

3. SWFに関する考察とスコアボード概要について

ピーターソン研究所シニアフェロー(元米国財務省財務次官補)

Edwin(Ted)M. Truman 氏

今日は6つの項目についてお話しする。恐らく皆様はよくご承知だと思うが、政府系ファンドのもたらした一般的な問題についてちょっとだけ話したいと思う。いわば話の端緒としてという事である。次にファンドに関する私の研究について(現状)そして私の考え方、それらの日本との関連性、混乱する国際金融情勢との関連性、最後に国際的な金融混乱について少し述べたいと思う。

一般的な問題については皆様よくご承知かと思うが、私の考えでは、まず実際に国がどれだけ海外に投資するかを決めるところから始める。次に国は、その投資を民間部門にやらせるか公共部門にやらせるかを決める。公共部門が関わるとなれば戦略がなければならないし、自分たちが公金で何をするのか説明責任を果たすための仕組みがなければならない。それから他の国々がその投資に関わってくるかどうかにも気にしなくてはならない。一部の国はこのためにいわゆる政府系ファンドを創設している。私はこの用語を国際的な資産への投資を含む意味で使っている。そうでなければ、恐らく国際的文脈にとって面白くないだろう。

政府系ファンドは、経済、金融、政治のさまざまな目的で政府が直接または間接的に所有し、管理している。そして私の場合、ほとんどの形の政府年金基金もそれに含めている。この定義でいくと、政府系ファンドの国際資産は約4兆ドルになる。年金以外のSWFが2.7兆ドル、年金基金に関連すると特定されたのが8,000億ドル、その他が5,000億ドル。

従って日本政府年金基金を例にとると、2006年末の時点で合計資産1.3兆ドル、うち国際資産2,400億ドルなので、国際資産という面に関しては世界第6位のSWFになるわけである。もちろん、日本は大きな外貨準備を持っているので、国会が法律を通そうが通すまいが、既にSWFビジネスに関わっていると言えるわけである。

問題はもちろん、世界におけるこうしたファンドの役割に関連する。彼らはある程度世界に関わり、富を従来の富める国々から他の国に移している。そしてその富は、誰もが必ずしも信頼しているとは言えない政府によって管理されている。また関係諸国にとっては、こうしたファンドがうまく管理されるのか、管理されていたのか 経済や政治の目的を含めどのような目的を持っているのか、そして逆にそうした目的が金融保護主義やさまざまな種類の利害の対立につながり得るのではないかと、という問題がある。

従って世界にはこうしたかなり大きな資金プールがあり、これが関係諸国にもシステム全体にも懸念を引き起こしている。私の考えでは、一連の懸念に対する答えの一つは、ファンドに対する説明責任を強めることである。これが全ての答えというのではなく、あくまでも一部だが。そのためには、現在あるいは1年前にファンドが何をしていたかを調べてみるのが有効だろう。

1年前、私はSWFに関するスコアボードを発表した。この春更新したが、日本の年金基金、政府年金基金をはじめ12の年金基金を含めた46のファンドを調べた。議会証言で説明しているが、ファンドの構造、ガバナンス、取決め、説明責任、行動など、たくさんの要素を取りあげている。そしてそうした要素を一つずつSWFに当てはめてテストした。これはやるべき事だが、誰も他にやった人がいなかった。

結果はその表で実際見ることができる。表を見ると、スコアは95点から9点まで幅広いことが分かる。大まかに三つのグループに分かれる。すなわち60点以上、30点未満、その間である。トップグループは22のファンドで、12の年金基金と10の年金以外のSWFとなっている。日本政府年金基金は表で見る通り87点で総合で9位、年金基金グループでは中位だ。だから良いと言えば言えるのではないだろうか。トップではないが。

私が2008年4月に出した青写真は、国際通貨基金が後援するグループ（政府系ファンド国際ワーキンググループ、IWG）向けの構想として考案したものだ。グループは2008年10月に、いわゆる「政府系ファンドの行動規範・慣行についての合意（GAPP）」を発表した。

恐らくご承知の通り、これには24の行動規範といくつかの小原則が示されている。基本的に、この枠組で30項目にまとめられているわけだが、大したものだと感心した。BISのように中央銀行という気心の知れた相手でも複数の国をまとめて何かに合意させるのは容易ではない。間違いなくIWGにそういった特徴はなかっただろう。それでGAPP自体を採点したら74点とぎりぎりトップグループに入る。これが政府系ファンドにとって世界を安全なものにした、もっと安全にする役に立てばと願っている。

GAPPの行動規範と私のスコアボードの要素との重複も調べた。重複する要素は21あったが、一部分のみ重複しているものもあった。つまり私のスコアボードの33項目のうち20項目になる。良い例であればということである。その上で、この二つのシステムの共通部分に基づいて政府系ファンドを採点し直すと、驚くことにほとんどのファンドは点が上がる。平均で約5点アップ、一部は2点アップ、点が下がったファンドは6つあった。日本政府年金基金は91点となり、実際かなり上がっている。4点の上昇だが、最初が87点という高得点なので、このようなシステムでは4点はかなり多いと言える。

ということで、順位はどれもあまり変わらない。二つのランキングの相関関係は98%、つまり0.98です。従ってトゥルーマン・システムで非常に得点が低かったファンドが突然高得点になるとか、その逆のようなことはない。基本的にはみんな同じで、ほとんどについて少し

甘くなっている。一方の現状として、国の政府系ファンドは私の見るところでは実際に非常にうまくいっている。もう一方は、受入国と関係がある。恐らくご承知の通り、IWGの会議には投資国だけでなく受入国の参加者も加わっている。たまたま私たちが投資国側にいるのは、ペイリン氏の前任のアラスカ州知事のおかげだ。実際州レベルではいくつかの州がSWFを持っているため、米国は受入国としても、またアラスカ投資ファンドの代表として投資国としても会議に参加できた。カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、アイルランドなどの先進国も、受入国と投資国を兼ねた参加者として同じカテゴリーに属していた。多分このおかげで腹を割ってプロセスを進めることができ、極めて重要な成果を生み出すことができたのだろう。

しかし同時にまた、OECDでも取り組みが進んでいる。基本的には終わっていると推測するが、誰もが理解しているわけではない。私自身、OECDが何を考えているのかつい最近まで分かっていなかった。OECDには多くの投資規約があり、新規加盟国は加盟の条件として、こうした規約を受け入れなければならない。

実際のところ朗報は、OECDが政府系ファンドに適用する別個の枠組を作る必要はないと決めたことである。つまり既存の規約を青写真として適用することになる。問題はOECD以外の政府系ファンド保有国に対する扱いだ。実施中のOECD規約は原則として加盟国にしか適用されず、加盟国は全加盟国に対し規約の適用に最善の努力を尽くすことしか約束していないため、非加盟国に対する扱いが分からない。従ってシンガポール、クウェート、ロシア、中国という話になると、こうした枠組が米国や日本などと等しく適用されるという確約はないのである。

またOECDには例外がある。国家安全保障に関する一般的な例外と、特定セクターに関する加盟国毎の例外だ。国家安全保障の例外は、安全保障を正当化する言語よりもはるかに幅広いことが多く、プロセスの範囲内でこれに異義を訴える方法はないし、誰も今回の機会を利用して事態を改善しようという者はいなかった。それどころか、ご承知の通り我が国アメリカを含め多くの国が、大々的にはないが、重要な意味で外国投資を拒否できる手続上のプロセスを強化している。

政府系ファンドに関しては、少なくとも説明責任の大幅拡大への取り組みを始めかなりの進歩を遂げている。OECD諸国においては現状維持と言えよう。これらが金融的な保護主義を防止できるかどうかはなお判然としない段階である。

日本との関連性の問題に移る。第一に、日本はある意味既に政府系ファンドを保有している。政府年金基金など政府系ファンドの扱いにかかわらず、ある意味既にこのビジネスに関わっているのである。他国が政府系ファンドに対して制限をかけている場合、同じように政府関連の投資手段なので、政府年金基金に同じ制限を課さないでいることは難しいだろう。一般に年金基金が、例えば自分たちは政府系ファンドではないと言ったとしても、同じ問題がたくさんあ

るのが事実である。つまり、そうした投資を直接的にせよ間接的にせよ政府の役人が管理しているわけである。最近のいい例がニュージーランドだ。OECD加盟国のニュージーランドが、OECDで最も保護主義的な国とは普通は思いもしないだろう。しかしそのニュージーランドが、カナダ政府年金基金からの投資を、政府投資だという理由で拒否したのである。

次に日本は、人口の高齢化に対処するファンドと過剰な外貨準備（恐らく7,500億ドル）の両方を抱えている。過去30年以上にわたって蓄積してきた過剰な準備金は、マクロ経済的には問題を含みながらも政府のミスについて日本国民にペナルティーを課すというのはアンフェアだろう。日本人がこうしたファンドから若干高いリスクを冒しても高リスク調整後に収益を手に入れようとするのは妥当なことだろう。

従ってさらに別個の政府系ファンドを設立するかどうかについて私がとやかくいう立場ではない。日本は日本であり、日本政府が決めることである。いずれにせよ日本政府とその政府系ファンドは非常に高水準に保つべきであり、実際に保たれるだろう。しかし良きにつけ悪しきにつけ、説明責任と透明性は日本の経済・政治・金融システムの最大の特徴ではない。恐らく皆さんもそう思っているのではないだろうか。

例えば、単に例として挙げると、G10諸国の大半は現在、少なくとも年に1度は外貨準備の通貨構成を公表している。重要な国でフランスを重要と見なすなら別だが唯一公表していないのは日本だけである。ここで問題は、先進諸国の合計他の先進諸国通貨構成が殆どわかっているので、日本の準備の通貨構成がどうなっているか推測できるということである。それならば、なぜ財務省がイニシアティブをとって政策を変えないのだろうか。答えは、それが日本の流儀に合わないからである。いつもそういうやり方なのだ。私はもう数年間彼らのやり方を正そうとしてきたが、徒勞に終わっている。

日本政府年金基金に関しては、得点は高いが、他の年金基金や政府系の非年金投資ファンドの中でトップにいるわけではない。私が最も重要なポイントだと思うのは、日本政府が今よりも大々的にこのビジネスに参入するのなら、国民が自分達のお金で何をしているのかと問うだろうということである。それはより高いリスクでより高い収益を求めるということだ。収益だけでなく損失もある。ただし、投資戦略がそこそこ賢明なものであり、世界が完全に崩壊でもしない限り、平均すれば収益は米国の短期国債を持っているより高いと思うが。しかし日本人はこうした事を全てレーダースクリーンの下に隠しておくのではなく、知らされるべきである。こういう場面こそGAPPのような、行動規範の出番なのだ。

最後の点は、日本はこれまで対内直接投資をあまり歓迎してこなかったという事である。今、政府系ファンドはただの言い訳で、相互主義の原則に従うべきだと主張する人もいる。私は最初にその種の原則を持ってくる事は良いとは思わないが、日本が海外に投資する時、あるいはサウジアラビアが米国に投資する時に相互主義を主張する事は、政府系ファンドの問題ではなく、政治的に重要な分野の問題だということである。要するに、日本が政府系ファンドをこれ

までよりも大々的にやりたいなら、対内直接投資についての最高基準を受け入れることを確約しなければならない。もしより高い基準を受け入れないのであれば、中国やロシア或いは一部の国からその動機がやや疑われている一部の富裕国と同じ問題が、間違いなく日本についても生じるだろう。以上が第4のテーマである。

では次に、政府系ファンドと国際的な金融混乱との関連について、現在の金融混乱における政府系ファンドの役割に対する、やや懐疑的な逆張り投資家的見方をお示しする。一点目として、基本的にあまり情報がないために、答えるのが難しいことである。しかし二点目として、望む情報を全て得たとしても、それが正しい疑問なのかどうか定かでないという事である。

従って、疑問について考え、言い換えてみる。結局、政府系ファンドの行動は世界の金融市場に安定効果をもたらすのか？ これに対する私の答えは、おそらく中立的効果があるだろうということだ。ひょっとするとマイナス影響があるかも知れないし、ごく稀なケースではプラス効果があるかも知れない。私が中立的だという理由は、政府系ファンドの資金は既に他の国々にリサイクルされている事を私たちは忘れていたからだ。これは一般的な意味で国内通貨を外国通貨に両替して外国で投資するという問題ではなく、金は外国にとどまるような構造になっているのだ。従って、政府系ファンドがAという事業体の出した資産を買っている場合、Bという事業体が出した資産を売っていることになる。よって、安定化しているかどうかは、あなたがAかBかによって違うのである。

つまりもし買っているAがシティグループだとすれば、安定化となる。Bがゼネラルモーターズだとすれば、不安定化となる。ゼネラルモーターズを売ってシティグループを買っているとすれば、不安定化しようということである。あるいはもっと現実的な例を言うと、Bがファニー・メイとフレディー・マックだとする。西側の金融機関に投資している政府系ファンドが、同時にファニー・メイとフレディー・マックから撤退すれば、危機を引き起こすことになりこの夏の危機のように、あまり安定化しているようには見えないなとなるだろう。従ってこれは、AとBが誰かということにかかってくるように私には思える。これらは大型ファンドであって、唐突に売り買いする事もあるし、無分別に売り買いする事もあり　こういう事は国外のみならず国内でも問題となるだろう　可能性としてはマイナス効果になる事もあるだろう。またこうしたファンドが本当に受動的であれば、マイナスにはならないだろう。こうしたファンドが必ずしも株主として国際的に参加するつもりかどうかは定かではない。また時には、ある意味市場が崩壊して機能不全にあるような極めて特殊なケースでは、プラスになるかも知れない。従って率直に言うと、政府系ファンドの投資はヘッジファンドと似ている。というのは、どちらも市場の動向にいわば寄りかかっている、市場が正しく介在していない状況であれば、プラスになり得るかも知れないからである。しかし、それを一般的なケースとして証明するのは非常に難しいように思う。彼らの投資は概して価値の急落している資産に集中しているようにさえ見えるが。

最後に、金融の混乱一般についてであるが、二つの見方がある。一つは国際的な金融混乱はサブプライム危機の事であり、これは米国の規制が失敗した事に尽きるというもの。そして米国の規制の失敗が世界を無茶苦茶な状態に陥れたという事である。これが私の見方でないことはお分かりだろう。もう一つの見方は、いろいろな言い方ができるだろうが、とにかく単にサブプライムの問題にはとどまらないという事である。大変なのは、何といても混乱の度合がはるかに大きいことである。もしこれが単にサブプライム・モーゲージの問題なら、本来1～2ヶ月で完全に分離され解決されていただろう。

これはただ散った火花が乾いた火口に着火し、燃え広がったに過ぎない。従って話はずっと複雑なのである。ここではまず、マクロ経済の局面から話を始める。恐らくは運もあり、意図的な政策の影響もあって、グローバルな金融・経済状況は長期間にわたり極めて良好だった。それは、かなりの程度マクロ経済政策によって助長されており、振り返ってみれば不適切な部分があった。それはFRBだけでなく日本銀行 日本当局 が、10年にわたる危機から抜け出した後に日本の財政状態にばかり目を向け、金融政策を正常化しなかったのは間違いだったと思う。その事が米国が長い間金利を1%に抑えたことと相俟って世界中に行き過ぎた金融緩和状態が広まる一因となった。

こうしたマクロ経済状況全般と、通貨金融状況全般が貸出条件の緩和につながった。さらにその上に、規制や監督に関するいくつかの失敗があった。もっとも、それは不作為(omission)の問題が大きかったと思う。過去5～6年間は規制緩和の大きな波は無かった。

次に、もう一つには金融工学が市場のダイナミクスに多少影響を与えたのは間違いない。しかし金融工学者を責めるのは難しい 工学者は超音速飛行機を設計するが、絶対に事故を起こさないようにする責任を負うのはパイロットや地上管制官なのだ。ここで興味深いのは、この危機の1周年となる2008年8月時点で、問題はすべて金融面だったことである。つまり米国経済は減速していたが、元々オーバーヒートしていたので、FRBが金利を上げたことにより、多くの金融機関に影響を与えたというようなものではなかった。影響したのは米国で金融部門に投資していた機関で、当時は実物部門にカウンターパートはなさそうであった。今は明らかに、全てが変わった。世界的な景気後退に入っている。そして実体経済と金融システムもしくは金融システムからは実体経済、住宅価格との悪循環が発生している。これは国際協調に向けた課題だ。では、将来は何をもたらすのだろうか。

約30年前、『アニー』というアメリカのミュージカルがあった。もしこのミュージカルを覚えておられるなら、このミュージカルで3～4回歌われる重要な歌の一つに『トゥモロー』という歌がある。巻き毛で赤毛の小さな女の子が最初は孤児院の友達に、それから最後は合衆国大統領に向かって歌うのである。「明日になればお日さまが昇る。だからあきらめないで。明日日が昇るのなら、全てうまくいく・・・。」

当時貧民街に住む人々などにこのように伝えるのは難しかった。しかしとにかく楽観的にな

ろうということだ。なにも明日新しいブレトン・ウッズ協定が成立し、バーゼルかワシントンに国際監督機関ができる事を目指しているわけではない。いくらか変化はあるだろうし、実際既に起きている。これに関する考え方の一つは、私たちは米国において多くの新しい事をしてきたということである。その中には立法が必要なものもあったが、為替平衡資金によるMMFの元本保証などFRBの権限を新たな目的のために使用した例もある。騒ぎが一段落すれば全てをこれまでとは違うやり方で整理し直さなければならない。最早元に戻ることはできないのだ。

米国の金融システムに適用される規則や規制や構造を変えていくと、世界に影響を与えることになる。ただ実際のところ、他の国でも並行して調整が行われる場合には世界にとってプラスだと思うのである。私たちが並行的にものを考えれば、システムはもう少し調整されているように見えるかも知れないが、实体经济の回復とこれには長い時間がかかると思うシステムの混乱が新たな均衡を獲得するには、もう少し時間がかかるだろう。

以上