

世界の外貨準備とファンド運用問題(前編) 発表日: 2007年8月3日(金) ~ドル需要を微妙に変化させるソブリン・ウエルス・ファンド~

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線: 5221-5223)

世界の外貨準備残高が増加している。これは、米国の貿易赤字の拡大を背景に、所得が新興国に移転していることとの表れでもある。外貨準備の中では、BRICS 諸国の持分が上昇している。米国の貿易赤字が膨らんでも、その裏側で米国の対外債務が外貨準備をドル建てを中心に保有しているため、ドル価値は維持されていると理解することもできる。そうした中、巨大な外貨準備を保有している国々ではソブリン・ウエルス・ファンド (SWF、政府系ファンド・国富ファンドとも呼ぶ) を設立して、そこに外貨運用を任せようという動きをみせている。この外貨運用の多様化は、ドル価値の維持と密接な関係があるだけにその動向が注目される。

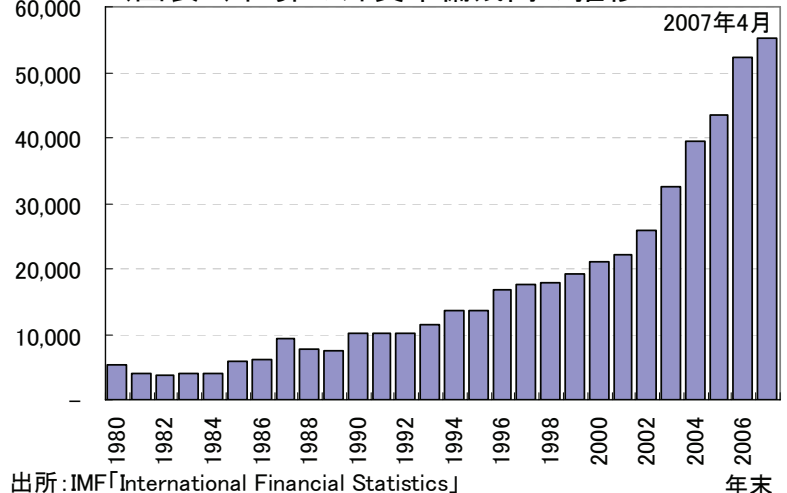
膨張する外貨準備残高

世界各国の外貨準備が膨張している (図表 1)。IMF (国際通貨基金) によれば、世界の外貨準備は、2006 年末に前年比 14% 増となり、残高は 5.2 兆ドルに達している。さらに、2007 年 4 月末では 2006 年末より +5.3% の 5.5 兆ドルに増加している。外貨準備とは、政府保有の外貨であり、各国政府は基本的に他国との資金決済に使うための準備金として保有している。ただし、国によっては自国の為替レートが切り上がらないようにレートを維持したために、ドル保有残高が必要とする決済準備を大幅に超えている国も少なくない。

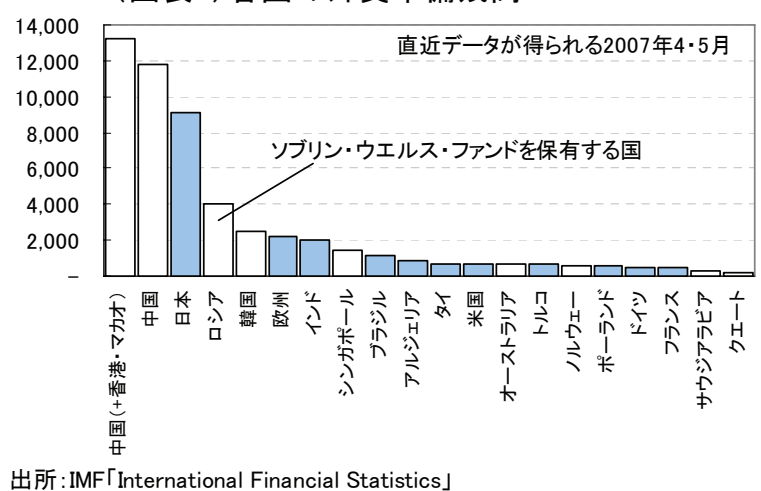
つまり、各国政府の外貨準備は、ドル需要に極めて強い影響力を持っていることを暗示している。

そうした中、各国の外貨準備の管理を SWF (ソブリン・ウエルス・ファンド) を設立して、そこで運用しようという動きがある。モルガン・スタンレーの推計では、現状、SWF の累計は 2.5 兆ドル (2007 年 3 月末) に達するとする。各国の中でも、外貨準備を多く保有する国々は、SWF を保有しているケースが多い (図表 2)。その規模は、世界の外貨準備の半分近くを占めていることになる。

(図表 1) 世界の外貨準備残高の推移



(図表 2) 各国の外貨準備残高



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

SWF が注目されはじめたのは、5月に世界最大の外貨準備を誇る中国が、米ファンドのブラックストーンの上場の際に30億ドルを出資することを表明したことが契機であろう。中国は、9月にも国家外貨投資公司（SIC）を設立し、2,000億ドルを海外運用する方針を明らかにしている。

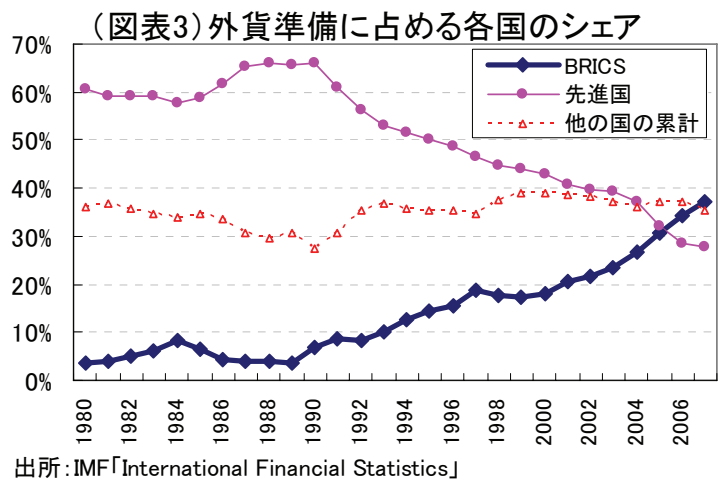
また、ロシアは原油輸出で潤った外貨準備を、2004年より安定化基金というSWFにプールしている。ロシアはこれまで累積債務をこの外貨準備によって返済を進めていたが、2006年には遂に完済を果たしている。2008年にはこの安定化基金を改組して、対外資産を本格的に運用する方針を明らかにしている。

これらの動きは、今後、外貨準備の運用がドル離れにつながっていくかどうかという点で、極めて重要な変化だと考えられる。急増する外貨準備の流れとともに注目される。

外貨準備の急増とドル需要

外貨準備の運用におけるSWFの意味を知る上では、まず、外貨準備がなぜ膨張しているのかを理解しておく方がよい。

長期時系列で、外貨準備の国別構成比を確認すると、90年代初までは先進国のウェイトが高かったが、90年代になって趨勢的に低下し、代わりに他の国々のウェイトが上昇している（図表3）。これは、米国の貿易赤字の拡大によって、所得が新興国に移転していることが背景にある。特に、1997年のアジア通貨危機以降、中国から米国への輸出の躍進が始まり、2003年からは原油高騰によ



って産油国への外貨流入が起こった。BRICS(ブラジル・ロシア・インド・中国)の区分で見ると、2003年から世界の外貨準備に対するウェイトが拡大し、2007年4月は37.1%を占めるまでに拡大している。

伝統的な経済学では、米国貿易赤字の累増は、米国の債務拡大の持続可能性を危ぶませるので、ドル暴落を引き起こすとされる。しかし、こうした貿易収支だけに着目して、ドル需要を評価する考え方は、資産取引を通じたドル需要を見落としている。例えば、対米輸出で稼いだ貿易黒字国が、外貨準備や他の対外資産の運用をドル建てで行えば、ドル需要は米国の貿易赤字にかかわらず堅調を維持できる。ドル需要は、貿易黒字国の対外資産運用によって支えられていると考えて言っても過言ではない。その意味で、SWFを含めた各国の外貨準備運用について、ドル資産を中心に継続されることが、ドル価値の命運を握っていると言える。

ドル安と分散

一般的に、SWFが債券を中心とした資産運用をより多様化させていこうとする流れには、資金の効率的運用という意図があると考えられている。筆者には、もうひとつ、ドルに偏重した資産を多様化させることで、ドル安による外貨資産の減価を防止するという思惑もあると考える。例えば、中国の場合は、1兆3,326億ドル(2007年6月末)という世界最大の外貨準備のほとんどをドル運用している。ところが、人民元のレート変動を認めて以来、人民元は継続的に切り上がっている。このことは、外貨準備が人民元で評価して、前年比▲5%近くで価値が目減りしていることを意味する。その内訳をユーロなど対ドルで切り上がっている通貨建てにしておけば、価値保全に役立つ。米ドルの価値(名目実効レート)は2002年以来、趨勢的なドル安傾向を辿っており、ユーロや人民元ならずとも多かれ少なかれは切り上げ圧力を心配している。特に、他のBRICS諸国の通貨も、購買力平価ベースでは割安で

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

あり、人民元同様に潜在的な切り上げ圧力は大きい。今のうちから外貨準備の運用を多様化しておきたいと考えたとしても何の不思議もない。

ところが、こうした個々の国々の外貨準備資産の価値防衛は逆効果のリスクをはらむ。現状、運用の多様化に意欲をみせている国ほど、外貨準備の保有が大きい国である。中国は世界一位、ロシアは三位、韓国は四位、インドは五位、シンガポールは六位である。二位の日本以外は軒並み、SWF に熱心だというのが実情である。

SWF を保有する国々がドル資産を売って、本格的に保有通貨の分散に走れば、ドルには下落圧力がかかることは避けられない。従って、皮肉なことに、巨大な外貨準備を抱える国々が、外貨準備運用の多様化を目指すことを表明したとしても、実際、すぐにドル資産の入れ替える行動を採りにくいという苦しさへとつながっている。

日本にとっての外貨保有

日本は世界第二位の外貨準備保有国である。他の上位の六番目までの国々が SWF に前向きなのに、日本だけが SWF と距離を置いている。そうした日本の対応について、後編では考えたい。(続く)