

S W F（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化

——現状と展望——

中 川 辰 洋

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました中川でございます。本日はお忙しいところおいでいただき、本当にありがとうございます。

司会のほうからも御案内がございましたが、本日は、S W F（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化という内容でお話をしたいと思っております。お手元にはレジюмеとそれに関連する参考文献と資料を添付しております。

もともと私は、対外的にはヨーロッパ経済の専門家を通っております。この問題を専門的に研究しているわけではございません。ヨーロッパ人が言うには、特にE Uの現在直面する苦境の一つは、言うまでもなく冷戦が終熄した後の後始末という問題であります。もう一つは、皆さんも御承知のとおり、一九九〇年代末のアジアの通貨危機、経済危機の回復が思いのほか早かった。ユーロの誕生その他でかなり無理をした状態のもとで、そういった状況に直面せざるを得なかったという事です。アジアの問題、広く途上国と言っ

ていいのかもしれませんが、そういった問題をちよつと回り道と映るかもしれませんが、別の角度からヨーロッパを眺めてみようということで、たまたま二年前にこれに関する論文を発表しました。自分で言うのもなんですが、これに思いのほか反響がございました。その後、「続きをどうするんだ」という知人たちの励ましに応えて、この春に似たようなテーマで大学の紀要である『青山経済論集』にペーパーを一本掲載した次第です。それが四月のことでございますけれど、この半年ばかりの間に状況がかなり変わってきております。

先ほどの御案内いたしましたように、アジア、中東・湾岸諸国でS W Fの国際金融市場でのプレゼンスの向上、それから国際金融取引における影響力の増大ということは、この場におられる方は金融・証券業界で御活躍されている方たちがほと

んどだと思いますので、その辺は私ごときが改めて言う必要もないかもしれません。ただ、この問題を一体どう考えるかといったときには、やはり幾つか違う考え方が出てくるのではないかということが、特に今日のお話のメインテーマになると思います。

実際にこのレジユメをつくっているときから何となくきな臭いなと思っておりましたが、はたしてそのとおりになりました。このS W Fの問題、特に中国についてお話をする際に、今日のジャーナリスティックな言い方をしますと、「通貨戦争」という問題と密接に絡んでくる、言いかえますと、アメリカはこのS W Fに関して、それ自身に問題があることは十分認めますが、しかしかの国の国益にとって一体どういう意味を持ち、どのような影響を及ぼすのかをかなり詳細に検討してきまして、それを練って今日の政策につなげている

のではありませんことに思い至ったわけでございます。

ですから、昨今のSWFの投資活動と「通貨戦争」との間の関係を一体どう考えるかという問題に最後は帰着すると思っております。

そこで、レジュメのとおりお話をしていきたいと思えます。

一、SWFの概観―資金規模・投資対象・投資手法を中心として

(1) SWF（政府系投資ファンド／国富ファンド）の定義

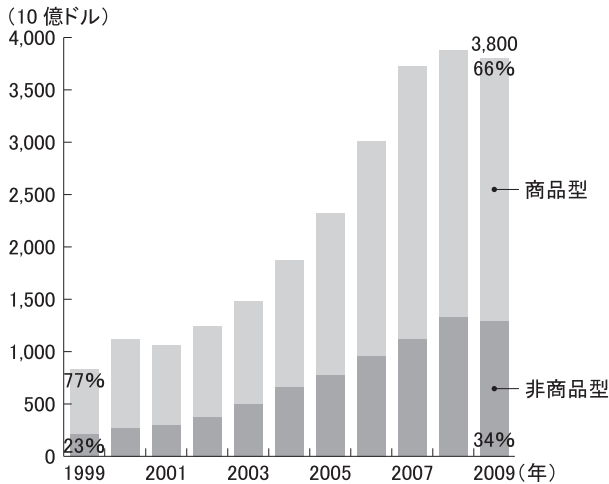
まず、「SWFの概観」ということで、資金規模、投資対象、投資手法についてお話をしたいと思えます。

御存じの方も多々いらっしゃると思うのですが、SWFというのは、一般的な定義をいたしま

すと、政府及び政府系機関の保有する資産を特定の目的のために投資するファンドです。物の本によりますと、この中に投資計画なども含まれるわけです。

この種のファンドが最初に世の中に登場したのは今から半世紀ほど前になるわけです。しかし、これが注目されるようになってきたのは比較的近近のこととして、ここ一〇年とりわけ二〇〇七年八月のサブプライム・ローン問題の発生を契機にしております。先ほど申し上げましたように、アメリカがこの問題をかなり重要視していたのに対して、我が国も含めてこのSWFについて知人人間はそれほどいなかったのではないか、そしてこのような形で大きなテーマとなることもまた考え及ばなかったのかもしれない。

図表 1 SWF の運用資産残高推移 (1999～2009年)



〔出所〕 IFSL (International Financial Services London) 資料より。

注：SWF 公表数値などをベースにした推計値。

(2) ファンドの規模

① 運用資産の急拡大

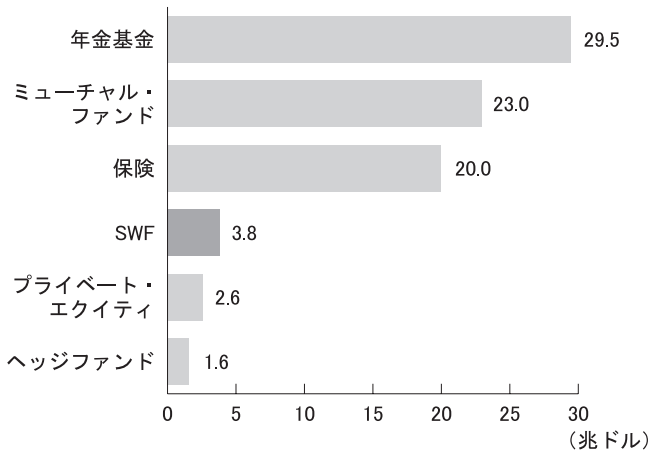
今のような定義によりますと、SWFは政府系機関が特定の目的のために投資するファンドであります。一九九九年から二〇〇九年までの運用資産残高の推移を見たものが、(図表1)です。

これは、出所のところに明記しておりますように、IFSL、ロンドン国際金融振興協会といいますが、事情通の方は、これは British Invisibles という経営者団体であったということがお判りかと思いますが、同会の数字を使ってみました。

この一〇年間一体どう変化してきたのかということなんです。金額ベースで見ますと、昨今、SWFを狭く定義した場合、三兆八〇〇億ドルほどの運用残高になるわけです。これを一九九九年と比較しますと、大体四倍ないし五倍ぐらいの規模になっていることがお判りいただけるかと思

SWF（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化

図表2 国際的投資・運用資産残高（2009年）



〔出所〕 IFSL 資料より。

注：SWF 公表数値などをベースにした推計値。

います。

この金額ですが、世の中には国際的な投資運用機関というのは多々ございまして、その中でSWFというのは一体どれほどのものであるかを見たものが、（図表2）です。

御存じのとおり、年金基金、ミューチャル・ファンド、保険といった業容は、二〇兆から三〇兆ドルほどの運用資産を抱えています。SWFはその数分の一にすぎません。

もともとSWFは、実は定義が非常に厄介でございまして、物の本によっては、各国の年金基金の一部であるとか、各種の開発基金といったものも含めてもいいのではないかと、もしそうであるとするれば、これを事実上のSWFと考えられるわけです。そうした場合には一体どのぐらいの運用残高になるのかと言いますと、先ほど御案内申し上げましたIFSLの数値に従えば、六兆五〇〇〇

億ドル相当になるらしいのです。

さらに、S W Fは、後に詳しく申し上げますが、さまざまな分野に投資しております。その中でも昨今注目されるのが、プライベート・エクイティであるとか、あるいはヘッジファンドといったところにもかなりの投資をしていることと言われております。これもS W Fの運用であると考えますと、一体どのぐらいになるのかということでございますが、七、八兆ドル相当にはなるのではないかと思います。そう考えますと、かなり巨額のお金がS W Fを経由して世界を駆けめぐっていると言えます。

②S W Fの多様化―商品型と非商品型

ところで、S W Fと一口で申しまして、かなり多様でございます。昨今の分類によりますと、大きく分けると、中東・湾岸諸国の石油・天然ガ

スの代金をベースにしたファンド、一方、アジア、特に中国などがそれに含まれると思います。が、製造業等の貿易の黒字部分、すなわち外貨準備をファンドとするものと分類されます。前者を商品型、後者を非商品型という分類をしているわけです。先ほどの図表1をご覧いただいてお判りになるかと思いますが、一九九九年の段階では、八割近いファンドが商品型です。言いかえれば、中東・湾岸諸国系ということであります。対する非商品型は、概して言えば、アジア系のファンドになるかもしれませんが、二割強でございます。これが二〇〇九年上期の段階で一体どうなっているのかと申しますと、それぞれ六六%対三四%で、非商品型ファンドの増加に注目点があると考えます。

図表3 SWFの国別・地域別資金運用とそのシェア（2009年末）

1. 国別シェア		
国名	金額（10億ドル）	シェア（%）
中国	928	24
UAE（アラブ首長国連邦）	677	18
ノルウェー	445	12
サウジアラビア	436	11
シンガポール	370	10
クウェート	203	5
ロシア	168	4
その他	573	15
2. 地域別シェア		
地域名	金額（10億ドル）	シェア（%）
中東・湾岸	1620	43
アジア	1350	36
ヨーロッパ	670	18
南北アメリカ	90	2
その他	70	2

〔出所〕IFSL資料より。

注：金額はSWFの公表数値などをもとにした推計。

③SWFの国別・地域別の構成

以上のことをSWFの国別あるいは地域別の分類で考えてみたいと思います。それを示したのが（図表3）でございます。図の上段が国別のシェア、下段が地域別のシェアでございます。中国が断トツで、一兆ドル近い運用残高を抱えていることが判ります。そのシェアもSWFと分類される資金の約四分の一を占めています。次いで、アラブ首長国連邦、それから先進国で唯一登場するノルウェーですが、後者は、主として年金基金と考えていいと思います。さらに、サウジアラビア、シンガポール、クウェートという順番でございます。後で詳しく申し上げますが、SWFの中国版が目されるゆえんが、ここからも読み取れるのではないかと思います。

下段の地域別のシェアに移りますと、先ほどの図表1とも絡んでくると思いますけれど、中東・

湾岸諸国が一番大きく、一兆六〇〇〇億ドル相

ます。

当、シエアでは四三%、一方、中国を含むアジア系諸国が一兆三五〇〇億ドル相当になります。このほかヨーロッパがこれに載っているわけですが、これはほとんどがノルウェーの年金基金と考えていいと思います。ちなみに申し上げますと、二年ほど前にフランスがサルコジ政権のもとでSWFを立ち上げましたので、その部分が若干入ってくるのですが、金額では数十億ユーロと微々たるものです。南北アメリカは、ブラジルが少し注目されるようになっておりますが、それでも全体から見ると、依然として小さい状態です。

ともあれ要するに、SWFといえば中東・湾岸諸国、いわゆるオイル・マネーをベースとしたSWFと、それから、貿易代金をベースとするアジア地域のファンドであり、これらが世界のSWFのほとんど八割を占めていると考えることができます。

④SWFが国際金融市場に及ぼす影響

このようなSWFの資金が国際金融市場に一体どういう影響を及ぼすのかということですが、後で詳しく申し上げなければならぬのでここでは簡単に申し上げます。皆さんお若い方が多いようですので古い話で恐縮でございますが、第一次石油ショックというのが一九七〇年代の前半に起きました。ミネラルオウオーターの「ヴィッテル」よりも安いと言われた石油の値段が一挙に一〇倍以上に高騰するということで、いわゆるオイル・ダラー、石油代金が大量に産油国の懐に転がってきて、これを欧米の金融機関に預けて、金融機関がこの資金を途上国等のシンジケートローンの形でリサイクルするという状況が一九八〇年代初頭まで継続しました。当時のアラブ諸国の一部はイ

スラエルに好意的な国以外の金融機関にお金を預けたといわれますが、預けられた金融機関のほう、先ほど申し上げましたようにシンジケートローンみたいな形で世界的な資金フローをつくり上げていくということでした。ある意味では、非常に友好的な資金循環が世界的に形成されたかもしれませんが、ここに中国等が含まれる今日のよ

うな状況を考えますと、必ずしもそういう状態にはならないでしょう。かつてのような「コミー（共産主義者の蔑称）」という相手を蔑視するような言葉こそ表向き使いませんが、友好的でないことに違いはありません。場合によっては敵対的な国といったものがこれに含まれているからです。

そういった国々のお金が世界の金融市場に流れてくると一体どうなってくるのか。ジョージ・W・ブッシュ政権末期のころは、「赤い資本」であるとか、あるいは「ならず者国家」のファンド

という形で警戒心をむき出しにしたことがあったわけでございます。今もないことはないですが、必ずしもそういった目だけでは見ていないと言えるかもしれません。

そこで、今申し上げた友好的なあるいは敵対的なものもひっくるめまして言いますと、SWFというのはかなり多様性があるものです。（図表4）は世界の主要SWF上位の二〇本ほどのファンドを列挙したものです。皆さん御存じのとおり、アブダビ投資庁、先ほど申し上げましたノルウェーの政府年金基金グローバル投資部門、それからサウジアラビア通貨庁——SAMAのほうが皆さんにはなじみのある呼称かもしれません——、そして中国政府といいますか国家為替管理局投資公司、中国投資公司（CIC）という、皆さんご存じのファンドが並びます。さらにその後ろにシンガポールのGIC（政府投資公社）などが顔を連

図表 4 世界の主要 SWF（2009年末現在）

ファンドの名称（国名）	運用資産（10 億ドル）	設立年	ファンド・タイプ
アブダビ投資庁（アラブ首長国連邦） （Abu Dhabi Investment Authority: ADIA）	627	1976	商品型
政府年金基金—グローバル投資（ノルウェー） （Government Pension Fund-Global）	445	1990	商品型
サウジアラビア通貨庁（サウジアラビア） （SAMA Foreign Holdings）	431	—	商品型
国家為替管理局投資公司（中国） （SAFE Investment Corporation）	347	—	非商品型
中国投資公司（中国） （China Investment Corporation）	289	2007	非商品型
シンガポール政府投資公社（シンガポール） （Government of Singapore Investment Corporation: GIC）	248	1981	非商品型
クウェート投資庁（クウェート） （Kuwait Investment Authority: KIA）	203	1953	商品型
国民社会保障基金（ロシア） （National Social Security Fund of Russia）	168	2008	非商品型
国民福祉基金（中国） （National Welfare Fund）	147	2008	非商品型
香港通貨管理局投資ポートフォリオ（中国特別行政区） （Hong Kong Monetary Authority-Investment Portfolio）	140	1993	非商品型
テマセク・ホールディングス（シンガポール） （Temasek Holdings）	122	1974	非商品型
リビア投資庁（リビア） （Lybian Investment Authority）	70	2006	商品型
カタール投資庁（カタール） （Qatar Investment Authority）	65	2005	商品型
オーストラリア政府未来基金（オーストラリア） （Australian Government Future Fund）	49	2004	非商品型
石油収入調整基金（アルジェリア） （Fonds de Régulation des Recettes）	47	2000	商品型

[出所] IFSF 資料より。

注：金額はいずれも SWF の資料などをもとにした推計。

ねています。先ほど申し上げましたように、大
体、中東・湾岸諸国並びに中国、シンガポールと
いったようなアジアの新興国が、リストの上位に
ランクされていることがお判りになるかと思いま
す。事ほどさように、アブダビ投資庁につきまし
ては六〇〇億ドル以上の運用資産を抱えていま
すので、非常に大ざっぱにどのぐらいなのかと言
うと、韓国のGDPをはるかに上回る金額です。

(3) 投資戦略の変化―投資の多様化、国際投資

グループ化への道

先ほど申し上げましたように、昨今のファンド
はかつてのオイル・ダラーなんかと違って、かな
り多様になってきているようです。そういった多
様なファンドが一体どういう分野に投資してい
るかということについて少しご説明したいと思
います。

一九七〇年代の場合でありますと、銀行に預金
をする形だったかもしれませんが、特にこの数年
というタームで考えてみますと、SWFはこれま
での銀行への預金者というパッシブな投資家とい
うよりは、むしろ極めてアクティブであり、しか
もその資金運用がかなり多様になってきていま
す。そのパッシブなSWFの場合は、どちらかと
いうと公社債投資といいますが、アメリカを初め
とする先進国の国債等に投資をしていた。これが
アクティブなファンドですとMBS
(Mortgage-backed Securities)といった証券化
商品、あるいは株式投資、しかも株式の投資につ
きましても、かつてのようなバイ・アンド・ホー
ルド(buy and hold)というのではなくて、後に詳
しく申し上げますが、M&A(合併・買収)と
いったようなものを含みかなり積極的な資産運用
をしているということです。さらにヘッジファン

ドであるとかプライベート・エクイティなんかも積極的にお金を投資しているということでありまして、ここ一、二年、そういった傾向が顕著になってきていると言われています。でありますから、どちらかというとバイ・アンド・ホールドの姿勢が強かったときには、ファンドマネジャーであるとかディーラーであるとかいった人たちは必要でなかったかもしれませんが、現在はそれでもありません。

これは皆さんのほうがよく御存じかもしれませんが、アメリカに『ペンション・アンド・インベストメント』という業界紙がございます。そのある記事によりますと、特にアジア系がそうだとされているのですが、SWFの資産の大半が外部の、プロのファンドマネジャーによって運用されている。これまではサウジアラビアが最も顕著だったと思うのですが、王族のどんぶり勘

定の私設ファンドの場合は、「セールストーク」で巧みに言い寄って来る人間（業者）に「よきに計らえ」という形でやっていたように思われるわけですが、最近はどうもそうでもないようです。明らかに利益を目的に運用しているということです。

特に二〇〇七年のサブプライム・ローン問題発生後、お店を畳んだ銀行さんあるいは業容の縮小を余儀なくされた銀行さんや証券会社さんというのが多々ありますが、そういった中で失職しそうなったのか、したのか定かではありませんけれども、欧米の大手機関のファンドマネジャーさんであるとかディーラーさんなんかでもSWFに拾われて、ファンドを操っているということです。今日はお持ちしませんでしたが、事実、ある中東系ファンドの求人広告で「ファンドマネジャー募集」という記事を見たことがございま

す。もつともこれと同時に、ファンド内部のスタッフの育成にも昨今では注力しているとも聞いております。

そう考えてみると、SWFというのはますますアクティブになるのは理の当然です。しかも、投資分野が多岐多様になってくる、またファンド内部でも利益を目的にファンドマネジャーあるいはディーラーさんを雇って運用していくことになってきますと、我々が知っているような通常の運用会社とほとんど変わらないんじゃないか。それでもただ一点違いがあります。それが何かと申しますと、SWFのファンドの運用主体が先ほどの定義で申し上げましたように、政府もしくは政府系機関であり、かれらがファンドの所有者ということです。したがって、その実態から見ますと、言われるとおり「国家持ち株会社」に非常に近い存在になりつつあるということです。特に、

これはアジア系のファンドに顕著だと言われているわけですが、この点はお時間があればお話をしたいと思いますけれども、アラブ系は、かなりマネジメントを厳しくやっていると、そうでない、行き当たりばったりといったところにはつきり分かれると言われております。ところが、アジア系ファンドはそうではありません。国家持ち株会社として、明らかな営利、もつと言いますと明確な国家利益を意識して活動していると言えるかもしれません。

二、SWFの投資行動の変化とその背景

(1) 金融セクター投資の拡大と帰結

さて、先ほど来申し上げましたように、SWFがなぜ注目されるようになったのかと申します

と、二〇〇七年のサブプライム・ローン問題発生を契機にシティバンク、メリル、モルガン・スタンレー、UBS、クレディ・スイス等々といった欧米の名立たる金融機関に資金を大量に投じることになったことにあります。一説によりますと、

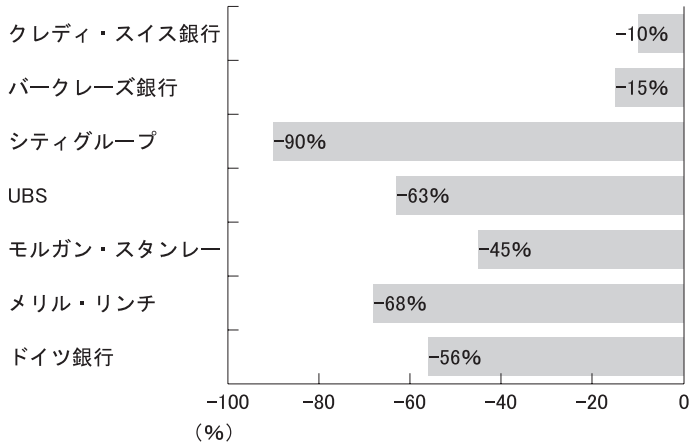
大体六〇〇億ドル相当の資金がこれらの大手金融機関に投入されたと言われております。当時は「ホワイトナイト」であるとか、「サルベージ・アーミー」であるとか、いろいろな言い方をされたわけですが、その結果何が起きたのかと言いますと、二〇〇八年九月のリーマンショック等により投資した金額が回収できない状態といえますか、より一層目減りする状態が続いてくるということがあったわけです。

かてて加えて、そういった金融機関に対して自主的に国が公的資金を投入することによって経営の立て直しを図っていくことにつながったわけで

すから、恐らく、当初六〇〇億ドル超の資金を投じたSWFにつきましては、何らかの形でこういった金融機関への影響力というものを行使したという要請があったんだろうと思うのですが、それが見事に潰え去ったわけです。

この辺の事情は、私なんかよりも皆さんのほうがよく御存じだと思いますので、簡単に紹介するだけでとどめておきます。ただ（図表5、6）で、念のため、一体どういふところにSWFが投資をしたのか、そしてその結果どういふ状況になったのかという点につき振り返って見ておくことにします。つまり、二〇〇七年八月のサブプライム・ローン問題から前年の末までに投資した銀行の株価がどれほど下落を見たのか、ということとは、とりもなおさずSWFの資産価値が目減りしていることになるわけですが、図表から大体うかがい知ることができるだろうと思います。

図表5 欧州主要金融機関の株価変動
(2007年8月／2009年12月)



〔出所〕 Deutsche Bank Research 調べ。

もつとも、株が下がったら、やがて上がる、と言われておりますので、いつかはまた回収可能になるかと思えます。事ほどさように、シンガポールの政府投資公社（GIC）の場合、UBSに100億スイスフランの救済資金を投入しました。これが転換社債、しかも強制転換社債だったわけで、それが今年の二月か三月に満期になりました。その結果、当初の転換価格が四八スイスフランぐらいいであったものが、年初の取引価格がその約三分の一程度でしたから、この投資によってシンガポールのGICは七五億スイスフランの損失を被ったことになります。その間に金利収入がございますから、ネットで約五五億スイスフランほどの損失になったわけです。ですが昨今、UBSの経営の立て直しが功を奏し、そしてそれに連れて株価が徐々に上がっていますので、その損失も少しずつ取り戻しつつあるかと考えられます。

図表6 SWF による大型銀行出資状況

年月日	出資対象銀行（出資比率）	出資機関	金額（億 ^{ドル} ）
2009.2.27	シティグループ（17.8%）* （Citigroup）	GIC（シンガポール政府投資公 社）によるコンソーシアム	125
2007.12.10	UBS（9%）	GIC および SAMA（サウジア ラビア通貨庁）	115
2007.11.27	シティグループ（4.9%） （Citigroup）	ADIA（アブダビ投資庁）	75
2007.12.24	メリル・リンチ（9.4%）** （Merrill Lynch）	テマセク・ホールディングス ／DSA（ディヴィス・セレク ティド・アドバイザー）	62
2007.12.19	モルガン・スタンレー（9.9%） （Morgan Stanley）	CIC（中国投資公司）	56
2008.6.25	バークレーズ（10%）*** （Barclays Bank）	QIA（カタール投資庁）／チャ レンジャー・ユニバーサル	45
2006.3.27	スタンダード・チャータード （11.6%）（Standard Chartered）	テマセク・ホールディングス	40
2008.7.28	メリル・リンチ（4.5%） （Merrill Lynch）	テマセク・ホールディングス	34

[出所] *Financial Times* より引用。

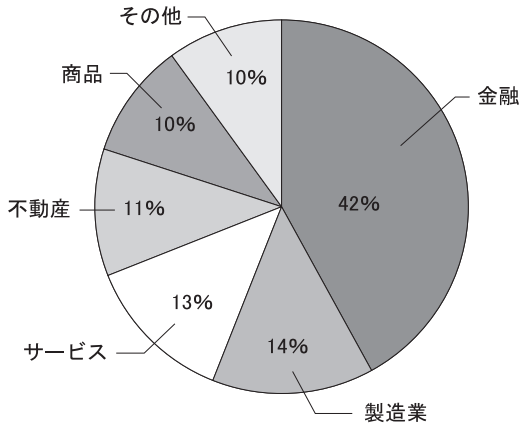
注：*KIA（クウェート投資庁）、出資後に保有株式を41億ドル相当の金額で売却。

** テマセク・ホールディングス、出資後に保有株式の0.1%を5000万ドルで売却。

***QIA（カタール投資庁）、出資後に保有株式の3.7%を23億ドルで売却。

SWF（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化

図表7 SWFの分野別国際投資残高構成



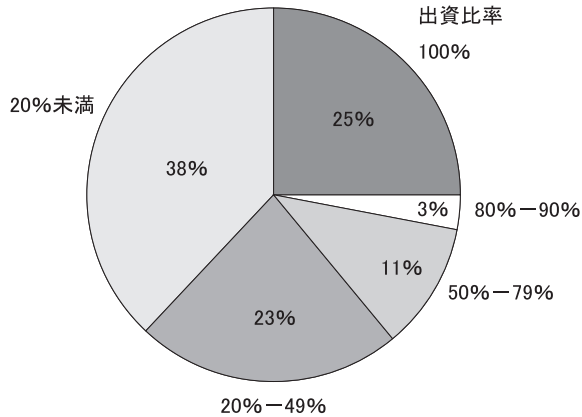
〔出所〕 Deutsche Bank Research 資料より。

注：各比率は1995～2009年上期の累積投資額（1870億ドル）に対する値。

(2) 金融セクター投資偏重の教訓

それはともかくといたしまして、先ほども申し上げましたように、SWFはかなり積極的な投資を行っています。特に、株式投資にかなり力を入れています。それでは一体どのような分野なのか、ということなのですが、それを示したのが（図表7、8）です。これは、Deutsche Bank Researchが作成したデータをそのまま転載したものでございますが、一九九五年から二〇〇九年上期の累積投資一八七〇億ドルに対する数値とお考えください。ちよつと見づらいですが、先ほど申し上げましたように二〇〇七年以降、SWFがかなりの資金を欧米の金融機関に投じました。その結果、全体として四〇%以上が金融部門でした。それに次ぐのが製造業、そして、サービス業、不動産と並んでくるわけですが、ここ一年ちよつとの間があきますと、さすがに「あつもの

図表8 SWFの出資比率別株式投資構成



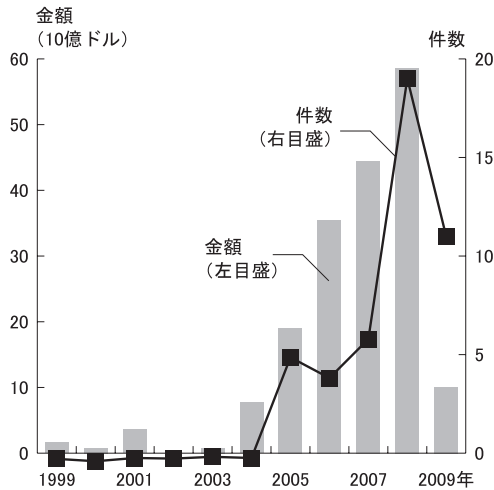
〔出所〕 Deutsche Bank Research 資料より。

注：各比率は1995～2009年上期の累積投資額（1870億ドル）に対する値。

に懲りた」せいか、金融セクターから製造業あるいはサービス、不動産、そして、忘れてはならない資源分野への投資をかなり拡大してきていることは欧米メディア等でも報じられているところです。

そこで、こういった投資がかつてのようない・アンド・ホールドではなくて、実はM&A絡みといえますか、投資先の経営権に及ぼす影響力や支配力をある程度考えているというのが、（図表8）の示すところだと思うわけです（図表9もあわせて参照）。ベースは先のもと同じでございまして、一九九五年から二〇〇九年上期の累積投資に対する比率でございますが、出資比率が一〇〇%のものが全体の四分の一を占めております。八〇%から九〇%、それから五〇%から七九%、二〇%から四九%と、大体三割ほどの株を持つと経営に対してかなりの影響力を行使できると

図表9 SWFの国際的M&Aの件数および金額の推移



〔出所〕 Deutsche Bank Research 資料より。

注：2009年は1～6月期。

判断いたしたならば、ほぼ三分の二が、単に投資するのではなくて、投資先の経営権に対する影響力あるいは支配権を行使できるような投資になっていることがこの点からも認めることができるのではないかと考えるわけです。

ただし、こういうことをアメリカのような国が認めるわけありません。一〇〇%出資、あるいは八〇ないし九〇%のものは、ほとんど途上国の株式と言われております。どういうことなのかと申しますと、例えば中国は資源絡みの投資を途上国においてかなり積極的に行い、より意識的に運用しているということです。

(3) SWFの投資行動をめぐる国際環境の変化

そこで、こういったものが一体、国際金融市場にどういう影響を及ぼしたかが、特にレジユメの後半部分の問題と絡んできます。皆さんは私より

もはるかにお詳しいでしょうし、時間の問題もありますので、これを総合する形でお話をしたいと思います。

先ほど申し上げましたように、SWFに対する警戒心というのは当初からありました。七〇年代のようなアラブ諸国すべてが親米的という形ではなくて、むしろどちらかというと非友好的な国々のお金が世界中を飛び交っている。これにアメリカが一体どういう対応をすべきか、ということが当初から喋喋されていたわけでございます。二〇〇五年に中国の石油会社がユノカルという米中堅石油会社を買収するときに、当然、門前払いをかつくってかなりの反響があったことを、皆さん御記憶されていると思います。

そういった中国の対外投資のプレゼンスが高まるにつれて、それに対する反作用といえますか、特にアメリカを中心とする先進国で脅威論が頭を

もたげてくるわけです。それが最初に具体的な形態として現れたのが二〇〇八年一月のスイスのダボスの国際経済フォーラムであつたろうと思うわけです。ビル・クリントン政権のもとで財務長官を務めたラリー・サマーズがこの点に触れたのが、組織的なものとしては記憶する限り初めてだろうと思いますが、大略、次のような提案をサマーズは行つたわけです。

一つは、欧米諸国の安全保障にかかわる企業への投資は行わない。二番目、欧米諸国の通貨を対象とする投機的取引は行わない。三番目、SWF関係国は政治的意図を持った投資を行わない。そして、四番目として、SWFの資産運用上の透明性を向上するように努めようということです。

大きく分けますと、一つは、SWFのガバナンスといえますか、そういったものについて問題があるということ。それからもう一つ、これは特に

中国に対する言葉だと思うのですが、政治的な意図を持った投資はやめろということです。簡単に言えば、国家戦略に絡むような、具体的に申し上げますと資源絡みの投資はそこそこの関係諸国との連携を行った上でしてくださいということだったわけですが、これを聞いた中国の要人はもとよりアジア諸国の要人達は、先ほど申し上げました九七年、九八年のアジアの通貨危機のことを多分思い出したのでしょうか、それではアメリカのヘッジファンドなどの場合はよかったのかということになり、笑い話のタネにもなったわけです。

ともあれ、これを受けて同年五月にはIMFを使ってSWF国際作業部会を立ち上げて検討し、その年の九月にSWF関係国約三〇の代表者が南米のチリで会合を持ちました。言うところの「サントイアゴ原則」という資産運用原則あるいは会計原則であり、投資・運用態勢の改善を図るとい

う取り決めが行われたわけでございます。

さらに、翌年四月には、SWF国際フォーラムを関係国の中で立ち上げまして、少なくとも年に一度は会合を持って、関係者の意見であるとか情報との交換を行い、相互理解、協力関係を密にするという取り決めが行われたわけです。これは、一体何をやっているのか判らないといったような、特に中国のファンドに対する牽制でして、できればそれに対する歯止めをかけられないかという趣旨であつたと思うわけです。

これと併行して、OECD（経済協力開発機構）も二〇〇七年以降、ガイドラインをつくって、先ほど言いました透明性の問題であるとか、あるいは進出先の安全保障、公共秩序に配慮しつつ投資をしてください、とSWF関係国に要請するとともに、先進諸国にはむやみやたらと保護主義的な政策を採用しないようにということを欧米

先進国に対しても注文をつけているわけでございます。

そして、冒頭で紹介いたしましたロンドンの国際金融振興協会（IFSL）が、いわば一つの民間のフォーラムをつくって、そこでSWF関係国との間にそれなりのアドバイスをする活動を行ってきました。同時に、幾つかの財務データなりレポートを発表するよう提案しています。SWFもそういったことを受けて会計原則をある程度変えるといった動きが見られました。さらに、ロンドンを中心として駐在員事務所を設立して、投資銀行——ということはないんでしょうね——銀行さんや証券会社さん等の連携と言いますか、かれらが売り込みやすいような態勢をつくっていったと考えます。同時に、彼らは彼らでSWF関係国に、こういう形であればどここの政府は注文をつけないだろうというガイダンスの策定

作業についてもかなりの尽力をしたと聞いております。

ともあれ、脅威論というものがもしあるとすれば、それは主に中国を対象にしたものです。実際にも二〇〇七年以降アメリカ内部ではかなり組織的な対応をするようになってきたと、今になって振り返るとそう考えることができます。同年、後ですぐお話ししますが、ピーターソン国際経済研究所（PIIE）——これが実はロビー団体なのか、国際的な研究センターなのかよく判らないところでございますけれども——のConference on China's Exchange Rate Policyというタイトルのコンファレンスの中でエドウィン・M・トルーマンらが報告したものを、皆さんのご参考にレジュメ資料（図表10の補足・巻末資料参照）として添付いたしました。この一部につきましては、後でお話をいたしますが、恐らく、これ

こそアメリカが明確に中国を対象としたSWFに
対する動きとして見られた最初のものであると申
してまず間違いないであろうと考えます。

ちなみに、このトルーマンという人は、御存じ
の方もいらっしゃると思いますが、MIT（マサ
チューセッツ工科大学）のポール・クルーグマン
という経済学者が彼のことをかつて「国際経済界
のジョージ・スマイリー」とあだ名しました。

ジョージ・スマイリーというのは、ジョン・ル・
カレというスパイ小説で有名なイギリスの作家が
つくり上げたイギリスの諜報部の黒幕、事実上の
ボスです。MITの教授がジョージ・スマイリー
になぞえてトルーマン氏を評したのは卓見と思ひ
ます。一九八五年のプラザ合意以来、いわゆる
「通貨マフィア」の有力人物としては現役最後の
アメリカ人でしょう。

なお、蛇足ではありますが、大西洋の対岸の片

割れはと申せば、現在ヨーロッパ中央銀行総裁の
ジャン・クロード・トリシェという人物くらいで
ありましょう。恐らく、当時から今日に至るまで
この世界を隅から隅まで知り尽くし、国際交渉に
長けた人物は、トルーマンとトリシェの二人だけ
だろうと思うわけですが、けれどもトルーマン氏
は、今や黒幕ではありません。黒幕がオーバープ
レゼンスと言いますか、メディアへの過剰露出と
言いますか、それは大変なものであって、そこら
じゅうで講演をしていますし、いろいろな雑誌で
もインタビューを受けています。

一〇月一九日付の『フィナンシャル・タイム
ズ』でもトルーマンが登場します。はつきり言い
ますと、彼氏がこの三年間あるいは四年間のシナ
リオをつくった張本人ではなかったかと考えてい
ます。後に申し上げますけれども、今日の「通貨
戦争」に絡む問題までのシナリオをつくった首謀

者——少なくともその一人——こそ、トルーマンではなかったのか、と今は考えるわけです。私のこの説を支持してくれるヨーロッパの銀行さんが少なからずおりまして、ちょっと安心していただけるでございます。

ともあれ、ここでアメリカは何に注文をつけたかと申しますと、ダボスの会議でサマーズが言うところのSWFの不透明の是正であります。要するに、組織機構はもとより、会計原則等もなっちゃんないだろう、ということでございます。これが先ほどのパワーポイントのチャートの要点であります。

お手元の（図表10の補足）、「A Scoreboard for SWF」がそれでございますが、四点ほど問題を挙げているわけです。Structure、Governance、Accountability and transparency、それから、Behavioral guidelines——こういうものを点数

づけし、縷々批評しているわけでございます。それが、皆さんのお手元の（図表10）でございます。これは、トルーマン氏が二〇〇八年にアメリカ合衆国下院の外交委員会で報告した資料の一部を抜粋したのですが、先ほど申し上げました諸点をスコアボードをベースにして点数化しているわけです。最高点は一〇〇点でございます、ニュージーランド、ノルウェー、アメリカのワイオミング鉱物資源信託基金等々、先進国はおおむね八〇点以上の成績であるのに対して、アジア系は、香港の機関は特別行政区の中央銀行みたいなものですからこれを除くと、K I C（韓国投資公社）でも五〇点そこそこ、中国に至っては大体二、三〇点というところでございます、かなり透明性が劣ります。やはりGovernanceに難ありということでした、それを何とかしろということを実際にアメリカ政府が動きだしますが、トルー

図表10 主要 SWF の透明性とガバナンスの評価（2007年末現在）

ファンドの名称（国名）	評価指数（ポイント）
ニュージーランド退職年金基金（ニュージーランド） （New Zealand Superannuation Fund）	95
ノルウェー銀行投資基金（ノルウェー） （Norges Bank Investment Management: NBIM）	94
ワイオミング鉱物資源信託基金（アメリカ） （US Permanent Waioming Mineral Trust Fund）	91
国民年金準備基金（アイルランド） （National Pension Reserve Fund）	86
ニューメキシコ州投資局信託基金（アメリカ） （New Mexico State Investment Office Trust Funds）	86
オーストラリア政府未来基金（オーストラリア） Australian Government Future Fund (AGFF)	80
香港通貨管理局投資ポートフォリオ（中国特別行政区） （Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio）	67
カザフスタン国民基金（カザフスタン） （Kazakhstan National Fund）	64
プーラファンド（ボツワナ） （Pula Fund）	55
文化遺産安定化基金（トリニダード・トバゴ） （Heritage and Stabilisation Fund）	53
ロシア連邦安定化基金（ロシア） （Stabilisation Fund of Russian Federation）	51
韓国投資公社（韓国） （Korean Investment Corporation: KIC）	51
クウェート投資庁（クウェート） （Kuwait Investment Authority: KIA）	48
国家石油会計（サントメ） （National Oil Account）	48
石油収入安定化基金（メキシコ） （Oil Income Stabilisation Fund）	47
テマセク・ホールディングス（シンガポール） （Temasek Holdings Ltd）	45

シンガポール政府投資公社 (シンガポール)	
(Government of Singapore Investment Coporation: GIC)	41
カザナ・ナショナル (マレーシア)	
(Khazanah National Berhad)	38
中国投資公司 (中国)	
(China Investment Corporation: CIC)	29
所得平衡化準備基金 (キリバチ)	
(Revenue Equalisation Reserve Fund: RERF)	29
石油収入調整基金 (アルジェリア)	
(Fonds de Régulation des Recettes)	27
超過原油会計 (ナイジェリア)	
(Excess Crude Account)	26
外国為替準備基金 (イラン)	
(Foreign Exchange Reserve Fund)	23
マクロ経済安定化投資基金 (ベネゼエラ)	
(Investment Fund for Macroeconomic Stabilisation)	23
国家安定化基金 (オーマン)	
(State Genenal Stabilisation Fund: SGSF)	20
石油収入安定化基金 (サウジアラビア)	
(Oil Revenue Stabilisation Fund)	20
ブルネイ投資庁 (ブルネイ)	
(Brunei Investment Authority: BIA)	18
ムダバラ開発 (アラブ首長国連邦)	
(Mudabala Development Company Abu Dhabi)	15
ドバイ・ワールド・インベストメント* (アラブ首長国連邦)	
(Istithmar World)	14
アブダビ投資庁 (アラブ首長国連邦)	
(Abu Dhabi Investment Authority: ADIA)	9
カタール投資庁 (カタール)	
(Qatar Investment Authority: QIA)	9

[出所] Truman [2008] をもとに作成。

注：1. 「評価指数」は各ファンドのガバナンスと透明性に関するもの。組織機構、ガバナンス、会計基準や財務諸表の作成、透明性、投資行動などをもとに指数化（最高値＝100）。

2. * はアラブ首長国連邦の政府系投資ファンドの Dubai World の全額出資のプライベート・エクイティ、オールタナティブ・インベストメント専門子会社。“Istithmar”は投資を意味するアラビア語。2008年社名変更。

マン氏はこういったデータを使いまして、中国の政策に是非ないし改善を求めるべきだと強く主張したわけでございます。

三、中国系SWFの生成と変質

――不胎化――政策の限界から

生まれ成長したSWF

(1) 中華ファンドの設立の背景・要因

中国は、CICであるとか為替管理局等の資金を使ってSAFEというSWFを立ち上げたわけですが、ではなぜ立ち上げたのか――その理由ですが、二つあると思います。

一つは、非常に理論的な理由ですが、中国が当初からこういうファンドをつくって動く意思があったのかどうかは定かではありませんけれども、この背景には急増する外貨準備とその結果と

しての人民元が高騰するという事情を指摘しなくてはなりません。少なくとも通貨価値の急騰に対して歯止めをかけたという要請です。当初、外貨準備の急増に伴って中国政府がやったことは何かと申しますと、Sterilizationといいますが、不胎化政策というものであります。それがだめになって次に何が起きるかという、為替市場介入です。あるいは両者の順序は逆であつてもかまいません。ともあれ、何とか米ドルとの一時的なペッグを維持しようと企てたわけです。それでもだめであれば、SWFを使った資金あるいは資本輸出になります。これは、教科書的に言いますと、マンデル＝フレミング・モデルといいますか、「矛盾した三角形」といいますか、要するに自立した金融政策と為替レートの安定と資本移動の自由という三つはこれを同時に満たすことができないという考え方を援用すれば、むづかしい話

ではありません。最初の二つを、中国はすでに使っております。しかし、人民元レート of 安定を望む限り、金融政策の自立性を犠牲にするか、為替管理を撤廃し資本移動を自由にするかになります。ですが、ああいう国——社会主義国家——ですからそれが叶いません。結局、何をするかと申しますと、国が音頭を取って資本輸出をしていくことになるわけです。

当初は、今のC I Cの前身で、御存じの方が多々いらっしやるかと思いますが、レジュメの3の(1)の下に注にあります、中国匯金投資有限公司 (Central Huijin Investment Company Ltd) ——通称C H I Cという名前のファンドを立ち上げます。けれども、C I Cの前身については、どうやらこの設立のいきさつが中国共産党の内部でも不明確であるということで、中国流の透明性を確保して、かつより機動的に活動できるよう、二〇〇

七年にC I Cに衣替えしました。言ってみれば、資本移動を規制しているわけですから、その中で資本を輸出するとなれば、このようなファンドを使ってやる以外にないだろうということです。

なお、この「匯金」の「匯」という懐かしい字を久々に見かけました。古い言葉で恐縮ですが、でも、「匯」に「錢」をつけて「匯錢」という熟語がございます。これは為替を組むという意味でございます。したがって、「Central Huijin」ということは、「Central Exchange」とほとんど同じ意味になるかと思えます。その後、中国の為替管理局 (S A F E) といいますか、そのS A F E系ファンドが誕生して、今では二つの中国系投資ファンドが存在することになります。現在、二つの中華ファンドの運用残高は約六〇〇〇億ドルにのぼるといわれております。

中華ファンドは、理論的には国際金融の理論で

これもだめ、あれもだめと、選択肢が尽きた結果、設立に至ったということです。これは、ある意味で判りやすいわけです。

(2) 投資運用行動の多様化

二番目の理由ですが、一つは、中国は明らかな「政治的な意図」を持ってこれをつくり上げたということだろうと思います。具体的には、金融収支不安への対処でありまして、外貨建て資産への悪影響を回避することです。簡単に言いますと、中国人が幾ら稼いでも人民元が外国為替市場で上がってしまうのでは元も子もないということです。

また、工業用原材料、特に天然資源の安全かつ安定した供給の確保があります。それと抱き合わせで中国製品の販路を確保するということがあるかもしれませんが、主要には天然資源の安定供給

といえますか、言うところの「資源安全保障」といいますか、これに重点を置いているだろうと考えます。事ほどさように、CICにしろ、中国政府にしろ、こういったファンドが昨今重視している分野は何かと申せば、依然として天然資源をベースにした分野であると思います。

それと同時に、これを中国は先ほど来のアメリカを中心とするファンドに対する牽制といいますか、ある程度の制度改善、どちらかというところを確保するという問題に対応した形に出た行動の一つだと思っています。CICならCIC本体で直接に運用するだけではなくて、いわばオールタナティブ・アセット・マネジメントといいますか、簡単に言いますと、プライベート・エクイティだとか、ヘッジファンドを経由して運用する。既に、二〇〇七年の段階でブラックストーンというアメリカでも比較的大きなプライベート・

エクイティを中国のファンドは持っていますから、それをより積極的に活用していくのは当然です。これは、金融投資に偏った結果、やけどを負った反省といえますか、教訓と考えることができるかもしれません。

ただ、ファンド本体で何でもかんでも手をつけるとなると、相当リスクだということで、本体が直接リスクな分野に投資をするのではなくて、ファンドの子会社といいますか、あるいは自分が買収したところを使って迂回投資をする。それはまた同時に、アメリカやヨーロッパのSWF批判に対する抜け道にもなるわけです。なぜならば、こういった分野での一番大きな国は、言うまでもなくアメリカ合衆国だからです。物の本によりますと、ヘッジファンド、プライベート・エクイティの預かり資産の約七割はアメリカを主たる拠点とするものであり、二〇%から三〇%弱が

ヨーロッパといわれています。したがって、こういった分野に中国系ファンドが投資をするとは、ループホールといったらちよつと語弊があるかもしれませんが、いやしくも英米法のもとの適切に設立された金融業者の端つくれに正規の手続きを踏んで資本参加するわけでありますから、政治的圧力をかわすという意味もあるのではと考えさせられます。そうであるとすれば、中国にとっては、二重の意味でメリットがあると見てよいかもしれません。

同じようなことは、皆さんも御存じだと思いますが、ほかの国もやっております。例えば、テマセク・ホールディングスですね。これはシンガポールのSWFの片割れですが、たしか今年の春、「シータウン」というヘッジファンド、プライベート・エクイティなどに専門に投資する一〇〇%子会社ですが、当初は四〇億ドルだったか五

○億ドルを持たせて立ち上げております。このほか、K I C（韓国投資公社）も同じような動きをしています。とどの詰まり、かなりのSWFが、ファンド本体ですべきものと、そうでないものを篩にかけて、それぞれを使い分けるような形で運用してきていると考えることができるわけです。

ちなみに、「テマセク」という言葉は、現地語でシンガポールを指すらしいのです。その意味は何かというと「シータウン」、つまり海洋都市ということでありまして、「テマセク」という現地語を英語にすると「シータウン」ということですから、実体は同じじゃないかと考えることもできるかもしれません。

(3) 中華ファンドの意義と限界

冗談はさて置くとしまして、今申し上げました

ように、中国は結局あの体制であるからやむを得ないといえますか、為替取引、資本移動に対してさまざまな厳格な規制を課しているのが現状です。結局、そういう中で部分的に資本主義的要素を取り入れて世界市場に参入し、その結果として今や「世界の工場」と言われるような状況になってきて、外貨準備の急増——三兆ドルになんとなする外貨準備を抱えているのですが、工業分野のように、金融の分野でも「資本主義的要素」を取り入れて処理・解決することが叶わないわけです。そのやむを得ざる措置として、差し当たりは、自由な資本移動による調節に代わるSWFを通じた資本輸出を行うということです。それと同時に、SWFは政治的な目的をもち、そうした国家戦略に十分適う形でこれを運用しているところにポイントがあると思っております。

そうは申せ、中国はいろいろなところに資源絡

みでの投資を手広くやっています、アフリカはもとより最近、例えばこの七月のことでしたが、

カナダのオイルサンドや北米の石油資源にかなりの投資をする計画と報道されたことは、皆さんも御存じだと思います。本当かどうかわかりませんが、一説によりますとカナダ・アルバータ州にあるオイルサンドには相当の金額が投ぜられることになりましたけれども、原油埋蔵量は一七五〇億バレルで、二六〇〇億バレルのサウジアラビアに次ぐ埋蔵量ということです。中国がそれに最終的にどれだけのお金を出すのか、少なくとも見積もっても一〇〇〇億ドルぐらいは投資をしなければならいのではないかと言われております。そうであれば、これこそ国家持ち株会社の面目躍如といったところです。しかしそれがために、中国はアメリカをはじめとする先進諸国との間でさまざまな軋轢や対立を余議なくされてもいるわけ

です。

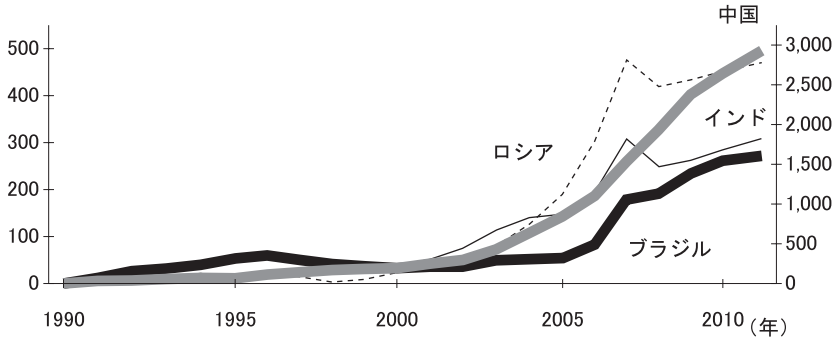
むすびにかえて

それでは以上を整理して結論へと参りたいのですが、先ほど来申し上げていますように、中国を取り巻く環境というのはかなり厳しくなってきたことは確かだと思います。それに対して、中国もそれなりの対応をしているということも十分に読み取れるだろうと思います。

中国は、人民元との絡みで言いますと、恐らくあと数千億ドル相当のお金を外に出さないと通貨上昇圧力を回避できないと言われています。昨今、どこの国がSWFを立ち上げるとか何かというところで話題になっているようですが、これに比して中国の場合の強みというのは、巨額の外貨準備があるということかもしれませんが、外貨準

図表11 BRIC の外貨準備高推移

（単位： 10億ドル）



注：1. ブラジル、インド、ロシアの数値は左目盛り、中国のそれは右目盛り。

2. 2010年は予想値。

出所：IMF（国際通貨基金）資料より。

備を活用するにしても、中国には負債絡みにならないところに注目点があると考えられます。

それを示したのが、チャートの最後、（図表11、12）であり、特にBRICの政府公共部門の資金ポジションというところをご覧ください。中国は、二〇一〇年の上期の段階で外貨準備高が約二兆五〇〇〇億ドル。中国政府の国内の総負債が八五〇〇億ドル相当であり、対外債務に至っては五〇億ドルあるかないかという状態であります。ですから、ブラジルあるいはインドなんかに比べると、ただ外貨準備を運用すればいいじゃないかということになる厄介な問題になるわけですが、中国の場合は、このように負債絡みの問題がほとんどクリアできている。だからこそ積極的に動けるんだろうと考えることもできるわけです。

私がこのビル（東京証券会館）にあった事務所までまだ勤めていたころのことですが、一九八四年

図表12 BRIC の政府公共部門の資金ポジション

(単位：億ドル)

	外貨準備高 (2010 年上期)	中央政府の国内総債務 残高 (2009 年末)	中央政府の国外総債務 残高 (2009 年末)	SWF 運用資産 (2010 年上期)
ブラジル	2,550	10,228	557	86
中 国	24,540	8,478	48	6,000
インド	2,800	10,085	567	—
ロシア	4,560	953	352	1,250

注：1. 中国の SWF 運用残高は中国投資公司 (CIC)、国家為替管理局投資公司 (SAFE-IC) のみの数値。

2. インドは中央銀行 (Reserve Bank of India) が事実上の SWF として機能しているが、これをふくまない。

出所：IMF (国際通貨基金)、PIIE (ピーターソン国際経済研究所)、フィッチ社 (Fitch) などの資料をもとに作成した Deutsche Bank Research 資料より引用。

に円・ドル委員会報告の後、円の国際化に関する小委員会というのを立ち上げて、円の国際化をやって軒並み失敗してしまった実績を思い出さずにはいられません。現在、自民党・公明党さんに代わって民主党さんが政権党となり、円の国際化委員会というのを立ち上げたようですけれども、あの時と今の一番大きな違いというのは、当時は人民元なんかほとんど問題にする必要がなかったのに対して、今は円を本当に必要とする国が一体どれだけあるかを問わなくてはいけないということだろうと考えます。民主党さんは、二〇数年前のレポートを一回読んでみて、何が当時まずかったのかを真剣に考えるところから始まったほうがいいんじゃないかなという気がします。

ただ、中国はこういった事情でかなりの在外資産を持っているわけですから、人民元の切り上げをおいそれとはできない状況にあるだろうという

ことは忘れてならないでしょう。ですから、アメリカは十分それを読んだ上で、非常にジャーナリストティックでセンセーショナルな言い回しですが、「通貨戦争」を仕掛けたわけです。学問的に申せば「競争的通貨切り下げ」というのが普通の表現でありまして、「通貨戦争」というのは、確

かに通貨問題は外交問題だと、かつて西ドイツの宰相を務めたヘルムート・シュミットという人が言ったことがありますけれども、その伝に従いますと、外交戦の最後の、いわば究極の行きつく先として宣戦布告しているのでしょうか。そうではないとしたら、この段階で「戦争」という言葉は一体何を意味するんだらうかと、ちよつと考えました。中国のSWFには、先ほど言いました開発基金等の投資運用もありますから、これを含めまして、少なく見積もっても八、九〇〇億ドル相当の外貨建て資産を抱えています。ですから、おい

それとは人民元の切り上げには賛成しないでしょうし、応じられないでしょう。むしろ、できるだけその圧力を緩和し、より長期的に時間をかけて為替レートの調整という問題をクリアしていかざるを得ないのですが、そしてそれこそが中国の国益に適う方策でもあるわけです。

ただ、これに不満を抱くにせよ、先進国のほうとしても余り強く中国を叩くわけにも参りません。なぜならば、カナダの場合はオイルサンドでアメリカにある程度配慮したのかもしれないませんが、中国資金を呼び込んだというのは、結局のところリーマンショック以後はお金がないという状態でありますから、中国を初めとするSWFに資金を仰がないではいけないという苦しい台所事情にある。ですから、警戒心と依存というもので、非常にambivalentな関係にあると考えることもできるわけです。通貨戦争というものに他の

国がどこまで乗ってくるのか、非常に微妙と言わざるを得ない思うわけです。

それから、先ほどのピーターソン国際経済研究所のトルーマン氏が二〇〇七年に報告したレポートの中にこういう文章があったことを思い出すべきだろうと考えます——。当時の段階で人民元はドルに対して三〇%割安、日本円は二〇%安い。とすれば、人民元の問題が一段落した後は、もう一回日本にお鉢が回ってくるのかという気もしないわけではないのですが、皆さん、どうでしょうか。

ですから、この問題は単に国際投資という面で、投資の効率性であるとか何かという面からは必ずしも見ることでできない問題だと思います。なぜならば、一つは、先ほども言いましたように、中華ファンドの成立が理論的にはある程度説明可能かもしれませんが、もう一つの政治的な理

由のほうが今となつては大きいし、また、それがさらに大きくなりつつあるという状況から考えれば、投資効率であるとか何かというテクニカルな議論だけではけりがつかないだろうからです。かてて加えて、アメリカは明らかに中国の人民元に対して最終的な絞った行動をしているわけですから、昨今の通貨問題とS W F、中国の投資行動というものが密接不可分な関係にあることを忘れてならないと思います。

そういった中で我々は、確かに売り買いということからすれば、銀行さんにしろ、証券会社さんにしろ、S W Fもまたお客さんなのかもしれないが、単にそういった問題だけでは解決ができない問題を含んでいるのではないということもあわせて頭の中に入れていくことも大事だと思います。

時間も超過してしまいましたので、以上を結論

にしたいと思います。

どうも御清聴、ありがとうございます。（拍手）

若林常務理事 中川先生、どうもありがとうございます。
いました。

SWFの動向につきまして、今後の展望も含めて詳細なデータに基づいて掘り下げた分析をしていただいたのではないかと思います。

ここで若干お時間をいただきまして、御質問・御意見等をお受けしたいと思います。いかがでございましょうか。

質問 大変いいお話、ありがとうございます。

昨今、ジャーナリスティックな話題ですが、日本の外貨準備等を利用してSWFをつくったらいかがかという意見があるやに聞いておりますが、御見解はいかがでございましょうか。

中川 先ほども「どこぞの国」という言葉を使つてちょっとだけお話をしたんですが、非常に難しいと思います。

一つは、外貨準備ということになりますと、この国には負債見合いという問題があります。中国の場合は基本的にそれがない。日本の場合、今言いましたように、その問題をクリアできないですから、果たしてどうなのかというのが、一点。

二点目は、どれだけ資金規模を考えているかということですね。

三番目なんですけど、どういうファンド組織・機構を、それにどのような投資分野を考えているかということが、正直言つて全然情報が入ってまいりませんので何とも言えません。

それからもう一つ、一番大きな問題になるのかもしれないんですが、何の目的なのかというのが読めないということですね。ただ外貨準備が活用でき

るかもしれないと言うのであれば、実に素朴な思いつきにすぎません。負債見合いでそれが本当にうまくいくんですか、ということになるわけですね。

そしてさらに、ファンドの最終目標。今の民主党政権が一体何を考えているのかというのが、正直言って一番よく判らないですし、規模も恐らく数千億ドル規模になるのか、当初はともかくとして、最終的にどれだけの金額にしていくなかということも重要だと思います。

それから、これは皆さん方に直に絡む問題になるかもしれませんが。要するに、ファンドマネジャーはどういうところを選ぶかという話ですね。これはもうほとんど入ってこない情報です。

欧米の金融機関、某投資銀行、某銀行など、そこにたとえ懇意にしている知人がおりましても教えてくれません。相当神経を使って業者さんも動い

ているようです。もちろん、日本の金融機関さんが決して悪いわけじゃないですから、どこに投資運用を依頼するか、資金運用上のアドバイスなり実際のマネジメントをさせるのか、彼等に一体どこまで期待できるかということも重要な問題になると思います。

それから、最後にもう一つ。円の国際化という問題も関わってくると思うのです。若い方が結構いらっしやるんで、先ほどは古い話で恐縮でしたけれども、結局、円ドル委員会がらみの、円の国際化を含む案件は軒並み失敗しているわけです。円建てB Aであるとか、円建て何とかはことごとく定着しませんでした。確かに税金の問題等をクリアしなければならなかったかもしれませんが、そうであるとすれば今の財務省さんがそれを同じようにクリアできないでいるのかどうか、それは判りませんが、かつて円の国際化の失敗の

教訓を今現在の時点で一体どう活かすべきであるのか、ということです。

これに関連してもう一つ、二五年たった今、やはり円より人民元なのかなと感じます。そういった面から見ても日本版SWFというのは、あるいは国富ファンドというのはい体どういような運用を考えているのか。正直、こんな言い方で本当に申しわけないんですけれども、よく判りません。効果がないことはないのかもしれませんがけれども、しかし、それはやはり今言いましたような状況を考えなければ、本当にアジアの中で、あるいは世界の中で日本のプレゼンスを、あるいはプロファイルを高めたいと言ったところで功はないと思います。それができないと無理なんじゃないかなという気がします。

こういう言い方で申しわけないんですが、逆に教えていただければという感じです。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

御意見なり御質問でも結構でございます。—それでは、私から先生に質問させていただきたいと思います。

今も円の国際化というお話がございましたけれども、SWFが今後展開していく、いわゆる基通貨であるドル、それからユーロあるいは円、こういったものの国際通貨の面での影響みたいなものは考えられるのでしょうか。その辺のところを教えてください。

中川 今日の『フィナンシャル・タイムズ』の一面に世銀総裁のロバート・B・ゼーリックが金本位制の議論をもう一度していいんじゃないかというような発言をしたという記事がありました。実際、そうなるかどうかは判りませんが、その問題を考えるときに、一つは、例のゴールドマン・サックス（GS）のチーフエコノミストだっ

たジェフ・オニール（現・GSアセットマネージメント会長）の造語ですね。BRIC——ブラジル、ロシア、インド、中国は新興市場の中でも突出している国々のことです。これは何を意味するかというと、世界の経済成長センターといえますか、成長の極というのははや欧米ではなくて、徐々にアジアを初めとする新興国にシフトしているという現実です。

それと同時に、そこで生み出される富が欧米からそういったところにシフトしているんだとすれば、そしてそういうバックグラウンドを考えたときに、通貨の問題も今のような状態であり得ることとはないんじゃないかという気がします。基軸通貨としての地位をアメリカ通貨が他に譲ることは今すぐ考えられないにしても、今回のIMFの出资比率の変化で、ドルの比重が低下してくることは確実でしょう。

ユーロにつきましては、先ほども言いましたように、何でこの問題を扱ったのかというと、結局ヨーロッパが直面する問題は一体何なのか、アジアに対しては一体どういうスタンスをとるべきなのかを考えたときにも欠かせないことだと思ったからです。少なくとも人民元、あるいはブラジル通貨はちよつと早いかもしれませんが、基軸通貨のバランスというものは、ヨーロッパでは、ドイツマルクの代わりにユーロになりましたけれども、我々が長い間考えたドル、円、ユーロの比率は、特に円及びユーロは低下してくるのかなという気はします。その代わり人民元はやはり上がってくる。ただ問題は、中国がそれには望まないということだろう——ただそれだけの話かなという気がします。

場合によってはゼーリックのような金本位制復帰という議論はあるかもしれませんが、といえば冗

談で片づけられるかもしれませんが、もう一つだけ言わなくてはならないことは、欧米人の言葉を使えばQE2、量的緩和第二弾ですね。春に続いて二回目の話ですけれども、あれをやってアメリカ国債をFRBが買いました。その金はアメリカ国内にとどまらないで、結局は回りまわって、利回りの高い途上国に行ってしまう。とすれば、これらの国の通貨は上昇せざるを得ません。それは体のいい「ドル切り下げ」ではないのか。むしろ、人民元が高いのではなくて、わざとドル安誘導しているんじゃないのか。そうであるとすれば、サブプライム・ローン問題が、グリーンスパン指揮下の超金融緩和を遠因として発生したという説があるくらいですから、QE2によって、今一度ここで発生する、すくなくともその温床とならないとも限らないという気はします。

それから、もう一つ最後に言わせていただきました

いのですが、皆さんは円をどうお考えですか。逆に知りたいのです。円建て資産は、本当に売れるのか、また売る気があるのか。業者の方が多くいらっしやると思うんですけれども、本当に売れるのか、あるいは売る気があるのでしょうか。もちろん、売る方法もあると思うんですけれども、今の政権に、そして財務省さんには、円建て資産を本気で売る気があるのかどうか、今もって懐疑的です。そこが円の国際化ということの一番大きな問題点だろうと思います。

取りとめのない話で恐縮です。お答えになっているかどうかわかりませんが、私の考え方はそういうことでございます。

若林常務理事 それでは、時間も参りましたので、本日の「証券セミナー」はこれで終了させていただきますしたいと思います。

中川先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(なかがわ たつひろ・青山学院大学経済学部教授
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二十二年十一月八日に開催されました。)

中 川 辰 洋 氏

略 歴

1989年 東京大学大学院経済学研究科修了 経済学博士（東京大学）

職 歴

（社）公社債引受協会調査部（1983～1993年）、青山学院大学経済学部経済学科助教授・教授（1994～2008年）を経て、2008年より経済学部現代経済デザイン学科教授
公益財団法人 日本証券経済研究所客員研究員
フランソワ・ミッテラン研究所友の会会員 (Les Amis de l'Institut François Mitterrand, Paris)

この間1995年3月ヨーロッパ議会・ヨーロッパ委員会後援の研修制度 EUVP（ヨーロッパ連合訪問計画）参加、1999年9月～2000年8月ソシエテ・ジェネラル銀行（パリ・ラデファンス）資本市場部経済調査チーム（現・ストラテジスト調査チーム）所属、2008年9月～2009年8月パリ第10大学（ナンテール校）客員研究員

著書（単書のみ）

『フランス国債市場の変貌と金融革新』、財団法人 資本市場研究会刊、1989年
『ゼミナール EC 通貨・金融統合と資本市場』、東洋経済新報社刊、1993年
『1999年ユーロ圏誕生——EU 経済通貨統合の進展——』、東洋経済新報社刊、1998年
『ジョン・ローの虚像と実像——18世紀経済思想の再検討——』、日本経済評論社、2011年1月（予定）

翻 訳

OECD 編『経済政策の転換——先進11カ国のケース・スタディー——』、中川辰洋 監訳、日本経済評論社刊、1995年
B・ポーキングホーン、D・L・トムソン『女性経済学者群像——アダム・スミスを継ぐ卓越した八人——』、櫻井 毅監訳、御茶の水書房刊、2008年

SWF（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化

——現状と展望——

青山学院大学経済学部現代経済デザイン学科

中 川 辰 洋

はじめに

- ・ アジアや中東・湾岸諸国での SWF(sovereign wealth fund)の国際金融市場でのプレゼンスの向上、国際金融取引における影響力の増大
- ・ SWF——とくに中国の急成長の要因とそのインプリケーション
- ・ SWF の投資活動と昨今の“通貨戦争”との関連分析に貢献

1. SWF の概観——資金規模・投資対象・投資手法を中心に——

(1) SWF（政府系投資ファンド／国富ファンド）の定義

SWF→ ①政府または政府系機関の保有する資金を特定の目的のために投資・運用する基金（ファンド／投資計画をふくむ）、②ファンドの投資対象の決定、ファンドの保有・管理などはファンド自身による、③ファンドの原資は、貿易収入、石油・天然ガスなど鉱物資源収入（商品型ファンド、非商品型ファンドの分類）

(2) ファンドの規模→運用資産の急拡大。とくに 2007 年 8 月の金融危機以降多様化する

SWF——オイル・マネー（中東の商品ファンド）からアジア・マネー（非商品型）へ代表的な大規模 SWF→ 中東・湾岸諸国からアジアとくに中国系ファンドの急成長

(3) 投資戦略の変化——投資の多様化、国際投資グループ化への道

「協調型」から「国家戦略重視」、国家戦略に基づいた産業分野にファンドの資金を投入、とくに天然資源の確保を企図、そしてそのための M&A（企業合併・吸収）の活発化

2. SWF の投資行動の変化とその背景

(1) 金融セクター投資の拡大と帰結

2007 年のサブプライム危機→ 欧米金融機関への資本参加、投資

（1995～2009 年上期までの累積投資の約 40%が金融セクター投資）

(2) 金融セクター投資偏重の教訓

予想以上の金融危機、被投資金融機関の経営難・株価暴落→ SWF 金融投資の損失増

(3) SWF の投資行動をめぐる国際環境の変化

- ・ 国際金融市場における SWF 歓迎と欧米政府による警戒感の増大（←SWF の機構・組織、運営の“不透明性”、“政治性”をもつ投資運用）

SWF（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化

- ・IMF や OECD などにおける SWF の運用ルールの改善作業
2008 年「サンティアゴ原則」の採択など→資産運用原則、会計原則・慣行を策定して、ファンドのオープンかつ透明で、安定した国際投資環境の維持・強化。09 年には SWF 国際フォーラムの設立
- ・SWF 関係国→ ロンドンをはじめ国際金融センターに「駐在員事務所」を設立、市場関係者との関係を緊密化

3. 中国系 SWF の生成と変質——“不胎化”政策の限界から生まれ成長した SWF

(1) “中華ファンド”設立の背景要因

- ・外貨準備の急増と不胎化政策の限界→ 当初 CIC*の設立（資本移動規制の帰結）、やがて SAFE 投資会社を使って外貨準備投資の拡大（現在 6000 億^{ドル}超の運用資産残高）
- * 前身は、中央匯金投資有限公司（Central Huijin Investment Company Ltd: CHIC）。
- ・SWF のもう一つの目標→ ①金融収支の不安定性への対処（外貨建て資産への悪影響ひいては成長戦略に支障）、②原材料の安定供給、中国製品の販路確保

(2) 投資運用行動の多様化→ オールタナティブ・アセット（alternative asset: AA）投資にプライベート・エクイティ、ヘッジファンド、石油・天然ガス、破綻証券など、投資リスクの高い投資対象とする投資運用ファンドへの出資

- ・SWF にとってのメリット→ 投資の多様化、専門の子会社の設立をするか既存の金融会社などを買収してより機動性の高い投資・運用

(3) 中華ファンドの意義と限界

- ・投資面での問題点ないし限界→ より高い投資運用リスク、この面でのルールや慣行の未整備、何よりもまず保有資産の収益安定化の困難
- ・国際的法制整備→ この種のアセットへの規制強化、とくにオフショア金融市場への規制強化、AA への規制（例、EU が「代替ファンド業務指令」を採択）
- ・中国の通貨政策への圧力、“通貨戦争”→ 人民元の切り上げ圧力増大

むすびにかえて

- ・SWF の急成長→ 新興国（Emerging Markets／BRICs）の国際経済金融部面でのプレゼンスの向上の帰結。要するに、「経済成長の極（センター）」とそれが生み出す「国富」の欧米先進国から新興国への（中長期的にみれば）交代
- ・欧米先進国の SWF 資金への依存と警戒→ ファンドへの ambivalent な感情と態度、経済運営のルールの書き換え→ 「国家と経済」あるいは「政治と経済」の見直し
- ・対中国だけではない“通貨戦争”→ 日本円をふくむアジア諸通貨に発展（2007 年のシナリオによれば）、為替レート調整の限界（資本取引規制の見直し）、くり返される為替調整（通貨戦争の“永続化”）

以上

参考資料

- Atkins, Ralf and Lionel Barber [2010], “Trenchant on trouble”, *Financial Times*, September 10: FT Interview with Jean-Claude Trichet, the European Central Bank President.
- Beattie, Alan, Joshua Chaffin and Kevin Brown [2010], “China hits out on renminbi”, *Financial Times*, October 7.
- Beattie, Alan [2010], “Going head to head”, *Financial Times*, October 8.
- European Commission [2009], “Directive on Alternative Asset Investment Fund Managers (AIFMs): Frequently asked questions”, Press Release, MEMO/09/211 Brussels, April 29.
- Faujas, Alain [2009], “M. Strauss-Kahn redoute une <guerre des monnaies>”, *Le Monde*, 8 octobre: un entretien au Monde avec le Directeur-général du FMI
- Gordon, Kathryn [2009], “Sovereign wealth funds: OECD guidance to recipient countries”, High-level Parliamentary Seminar: The Global Financial and Economic Crisis, Paris, February: www.oecd.org.
- Hook, Leslie and Ed Crooks [2010], “Cnooc buys \$1bn share in US shale gas project”, *Financial Times*, October 12.
- IFSL Research [2010], *Sovereign Wealth Funds 2010*, International Financial Services London (in partnership with UK Trade & Investment and the City of London Corporation): www.ifsl.org.
- IMF (International Monetary Fund) [2008], *Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda*, IMF, Washington, DC, February 29: www.imf.org.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds [2008], *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices*, IMF, Washington, DC, October 11: www.imf.org.
- Jaeger, Markus [2010a], *BRIC Capital Market Monitor: Chartbook*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, June 20.
- Jaeger, Markus [2010b], *BRIC sovereign wealth funds: The external wealth of governments*, Deutsche Bank Research, September 24.
- Kern, Steffan [2008a], How to spend it: Commodity and non-commodity sovereign wealth funds, Working Paper Series, Research Notes 28, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, July 18.
- Kern, Steffan [2008b], *SWFs and Foreign Investment Policies – Update*, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, October 22.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development [2008], *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, OECD Investment Committee Report, Paris, April 4: www.oecd.org.
- Ricard, Philippe [2010], “La Chine veut aider Grèce et zone euro”, *Le Monde*, 5-6 octobre.
- Santiso, Javier [2008], *Sovereign Development Funds: Key financial indicators of the shifting wealth of nations*, OECD Emerging Markets Network Working Paper, Paris, October: www.oecd.org.
- Santiso, Javier [2009], “Les fonds souverains sont de retour”, *Les Echos*, 30 décembre.
- Truman, Edwin M. and Doug Dowson [2007], “Management of China’s International Reserves: China and a SWF Scoreboard”, Conference on China’s Exchange Policy, October 19, PIIP (Peterson

SWF（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化

Institute for International Economics), Washington, DC.

Truman, Edwin M. [2008], “The rise of sovereign wealth funds: Impact on US foreign policy and economic interests”, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, DC, May 21.

Truman, Edwin M. [2010], *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation*, PIIP, Washington, DC.

Truman, Edwin M. [2010], “The case for an Indian sovereign wealth fund: If an Indian SWF raised the return on RBI(Reserve Bank of India)’s reserves by a percentage point, India’s growth rate would go up by 0.2%”, *Business Standard*, September 5: www.business-standard.com.

Wigglesworth, Robin [2010], “IMF Guidelines spur steps towards transparency”, *Financial Times*, March 18.

AFP [2007a], 『米国貿易赤字はユーロ急騰をもたらす可能性』、世界の3つの研究所が指摘—ベルギー」、AFPBBNews、3月28日: www.afpbb.com.

AFP [2007b], 「米下院公聴会、人民元や円の『為替操作』に批判集中—米国」、AFPBBNews、5月10日: www.afpbb.com.

AFP [2008], 『ドル優位の時代は終わった』、米報告書」、AFPBBNews、7月25日: www.afpbb.com.

中川辰洋 [2008a], 「SWFは銀行の“救世主”か——いわゆる『サブプライム問題』対策の一側面——」、青山学院大学経済学会『青山経済論集』第59巻第4号、3月、所収。

中川辰洋 [2008b], 「ついに公的資金投入、スイスの巨人UBSの正念場」、東洋経済新報社『金融ビジネス』秋季号（通巻、No. 256）、11月、所収。

中川辰洋 [2009a], 「スイス金融市場は生き残れるか？ 税金回避地問題の深層」、東洋経済新報社『金融ビジネス』春季号（通巻No. 258）、5月。

中川辰洋 [2009b], 「スイス金融市場の将来とタックス・ヘイブン問題」、青山学院大学経済学会『青山経済論集』第61巻第1号、6月、所収。

中川辰洋 [2010], 「SWF（政府系投資ファンド）再論——国家持ち株会社化の模索とその可能性をめぐって——」、青山学院大学経済学会『青山経済論集』第62巻第1号、6月、所収。

A Scoreboard for SWF

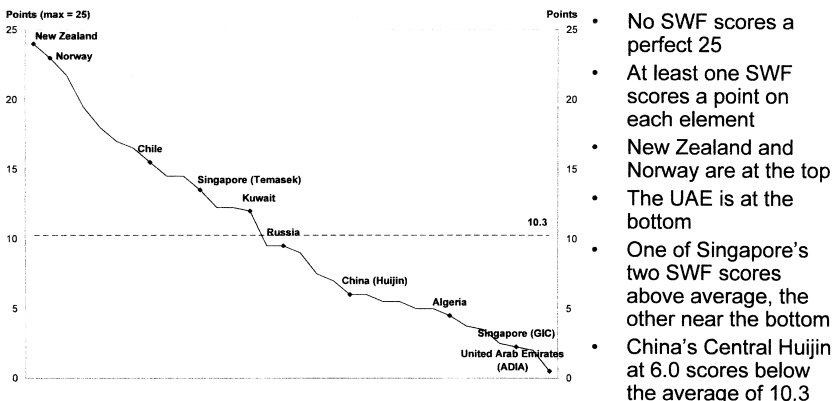
A set of best practices for the CIC and other SWF should include four basic components:

1. Structure
2. Governance
3. Accountability and transparency
4. Behavioral guidelines

We have designed an illustrative set of best practices and scored 32 SWF of 28 countries, including China's Central Huijin

Our scoreboard groups 25 elements in the four categories

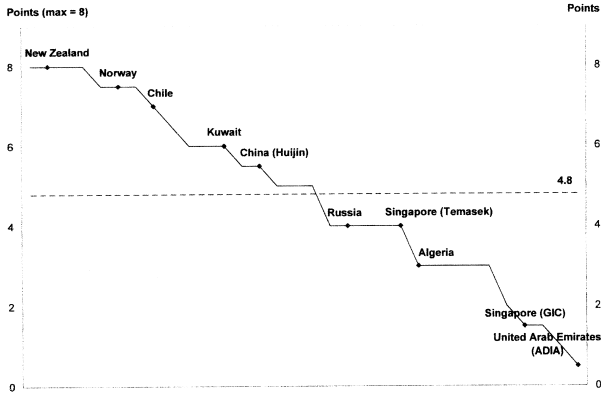
Summary Results



SWF（政府系投資ファンド）の国家持ち株会社化



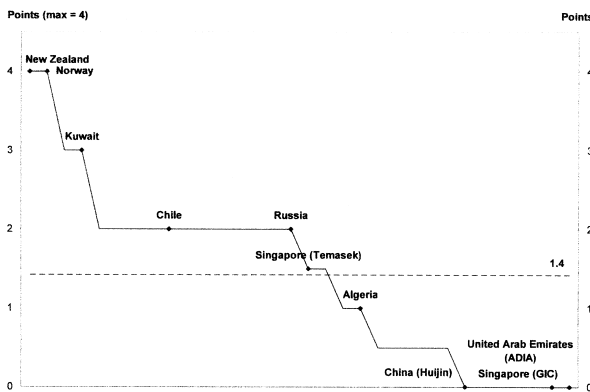
Structure



- Category focuses on a well-defined objective, fiscal treatment, etc.
- Average score is more than 50% of the maximum = 8
- Central Huijin scores above the average of 4.8



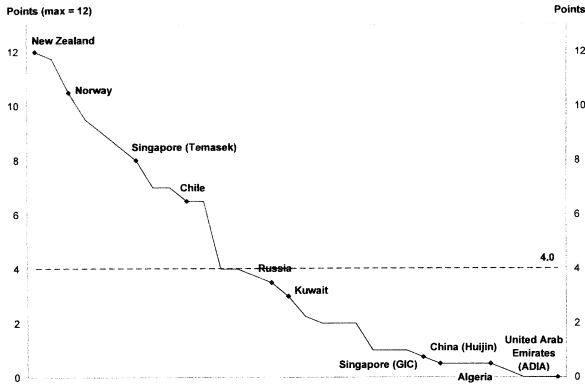
Governance



- Category focuses on well-defined roles for the government and the managers and on corporate governance and ethical guidelines
- Average score is only 35% of maximum = 4
- Central Huijin receives no points



Transparency and Accountability



- Category focuses on the nature of **regular public reporting** on investments and performance
- Average score is 34% of the maximum = 12
- Central Huijin scores $\frac{1}{2}$ point on the types of assets it held



Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard

Conference on China's Exchange Rate Policy

October 19, 2007

Edwin M. Truman with Doug Dowson