

調査報告 2009-2

# 政府系ファンド（SWF）の役割と 政策的インプリケーション

2009年10月

社団法人 日本経済調査協議会  
Japan Economic Research Institute

## 吉國委員会委員名簿

(五十音順・敬称略)

委員長	吉國 眞一	みずほ証券(株)シニアアドバイザー
主査	武田 眞彦	一橋大学国際・公共政策大学院教授
委員	石井 茂	ソニー銀行(株)代表取締役社長兼 CEO
	岩崎 洋充	住友信託銀行(株)不動産投資企画部長
	大崎 貞和	(株)野村総合研究所主席研究員
	小川 英治	一橋大学大学院商学研究科教授
	小野 有人	日本銀行金融研究所
	河村小百合	(株)日本総合研究所調査部主任研究員
	白川 浩道	クレディ・スイス証券(株)チーフ・エコノミスト
	田代 秀敏	ユーラシア 21 研究所客員研究員
	谷内 満	早稲田大学商学学院教授
	富本 祐輔	トヨタファイナンシャルサービス(株)経営企画グループ バイスプレジデント
	福永 一樹	(財)国際通貨研究所経済調査部長
	星 文雄	(株)日本政策金融公庫国際協力銀行取締役
専門委員	小原 篤次	みずほ証券(株)商品企画部グローバルストラテジスト

# 目 次

1. 委員会の趣旨と活動 .....	1
2. 世界のSWFの現状と今後の見通し .....	2
(1) SWFが注目を集めるに至った経緯 .....	2
(2) SWFの定義 .....	2
(3) 世界の主なSWFとその規模 .....	3
3. 世界とSWFの関係 .....	4
4. 日本とSWFの関係 .....	6
5. 日本版SWFを巡る議論 .....	7
(1) 日本版SWFの候補 .....	7
イ) GPIF .....	8
ロ) 外為特会 .....	11
(2) SWFの目的、存在意義 .....	13
6. 当委員会の結論、政策提言 .....	14
(1) 「日本版SWF」について .....	14
(2) 国際資金フローとSWF — 日本の役割 .....	17
(参考文献) .....	19
Box I SWFの実例 .....	22
Box II GPIF改革に関するこれまでの提案 .....	24
Box III 外貨準備の適切な水準とは? .....	25
補論 : 効率的投資とGPIFの基本ポートフォリオについて .....	27
1) 効率的投資とは .....	27
2) GPIFの目標利回り引上げとそのインプリケーション .....	28

日本経済調査協議会 報告書  
「政府系ファンド（SWF）の役割と政策的インプリケーション」  
2009年10月

1. 委員会の趣旨と活動

近年、一部の国において、政府あるいは政府系機関が対外資産保有を増大させ、その投資行動が脚光を浴びるケースが目立っている。公的対外資産増大の背景としては、第一に、資源価格の高騰によって資源輸出国の貿易黒字が増加し、それが当該国政府の外貨収入を押し上げたことが挙げられる。第二に、先進国の投資家が高利回りを求める過程で新興市場国や一部途上国への資本流入が活発化し、為替介入を通じてこれらの国の外貨準備が積み上がった。このような動きには構造的な背景があり、国際金融危機の影響で揺り戻しは生じたものの、抜本的な反転が起こるとは考えにくい。危機の影響が薄れるとともに、これらの国による対外資産蓄積は再開され、国際資本フローに無視できない影響を与えると考えられる。

政府あるいは政府系機関が保有する資金は、しばしば政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund、以下 SWF）と呼ばれる仕組みを通じて、戦略的に運用されている。このため、一部国の対外資産の増大は SWF の投資活動の活発化につながり、SWF が国際金融市場のメジャー・プレーヤーとして注目されるに至っている。

SWF に対する関心の高まりは、いくつかの政策的論点を提起する。まず第一に、国際金融の安定化や金融保護主義防止の観点から、SWF の活動をモニターしたり何らかのルールや制約を課す必要はないか。これはわが国だけの問題ではなく、関係国が集まって協議する国際的なフォーラムで扱われるべき事柄である。第二に、わが国自身が保有する巨額の公的外貨資産の効率運用のため、SWF の枠組みを利用する余地はないか。わが国は、1兆ドルに達する外貨準備、120兆円弱の公的年金基金（うち外貨資産は約19兆円）を有しており、その運用のあり方はわが国財政に大きな影響を与えうる。

当委員会ではこうした認識に基づいて、SWF の現状と今後の見通し、国際金融フロー・国際経済への影響、わが国および国際金融システムに対する政策的インプリケーションなどについて調査・分析を行った。具体的には、11回にわたる会合に識者を招いて意見交換を行ったほか、委員会メンバーが中東やアジアの SWF 保有国に赴いて聞き取り調査を行った。<sup>1</sup>

以下では、こうした委員会の活動を通じて浮かび上がった様々な論点を、「世界の SWF の現状と今後の見通し」（第2章）、「世界と SWF の関係」（第3章）、「日本と SWF の関

---

<sup>1</sup> このほか、当委員会関係者による SWF に関する著作が既に2冊出版されている（みずほ総合研究所（2008）および小原（2009））。

係」(第4章)、「日本版 SWF を巡る議論」(第5章)という4つの視点から整理する。その上で、委員会としての結論および政策提言を示す(第6章)。

## 2. 世界の SWF の現状と今後の見通し

### (1) SWF が注目を集めるに至った経緯

SWF には長い歴史があり、目新しいものではない。クウェート投資庁(KIA)は1953年設立、単体規模で世界最大とされるアブダビ投資庁(ADIA)の設立は1976年、そしてアジアを代表するシンガポールのテマセク・ホールディングス、シンガポール政府投資公社(GIC)はそれぞれ1974年、1981年の設立である。

しかし、既に述べた資源価格の高騰と外貨準備の積み上がりが国際金融における SWF のウエイトを高め、ここ数年特段の注目を集めるようになった。2006年には UAE 系の SWF 関連会社が英国の港湾管理会社を買収したが、この会社が米国の主要な港湾施設を管理していたことから、安全保障上の議論が米国で高まった。また今次国際金融危機の過程で、2008年初に幾つかの有力な SWF が資本不足に陥った欧米の大手金融機関に出資したことから、「白馬の騎士」として脚光を浴びると同時に、「トロイの木馬」として警戒された。

その後、出資を受けた金融機関の株価がさらに下落し、大きな損失を被った SWF の投資姿勢は消極化した。また 2008 年夏以降の資源価格の反転下落等により、多くの有力 SWF 保有国への資金流入も弱まった。更には、自国経済への梃入れのため海外投資から国内投資に SWF 資金を移す国が現れ、この面でも SWF の投資姿勢は内向きに転じた。このため、SWF に対する国際的な関心は一頃と比べ低下した。

しかし、世界経済に回復の兆しが現れると共に資源価格が回復傾向を辿っていることから推察されるように、SWF の重要性は今後再び見直される可能性が大きい。これと共に、投資受入国サイドでも SWF による資金支援を歓迎する風潮が反転し、外国政府による投資を警戒する保護主義的姿勢が再燃することも十分考えられる。

### (2) SWF の定義

SWF とは何かについて公式の定義はないが、本稿の問題意識に即した定義を行うことは有用である。海外の SWF について議論する際には、①政府または政府系機関が保有、管理、または運用している基金で、②国際的な投資を行っており、③高利回りを求めて危険資産への投資を積極的に行う主体、という3点が重要だと考えられる。

政府または政府系機関が投資を行う場合には、投資目的や手法に関して純粋に商業的な主体と異なる可能性があり、特別なルールの適用やモニタリングの必要性が問題となりうる。しかし、当該基金が100%国内投資をしている場合にはそもそも海外との接点はなく、当事国以外の当局によるルールの適用やモニタリングの対象とはなりえない。また国際投

資を行うにしても、安全かつ流動性の高い資産（例えば先進国の国債やブルーチップ株式）のみに投資する場合には、投資受け入れ国の経済や企業に大きな影響を与えるとは考えにくく、取り立てて議論するに当たらない。<sup>2</sup>

ただし、SWF を論じる際に留意すべき点は、世界の SWF の多くが投資内容を詳細に公表しておらず、上記②、③について厳密な検証が出来ないケースが多いことである。従って、この点を曖昧にしたまま、多くの政府系基金を SWF と見做して議論せざるを得ない。また、公的年金基金を SWF の範疇に含めるか否かについては意見が分かれており、その答によって世界の SWF の総資産（推定）額は大きく異なってくる。

なお、わが国自身による SWF の保有を考える場合には、上記③の条件は弾力的に解釈する必要がある。例えば、わが国が保有する外貨準備は安全かつ流動的な資産に投資されており、その意味で SWF の条件に合致しない。しかし、これによって外貨準備が SWF を巡る議論から除外されるわけではなく、その一部を切り離してわが国固有の SWF を設立することの是非を論ずる余地がある。同様の意味で、わが国の公的年金（年金積立金管理運用独立行政法人が運用する厚生年金、国民年金の積立金。以下、GPIF）についても、従来の安全指向の強い運用姿勢から、より SWF 的な投資にシフトすべきか否かを検討する必要がある。

### （3）世界の主な SWF とその規模

世界にはどのような SWF が存在し、どの程度の資産を有しているのか。SWF の分類は資金源に基づくものが一般的で、大多数は原油を中心とした資源輸出に伴う収入を原資とする SWF、この他に外貨準備から分離された資金や財政余剰を原資とする SWF がアジアに少数存在する（中国、韓国、シンガポール、マレーシア）。また年金基金を SWF に加える場合には、通常その原資は年金加入者による保険料支払いと財政余剰である。<sup>3</sup>

Truman (2008) は 44 の政府系ファンド、12 の年金基金（GPIF を含む）をリストアップし、このうち政府系ファンドの運用総額を 3 兆ドル、12 の年金基金の運用総額を 2.3 兆ドルと推計している。<sup>4</sup> また Sovereign Wealth Fund Institute (2009) は、52 の政府系ファンド（年金基金を含まず）について、運用総額を 3.6 兆ドルと推計している。これらの値は、世界の外貨準備の総額（2008 年末 6.7 兆ドル、IMF 調べ）と比べてさほど見劣りせず、またヘッジ・ファンドをはじめとした highly-leveraged institutions の資産規模総額（2007 年 1.6 兆ドル、FSF (2007) 推計）を大きく凌いでいる。

今後、SWF を通じて投資される資金がどのように推移するかについても、幾つかの推

---

<sup>2</sup> 以上の定義により、外貨準備は SWF から除外される（③の条件に抵触）。

<sup>3</sup> 世界の主要な SWF の設立の背景と、各国のマクロ経済の中で SWF が果たす役割については、みずほ総合研究所 (2008) 第 II 部、高安 (2008) 参照。

<sup>4</sup> このほか Truman は、46 のファンド・基金をガバナンス、透明性等の観点から評価しており、わが国の GPIF は 9 位という好評価を受けている。

計が行われている。例えば IMF (2008) は、2013 年までに SWF の資産は 6~10 兆ドルに達すると見込んでいる。また IFSL (2009) は、2015 年に資源系の SWF の資産が 3.6 兆ドル、非資源系が 4.4 兆ドル、計 8 兆ドルになると推計している。ただし、国際金融危機のなかで SWF の運用資産も大幅に目減りしていることを考慮すると、以上のような推計が過大になっている可能性については留意する必要がある。

SWF の設立や投資行動の背景には、純粋に経済的な動機（投資リターンの最大化）のほかに、何らかの国家戦略がしばしば存在する。これは例えば、将来世代のために資源収入を蓄える、いわゆる「オランダ病 (Dutch Disease)」を回避するために資源収入を海外投資に回す、資源価格の変動リスクや地政学的リスクをヘッジするため広範な海外資産への投資を行う、ノウハウ獲得や事業提携のため先進的な海外企業への投資に注力する、といった戦略が挙げられる。<sup>5</sup> こうした国家戦略は、広い意味での自国の脆弱性をカバーすることを企図したものと解することができ、海外投資のウエイトを高めるとか、投資先の選択に当たって自国産業・経済と補完的な先を選ぶといった具体的な投資行動に結びつく。この点は、わが国版の SWF を考える際にも、SWF の名を冠した「器」を作ることそれ自体よりも、わが国の安全や安定に資する投資戦略とは何か、それを実現するためには何が必要かといった検討が重要であることを示唆している。

### 3. 世界と SWF の関係

SWF の何が国際問題となりうるかについて、①国際的な資金フローへの影響、②SWF は国際資本市場の攪乱要因となりうるか、③SWF による投資が政治的動機に基づく可能性、という 3 つの側面からチェックする。

まず①の国際的な資金フローへの影響については、資源輸出等を通じた経常黒字のリサイクリングに貢献する、(米ドル以外の) 多様な資産への分散投資がドル高を抑え、グローバルな不均衡の改善に資するという観点から、むしろポジティブに評価すべきだと考えられる。特に、典型的な外貨準備資産の運用と比べて SWF はリスク・テイクの意志・能力が高いことから、世界経済の中長期的な成長への貢献度合いは大きいと見ることができる。

次に②の市場攪乱の可能性については、SWF はヘッジ・ファンドと異なり借入に依存していないため、資産サイドで大きな損失を被ってもデフォルトを起こすことはない。これは例えば LTCM の破綻が国際金融市場を揺るがせたケースと比べて、大きな相違点である。また SWF は長期的な投資視野を持つといわれており、資産価格の変動を増幅するような投資行動を取る可能性は相対的に小さい。実際、昨年 1 月、一部の SWF がサブプライム問題との関連で米欧大手金融機関への投資に踏み切った際には、明らかに市場安定化要因として作用した。

---

<sup>5</sup> 小原 (2009) 第 3 章は、SWF の背景にある国家戦略の具体例として、クウェートのケースを詳述している。

残るのは③の政治的動機に基づく投資の要素で、SWF の多くに見られる透明性の欠如と相俟って、金融保護主義（financial protectionism）のリスクを高めている。透明性の欠如はヘッジ・ファンド等民間投資主体にも共通する部分があり、これを SWF の問題点として取り上げるのは公平性を欠く面がある。しかしながら現実問題として、SWF による国際投資が政治問題化するケースがままあることは事実で、対策の必要性が強く認識されるに至っている。<sup>6</sup>

こうした問題が SWF の投資活動を制約することは SWF 自身にとっても不都合であり、SWF が集まって対応を協議する機運が醸成された。この結果として、SWF を保有する 26 カ国をメンバーとする協議の場（International Working Group、IWG）が組成され、そこでの議論を通じて生まれたのがサンチャゴ原則である（IWG (2008)）。<sup>7</sup> これは SWF の運営に関して望ましいと考えられる原則や慣行（generally accepted principles and practices、GAPP）を 24 カ条に取りまとめたもので、健全な国際金融システムと自由な資本移動の確保、投資受け入れ国の規制やディスクロージャー制度の尊重、経済・金融的なリスク・リターンに沿った投資決定、透明かつ健全なガバナンス構造を通じた適切な運営・リスク管理、アカウンタビリティの確立等をその目的としている。

サンチャゴ原則の中で最も重要だと思われるのは、「SWF の投資意思決定は、リスク調整後の投資リターンを最大化するという経済目的の達成を目指さねばならない」（第 19 条）という点である。これが確保されれば、SWF を通常の民間投資ファンドと区別する理由はなくなる。しかし既に述べた通り、SWF の投資行動の裏には基金の保有主体である国家の戦略的な意図が存在しており、文字通り投資収益のみを目的とした通常の投資ファンドの行動規範とは異なる部分があることに留意する必要がある。

サンチャゴ原則は拘束力のない紳士協定であり、同原則に列記された事項が各国の SWF によって十全に実施されていくかどうか、予断を許さない。しかし、IWG のメンバーである SWF は同原則を支持（endorse）しており、原則の目的実現に向けて努力する道義的責任はあると考えられる。また、IWG メンバーのうち 20 カ国は、本年 4 月、意見交換や相互協力を目的としたフォーラムの設立について合意している（IWG (2009)）。現

---

<sup>6</sup> 例えば IMFC (2007) は、次のように述べて、SWF の活動が金融保護主義につながるリスクに警告を発している。” The Committee also notes the growing importance of Sovereign Wealth Funds in international financial markets. While recognizing their positive role in enhancing market liquidity and financial resource allocation, the Committee welcomes the work by the IMF to analyze issues for investors and recipients of such flows, including a dialogue on identifying best practices. It stresses the importance of resisting protectionism and maintaining an open global financial system.”

<sup>7</sup> IWG のメンバー国は、豪州、アゼルバイジャン、バーレーン、ボツワナ、カナダ、チリ、中国、赤道ギニア、イラン、アイルランド、韓国、クウェート、リビア、メキシコ、ニュージーランド、ノルウェー、カタール、ロシア、シンガポール、東チモール、トリニダード・トバゴ、UAE、米国のほか、恒久的なオブザーバーとしてオマーン、サウジアラビア、ベトナム。わが国は SWF を保有していないため IWG のメンバーではないが、サンチャゴ原則の策定過程には投資受け入れ国側からのメンバーとして参加。

時点では当フォーラムの活動はメンバー間、あるいは投資受け入れ国との話し合いに限られるようだが、今後これがどのような形で発展していくか注目される。

#### 4. 日本と SWF の関係

SWF による対日投資は断片的に知られているに過ぎないが、ADIA（アブダビ）、DIC（ドバイ）、テマセク、GIC（いずれもシンガポール）、GPF（ノルウェー）などによる日本株投資が報じられているほか、テマセク、GIC はわが国不動産に対する投資も実施している。SWF による投資がわが国で社会問題化したケースは今のところ見当たらないが、外国投資家とわが国企業あるいは政府との関係が問題となったケースは既にいくつも出てきている。

SWF による投資を受け入れる国が従うべきルールは既に OECD によって示されており（OECD (2008)）、わが国も OECD メンバーとしてこのルールを尊重する必要がある。すなわち、(SWF による投資に限らず) 一般に海外からの投資を規制する場合には、当該規制の透明性・予測可能性を高める、規制目的達成のために最低限の制約を導入するにとどめる、規制の設定・実施主体に十分なアカウンタビリティを求める、といった原則が適用される。また内外無差別の原則を尊重し、安全保障上の問題がある場合に限りこの原則から外れることが許される。SWF の取り扱いは、こうした外資一般の取り扱いと本質的に異ならないというのが OECD (2008) の趣旨である。

今後わが国は、企業や経済の再生や活性化のためにリスクマネーを必要としており、SWF 資金を含む海外からの投資を積極的に受け入れる必要がある。そのための最良の策は、わが国経済の活性化やわが国企業のガバナンス改善を通じて、投資先としてのわが国の魅力を高めることである。またこれと並んで、国内に制度的な制約があればこれを取り除いたり、外資誘致に向けて政策的なアクションを取ることも必要であろう。こうした点に関して対日投資有識者会議 (2008) は、「M&A の円滑化に向けての制度整備」、「外資規制のあり方の包括的検討」、「セクター別の重点戦略の策定」、「ビジネスコストの削減と制度の透明性の向上」、「外資誘致による地域活性化と外資歓迎アピールの強化等」という 5 つの観点から、詳細な提言を行っている。これらの提言の迅速な実施は、SWF によるわが国に対する投資を促進する上でも有効である。

また金融市場戦略チーム (2008) は、「日本としては、少子高齢化社会が進展する中で、『開かれた国』として内外から多くの資金を集めることが出来る、魅力ある金融市場を構築することが喫緊の課題であると考えられる。こうした観点から、SWF 等が[サンチャゴ原則の形で最終的にまとめられた]原則・最良慣行を踏まえた上でわが国への投資を増やしていくことは、基本的に歓迎されるべきである」と述べている。

しかしながら、こうした外国投資に対する前向きな「公式見解」が表明されている一方で、わが国企業や当局者の一部に根深い鎖国メンタリティーが残っているのも事実ではないかと思われる。SWF を含めた外資の受け入れについての国民的な議論を通じて、このよ

うなメンタリティーを乗り越える努力をすべきであろう。<sup>8</sup> また、外資による対日投資の抑制要因として、投資収益の税法上の取扱いが指摘されている。<sup>9</sup> こうした問題でわが国の投資環境が他国比悪化し、海外投資家の投資対象から外されるといったことがないよう、諸制度の見直しや整備を行う必要があるだろう。

## 5. 日本版 SWF を巡る議論

### 1) 日本版 SWF の候補

わが国における SWF の候補としては、GPIF が所轄する年金積立金約 120 兆円（うち外貨資産は約 19 兆円）と、財務省・日銀が所轄する外貨準備約 1 兆ドル（約 95 兆円）が存在する。わが国の対外総資産、純資産（2008 年末）はそれぞれ 547 兆円、345 兆円なので、これら 2 機関の外貨資産を合わせると、わが国対外総資産の 2 割、同純資産の実に 1/3 を保有していることになる。また、仮に GPIF を SWF の 1 つと見た場合、その規模は最大の SWF とされる ADIA の推定総資産額（6,000~9,000 億ドル）を遥かに上回る。外貨準備資産についても、わが国は中国（2 兆ドル超）に次ぐ世界第 2 位に位置し、3 位以下（ロシア、インド、台湾、サウジアラビア等）を大きく引き離している。

これに加えてわが国の公的部門は、財投債を原資として国際的な投融资活動を行う国際協力銀行のような組織を抱えている。国際協力銀行の設立目的は、「日本及び国際経済社会の健全な発展に寄与するための積極的な支援」（渡辺同行最高経営責任者）である。同行が旧海外経済協力基金の業務を含んでいた時点での資産規模は、千数百億ドル（うち外貨資産四百億ドル）であることを勘案すると、これを広義の SWF に含めることは不自然ではないであろう。因みに外為特会は、今年 3 月以降、数十億ドル単位で外貨資金を国際協力銀行に円・ドル交換を通じて提供している。これは、外準資金が既に一種の SWF を通じて運用されていると見ることも可能である。

要するに日本の問題は、「新たに SWF を創設するか否か」ではなく、現在世界最高水準にある公的部門に関わる対外資産や外貨資産の運用や、運用に関する意思決定メカニズムとガバナンスが適切であるかということではないか。GPIF 資産と外貨準備の合計額（約 215 兆円）は、わが国 GDP の 40%に当たり、郵貯の規模（約 180 兆円）を上回っている。従って、その運用方針の検討は、国民経済的に郵政民営化問題に匹敵するインプリケーションを持っていると考えるべきであろう。実際、これらについて毎年の運用利回りを 1 パーセントポイント改善できれば、GDP 0.4%分の財政余剰が得られることになる。これは国税収入

---

<sup>8</sup> 直接投資に関する内外不均衡とその背景については、福永（2008）参照。

<sup>9</sup> 海外投資家が投資ファンドを通じてわが国に投資を行う場合の税制上の取り扱いが、平成 17 年度の税制改正により英米と異なり海外投資家に不利な形で改められたため、海外資金の流入阻害要因となり、わが国企業の構造改革に対する投資ファンドを通じた資金支援に大きな影響が及んだ。この制度は本年度から 17 年度以前の取り扱いに戻されたが、なお運用上の問題が残っており、関係者による検討が続けられている。

の約5%、消費税収入の約2割（税率1%分）に相当する。<sup>10</sup> わが国の深刻な財政状況に鑑みると、運用を改善する余地があるならその方策を検討すべきであろう。そうした余地は実際に存在するのか、以下では GPIF、外為特会それぞれについて検討する。

## イ) GPIF

公的年金積立金運用に関する法律上の要請は、GPIFは「長期的な観点から安全かつ効率的な運用を目指す」ことである。平成16年の財政検証では、年金財政の将来見通しやマクロ変数の予測に基づいて、3.2%の名目運用利回りを達成することが求められた。<sup>11</sup> この目標を達成するため、表1のような「基本ポートフォリオ」をGPIFが作成し、資金配分の骨格としている。基本ポートフォリオの作成に当たっては、各資産クラスごとに利回りの期待値、分散、(資産クラス間の) 共分散を推計し、期待利回りが3.2%を上回るという条件の下で、ポートフォリオ全体のリスク(利回りの標準偏差)が最小化されるように各クラスの「資産構成割合」が選ばれている。実際の運用に当たってアクティブ運用は一部にとどめ、大半はインデックスにリンクしたパッシブ運用である。アクティブ運用分はもちろん、パッシブ運用分もその多くは外部のファンド・マネージャーに運用を委託しており、これらマネージャーの成績を評価して定期的に入替えを行っている。

表1 GPIF基本ポートフォリオの構成(GPIF(2009))

		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
基本ポートフォリオ	資産構成割合	67%	11%	8%	9%	5%
	乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

期待収益率(目標収益率): 3.37% リスク(標準偏差)5.55%

債券、株式を合わせた海外運用は市場運用の20%程度だが、市場運用総額が巨大なため金額的には19兆円に達しており、この部分だけを見ても海外の多くのSWFを凌駕する。しかし、国内債券の一部を除いて自家運用を全く行っていないこともあり、GPIFスタッフは約80人と極めて少なく、海外事務所等の国外拠点も有していない。

GPIFの資金運用は高い透明性を有しており、詳細がウェブサイトを通じて公表されて

<sup>10</sup> いずれも平成21年度当初予算ベース。

<sup>11</sup> 3.2%の根拠は「名目賃金上昇率予測(2.1%) + 年金財政上必要な超過利回り(1.1%)」、そして名目賃金上昇率予測は、「実質賃金上昇率予測(1.1%) + 物価上昇率予測(1%)」で与えられている。このため、現実の名目賃金上昇率が2.1%を下回った場合には、それに応じてGPIFの目標名目利回りも3.2%を下回ることになる。なおこれらの数字は平成21年度の年金財政検証により改訂され、名目賃金上昇率予測は2.5%、超過利回りは1.6%に引き上げられた。この結果、平成22年度以降の目標名目利回りは4.1%となる。

いる。こうした資料に基づいて GPIF の過去の運用パフォーマンスを見ると（表 2）、平成 18 年度までは目標利回り（財政再計算に沿った名目運用利回り）を上回る成果を挙げてきたが、ここ 2 年は国際的な金融危機による株安や円高傾向によって運用利回りが悪化し、目標を大きく下回っている。ただし、過去 6 年間の平均パフォーマンスで見ると、依然として目標を超過達成している。

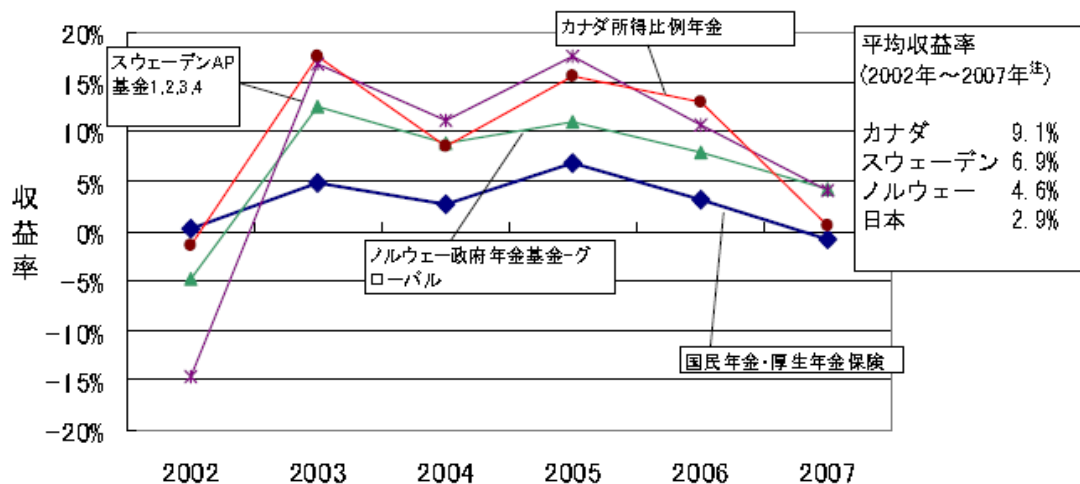
表 2 GPIF の目標運用利回りおよび実績値（GPIF (2009)）（単位：％）

	平成 15 年度	平成 16 年度	平成 17 年度	平成 18 年度	平成 19 年度	平成 20 年度	6 年間 (年率)
財政再計算上の実質的な運用利回り	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
名目賃金上昇率 (実績)	-0.27	-0.20	0.17	0.01	-0.07	-0.26	-0.16
財政再計算に沿った名目運用利回り	0.83	0.90	0.93	1.11	1.03	0.84	0.94
運用資産全体の名目運用利回り	8.40	3.39	9.88	3.70	-4.59	-7.57	2.00

海外の SWF や年金基金のパフォーマンスと比較すると、わが国 GPIF は保守的な運用姿勢を反映して、平均利回りは低い分散も低いという姿になっている（図 1）。このことは、GPIF の運用に何らかの問題があることを意味するわけではない。上述したとおり、GPIF は一定の期待利回りの下でなるべく安全な運用を目指すよう求められているが、こうした投資戦略は運用の効率性と矛盾しない。そして、既に広範に外部ファンド・マネージャーを使っていること、少ないスタッフにもかかわらず相当高い水準の分析や説明を公表していることなどを踏まえると、GPIF の資金運用が非効率的だと疑うべき明確な根拠は存在しない。<sup>12</sup>

<sup>12</sup> 資産運用の「効率性」については補論 1) 参照。

図1 GPIF と海外の公的年金基金のパフォーマンス比較（グローバル化改革専門調査会（2008））



注) 平均収益率は、日本とカナダは2002年4月から2007年12月の間、スウェーデンとノルウェーは2002年から2007年の間の数値。  
 出所: 厚生労働省平成18年度年金積立金運用報告書(2007年のみGPIF平成19年度第3四半期運用状況)、各年金基金ホームページ

しかし、たとえ GPIF の現行の運用がその使命に照らして効率的だとしても、GPIF に改善の余地がないということではない。この点を明らかにするため、GPIF の体制をアジアを代表する SWF であるシンガポールの GIC、Temasek と比較すると、以下のような相違点を指摘できる。<sup>13</sup>

\* GPIF の運用資産額は、GIC、Temasek よりはるかに大きい。資産額の大きさは、運用の改善から得られるメリットが潜在的に大きいことを意味し、人的資源の追加投入等、運用の改善に向けた投資を積極的に行う理由となる。しかし実際には、GPIF のスタッフ数は GIC、Temasek よりずっと少なく、海外拠点の格差も大きい。また報酬面でも、GPIF は独立行政法人として厳しいコスト制約を課されているため、運用のプロを雇える体制にはなっていない。

\* GPIF の投資対象には不動産やオルタナティブ投資が含まれておらず、上場株・債券のインデックス運用が中心である。

\* 上記要因の影響もあって、GPIF の運用利回り実績は GIC、Temasek と比べて格段に見

<sup>13</sup> GIC、Temasek については Box I 参照。GPIF の最も自然な比較対象は海外の公的年金基金であり、これについてはグローバル化改革専門調査会（2008）が、カナダ、ノルウェー、スウェーデンに関する詳細な情報を参考資料として示している。そこで本稿では、年金積立金が原資ではないが、アジアにおける SWF 先進国であるシンガポールの 2 つの SWF との比較を行う。

劣りする。<sup>14</sup>

つまり、運用体制を改革・強化して投資対象を広げれば、期待利回りを引き上げる余地は十分にあるということである。こうした状況を受けて、グローバル化改革専門調査会および自民党国家戦略プロジェクトチームにより GPIF の改革案が提示されており（Box II 参照）、いずれもその根幹は「小口化した上で SWF 的資金運用を導入せよ」ということである。

これらの提案は、GPIF の機構改革にとどまらず、年金積立金運用の哲学に変革を迫るものである。GPIF に運用を委託している政府（厚労省）は、GPIF にハイリスク・ハイリターン運用を求めてはおらず、年金財政の将来見通しと整合的なリターンさえ得られれば、あとは極力リスクを避けてほしいと考えている。つまり、運用を通じて年金財政を改善する意図はなく、むしろ運用の失敗が年金財政を揺るがす事態を避けたいのである。これに対して改革論者は、GPIF のリスク・テイクを高めることにより、年金財源の 1 つとして活用することを目指していると解することができる。

こうした哲学の変革に政府が踏み切る兆しはこれまでのところ窺われず、政治的なリーダーシップによらずに改革案が実現する見込みは乏しい。しかしこの一方で年金財政は一段と窮迫しており、平成 21 年度の財政検証においては GPIF の目標利回りが 4.1% に引き上げられている。第 6 章で述べるとおり、この引き上げは GPIF の運用姿勢に大きな変更を迫ることになると見込まれる。

#### ロ) 外為特会<sup>15</sup>

外為特会資金は、過去の介入（円売りドル買い）の結果として積み上がった資金と、そこから生じた運用益がその太宗である。円売り介入の際には、国庫短期証券（満期は 3 か月、6 か月等）の市場発行で介入原資を調達するため、外貨資産の裏側に円建て負債が積み上がる。また、将来のドル売り介入の可能性に備えて、保有外貨資産は高い流動性を保つ必要がある。

外貨資産の運用方針は財務省（2005）に示されており、その基本原則は、1）安全性及び流動性に最大限留意し、その制約の下で可能な限り収益性を追求する、2）金融・為替市場への攪乱的な影響を避ける、こととされている。運用状況の詳細は公表されていないが、債券・預金が対象で、米ドル比率が極めて高いと見られる。昨年 11 月、本邦財務省

---

<sup>14</sup> この反面、安定志向の運用であるため、市場環境が悪化した時の損失の度合いは相対的に小さいはずである。ただし今般の国際金融危機においては、海外株安→円高→国内株安という形で影響が連鎖し、そのそれぞれが GPIF の運用に悪影響を与えた。このように、ショックの発現形態によっては、保守的に運用されている基金でも大きなインパクトを被りうる。

<sup>15</sup> わが国外貨準備には、外為特会資金のほか日本銀行が保有する外貨資産も含まれており、日本銀行保有分は全体の約 10%。本稿では量的に大きい外為特会保有分に絞って議論する。

は保有外貨証券の満期別構成、国債・非国債の比率を公表したが、これによると1年以下および5年超がそれぞれ25%強、1年超-5年以下が50%弱、また国債が7割弱、非国債が3割強。これに先立つ昨年7月、財務省は国際局為替資金課内に資金管理室を設立、外準運用の改善に乗り出した模様だが、その実態は今のところ不明である。<sup>16</sup> いずれにせよ、外貨準備の性格上、外為特会は資産サイドは外貨建て、負債サイドは円建てという通貨ミスマッチ・ポジションを抱えており、1円の円高により兆円単位の為替差損を被るといふ大きなリスクに曝されている。ただし、趨勢的な円高にもかかわらず外為特会は損失を被っておらず、逆にその収益を毎年一般会計に繰り入れている（Box III 参照）。

既に述べたとおり、外貨準備は安全性及び流動性に最大限留意して運用を行うこととされており、その理由として、借入に見合せて保有している外貨準備資産の運用は、純資産の運用が中心となるSWFと異なり、特に慎重でなければならないと主張されている。<sup>17</sup> しかし保有資産の大半を米ドルに集中させているとすると、為替リスク分散の観点からは慎重（危険回避的）なポートフォリオ選択とはいえない。すなわち、「慎重な外貨準備の運用」とは、あくまで介入通貨として使用する米ドルの価値保存を中心にした議論であり、それが国民経済的に危険回避的な行動とは限らないことに留意する必要がある。

外貨準備保有に伴うミスマッチ・ポジションがもたらすリスクを重視する立場からは、外為特会の保有外貨の大部分を市場に売り戻すべきとの提言が行われている。もちろん為替介入を中心に考えれば、「ポジション巻き戻し行為自体が為替介入の効果を持つため、ドル売り介入が必要とされているとき以外実施すべきではない」ということになる。しかし谷内（2008）は、他の主要先進国では低水準の外貨準備にもかかわらず特段の問題なく経済運営が行われていること、不胎化された為替介入に効果があるという実証的証拠はないことなどから、わが国が大量の外貨準備を持つ必要はなく、ある程度の時間をかけてポジション巻き戻しを行い、現状の1/5程度に外準保有額を圧縮することを提唱している。意図せざる介入効果はないと断言はできないが、こうした効果を極小化しつつ巻き戻しができないか、様々な工夫をする余地はあろう。<sup>18</sup> そして巻き戻しが十分行われ、わが国の外準保有額が低下すれば、「外準資金を使ってSWFを作るべきか否か」という議論の必要性が低下する。

こうした主張を評価する際には、外貨準備の適正水準をどう見るかという点を避けて通れない。1兆ドルを越える外貨準備の水準が、外準必要額の評価にしばしば用いられる目

---

<sup>16</sup> 従来からの為替資金課の人員は16名、これに2名増員する形で同室を設置。財務省はこれについて、「外貨準備の管理の一層の充実」として、民間からの人材も登用。ただし、外貨準備運用の基本方針には変更なしと説明している。

<sup>17</sup> 例えば内海（2008）参照。

<sup>18</sup> 市場インパクトを抑えた巻き戻しの方策としては、例えば円資金のドル転を必要とする政府関係機関とバイラテラルに取引を行う、少額のドル資金を定期的に（例えば毎週）為替相場の動向とは無関係に市場に売却し、緩やかなポジション解消を行う、といったものが考えられる。

安やわが国当局のこれまでの介入行動に照らして極めて多額であることを示すのは容易である。しかし、これをどこまで引き下げるのが適切かを示すことは容易でなく（Box III 参照）、谷内も「現状の 1/5 程度」という目標水準の明確な根拠を示しているわけではない。

これに対して伊藤（2007）は、外為特会の外に新たな基金を設立し、そこに外準資産の一部を移すことを提案している。この基金の原資は、第一に外為特会の純利子受け取り分（＝外貨建て資産に生ずる利子収益－円建て負債に支払われる利子）であり、この部分を特会から切り離して基金に積み立て、同基金の正味資産として積極運用する。第二に、伊藤は現在の外準のうち 3,000 億ドル程度は余剰であると仮定した上で、この部分を円建ての負債と共に上記基金に移して積極運用の対象とするとしている。<sup>19</sup>

外為特会が保有する外貨資産は、介入政策や諸外国との関係から生ずる様々な制約の下に置かれている。特に、これまでの介入は基本的に円・ドルベースで行われ、この方針は今後も変わらないとの前提の下で、保有資産を米ドル中心に保つことが要件となっているとみられる。更には、運用の成果に関する非対称的な反応（損失を被ると非難されるが、高い収益をあげても特段賞賛されない）、報酬や人的資源投入面の制約など、現行の外為特会制度の下での運用改善には自ら限度があるとも考えられる。これらの点を考慮すると、為替リスクの軽減や運用の効率化を本格的に目指していくのであれば、外貨準備自体の縮小や外部基金の設立といった方策が避けて通れない課題となろう。

## 2) SWF の目的、存在意義

前節では GPIF、外為特会の現状と改革案を概観したが、改革の方向を考える際には、SWF の目的は単なる投資リターンの追求ではなく、国家戦略に基づく資産選択であることを想起する必要がある。具体的には、GPIF や外準基金（外為特会から切り離して作られる、伊藤提案型の基金）が資産運用を行う際に、「わが国が直面する大きなマクロ・リスクに対する耐久力を高める」という視点を取り入れるべきではないか。SWF という組織を作るか否かにかかわらず、SWF の精神をこうした形で現行制度内に導入することは、可能かつ有益だと思われる。

ここで「大きなマクロ・リスク」とは、我々が現在直面しているようなグローバルな金融経済危機のリスクではなく、日本固有のリスク（グローバルなリスクは資産を国際的に分散してもヘッジできない）、あるいはグローバルなリスクであっても、日本に対する負のインパクトが特に大きくなると見込まれるリスクを指す。前者の例は東海大地震や高齢化に伴う経済成長率の下方屈折、後者の例はエネルギー・食糧危機で、いずれも日本経済に大きな打撃を与え、それに伴って既に危機的状況にあるわが国財政に対する圧力が増幅

---

<sup>19</sup> このほか河村（2008）も、外為特会資金を使って SWF を作る際の様々な論点を、包括的に分析している。

される。こうした状況において GPIF や外準基金の資産価値がどうなるかは、危機対策として大きな意味をもつ。

すなわちこうしたリスクが顕現化した際には、日本株は暴落し、また財政負担の増大から円国債の価値も急落する。これと同時に、年金保険の国庫負担や年金保険料徴収の一時的な停止といった事態も全く考えられないわけではない。また円安圧力が増大し、円買い介入の必要も相対的に高まることになろう。GPIF および外準基金の資産は、平時のリターン確保もさることながら、こうした危機的状況が生じたときに実質価値を失わないような資産構成を目指すべきであろう。

## 6. 当委員会の結論、政策提言

### (1) 「日本版 SWF」について

まず外為特会は、現行の資産運用の内容が明らかでないため、具体的な評価や提言は難しい。建設的な改革を進める上では、外為特会の保有資産についての情報公開を進めることが有益である。為替介入に関するわが国の情報開示はここ十年ほどの間に格段に進歩したが、外準運用面では他の先進国と比べて改善の余地がある。また、そもそもわが国がどの程度の外準を持つべきかが議論される中、当局自身が適正量についての何らかの指針を打ち出し、それに向けて持ち高を調整する努力が行われても然るべきであろう。

外為特会に関するこうした情報制約の下でも、①巨額な通貨ミスマッチ・ポジションを抱えており、②米ドル資産、米国債・政府機関債への傾斜が著しく、③幾つかの理由で米ドル集中からの離脱が難しい、といった状況は推察される。こうした状況下で外準運用の改善を図るには、伊藤（2007）型改革（外準収益を切り離し、財務省の外で独立して運用する）が一つの選択肢であろう。こうした枠組みによって運用の意思決定メカニズムを外為特会の制約から解放することにより、ドル建て資産への集中を改め、投資地域と運用通貨の十分な分散化を実現することが可能になろう。いわば、外貨資産運用に関する「特別区」を設けることになり、そこでの経験は他の公的資産の運用にもプラスの効果をもたらすと考えられる。<sup>20</sup>

しかし伊藤案の下でも、外為特会本体に相当額の通貨ミスマッチ・ポジションが存続すると見込まれる。これを放置することは、将来のドル売り介入の可能性を考慮に入れても

---

<sup>20</sup> 言うまでもなく、こうした形で外準収益の運用を行う場合には、外為特会から一般会計への繰入金には当面減額されざるを得ない。厳しい財政状況の下で、こうした歳入の減額は大きな痛手と受け止められることになろう。しかし、現状を上回る運用収益を獲得できれば、財政に対する効果は最終的にはプラスである。留意すべきもう1つの重要な点は、外為特会の利益（内外金利差によるもの）は、通貨ミスマッチのリスクを取って得られたものだということである。実際、最近の円高により、特会には現在相当額の含み損が蓄積されていると推定される。外為特会の健全性維持のためには、この含み損および将来のリスクをカバーするだけの準備金を積む必要があり、こうした手当てを十分に行った後で初めて外部運用に回す資金が生じると考えるべきである。

日本経済全体のリスク管理の観点から適切であるかどうかは疑問であり、思い切ったポジション巻き戻しを行う可能性について検討の余地があろう。この際の課題は、巻き戻しに伴って生じる「外貨売り円買い」の取引を市場に大きなインパクトを与えずに如何にして実施するか、そしてどの程度の規模のポジション巻き戻しを行うかであり、これらの点については後述する。

一方 **GPIF** については、対外投資を今後増やしていく余地および必要性が大きい。**GPIF** は、4.1%に引き上げられた目標名目利回り達成のための基本ポートフォリオの策定を今秋以降行うこととしているが、日本経済の現状を勘案すればこの水準の期待利回りを国内債券中心の投資で達成することは極めて非現実的と思われる。従って、期待利回りのより大きい（そしてリスクも大きい）資産への投資比率を思い切って高めることが不可避であり、このためには対外資産の増大に加えて、場合によっては不動産やコモディティなど新たな種類のリスク・アセットを組み入れることも検討する必要がある。21

因みに、**GPIF** がリスク・アセットへの投資比率を引き上げる際には、わが国が直面するマクロ・リスクに対する国家戦略的な配慮が重要である。すなわち、年金制度はわが国財政、そしてその基盤であるわが国経済と密接にリンクしており、これらに対するショックをヘッジする形での運用がなされる必要がある。この観点から見ると、円債券・国内株式に偏ったポートフォリオは極めて危険である。対外投資のウェイトを高め、そして外貨資産を選ぶ際にはインデックス運用の比率を下げ、個別マクロ・リスクへの対応を意識した対象資産の選択を行う。具体的には、資源国、食糧輸出国の企業や通貨へのエクスポージャーを高める。また、同じくリスク対応の観点から対象資産の枠を広げ、必要に応じて **alternative** 投資も行うべきであろう。22

こうした運用方針の変更を行うに当たっては、幾つかの付随的な対応が不可欠である。すなわち、

- ① 従来の運用方針から転換することに関し、その目的、理由を幅広く説明し、国民の理解を求める。
- ② **GPIF**、外準基金それぞれについて、運用体制・能力の充実を図る。

---

21 現行の基本ポートフォリオの基礎にある資産区分毎の期待名目利回りは、国内債券 3.0%、国内株式 4.8%、海外債券 3.5%、海外株式 5%、短期資産 2.0%。この前提の下では、国内債券に 2/3 の資金を配分しても、3.2%の期待利回りの達成は可能であった。今秋以降行われる新たな基本ポートフォリオの策定に際して、各資産の期待名目利回りも見直されるだろうが、仮に同じ数値を使って 4.1%の期待利回りを実現しようとする、国内債券から国内・海外の株式へと 30 兆円を越える資金シフトを行なわねばならない。また、国内債券から 3.0%の期待収益が到底見込めない当面の状況を考慮に入れると、これより更に大きな資金シフトが必要になる。目標利回り引上げのインプリケーションについては、補論 2) も参照されたい。

22 **JBIC** は、その業務方針として、「日本にとって重要な資源の海外における開発及び取得の促進」、「日本の産業の国際競争力の維持及び向上」を掲げている。これは明らかに「国家戦略」であり、この意味で **JBIC** は既に **SWF** 的に活動していると見る事ができる。

- ③ 中長期的な運用評価体制の確立。GPIF が外貨資産比率を高めることに伴い、円建て収益率は一段と為替変動の影響を受けることになる。リスク対応の代償として生じるこうした収益率の振れが政治的な問題となり、年金資産の安定的な運用に支障がでるような事態を避ける措置を取る必要がある。

仮に GPIF が思い切ったポートフォリオ調整を目指すとし、本邦国債を売って現行の対外投資比率（市場運用分の 20%弱）を 30%に引き上げるとしよう。<sup>23</sup> GPIF の運用資産総額は巨額であるため、こうした調整は極めて大きな市場インパクトを持ちうる。具体的には、10 兆円程度の国債が売却される一方、同額の円売り外貨買いの圧力が外為市場で発生することになる。このうち特に国債の売却は、財政赤字・公的債務縮小に向けたプランが極めて不明確な状況の下で、国債市場に不測の影響を与える可能性が少なくない。

この点、および既に述べた外為特会によるポジション巻き戻しが円相場に与える市場インパクトを併せ考えると、次のような取引を利用することも一案である。

- ① GPIF と外為特会は、10 兆円分の円・ドル取引を、市場実勢に合わせた相場を使ってバイラテラルに実施。
- ② この際、GPIF による円の支払いは GPIF 保有の長期国債を外為特会に、外為特会によるドルの支払いは外為特会保有の米国債を、それぞれ相手方にトランスファーする形で行う。
- ③ GPIF は受領した米国債を徐々に流動化し、目標とする外貨資産へと分散化する。
- ④ 外為特会は受領した長期国債をそのまま保有し、個別銘柄の満期到来と共に代わり金を国庫短期証券の償還に充てることにより、長短国債需給に中立的な形で徐々にバランス・シートを縮小する。

こうした取引を通じて、かなりの額の「ポジション巻き戻し」を市場インパクトを最小限に抑えつつ実現することができる。前述のように外貨準備を縮小することにはほぼコンセンサスが得られるとしても、その適正レベルを特定することは極めて困難と考えられる。とすれば、GPIF の運用効率化などの観点から要請されてくる外貨資産へのニーズに外為特会のオペレーションを組み合わせることは、外貨準備縮小の観点からみても現実的な方策であろう。このほかにも、グローバル化改革専門調査会第二次報告が提唱する GPIF のガバナンス、組織形態等の改革の実施が重要である。アジア第一の経済規模と金融市場を有するわが国は、公的年金の運用面でも相応の体制を整えて然るべきであろう。

もちろん、以上のようなアイデアについて、リスクや問題点を指摘することは容易である。<sup>24</sup> 資産運用にはリスクとリターンのトレードオフがある以上、100%完全な案は存

---

<sup>23</sup>注 21 で述べた新たな目標利回り達成のために必要な資金シフトを対外投資比率の引上げで達成しようとする、同比率を 50%まで高める必要がある。これは、ここで例として取り上げるポートフォリオ調整の 3 倍に相当する。

<sup>24</sup> この一例として、現行の市場レートで GPIF と外為特会がバイラテラルな取引を行うと、

在しえない。ただ、現状に大きな問題があるという前提から出発するならば、検討すべきは現状維持から生じるコストと様々な改革案の利害得失の比較考量だろう。

如何なるリスクとリターンの組み合わせをとるかは、最終的には国民の選択の問題に帰着する。しかし外貨準備や GPIF について、そうした選択肢が透明な形で一般の国民に提示され、国民の意思を反映する国会のような場で十分に議論されているかについては疑問なしとしない。既に述べたように、日本が保有する広義 SWF の規模を勘案すると、その運用効率の良し悪しは年に数兆円単位の影響を及ぼす。将来の日本経済へのインパクトという点では、消費税率の大幅変更に匹敵する意味を持つともいえる本件について議論を深めていくことが望まれるのであり、上記の案はその一つの叩き台として提示したものである。

## (2) 国際資金フローと SWF—日本の役割

公的部門の外貨資産運用に関する検討と並んで重要なのは、IWG で行われたような国際的な議論に、日本が積極的に関わっていくことであろう。G7 に属する先進国でありながらグローバルな資本フローのなかでは巨額の経常黒字と外貨準備を有する日本は、先進国と新興経済圏の橋渡しをできる極めてユニークな立場にある。

昨年 11 月の G20 サミットにおいて、麻生総理（当時）は、外貨準備から一千億ドルを IMF に融資する用意があると表明した（本年 2 月に正式に融資取極めを締結）。こうした融資が外準資金を使って行われるべきか否かについては議論の余地があるが、日本が国際金融協力の分野で積極的なイニシアティブを取って行く姿勢を示したことは評価できよう。同提案をさらに発展させ、巨額の外貨準備や SWF を保有する国々の参加を得てかつての一般借入取極（GAB）のようなスキームを創設することができれば、新興経済圏を巻き込んだ新しい国際通貨体制の創造に向けた重要な一步となるであろう。<sup>25</sup> ロンドン G20 サミットにおける首脳の提言を受けて、GAB 類似の借入取極である NAB のメンバーシップを G20 メンバーである新興市場国に拡張するための話し合いが、現在行われているところである。

一方、金融危機の経験から明らかな通り、新興経済圏の「貯蓄」がロンドン、ニューヨークで「投資」になって新興経済圏に逆流していたこれまでのパターンだけでは、グローバル経済の順調な発展は望めない。新興経済圏と日本の間で双方向の資金フローを拡大さ

---

過去のドル買い介入時点と比べて円相場が上がっているため、外為特会に相当額の為替差損が生じることを指摘できる。この点が、こうした取引の阻害要因となる可能性がある。しかしこれはあくまで、（ドル売り介入を通じてドル建て資産を売却する際にも同様に発生する）含み損の顕現化に過ぎず、この取引自体によって損失が生じているわけではないことに留意すべきである。

<sup>25</sup> GAB のメンバーが、G10 として IMF・世銀体制（ブレトンウッズ・システム）の事実上のステアリング・コミッティーとなった。その後この役割が G5/G7 に取って代わられてからも、G10 は BIS を中心とするバーゼル・プロセスの中では引続き中心的役割を果たし続けている。

せ、各々の内需を振興することが、アメリカの過剰消費という牽引者を失った世界経済全体にとっても重要な課題になろう。すなわち、SWF 経由で新興経済の資金を日本に呼び込むと共に、日本からも優れた技術を活かして新興経済圏でのインフラ、省エネ投資を促進し、その過程で東京、香港、シンガポールなどが金融センターとしての機能を強化していくことが望ましい。<sup>26</sup>

この間、IWG が今後常設機関化して重要な基準設定に関わるような場合には、日本としても広義 SWF 保有国としてメンバーシップの拡大を主張するなどして積極的にその活動を後押しすることが、日本のみならずグローバル経済・金融システムの運営にとっても求められよう。

以 上

---

<sup>26</sup> 吉國（2009）参照。

[参考文献]

伊藤隆敏、「外貨準備を考える（上） 受取利息分は積極運用を」、日経経済教室、2007年10月4日。

内海孚、「外貨準備は米国債で愚直に運用を」、週刊ダイヤモンド、2008年3月15日。

小原篤次、「政府系ファンド 巨大マネーの真実」、2009年2月。

河村小百合、「日本版 Sovereign Wealth Fund の課題」、Business & Economic Review、2008年1月。

金融市場戦略チーム（渡辺金融担当大臣(当時)の私的研究会) 第二次報告書、「『開かれた金融力のある国』をめざして」、2008年6月。

グローバル化改革専門調査会（経済財政諮問会議）、第二次報告、「公的年金基金運用の改革に向けて一世界の経済成長を生活の豊かさに」、2008年5月23日。

財務省、「外国為替資金特別会計が保有する外貨資産に関する運用について」、報道発表、2005年4月1日。

社会保障審議会年金部会、「平成21年財政検証関連資料（1）、（2）」、2009年5月。

対日投資有識者会議、「対日直接投資の抜本的な拡大に向けた5つの提言 より開かれた国への進化」、2008年5月20日。

高安健一、「資源輸出国のソブリン・ウェルス・ファンドーアジアへ注目する湾岸協力会議（GCC）諸国一」、環太平洋ビジネス情報、RIM Vol.8 No.29、2008年5月。

谷内満、「日本の外貨準備の政策分析」、開発金融研究所報第36号、2008年3月。

ニッセイ基礎研究所、「基礎から理解する年金改革（1）、（2）」、年金ストラテジー、2004年4月、5月。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、「平成20年度業務概況報告書」、2009年7月1日。

福永一樹、「グローバリゼーション後進国~我が国直接投資における内外不均衡」、国際通貨研究所国際金融トピックス、2008年5月。

みずほ総合研究所、「迷走するグローバルマネーと SWF 国際金融危機の深層」、2008年12月。

吉國眞一、「グローバル経済と SWF」、武蔵野大学政治経済研究所年報、2009年3月。

FSF (Financial Stability Forum), “Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions”, May 2007.

GIC (Government of Singapore Investment Corporation), “Report on the Management the Government’s Portfolio for the Year 2007/08”, September 2008.

International Financial Services London (IFSL), “Sovereign Wealth Funds 2009”, February 3, 2009.

International Monetary Fund (IMF), “Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda”, February 29, 2008.

IMFC (International Monetary and Financial Committee), “Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund”, October 20, 2007.

IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds), “Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, ‘Santiago Principles’”, October 2008.

\_\_\_\_\_, “Kuwait Declaration: Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds”, April 6, 2009.

OECD, “Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies”, Investment Committee, April 2008.

Sovereign Wealth Fund Institute, “Largest Funds by Assets Under Management”,

webpage on <http://www.swfinstitute.org/funds.php>, updated April 2009.

Temasek Holdings, “Risks & Opportunities: Temasek Review 2008”, August 2008.

Truman, Edwin, “Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape,” testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee, US House of Representatives, September 10, 2008.

## Box I SWF の実例：シンガポール政府投資公社（GIC）とテマセク・ホールディングス

### GIC<sup>27</sup>

1981年、シンガポールの外貨準備の運用を目的に設立。形式的には私企業だが、株式は100%政府保有。内部に GIC Asset Management（株式・債券への運用、および運用の外部委託を担当）、GIC Real Estate、GIC Special Investments（プライベート・エクイティへの投資担当）の3部門を持ち、職員総数は1000人強、その半数以上は海外からリクルートされている。ロンドン、ニューヨーク、北京、上海、東京を含む7か所の海外事務所を有する。

運用資産総額は、公式には「1000億ドルを大きく越える」としか発表されていないが、3000億ドルを越えるとの推計もある。海外投資先は40カ国以上に及ぶ。原資は外貨準備のほか、政府からの財政余剰、公的年金（Central Provident Fund）からの運用委託など。GICはあくまでファンド・マネージャーであり、自己勘定での取引はない。

運用にあたって政府から求められているのは、「G3のインフレ率+5%」というベンチマークを上回る成績を長期的に上げること、30%以上の損失が出た資産は手仕舞うということだけである。運用に関する意思決定は、収益の追求という経済原理のみに基づいてGIC内部で行われ、政府が政治的観点から干渉することはない。

2008年3月までの20年間に、平均して年率5.8%（シンガポールドル建て）の収益率を挙げている。GICの2008年3月末の資産構成は以下のとおり；公開株式44%（うち先進国34%、エマージングマーケット10%）；債券26%（うち通常債20%、インフレ・インデックス債6%）；オルタナティブ投資23%（うち不動産10%、プライベート・エクイティ、ベンチャーキャピタル、インフラ8%、ヘッジファンド3%、資源関連2%）；キャッシュ等7%。また海外投資先としては、米国（海外投資全体の34%）が1位、日本（同11%）が2位で、これに英国（同8%）、フランス（同5%）が続いている。

### テマセク・ホールディングス<sup>28</sup>

1974年、政府保有の国営企業30数社の株式を引き継いで発足した、100%政府所有の持株会社。職員総数は約350人、うち1/3は海外からリクルート。アジアを中心に6か所の海外事務所を有する。

資産総額は約1300億ドル、うち1/3がシンガポール企業、22%が北アジア（中国、韓国、台湾）、ASEAN諸国が12%、（韓国を除く）OECD諸国が23%。また、全体の4割が金融サービス業、24%がテレコム・メディア、10%が運輸関係。

開業以来の運用成績は、年平均18%（2008年3月末）という驚異的な水準。通常テマセクは買収先企業の経営に直接関与しないが、当該企業の経営改善に貢献する力を持ったパ

<sup>27</sup> 情報ソースはGIC(2008)、外部資料、および面談において聴取したもの。

<sup>28</sup> 情報ソースはTemasek(2008)、外部資料、および面談において聴取したもの。

ートナー（例えば海外の同業他社）と共同して投資を行い、当該パートナーの影響力を通じて投資収益の向上を図るケースも見られる。

**Standard and Poor's** および **Moody's** からトリプル A の格付けを取得しており、市場からの資金調達（長期債の発行等）を行っている。2008年3月末の借入比率は長短合わせて40%強。市場からの資金調達を行うため、財務内容のディスクロージャーは GIC よりはるかに進んでおり、2005年以降年次報告書を公表している。

## Box II GPIF 改革に関するこれまでの提案

\*グローバル化改革専門調査会第2次報告(2008年5月3日)

GPIF のガバナンス、組織形態、運用資金の規模、投資対象等をカバー。具体的には、① GPIF を日本銀行のような独立性のある認可法人とし、十分な説明責任を課した上で、運用の自由度を高める、②資金を 20~30 兆円程度のベビーファンドに分割し、そのそれぞれに独自の投資委員会を設置することにより、運用の機動性を高める、③国際的な民間投資運用会社に比べて遜色のない報酬体系を導入する、④不動産や商品先物など、投資収益率の向上と効果的なリスク分散が期待できるオルタナティブ投資も投資対象の候補とし、長期的な視点で運用する、⑤国際分散投資により世界の経済成長を収益率向上に結びつけるため、海外数か所に拠点を設置する、といった提言が行われている。

\*自民党国家戦略プロジェクトチーム、「資産効果で国民を豊かにする議員連盟」、中間報告(2008年7月3日)

GPIF の運用資産 150 兆円から 10 兆円を分離、5 年を区切って別会社で運用。ポートフォリオは 67%国内債券、33%は制限なし。目標利回りは GPIF と同じ 3.2%近辺。運用は「プロ」に任せるが、理事会が運用者を監視。日銀の金融政策同様、「政治的に独立な機関」とし、内閣は運用成績に責任を負わない。

### Box III 外貨準備の適切な水準とは？

わが国外貨準備総額 1 兆ドルをよく使われる外貨準備の評価基準に照らすと、年間総輸入額（2008 年）との比較では 15 か月分、対外短期債務（2008 年末）との比較で 700% 以上に相当し、いずれも一般に目安といわれる 3 カ月、100% を大きく上回っている。しかしこれら 2 つの基準は、いずれも途上国・エマージングマーケットの国際収支危機への脆弱性を念頭に置いたものである。先進国を対象にしたスタンダードな評価基準は存在しないが、以下の諸点は考慮に値する。

\* 過去の介入実績との対比；1991 年以降、単年で最大のドル売り介入額は 4.2 兆円相当（1997 年 11 月—1998 年 6 月）。過去 18 年のドル売り総計でも 5 兆円弱。また過去 5 年にわたり、（外貨買い介入を含め）介入実績はゼロ。従って、過去を判断の基準とする限り、外貨準備は現在の 1/10 でも十分という見方も可能であろう。ただし、介入政策上の必要性という観点からは、外貨売り介入を要する事態が将来生じるリスク（円安リスク）はどの程度あるか、そしてその際、どの程度の介入原資が必要かを評価する必要がある。これについて万人が納得し得る基準は存在せず、通貨当局の判断に任されているのが実情である。<sup>29</sup>

\* 主要先進国の外準保有との比較；米国 700 億ドル、ECB 640 億ドル、イギリス 990 億ドル、スイス 750 億ドル、ドイツ 1470 億ドル、フランス 1280 億ドル等。2000 億ドルを越えるのは中国、日本、ロシア、インド、台湾、韓国、ブラジルで、先進国ではわが国が突出している。この観点からも、「現在の 1/10 で十分」との見方が成り立つ。今回のグローバル金融危機では、多くの先進国が国内市場でドル流動性を供給する必要に迫られ、外準の不足から FRB による緊急支援を余儀なくされる国も見られた。これは、為替市場での自国通貨防衛には直結しないとしても、外貨流動性の不足が先進国にとっても深刻な問題をもたらす例である。ただ、それを勘案してもわが国の外貨準備が十分過ぎるという評価は変わらないであろう。

\* 外準保有の採算；わが国の場合、ほぼ一貫して外貨資産有利の内外金利差が存在する一方、長期的な円高傾向に晒されている。両者の影響を考慮して過去の投資利回りを計算すると、下表のとおり、過去の介入はそのタイミングに関わらず「利益をもたらす」との結果が得られる。外為特会は 1980 年代以降、千億円単位の繰入を一般会計に対して毎年行っており、累計は約 20 兆円にのぼる。そして 1997 年以降は、繰入額が毎年 1 兆円を

<sup>29</sup> 将来の円安リスクの大きさから介入原資の必要額を求めるには、介入の効果についての判断が必要である。これに関して完全な合意は得られていないが、これまでの実証研究によれば「（金融政策の変更などを伴わない）不胎化介入には大きな効果はない」との見方が大勢であり、こうしたなかで先進国の間では巨額の外貨準備を保有するインセンティブが極めて小さくなっている。

越えるに至っている。このトレンドが今後も続くとすれば、慌てて外準資産の圧縮を行う必要はないとも考えられる。しかし問題は、今後の内外金利、為替相場の動向がどうなるか。

\*今後の投資採算はどうか？；わが国経済の将来に関する見通し次第だが、人口の高齢化、経済活力・競争力の低下、経済成長率の下方屈折といった悲観論の立場に立つと、円金利が低位に留まるとともに円安傾向が生じ、外為特会の外貨ロング・円ショートのパジションは引き続き利益を生む可能性が大きい。ただし、「こうした見通しは既にある程度相場に織り込まれているはず」と考えると、人々の期待を上回る経済力の低下等がわが国において今後生じない限り、外貨ロングパジションが有利とはいえない。

#### 投資採算 (%)

	FB 金利	コール金利
過去 25 年	47.9	22.6
20 年	84.0	66.0
15 年	92.7	90.5
10 年	27.8	28.1
5 年	14.7	15.2

(表の見方)

例えば「過去 25 年」の計数は、25 年前（1984 年第 1 四半期）に介入によって得られたドル資金を 2009 年第 1 四半期までドル長期債で運用した場合、投入した資金から何パーセントの利益（マイナス計数の場合は損失）が生じているかを示す。47.9%という数字は、25 年前に行った 100 円相当の介入から、現在までに 47.9 円の利益が出ていることを意味する。利益・損失の値は、ドル金利収入から円金利支払いと円ドル相場の変動（円高）によるキャピタルロスを差し引いて算出。

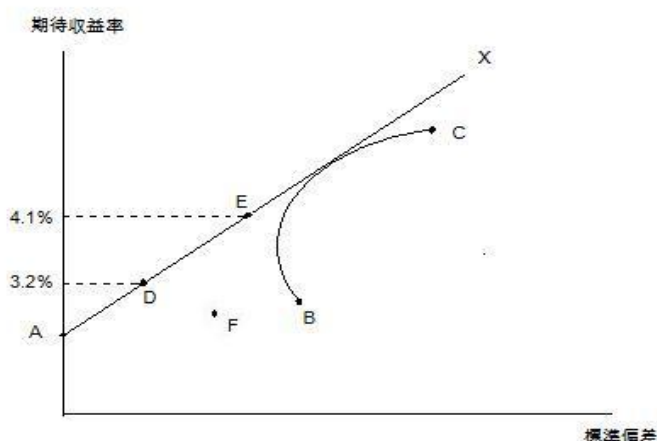
因みに、介入の原資調達のため発行される政府短期証券（いわゆる FB、現在では国庫短期証券）は、1999 年まで日銀が市場金利を下回るレートでほぼ全額引き受けており、結果として円売り介入のファンディングコストが人為的に抑えられていた。この点に鑑み、円金利支払いについて「FB 金利」（実際のファンディングコスト）、「コール金利」（外為特会が本来支払うべき市場金利ベースのファンディングコストの代理変数）の両者を使って試算を行った。

## 補論： 効率的投資と GPIF の基本ポートフォリオについて

### 1) 効率的投資とは

GPIF、外為特会の運用を考える際には、投資の効率性の概念が重要である。下図は安全資産A、危険資産B、Cを、それぞれのリターン（期待収益率）とリスク（標準偏差）を使ってプロットしたものである。B-Cを結ぶ弧は、両者を組合せた投資から得られるリスク・リターンを表す。またこの弧に接する直線AXは、安全資産と危険資産のあらゆる組合せのうち、所与の期待収益率の下で最もリスクが小さい（あるいは所与のリスクの下で期待収益率が最も高い）投資の集合であり、「効率的ポートフォリオ」と呼ばれる。

いま、ある投資家のポートフォリオのリスク・リターンが点Fで表わされるとき、この投資家はポートフォリオを組み替えて効率的ポートフォリオに近づくことによって、リターンを減らさずにリスクを減らしたり、リスクを増やさずにリターンを高めることができる。これは、点Fで表わされるポートフォリオが「効率的でない」ことに他ならない。



GPIF はその基本ポートフォリオを策定するに当たって、以下の点に考慮している (GPIF (2009)、p.19)。

ア) 年金財政上の運用利回りである、実質的な運用利回り1.1%、名目運用利回り3.2%の確保が期待できること

イ) 年金財政との整合性に留意し、年金財政と同じ経済前提を用いて各資産のリターンを推計すること

ウ) リターンとリスクの関係を表す指標としてのシャープ・レシオを極力大きくすること

エ) 年金財政安定化の視点から長期的な積立金の下方リスクを最小にすること

このうちア)、ウ) は、図において 3.2%の水準に引いた線と AX の交点 (点 D) に相当するポートフォリオを選択することを意味し、GPIF が効率的なポートフォリオを目指していることを示している。<sup>1</sup> 実際の GPIF のポートフォリオが効率的か否かを厳密に検証することは容易でないが、GPIF が公表している資料等を見る限り、GPIF の資金運用が非効率的だとする明確な根拠は見当たらない。ただし、基本ポートフォリオの策定に当たって GPIF が対象としている資産の範囲は狭く、いわゆるオルタナティブ投資は含まれていない。こうした投資を含めて効率的ポートフォリオを求めると、図の直線 AX が逆時計回りにシフトし、より効率性の高い投資機会が現れる可能性は否定できない。

なお外為特会については、その運用の実体が不明だが、もし「安全性」を理由に米国債・政府機関債に集中した投資が行われているとすれば、それはあたかも「点 A にいるつもりで実際には点 F にいる状況」だと解することができる。

## 2) GPIF の目標利回り引上げとそのインプリケーション

平成 21 年度財政検証の下で目標利回りが 3.2%から 4.1%に引き上げられると、(便宜上各資産のリスク・リターンが変わらないとすると) GPIF が目指すポートフォリオは点 D から E へとシフトする。点 D が既に効率的であるということは、リターンの向上はリスク・テイクの増大を伴わずには実現できず、本文で述べたとおり危険資産のウェイトを相当高めないと目標を達成できない。

これに対する 1 つの反論として、「達成が必要なのは 4.1%の名目利回りではなく、予想名目賃金上昇率 (2.5%) を差し引いた 1.6%の実質利回りである。仮に今後賃金上昇率が 2.5%を下回って推移すれば、4.1%より低い名目利回りでも年金財政計算上の要請を満たすことができる」という主張が考えられる。これは、将来の年金支払いが賃金水準にリンクしていることから、名目賃金の上昇が低ければ、GPIF の投資利回りがそれに見合って低下しても齟齬が生じないことに着目したものである。GPIF が自身の運用パフォーマンスを評価する際にも、この観点が織り込まれている (本文表 2 参照)。

しかし、たとえ実質利回りベースで議論しても、これまでと比べて 0.5%ポイントの利回り上昇が求められていることになり、議論の本質は変わらない。これに加えて、上記主張の大きな問題点は、名目賃金上昇率低下に対する年金財政の脆弱性を見逃していることで

---

<sup>1</sup> 厳密には、基本ポートフォリオの期待利回りは 3.2%ではなく 3.37%であり、またこのポートフォリオの標準偏差は 5.55%である (GPIF (2009))。

ある。現行の年金制度は、いわゆる「モデル世帯」の所得代替率が 50%を切らないことを条件として設計されている。現在の所得代替率は 62%を越える水準にあり、これを 50%に向けて引き下げていくことが、年金財政のサステナビリティ（持続可能性）の観点から必要である。これは、名目賃金が上昇したとき年金支給額の伸びをそれ以下に抑えることによって達成可能であり、この仕組みは「マクロ経済スライド」と呼ばれている。この仕組みの下では、年金支給額の伸びは、賃金上昇率を毎年 0.9%ポイント程度下回ることが想定されている。<sup>2</sup>

ただしマクロ経済スライドには例外措置があり、賃金上昇率が 0～0.8%と低く、結果としてスライド適用後の年金支給額の伸び率が負になる場合には、支給額は一定に維持される（スライド制の部分適用）。また近年のように名目賃金上昇率が負になる場合には、スライドは全く行わず、支給額の変化は賃金下落率に一致する。いずれの場合も所得代替率の下方調整は遅延し、年金財政の悪化を生む。実際、平成 16 年度財政検証では 2025 年度までに 50.2%に低下するはずだった所得代替率は、平成 21 年度検証では 2038 年度にかけて 50.1%に低下するとの見通しに変更されている（社会保障審議会年金部会（2009、資料 1））。

平成 21 年度財政検証を審議した第 15 回社会保障審議会年金部会では、名目賃金上昇率が 2.5%を下回る幾つかのケースについての試算が提出されている（社会保障審議会年金部会（2009、資料 2、p.5））。これによると、今後の賃金上昇率が 0%の場合には、たとえ GPIF の運用利回りが 4.1%にとどまったとしても、2042 年度までに厚生年金の積立金が枯渇することが示されている。年金財政が抱えるこうしたデフレ・リスクを勘案すると、「GPIF は実質利回り 1.6%を達成すればよい」わけではないことは明らかであろう。

---

<sup>2</sup> 所得代替率の水準と見通しについては、社会保障審議会年金部会（2009、資料 1）参照。またマクロ経済スライドについて、ニッセイ基礎研究所（2004）が分かりやすい解説を提示している。