

中東・アジアのSWF(政府系純資産 ファンド)は資本主義の味方か敵か？

伊藤隆敏

東京大学経済学研究科

2008年2月14日、経済同友会・TCERセミナー発表

2月21日(微修正)

目次

- SWFとは何か
- 代表的SWF
- SWF批判
- SWFからの反論
- サブプライム問題とSWF
- SWFに規範は必要か？
- 日本は外国SWFからの投資を歓迎すべきか？
- 日本はSWFを持つべきか？

SWFとは何か（定義と種類）

- Stephen Jen (Morgan Stanley)が定義した (October 25, 2007のニュースレター)
 - (1) sovereign; (政府が保有者)
 - (2) high foreign currency exposure; (外貨)
 - (3) no explicit liabilities; (正味資産であること)
 - (4) high risk tolerance; and
 - (5) long investment horizon. (長期運用)
- トータルな規模は、2.5－3.0兆ドル。

代表的SWF

- 2007年8月7日、HSBCグローバル・リサーチ
- 国 名称 規模(億ドル)
- UAE (アブダビ首長国) ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) 5,000~8,750
- サウジアラビア SAMA (Saudi Arabian Monetary Authority) 3,200
- ノルウェー Government Pension Fund - Global 3,000
- 中国 国家外貨投資公司 3,000
- シンガポール GIC (Government of Singapore Investment Cooperation) 1,000 超
- クウェート KIA (Kuwait Investment Authority) 1,500~2,500
- 香港 Investment Portfolio 1,100
- シンガポール Temasek Holdings 800
- オーストラリア Australian Future Fund 430
- 米・アラスカ州 Alaska Permanent Reserve Fund 430
- カタール Qatar Investment Authority 400
- ブルネイ Brunei Investment Authority 300
- マレーシア Khazanah Nasional BHD 250
- ロシア National Welfare Fund 240
- 韓国 KIC (Korea Investment Corporation) 200
- カザフスタン National Fund 170
- 台湾 National Stabilization Fund 150
- カナダ Alberta Heritage TF 150
- UAE (ドバイ首長国) Dubai International Capital 100

政府による投資形態の三分類

- 正味資産・外貨運用としてのSWF
 - － ノルウェー、中東
 - 現在生み出される資産(原油収入)を無駄遣いせず、将来世代に残すためのファンド
 - － 中国投資公使、韓国投資公社
 - 外貨準備からの切り出し？
- 国内債務を裏側に持つ外貨ファンド(SWFではない)
 - － 外貨準備(国内債を発行して資金調達、外貨で運用)
 - 中国、韓国、日本、および多くの国の外貨準備
 - 国内債を発行して資金調達、外貨資産を持つ
 - 巨大なキャリー・トレード
 - － 年金基金(おもに国内債務、国内資産)
 - － カリフォルニア州、日本、そのほか、国や地方自治体
 - 将来の年金債務を裏側に持つ
 - おもに自国資産で運用、しかし一部が外貨運用も

政府系ファンドの別の切り口

- Robert Kimmitt の分類 (International Herald Tribune, Dec 26, 2007. Foreign Affairs, Jan-Feb 2008)
 - 外貨準備 (多くは米・欧の国債保有)
 - 年金基金 (多くは国内債に投資)
 - 国有企業 (政府がコントロール)
 - SWF (政府系投資ファンド)
 - 原油など資源輸出収入に基づく
 - それ以外 (外貨準備の切り出し)

SWF批判 (Kimmitt, Summers)

- 不適切なマクロ政策の反映
 - 通貨の過小評価を継続するための道具として使われる
- 国際金融市場を不安定化させる
 - 急激な資本引き上げなどによる混乱
- 政治的な意図が反映されるおそれ (政治体制の異なる国の意思が侵攻)
 - 純粹、利益追求型ならばよい
 - 行動が、透明であればよい
- 国家安全保障に脅威
 - 戦略企業、戦略施設は駄目。
- クロス・ボーダーの国有化ではないか (資本主義への挑戦)
 - ポートフォリオ投資 (5%以下) ならば良い

SWFからの反論（主に中東ファンド）

- SWFは長期投資であり、短期利益追求ではない
 - 米英のヘッジファンドのほうが、よほど市場攪乱的（投機で通貨危機を引き起こす）
 - SWF規制なら、欧米の年金基金（カリフォルニア年金基金など）や国営企業の行動も律するべき。
- SWFは利益追求である。政治的な意図はない。
- SWFは資本市場の論理に従って行動している。市場をゆがめていない。
- 問題を起こしていないのに、行動規範はおかしい。
- 先進国の企業はSWFからの資本を歓迎している。

良いSWFと悪いSWF??

- アメリカの心配の本質はどこか？
 - 最終的な心配は、中国とロシアのSWFではないか
 - ノルウェー、GICは心配していない。
 - 中東を牽制
- シンガポール(GIC)やノルウェーは、メディアに出ないようにしてきた。
- テマセックはより、積極的(タイやインドネシアで政治問題化)
- ADIAも、5%持たないように行動してきた

G7コミュニケ(2008年2月9日)

- 我々は、ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)の組織構造、リスク管理、透明性及び説明責任などの分野における最良慣行(ベスト・プラクティス)策定に向けてIMFが行っている作業の成果に期待。我々はまた、OECDが、SWFからの投資を受け入れる国の投資政策にかかる最良慣行(ベスト・プラクティス)を策定することにより、投資の開放に関する投資委員会の重要な作業を積み上げていくことを奨励。我々は、FSFの勧告に沿って高レバレッジ機関の強化された自発的最良慣行(ベスト・プラクティス)を策定する民間部門代表の作業を歓迎。

サブプライム問題とSWF

- サブプライムで資本不足に陥った米投資銀行に出資
 - ADIA ⇒ CITI
 - GIC ⇒ メリルリンチ
 - 中国投資公司⇒モルガンスタンレー
- アメリカの心配をクリア
 - 高いクーポンレート(CITIの場合11%)、転換後も5%以下、
- 白馬の騎士として歓迎される
- ADIAにとっては、きわめてうまく立ち回ったのではないか。(珍しく、High-profile)

SWFに行動規範は必要か

- マクロ政策との整合性は問題かもしれない
 - 通貨過小評価⇒経常収支黒字⇒介入⇒外貨準備増加⇒SWF化
 - 通貨政策の問題？
- SWFの投資について、ポートフォリオ投資(5%以下)に限るということはできるか？
 - 自主規制はすでにいくつかのSWFで行っている
 - では、先進国のヘッジファンドは？
- 受入国は、SWFに限らず外国企業一般について、国家安全保障の観点から、戦略的な企業、戦略施設については、いかに国の影響力を残すか(外資規制は適切か?)のあり方の検討が必要かもしれない。
 - しかし、これはすでに多くの国である。

日本は外国SWFからの投資を歓迎すべきか？

- SWFをそれ以外の外資を区別して規制する根拠はない。
 - 重要施設、独占産業・施設については、内外無差別を貫きつつ、行為規制(含む、価格上限規制)、大口規制でおこなうべき。
 - 安全保障上の配慮はすべきだが、個別業法ではなく国家の危機管理の一環としておこなうべき(例、外為法、有事法制)
- ただし、SWF保有国の政策に対して注文をつけていくことは重要
 - 適切ではない為替政策の結果としてのSWFは問題かもしれない(中国、ロシア、中東の為替政策変更要求)
 - 自国の資本市場を閉鎖したままSWFが外国に投資するのは適切ではないかもしれない(資本市場自由化要求)
 - 逆に、先進国も国営企業の外国投資は抑制すべき??

日本も、日本版SWFを作るべきか？

- 年金基金のプロによる運用は必要
 - しかしこれは、SWFとは呼ばない(政府系ファンドではあるが。Wealthではない)
 - 運用成績がこれまで悪すぎる。
 - 運用成績の向上は将来の保険料引き上げや給付削減の痛みを和らげる
- 外貨準備の利子受け取りをSWF化する
 - 現在は利子収入(毎年、約3-4兆円)を外為特会で受け入れ、わざわざ政府短期証券を発行している、これはおかしい。
 - 利子収入を外為特会とは別枠で積み立ててSWFのように運用してはどうか。ポートフォリオ投資(5%以下)とすれば、まったく政治的な問題は起きない。
 - 詳細は、伊藤隆敏、「経済教室」↓を参照されたい
 - [2007.10.04、「受け取り利息分は積極運用を」](#)