

中国の外貨準備運用の強化に向けた動き¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2007年9月に外貨準備を原資として設立された中国投資有限責任公司（CIC）は、既に資本金の2,000億ドルを使い切っており、増資を国務院（内閣）に申請している。増資の規模は未定であるが、①財政部の特別国債発行による外貨準備の購入・資本注入、②国家外為管理局（SAFE）によるCICへの直接出資、③SAFEによるCICへの運用委託、という三つの増資方法案が検討されている模様である。
2. SAFEが運用する外貨準備本体の運用の多様化も進められている。中国が保有する米国債は、2011年3月末まで5ヶ月連続で減少している。中国による日本債券（国債）の売買全体では、短期債を中心に2010年8月以降は売り越しが続いている中で、中長期債は同年10月から買い越しが続いており、2011年4月は単月で1兆3,300億円と大きく買い越した。また、外貨準備の一部をエネルギーや貴金属に分散投資するための第二のファンドの設立も検討中との情報もある。
3. 基金管理会社（運用会社）のQDII（適格国内機関投資家）商品では、日本株投資が、2010年末の2.9億元（約36億円）から2011年3月末には3.6億元（約46億円）へと積み増されていることも注目される。CICについても、不幸にも発生した東日本大震災の文脈の中で日本株投資の状況が取りざたされている。
4. CICの増資、外貨準備の第二ファンドの設立、QDIIの日本株投資といった動きは、東京市場の活性化やIRの対象先として、チャイナマネーとの本格的な付き合いが必要な時代に入ったことを意味している。引続き中国の外貨準備運用の強化に向けた動きが注目される。

I 中国投資有限責任公司（CIC）の増資計画

1. 中国投資有限責任公司（CIC）とは？

中国では、2007年9月、外貨準備を原資とした中国投資有限責任公司（CIC、China

¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2011Vol.5-2より転載している。

Investment Corporation の略称) が設立されている。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、2011年3月末時点では3兆ドルを突破し、3兆447億ドルとなった。現在、中国の外貨準備はその7割が米ドルと言われており、またその大部分が中国人民銀行(中央銀行)の外局である国家外為管理局(SAFE、State Administration of Foreign Exchange の略称)によって米国債で運用されているとされる。米国債での運用は貿易上の対外支払いや市場の流動性を考えた上で行われてはいるが、運用資産の下落リスクを回避し、更にリターンを追求することがCICに課せられた使命である。

CICは、国務院(内閣)直轄の国有独資企業として、①政企分離(行政機能と企業活動の分離)、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。設立当初に外貨準備本体から切り離された資本金2,000億ドルのうち、海外運用には50%超が充てられている。2009年のCICの海外グローバルポートフォリオの運用リターンは11.7%(2008年はマイナス2.1%)、海外運用と国内運用(国内運用機関への出資)を合算したROEは12.9%(2008年は6.8%)となり、2008年に比べ大幅に改善した²。2010年の運用成績についてはまだ発表されていないが、海外グローバルポートフォリオのリターンは11%を超えるとされている³。

2. CICの増資に向けた動き

CICの2009年末の総資産は3,324億ドルとなっており、2007年9月の設立以降、既に資本金の2,000億ドルを使い切っており、2010年3月の全国人民代表大会(国会に相当)の時期から、CICが増資を国務院に申請しているとの情報が流れ始めた。結局、2010年はCICの増資は実現しなかったが、リターンを追求するというCICのミッションを実現するため、同年は先進市場から新興市場へと既存のポートフォリオの組み換えを行ったとされる。

2011年3月の全人代期間中にも、CICの汪建熙副総経理(CROを兼務)は、既にCICは当初の資本金を使い切っていること、また増資を申請しているが国務院の回答を待っていること、を明らかにしている。続いて同年4月には、Financial Times (FT)⁴が財政部(MOF)がCICに対して近く1,000~2,000億ドルを増資すると報じた。これに対し、CICの金立群監事長(Chairman of Board of Supervisors)は、2011年5月12日に北京で開催されたSWF国際フォーラムで、増資の検討が行われていることは認めたものの、増資の規模や時期については未定とした⁵。

² 2009年のCICの経営実績については、関根栄一「洗練された機関投資家への道を歩む中国CICのガバナンス」『季刊中国資本市場研究』2010年秋号参照。

³ 2011年5月12日付財経。

⁴ "CIC set for up to \$200bn in fresh funds", *Financial Times*, April 25, 2011.

⁵ 2011年5月12日付財経。

3. CICの増資方法に関する三つの案

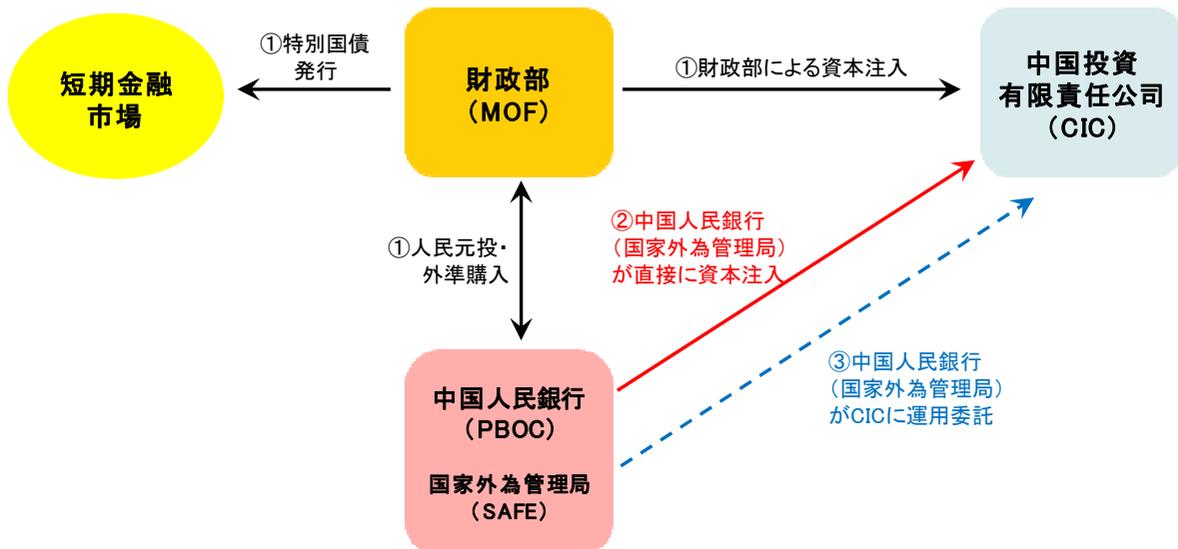
以上のようなCICの増資を巡っては、以下の三案が検討されている模様である⁶（図表1）。

1) 第一案：財政部（MOF）の特別国債発行による外貨準備の購入・資本注入

2007年9月のCICの設立時に資本金を調達するために採用されたのが、財政部による特別国債の発行である。CIC設立の目的の一つに、外貨準備の規模の縮小と運用収益の向上があり、単に外貨準備を海外運用に回すだけでは（外貨準備と見合いの）国内の過剰流動性が減るというわけではなかった。このため、CICの設立に当たっては、国内で人民元建ての債券を発行し、一旦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CICの資本金として注入する形をとった⁷。こうしたスキームの背景には、過剰流動性を吸収するために中国人民銀行が発行する中銀手形（債券）だけでは限界があるという認識もあった。

増資に当たっても、設立時と同様に特別国債を発行して調達する方法が考えられるが、課題もある。課題の一つ目は、特別国債の発行は、予算法上全人代常務委員会の承認を得なければならず、手続きにも時間がかかるという点である。二つ目は、巨額の特別国債発行が、市場に与えるインパクトを加味しなければならないという点である。2007年のCICの設立時には、特別国債1兆5,500億元が計8回にわたって発行さ

図表1 CICの増資方法に関する三つの案



（出所）各種報道より野村資本市場研究所作成

⁶ 2011年3月14日付財経、及び同年3月25日付第一財経。

⁷ CIC設立時の資金調達方法の経緯・考え方については、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年秋号参照。

れた。三つ目は、中国人民銀行による国債の直接引受が禁止されているという点である。このため 2007 年の CIC の設立時には、財政部が発行した特別国債を一旦中国農業銀行が引き受け、これを中国人民銀行に売却するといった迂回スキームが採られた。現在、中国農業銀行は既に株式会社化して上場しているため、今回第一案を採用する場合は、国家開発銀行や中国輸出入銀行といった政策性銀行を迂回してスキームが作られる可能性もある。

2) 第二案：国家外為管理局（SAFE）による CIC への直接出資

増資の二つ目の方法として挙げられているのが、国家外為管理局（SAFE）による CIC への直接出資である。この方法を採用すると、CIC の株主が、財政部単独から財政部と中央銀行による共同出資となり、財政部主導の現在の CIC の取締役会の構成（図表 2）にも影響が出よう。従って、SAFE の直接出資は、CIC のガバナンスの観点から財政部としても受け入れがたいものと想像される。

3) 第三案：国家外為管理局（SAFE）による CIC への運用委託

増資の三つ目の方法として挙げられているのが、SAFE による外貨準備の CIC への運用委託である。この方法は、第二案のように CIC のガバナンスには影響を与えないが、後述の通り SAFE 自身も運用の多様化に動き出していることから、運用委託のリターンの設定や CIC がどれぐらい SAFE からマニデートを得られるかなどの課題を調整する必要がある。

以上の三案のどの方法を採用するにせよ、増資が実現すれば、更に CIC の海外運用が強化されることに異論は無いであろう。増資方法案は、既に政府部門に提出されており年内一杯に固まることや、増資も一回で終わるのではなく毎年数百億ドルずつ注入されるといった情報もある⁸。

図表 2 CIC の取締役会の顔触れ（2011 年 6 月）

肩書き	(日本語)	名前	肩書き
董事長、首席執行官	会長、CEO	樓繼偉	前國務院副秘書長(元財政部次官)
副董事長、総経理、首席投資官	副会長、社長、CIO	高西慶	全国社会保障基金副理事長(元証監会副主席)
副総経理、首席運営官	副社長、COO	張弘力	前財政部次官
非執行董事	取締役	張曉強	国家發展改革委員会副主任
非執行董事	取締役	李勇	財政部次官、全国社会保障基金理事
非執行董事	取締役	陳建	商務部次官
非執行董事	取締役	胡曉煉	中国人民銀行副総裁
非執行董事	取締役	方上浦	国家外為管理局副局長
独立董事	社外取締役	劉仲藜	全国社会保障基金理事、元國務院副秘書長、元財政大臣
独立董事	社外取締役	王春正	元国家發展改革委員会副主任
職工董事	従業員代表取締役	李忻	CIC 人事資源部長、財政部出身

(注) 網掛けは財政部出身もしくは関係者。

(出所) CIC ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

II 外貨準備運用の多様化も本格的に

1. 外貨準備運用の多様化は既定路線

外貨準備本体を運用する SAFE は、2009 年 12 月 1 日に「外為管理概覧」、2010 年 7 月に「外為管理政策熱点問答」をそれぞれ公表しているが、これらの中で、外貨準備の運用は、安全性、流動性、増価性（収益性）の三原則に基づくとしている。また、アセットアロケーションでは、国債、エージェンシー債、国際金融機関債、社債、ファンド等に、通貨では、米ドル、ユーロ、日本円等の伝統的な主要通貨に加え、新興市場国通貨への分散投資を行うとしており、運用の多様化路線を対外的にも明らかにしている。

SAFE は 2008 年 9 月のリーマンショックの前までに欧州の資源株や金融株などを手始めに個別株の運用を試験的に始めた時期もあったが、世界的金融危機が深刻化した後は一時凍結した。ところが、2009 年以降の CIC の好パフォーマンスを相当意識して、SAFE 自身もリターンを高める機会を探っているようである。

2. 債券投資の多様化

2010 年に入ってから、外貨準備運用の多様化、特に債券投資の多様化の動きが始まっている。

1) 米国債

具体的な動きの一つ目が、中国の保有する米国債の減少である。中国が保有する米国債（ストックベース）は、2009 年までの段階では、同年 7 月の 9,399 億ドルをピークに減少し始めていた（図表 3）。特に 2010 年 5 月は前月比（ネット）で 325 億ドルと大量に減少した。

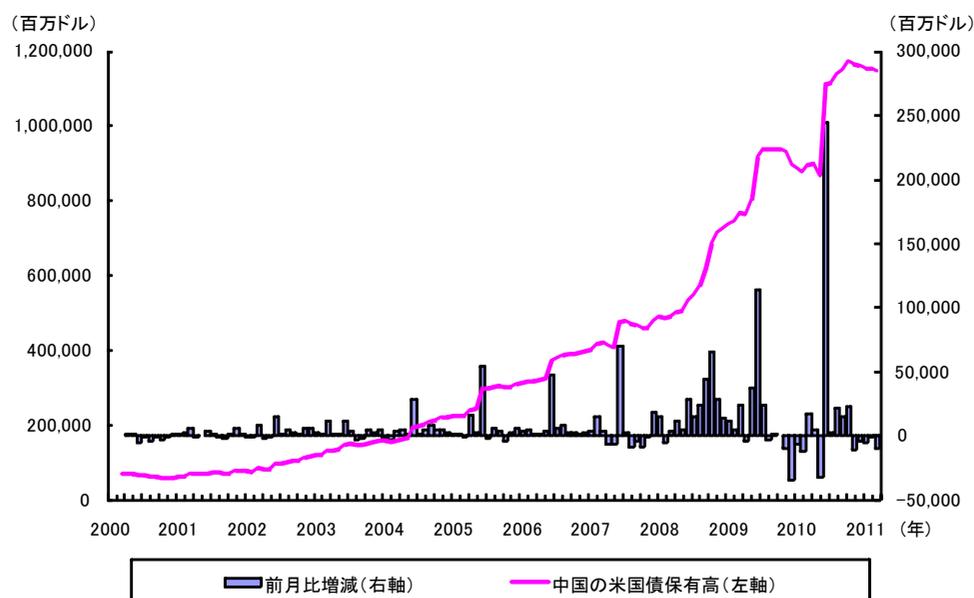
その後 2011 年 2 月 28 日、米国財務省は 2010 年 6 月に遡って統計の修正を行ったところ、中国が保有する米国債は 2010 年 10 月末の 1 兆 1,753 億ドルをピークに減少し始め、2011 年 3 月末には 1 兆 1,449 億ドルとなり、5 ヶ月連続で計 300 億ドル減少した。中国の外貨準備は、2010 年 10 月末時点の 2 兆 7,609 億ドルから 2011 年 3 月末時点の 3 兆 447 億ドルへとこの 5 ヶ月間で 2,838 億ドル増加していることを考えると、ドル安や米国債の格下げを見越して、米国債以外への運用資産の多様化を進めている姿勢が見てとれる。

2) 日本債券

二つ目が、日本債券（国債）の売買である。2010 年に入ってから、中国による日本債券の売買が目立つようになってきた。具体的には、同年 1~7 月までで、中国の

⁸ 2011 年 5 月 16 日付新世紀週刊。

図表3 中国の米国債保有残高と前月比増減



(注) 2011年は3月までの数字。なお、米国財務省は2010年6月に遡って統計を修正(2011年2月28日発表)。

(出所) CEICより野村資本市場研究所作成

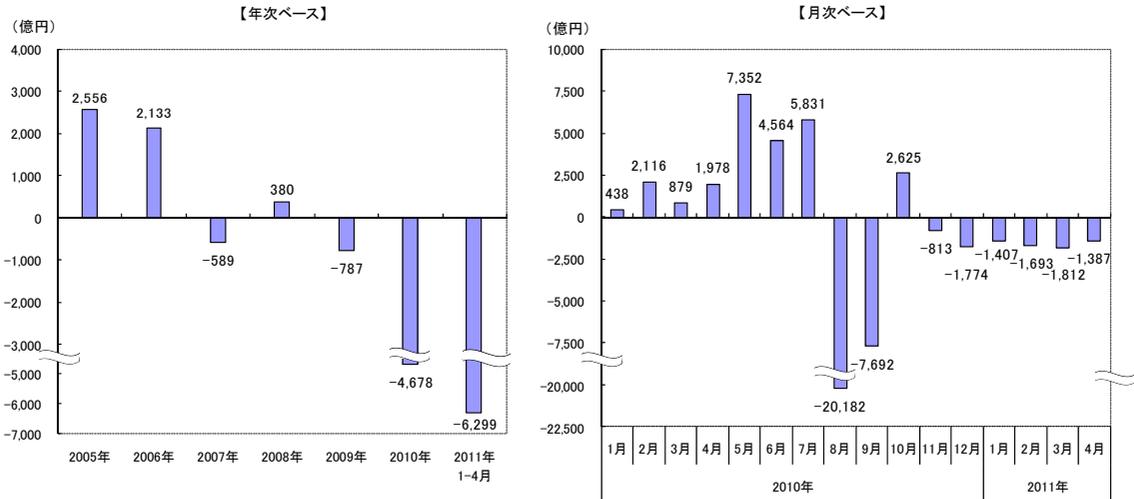
日本債券の買い越し額は2兆3,158億円となった(図表4)。また、同年1~7月の買い越し額のうち、償還期間が1年以内の短期債の買い越し額が2兆3,613億円、中長期債の売り越し額が455億円であり、短期債の買い越しがこの時期までの特徴であった。その後、2010年8月は単月で2兆182億円の売り越しとなり、同年7月までの買い越しを相殺した格好となった。

2010年9月以降も日本債券全体では売り越しの状況が続き、円高差益狙いとされる運用が続いてきたが、中長期債は2010年10月以降買い越しが続いてきている。特に2011年に入ってから、ネットで2月が1,652億円、3月が2,345億円と買い越しに転じている。更に4月は1兆3,300億円と大きく買い越ししている(短期債を含む全体では4月は1,387億円の売り越し)。中長期債の買い増しが今後どのように推移するかによって、日本の財政政策や債券市場へのインパクトも変わってこよう。

3) 韓国債券

三つ目が、韓国債券の購入である。中国が保有する韓国債券は、2008年末の796億ウォンから、2009年末には1兆8,726億ウォン、2010年末には6兆5,695億ウォンと急速に保有残高を伸ばしている。2010年通年の中国の韓国債券の純投資額(償還に伴う借り換えを除く)は、中国は4兆6,970億ウォンで、米国の6兆2,241億ウォンに次いで世界第2位の購入者となった。

図表4 中国による日本債券（国債）の購入



(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

以上のような債券運用に当たっては、SAFE は、投資先国の物価上昇率をベンチマークにしなが、対外支払いに備えた外貨準備の実際の購買力を確保しようとしている⁹。SAFE によれば、2000～2010年の米国、欧州、日本の消費者物価指数は年平均でそれぞれ2.4%、2.1%、-0.2%とした上で、SAFE のリターン¹⁰は当該水準を上回っているとしている。

3. 第二ファンド設立の動き

中国の外貨準備は、2007年9月に外貨準備2,000億ドルを切り離してCICを設立した後も、増加の一途を辿り、前述の通り2011年3月末で3兆ドルを超えている。この点について、中国人民銀行の周小川総裁は、2011年4月8日に清華大学で開催された金融セミナーで、外貨準備は既に合理的な水準を超えているとの認識を示し、輸入促進や外貨準備の運用の多様化を進める必要性について言及している。このため、中国国内の報道ベースではあるが、外貨準備の一部をエネルギーや貴金属に分散投資するための第二のファンドの設立も検討中との情報もある¹¹。

こうした中国人民銀行の動きに対し、中国国内には「CICは既にエネルギー分野への投資を行っているのであるから、外貨準備によるエネルギー投資も政府系ファンドを通じて行ふべきだ」との意見もあるようである¹²。

⁹ http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=90000000000000000000,902&id=3&type=1,2

¹⁰ 脚注8のサイトでは、リターンを「経営収益率」と呼んでいる。

¹¹ 2011年4月25日付新世紀週刊。同時に外国為替市場で介入するための外国為替平衡基金を新たに作って、中国人民銀行の金融政策の負担を減らす構想にも言及されている。

¹² 2011年5月16日付世華財訊。

Ⅲ QDII（適格国内機関投資家）による日本株運用

1. QDII（適格国内機関投資家）とは？

中国では、前述の CIC の設立や外貨準備の運用の多様化と並行して、中国国内から段階的に資本流出を促すことで、投資の過熱やインフレの原因となる過剰流動性の解消に努めてきている。資本流出には、投資先の経営権取得を目的とした対外直接投資と、投資先のリターン獲得を目的とした対外証券投資の二種類がある。うち、対外証券投資については、2006年4月に QDII（適格国内機関投資家、Qualified Domestic Institutional Investors の略称、キューディーと呼ぶ）と認定された機関投資家を通じて行える制度を設けた。具体的に QDII は、先ず各金融機関の監督当局よりライセンスを取得し、次に国家外為管理局より実際の運用枠（金額）を取得し、その枠の範囲内で対外証券投資を行うこととなる。QDII のうち、四半期ごとに情報が開示されている基金管理会社（運用会社）による QDII 商品（海外株投信）を見てみると、2011年3月末の QDII30 商品の運用資産は 743 億元（約 9,436 億円）¹³で、うち株式は 523 億元（約 6,642 億円）となっている。この株式 523 億元のうち、香港が 319 億元（約 4,051 億円、株式全体の 61%）となっており（図表 5）、対外証券投資とは言いながらも、香港に上場している中国系企業に投資しているというのが実態である。

図表 5 基金管理会社 QDII30 商品の株式運用先（2011年3月末）

(単位: 万元)

	国・地域	2011年3月末	シェア(%)
1	香港	3,187,344.28	60.97
2	米国	618,814.18	11.84
3	韓国	297,900.65	5.70
4	オーストラリア	287,381.99	5.50
5	英国	211,258.13	4.04
6	シンガポール	130,940.93	2.50
7	台湾	120,967.64	2.31
8	インド	109,518.05	2.09
9	インドネシア	58,249.10	1.11
10	タイ	52,656.16	1.01
11	マレーシア	46,948.04	0.90
12	日本	36,108.79	0.69
13	カナダ	26,276.61	0.50
14	フランス	15,430.76	0.30
15	中国	9,050.42	0.17
	合計	5,227,670.68	100.00

(注) 1. 華安基金を除いた 30 商品をベースに集計。
2. 各商品の集計方法の違いにより、株式合計で若干の誤差が生じている。
(出所) Wind 資訊、各社資料より野村資本市場研究所作成

¹³ 2011年3月末の邦貨換算は、2011年3月31日付中間レートに基づき、1元=12.7円として計算。

2. QDII による日本株運用

日本株については 3.6 億元（約 46 億円、株式全体の 0.69%）となっているが、2010 年末の 2.9 億元（約 36 億円、株式全体の 0.53%）¹⁴から積み増していることが特徴である。基金管理会社の QDII 商品は MSCI などグローバルな株式指数をベンチマークとしたインデックス運用が主流であるため、株式全体に占める日本株の保有比率はこれまでも 1% を超えることは無かったが、不幸にも 2011 年 3 月 11 日に発生した東日本大震災後、日本株の保有金額を積み増したという事実に筆者は注目している。

2011 年 3 月末時点で自社の QDII 商品に日本株を組み込んでいるのは計 7 社、8 商品あるが、中国最大の運用会社である華夏基金管理会社（チャイナアセット）の保有残高が最も多く、2010 年末の 2 億 137 万元から 2011 年 3 月末には 3 億 75 万元と約 1 億元を積み増している。華夏基金の親会社は、やはり中国最大の証券会社である中信証券であり、1978 年の改革開放以来日本の金融業界との関係も深い。東京株式市場では、米国の量的緩和第 2 弾（QE2）が発表された 2010 年 11 月第一週から外国人投資家による買い越し基調が続いているが、中国の機関投資家もこの流れに乗っていることが示唆される。

3. 日本への示唆

QDII だけでなく、CIC についても、不幸にも発生した東日本大震災の文脈の中で、日本株投資を巡る報道が見られる。例えば、2011 年 3 月 23 日付証券時報によれば、同年 3 月 22 日、前述の CIC の汪副総経理は、同社が東電に 359 億円を投資しているとの海外報道（WSJ）に対し「359 億円よりは遥かに少ない」と反論し、「CIC はインデックスに基づく国際分散投資をしている」としながらも、具体的数字には言及しなかった模様である。また、同様に CIC がキャノンやソニー等日本企業 10 社に 5,222 億円を投資しているとの上記海外報道に対しては「投資額は 5,222 億円の数十分の一」とし、「対日投資のリスクは適時に分析しており、一時的な相場変動に一喜一憂していない」と反論した模様である。

QDII の日本株投資に加え、CIC の増資、外貨準備の第二ファンドの設立といった動きは、東京市場の活性化や IR の対象先として、チャイナマネーとの本格的な付き合いが必要な時代に入ったことを意味している。引続き中国の外貨準備運用の強化に向けた動きが注目される。

¹⁴ 2010 年末の邦貨換算は、2010 年 12 月 31 日付中間レートに基づき、1 元=12.3 円として計算。