

中国：外貨準備と CIC の運用の多様化に向けた動き<sup>1</sup>

関根 栄一

## ■ 要 約 ■

1. 国際金融界では、2009年3月に中国人民銀行（中央銀行）・周小川総裁が提起した「スーパー・ソブリン準備通貨」構想が話題となっている。同構想は長期的な課題として位置付けられる一方で、短中期的には、外貨準備本体か中国投資有限責任公司（CIC）のいずれを指すのかは特定されていないが、2009年7月の国内の会議で、温家宝総理が中国企業の海外進出戦略を中国の外貨準備運用と結びつけたことが注目されている。
2. 中国の外貨準備は2006年2月に日本を抜いて世界一となり、2009年6月末時点では2兆1,316億ドルとなっている。また、中国の外貨準備は、その7割が米ドルと言われているが、その大部分が米国債で運用されているとされる。中国全体の米国債保有残高は、2009年6月末時点で7,764億ドルとこれも世界一となっている。
3. 中国の外貨準備を運用しているのは国家外為管理局で、具体的には同局内の準備資産管理司が担当している。外貨準備の運用の多様化の一環として、2009年に入ってから IMF（国際通貨基金）の発行する SDR 建て債券を購入する方針を打ち出している。また、2008年からは、海外の資源株や金融株による運用も始めている。
4. 2007年9月に設立された CIC は、資本金 2,000 億ドルの運用について、当初、海外運用分は資本金の 3 分の 1 を充てる方針を打ち出していたが、2008 年度アニュアルレポートでは資本金の 50% 超を充てることとしており、運用方針の重大な変更が行われた。海外運用では、2007 年から 2008 年までの試行期間を経て、2009 年に入ってから、運用体制の変更、新たな人材募集を行う傍ら、投資再開に向けて動き出している。
5. 外貨準備本体は、東アジアにおける二国間通貨スワップの取極めのネットワークであるチェンマイ・イニシアティブに用いられている。また、将来、中国の外貨準備における通貨構成が変更された場合、国際通貨体制の行方にも影響を与えよう。中国政府自身は、外貨準備の運用の多様化を目指す方針に変更は無いとしており、今後も、様々な試みが模索されていくこととなる。

<sup>1</sup> 本稿は、公益財団法人東京国際研究クラブの許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2009Vol.3-3より転載している。

## I はじめに

現在、国際金融界では、2009年3月23日付で発表された中国人民銀行（中央銀行）・周小川総裁による「国際通貨体制に関する考察」と題した論文が話題となっている。同論文では、米ドルを念頭に、特定の通貨が準備通貨（基軸通貨）を兼ねる現在の国際通貨体制の限界を指摘した上で、主権国家の枠を超えた準備通貨、いわゆる「スーパー・ソブリン（Super-Sovereign）準備通貨」の創出を提案した。具体的には、SDR（特別引出権＝Special Drawing Rights）<sup>2</sup>を準備通貨として活用すべきと提案している。

一方、「スーパー・ソブリン準備通貨」の創設は長期的な課題であることも事実であり、外貨準備本体の運用並びに外貨準備から切り離して設立した中国投資有限責任公司（China Investment Corporation：CIC）の運用については、当面は現実的な対応を考えざるを得ない。本稿では、外貨準備本体とCICの運用の現状を整理するとともに、今後予想される運用の多様化に向けた試みを探っていく<sup>3</sup>。特に最近では、温家宝総理が、中国政府の在外公館の大使を北京に集め、2009年7月17日～20日の日程で開催された第11回在外使節会議で、中国への外資導入と同時に、中国企業の海外進出戦略（走出去）を加速し、外貨準備運用と企業の海外進出を結びつけ、対外投資と商品輸出を結びつけることを強調したことが話題となっている<sup>4</sup>。ここで言う外貨準備は、中国人民銀行が管理する外貨準備を指すのか、あるいはCICを指すのかは特に区別されていないが、①温家宝総理自らが中国企業の海外進出に外貨準備を活用すること、②在外公館の大使にもその旨を徹底したことは、中国の外貨準備の運用の多様化に一石を投ずるものとして注目されている。

## II 外貨準備の運用～香港経由で株式による運用も

### 1. 外貨準備の推移と米国債中心の運用

#### 1) 世界一の記録更新を続ける中国の外貨準備

中国では、貿易黒字や対内直接投資などにより海外からの資本が流入する一方で、中国人民銀行による外貨集中制が敷かれ、人民元高圧力を回避するための人民元売り・外貨買いの為替介入を行っていることから、急激な資本流出が起こらない限り、外貨準備が構造的に蓄積する仕組みとなっている。

中国の外貨準備は2006年2月に日本を抜いて世界一となり、2009年6月末時点では

<sup>2</sup> SDRとは、加盟国の既存の準備資産を補完する為に1969年にIMF（国際通貨基金）が創設した国際準備資産を指し、IMFのクォータ（出資金）に比例して加盟国に配分される。SDRの価値は、主要4大国・地域の国際通貨バスケット（加重平均）に基づいて決められ、IMFや一部の国際機関における計算単位として使われている。

<sup>3</sup> CICの設立経緯については、関根栄一「中国の外貨準備運用会社の設立に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2007年秋号（公益財団法人東京国際研究クラブ）を参照。

<sup>4</sup> <http://www.china-embassy.or.jp/jpn/xwdt/t574629.htm>

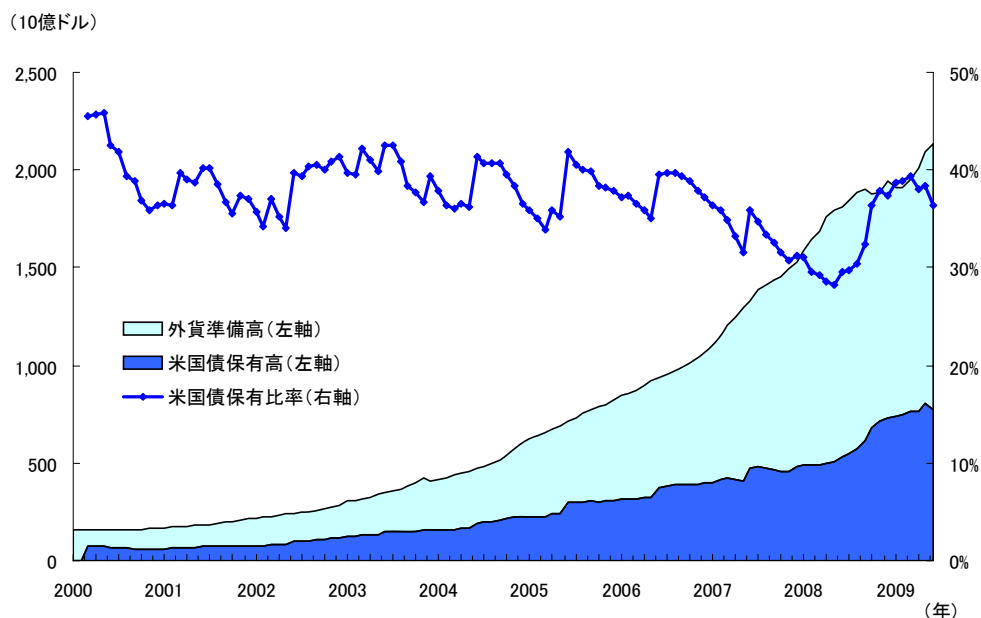
前年比 17.8%増の 2 兆 1,316 億ドルと、2 兆ドル台に乗った (図表 1)<sup>5</sup>。同じ時点の日本の外貨準備は 1 兆 192 億ドルであることから、その 2 倍を超える水準となっている。

## 2) 米国債の保有も世界一

現在、中国の外貨準備は、その 7 割が米ドルと言われているが、その大部分が米国債で運用されているとされる。米国財務省の最新のデータによると、中国全体の米国債保有残高は 2009 年 6 月末時点で 7,764 億ドルと世界第 1 位となっている (ランキングについては後述)。ちなみに日本は 7,118 億ドルで世界第 2 位である。

ところで、中国全体の 2009 年 4 月末時点の保有米国債は、同年 3 月末の 7,679 億ドルに比べ 44 億ドル減ったことが話題となった。これに対し中国外務省の秦剛報道官は、①外貨準備による米国債を含む海外資産の購入は、安全性、流動性、増価性<sup>6</sup>に基づき、必要性に沿って実施するのが原則、②海外資産の購入額や購入時期などは当該原則に基づいて決定する、との見解を示した<sup>7</sup>。その 1 ヶ月後の同年 5 月末時点では前月末比で 380 億ドルも保有残高が増えている一方で、6 月末時点では前月末比で 251 億ドル減少している。米国債の保有統計には、各国の外貨準備だけではなく民間部門も含まれるため、必ずしも中国の外貨準備だけにその増減の要因を求めることはできない。中国国内の有力メディアでは、6 月末時点の保有残高の減少という事実

図表 1 中国の外貨準備高と米国債保有動向



(注) 2009 年は 6 月までの数値。  
(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> 2009 年 7 月 15 日、中国人民銀行発表。  
<sup>6</sup> 中国語で運用資産の価値向上を指す。  
<sup>7</sup> 2009 年 6 月 16 日付コメント。

関係だけで中国政府が外貨準備による米国債保有を減らし始めたとは判断することは難しいと指摘するものがある一方で<sup>8</sup>、外貨準備の運用の多様化を追求していることの表われと指摘するものもある<sup>9</sup>。

### 3) 米国債保有のジレンマ

むしろ注目すべきは、中国の外貨準備による米国債の保有比率の動向である。2000年以降の中国全体の米国債の保有比率は、増減を繰り返してきたが、緩やかな逡減傾向を辿り、2008年5月末には28.2%まで低下した。ところが、その後、保有比率は上昇基調に入り、2009年3月末までは39.3%と、この一年間でむしろ10%以上も高まってきたのが実状である。その後2009年6月末時点では、前述の通り36.4%に減少している。

中国の外貨準備による米国債保有を米国側から見ると、金融業界や自動車業界に対する支援や環境・インフラ整備に必要な財政資金を確保するためには、米国債の安定的発行は不可欠であり、中国政府に対する買入期待は引続き強い。中国政府の協力なくして米国債が安定的に発行できない点からは、既発債・新発債ともに中国側に「人質」に取られていると言える。

これを逆に中国側から見てみると、短期的には主権国家を超えた準備通貨体制の構築が困難な中で、米ドル建て資産の価値下落は外貨準備の目減りにつながる。加えて、保有米国債を急速に売却すれば、世界的な長期金利の上昇のトリガーを引く可能性が高く、「中国責任論」が世界的に台頭するかもしれない。この意味では、中国の巨大な外貨準備自体が「人質」になっているともいえる。このことから、両者ともに最終的に政策協調するほかないのである。実際に中国側の動きを見ると、2009年6月28日、スイス・バーゼルで開催されたG20による金融安定理事会（FSB）に出席した中国人民銀行の周小川総裁は、「中国の外貨準備の運用は安定的なもので突然変更することは無い」旨の発言を行っている。但し、中長期的には外貨準備の運用の多様化を目指していくこととなろう。また同じ米国債を保有するにしても、運用の機動性を高めるため、中長期債の保有比率を減らし、短期債の保有比率を高めていく可能性も残っている。

2009年7月29日・30日に、米オバマ政権の下で新たに構築された「米中戦略・経済対話」でも、中国政府の米国債保有を巡る議論の行方に注目が集まっていた。ただ実際には、米国政府は民間部門の貯蓄増加、中国政府は内需拡大をそれぞれ目指すことが文書で合意されたものの、準備通貨としてのドルの安定性や地位に関する議論や、人民元為替レートの問題も両国間で突っ込んだやり取りは無く、両国間の協調が演出されるに留まった模様である<sup>10</sup>。

<sup>8</sup> 2009年8月18日付財経網。

<sup>9</sup> 2009年8月20日付人民日報海外版。

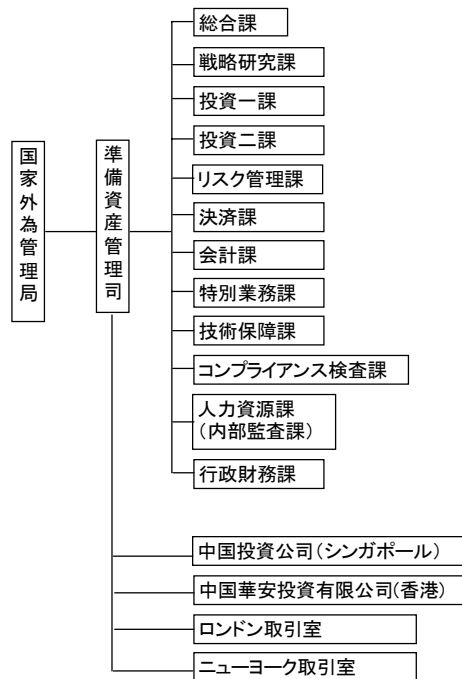
<sup>10</sup> <http://www.treas.gov/press/releases/tg240.htm>

## 2. 外貨準備の運用体制

中国の外貨準備の運用は、中国人民銀行の外局である国家外為管理局が担当している。2009年7月には、国家外為管理局の幹部人事があり、局長は胡曉煉氏から易鋼氏に交代した。同局局長は、中国人民銀行の副総裁と兼務となっている。外貨準備の運用に関する同局内の具体的な担当部門は、準備資産管理司<sup>11</sup>となっている（図表2）。準備資産管理司は、同司内の中央外為業務センター<sup>12</sup>と一体となって運営されている。

準備資産管理司内の組織構成は、現地報道等によると、前述の図表2の通り合計12の「課」（中国語では「処」）がある模様である。具体的には、運用政策は戦略研究課が企画立案し、投資一課と投資二課が実際の運用を行う体制で、投資一課が米ドル建て資産の運用を、投資二課がユーロ及び円建て資産等の運用をそれぞれ分担している。また、海外にも拠点を持ち、シンガポール、香港、ロンドン、ニューヨークでも運用業務を行っている模様である。特に有名なのが、香港の中国華安投資有限公司（Safe Investment Company Limited）である。なお、準備資産管理司全体の人数は、特段開示されていない。

図表2 国家外為管理局：準備資産管理司の構成



（出所）国家外為管理局、各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> 英文名称は、Reserves Management Department。

<sup>12</sup> 英文名称は、Central Foreign Exchange Business Center。

### 3. 外貨準備の運用の多様化に向けた動き

#### 1) SDR 建て債券の購入

前述の中国人民銀行・周小川総裁による「スーパー・ソブリン準備通貨」の提唱をきっかけに、国際通貨体制の改革に対する論議が高まる中で、2009年6月16日、ブラジル、ロシア、インド、中国のいわゆる BRICs4 カ国による初の公式首脳会談が、ロシア中部のエカティンブルクで行われた。BRICs4 カ国の2009年6月末時点での世界の外貨準備に占める割合は約46%、同年6月末時点での米国債の保有比率は約32%と、その存在感は極めて大きい（図表3）。

同首脳会談では国際通貨制度改革について踏み込んだ合意は見られなかったが、国際金融界での新興国の発言力を高めるという点については一致を見た。新興国の発言力強化の流れは、国際金融機関の出資比率の見直しにもつながる議論である。その代表的な機関である IMF（国際通貨基金）の場合、急激に各国の出資比率を見直すことは出来ないが、新規の財源の調達に当たり2009年はSDR建ての債券を発行する計画で、2009年7月1日の理事会で正式に承認された。IMF債券については、既に中国が500億ドル、ロシアが100億ドル、ブラジルも100億ドル、最大で計700億ドルと、3カ国が自国の外貨準備を用いて購入する見通しである。その後、中国は、2009年9月2日、IMFとの間で最高500億ドルのIMF債券の購入について正式に合意した。残るインドも、9月に入り最大100億ドルの購入を表明した。

#### 2) 個別株での運用も

国家外為管理局は、公式には開示していないが、外貨準備の運用の多様化の一環として、海外の資源株や金融株による運用も始めているようである。

図表3 外貨準備高及び米国債保有にかかる BRICs の存在感

順位	外貨準備(2009年6月末)			順位	米国債(2009年6月末)		
	国・地域名	金額(億ドル)	シェア(%)		国・地域名	金額(億ドル)	シェア(%)
1	中国	21,316	32.64	1	中国	7,764	22.95
2	日本	10,473	16.04	2	日本	7,118	21.04
3	ロシア	4,134	6.33	3	英国	2,140	6.33
4	インド	2,654	4.06	4	ブラジル	1,398	4.13
5	韓国	2,319	3.55	5	ロシア	1,199	3.54
6	香港	2,070	3.17	6	ルクセンブルク	1,042	3.08
7	ブラジル	2,015	3.08	7	香港	998	2.95
8	ドイツ	1,915	2.93	8	台湾	770	2.28
9	スイス	1,753	2.68	9	スイス	716	2.12
10	シンガポール	1,732	2.65	10	ドイツ	539	1.59
	BRICs	30,119	46.12	13	インド	393	1.16
	全体	65,312	100.00		BRICs	10,754	31.79
					全体	33,824	100.00

- (注) 1.外貨準備高は63カ国・地域の集計から成る。  
2.外貨準備高の全体の金額は、2009年3月末時点の数値。  
(出所) IMF、米国財務省より野村資本市場研究所作成

中国の政府系シンクタンクと大学が共同で作ったグローバル M&A 研究センター<sup>13</sup>が毎年発行している『中国 M&A 報告』の 2009 年版によれば、金融部門の M&A（クロスボーダーを含む）の著名な案件として、外貨準備本体による仏トータルや英ブリティッシュ・ペトロリアムといった資源株や、英プルデンシャルといった金融株の取得を取り上げており、2009 年に入ってから保有し続けていることが確認されている（図表 4）。中国の外貨準備の運用を巡っては、中国国内で、海外の石油資源の獲得や国内の石油備蓄基地の建設に使うべきとの意見もある。これは、外貨準備を証券で運用するだけでなく、石油関連商品でも運用すべきだという議論であり、中国では「外貨と石油の交換」とも言われている。

また、中国政府は、外貨準備による金保有の割合も高めている。2009 年 4 月 24 日、国家外為管理局の胡曉煉局長（当時）は、中国全体の金準備が 2003 年時点から 454 トン増加し、1,054 トンになったことを明らかにした<sup>14</sup>。この結果、世界各国・地域及び公的機関の金保有量で、中国は世界第 6 位となっている<sup>15</sup>。中国では、個別株での運用に加え、外貨準備本体の運用の多様化に向けた取り組みが引続き行われていることが分かる。

図表 4 中国：外貨準備本体による個別株での運用

時期	購入者	購入企業	詳細
2008年4月	中国人民銀行 (国家外為管理局)	仏トータル(Total) 英ブリティッシュ・ペトロリアム (BP)	2008年4月初旬、国家外為管理局(SAFE)は、数ヶ月のオペレーションを通じて、合計28億米ドル(約196億元)で仏トータル(Total)の1.6%の株式持分を購入した。 同年4月中旬、海外メディアは「国家外為管理局傘下の香港の子会社—中国華安投資有限公司がブリティッシュ・ペトロリアム(BP)の株式持分約1%を購入し、保有している持分価格は約20億米ドル(約140億元)である。」と公表した。(→2009年6月1日付ブルームバーグによれば、中国人民銀行(The People's Bank of China)名義で約1.8億株、保有比率0.96%となっている。)
2008年8月	中国人民銀行 (国家外為管理局)	英プルデンシャル(Prudential)	2008年8月下旬、英国メディアは「中国人民銀行が匿名口座を利用し、英プルデンシャル(Prudential)の約1%の株式持分を購入、購入価格は約18.8億元(1.34英ポンド)で、プルデンシャル最大の25の大型投資家の一つとなった。プルデンシャルは英国第二位の保険会社であり、2007年のフォーチュン・グローバル500の79位に位置している。」と公表した。(→2009年5月1日付ブルームバーグによれば、中国人民銀行(The People's Bank of China)名義で約2,600万株、保有比率1.03%となっている。)

(出所) グローバル M&A 研究センター『中国 M&A 報告 2009』、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> 中国社会科学院世界経済・政治研究所、中欧国際工商学院（上海交通大学と EU 企業の共同設立によるビジネススクール）、中国 M&A 取引ネット等が共同で設立。

<sup>14</sup> 2009 年 4 月 24 日付新華社電。

<sup>15</sup> 2009 年 8 月 12 日付日本経済新聞によれば、2009 年 6 月末時点で、金保有量の多い順から、1 位：米国（8,133.5 トン）、2 位：ドイツ（3,412.6 トン）、3 位：IMF（3,217.3 トン）、4 位：イタリア（2,451.8 トン）、5 位：フランス（2,450.7 トン）となっている。日本は 8 位で 765.2 トンとなっている。

### III 運用体制を整えるCIC

#### 1. 国内運用と海外運用の二本立て

##### 1) 三分の一戦略から二分の一戦略へ

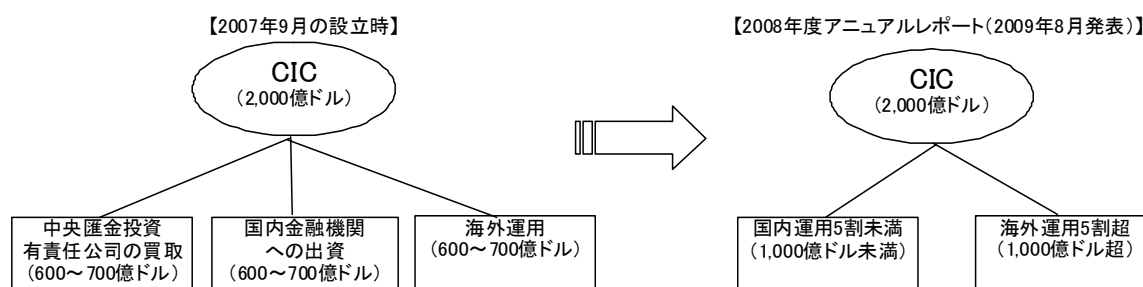
2007年9月、国务院（内閣）により中国投資有限責任公司（CIC）が設立され、楼繼偉氏（前国务院副秘書長、元財政部次官）が会長に、高西慶氏（前全国社会保障基金副理事長、元証監会次官）が社長に任命された。これまで中国の外貨準備の運用は、中国人民銀行によって米ドル建て資産（米国債）を中心に行われてきたが、CICは世界一の水準に達している外貨準備のうち2,000億ドルの運用を行う。具体的には、①政企分離<sup>16</sup>、②自主経営、③商業化運営という原則の下、受容可能なリスクの範囲内で長期投資による収益の最大化を目指すとしている。

CICは、設立当初は、三分の一戦略、すなわち資本金2,000億ドルの3分の1をそれぞれ中央匯金投資有限責任公司（以下、中央匯金）の買い取り、国内金融機関への出資、海外運用に充てることを打ち出していた（図表5）<sup>17</sup>。ところが、2009年8月7日に設立以来初めて発表された2008年度アニュアルレポートでは、資本金2,000億ドルのうち、海外運用に50%超を、残りを中央匯金を通じた国内金融機関への投資に充てていると公表している。これは、設立当初の運用方針の重大な変更にあたるといえよう。

##### 2) 中央匯金を通じた国内運用

上記のうち、中央匯金の買い取りと国内金融機関への出資は、国内運用に相当するものである。前者の中央匯金は、2003年12月、中国建設銀行と中国銀行の株式会社化に伴う外貨準備を通じて資本注入を行うために設立された国有独資企業で、その後、

図表5 CICの運用方針



（出所）各種資料及び2008年度CICアニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> 行政機能と企業活動の分離を意味する。

<sup>17</sup> CICの設立を巡る議論の詳細は、関根栄一「中国の外貨準備運用会社の設立に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2007年秋号に加え、Eiichi Sekine“China Seeks to Actively Invest Foreign Exchange Reserves”NOMURA CAPITAL MARKET REVIEW WINTER 2007 Vol.10 No.4を参照。



中国工商銀行にも出資を行っていた（図表 6）。CIC は設立時の資本金によって中央匯金の持分を買い取り、その傘下に置くこととなった。

中央匯金は、國務院の授權に基づき、国有の重点金融機関に対して出資を行い、出資金額を限度に国家を代表して出資者としての権利と義務を履行し、国有金融資産の価値の維持と向上を実現することが使命とされている。また、中央匯金は、いかなる商業的な経営活動も行わず、出資先の国有重点金融機関の日常の経営活動に干渉しないとされている。

CIC と中央匯金の役員は兼務されているが、CIC の投資業務と中央匯金の出資業務との間にはファイアーウォールが設けられている。中央匯金には取締役会、監査役会も設けられている（図表 7）。また、取締役会の意思決定の下で、社長及び副社長が、各部門を率いて業務を執行する体制となっている。

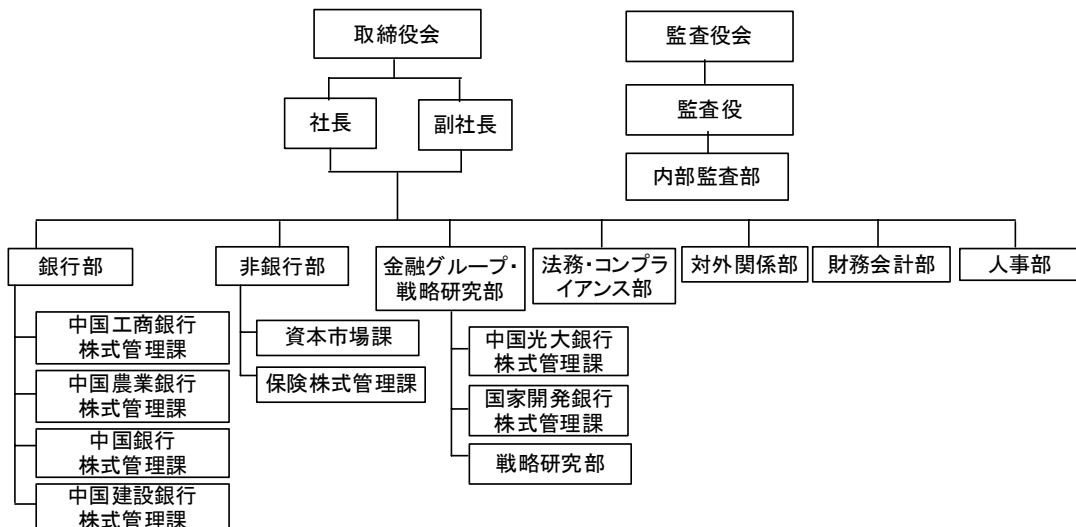
図表 6 中央匯金投資有限責任会社の国内金融機関への出資状況

番号	出資先名	登記地	主な業務内容	中央匯金の出資内容			
				株式 発行済株式 (億株)	出資時期	持株数 (億株)	保有比率
1	国家開發銀行	北京	商業銀行	3,000.00	2007年12月31日	1,460.92	48.70%
2	中国工商銀行	北京	商業銀行	3,340.19	2005年4月22日	1,182.63	35.41%
3	中国農業銀行	北京	商業銀行	2,600.00	2008年10月29日	1,300.00	50.00%
4	中国銀行	北京	商業銀行	2,538.39	2003年12月30日	1,714.02	67.52%
5	中国建設銀行	北京	商業銀行	2,336.89	2003年12月30日	1,126.88	48.22%
6	中国光大銀行	北京	商業銀行	282.17	2007年11月30日	200.00	70.88%
7	中国再保険(集団)株式有限公司	北京	再保険業務	361.50	2007年4月11日	309.08	85.50%
8	中国建投	北京	投資業務	206.92	2004年9月9日	206.92	100.00%
9	中国銀河金融持株有限責任公司	北京	金融投資	70.00	2005年7月14日	55.00	78.57%
10	申銀万国証券株式有限公司	上海	証券業務	67.16	2005年9月21日	25.00	37.23%
11	国泰君安証券株式有限公司	上海	証券業務	47.00	2005年10月14日	10.00	21.28%

(注) 2008年12月31日時点

(出所) 中央匯金投資有限責任公司より野村資本市場研究所作成

図表 7 中央匯金投資有限責任会社の組織図



(出所) 中央匯金投資有限責任公司より野村資本市場研究所作成

CICの設立以降は、中国光大銀行（株式制商業銀行）や国家開発銀行（政策性銀行）への出資を行っている。四大国有商業銀行の中で唯一株式会社化が懸案として残されていた中国農業銀行については、2009年1月16日、株式会社化が完了した。同行の登録資本金は2,600億元で、CICの子会社の中央匯金を通じ50%、財政部が残り50%を保有することとなった。2008年末の為替レートで換算すると、CICは中国農業銀行に対し約190億ドルを出資している計算となる。

## 2. 海外運用とCICの運営体制

### 1) 2007年から2008年までの試行期間

海外運用に関しては、2007年5月、米国大手プライベート・エクイティのブラックストーンに対し、持分証券の9.9%に相当する30億ドルを出資した（図表8）。続いて2008年10月には、CICはブラックストーンとの間で12.5%まで持分を引き上げることで合意した。

米国発の金融危機が深刻化する中で、2007年後半は世界各国・地域の政府系ファンド（SWF）による欧米金融機関への出資が相次いだ。CICもその例外ではなく、2007年12月には、米モルガン・スタンレーに出資し（9.86%）、2009年6月には公募増資にも応じ、出資当初の9.86%を維持している。個別株の運用として他には、中国中鉄の香港上場や、世界最大のカード会社のVISAのIPOに対して、それぞれ1億ドルを出資している。ブラックストーン以外のプライベート・エクイティについては、米国JCフラワーズに対し32億ドルを出資している。しかしながら、2008年5月以降は、金融危機が深刻化する中で、既存の出資案件の含み損を抱え、また目ぼしい候補案件も見つからない中で、海外運用資産のほとんどを現金化しているとの報道も見

図表8 CICの海外運用

運用種類	運用先	運用金額	時期・内容
出資	米ブラックストーン	30億ドル	2007年5月、持分証券の9.9%を取得(プレIPO) 2008年10月16日、12.5%への引上げで合意
	米モルガン・スタンレー	62億ドル	2007年12月、9.86%を取得(50億ドル) 2009年6月、追加出資(12億ドル)で9.86%を維持
	中国中鉄	1億ドル	2007年11月(プレIPO、香港)
	米ビザ(VISA)	1億ドル	2008年3月(プレIPO)
	米JCフラワーズ	32億ドル	2008年4月
	豪州グッドマン・グループ	2億豪ドル	2009年6月、豪州の不動産信託大手への投資を発表(約150億円)
	カナダ・テック・リソース	15億ドル	2009年7月、カナダの鉱山大手への出資(17.2%)を発表
	英ディアジオ	2.21億ポンド	2009年7月、英酒造大手への出資(1.1%)、但しCICが否定したとの報道もある(→2009年7月1日付ブルームバーグでは、中国人民銀行(The People's Bank of China)名義で約2,800万株、保有比率は1.1%となっている)
	CITICキャピタル・ホールディングス	20億香港ドル	2009年7月、第三者割当増資で資本金が30億香港ドルから50億香港ドルに引き上げられ、CICは20億香港ドルを出資(40%)する
委託運用	欧州株、北米株、日本株、新興国株	n.a.	2007年11月、ファンドマネジャーの募集開始 2007年12月、委託運用先の募集開始
	債券		2008年1月、委託運用先の募集開始

(出所) CIC及び各種資料より野村資本市場研究所作成

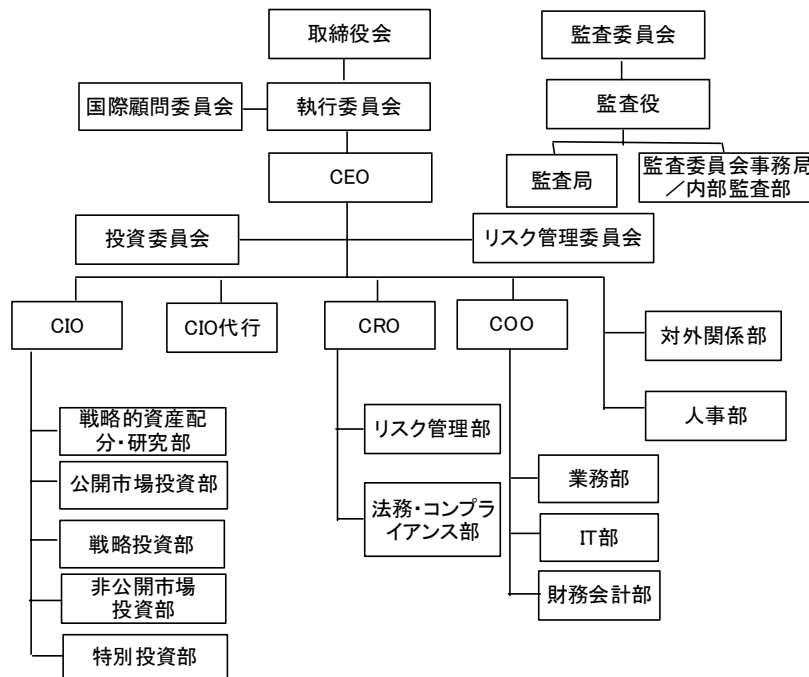
られた。その後、公表された 2008 年度アニュアルレポートでも、2008 年末時点の CIC のグローバルポートフォリオのうち、87.4%がキャッシュ化されていることが確認されている。残りは債券が 9.0%、株式が 3.2%、その他が 0.4%という構成となっていた。

2008 年の CIC の運用パフォーマンスは、アニュアルレポートでは、純利益が 231 億 3,000 万米ドル、自己資本利益率 (ROE) は 6.8%、資産運用収益率 (グローバルポートフォリオ) はマイナス 2.1%にとどまったことが明らかにされた。総資産は、2,975 億ドルとなっている。アニュアルレポートともに、CIC の運用状況が数値で示されたのは、今回が初めてである。

## 2) 2009 年 4 月の体制変更

2009 年に入ってから流れが少し変わり始めている。先ず 2009 年 4 月 29 日に CIC 内部の投資部門の変更が行われた。先ずは CIC のベンチマーク・ポートフォリオを、株式、債券、戦略投資、その他投資に設定した上で、従来の「エクイティ投資部」「フィクスト・インカム投資部」「その他資産投資部」を廃止し、代わりに「公開市場投資部 (Public Market Investment Dept.)」「戦略投資部 (Tactical Investment Dept.)」「非公開市場投資部 (Private Market Investment Dept.)」「特別投資部 (Special Investment Dept.)」の四部門に再編した (図表 9)。

図表 9 CIC の組織図



(出所) CIC より野村資本市場研究所作成

CIC の公開情報（ホームページ）及び 2008 年度アニュアルレポートによれば、「公開市場投資部」は、公開市場での株式、債券、コモディティ、通貨によるベンチマーク運用を行う。「戦略投資部」は、自己投資と外部委託を通じた絶対収益追求型の投資を行う。「非公開市場投資部」は、①サードパーティマネジャー、リミテッド・パートナーシップ、共同投資等による非公開市場での投資、②不動産及びインフラ向け投資を行う。「特別投資部」は、大規模な長期投資を行う。また、各部門毎に、ファンドマネジャーの募集・評価、マーケット・リサーチ、投資戦略とポートフォリオの策定・変更を行う。

これら四部門による海外運用の大前提となる戦略を企画・立案するのが「戦略的資産配分・研究部（Strategic Asset Allocation & Research Dept.）」である。同部は、①CIC 全体の投資戦略とアセット・アロケーションを確定するとともに、②全体的な投資目標の管理とリスク予算の策定、③主要な金融市場・重点業種・国の研究、④CIC の投資決定委員会<sup>18</sup>の事務局機能を担っている。

2008 年末時点の CIC の職員は全体で 194 名となっているが、前述の運用部門には 67 名が配属されている（図表 10）。運用部門の職員のうち、10 名が外国籍となっている。

### 3. 投資再開と新たな人材募集

以上のような組織変更が行われてから、CIC の投資再開に向けた動きが相次いでいる（前掲図表 8）。一つは、2009 年 6 月、豪州の不動産信託大手グッドマン・グループに 2 億豪ドル（約 150 億円）を投資する旨表明している<sup>19</sup>。もう一つは、同年 7 月、カナダの資源大手であるテック・リソーシズの発行済株式の 17.2%を 15 億ドルで購入することを発表した<sup>20</sup>。不動産、資源分野の投資は、CIC にとっても初めてである。特に資源分野の

図表 10 CIC の運用部門の職員構成

運用部門	所属人員	(内訳)			
		大卒以上	海外勤務 経験者	海外留学 経験者	外国籍
戦略的資産配分・研究部	11	10	5	5	2
公開市場投資部	14	14	10	10	1
戦略投資部	9	9	7	9	2
非公開市場投資部	17	17	12	13	5
特別投資部	16	16	13	11	-
合計	67	66	47	48	10

（出所）2008 年度 CIC アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

<sup>18</sup> 投資決定委員会のメンバーや開催頻度、権限等の内容は公開されていない。

<sup>19</sup> 2009 年 6 月 17 日付第一財經。

<sup>20</sup> 2009 年 7 月 3 日付で CIC のホームページで公表。テックは原料炭に強みを持ち、日本、韓国、中国などに輸出している。本案件では、フィナンシャル・アドバイザーは Scotia Capital Inc.、リーガル・アドバイザーは Torys LLP が務めた。

投資は注目を集めるところであるが、CIC の汪建熙副社長兼 CRO は、①CIC の投資理念は財務投資であり、政治的要素に基づくものではないこと、②また投資先企業の支配権を確保するのが目的ではなく、長期リターンを求めるものであること、を強調している<sup>21</sup>。続いて、報道ベースの情報ではあるが、英酒造大手ディアジオへの出資<sup>22</sup>や、香港の CITIC キャピタル・ホールディングス（中信資本）の第三者割当増資への引受<sup>23</sup>も取り沙汰されている。

上記の組織変更と投資再開と前後して、2009 年 6 月 16 日には、再編後の部門を前提とした新たな人材募集が行われている（図表 11）。具体的には、再編された 4 部門を含め、ミドル部門、バック部門も含めた計 13 部門の 33 職種での人材募集が行われている。既に書類選考は終わり、8 月には面接に移った模様である。CIC のホームページの人材募集欄では、「人材は我々の最も重要な戦略資源である」と述べ、異なる国籍や文化でも優秀な人材の獲得に向けた意欲を示している。CIC は、マネージド・アカウント方式によるヘッ

図表 11 CIC の人材募集（2009 年 6 月 16 日付公告）

募集部門	職種
戦略的資産配分・研究部	マクロ戦略研究
	公開市場投資戦略研究
	非公開市場投資戦略研究
	定量分析
公開市場投資部	キャッシュ・金利商品の管理
	債券分析の管理
	コモディティ投資の管理
	株式投資ポートフォリオの管理
戦略投資部	業界分析
	投資取引管理
	ヘッジファンド分析
私募投資部	PE 投資
	信用商品
	インフラ投資
	不動産投資
リスク管理部	投資価値・パフォーマンスの評価
	信用リスク・カウンターリスクの評価
法務・コンプライアンス部	法律業務
	コンプライアンス業務
業務部	投資プロジェクト管理
	内部コントロール
IT 部	投資システム開発
	データ管理
財務会計部	投資会計
	総合管理
	費用出納
対外関係部	公共政策・PR
	国別政策・経済動向研究
	国際協力、高級通訳
人事部	人事管理
	党務総合管理
監査局	総合管理
監査委員会事務局/内部監査部	内部監査
計13部門	計33職種

（出所）CIC より野村資本市場研究所作成

<sup>21</sup> 2009 年 7 月 6 日付第一財經。

<sup>22</sup> 2009 年 7 月 20 日付 FT では、CIC は英酒造大手ディアジオの持分 1.1% を 2.21 億ポンドで取得し、第 9 番目の株主となったことが報じられたが、7 月 22 日付 FT では CIC がこの取得の事実を否定したとのコメントが掲載されている。その後、7 月 1 日付ブルームバーグでは、中国人民銀行（The People's Bank of China）名義で約 2,800 万株、保有比率は 1.11% となっている。

<sup>23</sup> 2009 年 7 月 20 日付ロイターによれば、CIC は、大陸の CITIC グループ傘下の香港の CITIC キャピタル・ホールディングスの株式 40% を 20 億香港ドルで取得（新株発行）することで合意したとのことである。この結果、CITIC キャピタル・ホールディングスの資本金は、30 億香港ドルから 50 億香港ドルに増額するという。

ジファンド投資を 60 億ドル程度準備したり<sup>24</sup>、あるいはブラックストーンへのヘッジファンドに 5 億ドルの運用を委託しようとしているとの情報もある<sup>25</sup>。組織変更後の投資再開に向けた人材の獲得は急務となっているものと思われる。

CIC の今後の運営に関しては、世界各国・地域の金融当局、取引所、金融機関のリーダーから成る国際顧問委員会委員（14 名）からの助言も重きをなしていこう。アジアから 6 委員、欧州から 5 委員、欧州から 3 委員が任命されており、日本からは東証の西室会長が参画している。第一期国際顧問委員会第一回会議は 2009 年 7 月 5 日に北京で開催されている。

CIC の高社長は、最近、外国メディア<sup>26</sup>からのインタビューの中で、世界経済の底入れで 2009 年の新規投資額は前年の約 10 倍の数百億ドルに達するとの見通しを示している。2009 年の新規の海外投資額は、2008 年の 48 億ドルを既に大きく超えているとのことである。同時に、日本の投資案件についても前向きな姿勢を示している。今後の CIC の運用動向が引続き注目される。

## IV 外貨準備本体の運用の行方

### 1. チェンマイ・イニシアティブの拡充

以上のような中国の外貨準備、CIC による運用の多様化に向けた動きは、政府系資金としての政策的側面に加え、一般の機関投資家としての側面もあり、今後も不断の改革や試みが続けていくものと思われる。

また、同時にこれら政府系資金の政策的要素、特に外貨準備本体の動きも注目しなければならない局面も生じている。具体的には、既に ASEAN+3（日本、中国、韓国）の金融枠組みとして動いているチェンマイ・イニシアティブ（Chiang Mai Initiative : CMI）の拡大である。CMI とは、1997～1998 年のアジア通貨危機のような事態の再発防止を目的に、2000 年 5 月にタイのチェンマイで開催された第 2 回 ASEAN+3 蔵相会議において合意された二国間通貨スワップの取極めのネットワークの構築を指すものである。CMI は 2009 年 4 月時点で 900 億ドルに達していたが、同年 5 月 3 日の ASEAN+3 財務大臣会議（インドネシア・バリ）での合意により、CMI をマルチ化して（Chiang Mai Initiative Multilateralisation : CMIM）、合計で 1,200 億ドルまで増額させることで合意した（図表 12）。増額後、中国は香港の拠出分とあわせ計 384 億ドルを負担し、日本と同額に並ぶこととなった。

上記 5 月の財務大臣会議では、2009 年末までに CMI のマルチ化を実現させるための準備を進めることでも合意しており、今後は実務的な課題、例えば共通口座の開設や資金の

<sup>24</sup> 2009 年 6 月 18 日付財経網。

<sup>25</sup> 2009 年 6 月 19 日付 The New York Times。

<sup>26</sup> 2009 年 8 月 27 日付朝日新聞。

図表 12 チェンマイ・イニシアティブのマルチ化 (CMIM) に伴う拠出額

区分	国・地域	拠出額(億ドル)
三カ国	日本	384.0
	中国	384.0
	うち大陸	342.0
	うち香港	42.0
	韓国	192.0
ASEAN	インドネシア	47.7
	マレーシア	47.7
	タイ	47.7
	シンガポール	47.7
	フィリピン	36.8
	ベトナム	10.0
	カンボジア	1.2
	ミャンマー	0.6
	ブルネイ	0.3
	ラオス	0.3
合計		1,200.0

(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

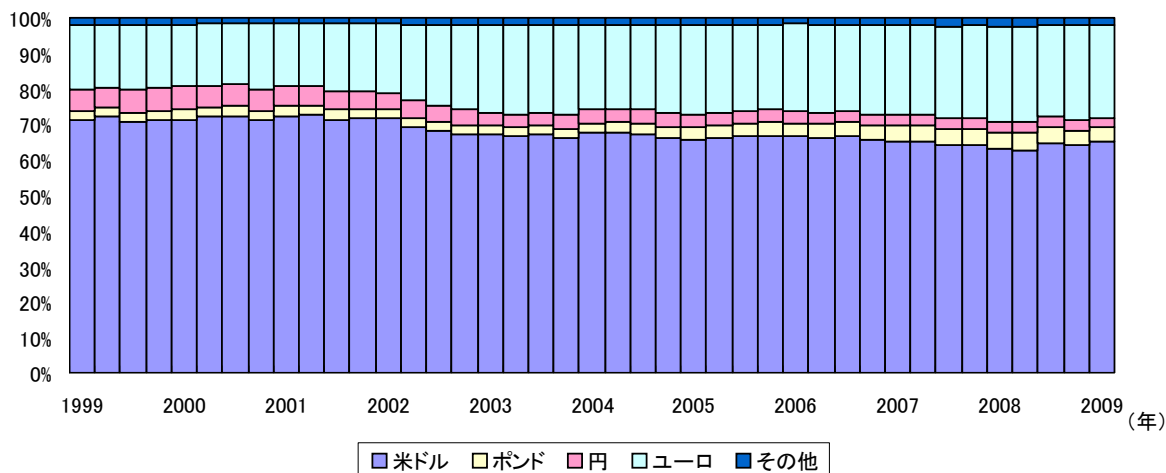
引き出し基準・手続き、余資運用なども検討することとなろう。また、各国・地域の拠出に充てようとしている外貨準備の一部については、流動性及び安全性を考慮しつつ、容易に換金できる資産で運用されることとなろう。この場合、同じドル建て資産でも、短期債などポートフォリオに工夫を凝らすことも必要になろう。従って、中国は勿論のこと、CMI 参加国・地域においては、CMIM への対応を巡り、もう一度外貨準備の運用のあり方や体制を見直す局面も出てこよう。

## 2. 気になる国際通貨体制の再構築の行方

IMF の統計による通貨別の構成が分かっている世界の外貨準備 (ドル換算後) の内訳を見てみると、2009 年 3 月末時点の 4 兆 579 億ドルのうち、ドルが 2 兆 6,362 億ドル (全体の 64.97%)、ユーロが 1 兆 508 億ドル (25.89%)、ポンドが 1,630 億ドル (4.02%)、円が 1,181 億ドル (2.91%)、スイスフランが 53 億ドル (0.13%)、その他が 845 億ドル (2.08%) となっている (図表 13)。2002 年以降はドルの比率は低下傾向にあり、2008 年 6 月末時点で 62.8% にまで低下してきたが、2009 年 3 月末時点では 2007 年 6 月末以来の高水準となっている。今後も、ドル構成比率が低下していくのかどうか注目される。

また、外貨準備のドル構成比の低下については、中国政府の外貨準備運用に対する動きからも影響を免れることは出来ないだろう。2008 年 12 月以降、中国人民銀行は、6 カ国・地域 (韓国、香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチン) の中央銀行と、合計 6,500 億元の人民元建ての通貨スワップを締結してきている。これらの国・地域の中央銀行が、人民元建て通貨スワップの締結を機に、外貨準備の一部を人民元建てで運用するようになれば、将来的には世界の外貨準備の通貨構成にも何らかの影響を与えていくこととなろう。実際、バンク・ネガラ・マレーシア (マレーシア中央銀行) は、2009 年 5 月 19 日で中国国内の証券市場での運用が認められる QFII (適格外国機関投資

図表 13 世界の外貨準備の通貨別構成比



(注) 1. 「その他」にはスイスフランも含まれる。  
2. 四半期毎に公表。2009年は3月末時点。

(出所) IMF より野村資本市場研究所作成

家) のライセンスを証监会から取得している。他の中央銀行では、ノルウェー中央銀行も2006年10月24日にQFIIのライセンスを取得し、2008年3月14日に2億ドルの運用枠を得ている。このような中央銀行による人民元建ての運用の動向についても、注視していく必要がある<sup>27</sup>。

### 3. 結びにかえて

今後の中国の外貨準備の運用方針については、金融当局の見解が必ずしも示されているわけではなく、米国債の保有高動向など、状況証拠から類推せざるを得ないのが実状である。このため、中国政府からの明確なメッセージについても期待されるところであるが、2009年8月20日付人民日報海外版の論説によれば、中国政府は外貨準備の運用の多様化を目指しているものの、①利益を最大化しリスクを最小化するような外貨準備の構成に関する客観的評価と、②国際ルールに通じた経験豊富な人材の早急な確保、という二つの課題があることを率直に指摘している。特に前者の外貨準備の構成については、緊急時の対外支払いに備える外貨準備の性格から、一定程度は米ドルで持つ必要があり、ユーロ、ポンド、スイスフラン等の他通貨や金でも持つ必要があることを指摘している。また、中国企業の海外進出を支援し、大型設備やハイテク技術等の購入、戦略的資源や優良企業への投資、他国への貸付、不動産、コモディティ商品等の購入も視野に入れるべきと述べている。

<sup>27</sup> タイ中央銀行にも、中国との人民元建て通貨スワップ締結の動きや同国外貨準備の人民元建て運用の動きがある模様である(2009年6月22日付 The Nation、2009年7月28日付中国証券網、2009年9月1日付ブルームバーグ)。ブラジルとの間でも通貨スワップ協定締結に向けた動きがある模様である(2009年8月26日付ブルームバーグ)。



人民日報は中国共産党の機関誌であり、その海外版は党の見解を海外に伝えるメッセージがあると言われるが、上述の見解は、全て中国政府の意向を反映しているとは思えないが、政府部内で様々な可能性を検討している様子を伺わせる。引続き外貨準備の運用のあり方を巡る中国政府の模索は続いていくものと思われる。