

## 2. 新興成長国の政府系ファンド (SWF) ～ 資源輸出国を中心に～

(株)日本総合研究所 上席主任研究員 高安健一氏

本日は新興成長国の政府系ファンド、資源輸出国、具体的には湾岸協力会議諸国（以下GCC諸国）とロシアに焦点を当てて報告する。新興国側に立った視点や、新興国側がどういう経済状態にあってどういう目的で投資を行っているのかといった所に軸足を置いて話をさせていただきたいと思う。

ただし、とりわけ中東系のソブリン・ウェルス・ファンド（以下SWF）についてのデータや統計はほとんど発表されておらず、私の話も二次資料、三次資料、現地調査で聞いた話に依拠せざるを得ないという所はお含みいただきたい。

本日の構成だが、SWF台頭の背景、規模等について最初に整理した後、湾岸諸国についてUAEとサウジを中心に話をし、その後に資源国であるロシアを取り上げ、最後のアジアについてはポイントだけ触れたいと思う。そして最後に新興国のSWFの立場から日本にとってどういうインプリケーションがあるのかという事を整理してみたい。

### 1. SWFの台頭

#### (1) 国際金融の中でのSWFの位置付け

まず国際金融の中で、SWFというのはどういう風に位置付けられるのかという点だが、過去10年の変化として石油輸出国とアジアの対外純資産がかなり増えてきたということが指摘できるかと思う。資料2には主要国・地域の経常収支のバランスの世界のGDPに対する比率が示してあるが、これを見ると1997年にアジア通貨危機があった当時の国際収支のインバランスというのは、アメリカの赤字と日本の黒字という事でほぼ整理できた。それが最近ではアメリカの赤字がさらに拡大し日本は引続き黒字だが、それに加えて石油輸出国とアジアの国々の経常収支の黒字が急速に積み上がってきた。こうしたフローベースの変化が、対外純資産、ストックベースでも不均衡となって表れてきた。10年前の1997年はアメリカと日本だけの問題だったのが、今はそこに黒字、対外純資産を持つ国としてアジア、石油輸出国が出てきた。整理すると、10年前は国際収支のインバランスを考えると日米の間を考えれば良かったが、そこにいま日米だけでなく石油輸出国、それからアジアという要因が入ってきた。欧州の赤字も増えてきたため、考えるべき拠点、地域というのが5つに増えた。当然その間で資金のやり取りというのが行なわれるわけだが、その際の1つのピークルとしてSWFというのが台頭し

てきたという事ではないかと思う。資料の中に「わが国は、好むと好まざるとに関わらず SWF と付き合い必要がある」と書いたが、これは金融機関としても東京金融市場としてもこの5つの極の中で資金の取引とか運用をする際にやはりアジア、中東という所を無視できなくなっているという事でもある。その地域における資金運用のピークルである SWF といかに付き合い合っていくのかという事が大きな課題になってきている。

## (2) SWF の定義・地域分布

SWF の定義・地域分布 (資料3) だが、SWF というのはある意味ジャーナリスティックなネーミングの仕方であって、統一された定義、しっかりした定義というのではない。むしろそれぞれのファンドによって性格が違うという風に考えておくべきではないかと思う。今日取り上げる資源国の中で、ロシアとGCC 諸国では全く違っており、GCC 諸国の SWF の特徴としては政府の経済発展戦略をかなり反映している。すなわち将来の支出、年金等の将来債務についての備えというのを意識している。資金に余裕があるので、高い投資収益率を追求し、まだ国内・地域内の市場が育っていないので必然的に对外投资をせざるを得ない。秘密主義であるところも共通点かと思う。これに対して、アジアの SWF は非資源型が大半で、資源型と言えるのはマレーシア、東ティモール、ブルネイに限られる。

SWF が持っている資産を地域別に見るとどうなるかという事だが、ここでは世界の41の SWF について、その保有運用資産を、GCC 諸国、ロシア、東アジア、ノルウェー、その他に分けて分布状況を見てみた。46.2%がGCC 諸国にあり、30.3%が東アジア、ロシアが4%なので、この3つで8割を占める勢力になっている。

## (3) SWF の設立目的

簡単に SWF の設立目的を説明する (資料4) と、普通は資産ベースが増えるとその傾向というのが明らかになってくるわけだが、なかなか SWF の場合はそうはいかない。こういった整理の仕方もあるのではないかという程度でお聞きいただければと思う。まず外貨建て資産増加の背景を考えて見ると、よく言われているように外為市場での介入、経常収支黒字、石油輸出所得等があるが、これについても2002年以降のアジアを見ると、経常収支と資本収支が両方黒字で、外為市場で大量に介入して外貨準備が積み上がり、そういった形で対外資産が増加した。2番目に外貨建て資産の使途、運用目的という事だが、当然外貨準備の増強があるが、他には資源国の場合、財政赤字の補填というのがあった。あとは国内外の公的債務の返済や将来の支出への備え、余裕資金の運用等、何らかの目的を持って SWF を運営して行くという事である。投資対象の特徴としては、これもよく言われているが、長期運用で、リスク許容度が高い、あるいは国際分散投資で、特に最近ではアジアを初めとする新興成長国への志向が強い点が挙げられる。また非伝統的金融商品、不動産への投資も行っている。結局、資源国という事

で考えてみると、地下に眠っている石油等の天然資源というドル建ての実物資産を輸出する事によって通貨、地域、投資対象の分散をして行くという事を行っているのが資源国のSWFではないかと思う。

次に人口構成の変化（資料5）というのを見てみたいのだが、中東、ロシアにおいてもSWFで对外投资をしてリターンを確保するという事を考えた時に、これはかなり大きな要因、モチベーションになっていると言えるかと思う。やや大げさな言い方をすると、このあたりを間違えると政権体制はもたないという事かと思う。例えばサウジアラビアが出ているが、こちらでは今30歳以下の人口が全体の65%を占めているが、人口全体では2050年にかけて今の2,000万人弱から倍増し、かつ2020年あたりから高齢化が始まってくるという状況である。次にロシアを見てみると、既に人口はピークアウトして減少局面に入ってきており、高齢化も今後急速に進む。ロシアの政権でも年金改革が重要なポイントになっており、2002年からプーチンが始めて2005年に一応制度改革というのができた。しかし改革はしたものの、まだまだ年金の原資が足りないという状況にある。シンガポールでも高齢化が急速に進む。中国の場合も社会福祉制度の整備というのが重要な課題になっている。

今世界中にいろいろなSWFが設立されているわけだが、その投資目的・分野のイメージ、あるいはその確固たるエビデンス、すなわちどこに、どのくらい投資しているというものについて、はっきりとしたものはない。ただここでは「ユーロマネー」の掲載基準を基に整理を試みた（資料6）。整理の仕方としては、投資目的が安定的か、積極的にリスクをとって資産の増加を狙うのかどうか、つまりリスク許容度が高いか低いかという事で書いてある。ここで分かるように、SWFによってかなり投資スタンスが異なっており、例えばロシアの石油安定化基金とかサウジアラビアのSAMA（サウジアラビア通貨庁）というのは極めてコンサバティブな運用をしてくる。これに対してドバイ系のSWFについてはかなりレバレッジをきかせてリスクをとっており、一口にSWFと言っても投資目的やリスク許容度によってかなり異なる状況にある。以上がSWF全体について資源国という観点から整理してみたものである。

## 2. 湾岸協力会議（GCC）諸国について

次に湾岸協力会議諸国、つまりGCC諸国のSWFについて説明する（資料7）。先程申し上げた通り、世界のSWFの資産の46%がGCC諸国に集積している。当然その背景として石油輸出所得、天然ガスの輸出所得があるが、こちらの方は経常収支黒字という観点から捉えると、昨年2007年では3,000億ドル以上と言われており、今年については6,000億ドル程度見込まれている。昨年のGCC諸国の経常収支黒字は、名目GDPで見ると24.3%となり、いかに巨額かという事が分かるかと思う。このお金を基にして財政の建て直しを各国が行った。GCC諸国6ヶ国平均の1998年から2002年までの財政収支の赤字がGDP比で0.7%だったが、それが2007

年には財政黒字が名目 GDP 比で 21 % になり、極めて大きなスウィングがあった。そして政府の対外債務もかなり削減され、例えば 1998 年から 2002 年まで、各国政府の対外債務の平均を見ると、GDP 比 67.5 % あったのが、2007 年には 15.7 % まで縮小した。整理すると経常収支、財政、ストックの対外対内債務の問題がほぼ片付いて、要するに GCC 諸国においては、今後石油輸出で入ってくるお金というのはほぼそのまま運用できるという状況になりつつあると言えるかと思う。

ただここで 1 つ区別しなければならないのは、これはあくまで政府部門の資金が潤沢になったという事であり、むしろ民間部門については対外借入を増やしている。例えば UAE の場合、BIS 統計を見ると、UAE 政府部門を中心に BIS 報告銀行におよそ 1,000 億ドルの資産を持っているわけだが、その一方で UAE の民間部門は BIS 報告銀行から 1,000 億ドル程度資金を借入れているという状況にある。このあたりの構造が、最近グローバル金融危機が起きて欧米銀行が苦しくなった時に、UAE が国内で流動性を大量に供給しなくてはならなくなってきた背景の 1 つかと思う。

次に外貨準備は増加するも輸入額の 4 ヶ月分相当で推移とあるが、GCC 諸国の外貨準備を見ると、1998 年から 2002 年までの平均で 701 億ドル、昨年 2007 年が 3,460 億ドルに増えているわけだが、これはサウジアラビアの SAMA が増やしているわけであり、これを除くと 700 億ドルしかない。つまり石油輸出所得を外貨準備として積み上げるのではなく、おそらく SWF に資金を繰り入れて運用をしているのではないかという事である。そして、どのくらい対外純資産があるのかという事だが、IIF の推計によると、2007 年末で GCC 諸国の対外純資産が名目 GDP の 224 % に達しているという事なので、これから石油輸出所得として入ってくるお金は、おそらくそのまま外で運用するお金になるのではないかと思う。

ここで UAE の投資収支を見ると、これだけストックベースで外にお金を持っていると当然拡大してきており、2006 年には 92 億ドル入ってきていたものが、IMF の推計によると、2012 年には投資収支だけで 244 億ドルの黒字になる見込みである。すなわち原油価格がかなり落ちてもこの部分で UAE についてはかなり支えられるというような所までお金が溜まっている。

そのお金の使い道について若干考えてみたいのだが、外への投資というのは別にして、中でどういう風に使っていくかという事だが、開発投資ということで猛烈に使っており、投資意欲は極めて旺盛である（資料 8）。ここに中東の経済雑誌が出している現在進行中のプロジェクト、計画段階のプロジェクトの合計のデータが書いてあるが、毎日のようにプロジェクトの金額が膨らんで行くという状況である。UAE のプロジェクトの規模の総額は、UAE の名目 GDP の既に 4 倍になっているが、調べるとその 82 % は建設部門である。バブルじゃないかという議論があるが、個人的にはバブルという言葉では物足りないのではないかという位に増加している。海に世界地図と同じような住居を作る、あるいは人工スキー場を造るという位ならまだ気持ちはわかるが、最近出ているのは、百万人が住めるピラミッドシティを造る、カタールに

地下サッカー場を造る、あるいは日本でも新聞に出ていたが、アブダビで高さ1キロのビルを造るとか、サウジが高さ1マイルのビルを造るという状況にあり、GCC 諸国はこのような形でみんな競ってやっている。

その反面、実は開発すればするほど水と電力の問題というのがあり、インフラの部分をしっかり制御していかないと、電力が足りなくなるとパニックが起きかねないという綱渡りの状況にある。

こういった形でプロジェクトが拡大する背景には、これは現地でよく言われている事だが、例の9.11以降アメリカに向かってきた資金がGCC 諸国の中に入ってきてそれが不動産市場に向かった。実際に聞いてみると、結構イランの方が投資していたりとかそういう動きがある。余談になるが、イランは国連の制裁を受けており有力銀行がマネーロンダリングの関係でチェックを受けていて、資金のやり取りができない。イランの場合、日本への原油輸出というのが円建てで行なわれているが、今はそのお金を動かさないで日本の銀行にイランの石油輸出代金が円建てでかなり溜まっており、これが制裁解除後にどう動くのかというのが関心事になっている。

あとGCC 諸国の場合特徴としてあるのが、やはりまだできてから間もないこともあり、資本市場が育っていない点が挙げられる。UAE でもドバイ、アブダビに証券取引所ができたのが、2000年とか2001年であり、時価総額自体は猛烈に拡大しているが、マーケットとしては極めて浅い。資産運用市場としてどのくらい有効かという点では、まだできたてでとてもそういったレベルにはないという事もあり、やはり不動産関係にお金が入りやすいという事かと思う。

多彩なGCC 諸国のSWFについて、マッキンゼーの資料を基に分類、整理したものが資料9である。それぞれのファンドに共通して言えるのは、やはり石油天然ガスの枯渇に備えて脱資源の産業構造を目指している点である。資源はいつかなくなるものであり、この発想は納得がいく。あまり石油が出ないドバイについてはあと10年位で枯渇するという風に言われており、脱資源まで時間がない。

さらにGCC 諸国の特徴として、レンティア国家という事が言われており、石油収入の分配をもとに国が成り立っている。つまり日本とかアジアの場合のように物を作って売ってそのお金を労働者、経営者側で分配し、その上で税金を納めるという事にはなっていない。SWFは王様の財布と考えているが、結局GCC 諸国の体制を考えると、サウジアラビアというのはサウジ家のアラビアという風な意味であり、結局土地というのは王族の物であって、その下にある石油というのは王様のものであるという考え方だ。かつ絶対王政ということで憲法の上に王様がいる国であり、まして中央銀行の独立性とかいうものはない。

王様が中銀総裁を指名するし、UAEとかサウジの場合だと政策金利を変更する場合でも、王様がいる評議会で了承を得ないと変更できないという状況である。こういった国の体制の中

で要するにどうやって体制を維持しているかということ、石油収入をいかに分配するかというメンタリティの下にやっている。その一例として例えば中東諸国では就職先として民間企業より公務員のほうが圧倒的に人気があるわけだが、アブダビの大学新卒の給料というのが200万円である。これは月額200万円支給されるという事であり、年収2,400万円。これに加えてボーナスが出て、休みが年間365日の5分の2程度ある。

学生について言えば、インド人の家庭教師を雇って英語のレポートを出して卒業するというメンタリティであり、最近UAEでもインフレ圧力はかなり強いが、それならば公務員の給料を70%上げれば、それで済んでしまうというような国である。ガバナンスの問題というものを欧米方式で考えるのとは根本的に違い、算数で言うとねじれの位置にある。いわば交わらないという事かと思うが、ただGCC諸国のトップの方々というのはやはり欧米流のやり方というのは知っているし、アメリカを怒らせるといけないので、そういった所の知恵は持っているという事かと思う。

政府系ファンドがどういう風に分類できるかという話であるが、SWFに分類している機関のうち、アブダビ投資庁からカタール投資庁までがポートフォリオ運用系と言え、グローバルにポートフォリオ運用をしていく。次に政府系投資会社という事でムバダラ開発からイスマール・ワールドまで書いてあるが、これらは個別の企業へ投資して自国の産業発展に合った事業・産業ポートフォリオを作るということを目的にしており、少し性格が違うファンドである。

次に中央銀行準備資産の代表例という事でサウジアラビア通貨庁がある。さらにその下に企業の対外投資という事で政府系企業と民間企業があるが、実質的には両方とも政府系と考えていいかと思う。政府系企業の中に国際石油投資公社（IPIC）とあるが、ここはコスモ石油に20%出資したアブダビ系の所である。真ん中にドバイ・ポート・ワールドとあるが、これはアメリカの港湾を所有しているイギリスの港湾会社を買収した事に対してアメリカ側からクレームがついた所でもある。よく自国の資産をSWFが買う事の是非についての議論があるが、おそらくもう1つ考えなければいけないのは、彼らがメジャーな出資者としてきた時に、経営権を握った会社のオペレーションがうまくいくかどうかという事である。例えば流通系の会社で香港等で大株主になっているケースがあるが、株主になってもオペレーションのやり方が上手でないため、却って効率の落ちた企業があったという話を聞いたことがある。出資や経営権を握った後のオペレーションの所まで考えなければいけないのではないかという感じがする。

最後に個人資産運用の例として4つ個人のファンドが書いてあるが、やはり中東の場合王様のファンドというのがかなりあって、2番目を除く3つというのは全部サウジアラビアのものである。一番上のPrince Alwaleed Bib Talal Al Saudという方は中東最大の、運用資産が295億ドルという規模のファンドを個人で持っている。

具体例になるが、先程ポートフォリオ系と事業・産業系とに分けたが、ここではポートフォ

リオ系の代表であり、日本で恐らく一番有名な中東のSWFである、アブダビ投資庁（以下ADIA）について説明する（資料10）。ご承知のようにUAEというのは7つの首長国で構成されており、その中でアブダビが最も石油を持っており、UAEの石油輸出の9割程度を占めている。アブダビ投資庁設立が1977年だが、1つのポイントとして、IPICという主に海外の石油事業に投資する企業に加え、ムバダラ開発という近隣を含めた企業関係の投資をしているファンドも持っており、やはり石油であるとか近隣諸国の企業育成という事とセットで对外投资をアブダビ全体として考えている。経営陣を見ると当然、王族系である。運用資産についてはいろいろ観測があり、一番少ない所では2,500億ドル、一番多いところは1兆ドルという風に言われているが、そこは秘密主義で本当の所は分からない。しかしながら、さすがにイメージが悪すぎるという事で、アブダビ投資庁が広報担当の人を雇って広報戦略を出しており、最近ホームページが変わった。昔のホームページというのは画面が一つしかなく、そこに住所と電話番号しか書いてなかったが、最近はクリックするといろいろ出てくるようになり少しは改善されてきた。ただ一方で、先方に会うことはなかなか難しい。民間のシンクタンクの研究者は会う事はまず不可能で、実際に会ってもらえなかったのだが、やはり日本の政府関係者については比較的会ってもらえるようだ。

ポートフォリオ系のファンドについては、基本的にファンドマネージャーに委託して運用しており、日本への投資というのは400億ドル程度と言われている。このファンドはかなり大きくなったので、資産の一部をアブダビ投資評議会という所に移管した。これは王族の中でのパワーポリティクスで分けたとかいろいろ説があるが、金融株を中心に分けている。投資内容については記載の通りである。

次に、産業・事業投資系のドバイ・インターナショナル・キャピタルについてだが（資料11）、これはドバイにあるドバイ・ホールディングス、これも王族につながる会社だが、そこが100%持っている子会社という位置付けになっている。これは2004年に設立されて2006年末の資産は55億ドルあるが、このファンドについては設立時に米系の投資銀行がかなりコミットしており、聞くところでは最初はドバイでの会議の資料や収集した情報を提供していたようだ。このファンドの特徴としては、主に中東の投資家から資金を調達してレバレッジをきかせながら高いパフォーマンスを狙うという事である。日本では、ソニーに出資したという事でこのファンドは有名になった。

サウジアラビアについてだが（資料12）、ここは運用をかなり堅実にやっている。

ここに2つの図があり、通貨庁（以下SAMA）の資産とサウジアラビアの独立機関（年金基金等）の資産が書いてあるが、順調に原油価格の上昇に伴って増加してきている。この中で海外証券というのはアメリカの財務省証券であると言われている。先程ADIAが一番大きなSWFというように申し上げたが、やはりサウジの原油輸出量に注目する必要がある。陸上での採掘コストが1バレル当たり1ドルから2ドルと言われており、海上油田でも8ドルくらい

という説であり、要するにやる気になれば圧倒的に大きなSWFを創る余裕がある。今年1月くらいにいろいろな報道で8,000億ドル規模のファンドを創るという説が出て話題を呼んだ事があったが、その後出てきたのはとりあえず50～60億ドルで、かなりコンサバティブにやっている。別の言い方をすると、SAMAや独立投資機関はコンサバティブに運用する一方、個人部門や王様などが持っている所は欧米金融機関に出資したりして、そちらの方面でリスクを取っているという感じがする。

また安定志向が割合強い背景の1つには、サウジアラビアの場合でもかなり経済運営がきついという事が言えるかと思う(資料13)。サウジアラビアの財政収支を見ると、1980年頃の第2次オイル危機後は潤沢であったが、その後湾岸戦争等もあり実はずっと赤字でできていた。国際収支を見ても経常収支はオイルブームの前まで赤字であり、投資収支の推移をみても実は対外資産をどんどん切り崩していき手取りが落ちてきている。歳出の構成を見ても国防関係がかなり多い。例えば最近でもイギリスから戦闘機を2回に分けて確か300億ドル位で購入してかつ防空システムまでいれると400億ドルになってしまっている。またテロリストを防ぐために国境に柵を作ったりしているのでお金が大変かかるというような状況である。これから人口も2倍程度にまで増えていくこともあり、その雇用を作らなければいけないという背景もある。

GCC諸国は対外資産をどのような通貨構成で持っているのかという事が関心を集めているのだが、米ドル建て、非米ドル建てに政府所有の対外資産を分けたのが資料14である。ファンドとしては、政府系ファンド、外貨準備、そしてサウジアラビアについては別途項目を設けている。政府系ファンドは、6つのファンドの合計で米ドル建てが47%、非米ドル建てが53%であり、このデータが正しいとすれば割と非米ドル建てのシェアが大きいという感じがする。外貨準備については、当然外貨準備を使う時にはドルが中心になると思うので、米ドル建ての割合が93%ということで高い。別建てになっているサウジアラビアだが、やはりサウジアラビアが一番米ドル建てで持っている。一時ドル安が進んでいた時にドルペッグから外れるのかどうかという議論があった時にサウジが鍵を握っていると思われていたが、その背景には米ドル建て資産の多いサウジがイエスといわない限りドルペッグをはずさないというような事があったかと思う。

### 3. ロシアについて

以上がGCC諸国だが、もう1つの資源国であるロシアについて次に説明する(資料15)。GCC諸国もロシアも同じ資源国であるわけだが、ロシアの場合は一般的イメージとは違ってかなり制度的にしっかりしたものを石油安定化基金については創っており、かつ運用もかなり堅実だというような認識を持っている。石油安定化基金がロシアで設立されたのが、2004年であり、これが2008年2月に準備基金と国民福祉基金に再編された。つまり準備基金という

のは原油価格が将来下がって財政赤字が生じた時にそれを埋め合わせるものであり、名目GDPの10%を上限に積み立てていき、それを超えた部分を国民福祉基金に回すというものである。つまり財政赤字に備えた上で余った部分は年金に回すという事である。別の言い方をすれば、ロシアはかなり政府系の企業の力が強くなったり、政治勢力の台頭とか退潮とかいろいろあるわけだが、そういった中で石油輸出所得をもっとインフラに使えとか、産業振興に使えという圧力が猛烈にある国である。そこの所を跳ね返して財政と年金に用途を限定するという制度設計をしてきた。

あと資金源の所で石油天然ガスの採掘税及び輸出税と書いてあるが、従来は石油だけが対象だったのだが、ロシアは世界一の天然ガスの保有国でもあるので、今年の2月からそこに天然ガスも加え課税ベースを広げたという事である。運用方針については財務省が資産管理の権限を持って、中央銀行に運用を委託している。運用方針・商品・用途というのは法律で決まっています目的外使用には連邦議会の承認が必要である。目的外使用で過去にどういう風に使われたかと言うと、パリクラブやIMFへの返済に使われたり、国営企業の債務の帳消しに使われたり、あるいは年金基金の積み立てが足りなくなった時に支出されたりしている。一部には知らないうちになくなっている部分があるのではないかという事も言われているわけだが、その運用についてはかなり透明にやられてきたという事ではないかと思う。

ロシアでつい最近新たな運用方針が出たという話があるが、私は先週水曜日までモスクワにいたが、その時点ではまだ運用方針が出ていなかった。現地に行った時の議論としては、ロシアも金融危機になっているので、その中で政府が銀行への流動性支援や国営企業の外貨のリファイナンス等を含め2,000億ドル位のパッケージを出してきた。その中で国民福祉基金を使って株を取得するというような話が出ており、おそらくそれが決まったという事ではないかと思う。日本でもロシアのSWFが議論され、話題を呼んだが、その背景として、今年初めに日経新聞の記事で、この国民福祉基金が日本企業に投資をするのではないかという話が出たという事がある。新しい運用方針を見ても分らないが、少なくとも古い運用方針では制度的に日本の企業の株式を買う事はできないという事になっており、投資できるものと言えば、例えば世界先進国14カ国のトリプルAの国債である。SWFが保有している外国の国債の中にも日本国債は含まれていないという状況である。あと下から2番目に通貨構成というのがあるが、こういった通貨構成で運用するという方針も決められており、ドル建て45%、ユーロ建て45%、ポンド建て10%という事なので、ここが変わらないと円建てはどうしても出てこない。GCC諸国とはかなり違う内容になっている。

次に、財政、年金との関連だが(資料16)、ロシアの場合、2005年に年金改革、2007年に財政の制度改革を行った。要するに年金と財政改革をきちっとやった後に、SWFの運用方針やファンドの性格を決めたという点で、かなりまっとうなプロセスをやってきたのではないかと思う。この中でもロシアの政治的な駆け引きがあったわけだが、メドベージェフ政権になっ

てから、財務大臣に加え副首相も兼任することになった、クドリン氏がうまくマネージしてきた。しかしながらロシアの場合も、石油価格が下がってくると経済はどうなるかという話が出てきており、クドリン財務大臣の最近の発言によれば、大体1バレル60ドルを下回ってくると財政赤字に転落するという事である。ロシアの場合、原油開発が西シベリヤに偏っており、原油価格が上がってきたので東シベリヤも開発しようという話になってきたわけだが、60ドルを下回ってくるとこちらの方の採算も合わなくなってくるため、インセンティブが低下するというような副作用も考えられる。

外貨準備とSWFの資産の状況だが(資料17)左図の通り外貨準備はほぼ一本調子で積み上がってきており、例のグルジア紛争が起きる前までは、ほぼ6,000億ドルあったわけだが、それがその後の株式市場の調整や外為市場での介入等があって、2ヶ月弱で700億ドル位減少した。さらに準備基金等については危機対応で取り崩す可能性がある一方、国民福祉基金の对外投资については当面安全重視でいくのではないかという事が言える。外貨準備は減少しているが、その一方で準備基金と国民福祉基金については増加しているのは、石油の輸出税、採掘税がコンスタントに入ってきているためである。これは外貨準備の動きとは別であり、両方合わせたものが10月1日時点で1,897億ドルあるという事である。

#### 4. アジアについて

##### (1) シンガポール政府投資公社(GIC)

アジアについては簡単に申し上げるが、シンガポール政府投資公社(GIC)(資料18)は、日本でもかなり良く知られている反面、私の知る所ではIMFとの間では2004年くらいから情報開示しないという話があって、リー・クアン・ユーがスピーチの中で部分的に数字を挙げたりしているにすぎない。IFS(国際金融統計)を見ても、この国の国際投資ポジションの統計がないため、国全体でどれくらい証券投資しているかというデータが実はIFSの中には無い。つい先日初めてアニュアルレポートらしきものをウェブサイトで公開したが、あまり新しい情報は無かった。特に運用資産については従来から1,000億ドル超と言っていたわけだが、今回アニュアルレポートらしきものでも1,000億ドル超という表現を使っており、3,000億米ドル以上持っているのではないかと外部推計もある。新しい情報としては、ポートフォリオの構成の地域別のところが出て来たのかと思う。

資料19についてだが、この中で日本の金融機関、銀行に一番関係があるのが、GIC Real Estate Pte Ltdではないかと思う。ご承知のように、GICはかなり日本に不動産投資をしている。それに関わる融資については邦銀に依頼しているものが結構あり、最近はそのロットもかなり大きくなって、先方も日本の銀行が審査にどのくらいかかるか、どのくらいお金が出せるかという事を知っていて投げってくる。日本に進出して来る時は、単独で全部やるのではなく

て、パートナーを見つけてやって行く。ある方に話を聞くと、どうしてこんな所の不動産を買うのだという疑問が最初のうちはあっても、何年か経ってみるとその正当性に後で気付かされるという事があるようである。

## (2) テマセク・ホールディングス

テマセク・ホールディングスは、元々国内の産業育成を目的に設立された（資料20）が、傘下の国営企業の民営化資金や財政資金等を含めて、キャッシュが潤沢になって来た中で海外投資を拡大させて来た。その中でアジア重視を掲げており、運用資産としては1,850億米ドルある。格付を取っているが、その理由についてはアニュアルレポートでは確認できなかった。

そのポートフォリオの地域別構成を見ると（資料21）、2005年3月末と2008年3月末との比較では、シンガポール国内は減っている。その一方で、アジアを拡大させていて、この3年間でおそらく一番大きかったのは、中国や韓国、インドの銀行への出資ではないかと思う。エマージング諸国が増える一方で、OECD諸国はシェアを低下させている。最近中南米についても事務所開設等の話があり、更なるエマージング諸国の方に向っているのではないか。ポートフォリオの業種別構成を見ると、金融サービスや自分の得意な通信メディアが多いという展開になっている。

## (3) 中国投資有限責任公司（CIC）

次に中国のCICについてであるが（資料22）、2007年9月に立ち上がり、管轄が国务院、つまり内閣の下になる。会長が日本で言えば官房副長官に当たる方という事で、ガバナンスがどうなるかという点はあるが、資本金が2,000億ドルで、これは財政部が特別国債を発行して当てている。目標運用利回りが特別国債利回りプラス人民元上昇率となっており、要するに為替レートの変化と特別国債利回りとをプラスしたものより利回りが良くないとやっている意味がないという事のようなのだ。一方どのくらいの資金を投資するのかという事だが、2,000億ドルの内、いろいろ他の用途に使うものがあって、正味大体670億ドル位だろうと言われているが、それより多くなりそうだという説もある。また運用体制については最近調べていないが、5月くらいから部分的に始めるというのが4月時点での説であった。

GICの場合、明らかに他のSWFと違って、官房副長官が会長をやっていて、同じCICの中に中国の国有銀行に資本注入をした時の組織をそのまま入れて来たり、開発銀行を入れたりして、よく分からない所はある（資料23）。但し、おそらく中国が考えているのは、対外投資を増やさなくてはならないという事であり、いろいろなピークルを創っており、その一環という点で共通性がある。よくテマセクがCICのモデルと言われるが、全くそうではないのではないかという感想を持っている。

投資実績を簡単に言うと、ブラックストーングループ、モルガンスタンレーはかなり評価損

を出しており、最近の報告では61億ドルの評価損が出ている（資料24）。ブラックストーングループについては評価損が出ているが、さらに難平買を行って12.5%上限まで持株比率を高めている。一方で近い将来に資源外交の一角を担うような投資も出てくる事も予想される。

中国の場合分りにくいのは、CICの他にも政府投資機関があって、例えば国家開発銀行はパークレイズ銀行に出資をしている。ここにはテマセクも出しているし、日本だと三井住友銀行も出している。

CICができる時に、中央銀行と財務部の間で駆け引きがあったそうだが、実は中央銀行も国家外為管理局を香港に持って対外運用をしており、未確認情報ではあるが、オーストラリアの銀行に出資したり、あるいはブリティッシュ・ペトロリアムに1億ドル出したり、フランスのエネルギー会社に投資したりという具合に、日本の感覚で言えば、日銀がこういう所に投資するはずは無いという所に投資をしているというのが中国である。

### 5.3つのポイント

最後に3つのポイントを説明したいと思うが（資料25）、今日の発表の基になるレポートを用意したのが、リーマンブラザーズショック前だったので、そこを踏まえていくつか付け加えたい。まず一時SWFは外国金融機関に出資して救世主と言われていたが、今は明らかに含み損の持ち主になっている。クウェートは外部に公表していないが、議会の中ではクウェート投資庁の運用報告をしなくてはならない事になっており、議会で投資庁がかなり叩かれた。中国でも先程申し上げたように、含み損がかなり出ているので風当たりが強い。

一方でGCC諸国、ロシア共に国内金融への対応に体力をかなり取られている。例えば、クウェート投資庁だと最近150億ドルを国内の株を買うために枠として設定したり、国内銀行に外貨建て預金をしてあげるとかしている。カタールについても、流動性供給をしている。UAEについても国内銀行に対してドル資金を327億ドル供給して、あと54億ドルか68億ドルの資本注入をするというような事をしている。

投資先は国内が大半だが、それでも海外投資をしている所がいくつかあって、カタール投資庁はクレディスイスへの出資率を引き上げたりしている。リビア政府がイタリアの銀行の株式を取得するとかという話もあるが、一方である報道によれば、カダフィ氏の息子がスイスに行き、騒動を起こして警察に捕まった報復で、リビアがスイスの銀行に預けている預金7,000億円を引き上げたとかの話もある。中国のCICについても国内ではあるが、中国工商銀行の株を買ったり、他の銀行の出資率を引き上げたり、守りだけではなく、引き続き攻めの投資をする部分もある。

ポイントの2つ目は（資料26）、日本の企業にとってSWF（主にGCC）を念頭に置くとどういふ事が言えるのかという点だが、話を聞いてみると、日本企業はむしろ中東のSWFの方

に、物を言わない安定株主として期待しているようだ。ADIA（アブダビ投資庁）にもたくさん企業が行っているそうだが、行って担当者に会うと、先方はかなり厚いレポートを用意していて、投資先の日本企業の事を調べているのだが、彼ら独特の世界観があって、その成長シナリオに合った企業でないとなかなか投資しないというスタンスのようだ。

ある外国人からは、外国人のエコノミストと一緒にADIAに日本企業の売り込みに行った時に、最初の質問で、「日本はこれから少子高齢化社会を迎えるが、その中でこの企業はどのような成長戦略を描いているのか。」と聞かれ、答えられずに帰って来たという話も聞いた。要するに成長力をかなり重視しており、日本企業の場合、中国企業とかその辺りの企業と比較される。

その一方で、先程来申し上げているように、彼らも自国の経済発展戦略に則した日本企業のノウハウ、技術が欲しいという事でもある。但し今のところ出資受入先としては、コスモ石油、昭和シェル石油、ソニーくらいである。

既に日経新聞に実名が出ている話だが、三菱重工が飛行機事業に再参入するにあたり、中東に行って飛行機を買って欲しいと売り込んだら、お宅に出資すると言われたそうである。日本の官庁が中に入って収めたのだと思うが、思惑が違ったという例もある。

中東と日本企業の関係で、一緒に仕事出来る分野も最近出て来ている。サウジアラビアの製油所で、1兆円規模の石油化学プラント事業があって、日本では住友化学が手掛けており、そのファイナンスでJBICが2,000億円程度かと思うが、お金を出している案件がある。ただこの事業内容を見てみると、日本国内の石油事業はどんどん減っており、製品も日本には全く入って来ない。途中インドやシンガポールに販売会社を作って、中国に持って行き、日本が絡まない石油化学プラント事業をサウジで立ち上げるという状況になっている。今までの日本の発想だと、日の丸原油ということで、自主開発原油をいかに確保するかという話が多かったが、それと違った発想をした事業も出て来ているのではないかと思う。

中東とアジアの資金フローについてだが（資料27）、まずGCC諸国のアジアに対する期待度というのはかなり高い。これはアジアの成長性が高いということもあるが、石油戦略とか石油枯渇後の成長戦略と絡んでいる。やはり地理的に見ても、中東原油というのは、アジアに輸出されるのが、一番すんなり行く。

韓国にしても中国にしても、中東のシェアが高まり、逆にアメリカは中東依存度を減らしている中で、今は原油価格が比較的高いが、彼らが安定的に石油を供給して輸出所得を得るためには、いかにアジアに対して安定的に供給メカニズムを作るかという事がポイントになる。例えば、クウェートの場合だと、クウェートの原油は重たい原油でなかなか処理に手間がかかり、いざとなった時に契約を打ち切れやすいという事がある。やはり彼らもそれが分かっているので、中国と共同で石油精製設備を造って安定的に石油を流すとか、ベトナムで日本企業と組んで精製所を造るとか、そういった形でのアジアへのアプローチをして行く事が必要になって

くる。

資金フローという点では、アジア危機があった時に、アジアの中の貯蓄が相互に回らなかったため、日本のお金がアメリカ経由でアジアに行くというメカニズムを変えなくては行けない等、いろいろな議論があった。中東とアジアは、それぞれかなり対外資産を持っているし、投資需要もあるので、その資金の運用調達ニーズというのが、中東とアジアの間でダイレクトに結ばれるようになって行くのか、それともやはりロンドンを経由しないとお金が回らないのかという所が長期的な課題として残っている。そういう所から、マレーシアがイスラム金融センター化するとか、GCC 諸国の有力なイスラム銀行がマレーシアに出て来るとか、シンガポールが中東の運用資産を取り込む等さまざまな形が出てきており、昨年3月のリー・クアン・ユーのスピーチによると、中東関係の運用資産が、シンガポールで既に230億米ドルにまで膨らんでいる。一方でGCC 諸国は国際金融センターを続々と創っており、2週間ほど前にロンドンに居たら、BBCのニュースでカタール国際金融センターのニュースを流していた。またシンガポールの証券取引所と相互協定を作ったりもしており、未だ現状は力不足ではあるが、徐々にそういうものが出てきている。

これに対して、今日本の金融機関というのは、恐らくどこの証券、銀行も、アジアと中東は組織上別々で、分断して対応している現状ではないかと思うが、最近、野村証券がリーマンブラザーズのアジア部門と中東欧州部門を両方買収したので、この辺り今後どうつながって対応していくのか個人的には非常に興味がある。

最後に、新興成長国のSWFを見ていて、日本への示唆について1つ申し上げたい。

日本では、外貨準備が1兆ドル積み上がっているわけだが、ロシアでもGCC 諸国でも、積極的に外貨準備を積み上げるという事に取り組んだわけではない。余裕があるお金が手元にある場合には、まず年金と財政改革をきっちりやった上で、対外投資に回せる資金があれば、SWFを使って回すという事で、非常にリーズナブルな行動を取っている。普通に考えると、対外投資できる余裕資金がどれ位あり、どの位の投資期間が設定できるのかという事が確定しないと、次の細かい運用商品とか運用体制の話に進めないのではないかと思う。

日本の場合、外貨準備の裏に負債があるわけだが、恐らくファイナンシャルプランナー的に言うと、住宅ローン等いろいろな負債を現在や将来を含めて持っているのに、銀行から借金して対外投資をして良いのかどうかという、そもそも論として検討すべき問題があるのではないかという感想を持っている。

以上

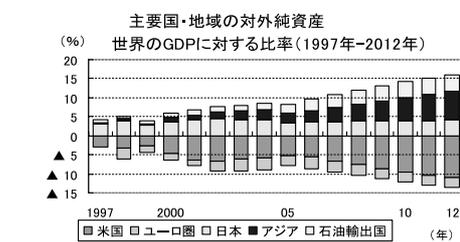
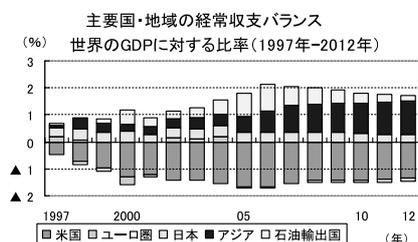
## 構成

1. SWFの台頭
2. 湾岸協力会議（GCC）諸国
3. ロシア
4. アジア
  - （1）シンガポール政府投資公社（GIC）
  - （2）テマセク・ホールディングス
  - （3）中国投資有限責任公司（CIC）
5. 3つのポイント

### I. SWFの台頭①

## 石油輸出国とアジアの対外純資産が急増

- ・過去10年ほどの間に国際的な経常収支不均衡が拡大。アジアと石油輸出国が経常収支黒字国、対外純債権国としての地位を高める。
- ・SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）は、運用方針に基づき国際的に投資。
- ・わが国は、好むと好まざるとに関わらずSWFと付き合う必要。

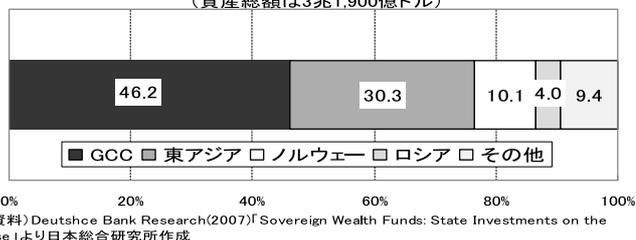


1. SWFの台頭②

## SWFの定義・地域分布

- ・統一された定義は見当たらない。
- ・資源国（GCC諸国）のSWFの特徴：①経済発展戦略を反映、②将来の支出への備え、③高い投資収益率の追求、④積極的な対外投資、⑤秘密主義。
- ・アジアのSWFは大半が資源型（外貨準備が急増）。
- ・先進国を含め世界で41のSWF。GCC諸国、ロシア、アジアで運用資産の8割を占める。

世界の主要41のソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)の地域分布  
(資産総額は3兆1,900億ドル)

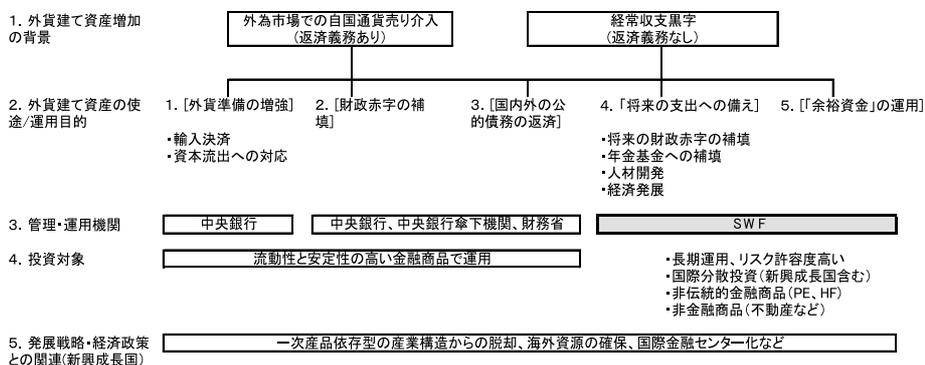


・湾岸協力会議(GCC)加盟国: アラブ首長国連邦、カタール、クウェート、バーレーン、オマーン、サウジアラビアの6カ国

1. SWFの台頭③

## SWFの設立目的など

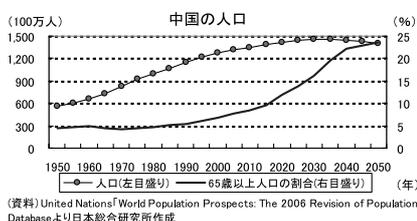
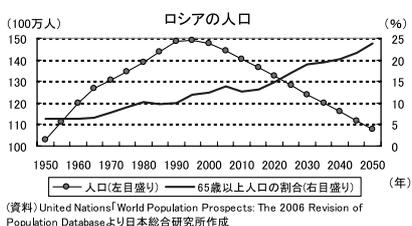
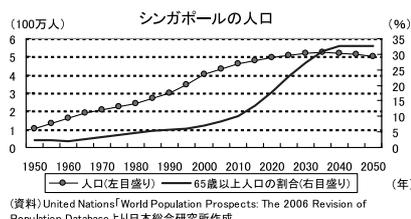
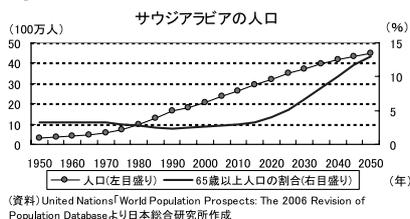
ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)の概要



・資源国: 地下資源での資産保有→輸出所得をもとに通貨、地域、投資対象の分散

1. SWFの台頭④

## 人口構成の変化（人口増/高齢化） →次世代ファンドの必要性



1. SWFの台頭⑤

## 投資目的・分野のイメージ

- ・投資目的（目標リターン）とリスク許容度の組み合わせは様々。
- ・近年、より高いリターンを求める傾向。  
→新興成長国への投資、オルターナティブ投資へ。

ソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)の投資対象

安定	国家ファンド	[リスク許容度]						
		低	低	中	高	高	高	高
投資目的		現預金/国債	固定金利債	株式	不動産	ヘッジ・ファンド	プライベート・エクイティ	レバレッジド・バイアウト
↑ ↓ 資産の増加	ロシア(石油安定化基金)	○						
	サウジアラビア通貨庁(SAMA)	○	○					
	中国投資公司(計画中)	○	○	○	○(REIT)	○	○	
	クウェート投資庁(KIA)	○	○	○	○	○	○	
	アブダビ投資庁(ADIA)	○	○	○	○	○	○	
	アブダビ投資評議会(ADIC)	○	○	○	○	○	○	
	GIC(シンガポール)	○	○	○	○	○	○	
	テマセク・ホールディング(シンガポール)	○	○	○	○	○	○	
	カタール投資庁(KIA)	○	○	○	○	○	○	○
	イスティスマール・ワールド(ドバイ首長国)			○	○		○	
	ドバイ・インターナショナル・キャピタル(DIC)			○			○	○

(注)2008年4月末時点の情報に基づく  
(資料)「Euromoney」December 2007, p. 82に加筆。

## 2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国①

## 投資余力の拡大

- 経常収支黒字急増、財政収支が大幅に改善。政府の対外、対内債務が急減。一方、民間部門の対外借入は急増。
- 外貨準備は増加するも輸入額の4カ月分相当で推移→資源輸出所得はSWFに繰り入れか。
- GCCの2007年末の対外純資産は名目GDPの224%  
→石油輸出所得の大半が対外投資へ(バーレーンの石油資源保有は僅か)。

## 2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国②

## 拡大し続けるGCCの開発投資

湾岸協力会議 (GCC) 諸国のプロジェクト規模(進行中および計画段階の合計)



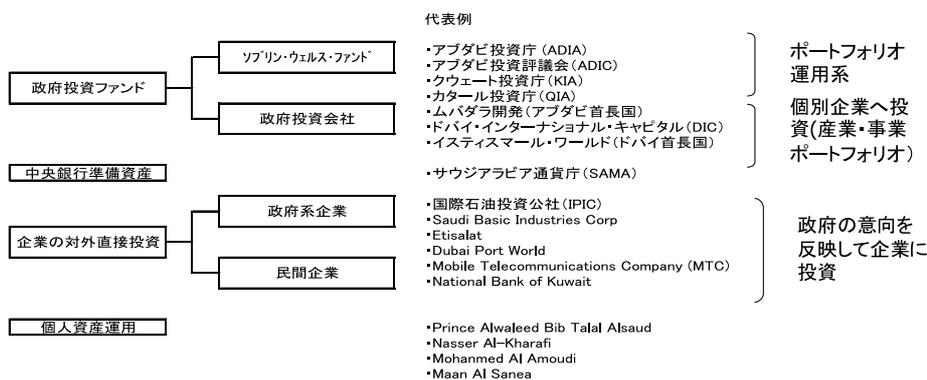
(資料)「MEED」18-24 April 2008より日本総合研究所作成

- 極めて旺盛な投資意欲
- UAEのプロジェクト規模は名目GDPの約4倍。82%が建設部門。バブルを乗り越えてエスカレート?
- GCC域内の資金が流入。金融資本市場は発展途上で国内での巨額資金の運用困難→対外投資へ。

## 2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国③

## 多彩なGCCのSWF (広義)

- ・石油・天然ガスの枯渇に備える。脱資源の産業構造を目指す。
- ・レンティア国家: 石油収入の分配をもとに成り立つ。
- ・SWFは王様のお財布と考えるべき(クウェートは議会の影響力あり)。



(資料) McKinsey & Company(2007)「The New Power Brokers: How oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Markets」October, p. 49に一部加筆

## 2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国④

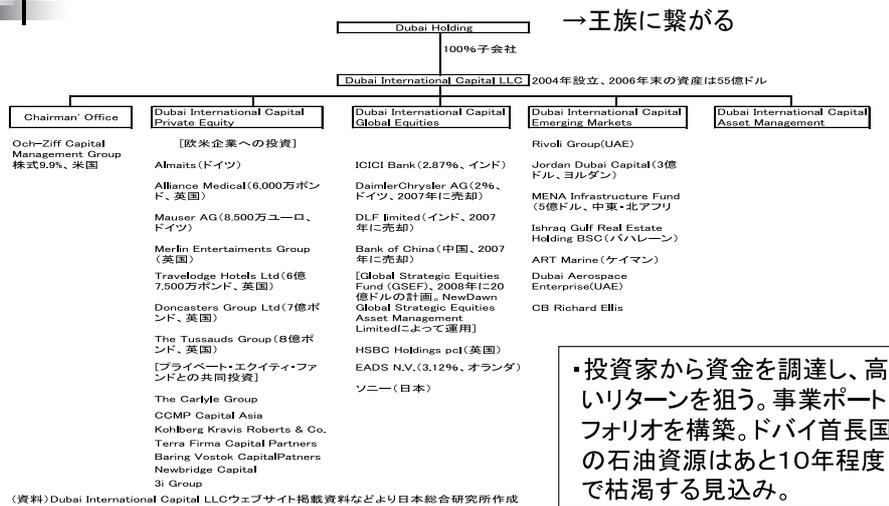
アブダビ投資庁 (ADIA) 概要  
→ポートフォリオ運用

- 設立: 1977年2月
- 出資者: アブダビ首長国政府100%
- 経営陣: 会長はハリーフア大統領兼アブダビ首長(故ザイド大統領長男)、専務理事はアハメド・ザイド慈善人道奉仕基金代表(故ザイド大統領11男)
- 運用資産: 8,500億ドル程度
- 投資概要: 海外投資が基本で、ファンドマネージャーに委託してのポートフォリオ投資。米国投資が多い中、日本への投資はおよそ400億ドルのうち70%がポートフォリオ投資。2007年に保有資産の一部がアブダビ投資評議会 (ADIC)に移管される。
- 投資内容: 株式50~60%、債券20~25%、不動産5~8%、プライベートエクイティ5~8%、その他5~10%

(出所) 在ドバイ日本総領事館ウェブサイト掲載資料に一部加筆修正  
[http://www.dubai.uae.emb-japan.go.jp/pdf/abudhabi/abudhabi\\_report02.pdf](http://www.dubai.uae.emb-japan.go.jp/pdf/abudhabi/abudhabi_report02.pdf)

2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国⑤

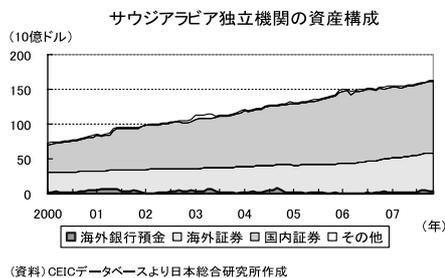
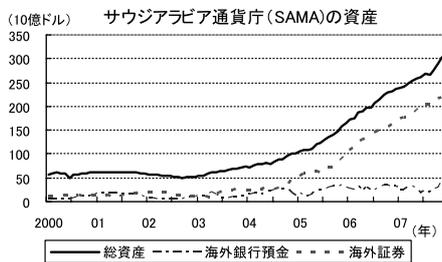
ドバイ・インターナショナル・キャピタル(DIC)  
→産業・事業投資系



2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国⑥

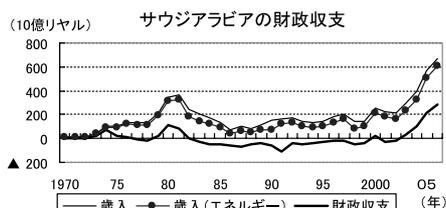
サウジアラビアの堅実な運用

- 拡大する通貨庁(SAMA)と独立機関(年金など)の対外資産。堅実な運用。
- 新規設立のSWFは小規模
- 大きなリスクをとる必要性が乏しい(豊富な原油埋蔵量、低い採掘コスト)。王族系の私的ファンドが積極的に投資。

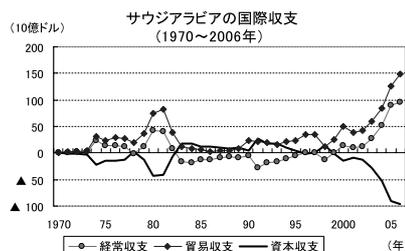


2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国⑦

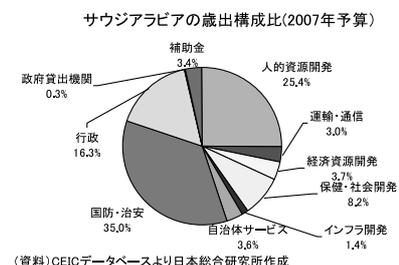
## 困難な経済運営：サウジアラビアの例



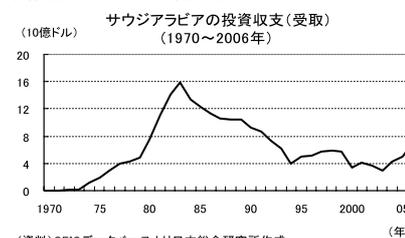
(資料)CEICデータベースより日本総合研究所作成



(資料)CEICデータベースより日本総合研究所作成



(資料)CEICデータベースより日本総合研究所作成



(資料)CEICデータベースより日本総合研究所作成

2. 湾岸協力会議 (GCC) 諸国⑧

## GCC諸国の対外資産内訳

・非ドル建て資産の割合がすでに高くなっているとの印象

湾岸協力機構 (GCC) 諸国の政府所有対外資産の内訳(2007年末)

	総額	(10億米ドル)	
		米ドル建て	非米ドル建て
		(%)	(%)
<b>政府系ファンド</b>			
アブダビ投資庁 (ADIA)	650	325	50
ムハバラ開発公社	12	5	40
ドバイ	30	14	45
クウェート投資庁 (KIA)	250	100	40
カタール投資庁 (QIA)	60	24	40
オマーン	10	5	50
合計	1,012	473	47
<b>外貨準備(除くサウジアラビア)</b>			
バーレーン	3	3	90
クウェート	20	18	90
オマーン	9	8	90
カタール	7	6	85
UAE	58	55	95
合計	97	90	93
<b>サウジアラビア</b>			
サウジアラビア通貨庁	290	232	80
年金基金	55	39	70
合計	345	271	79
<b>GCC政府資産合計</b>	<b>1,454</b>	<b>832</b>	<b>57</b>

(資料)Setser, Brad (2007),「Understanding the New Financial Superpoer: The Management of GCC Official Foreign Assets」JRGE Monitor, p. 11.

湾岸協力会議 (GCC) 諸国の資本流出先の地域別内訳(2007年)

	(10億ドル)
アメリカ	300
欧州	100
中東・北アフリカ	60
アジア	60
その他	10
合計	530

(資料)IMF(2008)「Economic Report: Gulf Cooperation Council Countries」January 18.

## 3. ロシア①

## 石油安定化基金、準備基金、国民福祉基金 →石油・天然ガス収入を堅実に運用、明確な制度

- 設立: 2004年  
2008年2月に、石油安定化基金 (Oil Stabilization Fund) は準備基金 (Reserve Fund) と国民福祉基金 (National Welfare Fund) に再編された。資金積立: GDP比10%を上限に準備基金に積み立てられ、それを超える部分については国民福祉基金に積み立てられる。
- 管轄: 財務省、中央銀行に運用委託
- 目的: 将来の財政赤字の埋め合わせ
- 資金源: 石油・天然ガスの採掘税および輸出税
- 運用方針: 財務省が資産管理の権限をもち、中央銀行に運用を委託。運用方針・商品、使途が法律で決められる。目的外使用には連邦議会の承認が必要。運用方針はきわめて保守的。2008年10月に新たな運用方針が示されるスケジュールになっているが、未だ発表されず。
- 運用: 原資は石油・天然ガスの採掘税と輸出税で、1バレル=27ドルを上回った部分について課税。外貨準備に安定化基金の外貨建て資産が含まれる。
- 通貨構成: ドル建て45%、ユーロ建て45%、ポンド建て10%と決められている。
- 最近のグローバル金融危機を受け、準備基金で国内株式を購入する計画あり。

## 3. ロシア②

## 連邦政府歳出が拡大、油価次第で準備基金の取り崩しも

- ・2005年に年金改革実施
- ・2007年に財政制度改革実施
- ・クドリン副首相兼財務大臣の発言に注目

ロシア連邦予算

(名目GDP比率、%)

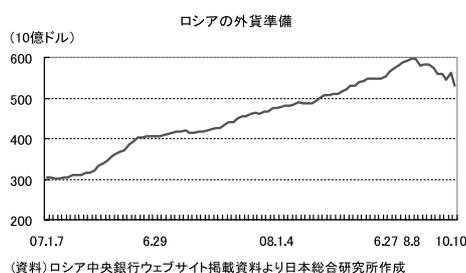
	2006	07		08		09		10	
	実績	予算(修正後)	予測	予算	予測	予算	予測	予算	予測
歳入	23.4	22.9	22.7	19.0	21.1	18.8	20.8	18.1	20.2
うち石油収入	11.2	***	9.0	6.8	8.4	5.9	7.2	5.2	6.2
歳出	16.0	20.3	18.0	18.8	18.6	18.8	20.6	18.1	19.9
収支	7.4	2.6	4.7	0.2	2.5	0.0	0.2	0.0	0.3
非石油部門収支	▲ 3.8	***	▲ 4.3	▲ 6.6	▲ 5.9	▲ 5.9	▲ 7.0	▲ 5.2	▲ 6.0
[参考指標]									
石油安定化(準備)基金	8.7	***	12.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
国民福祉基金	***	***	***	1.8	2.6	1.4	2.2	1.3	2.5
ロシア石油価格(バレル/ドル)	61.1	61.0	57.6	53.0	61.6	52.0	61.3	50.0	61.1
財政収支の均衡原油価格	26.0	***	31.0	***	44.0	***	62.0	***	62.0
名目GDP(10億ルーブル)	27,220	26,781	30,670	30,676	35,000	39,690	41,882	44,800	48,466

(資料) IMF (2007c)「Russian Federation: 2007 Article IV Consultation—Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion」October, p. 27.

## 3. ロシア③

## 急増した外貨準備とSWF資産

外貨準備は国際金融危機の影響で8月8日を境に減少に転じた



- ・準備基金を金融危機対応で取り崩す可能性
- ・国民福祉基金の対外投資は当面安全性重視か

SWFの規模(2008年)

	(10億ドル)		
	準備基金	国民福祉基金	合計
2月1日	125.2	32.0	157.2
3月1日	127.8	32.2	160.0
4月1日	130.5	32.9	163.4
5月1日	129.8	32.7	162.5
6月1日	129.3	32.6	161.9
7月1日	130.3	32.9	163.2
8月1日	129.7	32.7	162.4
9月1日	142.6	31.9	174.5
10月1日	141.0	48.7	189.7

(資料)ロシア財務省ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

## 4-(1)GIC①

## シンガポール政府投資公社 (GIC)

- 設立：1981年
- 管轄：財務省。議会への報告義務なし
- 会長：リー・クアン・ユー顧問相
- 目的：外貨準備の国外運用。長期的なリターン。CPFの運用資金流入？
- 拠点：世界8カ所
- 陣容：約900人（投資専門家の40%以上が外国人）
- 組織：GICリアルエステート、GICアセットマネジメント、GICスベシャル・インベストメンツ
- 運用資産：1,000億米ドル超（3,000億米ドル程度との外部推計）
- 年平均運用利回り（2008年3月までの20年間）：年5.8%（Sドル建て）、米ドル建て年7.8%。
- ポートフォリオ構成：株式44%、債券26%、不動産10%、未公開株などが13%、現金・その他7%。地域構成は、米国40%、欧州35%、日本11%、日本除くアジア12%、オーストラリア2%。

## 4-(1)GIC②

## シンガポール政府投資公社（GIC）

- GIC Asset Management Pte Ltd.  
外部委託ファンドマネジャーの管理。公開市場を通じた投資。MSCI、Lehman Aggregate Bond Indexのパフォーマンスを上回ること。
- GIC Real Estate Pte Ltd.  
世界30カ国以上で、不動産に直接、間接に投資。
- GIC Special Investments Pte Ltd.  
プライベート・エクイティ（地域ファンドと業種ファンドあり）。PE投資、VC投資、インフラ事業投資。

## 4-(2)テマセク①

## テマセク・ホールディングス

- 設立：1974年
- 管轄：財務省
- 社長：ホー・チン女史（リー・シェンロン首相夫人）
- 目的：産業育成から投資会社へ。国内投資から海外投資（アジア重視）へ。
- 拠点：世界6カ所
- 陣容：約350人
- 運用資産：1,850億米ドル(08年3月末)
- 年平均運用利回り（1974年-2008年3月）：18%
- 格付：AAA/Aaa（S&P/Moody's）
- 2004年分より年次報告書公表
- ポートフォリオ構成：次ページ参照

## 4-(2) テマセク②

## テマセク・ホールディングス

ポートフォリオの地域構成

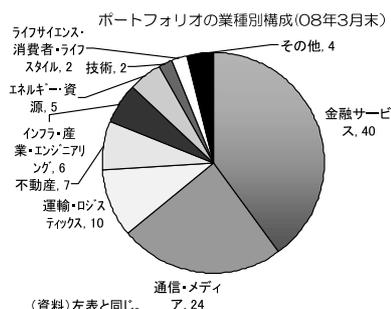
	地域構成 (%)	
	2005年3月末	2008年3月末
シンガポール国内	49	33
アジア (除く日本)	19	41
OECD諸国 (除く韓国)	30	23
その他地域	2	3

(資料) 「Temasek Review」各年度版より日本総合研究所作成

- ・国内と先進国を減らして、アジア、その他地域を増強

## ○最近の動き

- ・中国のポートフォリオの見直し (銀行株一部売却、GSの中国PEファンドへ投資)
- ・インドネシアのBII株売却
- ・国内発電事業の民営化
- ・子会社のキャピタルランドがバーレーンの投資銀行ARキャピタルと日本で不動産投資
- ・ネプチューンオリエンタラインズが、ドイツ海運子会社ハバクロイドと資本提携



(資料) 左表と同じ。

## 4-(3) 中国①

## 中国投資有限責任公司 (CIC)

- 設立：2007年9月
- 管轄：国务院
- 会長：楼继伟 (国务院副秘书长)
- 目的：過剰流動性吸収、外貨準備の効率運用、金融機関再編、海外資源獲得?
- 資本金：2,000億ドル (財政部が特別国債を発行)
- 目標運用利回り：特別国債利回り4.3%+人民元上昇率を上回る必要。ベンチマークとして何を採用? 設立後数年は5%?
- 海外投資枠=2,000億ドル-国家開発銀行 (200億ドル) と中国農業銀行 (400億ドル) への資本注入分-中国匯金公司買取。当初予定の670億ドルより多くなる見込み。
- 運用体制：昨年より運用会社、ファンドマネジャー選定。5月から部分的に運用開始? 世界主要地域に拠点開設予定。

## 4-(3)中国②

## 中国投資有限責任公司（CIC）

- 傘下に中国匯金投資有限公司を編入→金融機関の再編にコミットする機関。
- 政府として対外投資を拡大させる方針に沿った組織：中国社会保障基金、生命保険会社、QDIIなど。
- テマセクがモデルとは思えない
- 中国の特徴：政治色、多目的組織、他の対外運用機関と競合。

## 4-(3)中国③

## 中国投資有限責任公司（CIC）

- CICの投資実績：
  - ブラックストーン・グループ（30億ドル）、モルガン・スタンレー（57.8億ドル）、VISA（2億ドル）、中国鉄道建設公司（1億ドル）、米国JPフラワーズとPEファンド設立（総額40億ドルのうち32億ドル）。
  - ブラックストーン・グループとモルガンスタンレーで61億ドルの評価損が出している模様。米国の子会社がリーマン・ブラザーズ関連債券を保有しているとの報道あり（CICは否定）。
  - 一方、ブラックストーン・グループの持ち株比率を9.99%から12.5%へ引き上げることを決定。
- ・ 日本株に100億ドル投資説？
- ・ 資源外交の一角を担う？ 中国企業の海外進出支援？
- 他の政府投資機関：
  - 国家開発銀行：パークレイズ銀行（29億ドル）、南アのスタンダード銀行に出資。
  - 国家外為管理局：ANZ Bank、BP（20億ドル）、仏のエネルギー会社Total社（24.5億ドル）に出資。

## 5. 3つのポイント①

## 国際金融危機のSWFへの影響

- 「救世主」から「含み損の持ち主へ」：  
クウェート投資庁は、議会でメリルリンチとシティグループへの出資責任を追求されている。中国でもCICに対する風当たり強い。
- 現状、金融危機に対する国内対応に追われている。国内市場への流動性供給などに動かざるをえない。ロシアは国内金融再建、政府系エネルギー企業支援のためにSWF取り崩しか。UAE、サウジアラビア、カタールなどは国内銀行システム安定に注力。
- 一方、積極的に対外投資を進める例も見られる：  
カタール投資庁は08年10月に、クレディスイスへの出資比率を2%から10%弱へ引き上げることを決定(99億ドル)。リビア政府機関がイタリアのUniCreditの株式を4.23%取得。
- 中国のCICは去る9月に株価対策で中国工商銀行の株式を購入。9月に仏エドモント・ロスコヤルド銀行の株式を20%取得。モルガンスタンレーがCICに出資比率引き上げを要請との報道。

・原油価格下落のGCC諸国の財政への影響。まだ余裕はあるが...

湾岸協力会議(GCC)諸国の財政収支均衡石油価格  
(2006/2007年度)

	(1バレル=ドル)
バーレーン	40
クウェート	42
サウジアラビア	30
UAE	25
オマーン	40
カタール	30
GCC	38

(注)近年財政支出は拡大しており、均衡石油価格は上昇している。クウェートの場合、2008年度は75ドル(特殊要因を除くと54ドル)。

(資料)NBK「GCC Economic Outlook 2010」より日本総合研究所作成

## 5. 3つのポイント②

## 日本企業にとってのSWF (GCCを念頭に)

- 日本企業はSWFを安定株主として期待。一方、SWFは、各業界、各国経済、世界経済を緻密に分析したうえで、成長シナリオを描き、それに合致した企業へ投資。SWFの要求水準は高い。新興成長国企業と比較される。良い会社よりも成長力のある会社。
- 自国の経済発展戦略に即した日本企業の発掘。ただし、中東を市場として注目しても、出資受入を望まない日本企業も。
- 共同で事業を展開できる分野(石油、石油化学、物流など)。

## 5. 3つのポイント③

## 中東とアジアの資金フローに日本がどう絡む

- アジアに注目するGCCのSWF
  - 高い投資収益率、石油戦略、石油枯渇後の成長戦略と絡む。
- 欧米金融市場を経由しない中東とアジアの資金フローの経路が成立するか→現状は力不足。
  - マレーシアのイスラム金融センター化、GCCの有力 イスラム銀行のマレーシア、アジア進出。シンガポールのイスラマナーの取り込み。GCCでの国際金融センター設立。
- 日本の金融機関は組織上、アジアと中東は別々の部署が担当。
- 新興成長国のSWFの日本への示唆：外貨準備を段階的に削減する一方、年金改革と財政改革を実施したうえで、対外投資にまわせる資金があればSWFを設立すべき。余裕資金と投資期間が確定しないと、次のステップに進めない。資産運用力の向上は、民間金融機関にまかせるべき事項ではないか。

## 主要参考文献

- 大津定美・田畑伸一郎(2006)「ロシアの年金改革」(西村可明編著『移行経済国の年金改革—中東欧・旧ソ連諸国の経験と日本への教訓』所収) 207-253頁
- 柏崎重人(2007)「台頭するSWF(ソブリン・ウェルス・ファンド)」『DRI Consulting Review』10月号、2-10頁
- 河村小百合(2008)「日本版Sovereign Wealth Fundの課題」(日本総合研究所『Business & Economic Review』所収) 1月号、65-96頁
- 小森正彦(2008)『国富ファンド・ウォーズ-「彼ら」は日本で何をしようとしているのか』東洋経済新報社
- 重藤哲郎(2007)「SWF(ソブリン・ウェルス・ファンド)—中国・ロシアも加わり市場の関心が高まる国家ファンド」(財団法人国際金融情報センター)6月18日
- 鈴木貴元(2008)「中国の国家ファンド設立—今後、国際金融市場で高まる中国のプレゼンス」『みずほアジアインサイト』8月3日号
- 高安健一(2007)「資源輸出国のソブリン・ウェルス・ファンド-アジアへ注目する湾岸協力会議(GCC)-」(日本総合研究所調査部環太平洋戦略研究センター『RIM』)、6-43頁。
- 谷山智彦・福田隆之・古賀千尋(2008)『政府系ファンド入門』日経BP社
- 田畑伸一郎(2007)「ロシアのマクロ経済と財政状況—「凍結」されるオイルダラーによる財政赤字」『ロシアNIS調査月報』5月号、22-38頁
- 細井長(2005)『中東の経済開発戦略—新時代へ向かう湾岸諸国』ミネルヴァ書房
- 糠谷英輝(2007)『拡大するイスラム金融』蒼天社
- 吉田悦章(2007)『イスラム金融入門』東洋経済新報社
- 代田純(2007)「欧州系外国人投資家の動向(2005~2006年)について—オイルマネー日本株売買を巡って」『証券経済研究』6月号、103-124頁

- 
- Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard, and Robert Lerman (2006). "Recycling Petrodollars" in *Current Issues in Economics and Finance*, December, pp. 1-7.
  - Kem, Steffen (2007). *Sovereign Wealth Fund: State Investments on the Rise*, September 10, Deutsche Bank Research.
  - Institute for International Finance (2008). *Economic Report: Gulf Cooperation Council*, January 18.
  - International Monetary Fund (2007a). *Global Financial Stability Report*, September IMF, Washington, D. C.
  - \_\_\_\_\_ (2007b). *United Arab Emirates: 2007 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the United Arab Emirates* (IMF Country Report No. 07/347) October, IMF, Washington, D. C.
  - \_\_\_\_\_ (2007c). *Russian Federation: 2007 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion* (IMF Country Report No.07/351) October, IMF, Washington, D. C.
  - \_\_\_\_\_ (2007d). *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, October.
  - Johnson-Calari, Jennifer and Malan Rietveld eds. (2007). *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publication, London.
  - McKinsey&Company (2007). *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets*, October.
  - Ministry of Finance (2007). *Main Results and Trends of Budget Policy 2008-2010*.
  - Moser, Evelyn and Torstein Nestmann (2007). *Russia's Financial Sector: Financial Deepening will Support Long-term Growth*, Deutsche Bank Research, August 20.
  - Roy, Sudip (2006). "Adia Unveils its Secrets," *Euromoney*, April 2006, pp. 70-76.
  - Saudi Arabian Monetary Authority (2007). *Forty Third Annual Report*.
  - World Bank (2007). *Russian Economic Report*, No. 15, November.