

中国の外貨投資会社の設立と 国際金融市場への影響

外貨準備高が1兆ドルを超えた中国は、国家外貨投資会社を設立し外貨準備の積極運用に乗り出そうとしている。初期投資額でも2千億ドルと想定される巨大投資会社の出現は、世界の証券市場、中でも米国債市場、ならびにドル相場にも大きな影響を与えるだろう。

¹⁾最近、中国の外貨準備高が1兆ドルを超えた。中国政府は、外貨準備の積極運用という方針を打出し、国家外貨投資会社の設立を予定している。かつてない巨大な投資会社の登場は、中国自身の外貨管理政策だけでなく、米国あるいは世界経済にも大きな影響を及ぼすに違いない。

増加する中国の外貨準備

ここ数年、中国の外貨準備高は、急激に増加している。2004年の増加額は2,000億ドルを超え、2006年末時点の外貨準備高は1兆633億ドルとなった。このまま行くと、2011年には、2兆ドルを超えると予想される。

外貨準備高は多ければ良いというものではない。巨額の外貨準備の保有には、以下のようなデメリットがある。

1) 機会費用が高い

外貨準備は基本的に米国国債に投資されているが、その収益率は直接投資に比べ遥かに低い。多額の外貨準備の保有は高い機会費用を支払うのと同じ意味を持つ。

2) 中央銀行の負債が増加する

外貨準備は中央銀行の貸借対照表に資産として計上されるが、それは人民元の負債と相応する。さらに、ドル安となれば外貨準備に関わる含み損も発生する。

3) 過剰流動性の発生

中国の外貨管理政策の一つに強制決済制度がある。これにより、外貨準備が増加すると外貨交換用に発行される人民元も増加することになる。これは中国国内の過剰流動性を引き起こしている主な原因だといわれている。

このため中国政府は、外貨準備として必要な額を上回る部分を積極的に運用していこうと考えたのである。

2003年末に中国政府は、外貨準備の積極運用の第一歩として中央匯金投資会社を設立し、外貨準備を用いて国有銀行、証券会社に対する株式投資を行ってきた。今回の構想は、シンガポールのGIC²⁾や韓国のKIC³⁾を参考に国家外貨投資会社を設立し、グローバルに外貨資産の運用を行おうというものである。

新しい外貨投資会社の設立

手元の情報によると、中国政府は、2007年末までに、国務院（内閣）が直轄する国家外貨投資会社を正式に設立する予定である。投資会社は人民元債券を発行して中央銀行や商業銀行の外貨準備と交換し、その資金を運用する。当初の資産規模は2,000億ドルとされている。現在、中国の外貨準備高は1兆1,000億ドルだが、1年間の輸入に対する準備としては9,000億ドルあれば十分（ちなみに、2006年中国の輸入額は7,916億米ドル）であり、この超過分が運用対象となる。

2,000億ドルという額は、シンガポールGIC

Writer's Profile



何帆
He Fan

中国社会科学院
世界经济政治研究所
所长補佐

専門はマクロ経済、世界経済

の1,000～1,500億ドル、韓国KICの初期投資予定額200億ドルなど、他国の外貨投資会社と比べても非常に大きな規模であり、世界的にも大きな注目を浴びている。

さらに注意が必要なのは、この2,000億ドルがあくまで初期投資額だということである。その後、中国政府がこの投資会社に新たな資金（外貨準備）を注入するか、また、どの程度の割合を注入するかは、主に以下の3つの点から決まると考えられる。

- 1) 投資会社の運用パフォーマンス
- 2) 中国の外貨準備の増加水準

内需主導型の経済政策により、今後、輸入増が輸出増を上回ると想定される。この場合、外貨準備の増加は小さくなる。

- 3) 中央匯金投資会社の外貨利用状況

投資先企業の上場が進んでおり、中央匯金投資会社の当面の役割は終了しつつあると言えるが、その後の同社の位置づけは、外貨準備高の利用に影響を与える。

投資会社の投資対象

外貨投資会社の投資先としては、外国国債、外国社債、外国株式、対外直接投資、エネルギーあるいは一次産品の購入等が考えられる。もちろん米国債は、依然として外貨投資会社の重点投資先になるだろうが、その比率の低下は避けられないだろう。ただ米国債の大規模な売却は価格下落を引き起こし、外貨準備に大きな損失を与えかねないので、慎重な対応を要するだろう。外国国債以外の債券では、社債、特に米国MBS（Mortgage Backed Securities）が検討に値するだろう。

また、エネルギーや資源の価格上昇に対するリスクヘッジという意味から、外国のエネルギー・資源株への投資も検討すべきだろう。さらに、対外投資が少なすぎると言う政府首脳の発言からも、投資会社が対外直接投資を進めると考えられるが、中国政府というバックがあることから敬遠されることも予想される。

予想される米ドルと市場への影響

2006年末、米国の国債残高は8.7兆ドル、うち取引可能なものは4.1兆ドルであり、各国中央銀行をはじめとする外国投資家の保有残高は2.2兆ドル（約54%）となっている。従って、外国投資家が一時期に大規模な米国債の売却を行った場合、米国の債券市場のみならず、米ドルの為替レートにも大きな影響を与えるだろう。大量売却により米国債の価格が大幅に下落し、それがドル安を招き、さらにまた米国債の売却に拍車をかけるということが想定される。

新しい国家外貨投資会社の初期ポートフォリオには、大量の米国債が含まれることになると考えられる。性急に米国債を売却すると、上述のような市場の連鎖反応によりドル安が避けられなくなり、その影響で中国にも不利益がもたらされる可能性もある。外貨投資会社としてはそのような状況は避けたいだろう。したがって、中国外貨投資会社は、初期ポートフォリオに保有している米国債の配分調整を漸進的かつ慎重に行い、市場にマイナスの影響を与えないようにしなければならない。その後、新たに投資会社に注入される外貨準備については、米国債の投資比率は引き下げられることになるだろう。

米国債の投資比率を引き下げる動きは他の国でも見られる。2006年3月で、米ドル資産が全世界の外貨準備高に占める比率は約66%だが、発展途上国には外貨準備における米ドルの割合を減少させ多貨幣化を進める動きがある。このような米国債の投資比率の減少が、グローバルな各国共通の行動パターンとして認識されてくれば、資本流入によって経常収支の赤字を調整するという米国の基本構造が崩れてくることになるだろう。そうなれば米国債券市場や米国経済の調整は避けられなくなる。その際の唯一の不確定要素は、調整の時期と大きさだけである。

NOTE

1) このレポートは何帆博士の論文を翻訳の上、要約したものである。脚注は要約者によるもの。

2) シンガポール政府投資公社（Government of Singapore Investment Corporation）外貨準備の運用のために1981年に設立された。世界の株式、債券、不動産、外国為替、コモディティ、オルタナティブ、未公開株等に投資する。

3) 韓国投資公社（Korea Investment Corporation）、2005年にシンガポールGICにあって設立された。当初の運用予定額は外貨準備200億米ドルで、外貨建て資産に投資することになっている。

（要約：富永洋子）