

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

政府系ファンド (SWF) の台頭と金融・資本市場への影響¹

(財) 国際通貨研究所
経済調査部 部長 福永 一樹
fukunaga@iima.or.jp

国際金融市場の新たな担い手としてここ数年注目されてきている政府系ファンドだが、サブプライム問題に端を発した欧米大手銀行による資本増強においても産油国やアジアの複数のファンドが出資者として名を挙げている。一方で、米国を中心に先進諸国ではその存在の大きさがもたらす市場へのインパクトや、被投資国での保護主義的な対応が懸念されており、ファンドによる投資活動に一定の枠組みを課そうとする議論も広がりつつある。本稿では、世界の対外不均衡を背景に存在感を増してきた政府系ファンドの現状と、今後の動きを概観する。

【政府系ファンドとは】

政府系ファンド (Sovereign Wealth Fund、以下 SWF) とは、国家の主として対外資産を管理するために設立された特定の機関を指し、「国富ファンド」とも称される。国が保有する対外資産の代表格としては通貨当局が運営管理する外貨準備がある。しかし、一般に外貨準備は自国通貨相場の安定化を目的とした為替介入等のための準備資産である。従って、通常流動性の高い先進国の政府証券等を中心とした安全資産にて運用される。一方、同じ公的な資産ではあるものの SWF では投資収益を向上させるためによりリスクの高い資産での積極的な運用がなされている。

昨年夏以来のサブプライムローン問題が進行する中で、多くの証券化商品の急激な価格下落によって損失が発生している大手欧米金融機関は、短期間に巨額の投資が可能な SWF からの出資を次々と仰いだ。さながら SWF はウォールストリートの救世主のような役割を演じている。これに対し FRB のバーナンキ

¹ 本稿は、あおぞら銀行バーチャルエコノミスト 2008 年 3 月 17 日号に掲載されたものである。

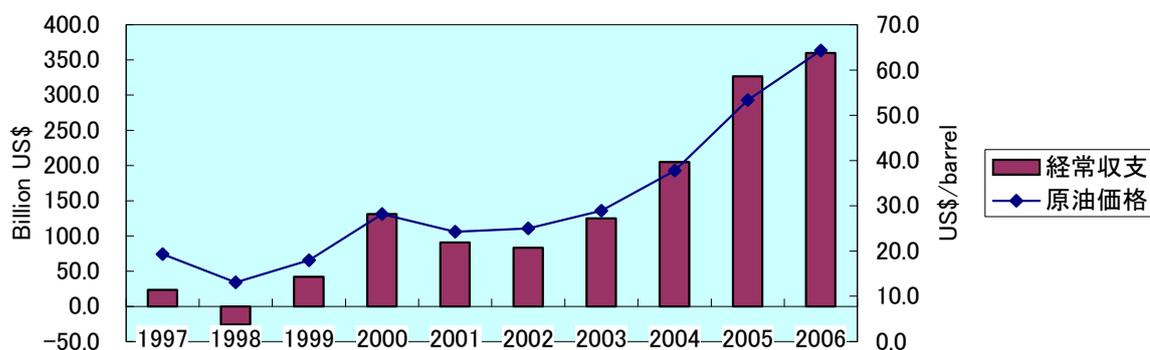
議長も「きわめて建設的だ。資本増強は銀行が貸し出しを増やすのに役立つ」と積極的に評価している（2月27日、下院金融サービス委員会）。

【原資の違いで2分類できる政府系ファンド】

SWFはその原資によって大きく二つに分類される。そのひとつが（石油を中心とした）資源輸出国におけるファンドである。SWFという言葉自体は最近になって用いられたものの、クウェート投資庁（1953年設立）やアブダビ投資庁（1976年設立）では既に数十年の投資実績がある。中近東諸国では主たる収入源である原油の価格変動に対し、将来の国家予算の安定や国際収支の調整を可能にするために「安定化基金」を設置し、予め外貨準備とは切り離して外貨資産を運用してきた。近年では価格高騰を背景に「安定化」の目的は薄れてきており、むしろ再生不能な天然資源から得られた富を次の世代に残すことに主眼が置かれている。こうした目的で設置されたファンドとしては、ノルウェイの政府年金基金、アブダビ投資庁に代表される湾岸諸国の投資機関、またロシアの安定化基金等がある。

2002年以降の原油高は世界の富を大規模に産油国に移転させ、主要産油国の経常収支黒字は2002年以降2006年までの4年間で約4.3倍に達している（図表1）。1970年代のオイルブーム時には主として欧米政府証券や銀行間預金の形で先進国に還流していた産油国の経常収支だが、規模の拡大とともにSWFを通じた多様な資産運用に形を変えてきた。資産内容の開示が進んでいるノルウェイの政府年金基金では、資産の約4割を株式投資に当てていることが知られている。湾岸産油国においても伝統的な債券投資に加えて株式のウェイトを高めているほか、不動産投資やファンド投資、またアジアや北アフリカといったエマージング諸国やイスラム金融資産へも投資していると言われる。

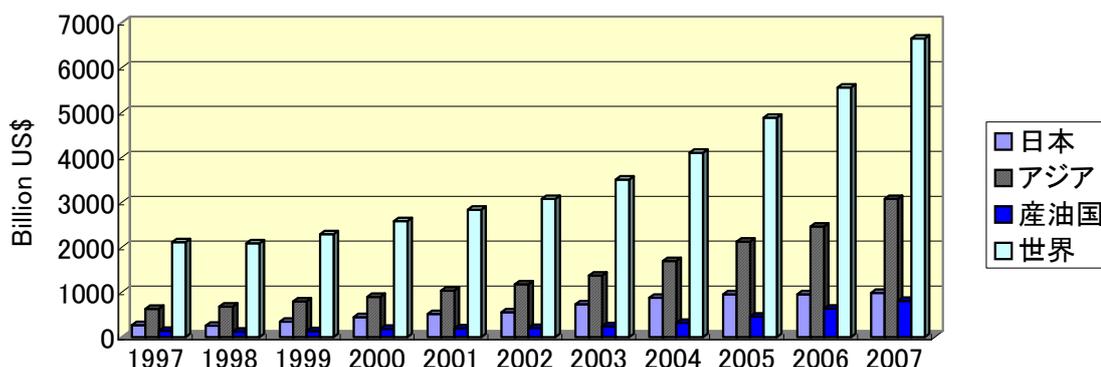
（図表1）原油価格と主要産油国の経常収支推移



もう一方のタイプのSWFとしては、アジア諸国に見られる余剰外貨準備を原資としたファンドがある。原油産出国とともに大幅な経常収支黒字を続けているアジア諸国では、資本流入も加わって外貨準備が大幅に積み上がってきた。

世界の外貨準備資産は 2000 年以降増加のスピードを加速させており、2007 年までにほぼ 2.5 倍になっているが、その増加分の約 7 割を（日本を含む）アジアの中銀が占めている（日本を除くと約 5 割強）。

（図表2）外貨準備資産の推移



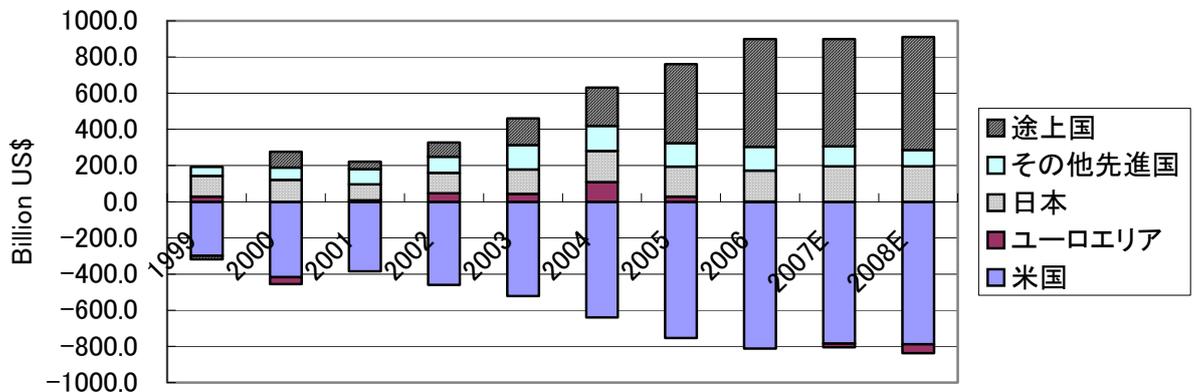
アジア諸国では 1997 年～98 年の通貨危機の教訓として外貨準備の積上げを進めてきた。これらは主として米国の政府証券等の安全資産で運用され、米国の経常収支赤字をファイナンスすると同時に歴史的な低金利をもたらしたひとつの要因といわれている。しかし、累積した外貨準備資産は自国通貨の安定維持のために必要と考えられる水準を超えており、過大な外貨準備の一部を SWF にシフトし、より高い利回りを求める運用に転換する動きが始まっている。

アジアの SWF としてはシンガポール政府投資公社の歴史が長い（1981 年設立）、2005 年には韓国投資公社、そして昨年秋には中国も同様の目的で中国投資有限責任会社を立ち上げた。従来、きわめて保守的な外貨資産運用を行ってきたアジア各国であるが、今後は追加的に積み上がる外貨資産を中心に SWF での運用を増加させ、徐々に産油国型の資産分散型の運用に傾斜していくと思われる。また、SWF によるアジア域内でのクロスボーダー投資が活発化すれば、地域の金融システムの発展をもたらすことも期待される。

【急拡大する政府系ファンドの潜在的な問題】

90 年代の後半以降、米国の経常収支は赤字幅の拡大スピードを加速させ（図表 3）、一部の途上国における SWF の規模はその裏返しとして拡大してきている。IMF によれば（Global Financial Stability Report, Oct.2007）、世界の外貨準備総額 5.6 兆ドルに加えて SWF の総額は 1.9～2.9 兆ドルとすでにヘッジファンド（1 兆～1.5 兆）を上回っており、エマージング諸国を中心として今後も年間 8,000～9,000 億ドルの外貨資産が累積していくと予想される。両者を足し上げた国家による外貨資産保有総額は 2012 年には 12 兆ドルに達すると予想されている。

(図表3)世界の経常収支推移



* IMF World Economic Outlook OCT 2007 より(2007、2008年はIMFによる推計)

SWF はこのようなグローバル・インバランスを背景として、産油国を中心とした資源国や新興アジア諸国に富が蓄積されたこときっかけに生まれ、その富を再びグローバルに還流させる働きを担っているわけだが、いくつかの潜在的な問題を生むことが懸念されている。

その一つは、リスク志向の強い巨額の投資が市場の価格形成を歪め、最終的に大幅な市場変動をもたらすという懸念である。SWF は既にその規模が非常に大きく、従来は外貨準備を通じて米国をはじめとする主要国の安全資産に重点的に流れていた資金が、SWF のより積極的な投資戦略の下、エクイティーや不動産といった従来とは異なったアセットにシフトされることによるグローバルな金融市場全体に影響を与え得る。

しかしながら、この点では懸念を強調する意見と肯定的な意見に分かれている。肯定派は、SWF は長期的な国家戦略を下に運営されることからリスク許容度が高く、特に将来世代への富の蓄積を目的とする場合は、長期保有を前提とした安定投資家として機能し、市場での短期の価格変動を減殺する効果も期待されると考える。また、SWF が専ら経済的なリスクとリターン分析に基づく投資を行った場合には、グローバルレベルでの金融市場の流動性が増し、また適切な価格形成を通じたリソースの効率的な分配に寄与していくとも考えられる。実際、歴史の長い産油国のSWFの投資スタイルは洗練されており、寧ろ秘匿性を重んじ、分散化によって巨額のフローによる市場変動を避ける傾向が強いと評価されている。

ただし、現状SWFは一部の例外を除いて、その投資規模や内容、通貨構成等に関する情報をほとんど開示しておらず、時に彼らの投資をめぐる思惑が市場の価格変動を増すことが懸念される。また、発足後間もない新興SWFがいかなる投資行動をするのかも含め、SWFが金融市場に与える影響を見守る必要があ

ろう。

もう一つのより直接的な懸念は、あくまでも政府機関である SWF が投資を通じて企業経営に多大な影響力を持つことである。SWF が経済的な動機を離れた国家戦略に基づく投資を行うことによって、投資先に対して自国企業に有利になるような影響力を行使したり、また企業の技術を移転することにより被投資国の安全保障が脅かされる事態が憂慮されている。また同時に、ファンドが政治的、戦略的な配慮を優先した投資を行うことは、ファンド自身のリスク管理が不十分になる、あるいは市場の価格機能が阻害される可能性もある。西側先進国を中心としたこうした懸念は昨今高まりを見せており、それを踏まえて EU 委員会、あるいは IMF にて SWF が独自に行動規範を定め、その投資の透明度を高めるよう促す動きが顕著となっている。

以上に見てきたように、SWF はグローバルな経常収支不均衡の拡大とともに規模を増し、またより積極的なクロスボーダー投資によって存在感を増してきた。米国の経常収支赤字は 2006 年に GDP 比 6.1% に達した後 2007 年には 5% 台前半まで縮小した見込みである。足元の米国景況の急激な悪化や米ドルの下落を勘案すると、米国経常赤字は 2007 年から縮小・調整局面に入った。しかしながら、アジアの経常収支黒字幅は依然として大きく、外貨資産の増大傾向は継続する。また上昇を続ける原油価格は産油国への富の移転を加速しており、ここ当面、SWF は更に規模を拡大していこう。

一方で、サブプライム問題に端を発した米ドル金利の低下と米ドルの下落は、従来米ドル建て資産を中心に保有してきた経常黒字国においてリターンが縮小すると同時に、継続保有のリスクが増ってきている。金融資産価格がグローバルな規模で急速に見直しされている中であって、今後の SWF の動きが従来以上に市場の注目を集めることになろう。

以上

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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>