

グローバル経済とSWF

吉國 真一^(注1)

はじめに

グローバル金融危機が深刻化する中で大きくクローズアップされたのが新興市場国のSWF (*sovereign wealth fund*) (注2)である。当初はその急速な拡大テンポと、投資内容やガバナンスに関する透明性の欠如などが先進国を中心に問題視されたが、その後サブプライム危機で損失を蒙った欧米の金融機関への大規模な資本援助が行われたことで、むしろ世界経済の安定要因として評価する見方も台頭した。一方新興経済圏のSWFの問題と並んで、先進国の中では異例の規模の外貨準備を抱える日本では、外準や公的年金基金が保有する対外資産の運用効率化などを目指した、「日本型SWF創設論」が様々な場で提唱されてきた。

最近では新興市場経済にも危機の影響が及び始め、SWFの急速な拡大というシナリオが修正されつつある。かつSWF自身の投資態度が慎重なものとなつたことから、SWFへの関心は若干低下しているようと思われる。

しかしこの間、金融危機の進展に伴つて欧米の主要金融機関に政府による巨額の資本注入や、直接、間接の債務保証が行われた。言い換えれば先進国の金融機関の多くが事実上「政府系」になつたのである。一方SWFについては後述する「サンティアゴ原則」でアメリカを含むいくつかの先進国が「SWF保有国」として議論に参加した。こうしたなかでSWFの問題は、「新興経済の特殊な現象」から先進国も含めたグローバル経済全体に関わる問題になつたとみることも可能だらう。いわば「世界経済を揺乱する黒船」と、「サブプライム危機から世界を救う白馬の騎士」といった両極端の間で揺れ

動いたSWFに関する見方が整理され、今こそこの問題を冷静に議論する時期が来たのではないだろうか。

本稿では以上のような問題意識の下に、SWFの急速な拡大の背景にあるグローバル経済の構造変化を概観した後、SWFを巡る最新の動きを当事者とのインタビュー等を踏まえて分析し、金融危機後のグローバル経済においてSWFが果たすべき役割について考察する(注3)。最後に「日本版SWF創設論」等日本とSWFの関わりについても私見を述べる。

1 グローバル経済の構造変化

「百年に一度の危機」（アラン・グリーンスパン米FRB前議長）と言われるようになつたグローバル金融市場の混乱については専らアメリカのサプライム市場の問題として説明されている。しかし、これをより歴史的な文脈で考えれば、過去二〇年位の間に生じた世界経済の「百年に一度」と言って良い構造変化を指摘しなければならないだろう。

① 先ず九〇年代初のベルリンの壁崩壊と、相前後して起きた中国の改革開放経済の本格化、インドの経済自由化等が、市場経済の範囲を一〇億人単位で拡大し、BRICSに代表される新興経済圏の発展を促した。

② この新興経済圏は従来の途上国経済と大きく異なる特徴を持つていて。それは高度成長にも拘わらず経常収支が黒字基調を持続し、それを背景に外貨準備が着実に増加していたことだ。この傾向が特に明確になつたのは、アジア金融危機以降である。金融危機以前のアジア経済では経常収支は小幅ながら赤字基調であり、国内の貯蓄不足を外貨建ての对外借入でファイナンスするという従来型の途上国経済モデルが残っていた。アジア危機に伴うIMF主導の厳しい構造政策の経験から手厚い外貨準備の保有がアジアのみならず新興経済圏全体の国是となり、さらに原油を中心とする一次產品価格の高騰で途上国の経常収支が黒字化し、外貨準備は急増した。

③ この間、先進経済圏では、二つの経済大国が対照的な経常収支の不均衡を維持してきた。先ず、アメリカをみると、一九六七年から二〇〇六年までの四十年足らずで人口が一億人増加し、その増加分が悉く移民と、移民を含むマイノリティ層の子弟によって占められていた。これはアメリカの中に「豊かな明日」を夢みる途上国のメンタリティと共に先進国の名目所得と最新の金融技術を併せ持つ（すなわちレバレッジに依存し易い）日本経済と同規模の巨

大な経済が出現したことを意味していると言えよう。すなわちアメリカ経済はある意味で世界最大の途上国経済であり、その必然的な結果として恒常的な経常収支赤字（貯蓄不足）の体質を備えているのである。

一方、もうひとつ経済大国日本では変動相場移行後も円高の「是正」が国策として意識されるなど外需主導型の成長を一貫して続け、プラザ合意と「前川レポート」により期待された「グローバル経済と調和する内需主導型の経済運営」という路線はバブルの生成と崩壊の中で経常黒字問題への関心が薄れる中で政策として結実することはなかつた。

⑤ そして世紀の変わり目以降、大量介入と量的緩和政策がもたらした「円キャリー・トレード」（BOX 参照）に支えられた「輸出主導型の成長」によって日本は不動産バブル崩壊後の「失われた一〇年」からの脱却を果たすことになる。そしてこの時期に外貨準備積上げを図った新興経済圏の経常黒字も急増し、日本と新興経済圏からの巨額の資本フローがアメリカの経常赤字をファイナンスし、それがアメリカ向け輸出の急増を通じて日本と新興経済圏の成長を促すという循環が成立したのだつた。

以上を示しているのが図表1である。これから明らかなように八十年代にはアメリカの赤字が日本の黒字にほぼ見合つており、その規模は現在からみれば小規模なものに收まつていた。しかしながら当時の状況は「経常不均衡の是正」が喫緊の課題とされ、プラザ合意による為替相場の全面的な調整に発展したのである。これを勘案すれば世紀の変わり目以降に発生した不均衡の規模が如何に巨大であるかがわかる。

一方こうした経常収支の不均衡に伴う新興経済圏からアメリカへの資本フローと並んで、先進国からも膨大な資本が新興経済圏に流入していたことに留意する必要がある。すなわち市場経済への急速な移行のなかで生じた膨大な「貯蓄」が、金融市場の未発達な新興経済の中では「投資」に結び付くことなく、外貨準備という「安全資産」の形でウォール・ストリートやロンドンのシティ（ロンドン・ブリッジ）のような金融センターに流入した後、欧米のマネーセンター・バンクやインベストメント・バンクが駆使する最新の金融技術により、多国籍企業の現地生産や高度なデリバティブ取引といった「投資」として新興経済圏に還流し、これが外資導入に支えられた急速な経済成長に結び付いた（図表2）。

このように欧米の金融セクターとアジア・日本の製造業セクターの間に、金融業と製造業というダイナミックな分業関係が成立し、それが九〇年代後半から実現した世界経済全般における高成長と低インフレの組み合わせ（いわゆる Goldilocks economy）を支えてきたと考えられる。

じらしたなかでアメリカを中心に官民のエコノミストの間に「経済のグローバル化の中で経常不均衡は大きな問題ではなくなつた」という見方が定着していった。いわゆる「新ブレトン・ウッズ体制」（注⁴）や「ダーク・マター仮説」（注⁵）と呼ばれるもので、経常赤字のファイナンスがアメリカ国内の生産的な投資に向かっている限り（図表2における main street の生産性が向上している限り）、経常赤字は持続可能ということになる。その証左として挙げられたのが巨額の経常赤字とネット対外債務の存在にも関わらず同国の国際収支上の投資収益が黒字を持続していることである。実際アメリカの国際収支における所得収支の黒字は最近むしろ増加基調にある（注⁶）。

しかしこの好循環は、世紀の変わり目位から以下のような要因が重なるなかで大きく変質して行つた。

- ① アメリカにおいて、「将来に対する行き過ぎた楽観」が生んだ住宅価格の上昇とサブプライム・ローン、ホーム・エクイティ・ローンの拡大が相まって、金融部門が資産価格の上昇をあてにして業務を拡大しそれが消費の拡大に結び付くという一種の「花見酒経済」が成立した。
- ② この結果アメリカの経常赤字が「過剰消費」による持続不可能なものに変質していくたにも関わらず折から本格化した新興経済圏の外貨資産積上げと「円キャリー・トレード」による膨大な資本フローが、長期に亘った連邦準備制度による金融緩和と共にファイナンス面からこうした赤字の拡大を支えることとなつた。
- ③ 結果として新興経済圏の急速な生産能力増加を、住宅価格上昇に依存したアメリカの過剰消費で吸収するという形で「花見酒経済」が世界規模で拡大することになったのである。

現在グローバル経済が直面しているのはこの花見酒経済の終焉であり、それはアメリカの経常赤字（＝新興経済圏の黒字）が持続可能なレベル（アメリカ経済の生産性上昇で吸収できる範囲内）に低下するまで続くことになるだろう。この間新興経済圏にドル建て債権を中心として積み上がった膨大な対外準備は、経常インバランスが是正される過程で

不可避的に生じる為替相場の調整により巨額の評価損を蒙るというリスクに晒され続けることになる。とすれば新興経済圏の当局としては国富（sovereign wealth）としての対外資産をできるだけ効率的に運用することが求められるだろう。

より積極的には、図表2のような分業体制において金融面で製造業における一次產品供給国のようないたた立場に置かれていた新興経済圏が、自らの金融セクターを高度化し貯蓄供給センターから金融センターへの脱皮を目指して新たな機関を設立するようになってきた。こうしたなかで新興経済圏を中心に急増しているのが Sovereign Wealth Fund（以下 SWF）である。

SWFの問題は、このようにグローバル経済の構造変化に伴う世界的な貯蓄・投資バランスと資本フローの変化と密接に結び付いているといえよう。

2 SWFとは何か

SWFという言葉が最初に使われたのは1990年に公表された State Street Bank のレポート（注7）であったと言われているが、SWFとはそもそも何かという厳密な定義は存在していなかった。後述する「サンティアゴ原則」作成の過程で使用されたSWF保有国の基準が今後定着していく可能性があるがそれによればSWFは以下のように定義されている。「政府の保有するファンドであって、マクロ経済的な目的を持つて国際收支や財政の黒字、公的資産の売却収入等を原資に設立されるが、純粹の外貨準備や公的年金基金、国営企業と区別され、外貨資産への投資を含むことが条件となる。」

（注8）

本稿では既に述べたように上記の定義を「狭義のSWF」として、外貨準備や公的年金を含む「広義のSWF」と区別して論ずることとする。各国の実情をみると政府系ファンドの目的や原資は様々であり、上記定義に照らしてもグレー・ゾーンに属するケースは存在するようだ。

一般にSWFの第一号とされているのは、一九五三年に設立されたクウェート投資庁である。その後七〇年代には石油價格高騰を背景に中東諸国でSWFの設立がみられたが、SWFが実質的に世界経済の重要な存在になったのは一九九〇〇

年代以降、特にアジア危機以降であり、さらにSWFという呼称が創造されるなどマスコミ等に注目されるようになつたのはここ数年のことだ。図表3に主要なSWFの一覧を掲げた。

一口にSWFと言つてもその設立動機、資産・負債構成、ガバナンスの構造等はかなり異なつており以下のように分類できよう。

① 原資の性格——純粹な「国富」か国債などによる借入資金か

例えば中国の投資有限責任公司（CIC）の運用資産は、元々外貨準備の一部から移管されたものであつた。その原資は外貨準備を中國人民銀行から買い取るために発行した特別国債であり、その意味でCICの資産は国有財産ではない。一方世界最大と言われるアブダビ投資庁（ADIA）（注9）の場合は国有財産としての石油輸出代金が原資でありその性格は政府にとっての「負債」というより政府自身が保有する「資本」に近い物と考えられる。すなわちCICの資産運用は常に負債サイドの調達コスト（人民銀行債金利）とのバランスが重視されるのに対してADI Aのようなファンドはより運用の自由度が高いと考えられる。シンガポールにおいては、外貨準備を原資とする政府投資公社（GIC）と国営企業の売却収入を原資とするテーマセク・ホールディングスという異なつた性格のSWFを保有している。

② 資産構成、リスクテークがどこまで認められるか

運用対象資産については、ノルウェーのように民間金融機関に近いディスクロージャーを行つているところもあるが、多くのSWFは詳細な情報を公表しておらず、そうした不透明性がSWFに対する批判の一つの背景にもなっている。金融機関などによる推計によると運用状況は、債券主体の保守的な運用（ロシア安定化基金）からプライベイト・エクイティ・ファンド、ヘッジ・ファンドなどを含む積極的運用（アブダビ、クウェート、シンガポール・テーマセク）まで区々であり、そのリスク許容度は原資が借入であるか否かとは必ずしも関係していないようにもみえる。これは多くのSWFが市場経済や民主主義の歴史の浅い新興経済圏に属しており、原資の性格に関わらず議会や市場によるチェックが厳しくないということによるものであろう。同様に新興経済圏の場合、外貨準備が常に

介入に備えた保守的な運用をしているとも言い切れない。香港が外貨準備を自国の株式市場買い支えに使用し、中国が外貨準備を原資に国営銀行の不良資産処理のための資産管理会社（AMC）を設立した注10ことは広く知られている。また、外貨準備の通常の運用においてもIMFの外準マニュアルが外国株式の保有を認めているように、かなり裁量の余地が大きいことには留意すべきだう。

③ 特定の政策目的との関係

上記のように狭義SWFは純粋な外貨準備や公的年金基金を除いているが、例えばノルウェー政府年金基金（グローバル）は通常の年金基金と別に石油代金収入を積み立てており、厳密に年金支払いにリンクしている訳ではないが高齢化社会の中で将来の年金支払い等にあてる想定している。シンガポールのSWFであるGICは基本的に開放的な小国である同国が国としている「対外資産の有効な活用による国富の増加」という目的が明示されている。

こうしたSWFの多様性や1で述べたグローバルな金融システム、資本フローのダイナミズムを勘案するとSWFの問題は外貨準備や公的年金基金も含めた一国の对外資産、外貨資産全体との関連において考察することが必要であろう。

3 SWFと国際金融体制

既に述べたようにSWFをグローバル金融システムの中でどのように位置付けていくかが今後の世界経済を考える上で重要な論点となつた。この点昨年九月にチリの首都サンティアゴで主要なSWF保有国二六カ国による「SWFに関する国際ワーキング・グループ」（IWG）によって合意されたSWFの運営に関する基本原則（GAPP generally accepted principles and practices）は、SWFを世界経済の重要なプレーヤーと位置付けその行動規範をSWF保有国間の自主的な合意として確立したエポック・メイキングな成果として評価できよう。

また、このGAPPが成立した経緯を振り返ってみると、サブプライム問題を契機とするグローバルな金融システムの動搖の中でG7に象徴される欧米先進国を中心としていたこれまでの国際金融システムの運営（ガバナンス）が新興經濟

圏の関与を強める方向で大幅に変化してきたことが如実に伺われる。以下サンティアゴ原則の採択に至る国際金融外交の推移を振り返ってみよう。

SWF問題が最初に国際金融界でクローズアップされたのは、〇七年の三月に中国が外貨準備を原資とするSWF中国投資有限責任公司（CIC）の設立を決定し、さらに同年五月CICが九月の設立を待たずにアメリカの代表的なプライベイト・エクイティ・ファンドである「プラックストーン」への三〇億ドルへの出資を公表した頃からであろう。この出資は先進国間において中国の「金融覇権」を目指す政治的な意図によるものとして受け取られ、折から原油価格の上昇を背景にロシアの安定化基金（〇四年設立）等の存在感が高まっていたこともあってSWFに対する警戒感が急速に台頭することになった（注11）。

こうした中で二〇〇七年一〇月G7声明において「SWFの組織構造、リスク管理、透明性及び説明責任などの分野における最良慣行（ベスト・プラクティス）の策定」をIMF等に要請した（注12）。

これに対してSWF保有国サイドからは強い反論が寄せられた。例えば翌二〇〇八年一月のダヴォス会議において設けられたSWFに関するセッションにおいてアメリカ代表のサマーズ元財務長官とSWF保有国代表のアル・ジャセル・サウジ・アラビア中央銀行（SAM）副総裁（当時）らとの間で行われた激しい論争は今でも国際金融界の語り草となっている。この中でSWFの不透明性やガバナンスの欠如、政治的動機での歪んだ投資行動の可能性等を指摘したサマーズに対し、アル・ジャセルは以下のように厳しく反論し、新興経済圏の意見を代弁したのだ。

「SWFは長期・安定的な投資行動によってグローバル経済のアンカーとして機能してきた。一方、国際金融界に多くの問題を惹起した格付会社やヘッジ・ファンドについて規制することについて我々は極めて慎重だったのではないか」（注13）

同じ頃图表4に示すようにサブプライムで巨額の損失を蒙った欧米の金融機関に中東やアジアのSWFなどから大規模な資本参加が行われていた。結果としてダヴォス会議の前後から欧米金融界のSWFに対する警戒感は大きく修正されいくことになる。

先ず三月にアメリカ財務省とシンガポール、アブダビの間でSWFの行動に関してSWF保有国の側が透明性やガバナ

ノスに留意する一方、投資受入国サイドも差別的な扱いをしない」という趣旨の覚書が交わされた(注14)。

同年四月G7でIMFと並んで行動規範の作成を要請されたOECDがSWFと投資受入国の対応に関するレポートを公表、これはSWF受入国サイドのガイドラインとして、SWFをグローバル金融市場の重要なプレーヤーとして前向きに位置付けると共に、SWFからの投資についてこれまでの基本的な対内投資と同様の原則を適用する（無差別、安全保障上等の理由による対応については他の投資主体と同じく慎重な配慮を認める等）、言い換えればSWFを特別扱いしない」とを主眼としたものである。

一方、SWFの行動規範については前記米、シンガポール、アブダビの合意を契機に先進国と新興市場国サイドの歩み寄りが進んで行った。また、国際金融問題に関して最も権威あるシンクタンク Peterson Institute (IIE) の上級フェローであるTruman元米FRB国際金融局長、元財務次官補は透明度やガバナンス構造等の三つの基準に沿って主要国のSWFや公的年金をスコアリングした「格付表」およびSWFの行動規範の私案を作成していく(注15)。

そしてIMFが事務局となつてSWFに関するワーキング・グループ (International Working Group of Sovereign Wealth Funds)(注16) が二十六のSWF保有国によつて組成され、九月にチリのサンティアゴで自主的な行動規範 (generally accepted principles and practices' APP-GAPP) に合意したのである。

GAPPの合意は以下の諸点を網羅した二四の原則から成つてゐる(注17)。

- ① 健全な国際金融システムと自由な資本移動の確保
- ② 投資受入国の規制やディスクロージャー制度の尊重
- ③ 経済・金融的なリスク・リターンに沿つた投資決定
- ④ 透明かつ健全なガバナンス構造を通じた適切なオペレーションのコントロールとリスク管理、アカウンタビリティーの確立

その基本的な内容は既に三ヵ国合意で確認されたものの延長線上にある常識的なものである。具体的なアクションにながるような条項を含んでいる訳ではなく、法的な拘束力も全くない。しかしながらこれが作成された経緯をレビューし

てみると二一世紀の国際金融システムを左右する新しい流れが見えてくると思われる。

先ず I WG は SWF を保有する二六カ国のメンバーにより構成されているが、ここには中東、アジア等の新興市場経済と並んでノルウェー等 SWF を保有する先進国も参加している。特にアメリカがアラスカの石油収入を運用するファンダードの保有国として、I WG のメンバー及び投資受入国双方の資格で参加していることは、同国がこの論議を通じて国際金融面での影響力を維持しようとする強い意志を象徴していると言えよう。一方後述するように広義の SWF 保有国として世界最大級である日本は、多くの OECD 諸国同様投資受入国として参加した。また中東産油国でもサウジ・アラビアは中央銀行の保有外貨は SWF ではないという立場からオブザーバーという資格になっている。このように I WG のメンバー・シップに関する微妙な立場の相違は、サンティアゴ原則の今後の運用と組織としての I WG の将来に重要なインプリケーションを持つだろう。

I WG の共同議長は Caruana IMF 金融・資本市場局長（〇九年四月から BIS 総支配人）、と Suwaidi A DIA （アブダビの SWF）局長が務め IMF が事務局を提供した。Caruana はスペイン銀行総裁やバーゼル銀行監督委員会（バーゼル委）議長を務めた国際金融のエキスパートであるが、スペインは G7 や BIS のスタンディング・コミティである G10 のメンバーでない。そしてサンティアゴ原則は十月の IMF 総会時に I WG メンバー間の自主的な合意として、G7 ではなく、途上国の代表も加えた IMF の意思決定機関である IMF C （IMF 委員会）に報告されている。これは同宣言が G7 から IMF への要請という形を取っていたことに対し、国際金融システムのガバナンスを G20 に移すという非先進国からの明確なメッセージであったと捉えるべきだ。事実、IMF 総会を受けて一月に開かれたグローバル金融市場の混乱に対処するための会議は G7 ではなく、G20 （サンパウロの蔵相会議、ワシントンの首脳会議）のフレームワークで開催され、今後も IMF 総会の前に G20 を開催し（注 18）、G20 を名実共に G7 に変わる IMF・世銀体制のステアリング・コミティと位置付ける方向で議論が収束しつつあると言われている。

サンティアゴ原則が今後どの程度実効性を發揮するかは未知数であり、先進国と新興経済圏の対立を一時的に緩和する「ガス抜き」に終わる可能性もあるだろう。実際、筆者が関係者と個別にインタビューしたところ、先進国サイドが同宣言

で SWF の行動を規制するという目的が達成されたとしているのに対し、途上国サイドは逆に拘束力のない自主的規範の形で SWF の行動の自由を確保したとの見方であり、「同床異夢」の評価であった。

しかし、IWG の事務局である IMF の関係者は、IWG の結成 자체が大きな成果であったと強調し、IWG が今後バーゼル委のような組織として発展していく可能性があると述べている。これはグローバル金融危機の中でレゾン・データルの危機を克服し存在感を高めつつある IMF が、IWG の事務局として SWF 問題にイニシアティブを取りつつあることを示すものであろう（注19）。そもそもバーゼル委の事務局である中央銀行のための国際機関 BIS（国際決済銀行）は、世界的に中央銀行という制度が確立途上であった中で、第一次世界大戦後にドイツの賠償問題解決のための手段として生まれた機関であり、その経緯はある意味で IWG の設立に通じるものがある。すなわち IWG が半永久的なワーキング・グループとしてバーゼル委同様の機能を果たすだけでなく、常設の国際機関として BIS のような存在に育っていく可能性もあるのではないかと思われる。その場合巨額の公的対外資産を抱える日本が IWG のメンバーでないことをどう考えるべきだろうか。

国際金融システムにおける SWF の役割を考えるもう一つの視点は為替相場制度との関連であろう。SWF 急増の背景となつた新興経済圏による為替相場の運営方針は、サブプライム危機の中で中国人民元や韓国ウォンの対ドル相場が大きく上昇するなど大きく変化した。〇八年九月のリーマン・ショック以降米ドル相場は円を除く殆どの通貨に対して上昇した後、年末、年初は再び下落基調にあるなど不安定な動きが続いている。

この間ユーロ圏では、サブプライム危機のなかで通貨統合の弱点（金融システム、金融監督に関する統一機関の不在）が露呈した反面、危機がユーロ非加盟国においてはユーロ導入のモメンタムを高める方向に働いた。一方中東の湾岸六カ国では糾余曲折を経ながらも通貨統合の議論が進展している。このように為替制度を巡ってはグローバル金融危機の中で錯綜する動きがみられており、1で指摘した「新 Bretton Woods 体制」が変質しつつあるなかで、今後 G20 のフレームワークで国際通貨システムに関する抜本的な見直しが行われる可能性も無視できなくなっている。その帰趨は SWF の運用方針や規模そのものに大きな影響を及ぼすことになり、IWG のような場においても SWF 保有

国の対応を巡って議論が活発化していくことになる。

4 日本におけるSWF創設論議

一方、「日本版SWF」を巡る議論は、グローバル金融危機の中でモメンタムが低下しているように思われる。ここ二、三年のタームでみれば円建ての定期預金や日本国債への投資が結果として最もロスが少なかつたという状況のなかでは、株式や外貨資産等による積極的な投資を求める議論には違和感が生じるのが自然であろう。しかし、長い目で見れば公的資産がローリスク・ローリターン投資に集中することは賢明な選択ではないと思われる。

例えば、図表5に示すように一〇年、二五年といった長期でみると中央銀行保有資産のような安全資産中心のポートフォリオは、実質利回りがマイナスになる確率がかなり高いのに対し、株式を中心とした積極型のポートフォリオはほぼ確実にプラスの実質利回りを確保できるという研究結果がある。株式投資の実質リターンが究極的には経済全体の成長力を反映する以上、「長い目でみれば成長率に見合うプラスのリターン」となるのは当然予想されることであろう。一方安全資産の特徴は、「長い目でみればせいぜいインフレ率をカバーできる程度」であり、予期せぬインフレや経済危機が生じれば細々と積上げた利益は帳消しになるということだ。すなわちリスクを一切負わないという運用姿勢は、結果的には国富にとつて無視できない機会費用をもたらすことになるのではないか。

以下こうした問題意識の下に日本版SWF創設についての議論を整理する。

既に指摘したようにSWFを広く定義し、外貨準備や公的年金のうち对外資産運用分を含めて考えれば、以下のように日本は既に世界最大級のSWF保有国である。

わが国の对外資産総額

うち 外貨準備

一兆ドル弱（同二一・四%）

GPIF 外貨資産

二千億ドル（同四・四%）

従つて、広い意味で政府管理下にある外貨資産は一・二兆ドル（对外総資産の一三%、GDPの1/4）。注：一〇〇

七末計数。GPIF一年金積立金管理運用独立行政法人（総資産約一五〇兆円）。

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資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。

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。

先ず外貨準備についてみると、その運用状況は、債券・預金が対象で、米ドル比率が極めて高いと見られている（注20）。一方、公的年金の運用機関である年金積立金管理独立行政法人（以下GPIF）の運用は外貨債券、外国株のシェアが市場運用分のそれぞれ八%、九%、というベンチマークが存在しており、外国資産の目標比率は既に達成されている。通貨別の構成比は公表されていないが、リスク分散を図ることは運用方針として明記されている。

こうした外貨準備やGPIFの運用についてはかねてから少子高齢化、グローバル化というマクロ的な経済環境を勘案すれば株式のようなリスク資産や外貨・対外資産への投資をより積極的に行うべきであるとの提言が行われてきた。一兆ドルという中国に次ぐ規模に達した外貨準備については以下のように議論が分かれている。

① 財務省を中心とする政府当局の見解は「現状維持」であり、外債は外為証券という国債の発行を見合いに保有している資産なので、極力保守的な運用を心がけるべきという立場である。

② 一方、外債のレベルが高すぎることから、市場への売却によってその残高を大幅に減らすべきであるという見解がある。これに対するは仮にレベルが高すぎるとしてもその売却は実質的に市場介入と同様の効果を持っている。特にドル暴落の可能性が懸念される最近の市場動向を勘案すれば当局が外貨売却について検討することが報道されただけでも為替市場に不測の影響を与えるとして否定的な見解がある。

③ こうしたなかで外貨準備のレベルを当面急激に減少することが現実的でないとすれば、リスクに配慮しつつ効率運

用を図り、リターンを高めるために政府主導の新たなファンドを創設すべきとの議論が新興経済の SWF の活動がクローズアップされた〇七年頃から活発化するようになった。

一方、これとは別に GPIF の運用については少子・高齢化問題との関連で公的部門の運用資産の効率化という観点からその改善を求める議論が活発化しており、これが外貨準備を原資とする SWF 設置論と相俟って官民のフォーラムにおいて以下のように具体的な検討が行われることになった。

・自民党国家戦略プロジェクトチーム

当初外貨準備を原資とする SWF の設立を検討したが、為替市場への影響等国際通貨外交上のデリケートな問題が絡むことから、検討対象を公的年金に変え、GPIF の基金を原資に十兆円程度の別ファンドを設立し、独立のファンドとして外部の金融機関等に運用を委託する案を提示。外貨資産の割合、債券・株式の割合といった運用方針は現行 GPIF に準ずるものとし運用期間は五年間。

・グローバル化改革専門委員会第二次報告

経済財政諮問会議内に設立された同委員会において、GPIF に数兆ドル規模のベビーファンドを複数設立する報告を作成。

・渡辺善美金融担当相（当時）の私的懇談会

SWF については、専ら投資受入国の立場からの議論に止まり、外貨準備の運用については将来の検討課題とした。一方、GPIF の運用改善を提言するが具体的な施策を提示するには至らなかつた。

毎年数兆ドルに達する外貨準備の運用益は、それに見合う短期国債（外国為替証券）を発行することにより外貨準備と国債残高双方の増加要因となっている。伊藤隆敏東大教授はこうしたわざわざ為替リスクを負うミスマッチポジションを増加させるのでなく運用益相当分を原資に SWF を設立することを提唱している。

既に述べたようにこれらの提言については、昨年秋以降グローバル金融危機が深刻化する中でリスク資産とりわけ外貨資産への運用を積極化する議論が説得力を失ったことによって、具体化の目処が立っていない。しかしながら、識者の間では公的資産の運用について現状維持には多くの問題があることにはほぼ意見の一一致があると考えられる。それでは現状改革のために何をなすべきだろうか。

わが国の外貨準備が、如何なる基準に照らしても先進国としては過大であるという点で識者の見解は一致していると思われるが、短期間にこれをド拉斯ティックに減少させることは、為替市場の現状からみてコンセンサスを得るのは困難であろう。

一方 GPIF については国際比較などを勘案すればホームバイアスが強すぎるとの批判が強い。すなわち外貨準備については外貨資産の過剰が、GPIF では外貨運用割合の低さが問題になつてゐるのであり、公的当局全体でみれば結果的にバランスが取れていたとの見方も可能である。

とすれば、外為会計の外貨資産と GPIF の円資産をスマップすることにより、為替相場に中立な形で両者の問題点を解消できるのではないかと思われる。より受容れ易い当面の対策として伊藤提案を参考に運用益については外貨で GPIF に移転し、同基金内の別勘定で外部委託する（当該分については GPIF の外貨資産運用上限の例外扱いとする）といふのも一案ではないか。

勿論、以上のようなアイデアについてもリスクや問題点を指摘することは容易である。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、完全な案は存在し得ない。ただ、現状に問題があるという前提から出発するなら、検討すべきは現状を維持するリスクと変化させるリスクとの比較考慮であるべきだろう。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し得ることになる。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変更に匹敵するインパクトを持つてゐる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る。

国際金融システム論議への積極的な関与を——結びにかえて

一方、こうした公的部門外貨資産の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。既に述べたように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。

昨年一〇月のG20で麻生総理が外貨準備から千億ドルをIMFへの資金援助として提供する用意があると表明したのは、その意味で日本がこうした分野で積極的なイニシアティブを取つて行く姿勢を示したものとして評価できよう。例えば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（注2）。

一方、既に述べたように新興経済圏の「貯蓄」がロンドン、ニューヨークで「投資」になつて新興経済圏に逆流してい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ことが明らかになった。新興経済圏と日本との間で双方向の資金フローを拡大させ、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つ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た新興経済圏へのインフラ、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。

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ても求められよう。

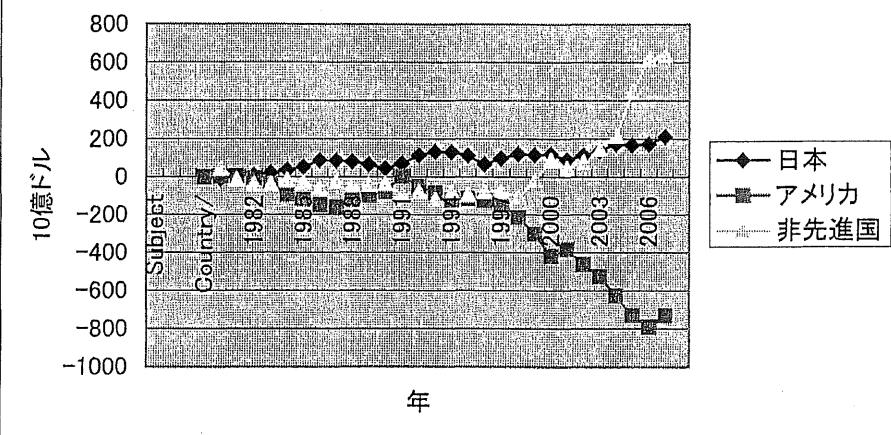
BOX 大量介入、量的緩和と円キャリー・トレード

いわゆるブレトン・ウッズⅡにおいては新興経済圏の通貨当局が割安な自国通貨の対ドル相場を人為的に維持したことに対米の経常収支不均衡が拡大したとされる。一方日本は〇四年以降為替市場での介入を一切行っていないが円相場は〇七年まで一貫して主要国通貨対比で下落基調にあった。この相場動向はこの間の経常黒字や物価の動きに照らして明らかに異常な動きであり、結果的には日本の経常黒字を拡大させ新興経済圏同様アメリカの経常赤字ファイナンスに大きく貢献した。

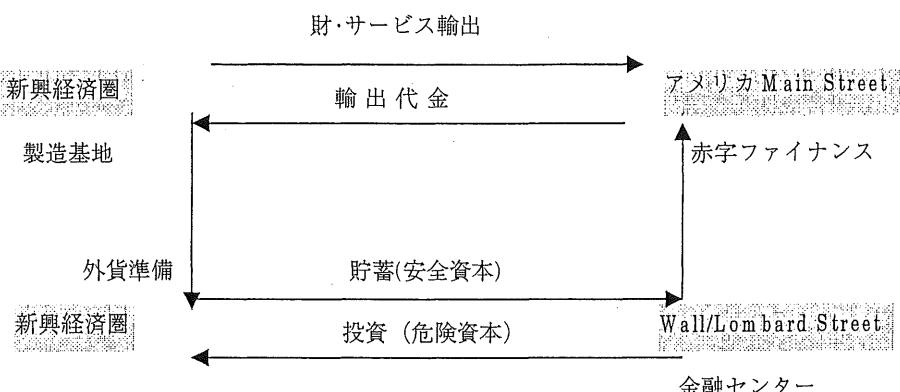
円安相場は中国のような人為的な為替相場操作でなく市場で決まった相場であるとして、国際社会での強い批判を受けることはなかった。しかしながらかかる円安は意図したものかは別として〇三年に行われた大規模な為替市場介入と〇一年以降続けられた日本銀行の量的緩和政策が大きく寄与していると思われる。すなわち〇三年の介入と介入終了後も続けられた量的緩和による低金利持続期待の下で日本の金融機関、投資家さらには一般家計の中に「日本の通貨当局は内外金利差を上回る程の円高を許容しない」という予想が形成され、これが外貨建て投資に関する暗黙の元本保証になつたと考えられる。そして暗黙の元本保証が存在する下ではバブル期の不動産投資のように社会的にはマイナスの投資が急増することになる。〇四年以降の円安が内外の物価動向と矛盾する一種のバブル的な要素を持つていた（いわゆる円安バブル）裏には内外の経済主体の間に以上のようないくつかの心理的ダイナミズムが働いていたのではないかと筆者は考えている。

※1 詳細については吉國(2008-1) 参照。

図表1 経常収支の推移（IMF世界経済見通しより作成）



図表2 アメリカと新興経済圏——goldilocks経済を生んだ金融業と製造業の分業体制



図表3

主要な政府系ファンド等の一覧

国	ファンド	資産	設立	資金源	単位：10億ドル	
					透明度指数	IWG加盟
UAE	アブダビ投資庁	875.0	1976	石油	3	○
サウジ	サウジアラビア投資庁	433.0	1952	石油	2	×
シンガポール	シンガポール政府投資公社(GIC)	330.0	1981	非商品	6	○
中国	国家外貨管理局	311.6	1979	非商品	2	×
ノルウェー	ノルウェー政府年金(グローバル)	301.0	1990	石油	10	○
クウェート	クウェート投資庁	264.4	1953	石油	6	○
中国	中国投資有限責任公司	200.0	2007	非商品	6	○
香港	香港通貨庁	173.0	1998	非商品	7	×
ロシア	準備基金／国民福祉基金	189.7	2008	石油	5	○
シンガポール	テマヤク・ホールディングス	134.0	1974	非商品	8	○
UAE	インベストメント・コーポレーション・ドバイ	82.0	2006	石油	4	×
中国	全国社会保障基金	74.0	2000	非商品	5	×
カタール	カタール投資庁	60.0	2003	石油	5	○
リビア	リビア投資庁	50.0	2006	石油	2	○
アルジェリア	歳入規制ファンド	47.0	2000	石油	1	×
豪州	将来ファンド	43.8	2004	非商品	9	○
米国	アラスカ永久ファンド	39.8	1976	石油	10	○
カザフスタン	カザフスタン国家ファンド	38.0	2000	石油	-	×
アイルランド	国家年金準備ファンド	30.8	2001	非商品	10	○
ブルネイ	ブルネイ投資庁	30.0	1983	石油	1	×
韓国	韓国投資公社	30.0	2005	非商品	9	○

注:IWGは、政府系ファンドの行動規範を協議したIMFの会議の名称。正式加盟国は19カ国の中22ファンド。

資産、資金源、透明度指数は、Sovereign Wealth Fund Instituteによる(2008年10月更新データ)。

出所:米ソブリン・ウエルス・ファンド・インスティチュート(Sovereign Wealth Fund Institute)

資産規模については推測の数字が多く、特にアブダビ投資庁については3千億ドル程度との見方もある。また全般的に昨秋以降の金融危機深刻化で資産規模が減少している可能性が高い。

図表4 SWF から 欧米金融機関への出資(億ドル)

- アブダビ投資庁(75)、シンガポール政府投資公社・クウェート投資庁(145)→シティグループ
- テマセク・シンガポール(84)、クウェート投資庁・韓国投資公社(各 20)、→メリル・リンチ
- シンガポール政府投資公社・GIC(98)→UBS
- 中国投資有限責任公司(50)→モルガン・スタンレー
- カタール投資庁等(100 億スイス・フラン)→クレディ・スイス
- ロンドン証取、ユーロネクスト、OMX(北欧証取連合)などにも SWF や中東取引所からの出資

図表5 安全運用のパラドックス——超長期でみると安全資産に偏った運用により実質運用益がマイナスになる確率は上昇(Summers 2007 より転載)

Probability of a negative real return for different holding periods

	1 year	5 year	10 year	25 year
Stocks	32.3%	21.9%	13.3%	0%
Typical pension portfolio	33.2%	18.4%	12.5%	0%
Typical central bank portfolio	34.8%	32.8%	37.0%	38.1%

Average loss in real terms in periods of negative real returns

	1 year	5 year	10 year	25 year
Stocks	-5.2%	-5.2%	-2.4%	0%
Typical pension portfolio	-3.1%	-2.2%	-2.3%	0%
Typical central bank portfolio	-1.1%	-4.1%	-7.7%	-11.1%

Source: World Bank Treasury calculations based on Ibbotson data

参考文献等

- 小原篤次「政府系ヘッチャ 全大マネーの真張」 日本経済新聞社 2009年
- 小森正樹(2008)「国債ヘッチャ 全大マネーの真張」 東洋経済新報社 2008年
- みやは総合研究所(2008)「巻き戻するグローバルマネーの真張」 東洋経済新報社 2008年
- 相國眞一(2007)「警鐘立てる国際金融機関」 外国為替貿易株式会社 国際金融 1100号 10月号
- 相國眞一(2008-1)「シハタロウの眼にせよいた世界経済」 全国外債貿易誌社 国際金融 1100号 1月号
- 相國眞一(2008-12)「世界経済の新しさが抜群の政府系ヘッチャ(の真張)」 大曜ASGHケヤクトマガジン 1月号 <http://www.stjapan.com/library/newsletter/exhtml>
- Bank for International Settlements (BIS) “What explains the US net income balance” BIS Working Paper Jan, 2007
- International Monetary Fund, “Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda”, February 29, 2008.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)
- “Generally Accepted Principles and Practices for Sovereign Wealth Funds” October 2008 <http://www.iwg-swf.org/>
- Michael Dooley et al, “The revived Bretton Woods System: alive and well” Deutsche Bank Global Market Research December 2004
- Peterson Institute Website SovereignWealth Fund 12月号 | 横田セイ一 <http://www.jie.com/research/topics/hottopic.cfm?HotTopicID=11>
- State Street Global Activism, “Who Holds the Wealth of Nations” August 2005
- Summers, Laurence H, “Opportunities in an Era of Large and Growing Official Wealth”, in Johnson-Calaro and Rietveld eds., *Sovereign Wealth Management*, 2007
-
- 1 新光証券(株)シニア・アドバイザー、武藏野大学政治経済研究センター客員研究员。本稿は筆者が日本経済調査協議会（日経調）のSWFに関する研究会の委員長として委員方との議論の中で得た知見や同研究会に関わる作業の中で作成された資料に多くの負っており、委員の方々に感謝したい。あわらん本稿で意見に亘る部分は筆者の個人的見解であり誤り等は全て筆者の責に属する。
- 2 SWFについては、「国富を増やす」「政府系ファンド」などと呼ばれ確立した定説が存在しない。これはそもそもSWFとは何かという明確な定義が存在していないからだといふものである。本稿では後述するサンディアゴ原則で示された「狭義のSWF」をSWFと呼ぶ、外貨準備や公的年金基金を含む公的運用資産全体を「広義のSWF」と呼んで区別する」といふ。

3 本稿では紙数の関係から既に多くの論稿がある個々のSWFの特徴については詳述しない。興味のある向かは小原篤次(2009)、みずほ総合研究所(2008)、小森正彦(2008)等を参照されたい。

4 Michael Dooley et al(2004)参照

5 B-S(2007)に「ダーク・マター仮説を含む米国の投資収益に関する分析がある。」

6 1100七年の米国は年末時点で11・四兆ドルの対外純債務を抱える世界一の債務国であるにも拘らず八〇〇億ドルという巨額の所得収支の黒字を計上しており、同国の金融セクターが図表2に示されるような分業体制から如何に膨大な利益を得てきたかがわかる。一方、日本は同年末の対外純資産が六兆ドル弱という世界一の債権国であるのに對し、所得収支の黒字は一五〇〇億ドル、純債権額に対する収益率は二・五%程度との間世界経済が実質で五%成長を達成したのに比べ低いものに止まつた。同様に中国の対外純資産は約一兆ドル、所得収支は二九〇億ドルの黒字であり、収益率はほぼ日本に等しい。すなわち日本は図表2の分業体制の中で新興経済サイドに属していることになる。一方、アメリカに並ぶ金融大国イギリスは四千億ポンド弱の対外純債務を抱えながら、1100億ポンド程度の所得収支の黒字を計上しており、金融センターとしての存在感を示している。

7 State Street Bank(2005)

8 Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)-*Santiago Principles* <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>

9 A D I Aの資産規模は公表されておらず、国際金融筋による推計は「一千億ドル台から最大八七五〇億ドル」という幅がある。筆者が参加した中東投資セミナーにおいてアブダビの当局者自身が「八千億ドルを超える」という表現をしたことなどからみて実際の規模も上限に近づくものにあると思われるが、その後グローバル金融市场の混乱で大幅に日減りしている可能性には留意すべきであろう。

10 これが後に中国のSWFであるCICOになる。

11 ただ、その反応の内容は日本とアメリカで若干異なつていてることは興味深い。すなわち日本では「ラックストーン自身がヘッジファンドなど」と並ぶ「黒船」のように受け取られていたのに對し、アメリカでは最先端の金融仲介業である「ラックストーンへのCICO」の投資が防衛産業に準ずる重要なセクターへの非民主主義国家からの投資として問題視されたのである。

12 同じG7において金融システム問題に関する横断的な組織である金融安定化フォーラム(FSF)に対しサブプライム問題に対処するため施策の検討が指示されている。このように現在の国際金融問題に対する国際協力体制は先進国のフォーラムであるG7が事実上の司令塔(スタンディングコミティ)となり、IMFなどの国際機関に作業を指図するという形が定着してきた。しかし後述するようにSWFの議論においては途中からSWFを保有する新興経済圏の諸国がイニシアティヴを取つてこの体制を大きく変えていくことになる。

13 その後、筆者が中東やアジアの政府、SWF幹部と面談した際、彼等は異口同音に「我々は金の出手であり、G7は借り手になった。借り手が貸手に金の出し方を指図する資格はない」と厳しく指摘した。

15 詳細については Peterson Institute Website 参照。同スコアボードは総じて先進国（ノルウェー等）の SWF や年金基金が高く評価され、新興経済圏の SWF には厳しいスコアとなっていた。

16 I WG（二〇〇九）参照。

17 詳細については上記注 16 のサイトで宣言の全文をみることができる。

18 IMF の意思決定会合である総務会は春秋の二回（原則四月と十月、十月は年次総会）開催されるが、会合直前の G7 で重要案件が事実上決着し、その後の総務会や G10、IMF・C、G20 といった会合は G7 での決定事項を追認するセレモニーとなっていたのが実情だった。仮に今後 G20 が G7 に変わってその役割を果たすとすれば二〇〇八年は第二次大戦後の国際通貨体制の大きな転換点となるだろう。ただ、G7 はもともと G10 の議論が形骸化したため少人数のインフォーマルな会合というコンセプトの下に発足した G5 が元になっている（G5 に入っていないイタリアがサミットの G7 体制との平仄を主張して G7 に一本化）。そして 5 が 7 に拡大したことで結局 7 の議論もセレモニーに堕したとの指摘もみられている。このように意志決定のフォーラムには、多くの参加者による legitimacy と少人数の参加者による efficiency のジレンマが付き纏っており、G7 が 20 に拡大する場合インフォーマルで質の高い議論を如何に確保していくかが重要な課題となっていくだろう。一方、日本にとっては G7 が消滅したり重要性が薄れることは、G7 メンバーであると共にアジアに属するというユニークな地位を失うことで国際通貨外交上のレバレッジ低下につながる可能性があるだろう。

19 IMF 等の国際金融機関を巡る最近の動きについては、吉國（二〇〇七）参照。

20 日本は先進国として IMF の統計公表基準においてより詳細な情報開示が求められる特別基準（SDSS）の適用国になつておらず、近年為替市場への介入状況につき詳細に公表するなど透明性を高めてきた。ただ G7 の中で唯一外貨準備の通貨構成について公表していない。これは日本の外貨準備が先進国としては異例の高水準であり、その開示自体が為替相場に影響するという懸念等によるものとみられる。もつとも IMF が G7 全体の通貨構成を公表しているので日本分も事実上逆算可能であり、公表が大きな問題を引起することはないと考えられる。

21 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・コミティーとなつた。G10 はその後 G5 / G7 に取つて変わられた後も BIS を中心とするバーゼル・プロセスの中では引き続きステアリング・コミティーとしての役割を果たし続けている。なお、GAB と同様の新興経済圏を含む取り決めとしては既に NAB（新借り取り決め）が存在する。しかし、GAB、NAB 共にその後の情勢変化のなかで形骸化し、発動されることなく今日に至っている。