

2012年10月30日 全10頁

増加する中国の対日証券投資

日本資本市場での中国の存在感の高まりに対して期待と懸念が混在

金融調査部

研究員 矢作大祐

研究員 太田珠美

[要約]

- 中国の対日証券投資残高は2010年以降増加してきた。特に、短期債に対する投資が大きいの。また、中長期債に対する投資残高は、リーマン・ショックや欧州債務危機の影響を受ける間も継続的に増加した。株式についても、2010年以降における株価下落の中でも保有残高を増やしてきた。
- 中国の対日証券投資のメイン・プレイヤーは、外貨準備の運用主体であるSAFE、CICであると考えられる。中国の外貨準備運用は主に米ドル建て資産を対象としてきた。2010年以降は、これに加え、円建て資産への投資を増やし、運用対象となる資産を多様化してきた。これは、中国が米国債の格下げ等を契機に対米投資偏重を修正したことや、外貨準備の長期運用・多様化を推進したことが背景として挙げられる。
- 中国の対日証券投資の増加が日本の資本市場に与えるインプリケーションとしては、中国が外貨準備の運用を通して、日本株式、債券の新たな受け皿（投資主体）となりうる可能性もあろう。
- 一方で、外貨準備高の増加幅や、外貨準備の通貨構成に占める日本円（円建て資産も含む）の保有割合からみると、中国の対日証券投資が今後も大幅に増加するとは考えにくいと言える。また、尖閣諸島問題といった地政学的リスクが中国の対日証券投資に与える影響も看過できないであろう。

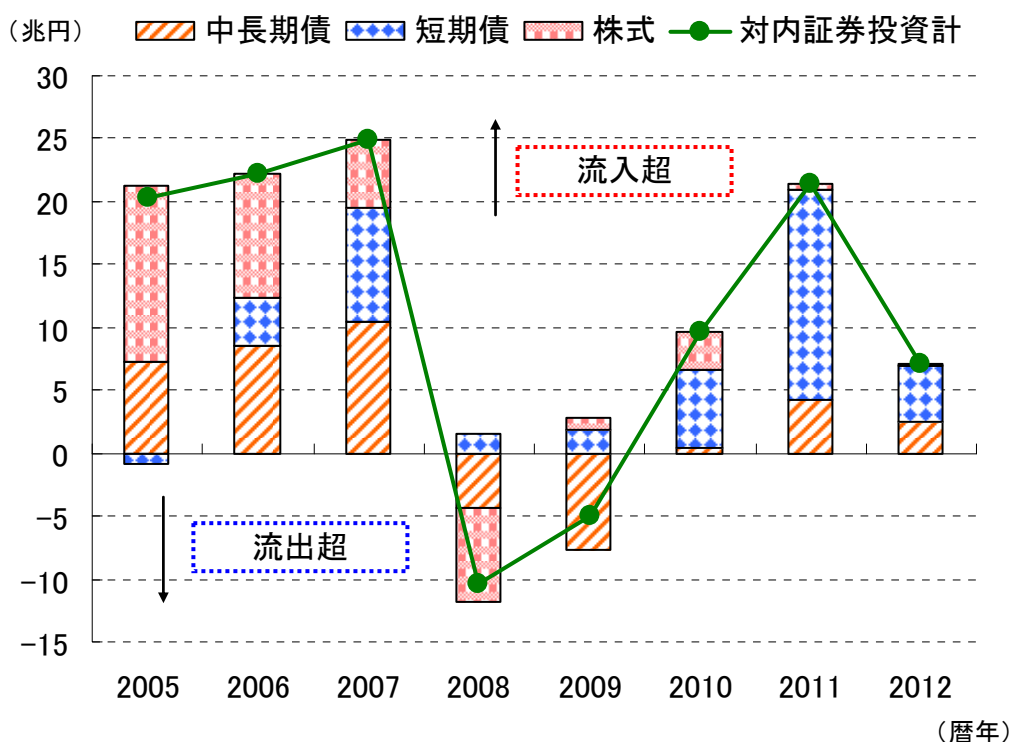
1. 対日証券投資の動向

世界からの対日証券投資は2010年以降流入超

世界からの対日証券投資（フロー・ベース、暦年）は、リーマン・ショックの影響を受けた2008年・2009年に流出超となったが、2010年には流入超となった（図表1）。2011年には、21.4兆円の流入超となり、リーマン・ショック以前の水準まで回復した。2012年（1月～8月）

に関しては7.2兆円と前年同期（20.6兆円）と比べて低水準ではあるが、欧州債務危機や中国の景気減速といった悪環境下においても、日本株式・債券に対する海外投資家の継続的な需要がみて取れる。特に短期債は、2010年以降大幅に買い越されている。これは、欧州債務危機等による世界的なリスク・オフ¹の流れや中国からの資金流入の増加を背景としたものであると考えられる。

図表1 対日証券投資（ネット、フロー・ベース）の推移



(注) 暦年ベース。2012年に関しては、1月から8月までの合計値。中長期債には発行時の満期が1年超の債券が含まれ、短期債には発行時の満期が1年以内の債券やコマーシャル・ペーパーといった短期の金融市場商品が含まれる。また、株式に証券貸借取引は含まない。

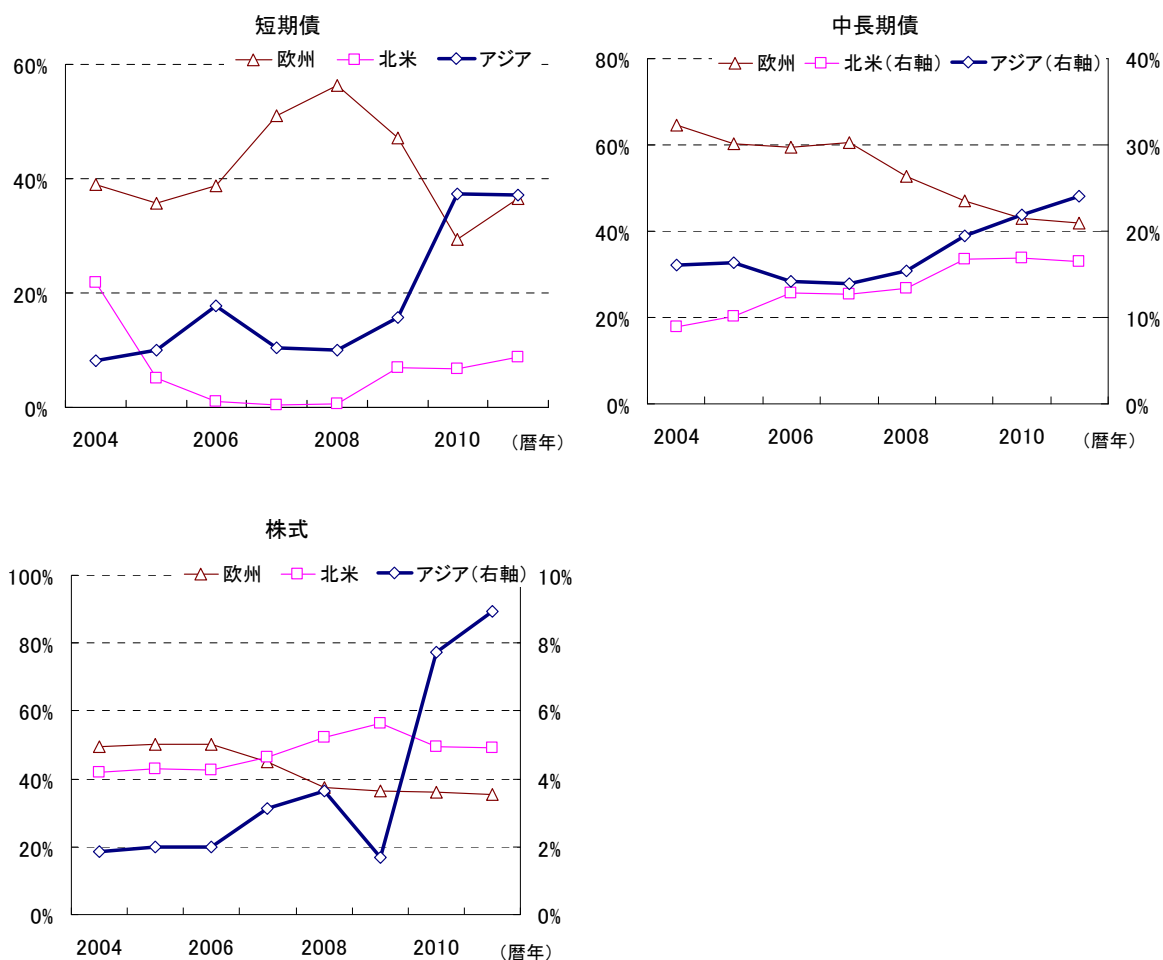
(出所) 財務省、日本銀行「対外・対内証券投資」より大和総研作成

短期債を中心に中国の対日証券投資残高が増加

リーマン・ショック以降、国別・地域別の対日証券投資残高の保有構造に変化が起きている。2008年以降、リーマン・ショックの影響を受けた欧米投資家の対日証券投資残高が減少傾向にある中で、2010年以降、アジア投資家の対日証券投資残高が急増した。その結果、アジアの対日証券投資残高が全体に占める割合は2007年に6.7%だったが、2011年には21.6%まで上昇した(図表2)。

¹ リスク・オフとは、株式といったリスクの高い資産への投資を避け、国債や短期金融資産といった相対的に安全な資産へと投資資金を移すことを指す。

図表2 地域別の対日証券投資残高割合（短期債、中長期債、株式）の推移



(注) その他（中南米、大洋州（オセアニア）、東欧・ロシア、中東、アフリカ、国際機関）の残高割合も計算対象としているが、グラフ内では省略。

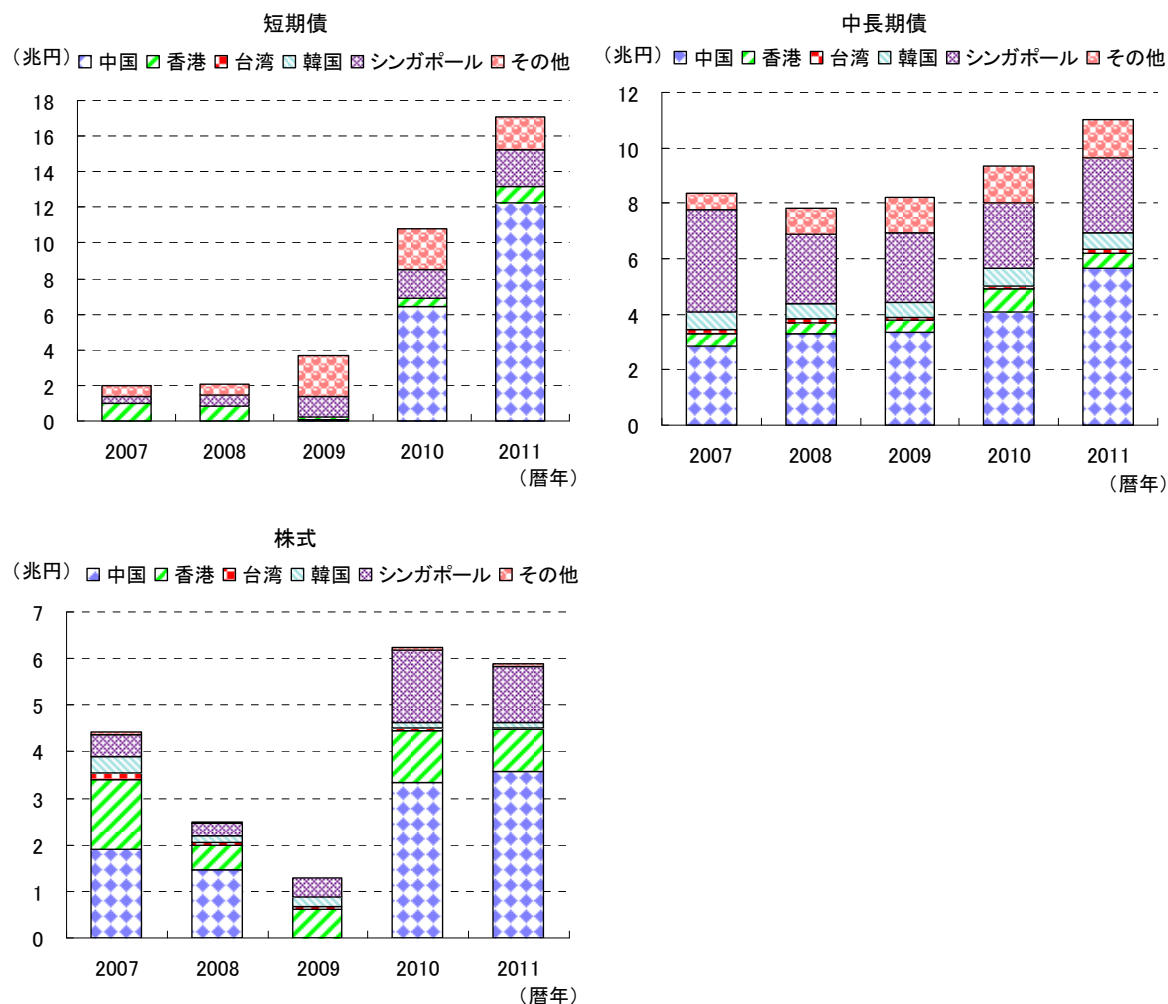
(出所) 財務省、日本銀行「直接投資・証券投資等残高地域別統計」より大和総研作成

アジアが占める対日証券投資残高の割合が上昇した背景としては、中国の保有残高の増加が挙げられる。アジアの対日証券投資残高のうち中国が占める割合は、2007年の3割強から、2010年には5割を超え、2011年は6割強となった。短期債に関しては、中国の保有残高は2009年までは少なかったが、2010年には6.4兆円、2011年には12.3兆円を保有し、アジアの保有残高の7割強を占めるに至った（図表3）。中長期債については、リーマン・ショック以前も中国は一定程度保有していたが、その後も増加し、2011年には2007年の2.0倍である5.7兆円に達した。株式に関しては、中国は2009年に保有残高を大きく減らしたが、2010年には2008年の2.3倍（3.4兆円）まで増え、2011年には3.6兆円まで増加している。2011年は株価変動等により、対日株式投資残高が全体で前年差14.7兆円も減少している中で、中国は保有残高を伸ばしており、日本の株式を着実に買い進めたと言えよう。

このように対日証券投資におけるアジア、中でも中国の存在感はリーマン・ショック以降高まっている。なお、2010年、2011年と中国の対日証券投資の残高は急増したが、フロー・ベー

スでは流出超である。これは、フロー・ベースの一部が最終投資家の所在地ではなく、取引者の所在地に基づいて分類されていることが影響していると考えられる²。

図表3 アジア地域の国別対日証券投資残高（短期債、中長期債、株式）の推移



(注) その他には、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム、インドが含まれる。

(出所) 財務省、日本銀行「直接投資・証券投資等残高地域別統計」より大和総研作成

2. 中国による対日証券投資増加の背景

リスク回避を背景に、対米証券投資から対日証券投資へ

では、なぜ中国による対日証券投資が増加したのであろうか。背景には中国の外貨準備の運用方針の変化が挙げられる。1つは対米投資偏重の修正であり、1つはポートフォリオの長期化・多様化の推進である。

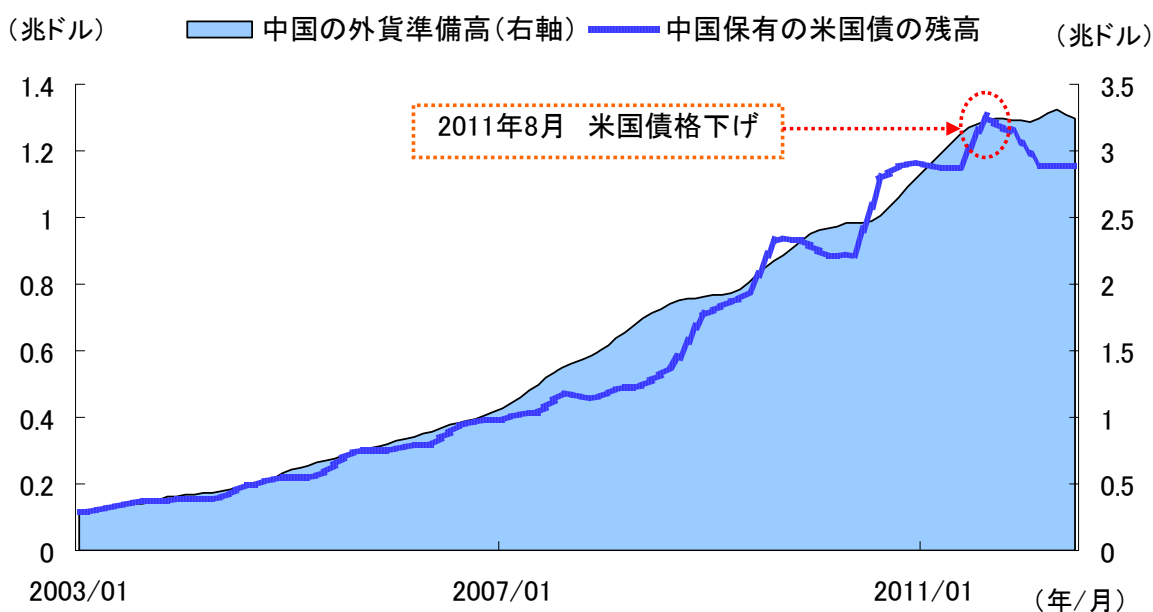
² 例えば、2011年の英国の対日証券投資はフロー・ベースで68.4兆円の買い越しとなっているが、2011年の対日証券投資残高では前年から約4,500億円減少している。中国や英国外の投資家などが、英国を經由して対日証券投資を行っていると考えられる。中国の外貨準備を運用するSAFEやCICは、香港やロンドン、ニューヨーク等に支局を有し、現地でも運用を行っている。対日証券投資のフロー・ベースと対日証券投資残高を照らし合わせながら検証する必要があることを付記しておきたい。

中国の対外証券投資の投資主体は外貨準備を管理・運用する国家外貨管理局（以下、SAFE）や中国投資有限責任公司（以下、CIC）³、それ以外の適格国内機関投資家（以下、QDII）⁴が挙げられる。中でも、3.2兆ドル（2012年6月時点）の外貨準備を運用するSAFE・CICの存在感が大きいと言える。

従来、この外貨準備の主要な運用対象資産は米国債であり、中国の米国債保有残高は外貨準備高とともに増加してきたが、2011年半ばをピークにその伸びが停滞している（図表4）。

この背景としては、2009年以降のドル安傾向によって、米ドル建て資産に為替差損が発生する可能性を中国が懸念し始めたことが挙げられよう（図表5）。また、2011年8月の米国債の格下げを機に、中国の米国債保有残高が減少していることから、信用力の面からも米国債に集中した運用にリスクがあることを認識したと考えられる。外貨準備の運用対象資産をドル建て資産から他の通貨建て資産へと拡大させるにあたり、代替となったのが相対的に強く安全な円建て資産であったと考えられる⁵。

図表4 中国の外貨準備高と中国保有の米国債残高の推移



(注1) 外貨準備高は金、SDR、IMF リザーブポジションを除く。

(注2) 中国の外貨準備高、中国保有の米国債残高ともに3か月移動平均。

(注3) 米国債の残高には、短期国債、長期国債が含まれる。

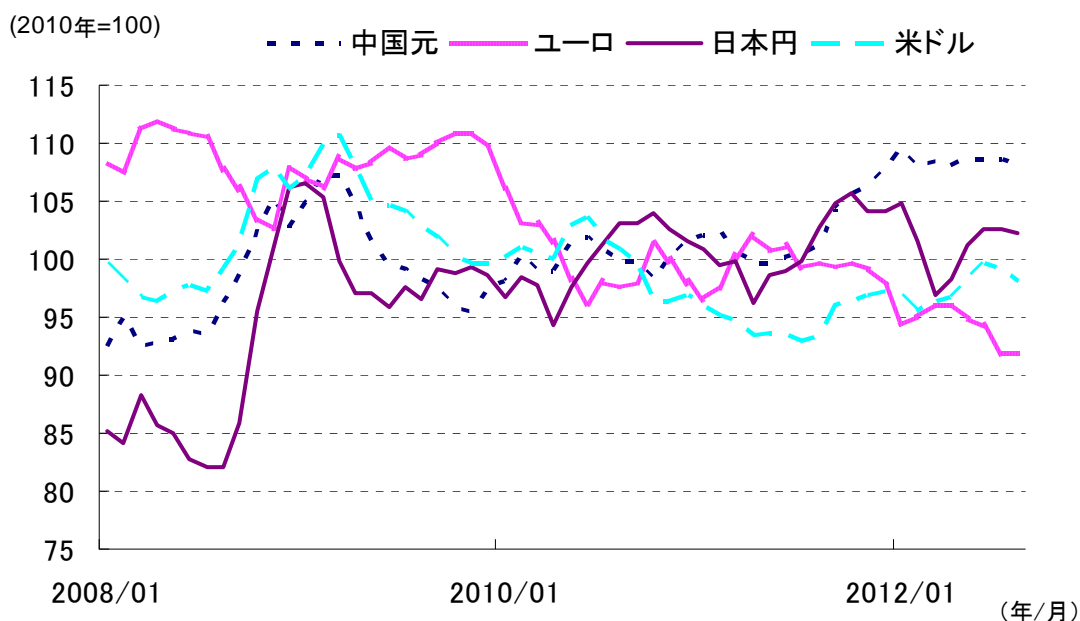
(出所) 中国人民銀行、米国財務省から大和総研作成

³ SAFEは中国人民銀行の外局である。CICは自主経営を行う企業形態をとっているが、外貨準備を運用していることや政府出資の下で設立したこと（国有独資公司）、取締役会を構成する11人のうち5人は国家発展改革委員等の政府関係者が任命されていることから、中国政府の意向を反映した運用を行うと考えられる。

⁴ QDIIは海外証券資産への投資を許可された中国国内の機関投資家を指す。QDIIの対外投資認可金額の合計は2012年9月末において約856億ドルである。

⁵ 米ドルの次に流動性の高いユーロ建て資産も外貨準備の運用対象資産として挙げられるが、中国の対欧州証券投資は非公表であるため、欧州債務危機下に中国がユーロ建て資産をどの程度保有しているかは確認できない。

図表5 日米欧中の実質実効為替レートの推移



(注) 実質実効為替レートは、2010年=100（各国2010年1月～12月の数値の平均=100）。また、61か国のブロードベース（2012年10月現在）を用いている。

(出所) BISより大和総研作成

外貨準備の長期運用、分散化のために本邦株式・中長期も保有

中国の対日証券投資は中長期債、株式においても増加傾向にあるが、こちらは外貨準備の長期運用という方針を掲げていることによるものと考えられる。外貨準備運用の一端を担うCICの楼継偉会長は、CICは長期投資家として、ヘッジファンドのような高速・高頻度の売買を行わないと中国国内発行の雑誌のインタビューで答えている⁶。

現実には、中国政府系ファンドと考えられているssbtod05 omnibus account treaty（以下od05）が保有する株式は、銘柄ベースでも、時価総額ベースでも継続的に増加している（図表6）⁷。od05は、一度保有した銘柄をバイ&ホールドで長期間保有することを前提とした投資スタイルをとっているとの指摘もある⁸。また、中国の対日中長期債投資の残高についても、近年継続的に増加している（図表3、中図）。中国が保有する2011年の中長期債残高は、2010年から1.6兆円増加しており、増加分は今までで最も大きい。

中国が保有する対米証券投資も長期化の傾向を示している。中国の対米債券投資については、2009年に短期国債の保有を増やした以外は長期国債を中心に保有している。2011年に中国が保

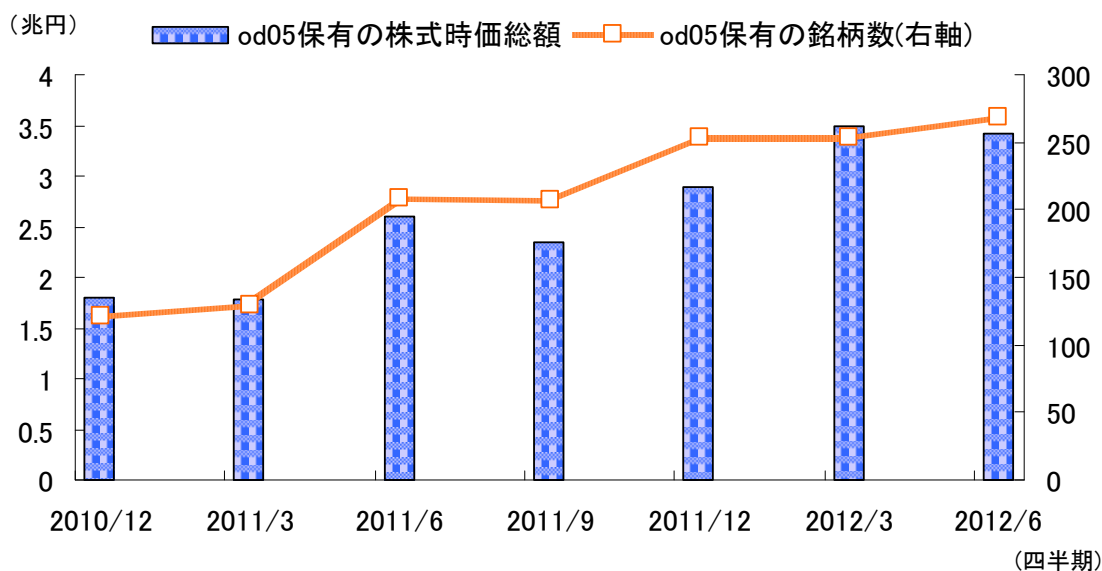
⁶ 「現在就是機会」『商務週刊』（2009年第21期）。

⁷ od05が中国政府系ファンドとされている背景には、2010年ssbtod05 omnibus China treaty 808150という株主が2010年3月決算の株主として登場したことが挙げられる。その株主名に“China”の文字があり、保有総額が比較的大きかったため、中国系政府ファンドと認識された。本稿執筆現在、株主名から、“China”の文字はなくなっているが、各種報道によれば同様の中国系政府ファンドと認識されている。

⁸ 安間聡、原田博之「中国政府系ファンドのポートフォリオ特性」（株式会社QUICKレポート、2012年8月）。

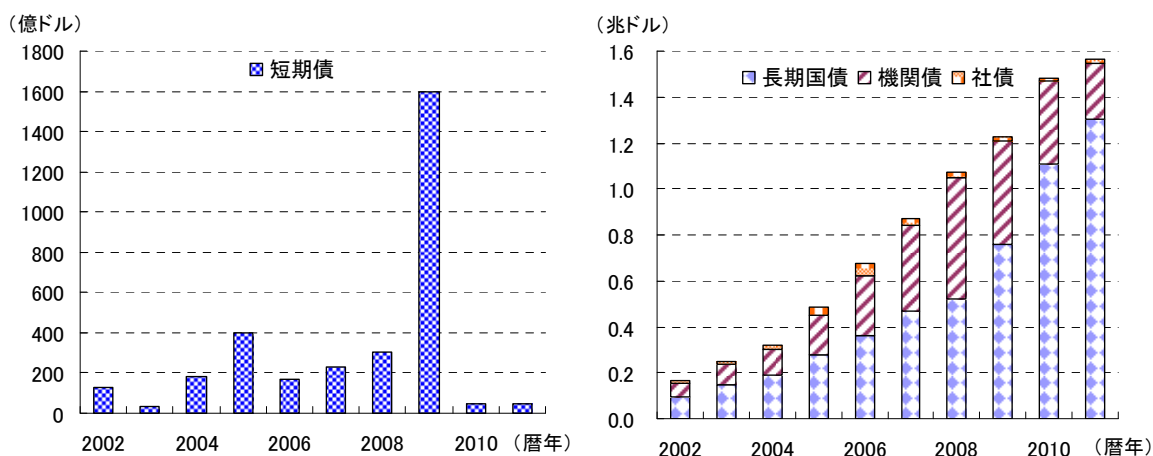
有する米国短期債残高が約 49 億ドルであったのに対し、長期債残高は 1.6 兆ドルであった。中国が保有する米国長期債残高の推移を見ると、2010 年に急増している。これは 2009 年に取得した米国短期債の満期到来に伴う買い替えが原因であると考えられる（図表 7）。なお、図表 4 の通り、2011 年 8 月以降、中国は米国債の保有を減らしている。2012 年 6 月末時点で中国が保有する米国債残高の短期・長期の内訳は、現時点では公表されておらず不明だが、短期債残高が大きく増加した 2009 年においても長期債の保有残高の方が圧倒的に多かった。中国の対米債券投資において、長期債が多くを占める状況に変化はないものと考えられる。

図表 6 od05 が保有する株式の時価総額、銘柄数の推移



(出所) QUICK より大和総研作成

図表 7 中国が保有する米国短期債（左図）、長期債（右図）残高の推移



(注) 米国短期債、長期債、株式は、各年 6 月末日における保有残高である。

(出所) 米国財務省より大和総研作成

また、中国は外貨準備の運用対象の多様化も積極的に進めている。外貨準備の管理・運用を行う SAFE は運用対象の多様化が重要であることを度々主張しており、それは運用対象資産の多様化や運用対象業種・地域の多様化等を意味するとしている⁹。実際に、外貨準備運用の一端を担う CIC のポートフォリオは年によって多少変化はあるものの、投資対象としている資産、業種、地域も徐々に多様化している（図表 8、図表 9）。

中国が保有する日本の短期債残高の増加は、財政赤字等を考慮し長期債よりもリスクの低い短期債を増加させたとも考えられ、一見すると中国の外貨準備の長期運用とそぐわないとも言える。しかし、2009 年に中国が米国短期債の保有残高を増やした後、短期債の満期が訪れる 2010 年には米国長期債に買い替えた。今回も日本短期債の満期が到来すれば、日本の中長期債等に買い替えが起きると考えられる。これら短期債購入はリスク・オフ等を要因とした一時的なものであり、中国の外貨準備の長期運用と矛盾するとは言えない。日本株式・債券への投資の増加は、中国の外貨準備運用の多様化という方針と整合的であると言えよう。

図表 8 CIC の対外投資ポートフォリオ内訳（上図）、固定収益の内訳（下図）の推移

対外投資ポートフォリオ内訳

(暦年) \ (%)	現金等	株式	固定収益	絶対収益運用	長期投資	その他投資
2008	87.4	3.2	9	-	-	0.4
2009	32	36	26	-	-	6
2010	4	48	27	-	-	21
2011	11	25	21	12	31	-

対外投資ポートフォリオのうち固定収益の内訳

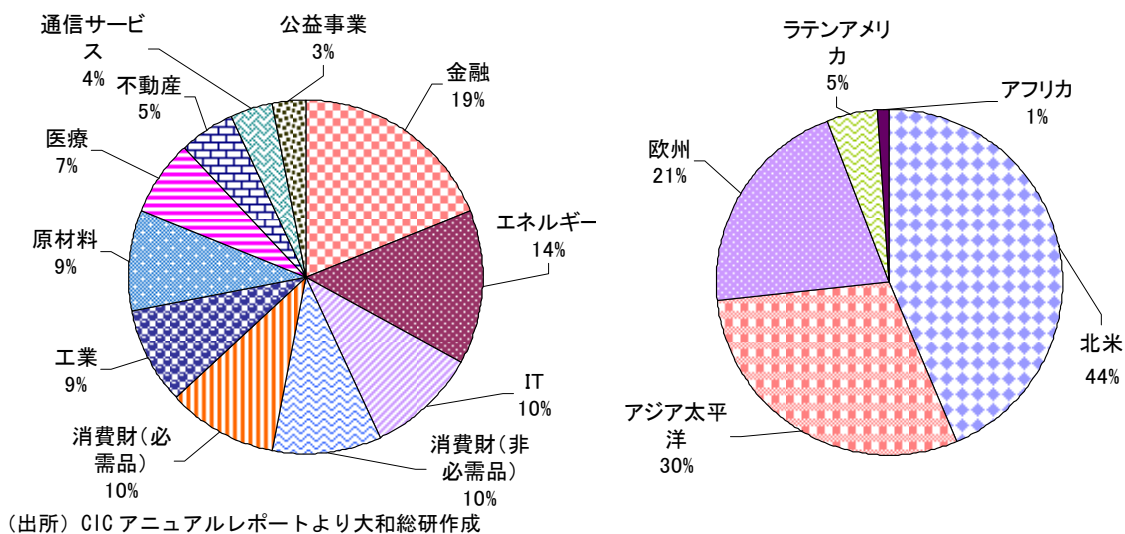
(暦年) \ (%)	資産担保証券	国債	政府機関債	社債	その他
2008	-	-	-	-	-
2009	8	44	27	13	8
2010	12	38	9	32	9
2011	7	62	5	21	5

(注) “-”はデータが未発表。絶対収益運用にはヘッジファンドといった代替投資が含まれる。長期投資には直接投資や、PE、資源エネルギー、不動産、インフラへの投資が含まれる。

(出所) CIC アニュアルレポートより大和総研作成

⁹ 国家外貨管理局「国家外貨管理局年報 2011」、「外貨準備熱点問答」、中国投資有限責任公司「2011 年年度報告」等を参照。

図表9 2011年のCICの株式投資の業種内訳（左図）、地域内訳（右図）



3. 日本の資本市場へのインプリケーション

第2章で指摘したように、中国の対日証券投資が増加した背景として、外貨準備の多くを米ドル建て資産で運用することに対して中国が懸念を抱き、比較的安定している円建て資産の保有を短期債中心に増やしたことが挙げられる。また、外貨準備の長期運用、多様化という方針からも日本株式、長期債の保有が進んだと考えられる。本章では、中国の対日証券投資の増加が日本の資本市場に与えるインプリケーションを考える。

中国の対日証券投資は日本株式・債券の新たな受け皿になるか

本邦国債の大部分は国内金融機関を中心に保有されており、財政赤字が続く中で日本の国債金利が低位安定的に推移する要因となっている。一方で、日本の国債金利が急上昇した場合に国内金融機関が被る損失リスクが懸念されており、国内金融機関の日本国債保有には限界があるという指摘もある。また、国内株式市場に関しては、海外投資家の株式保有割合や売買代金シェアが上昇している。海外投資家は国内投資家に比べて短期的な投資行動をとる傾向があり、日本の株式市場には長期安定的な保有主体が求められている。

中国による対日証券投資の増加は、日本の資本市場における新たな受け皿（投資主体）となる可能性がある。特に従来の欧米中心の対日証券投資に加えて、中国を中心としたアジアからの対日証券投資が増えたことで、投資家層の広がりを期待できると言えよう。また、SAFEやCICといった外貨準備を元手とした政府系ファンドは、長期運用や幅広い金融資産に投資を行うという投資主体であるとされており、長期安定的な保有主体となる可能性もあろう¹⁰。

¹⁰ IFSL, "Sovereign Wealth Fund 2008", IFSL Research (現在は、The City UK) .

懸念されるのは中国の買い余力

中国の対日証券投資に関する今後の注目点は、円建て資産に対してどの程度の買い余力を有しているのかということである。中国による対日証券投資の多くは今のところ外貨準備による運用であると考えられるが、中国の外貨準備（3.2兆ドル）の通貨構成は非公表であるため、円建て資産をどの程度保有する方針であるかは明らかではない。仮に各国における外貨準備の通貨構成に占める日本円の割合の平均と同様の通貨構成で中国が円建て資産を保有すると仮定すると、約1,216億ドル（約9.7兆円）¹¹と推計できる。2011年末時点における中国の対日証券投資残高は21.5兆円であり、QDIIといった他の投資主体を考慮に入れたとしても、各国における外貨準備の通貨構成に占める日本円の割合の平均を大幅に超える水準を保有していると言える。

また、2011年以降、中国の外貨準備高の伸びが鈍化している。中国の外貨準備の通貨構成（推計）と併せて考えれば、外貨準備高の増加なしに対日証券投資を今後大きく増やすことは考えにくい。さらには、欧米経済の回復が見込まれるようになれば、中国がリスク・オフの世界的流れの中で購入した日本短期債がドル建て、ユーロ建て資産へと買い替えられる可能性もあろう。

さらに、2012年9月の尖閣諸島問題といった地政学的なリスクが中国の対日証券投資に影響を与える可能性があるということも懸念事項の一つである。例えば、China Daily 等では海外投資家の中で日本国債の最大保有国である中国が日本の命運を握っているとし、日本への経済制裁の一つの手段として用いることができると報じている¹²。

対外及び対内証券売買契約等の状況¹³によると、尖閣諸島問題の影響が最も大きかったであろう9月の対日証券投資は、全体で約9,300億円の流入超になった。内訳は短期・中長期債が1.1兆円の流入超、株式が約2,200億円の流出超であった。短期・中長期債が6か月連続の流入超、株式が5か月連続での流出超であり、尖閣諸島問題と直接の関係性は見出しにくい¹⁴。日本国債を用いた制裁行動は現状からは認識できない上、中国の日本国債保有規模からも国債市場に及ぼす影響は現段階では限定的であると考えられる。しかし、中国による対日証券投資の増加に伴って発生する日本の資本市場における地政学的リスクの存在に関しては今後も認識されてしるべきであろう。

¹¹ 外貨準備の通貨構成に占める日本円の割合（各国平均）は、IMFのCurrency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) から算出した。ここでいう各国とは、外貨準備の通貨構成が判明している国であり、未判明分は含まない。外貨準備の通貨構成に占める日本円の割合（各国平均）は、3.8%。中国の外貨準備高は3.2兆ドル、1ドル=80円として計算。

¹² Jin Baisong, “Consider sanctions on Japan”, China Daily.

¹³ 対外および対内証券売買契約等の状況は、財務大臣が指定した機関（銀行等）の報告をもとに作成されており、指定報告機関以外も含めて作成される対内証券投資に比べて、調査対象の範囲が狭い。また、国・地域別で公表されていないため、中国の対日証券投資の増減を直接的に把握することはできない。

¹⁴ 10月の第2週（10月7日～10月13日）は短期債が2.2兆円の流出超であった。2兆円以上の流出超は2012年に今回を除いてすでに3回あった。尖閣諸島問題が発生した9月も短期債を中心に流入超が続いたことを考えれば、今回の流出超が尖閣問題を背景としたものであると断定できない。