民銀行（中央銀行）が直面する長期的かつ重要な課題である。

中国人民銀行は外貨準備資産の通貨構成をまだ公表していないが、国際通貨基金（IMF）が発表した外貨準備の構成通貨（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves ; COFER）レポートでまとめられている途上国の外貨準備資産の通貨構成から大まかに推測することができる。

新興国や途上国が IMF に報告した外貨準備資産（中国を含まず）の通貨別構成の最新データ（2010 年第 1 四半期末）によると、ドルが 58%、ユーロが 30%、英ポンドが 6%、円が 2%、その他が 4%である。発展途上国の外貨準備資産は依然としてドル・ユーロが中心で、とりわけドル建て資産に偏っていることがわかる。

中国も例外ではない。米国にとって中国は最大のドル建て資産の保有国であり、最大の債権国でもある。米財務省発表のデータによれば、中国が保有するドル建て資産は 2009 年 6 月末現在で 1 兆 4,640 億ドルに上り、日本の 1 兆 2,690 億ドル、英国の 7,880 億ドルを上回った。これは中国の外貨準備資産総額の 69%に相当する。うち 7,570 億ドルは長期国債、4,540 億ドルは長期政府機関債、150 億ドルは長期社債、780 億ドルは株式、1,600 億ドルは短期債券である。2010 年 5 月末現在、中国の保有する米国債は 8,677 億ドルに上り、日本の 7,867 億ドル、英国の 3,500 億ドルを大きく上回っている。

経済学的な観点から見ると、中国がこれほど大量の米国債を保有するのは正常とは言い難い。なぜなら、一人当たり GDP が世界 100 位程度に過ぎない中国が、一人当たりの GDP で世界トップの米国に次々と低利融資を提供しているに等しいからである。

さらに、巨額のドル建て資産を保有した結果、中国政府は大きな潜在的リスクを負い、政策にも制約を受けている。第一に、米国で起こったサブプライム危機によって一部のドル建て資産の信用格付けが大幅に下落し、市場価値が著しく損なわれ、中国のドル建て資産が大きな打撃を受けた。例えば、2008 年 8 月に明らかになった米連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ、Fannie Mae）と米連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック、Freddie Mac）の経営危機では、中国政府の保有していた両機関の 4,000 億ドルの債券の市場価値が急落した。その後、米政府が両機関への救済措置を取らなければ、中国が被る損失はさらに大きくなってしまっただろう。

第二に、米政府は金融緩和と政策により危機の拡大を効果的に抑えたが、金融リスクは完全に消滅したわけではなく、米政府の負債に形を変えただけである。2009 年、米国の財政赤字の対 GDP 比は 10%を超えた。2010 年 6 月末現在、米国債の未償還残高は 13 兆 2,000 億ドル、対 GDP 比は 90%に上っている。今後、紙幣の大量増刷（人為的なインフレにつながる）による実質的な債務負担の軽減、ドル相場の方下調整による対外債務の軽減などを米政府が行う動機が増すと懸念する経済学者や評論家も多い。米国のインフレとドル相場下落のいずれにせよ、中国政府が保有する米国債の市場価値を大きく下げることになる。

第三に、大量の米国債を保有しているため、人民元の対ドル相場が上昇すれば中国人民銀行にとっては著しい資本の損失となる。こうした不利な情勢では、人民元レート形成メカニズムの柔軟化にも影響が出るだろう。

このため、2008 年に米国のサブプライム危機が本格化して以来、中国の外為管理当局に対し、多くの専門家や研究者が外貨準備資産のさらなる多元化を進言した。当時、ドル建て資産以外で最も代替性の高い選択肢はユーロ建て資産だった。ユーロ建て資産は規模、流動性からみて、世界の金融市場で唯一ドルに匹敵する存在である。しかし、2010 年の欧州債務危機を受け、ユーロ

ロ圏の一部の国の国債相場が大幅に下落し、ユーロの対ドル相場も急激に下がった。これにより、中国が進める外貨準備資産の多元化は、実現がより難しくなった。ドル建て資産、ユーロ建て資産、英ポンド建て資産（英国の財政赤字や政府債務の深刻さは、ユーロ圏の諸国と大差がない）が軒並み不調であることを受けて、投資先としての選択肢の一つに円建て資産が自然の流れとして浮上した。2005 年以降の中国の対日証券投資の年次別データから、こうした動きを容易に見ることができる。2007 年と 2009 年は売り越しであったが、2005 年、2006 年、2008 年は買い越しで、買い越し額はそれぞれ 2,538 億円、2,091 億円、378 億円だった。2010 年の対日証券投資は、1~5 月のみで 1 兆 2,800 億円に上る。

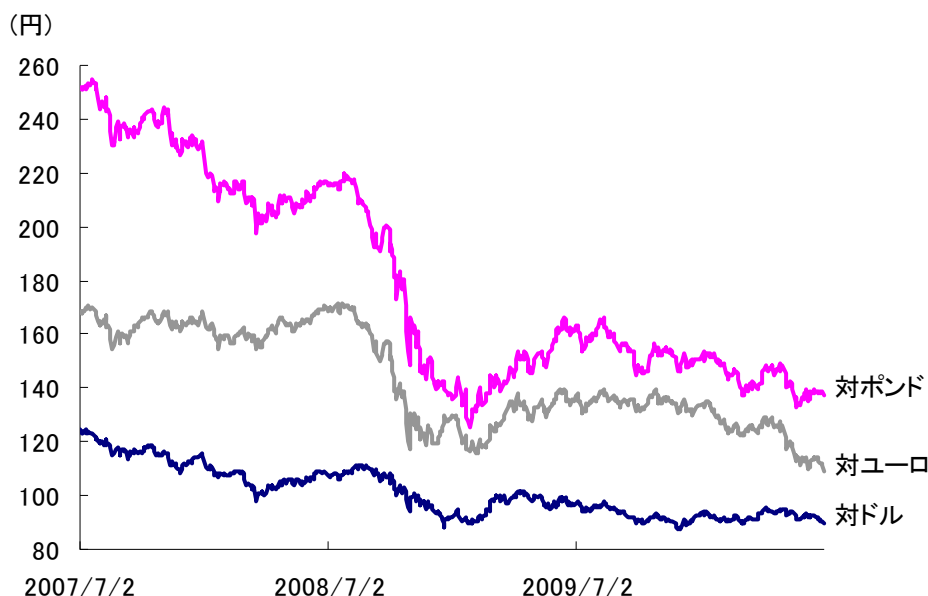
世界的な金融危機が終結せず、金融市場が不安定な状況にある現在、中国の投資家が大量の日本国債を買い入れている主な背景として、日本国債や日本円相場の以下の特性が挙げられる。

第一に、日本政府の負債額は世界の先進国でも最悪で、日本の国債残高の対 GDP 比は 200% 近くにも達する。ただし、日本国債の保有者は、大多数が国内投資家である。日本の財務省の発表によれば、2009 年末現在、発行済み日本国債のうち海外投資家の保有率はわずか 5.2% であり、過去最高の 2008 年 9 月末でも 7.8% にとどまっている。つまり、日本国債の約 95% を日本国内の投資家が保有していることになる。国内投資家のうち、金融機関と一般政府の保有額が 87% に上る一方、個人投資家の保有率は 5.1% にとどまっている。つまり、日本国債の主な保有者は、堅実志向の機関投資家である。日本国債の発行残高が膨れ上がる中、市場が依然として短期的、中期的な日本国債相場の展望を楽観視しているのは、まさにこれが理由となっている。低リスク志向の機関投資家にとって、日本国債の投げ売りは自殺行為であり、償還期限まで国債を保有することが最も賢明な選択である。要するに、日本の国債市場を大きく動かす売り手は存在しないのである。

第二に、図表 1 の通り、世界的な金融危機以降、日本円は最も堅調な国際通貨となっている。全体的な動きから見れば、2007 年 7 月から現在までの間に、日本円は対ユーロのみならず、対英ポンド相場でも大幅に上昇しており、しかも基軸通貨であるドルに対しても大きく上昇している。金融危機の間、レバレッジの解消や安全資産への逃避を受け、ドルは主要通貨に対して上昇したが、ドルの対円相場の軟調はなお解消されなかった。日本円の堅調が続いた背景としては、①世界的な金融危機で大きな打撃を受けた米国、ユーロ圏、英国とは異なり、日本の金融市場・実体経済にもたらされた衝撃は限定的だった、②日本の経常収支は黒字を維持しており、巨額な対外純資産も保有している、③金融危機前には日本円キャリー取引（低金利の日本円を借り入れ、他の通貨に交換した後、海外の収益率の高い資産に投資する資金運用手法）が人気を集めたが、金融危機により大量の資金が引き上げられ、外為市場での円資金不足を助長する形となり、円相場が上昇した、④金融危機の時期、欧米諸国で利下げが相次いだ、日本では危機以前からゼロ金利政策を採っており、さらなる利下げの余地がなかったため、他の国と金利差が縮小した、の 4 点が挙げられる。

つまり、市場構造の特殊性が、日本国債の市場価値の安定性や、世界的な金融危機の期間における日本円相場の堅調を決定づけた。このため、世界金融市場の動揺を受け、日本国債の魅力が俄然強まったのである。中国の投資家が 2010 年上半期に日本国債を大幅に買い越したのも、こうした合理的な選択が背景にある。

図表 1 世界的な金融危機の期間における日本円の対主要通貨との為替レートの推移



(出所) CEIC より作成

Ⅲ、日本国債の保有に伴うコストとリスク

当然のことながら、日本国債は決して完璧な金融商品ではなく、日本国債を大量に保有することは新たなコストとリスクが発生することを意味している。

日本国債を保有するコストは、主として日本国債の利回りの低さに起因する。日本国債の収益率は、以前から欧米諸国の国債に比べ大幅に低い。10年物国債を例に挙げると、2010年3月末現在、英国と米国の国債の利回りは4%前後、ドイツ国債は3%余りだったが、日本国債は1.5%を下回っている。日本政府が大量の国債を発行できるのは利回りを低く抑えているためであるが、投資家が手にする利益は少なくなる。中国が保有する日本国債が大量になれば、投資に対する収益率も下がることになる。

中国人民銀行にとってより重要なのは、外貨準備の累積によって増加したマネタリーベースの吸収を目的に発行する中央銀行手形と運用対象となる日本国債との金利差である。中央銀行手形が負債である以上、人民銀行は利子を運営コストとして負担することになる。つまり、外貨準備資産の投資収益率が中央銀行手形の金利より低ければ、人民銀行の収益は差し引きマイナスとなる。日本国債の利回りは低いため、人民銀行が日本国債を保有するインセンティブが大きく損なわれている。

日本の国債相場は、特殊な市場構造を背景に、短期的には安定を保つとみられるが、中長期的な視点から見れば、他国と同じく債務の持続可能性の問題に直面することになるだろう。

1990年代初めの不動産と株式市場のバブル崩壊以降、日本経済は20年にわたり低迷を続けている。この失われた20年の間、日本政府はずっと新たな成長分野を見出せておらず、日本の金融機関、企業、家計は、バランスシートの調整に苦しみ続けている。さらに、日本にとって最大

の試練となるのが高齢化問題である。高齢化は労働人口の比率と貯蓄率の低下を通じて経済成長を抑えるだろう。高齢化により政府の税収が減る一方、社会保障費や医療費の支出は増え、政府財政の均衡も危うくなるだろう。もし日本経済の低成長が続き、経済成長率が国債の年間利回りを下回る事態が続けば、債務は雪だるま式に膨れ上がり、債務返済の負担がますます重くなるだろう。

現在、日本政府は消費税率の引き上げによって財政赤字を減らそうとしているが、高齢化が進む中、増税だけで政府の債務を減らそうとするのは非現実的である。今後、高齢化への重要な対応措置として、女性の社会参画の奨励、定年年齢の引き上げ、移民規制の緩和などが取り上げられているが、社会的、文化的な要因から、短期間のうちに急速な進展があるとは考えにくい。日本政府は長期的な財政・債務問題に悩まされることになるだろう。

日本国債の市場価値の安定性や、日本円相場の堅調を背景に、円建ての資産は当面の間、中国の外貨資産の多元化、投資リスク分散に役立つ選択肢となるだろう。しかし、日本国債の利回りの低さ、中・長期的な債務の持続可能性の問題を考えると、今後は日本国債を大量に買い入れ続ける余地は限られてくる。中国が 2010 年 1~4 月に買い増した日本の債権のうち、短期物は 5,177 億円で、中長期物の 234 億円の 22 倍と圧倒的多数を占める。このような満期の構成は、短期・長期的なリスクや収益などを考え合わせれば説明がつくだろう。

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 年北京師範大学経済学院経済学部卒、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。畢馬威華振会計師事務所 (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。

丁 美菊 (Ding Meiju)

フレクストロニクス中国

・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