

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

シンガポールの国際金融センター戦略と SWF(ソブリン・ウェルス・ファンド)

～ 対外純債権国にもかかわらず所得収支は赤字の問題～

(財)国際通貨研究所
上席研究員 松井 謙一郎

matsui@iima.or.jp

(要旨)

1. 国際金融センターとしての東京の競争力強化の議論が活発化している。言うまでも無く、議論の背景には中国やインドの株式市場の時価総額の急成長に比べて日本の株式市場の成長が低迷していること、また外国為替を含む各種金融商品のトレーディング量などで見た場合、シンガポールや香港などがシェアを拡大しているなどの事情がある。本稿ではシンガポールについて、その近年の国際金融センターとしての戦略、とりわけ資産運用ビジネスを中心に報告する。
2. 同国は戦後アセアン地域のオフショアセンターとして発展してきた。この基本的な位置付けは現在も変わっていないが、他の金融拠点との競争が増す中で1990年代後半から資産運用ビジネス育成を生き残り戦略の大きな柱としてきた。この過程で、同国の政府系機関もアジア域内に積極的な資産運用を行うなど政府が主導的な役割を果たしてきた。
3. シンガポールの国際金融センター機能を評価する声がある一方で、マクロ的観点から見ると、対外純債権国であるにもかかわらず、対外的な利子・配当の受取・支払差額である所得収支は2000年以降赤字に転じており、国民所得への所得収支の寄与はマイナスである。このため、対外投資リターンを引き上げることが大きな課題となっている。同国の政府系投資機関がサブプライムローン問題で影響を受けた欧米銀へ大規模な出資を表明、ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)の一角としての動きが注目されているが、これは対外投資リターンを向上させるための政府主導の試みとも言える。

(本文)

1. 資産運用ビジネス：国際金融センターとしての生き残り戦略

(1) 生き残りを賭けた競争力強化戦略

シンガポール政府は1965年のマレーシアからの分離・独立以来、国際金融センター化構想を経済発展の基本戦略の一つとしてきた。同国のオフショア市場が発展する契機となったのが、1968年から始まったACU (Asian Currency Unit) 勘定の制度である。非居住者から調達した資金を非居住者に対して貸し出す、外-外の外貨建て取引をACU勘定の中で取り扱い、国内のシンガポ-ルドルの取引と区別するという内外分離型のオフショア市場の創設である。同国政府は、国際金融の国内金融への影響遮断の必要性を強く意識していたこともあり、国内と国内の取引の遮断が行われた。ACU勘定での取引ではシンガポ-ルドル建ての取引は認めない代わりに、取引促進のための種々のインセンティブが付与された。例えば、税制上では当時の国内の一般的な法人税が27%であったのに対して、ACU勘定の利益の法人税の課税は10%という形で優遇措置が与えられた。

同国のオフショア市場はその後順調に発展してきたが、1990年代の初頭には翳りが見られるようになった。その要因としては、1980年代末以降、近隣諸国によるオフショア市場の創設(タイのバンコクやマレ-シアのラブアン)による市場間競争の激化、通信・情報技術の発展・規制緩和を背景とした欧米での金融取引のボーダレス化により、利便性のより高い、あるいはコストが低い他金融センターへの取引のシフトなどが挙げられる。こうした状況に対応して、同国政府は国際金融センターとしての生き残りのために1997年に金融セクター改革の検討に着手した。

(2) 資産運用ビジネスの位置づけと強化の取組み

1998年に政府の金融セクター再検討グループが金融セクター改革を発表した。改革の内容は金融セクター全般に関わる包括的なものであるが、この中で資産運用ビジネスの強化が重要な課題として位置づけられている。資産運用ビジネスが重視された背景は、他の国際金融センターとの比較で同国の資産運用の残高が非常に小さいこと、欧米の投資家が将来的にアジア向け証券投資を一層拡大するだけでなく、域内で台頭しつつある富裕層による投資も将来的に拡大すると見込まれたことなどが指摘できる。

具体的な施策としては、政府資金(GIC、テマセック)の民間ファンド・マネージャーへの運用委託、中央政府厚生年金の投資手法の改革、外国の運用会社の誘致、国内でのファンド・マネージャーの育成などの施策が打ち出された。

同国の場合、政府系機関が歴史的に国民の金融資産の運用に深く関わって来た。主要な政府系機関としては、中央厚生年金基金（Central Provident Fund; CPF）、政府投資会社（Government Investment Corporation; GIC）、テマセック・ホールディングス（Temasek Holdings）の3つが挙げられる。この3機関の役割分担は、自国通貨建ての国債への運用を主とするCPF、外貨準備の運用を主業務とするGIC、アジア地域を中心に对外投资を行うテマセックという形で概ね運営されてきた。

CPFは1955年に設立され、労使折半で強制的に拠出金を積み上げ、資産運用規模は700億米ドル程度（約7兆円）であり、現在はその殆どが同国の変動利付き国債で運用されている。CPFの投資手法の改革や、GICとテマセック（この2つの政府系投資会社については後述）の民間委託は、政府系金融機関の活性化や欧米の先端的な金融技術の取り込みや蓄積を狙いとしたものである。

このような政府による施策を背景に、同国における資産運用ビジネスは2000年代以降拡大してきた。シンガポール通貨監督庁（Monetary Authority of Singapore: MAS）によれば、同国に所在する資産運用会社が管理している資産総額は、2006年末には前年比で24%増加し5,810億米ドル（約61兆円）に達した。運用資産の資金源は84%が同国外からの資金であり、内アジア地域から43%、欧米から35%を占める状況となっている。一方、資産の運用先の57%はアジア地域となっている。

同国の資産運用ビジネスにおけるプライベート・バンキング業務の比率は6割程度と相対的に高い。その背景には、相対的に厳しい金融当局の監督や信頼できる司法制度の存在、英語、中国語、マレー語、タミール語に堪能な人材を域内の情報収集や顧客サービスに活用できる多言語環境、香港の中国返還や中台海峡の緊迫化等の政治要因を背景とした香港からシンガポールへの資金シフト、スイスが欧州連合国籍者の預金に対する税率の段階的な引き上げを打ち出したことに起因する欧州からの資金シフト、などの要因が指摘されている。

資産運用ビジネスの経済、及び金融セクター全体に占める比率は以下の通りである。同国のGDPに占める金融セクターのシェアは約11%程度でここ数年はほぼ横這いの状況になっており（表1）、英国の9.4%、日本の7.5%（いずれも2006年）に比べるとシェアはやや高い。ただし、英国でも日本でも金融セクターのGDPシェアは都市部に限定すると10%以上であり、シンガポールが都市国家経済であることを勘案すれば特に高いとは言えない。

金融サービスの中では、銀行業務が占める割合は50%強で最もシェアが高い。一方、資産運用ビジネスは金融業全体の付加価値に占めるシェアではまだ1割未満であるが、金融セクターの中で最も高い伸び率を示しており、成長分野であると言える。

表 1 同国全体の GDP に占める金融セクターのシェア

(単位：百万シンガポ - ルドル)

	2003	2004	2005	2006
名目 GDP	167,549	182,301	194,371	209,680
成長率(前年比)	3.1%	8.8%	6.6%	7.9%
金融セクター付加価値	18,860	19,686	21,176	23,129
対 GDP 比シェア	11.3%	10.8%	10.9%	11.0%
成長率(前年比)	9.3%	4.4%	7.6%	9.2%

(出所) Ministry of Trade and Industry of Singapore, Economic Survey of Singapore 2006 より作成

表 2 金融業における業態別の付加価値シェアと実質伸び率

	付加価値 シェア (2006年)	実質伸び率(%)		
		2006年	2005年	2004年
金融業全体	100.0	9.2	6.5	6.0
(銀行)	51.1	9.1	9.1	2.9
(株等取引仲介)	7.8	27.9	-2.3	-19.2
(資産運用)	8.8	36.0	22.1	22.8
(保険)	12.8	-5.4	-3.1	18.3

(出所) Ministry of Trade and Industry of Singapore, Economic Survey of Singapore 2006,2005,2004 より作成

2. 同国の国際金融センター機能強化戦略の現状評価

次に同国の国際金融センターとしての競争力強化戦略が国民所得全体の向上に寄与しているかどうかを検討してみよう。国際金融センター機能が国民所得の増加に寄与するためには、国内の金融機能の効率化、強化につながり、それが経済全体の所得水準を増加させる(国内金融効率化効果) 金融商品の売買に係る手数料など金融サービスの収支、あるいは所得収支の黒字増加により国民所得が増加する(直接的対外収支効果) この2つのルートが考えられる。

「国内金融効率化効果」は国際金融センターの機能強化によって生じる効果と純粋に国内金融機能の効率化、強化によって生じる効果を分離して検証することは、技術的に非常に難しい。一方で「直接的対外収支効果」は経済のマクロデータから直接に読み取ることができる。本稿では以下「直接的対外収支効果」に絞ってシンガポールの現状を検証してみよう。

(1) マクロ的な対外債権・債務の状況

まず同国全体の対外債権・債務の状況について見る。同国の対外債権は海外直接投資、証券ポ - トフォリオ投資、外貨準備の主要3項目がそれぞれのシェアで約2割ずつである(2006年)。2000年代に入ってから証券ポ - トフォリオ投資の伸びが最も大きく、2001年から3倍近い残高になっている。一方、対外債務では、対内直接投資が最も大きく全体の4割程度を占め、これに次ぐ証券ポ - トフォリオ投資は約2割程度である(表3)。資産・負債ネットでは1292億米ドル(約14兆円)の対外資産超過となっている。また、GDPの規模と比較すると2006年の対外債権はGDPの542%で、対外債務はGDPの444%に達しており、両建てで増加している。(次ページ図1)

表3 シンガポ - ルの対外債権・債務の数字の推移 (単位:百万米ドル)

	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005	2,006
対外債権	369,819	415,026	472,938	543,525	575,743	716,295
(海外直接投資)	81,361	90,806	97,141	114,960	115,717	134,377
(ポ - トフォリオ投資)	58,667	69,494	91,109	100,909	113,931	156,021
(外貨準備)	75,480	82,131	95,869	112,293	115,859	136,275
(その他)	212,977	242,089	279,929	316,272	344,167	445,643
対外債権/GDP 比率	433%	471%	512%	506%	493%	542%
対外債務	308,829	333,278	374,726	434,623	459,372	587,049
(対内直接投資)	126,435	135,720	153,120	177,839	183,838	222,124
(ポ - トフォリオ投資)	45,975	45,704	61,059	73,529	87,861	130,159
(その他)	136,419	151,854	160,547	183,255	187,673	234,766
対外債務/GDP 比率	361%	378%	406%	405%	394%	444%
GDP	85,485	88,068	92,350	107,406	116,704	132,159
対外純資産	60,990	81,748	98,212	108,902	116,371	129,246
対外純資産/GDP 比率	71%	93%	106%	101%	100%	98%

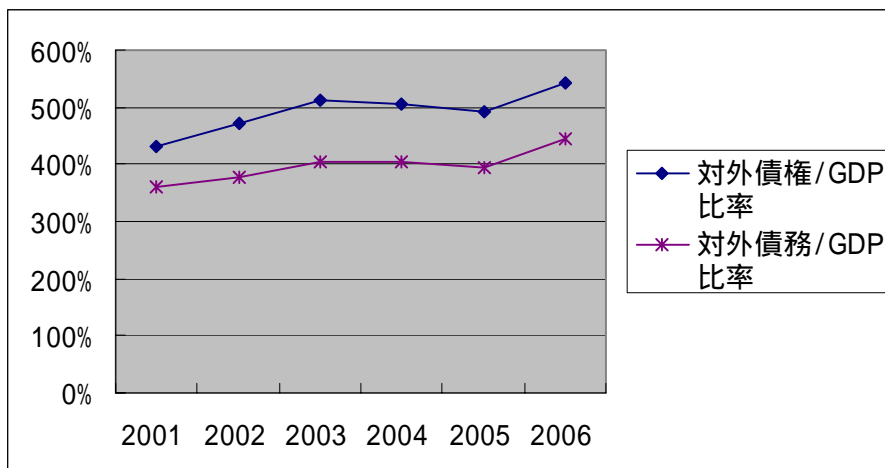
(出所) International Financial Statistics(IMF)より作成

対外債権・債務に係る配当や利息の受取と支払の差額である所得収支は、1990年代は黒字で推移していたが、2000年代以降は収支が赤字基調となっている。これはマクロ的には所得収支が国民所得に対してマイナスの寄与となっていることを意味している。

年間の受取所得と支払所得をそれぞれ対外債権残高と対外債務残高で割って算出した債権・債務のリターンを見ると、2001年～06年の期間で、対外債権3.8%、

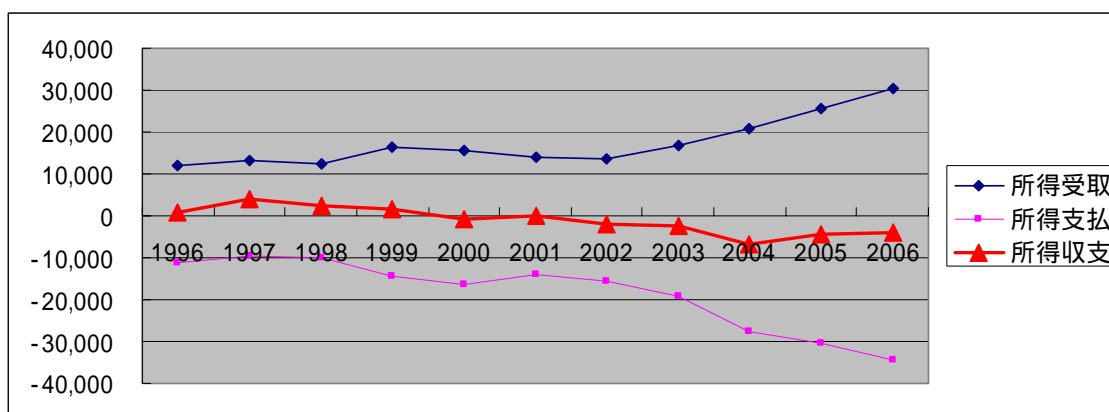
対外債務 5.5%(6年間のリタ - ンの平均値)となっており、逆ザヤになっている。

図 1 対外債権・対外債務の GDP 比率の推移



(出所) International Financial Statistics(IMF)より作成

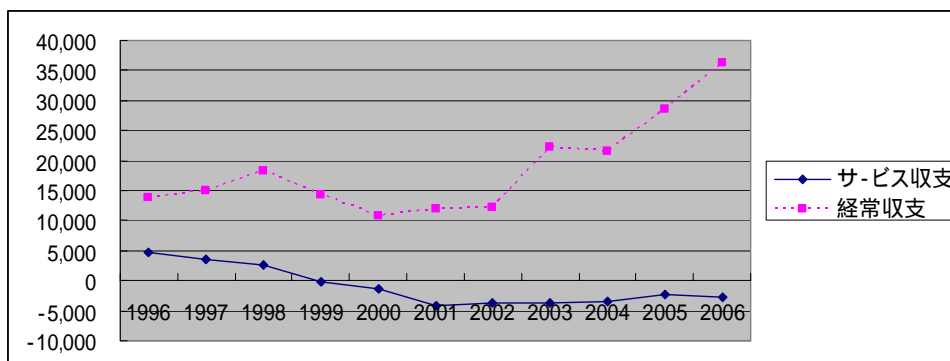
図 2 所得収支の推移 (単位:百万米ドル)



(出所) International Financial Statistics(IMF)より作成

サ - ビス収支についても、2000 年代以降赤字基調が続いている。同国の経常収支は、アジア通貨危機、IT 不況の影響もあって 1998 年から 2002 年までは黒字の若干の減少あるいは横這いであったが、2003 年以降は経常収支の黒字が拡大基調にある。財の輸出の伸びが輸入の伸びを大きく上回っているため経常収支全体では黒字が拡大しているが、サ - ビス収支と所得収支がマイナスで推移している。この点が同国の 2000 年代以降の国際収支の構造的な課題になっていると言えよう。

図3 同国の経常収支とサ・ビス収支の推移 (単位:百万米ドル)



(出所) International Financial Statistics(IMF)より作成

前掲表3に示した通り、国全体の対外債権・債務の規模を名目GDPと比較すると、対GDP比率は高い数字になっている。対外債権・債務が両建てで大きい点で英国、オランダのような「金融・投資立国型」の構造と言える。しかし、英国・オランダは対外純債務国であるにもかかわらず、所得収支が黒字であるのに対して、シンガポールの場合には既に見たように対外純債権国であるにもかかわらず所得収支が赤字である。この点から評価する限りシンガポールの国際金融センター強化戦略は現状までのところマクロ的には成功をおさめているとは言い難く、対外投資リターン向上が大きな課題である。

(2) 同国政府系投資機関のテマセック、GICの動向

対外的な投資リターンの向上という観点から見て、目立った動きをし始めたのが同国の対外資産運用の主要な担い手であるテマセックとGICの2つの政府系投資機関である。テマセックは1974年に設立され、当初は政府による産業育成の観点から国内の基幹となっている民間企業の株を保有するという役割を担っていた。ところが2000年代以降はアジア地域への投資を活発化させており、現在1,000億ドル程度(約11兆円)の証券ポートフォリオの中心はアジア地域への投資である。このようなテマセックの位置付けが変化した背景には、2001年に同国がIT不況の影響などで16年振りのマイナス成長を経験した際の発展戦略の見直しがあると言われている。

表4はテマセックの現在の金融機関の出資先一覧である。DBS(Development Bank of Singapore、シンガポール開発銀行)グループには1975年から出資を行ってきたが、その後2003年以降アジア地域への投資が活発化していることがわかる。

表 4 テマセック出資先の内、金融機関一覧（2007年3月現在）

金融機関名	所在国	出資比率 (%)	保有時期
PT Bank Danamon	インドネシア	59	2003年から
PT Bank International Indonesia	インドネシア	34	2003年から
DBS Group Holdings	シンガポール	28	1975年から
Standard Chartered	英国	13	2006年から
Hana Financial Group	韓国	10	2004年から
ICICI Bank	インド	7	2003年から
China Construction Bank	中国	6	2005年から
E.Sun Financial Holding Company	台湾	6	2006年から
Bank of China	中国	5	2005年から

(出所) Temasek Holdings の HP より作成

GIC は 1981 年に設立され、同国の外貨準備の効率的な運用を目的として、シンガポール通貨監督庁が保有する資産を GIC に移転する形でスタートした。現在は 1,000 億ドル程度の運用資産を持ち、世界 40 か国以上に投資を行っている。傘下に GIC Asset Management、GIC Real Estate、GIC Special Investments の運用会社を擁している。この内、GIC Real Estate は日本にも拠点を置き、2007 年には日本でのジョイントベンチャー - 企業の立ち上げ、汐留・福岡で不動産投資等を行っているが、他の先進国でも不動産投資を活発化させている。

2007 年末になって米国のサブプライム問題の影響から欧米の金融機関で巨額損失が表面化する中で、世界の有力ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) の一角として両者の動きが注目を浴びるようになった。1990 年代までは国内投資がテマセック、対外投資が GIC という役割分担が見られたが、2000 年代以降テマセックはアジア域内を中心に対外投資を拡大、今般の欧米銀への出資にも出資者として登場するなど、両者の役割分担の境界線は曖昧になってきている。テマセックは 300 人程度のスタッフで 1974 年の設立以降の 2007 年までの 33 年間で年平均 18% の運用利回りを達成したと言う。GIC は 900 人程度のスタッフで 1981 年の設立以降の 2006 年までの 25 年間で年平均年平均 8.2% (米ドル) の運用利回りを達成している。

3. グローバルな投資ビジネス競争時代に対応した戦略の必要性

以上、資産運用ビジネスと政府系投資ファンドを中心に、同国の国際金融セン

タ - としての生き残り戦略と対外債権・債務、所得収支の状況を見てきた。同国の資産運用ビジネスにおける政府の主導的な役割は大きい。制度・インフラを整えるだけでなく、政府系投資機関が海外で積極的な資産運用を行ってきた。しかしながら、マクロのレベルで見ると 2000 年代以降の所得収支は赤字に転じており、同国は対外運用のリターンをより一層上げる課題に直面している状況にある。

同国の場合、政府系機関が歴史的に国民の金融資産の運用に深く関わってきた。主要な 3 機関は、国内資産運用を中心とする CPF、中長期的な視点での外貨準備の運用を行う GIC、内外の市場で高い利回りを目指すテマセックという形で役割分担が行われていると捉えられてきた。しかしこのような役割分担は、固定的なものではなくダイナミックに変わりつつある。

サブプライムローン問題で影響を受けた欧米銀に対して、昨年末以降同国の政府系投資機関による大規模な出資は、このように対外資産をより効率的に運用し、投資リターンを上げなくてはならないという同国のマクロ的な課題の文脈で捉える必要がある。今般の投資のために、政府系投資機関の既存のポートフォリオにおける入れ替えも大きく行われることになろう。更に、今般の政府系機関による欧米金融機関への出資は、欧米の主要金融機関への影響力を行使することで同国の金融センターとしての発展に弾みをつけようとする狙いがあると指摘されている。

より歴史的、大局的に鳥瞰するならば、19 世紀に産業革命で先行した英国産業の興隆と自由貿易主義に対抗して、後発資本主義国のドイツやフランスで国家主導による貿易振興政策や産業振興政策が展開されたのとのアナロジーを見ることができようか。金融・投資の自由化の環境をベースにグローバルに展開する欧米系ヘッジファンドやエクイティファンドに対する後発国の対抗策が SWF であると位置づけることもできよう。官民をあげたグローバルな投資競争が活発化する状況に対して、世界最大の対外純債権国である日本の政府や金融機関はどのような戦略を採るのだろうか。無為無策でいれば、グローバルな投資競争で劣後する可能性は高まるばかりであろう。

以上

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>