

みずほアジアインサイト

2007年8月3日発行

中国の国家ファンド設立
～今後、国際金融市場で高まる中国のプレゼンス

みずほ総合研究所

みずほフィナンシャルグループは
「お客さまのより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

Channel to Discovery

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部
アジア調査部中国室 主任研究員 鈴木貴元
電話 (03) 3201-0515 まで。

1. はじめに

2007年3月9日、中国の金人慶財政部長は、全国人民代表大会の記者会見で、外貨準備を原資にした投資会社設立について、政府の了承が得られたと発表した（図表1）。現在、設立準備が進んでいる新投資会社（「中国投資有限責任公司（China Investment Co. Ltd.）」、以下「中国投資」（7月6日「中国証券報」）は、運用資産が2,000億ドルとなることが決まっており、早ければ2007年9月に営業を開始すると伝えられている。中期的には、運用資産がさらに膨らむと予想されており、国際金融市場での中国のプレゼンス拡大が予想される。本稿では、「中国投資」の全貌と影響を概説する。

（図表1）「中国投資有限責任公司」設立までの流れ

2007/1	「全国金融工作会議」	温家宝首相「外貨準備の運用ルートを多様化する」と正式に表明。
		財政部副部長・樓繼偉が國務院副事務総長（設立準備責任者）に就任。
/3	「全国人民代表大会」	金人慶財政部長、外貨準備を原資にした投資会社設立について政府の了承が得られたことを発表。
/5		上場を控えた米ブラック・ストーン・グループへの30億ドルの出資を発表。
/6		財政部による1.55兆元の特別国債発行と人民銀行の外貨準備を交換し、その外貨準備を資本金とする設立のスキームを発表。

（資料）各種新聞

2. 設立の背景～深刻化する為替介入の弊害と世界的なSWF設立気運

ここ数年、中国政府は、「中国投資」設立の前段階となる外貨準備運用先の多様化に関連して、ユーロでの運用比率を引き上げることや原油等戦略物資での運用を検討していることをたびたびほのめかしてきた。ただしそれは、一部の学者が唱えていた外貨準備運用益を国内経済問題の解決に役立てるためというよりも、多様化をほのめかすことで米国政府に米国債売り（金利の上昇）を連想させ、人民元切り上げ要求を弱めさせるためという政治色の強いものであった。

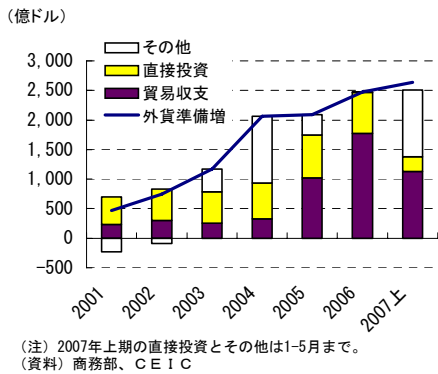
ところが2006年秋以降、中国政府は米国への配慮を見せながらも、外貨準備運用先の多様化に積極的な姿勢を見せるようになった（図表1参照）。

これには大きく2つの理由が考えられる。第1に、貿易黒字対策の実効性があがらず、2006年半ば以降かえって膨れ上がる中、人民元相場安定のための為替介入の継続により、外貨準備の増加ペースが加速してしまったことである（図表2）（注1）。WTO加盟後の外貨準備の増加ペースは、2002～2003年が年間約1,000億ドル、2004～2005年が年間約2,000億ドルであったが、2006年は2,472億ドル、2007年は最初の6ヵ月間で2,663億ドルもの増加を記録した（6月末外貨準備残高1.33兆ドル）。

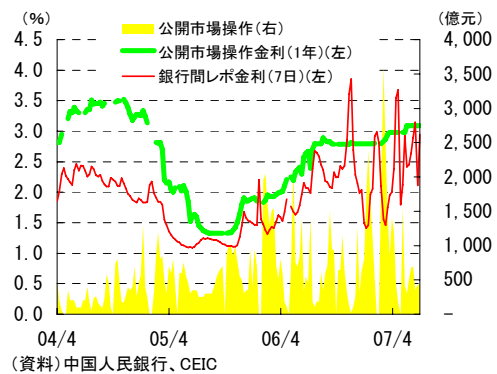
そして、この弊害が現われ始めた。まず、為替介入により市中に放出された人民元を再度中央銀行が吸収する公開市場操作（不胎化介入）が巨額になり、現在の中国の金融政策が前提としている金利の安定を脅かし始めてきた（図表3）。公開市場操作に利用される人民銀行債の発行残高が2005年末2.1兆元、2006年末3.2兆元、2007年6月末4.0兆元と

（注1）第1の理由はさらに2つに分けて考えられる。まず、政府のコントロールの中で外貨を海外に還流させ（外貨準備の増加ペースを鈍化させ）、外貨管理と人民元相場の2つのコントロールを両立させる仕組みを改善するという意味。次に、外貨準備が総資産の6割となってしまった中央銀行のバランスシートから外貨準備の一部を切り離し、「中国投資」の資本金を調達するために発行される特別国債と置き換える。今後、外貨・過剰流動性の吸収を進める中で、特別国債で売りオペを行って中央銀行債券の発行を抑制し、金利上昇圧力を分散させるという意味である。とはいえ、最後の意味については、特別国債の発行が決まった直後に株価が大幅に下落してしまい、その対応の中で、特別国債で一気に流動性を吸収するという当初の目論見を自ら崩してしまった。そのため、政府は、今後も過剰流動性対策に追われることとなるようである。

(図表2) 外貨準備増加の状況



(図表3) 人民銀行公開市場操作と金利

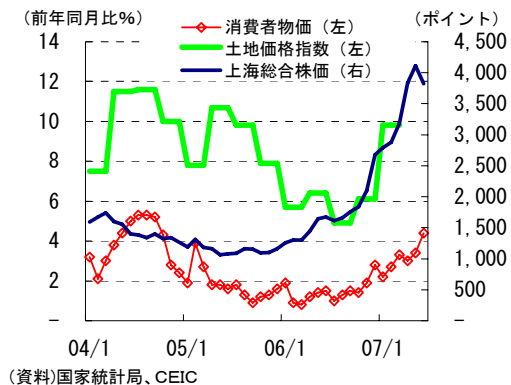


増加ペースが加速する中、人民銀行債の発行金利（1年もの）も、2005年末1.91%、2006年末2.80%、2007年6月末3.09%と上昇した。足元、外貨準備の増加ペースは人民元換算で年率4兆元となっており、金融政策の巧拙によっては、金利が高騰するリスクが出てきている。

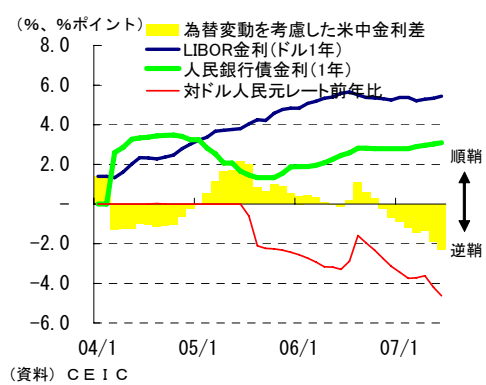
次に、吸収しきれず過剰流動性となった市中のマネーが、株価、消費者物価、不動産価格を押し上げ始めた（図表4）。株価は、2006年9月末から3カ月おきにみると、2006年12月末は9月末比1.5倍、2007年3月末は2006年12月末比1.2倍、6月末は3月末比1.2倍。9カ月間の累計で2.2倍（6月末上海総合株価3,820ポイント）も上昇した。足元6月末のPER（株価収益率）は約43倍。年間30~40%の増益率が見込まれている中で、割高と言いきにくい部分もあるが、最近の企業収益の4分の1から5分の1は株式投資収益となっており、バブルというべき部分が膨らんでいるのも確かである。過剰流動性の影響は、2006年末に消費者物価、2007年に入って不動産に及んできており、安定高成長の土台をむしばみつつある。

最後に、米中金利差が縮小、人民元高が進行する中で、外貨運用の逆ザヤが拡大している（図表5）。LIBOR（ドル1年もの）と人民銀行債（1年もの）の金利、対ドル人民元レートの変動率を見ると、2006年半ば以降、LIBOR金利の上昇が一服した一方で、人民銀行債金利と対ドル人民元レートが上昇を続け、元建てで見た外貨運用の含み損（逆ザヤ）が拡大している。今後もこの傾向は続くと思われる、逆ザヤ解消のインセンティブが強まっている。

(図表4) 株価および物価の動向



(図表5) 米中金利差



第2の理由として、公的な資金を積極的に運用するソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）を設立する気運が世界的に高まっていることである。モルガン・スタンレーの推計によると、SWFの運用総額は2007年5月時点で2.5兆ドル（注2）。ヘッジファンドの1.4兆ドル（2006年末）を大きく上回っている。

SWFを設立する機運が世界的に高まっている背景としては、原油・一次産品価格の上昇などを背景に、新興国の経常収支や外貨準備が急速に改善したこと、世界的に景気の好調が続く中で、リスク警戒感が薄れていることが挙げられる。図表6は、地域別の外貨準備を示したもののだが、先進国は日本と北欧を除くとほとんど増えていないのに対し、新興国はアジアを筆頭に大幅に増加しており、こうした新興国を中心に、SWFを設立しようという動きが強まっている。中国の場合、外貨準備は2007年6月末時点で1.33兆ドルあるが、万が一のときに必要な外貨準備は多く見積もっても6,000億ドル程度であり、必要な分以外はより有効に活用しようという議論がここ数年出てきている。また、中国の外貨準備の構成は米国向けが7～8割（そのおよそ半分が米国債）といわれているが、近年ドルに対して上昇しているユーロやポンド、国債より金利の高い社債や証券化商品などへの分散投資の誘因が強まっている（2007年4、5月、米国債保有高は2カ月連続で減少した）。

（図表6）地域別外貨準備の動向（金除く）

(上段：実額、億ドル、下段：差、実額)

	全世界	先進国					
		日本	米国	ユーロ圏	北欧	その他先進国	
1995	14,736	7,249	1,833	748	—	576	—
2000	20,221	8,506	3,549	566	2,423	750	1,218
2005	42,343	13,350	8,343	541	1,847	1,020	1,600
2000/95	5,485	1,257	1,717	-182	—	174	—
2005/00	22,122	4,845	4,794	-25	-576	270	382
	新興国	アジア		中国	欧州	中東	中南米
		アフリカ					
1995	7,484	264	4,328	754	857	744	1,292
2000	11,715	549	7,135	1,683	1,267	1,200	1,565
2005	28,993	1,617	18,644	8,215	4,248	1,930	2,554
2000/95	4,231	286	2,807	929	410	456	272
2005/00	17,277	1,067	11,509	6,532	2,981	730	989

(資料)IMF"IFS"

3. 設立の枠組み

1) 機関の概略～規模は世界で5指に、積極運用目指す

中国のSWF「中国投資」は、運用資産が2,000億ドルとなることが決まっており、設立後間もなく世界の5大SWFの一角を占める模様である（図表7）。

SWFは、石油の輸出代金などをファンドの原資とする「商品型」（UAEなど）と、外貨準備、財政黒字の積み立てなどをファンドの原資とする「非商品型」（シンガポールなど）の2つがあり、外貨準備を原資とする「中国投資」は明らかに後者である。

中国が参考にしたと伝えられるシンガポールのGIC、テマセク・ホールディングズの運用先は、商品別では、海外の株式・債券、不動産、ベンチャーキャピタル、産業別では、通信（タイ、インドネシア、日本）、金融（香港、パキスタン）、教育（オーストラリア）、物流（日本）などに及んでおり、「中国投資」も幅広い運用が予想される。またGICの過去25年間の平均利回りは9.5%であり、「中国投資」もこの水準を目指すものと見られる。

（注2）米証券取引委員会（SEC）のコックス委員長は、7月31日の上院銀行住宅都市委員会の証言で、SWFの運用総額が、現在の2.5兆ドルから2015年には12兆ドルに拡大するとの資産を明らかにした。

(図表 7) 世界の主な政府系ファンド (2007 年 3 月)

(億ドル)

国名	ファンド名	資産規模
アラブ首長国連邦(UAE)	アブダビ投資庁(ADIA)	8,750
シンガポール	政府投資公社(GIC)	3,300
ノルウェー	政府年金基金	3,000
サウジアラビア	複数のSWF	3,000
中国	中国投資	2,000
ロシア	安定化ファンド	1,000
クウェート	クウェート投資庁(KIA)	700
オーストラリア	オーストラリア将来ファンド	400
米アラスカ州	永久リザーブファンド	370
ブルネイ	政府投資庁	300
韓国	韓国投資公社(KIC)	200

(注)モルガンスタンレー推計。中国投資は予定。

(資料)日経金融新聞(2007.7.9)を一部修正

実際、5 月に出資を決定した米ブラック・ストーン・グループは不動産ファンドやM&A コンサルまでを手がけるプライベート・エクイティ・ファンド(運用資産 800 億ドル、グレーター・チャイナ・チェアマンは前香港財政長官・梁錦松(アントニー・リヨン))であり、投資利回りはここ数年の平均で 25%を記録していた。「中国投資」は、安全性を建前としながらも、積極的な運用を手がけると予想される。

2) 設立方法と特徴～特別国債で資本金を調達、運用効率の向上とともに為替介入の弊害の軽減の仕組みを盛り込む

6 月 29 日、全人代常務委員会は、「特別国債発行による外貨準備の購入及び 2007 年の国債発行限度額の調整の議案」を可決。財政部が特別国債を 1 兆 5,500 億元(約 2,000 億ドル)発行し、調達した資金で人民銀行から外貨準備を購入、新会社の資本金に充当する枠組みを決定した。特別国債は、2008 年 3 月にかけて、10 年物を 3~4 回に分けて発行される。「中国人民銀行法」には、人民銀行が国債の直接引き受けを禁止する項目があるが、今回の国債は「赤字国債」ではないため、事実上、直接引き受けを認めた模様である(但し、仲立ちとして、国有商業銀行の資産注入のために設立された「中央匯金公司」や非上場の「中国農業銀行」などを利用するとも言われている)。

当初、人民銀行の影響力の強い「中央匯金公司」と同じ方法(人民銀行による外貨準備の直接出資)が採られるとも言われていたが、「中国投資」は安全性が必ずしも保障されておらず、人民銀行の性格とあわなかったことなどから、今回の枠組みができた模様だ。

今回の枠組みの優れた点は、特別国債の発行を公開市場操作の強化、債券市場の金利形成の改善に結び付けたことであろう。中国の債券市場は、現状、国債、政策金融機関債、人民銀行債が中心で、ここ数年発行量が急増している人民銀行債は 3 カ月、6 カ月、1 年、3 年物しかない(6 カ月ものは 2006 年 9 月から 2007 年 7 月まで発行が停止されていた)。10 年物の特別国債の発行によって、人民銀行は、10 年物債券を利用した公開市場操作ができるようになり、金利の上昇圧力を抑えるとともに、中短期に偏った債券市場に厚みを持たせ、金利形成を改善させると考えられる。

3) 市場の捉え方と政府の説明～金融引き締めツールとしての利用には曲折を予想

特別国債の発行による「中国投資」の設立は、公開市場操作と外貨準備運用の改善の両

方を狙っている。最近は、株式市場の過熱を政府が警戒しているという点がクローズアップされていたため、1兆5,500億円の特別国債を発行するという発表は、預金準備率の引き上げ10回に相当する流動性を市中から吸収し、一気に金融を引き締めるとの印象を与えた。そのため、議案が発表された翌日の6月28日、翌々日の29日は、上海総合株価が累計で6.4%も下落し、一種パニックのような状況に陥った。

これに対して政府は、あくまでも「外貨準備管理体制改革」の一環と説明(図表8)し、動揺を抑えた。公開市場操作のツールを拡充するという点に触れながらも、大鉦を振るいにくい状況を作ってしまった。「中国投資」のスタートは、静かなものとなりそうである。

(図表8) 特別国債発行に対する財政部の説明(7/4)

- | |
|---|
| <p>①特別国債の発行は国内金融市場にショックをもたらすためのものではない。国内の流動性は、特別国債の発行が中央銀行の発行する債券に置き換わるので、多く減少することはない。特に発行は、株式市場の冷却化、証券市場のファンドなどに影響を与えることを目的としていない。</p> <p>②発行は直接中央銀行が引き受けるものではない(後の解釈では引き受け可能)。しかしながら、適切な方法で中央銀行による政府国債の保有を増やす。</p> <p>③根本的に特別債券は伝統的な債券とは異なる。財政赤字を埋め合わせるものではない。しかしながら、これは政府負債の一部に計上される。国債発行残高割り当てを変更する必要がある。</p> <p>④発行は、中央銀行の公開市場操作のツールを拡充する。国内流動性をコントロールするための政府債券の保有量が増えるためである。</p> <p>⑤国家投資公司(中国投資有限責任公司)が購入する外貨は公式な外貨準備には計上されない。</p> <p>⑥購入された外貨は国家投資公司の資本金に流用される。国家投資公司は國務院に報告義務を持つ国有企業である。</p> |
|---|

(資料) 人民日報

4. 国際金融市場への影響

1) 直接的なインパクト~非ドル建て資産への投資の進展、新興国へのインパクト大

外貨準備と比べてSWFの運用は積極的である。そのため、「中国投資」の直接的なインパクトは以下のことが考えられる。

第1に、非ドル建て資産への投資が進むと見られる。世界各国の外貨準備の通貨構成は、平均すると安全性と流動性を確保するために、ドル建てが65%と高くなっている(IMF加盟国集計、2006年末、ユーロは26%)。ところが、SWFは積極的に運用益を求めため、ドル建ての比率は低く、ノルウェーの政府年金基金で約3割、中東の主なSWFで5割を下回っているという。中国の外貨準備は7~8割がドル建てとなっており(非ドル建ての外貨準備は3,000億ドル前後)、仮に「中国投資」が5割を非ドル建てで運用すれば、最大1,000億ドルのドル売り要因となる。一度にドルが売られることは考えにくい、徐々にドル売りが進む中で、他国・地域のドル売りを誘発する可能性はある。

第2に、「中国投資」の2,000億ドルの運用規模は、国際金融市場全体から見ると決して大きくない。2006年末の上場株式時価総額は54兆ドル(2,000億ドルはその0.4%)、世界各国の外貨建て対外資産(外貨準備含む)は合計26兆ドル(同0.8%)などであり(図表9)、株式、債券、不動産などに幅広く投資するのであれば、各市場への影響はそれだけ小さくなる。但し、中国の対米証券投資は国債と政府機関債に集中しており(図表10)、これが株式市場にシフトすると、大きな影響が出る。また、数千億のドル規模しかない商品先物市場に投資されたり、先進国に比べてはるかに小さい新興国に投資されたりすれば、当該国経済には大きな影響を与えるであろう。

(図表 9) 国際金融市場の規模 (2006 年)

	世界			2000億ドルとの比較			
	世界(米国除く)	米国		世界	米国除く		
普通株発行市場	5,948	4,564	76.7%	1,384	23.3%	33.6%	43.8%
M&A市場	36,000	20,890	58.0%	15,110	42.0%	5.6%	9.6%
シンジケートローン市場	39,855	22,547	56.6%	17,308	43.4%	5.0%	8.9%
世界各国の外貨建て対外資産(年)	260,950	106,990	41.0%	153,961	59.0%	0.8%	1.9%
上場株式時価総額(年末)	543,253	389,512	71.7%	153,741	28.3%	0.4%	0.5%
外国為替市場取引高(1日平均)	16,400	11,790	71.9%	4,610	28.1%	12.2%	17.0%

(注1) 世界各国の外貨建て対外資産の米国とは、外貨建て対外資産におけるドル建て資産のこと。世界(米国)除くとは、非ドル建て資産のドル換算金額のこと。

(注2) 上場株式時価総額のうち米国はNYSEのみ。

(注3) 外国為替市場取引高は、ロンドン、ニューヨーク、東京、シンガポール、香港のみ。2004年4月

(資料) Thomson Financial、World Federation of Exchanges、BIS

(図表 10) 米国における外国人による証券売買 (2006)

	合計				
	株	政府機関債	社債	国債	
買い	101,423	69,041	15,722	16,660	—
売り	92,019	67,539	12,827	11,653	—
ネット	11,382	1,503	2,896	5,007	1,977
うち欧州	5,907	969	887	3,058	992
うち中国	1,099	5	375	313	407
うち日本	733	-7	451	127	163
うち欧州	52%	65%	31%	61%	50%
うち中国	10%	0%	13%	6%	21%
うち日本	6%	0%	16%	3%	8%

(資料) FRB "Federal Reserve Bulletin"

2) 間接的なインパクト～中国の対外直接投資の加速、一時的に摩擦が激化

前述の直接的なインパクトを通して、いくつかの国際経済・政治面に影響を及ぼすと考えられる。

第1に、「中国投資」が尖兵となることで、中国企業の対外直接投資が加速する可能性がある。中国の2006年の対外直接投資額は161.3億ドル、世界13位(前年17位)と、2005年以降加速しているが、その3～4割がタックスヘイブンのメリットの利用を目的としたものであり、表面的な数字ほど対外直接投資は増加していなかった。とはいえ、ここ数年、資源・エネルギー問題や人民元切り上げにより、鉱業(石油・鉄鉱石など)や製造業(通信機器、電気・電子、アパレル・雑貨など)の対外直接投資意欲が強まりつつあり、南アジアや中央アジア、アフリカ、中南米などが有望な地域として注目されている。

「中国投資」は、シンガポールのテマセク・ホールディングズを参考としており、インフラや資源・エネルギー開発などに乗り出す可能性は低くない。これが中国企業の対外直接投資を誘発する可能性が十分考えられる。

第2に、短期的には先進国との摩擦が強まる可能性がある。SWFは全般的に情報開示が不十分で、国際マネーフローにブラックボックスができてしまうのではないかと懸念されている。また、資金が豊富なSWFが、軍事や石油など安全保障に関係する企業を買収すれば、安全保障が脅かされると懸念されている。SWFのケースではないが、2005年の中国海洋石油による米ユノカル買収劇では、米国世論が中国警戒に傾いた。また、2007年5月の「中国投資」による米ブラック・ストーンへの出資発表を受けて、ウェット米上院議員が、ブラックストーンが投資している軍事・衛星企業の技術が中国に流出するのではないかと懸念を表し、安保上の問題がないか検証することを政府に要請した。こうした

流れの中、中国政府は、中国を訪問したキミット財務副長官に、「当面、社債や株式のようなポートフォリオ投資を中心にする」、企業買収について「現時点では考えていない」、「機会があっても問題のない分野に限るだろう」（日本経済新聞 2007年6月23日）と表明し、米国への配慮を示した。最近、世界の主要国では、海外からの買収に対する防衛策の強化が打ち出されており（図表 11）、保護主義的な動きが強まっている。

「中国投資」は、既存のドルの秩序、新興国と先進国の関係、先進国の築いた経済秩序に静かに一石を投じようとしており、ゆっくりとであるが国際金融市場・国際経済での影響力を強めていこう。

（図表 11）海外からの買収に対する主な国の防衛策

日本	買収に事前の届出が必要な対象業種を特殊鋼や工作機械などにも拡大
米国	買収審査機関の機能を強化。議会は安保上の問題検証を財政長官に要請
カナダ	2008年に投資法や独占禁止法を改正へ
ドイツ	外国政府系ファンドへの規制論が浮上。専門チームが規制策を策定へ
中国	「重点産業」「著名ブランド」などに係わる買収は政府の審査を義務付け
ロシア	39の戦略分野で外資制限を検討

（資料）日本経済新聞（2007.7.14）

（参考）世界の4大SWF

<p>アラブ首長国連邦（UAE） ADIA（Abu Dhabi Investment Authority、アブダビ投資庁）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・1976年設立。アラブ首長国連邦の中で主導的地位を占めるアブダビ首長国の政府剰余金を運用。将来的な石油枯渇に備えることが目的。 ・投資対象は株式や債券を中心に不動産などへの投資も行っているといわれる。IIFのレポートでは、株式が50～60%、債券が20～25%、不動産が5～8%、プライベート・エクイティも同程度、オルタナティブ投資が5～10%とされている。また特定国に偏らずまんべんなく投資しているといわれる。 ・ワシントンやロンドンにも拠点を有する。欧米等の金融機関からファンドマネージャーをスカウトしている。
<p>シンガポール GIC（Government Investment Company、政府投資公社）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・1981年設立。外貨準備の急増を背景に、外貨準備を長期かつハイイールドな資産に投資することが目的。 ・株式、債券、コモディティ、オルタナティブ投資、不動産投資、プライベート・エクイティなど多様な対象に投資。不動産では、汐留シティーセンターなど、プライベート・エクイティでは、テキサス・パシフィック・グループ、カーライル、ブラックストーンなどに投資。 ・世界に8つの拠点を有する。 <p>Temasek Holdings（テマセク・ホールディングズ）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・1974年設立。国内の基幹産業をはじめとして、非公開株式も含めた企業投資を行っている。 ・2006年3月末の投資資産は1290億シンガポールドル（約800億ドル）。シンガポール国内44%、日本を除く他のアジアが34%、OECD加盟国（韓国を除く）が20%。
<p>ノルウェー Government Pension Fund-Global（政府年金基金）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・1990年設置。政府の石油関連収入をプールし、将来、石油関連収入が減少した場合に備えるのが目的。 ・株式、社債、コモディティなどに投資。42の先進・新興国市場の株式及び31の通貨建ての債券に投資。
<p>サウジアラビア SAMA（Saudi Arabian Monetary Agency）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・国家財政の剰余資金、政府系機関の退職年金基金を運用。 ・約56%が対外証券投資、約33%が国内証券投資、約7%が外国銀行預金等。流動性や安全性を重視する傾向が強いとされ、対外証券投資の相当部分を米国債に振り向けているのではないかとされている。

（資料）財団法人国際金融情報センター「SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）ー中国・ロシアも加わり市場の関心が高まる国家ファンド」2007.6から一部抜粋、修正

以上

※当レポートは情報提供のみを目的として作成されたもので、商品の勧誘を目的としたものではありません。