

# 政府系ファンドをどう見るか

伊豆 久

はじめに

欧米金融機関が、サブプライム関連の巨額損失を相次いで発表しているが、その穴埋めとして、中東・アジアの政府系ファンドから救済出資が行われ、話題となっている。

政府系ファンドは、中国が昨年五月に、米国の大手買収ファンドへの出資と同時に新たな外貨運用機関の設立を発表した頃から、その動向が注目を集めていたが、一〇月のG7でその透明性や説明責任に注文が付けられるなど、政治的な動きを警戒する声も少なくなかった。

しかしそれも、サブプライムに苦しむ金融機関への寛大とも言える資金提供が続き、最近では、政府系ファンドを国際金融システム安定化の担い手として高く評価する声も聞かれるようである。

とはいえ、国家による外貨準備の積極的な運用ということであれば、七〇年代の石油ショック以降のオイルダラーの存在は誰もが知るところである。では、最近の政府系ファンドには、従来のオイルマネーと異なるどのような新しい点があるのだろうか。政府系ファンドをめぐる論点を整理してみよう。

## 1 政府系ファンドとは

政府系ファンド (国富ファンド: Sovereign Wealth Funds)<sup>(1)</sup> に厳密な定義は存在しない。一般的に「国家が運

用する外貨建て資産で、外貨準備を除くもの」の意味で用いられているが、この定義に当てはまらないものも多い。例えば、米国アラスカ州が運用する「永久準備基金」は州政府による運用であるため「国家」による運用とは言えない。サウジアラビア通貨庁は、オイルマネーを象徴するファンドであるがサウジアラビアの中央銀行であり、その外貨資産は外貨準備にあたる。また、政府が管理する公的年金を政府系ファンドに含めるかどうか難しい問題である。ノルウェーの政府年金基金は、その積極的な運用から、数少ない先進国の政府系ファンドとされることが多いが、といって、日本の公的年金（の外貨建て運用部分）を政府系ファンドと見なす人はいないだろう。

結局、「国家が運用する外貨建て資産で、外貨準備を除くもの」という一般的な定義に、その資金源（原油等の資源の輸出代金であること）や、運用方針（積極的なリターンの追求）などを加味して、総合的に判断されているのが現状ということになる。

代表的な政府系ファンドは図1に示した通りである。やはり、中東の産油国が中心であるが、シンガポールのGICやテマセクなども積極的な投資で知られる。<sup>(2)</sup>

その規模を世界全体の他の機関投資家と比較したのが図2である。さきほど述べたように、定義が厳密とはいえないためその運用額も推計値とならざ

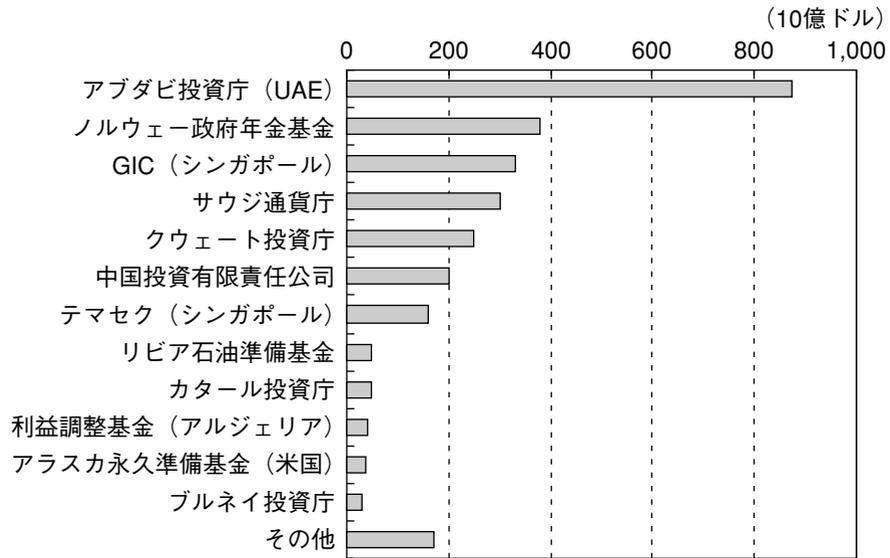
表1 欧米金融機関への政府系ファンドの出資

金融機関	公表日	金額	出資者
モルガンスタンレー	12月19日	50億ドル	中国投資有限責任公司
	11月26日	75億ドル	アブダビ投資庁
シティ	1月15日	125億ドル	GIC（シンガポール）、クウェート投資庁、アルワールド、サンフォードワイル等。他に20億ドルの公募を含む。
UBS	12月10日	130億スイスフラン	GIC（シンガポール）と匿名中東投資家
メリルリンチ	12月24日	62億ドル	テマセク（シンガポール）、他にデビスセレクトィッド（米国投資会社）を含む。
	1月15日	66億ドル	韓国投資公社、クウェート投資庁。他にみずほコーポレート銀行等を含む。

（出所） 各社プレスリリース資料より作成。

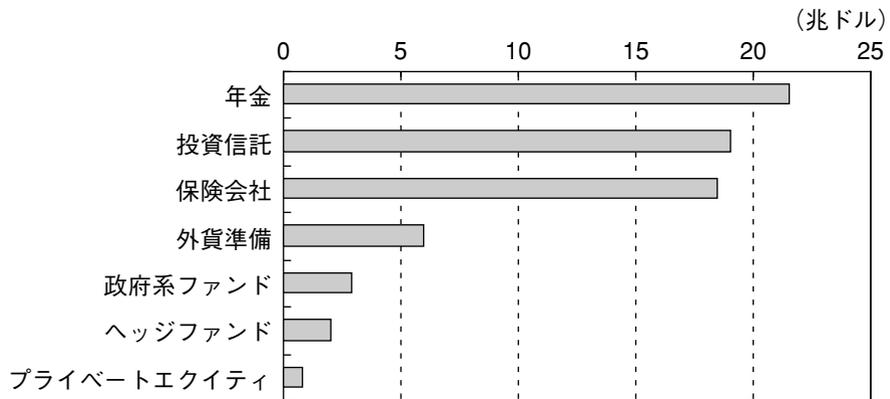
るをえないが、年金や投資信託といった伝統的な機関投資家よりは小さいものの、ヘッジファンドやプライベートエクイティファンドよりも大きいことがわかる。ただし、オルタナティブファンドの場合、数倍から一〇倍程度のレバレッジをかけるのが一般的であるため、市場へ

図1 主な政府系ファンド（運用額）



(出所) The Economist, January 19, 2008.

図2 主な機関投資家（運用額）



(出所) 図1に同じ。

のインパクトは運用額以上に大きいのに対して、政府系ファンドの場合、借入れが行われることはない。

## 2 政府系ファンドの特徴

では、こうした政府系ファンドの、民間ファンドと比較した特徴はどこにあるのだろうか。

最大の特徴は、言うまでもなく国家によって運用されていること、したがって、その投資が、純粋に経済的なリターンではなく政治的な目的の追求によって行われる可能性があることである。事実としてそうでなくても、投資を受け入れる側の警戒心が大きくなれば保護主義的な動きにもつながりかねない。中国がブラックストーンに出資した時にも、中国政府がブラックストーンへの投資先企業に何らかの影響力を行使する可能性が指摘された。昨年一〇月一九日のG7声明が、政府系ファンドに対して「組織構造、リスク管理、透明性、説明責任等の分野におけるベストプラクティスの確立」を求めたのは、そうした懸念の表明である。

しかし、政治的な目的を伴いうることは逆に作用することもある。昨秋からの欧米金融機関への出資においては、長期的には大きなリターンが見込めるとの判断を前提としつつも、米国や国際金融界全体との関係も、当然、意識されたであろう。それが国際金融システムの安定化に貢献したのである。

では、経済的投資家としての特徴はどうであろうか。一つは、超長期の投資家だということである。他のファンドと異なっており、最終投資家から資産を預かっているわけではないため、四半期ごとに運用成績を報告する義務はない。また、運用期間が長い分、リスクの高い投資も可能となる。ここから、政府系ファンドに価格変動平準化機能を期待することもできるであろう。例えば目先は相場の軟調が予想され、四半期ごとのパフォーマンスが要求される民間機関投資家の買いは期待できないような場合でも、長期的に見れば底値だと判断し積極的に買い

向かう投資家が現れば、市場の変動を抑制することにつながるはずである。

それに加えて、借入れ（レバレッジ）に依存しないことも政府系ファンドの大きな特徴である。ヘッジファンドや買収ファンドなどレバレッジに依存する投資家の場合、市場全体が好調である時には、担保評価や融資条件が緩くなるため、投資家のレバレッジは高まりそのことがさらなる株価の上昇をもたらしやすい。逆に市場が低迷し始めると資金調達は難しくなつてポジションを維持できず、市場の悪化に拍車をかけることになる。つまり、借入れを多用する投資家は、相場の変動を増幅しがちであるのに対して、借入れを行わない政府系ファンドは、長期投資家であることとあいまって、変動の縮小に貢献することが期待されるのである。

### 3 政府系ファンドへの新たな注目

しかし、こうした政府系ファンドの存在は、一九七三年の石油ショック以降のオイルマネーの膨張にさかのぼることもできる。では、最近になつて改めて注目されるようになったのはなぜだろうか。

それは一つには、過去二〇年ほど国際金融市場や民間機関投資家の規模拡大が続くなか、存在感を低下させていたオイルマネーが、数年前からの石油価格の高騰によつて再び表舞台に登場したということである。というのも、オイルマネーの原資となる原油価格は、八〇年代半ば以降最近に至るまで長期にわたつて低迷を余儀なくされてきた。七〇年代の二度の石油ショックによつて、消費国では省エネ技術が進んで石油需要が低迷した上、非OPEC諸国の油田開発も進み、逆石油ショックと呼ばれる事態が起こっていたのである。他方で同時期には、金融のグローバル化に伴つて国際金融市場は急速な拡大を続けたため、オイルマネーという言葉は人々に強く記憶されてきたものの、実態としては八〇年代からの二〇年余り国際金融市場においては重要なプレーヤーとは言

えなかつたのである。それが、二〇〇四年頃からの石油価格の高騰によって、久しぶりに市場に再登場してきたのである。

しかし、最近の政府系ファンドには、 $\langle$ オイルマネーの復活 $\rangle$ にとどまらない新たな特徴が見られる。

その一つは、中国に象徴されるように、原油等の資源に依存するのではない外貨大国が新たに現れたということである。資源価格の上昇だけでなく、 $\langle$ グローバル・インバランス $\rangle$ （米国の対外赤字と新興経済国の対外黒字）と呼ばれる国際金融市場における資金の偏在が、現在の政府系ファンドの背景には存在する。すなわち、一方では米国が消費主導型の成長を続けて貿易赤字を増大させ、他方で中国をはじめとする新興市場国は外国企業の受入れと輸出の拡大によって外貨を稼ぐという $\langle$ 世界的な不均衡 $\rangle$ が、過去数年間、拡大してきた。そして黒字国は、その外貨を国家が市場介入によって吸い上げ外貨準備として蓄積してきたのである。それは、新興市場国が自国通貨を安く維持することによる外需依存型の成長を志向してきたためであり、また、アジア通貨危機の記憶が外貨準備の重要性を再認識させたからであろう。

現在でも、ファンドの規模としては、圧倒的に中東の原油型ファンドが大きいが、中国、韓国、台湾、インド（オマーンとの共同ファンド設立を計画）等、資源価格に依存しないタイプの政府系ファンドが登場したことが最近の新たな特徴の一つである。

次にそして最も重要な特徴は、黒字国と米国との国際政治経済上の力関係がこれまでと大きく変化していることである。振り返ってみれば、米国の国際収支赤字をどのようにファイナンスするかは一九六〇年代から現在に至るまで常に国際金融市場における最大の問題であった。しかし、六〇年代の黒字国（西ドイツや日本等）は、稼いだドルをそのまま米国に預金してくれた。また、七〇年代の石油ショック以降も、サウジアラビアなどの米

国の影響力の強い産油国は、黙って米国債への投資を続けてくれたのである。つまり、これまでの外貨大国のほとんどは米国と政治上の同盟関係にあり、ドルの安定的な保有国であり続けたのである。

しかし、新たに台頭してきた黒字国はそうではない。中国であり、ロシアであり、イランなのである。これまでの黒字国とは異なる国際政治上の大国が、巨額のドルを保有し、その積極的な運用を開始したという点にこそ、現在の政府系ファンドが注目されるべき最大の理由があるであろう。しかも、「九・一一」やイラク戦争以降、中東諸国と米国の関係は、親米大国であったサウジアラビアでさえ微妙なものになりつつある。実際、サウジアラビアも政府系ファンドの設立を準備中と伝えられ、ドルペッグ制をとってきたペルシヤ湾岸諸国（アラブ首長国連邦、オマーン、カタール、サウジアラビア、バーレーン）も連動停止を検討し始めている。下落し続けるドルを買い支えれば、国内のマネーサプライが増加しインフレが懸念されるからである。

その上、これまではドルに代わる国際通貨が存在しなかったため、黒字国もドルを保有せざるをえなかったが、現在はユーロが存在する。ドルに拘束される政治的理由が弱まれば、ユーロへの切替えの抵抗も小さい。このことは過去二年間の急速なドル安ユーロ高の一因であったであろうし、また逆に、ユーロという選択肢の存在は、黒字国にとって米国に対する重要な外交手段ともなっているであろう。

そして、にもかかわらず、米国にとって外国政府が保有するドルの重要性は決して小さくない。二〇〇四年からFRBが金利引上げに転じたにもかかわらず長期金利が上昇しなかった理由の一つは、各国の外貨準備が米国の国債・政府機関債に投資されてきたからであり、そうした米国への資金還流がドルレートを下支えもしてきたのである。しかも、サブプライム危機が金融機関の一时的な流動性不足から資本不足へと深化し、にもかかわらずウォールストリートから出資者が現れないなかで、政府系ファンドが巨額の出資に応じたことの意味は大きい

と思われる。

最近の、米国の外国資本への強い懸念（中国海洋石油公司による米国石油会社ユニカル買収への反対、ドバイポートワールドによる英国海運会社P&O買収（P&Oは米国の六港湾で業務）への反対など）に配慮してか、現在は、物言わぬ出資者として行動しているため、「民間機関投資家より与しやすい」「IMFより迅速かつ寛大な最後の貸し手」と見なされている。しかし、政府系ファンドがいつまでもそのような受動的な投資家である保証はないのである。

ヘグローバル・インバランスの拡大と米国一極支配の後退を背景に登場した政府系ファンドが、サブプライム問題が金融問題から米国経済の景気後退へと広がるなかで、どのような行動を見せるのか、どのような役割を担うのか、今後も注視する必要があるであろう。

#### 注

(1) この語そのものは、モルガンスタンレーの為替担当エコノミストによって作られた新語ではないかと思われる。

Stephen L. Jen, "Sovereign Wealth Funds and Official FX Reserves," *Weekly International Briefing* (Morgan Stanley), September 15, 2006.

(2) 個々の政府系ファンドについての説明については、重藤哲郎「ソブリン・インベスター（上）」（国際金融情報センター

1）二〇〇七年一月六日、Gerard Lyons (Standard Chartered), "State capitalism: The rise of Sovereign wealth funds" (Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, November 14, 2007) 参

照。

参考文献

- ・ IMF, *Financial Stability Report*, October 2007 (Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds)
- ・ Johnson, Simon, "The Rise of Sovereign Wealth Funds," *Finance & Development* (IMF), September 2007.
- ・ Roy, Sudip, "The new rulers of finance," *Eurromoney*, December 2007.

(いず ひさし・客員研究員)