



中国の外貨準備運用会社の設立に向けた動き

関根 栄一*

要約

1. 中国の外貨準備運用会社（以下、外準運用会社）の設立に向けた動きが、内外の資本市場関係者から注目を浴びている。新会社は、正式にはまだ設立されていない段階ではあるが、2007年5月、新会社による米ブラックストーンへの出資（30億ドル）が発表された。続いて、同年6月、新会社の原資を調達するための特別国債（1兆5,500億元、2,000億ドル相当）の発行が全人代（国会）によって承認され、同年8月に第一期特別国債6,000億元が発行された。2007年9月以降、年内にさらに2,000億元が発行される予定となっている。
2. 新会社は、世界一となった外貨準備の規模の縮小と運用収益の向上を目的に作られるが、国内で人民元建ての特別国債を発行し、いったん過剰流動性を吸収した上で、吸収の見合い分の外貨準備を運用に回す仕組みとなっている。新会社の運用対象としては、証券投資、事業投資、エネルギー投資などが検討されている模様だが、ベンチマークの設定方法が鍵である。第一期特別国債は、期間10年、表面金利4.3%で発行されているが、年間の人民元上昇コストを仮に3%としてこれを加算した場合は、少なくとも7.3%を超える利回りを確保する必要がある。
3. 新会社の設立に当たっては、既に外貨準備を原資とした国有商業銀行への公的資金注入のために設立された「中央匯金投資有限公司」との関係の整理も必要になっている。最近では、外貨準備や石油収入を原資とした各国の政府系ファンドが「国富ファンド」と呼ばれ資本市場での影響力が取りざたされているが、中国の外準運用会社についても、その運用政策や情報開示・透明性などがガバナンスへの注目も高まっている。

I、外貨準備運用会社の設立

中国の外貨準備運用会社（以下、外準運用会社）の設立に向けた動きが、内外の資本市場関係者からの注目を浴びている。2007年1月に党中央・国務院によって開催された全国金融工作会议での議論を受け、温家宝総理は、同年3月の全人代（国会）での記者会見で、外準運用会社の設立を正式に発表した。

その後、外準運用会社は正式にはまだ設立されていない段階ではあるが、同年5月20日、新会社が米国の大手プライベート・エクイティのブラックストーンに30億ドルを出資することが

* 関根 栄一 榊野村資本市場研究所 副主任研究員

発表された¹。次に、外準運用会社の原資として、同年 6 月 29 日、全人代常務委員会第 28 回会議で財政部による人民元建ての特別国債（1 兆 5,500 億元）の発行が承認され、同年 8 月 29 日、第一期特別国債 6,000 億元が発行された。

外準運用会社がどのように設立されどのような活動を行うかについては、これまで特別国債発行に絡めた形で財政部から 3 回しか発表されておらず（図表 1）²、新会社の全体像を把握する

図表 1 特別国債の発行に関する財政部のプレスリリース

日付	ポイント
6月29日2007年	<ul style="list-style-type: none"> ・全人代(国会)は、2007年6月29日、「国務院による財政部の特別国債発行、外貨購入、及び2007年末の国債残高限度額調整に関する議案」を承認した。 ・財政部は特別国債(1兆5,500億元)を発行し、外貨準備を購入し、「国家外匯投資公司」(以下、投資公司)設立の資金源とする。 ・特別国債発行と投資公司設立の意義は以下の通り。 <ol style="list-style-type: none"> ①通貨の流動性の抑制と人民銀行による(介入)圧力の緩和。 ②財政政策と金融政策を協調させ、マクロコントロールの効果を上げる。 ③外貨準備の規模を削減し、運用収益を向上させる。 ④中国の企業の海外進出支援に有利で、国家の経済競争力を向上させる。 ・特別国債は、市場的手法で発行される。流通可能な記帳式国債で、期間は10年以上、発行金利は市場金利に基づき決定される。 ・特別国債はマクロ経済に対しては中立的となるよう発行される。特別国債は、中国人民銀行によって保有され、公開市場操作の有効な一手段となる。 ・特別国債は市場での投資ニーズを満足させる。特に保険会社と全国社会保障基金にととの運用ルートを拡大させる。 ・特別国債は普通国債とは異なり、財政赤字に充てられるものではない。
7月5日2007年	<ul style="list-style-type: none"> ・特別国債の発行は中国人民銀行による売出手形の発行を代替するものであり、全額発行であろうと分割発行であろうと、市場の通貨供給量に直接に影響を与えるものではない。 ・特別国債は中国人民銀行向けに直接に発行されるわけではなく、一定の方法を用い、中国人民銀行の保有する国債を増加させ、公開市場操作の余地を拡大する。 ・特別国債の発行により購入した外貨準備は、主に収益目標を追求して運用される。 ・購入した外貨準備は、株式等のエクイティ投資で運用されるため、IMF(国際通貨基金)が開示を求める外貨準備の範疇には入らず、外貨準備にも算入されない。 ・投資公司是海外での事業投資や証券ポートフォリオ投資を行い、特別国債の発行金利をベースにさらに高い水準の収益率を求め、外貨準備の運用収益を高める。 ・投資公司是国務院の直轄で、国家レベルの公司となる。
8月29日2007年	<ul style="list-style-type: none"> ・8月29日、財政部は第一期特別国債として6,000億元を発行した。期間は10年で、表面金利は4.3%。 ・特別国債発行と「中国投資有限責任公司」設立の意義は以下の通り。 <ol style="list-style-type: none"> ①通貨の流動性の抑制と人民銀行による(介入)圧力の緩和。 ②財政政策と金融政策を協調させ、マクロコントロールの効果を上げる。 ③外貨準備の規模を削減し、運用収益を向上させる。 ・1兆5,500億元の特別国債は分割発行される。一つは、マクロ経済と金融情勢を十分に考慮したためである。もう一つは、国債市場では10年物以上の銘柄が不足しており、10年物、15年物、さらにそれ以上の長期国債を分割発行することで、国債の種類と期間構造の多様化を図るためである。中国の国債市場は、3~5年物の中期債が中心で、1年以内の短期国債と10年以上の長期国債が少ない。 ・第一期特別国債の発行金利の4.3%は、債券市場での10年物国債の収益率と特別国債特有の性質を考慮して決定された。 ・財政部は、国内商業銀行向けに第一期特別国債を発行し、調達した人民元を以って同価値の外貨準備を中国人民銀行から購入する。同時に、中国人民銀行は、外貨準備を売却して得た6,000億元の人民元を以って、国内商業銀行から特別国債を購入する。

(出所) 財政部より野村資本市場研究所作成

¹ 2007年5月20日、ブラックストーンが発表。中国が設立を準備している外準運用会社は、ブラックストーンのIPOに際し、持分証券の10%未満を取得し、少なくとも4年間保有する。取得持分に議決権は付与されない(non-voting common units)。取得価格は、公募価格の95.5%に設定された。この発表は、新会社の運用政策という観点に加え、発表タイミングが第2回米中戦略経済対話の直前であったことから、対米配慮という観点からも話題となった。その後、2007年9月10日、ブラックストーンは、中国の国有化学大手の中国化工集団と、同集団の子会社である中国藍星集団の株式20%を最大6億ドルで買い取ることで合意した。

² 2007年6月29日、同年7月5日、同年8月29日の3回。

ことは本稿執筆時点（2007年9月13日）では非常に難しい。現地報道によると、2007年3月に財政部³次官から國務院副秘書長（内閣官房副長官に相当）に昇格した楼繼偉氏をヘッドとする外準運用会社の設立準備グループ⁴が作られ、同グループは、同年3月に第1回会合を、同年5月に第2回会合を開催し、①新会社の法的・政策的位置付け、②資本注入方法、③コーポレートガバナンス、④運用モデル、⑤中央匯金投資有限責任公司（後述）との関係、⑥法令上の問題、⑦人事スキームなどの課題について議論を行った模様である。また、新会社の設立は、当初は2007年内を目標としているとの現地報道も見られたが、最近では、9月中を目標に設立（会社登記）の準備を進めているとの論調が支配的となっている。

本稿では、続いて、財政部によるプレスリリースや現地報道を参考にしながら、中国の外準運用会社の設立に向け議論・論点となっている資金調達方法、運用政策、ガバナンスについて、その途中経過も含め紹介する。

II. 過剰流動性の吸収を狙う特別国債の発行を通じた資金調達

1. 国内での人民元建て債券の発行

新設の外準運用会社を巡る論点の一つ目は、その資金調達方法である。外準運用会社は、外貨準備の規模の縮小と運用収益の向上を目的に活動していくことになるが、新会社を通じ、単に外貨準備を海外運用に回すだけでは国内の過剰流動性が減るわけではない。すなわち、新会社の設立に当たっては、国内での人民元建て債券の発行を通じ、いったん過剰流動性を吸収した上で、吸収の見合い分の外貨準備を海外運用に回すということが柱の一つとなっている。

中国では、2001年のWTO（世界貿易機関）への加盟以降、貿易黒字や海外からの資金流入を背景に、外貨準備が急増し、2007年6月末には1兆3,326億ドルと世界一の水準に達している（図表2）。また、外貨準備の急増は、中国の国内に過剰流動性と呼ばれる金余り現象を招き、投資過熱やインフレのリスク要因になっている。中央銀行である中国人民銀行は、自らが保有する国債の売却や売出手形の発行を通じ、市中から人民元資金を吸収している。しかし、2007年7月末時点の中央銀行の売出手形の発行額は銀行間債券市場での発行額の72%にも達しており、市中からの人民元資金の吸収のペースにも限度が見え始めている（図表3）⁵。

2. 債券発行の具体的なイメージ

2007年6月29日に決定された特別国債の発行規模は、外貨準備2,000億ドルに相当する1兆5,500億元である⁶。従って、新会社の資金調達は、①1兆5,500億元規模の特別国債を財政部が発行、②調達した人民元を中国人民銀行（国家外為管理局）との間で外貨準備と交換（購入）、③交換された外貨準備を新会社を通じて海外運用に回す、という方法となる。2007年8月29日に発行された特別国債6,000億元は、中国農業銀行を引受先として銀行間債券市場で発行され、同日付で中国人民銀行は中国農業銀行から6,000億元の特別国債の全額を買い取る買切りオペを

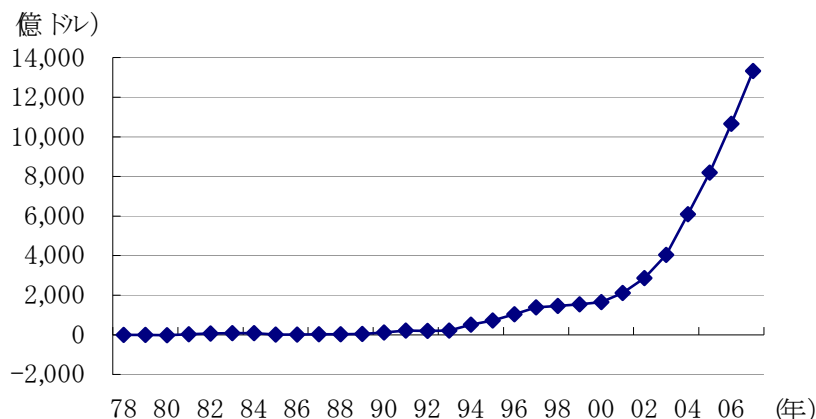
³ 「部」は「省」に相当。

⁴ 財政部、中国人民銀行、国家外為管理局、中国銀行業監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、中国保険監督管理委員会、國務院法制弁公室など11部門から構成されているとされる。

⁵ 外貨準備の増加と過剰流動性発生メカニズムについては、野村資本市場研究所「中国証券市場ハンドブック2007」参照。

⁶ かねてより現地報道では、海外運用を想定する外貨準備の規模として2,000～3,000億ドルが想定されていた。

図表 2 近年の外貨準備の推移



(注) グラフの最新の数字は2007年6月末時点。
 (出所) 国家外為管理局より野村資本市場研究所作成

図表 3 中国人民銀行による売出手形の発行状況

	単位: 億元										
	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年 1~7月
㊦) 中央銀行売出手形	119	0	0	0	0	1,938	7,227	17,037	27,882	36,574	29,701
㊧) 債券発行額合計	2,085	6,204	4,370	4,416	5,849	9,944	17,647	27,296	41,182	57,096	41,451
㊦) / ㊧)	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.5%	41.0%	62.4%	67.7%	64.1%	71.7%

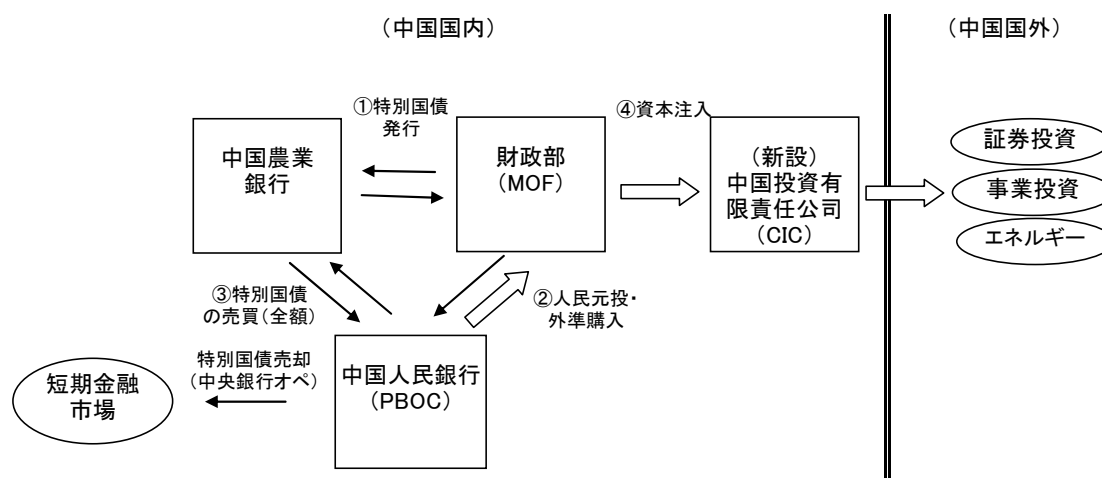
(注) 銀行間債券市場での発行額
 (出所) 「中国債券信息网」より野村資本市場研究所作成

実施した (図表 4)。

今回の発行スキームに関するポイントとして以下の二点を指摘できる。一つ目は、特別国債は、金利上昇など国内金融市場への影響を配慮し、分割して発行されることとなったという点である。今後も会社設立のタイミングや市況をにらみながら、残りの 9,500 億元が発行されることになる。二つ目は、特別国債がいったん銀行間債券市場で発行されたのは、中央銀行による国債の直接引受が禁止されているためで、発行された特別国債の全額を引き受けた中国農業銀行は、直ちに中央銀行に全額売却しているという点である。中央銀行によって中国人民銀行が保有する特別国債は、今後は市中での売却を通じ「公開市場操作」の一つとして使われることとなる。実際、2007年9月4日には、中国人民銀行は特別国債を使った売り現先オペを実施した (100 億元、期間は 182 日、落札利回りは 3.2%)。2,000 億ドルに相当する特別国債の発行が、1 兆 5,500 億元の公開市場操作に相当するといわれる所以である。

財政部は、残る 9,500 億元の特別国債の発行枠に関し、2007 年中に 2,000 億元を銀行間債券市場で発行することを明らかにした (2007 年 9 月 10 日、図表 5 参照)。うち 1,000 億元は 9 月中に 3 回にわたって発行され、残り 1,000 億元は 2007 年第 4 四半期 (10~12 月) に発行される。今回の計 2,000 億元の特別国債については、銀行での店頭取引を通じ、個人も購入できることが特徴である。

図表4 第一期特別国債 6,000 億元の発行イメージ



(注) 2007年8月29日発行。

(出所) 財政部及び現地報道より野村資本市場研究所作成

図表5 特別国債の発行実績と計画

名称	発行金額 (億元)	期間	発行金利 (%)	発行日	発行市場
第一期特別国債	6,000	10年	4.3	2007年8月29日	銀行間債券市場 (中国農業銀行)
第二期特別国債	1,000	15年	未定)	2007年9月17日入札	銀行間債券市場 銀行での店頭取引を通じ個人も購入が可能)
第三期特別国債		10年	未定)	2007年9月21日入札	
第四期特別国債		15年	未定)	2007年9月28日入札	
2007年第4四半期	1,000	未定)	未定)	2007年10~12月	未定)
2008年以降	7,500	未定)	未定)	未定)	未定)
発行枠合計	15,500				

(出所) 2007年9月10日付財政部プレスリリースより野村資本市場研究所作成

Ⅲ、新会社の運用政策

1. 外貨準備の運用の多様化

中国の外貨準備の相当の部分は、米国債を中心とする米ドル建て資産で運用されているといわれる。世界一の巨額の外貨準備の米ドル建て資産中心での運用は、米ドルの下落による資産価値が減少するリスクにさらされているともいえる。また、米ドル建て資産の他通貨建て資産へのスイッチングを行う場合も、このスイッチングの規模と頻度によっては自ら米ドルの下落を招きかねないというリスクも考えられる。

このため、中国政府は「外貨準備の経営管理を強化し、外貨準備の運用ルートと方法を積極的に検討し開拓する」（「2006年中国国際収支報告」⁷⁾）という方針の下、専門の外準運用会社の設立を決定した。前述の2007年3月の全人代でも、温家宝総理は、①中国が外貨準備の運用の多様化を進めているのは外貨準備の安全性を考えてのことである、②中国は外準運用会社を設立するが、この会社はいかなる官庁との関係も無く国の法律に従って外貨を運用し管理・監督を受け外貨の価値の維持・増加をはかる、③中国の外準運用会社の設立が米ドル相場に影響を与える

⁷⁾ 国家外為管理局。

ことは無い、と発言している。

2. 運用政策と収益性

新設の外準運用会社の運用対象としては、証券投資（債券、株式）、事業投資（不動産、エクイティ投資も含む）、エネルギー投資（戦略物資の購入も含む）などが検討されている模様である（前掲図表 4）。財政部は、新会社の設立の目的の一つとして、中国企業の海外進出の支援と国際競争力の向上をあげている（前掲図表 1）⁸。

そもそも外貨準備は、①通貨当局が為替介入に使用する資金、②通貨危機などにより他国に対して外貨建債務の返済などが困難になった場合に使用する準備資産と定義されている⁹。従って、全ての外貨準備を新会社を通じて運用にまわせるわけではない。中国が必要としている合理的な外貨準備について、国務院発展研究センター金融研究所の夏斌所長が試算したところでは、①対外債務返済用として約 3,000 億ドル、②輸入決済用として 3,600 億ドル、③緊急時用として約 800 億ドル、合計 7,000 億ドル～7,400 億ドルとしている¹⁰。従って、2007 年 6 月の特別国債の発行規模として想定された外貨準備 2,000 億ドルは、夏所長の論文の執筆時点を考えると、2006 年末の外貨準備 1 兆 663 億ドルから中国にとって合理的な外貨準備 7,000～7,400 億ドルを控除した水準を想定したものと想像される¹¹。

また、運用対象の収益性の確保も重要であるが、何をベンチマークとするかも注目される。第一期の特別国債 6,000 億元は、期間 10 年、表面金利 4.3%で発行されているが、これを新会社の基本的な資金調達コストとして、さらに年間の人民元の上昇率を 3%前後と仮定して加算した場合、新会社の海外運用では少なくとも 7.3%を超える利回りを確保する必要があることになる¹²。新会社によるブラックストーンへの出資は収益性も考えてのことと思われるが、これから類推すると、新会社の運用政策は、最初は安全資産から始まり徐々にリスク資産にシフトしていくという単純な構図というよりも、最初から収益性も勘案したリスク資産による運用も行っていく方法も想定・検討しているものと考えられる¹³。また、新興国向けに投資を行う場合（特にエネルギー投資）は、中国政府による新興国に対する経済協力的色彩も加わってこよう。

⁸ 2007 年 6 月 29 日付プレスリリースでは中国企業の海外進出支援と国際競争力強化を掲げていたが、2007 年 8 月 29 日付プレスリリースでは、新会社設立の目的から落とされている。外貨準備を使った中国企業の海外進出支援に対する海外からの懸念を意識したものと推察される。

⁹ 日本銀行ホームページ。

¹⁰ 夏斌・陳道富「外貨準備急増への対応」『季刊中国資本市場研究』2007 年春号（財団法人東京国際研究クラブ）。

¹¹ 中国政府は、チェンマイ・イニシアティブの一環として、6 カ国と合計 155 億ドルの二国間通貨スワップ協定を締結しており、今後アジア地域で金融危機が発生した場合にこの分もバッファーとして見込んでおく必要がある。6 カ国の内訳は、締結国双方が義務を負う協定として日本（30 億ドル）、韓国（40 億ドル）、中国が片務的に義務を負う協定としてインドネシア（40 億ドル）、タイ（20 億ドル）、マレーシア（15 億ドル）、フィリピン（10 億ドル）となっている（2006 年 12 月末時点）。

¹² このほかに、事務コストや、委託運用を行う場合は委託費用も加味する必要があるだろう。

¹³ 2007 年 6 月 8 日付中国証券報によれば、ブラックストーンの次の投資先として、世界最大の鉱物資源会社である BHP ビリトンへの投資が取りざたされている。なお、温家宝総理の「中国の外準運用会社の設立が米ドル相場に影響を与えることは無い」というコメントは、①既存の通貨別運用資産ポートフォリオの中での組み替えを中心に想定しているのか、あるいは②外貨準備の新規増加分を新会社での運用に回すのか、判然としていない。

IV. 外準運用会社の組織形態・ガバナンスは？

1. 「中央匯金投資有限責任公司」との関係

新しく設立される外準運用会社は、2006年より既に海外運用に着手している全国社会保障基金¹⁴と同様、国務院（内閣）の直轄組織となる予定であるが、組織形態・ガバナンスをどのようにするかが論点の一つとなっている。

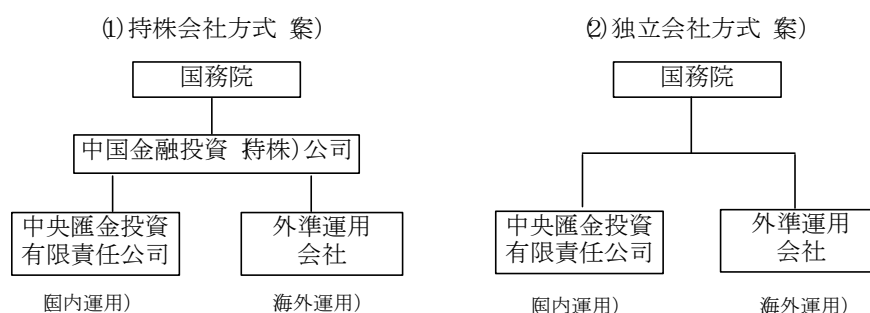
実は、中国には、既に外貨準備を原資とした国有商業銀行への公的資金注入のための会社が存在する。それは、「中央匯金投資有限責任公司」（英文名称：SAFE Investment、以下、匯金公司）¹⁵で、2003年12月、中国建設銀行、中国銀行にそれぞれ外貨準備から225億ドル、計450億ドルが同公司を通じ注入されている¹⁶。その後、2005年4月には中国工商銀行に対しやはり外貨準備から150億ドルが同公司を通じ注入されている。

匯金公司は、董事会（取締役会）と監事会（監査役会）によって運営されており、役員は中国人民銀行、国家外為管理局、財政部から派遣されている。経営幹部の董事長（取締役会会長）や総経理（社長）は人民銀行・外為局による中央銀行ラインが就任している。

2. 複数の組織形態・ガバナンス（案）

外準運用会社設立に当たっては、既存の匯金公司を国内運用部門、新会社を海外運用部門と位置づけ、国内運用と海外運用とを分ける案がある。また、組織形態・ガバナンスとしては、国務院の下に中間持株会社を作り、さらにその下に匯金公司と新会社をぶら下げる持株会社方式（案）と、国務院が匯金公司と新会社をそれぞれ管理監督する独立会社方式（案）とが並行して検討されているようである（図表6）。

図表6 外準運用会社の組織形態・ガバナンス（案）



（出所）2007年3月30日付第一財經ほか現地報道より野村資本市場研究所作成

¹⁴ 2000年8月、社会保険基金の将来の財源不足に備え作られた。部（省）と同格の理事会が実際の運営に当たっている。

¹⁵ 「匯金」は、中国語で“huijin”（ホイジン）と呼ばれる。

¹⁶ 銀行サイドでは、注入された外貨資産（外準）の人民元転を禁じられている。また、各銀行では、資本の部に人民元建の匯金公司からの出資が計上され、資産に外貨資産が計上されているが、外貨資産の大部分について、匯金公司との間でオプション契約（一定価格で外貨の買戻しを求める権利を設定する契約）を結ぶことで、匯金公司に為替リスクをシフトしている。（以上、露口洋介「動き出す中国の外貨準備」『外交フォーラム』2007年7月号）

勿論、新会社の名称についても検討が行われている。財政部は、2007年6月29日付と7月5日付のプレスリリースの中で、新会社を「中国国家外匯投資公司」と呼んでいたが、最新の2007年8月29日付プレスリリースではこれを「中国投資有限責任公司」と呼んでいる。英文呼称については、現地報道では“China Investment Corporation”（略称、CIC）と呼ぶケースがある。

なお、外準運用会社の組織形態・ガバナンスの検討に当たっては、既存の匯金公司も含め、財政部門や中央銀行といった複数の部門による主導権争いも陰を落としているようである。

V. むすびにかえて

外貨準備を原資とした海外運用を行う政府系機関投資家は、実は中国だけではない。古くは1974年に設立されたシンガポールのテマセク（Temasek）や、1981年に設立された政府持株会社としてのシンガポール政府投資公社（GIC）¹⁷、近年では2005年に設立された韓国政府投資公社（KIC）¹⁸といった先行ケースがある。また、先進国では、ノルウェーのケースが著名である。ノルウェーは、そもそも政治からの独立性の高い中央銀行自身が運営する運用管理会社（NBIM）¹⁹を行内に設立し、外貨準備のみならず、政府年金基金や石油備蓄基金の海外運用も行っている。

最近では、外貨準備や石油収入を原資とした各国の政府系ファンドを「国富ファンド」（SWF）²⁰と呼び、今後、世界の資本市場での影響力を強めていくとの分析もある。かかる国富ファンドのガバナンスや運用方針は各ファンドごとに異なるが、世界一の外貨準備を有する中国の場合、資本市場に対する影響度合いが大きいことから、新会社の運用政策やその情報開示や透明性に関し注目が集まっている。海外運用で先行する全国社会保障基金と合わせ、外準運用会社の設立の動向が引続き注目される。

著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 副主任研究員。

1969年生まれ。1991年早稲田大学法学部卒業、1996年北京大學漢語センター修了、2002年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了（学術修士）。1991年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006年5月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号などがある。

¹⁷ Government of Singapore Investment Corporation の略称。

¹⁸ Korea Investment Corporation の略称。

¹⁹ Norges Bank Investment Management の略称。

²⁰ Sovereign Wealth Fund の略称。「国家資産基金」と訳されることもある。

