



世界的な金融危機における 中国版SWFの投資行動の変化¹

張 明[※]

要 約

国富ファンド（Sovereign Wealth Funds, SWF）は、ロシア、中国などの新興市場大国の参入により、世界の関心を集め始めている。世界的な金融危機の発生と拡大により、世界の SWF は大きなダメージを受ける一方で、新たな投資のチャンスも迎えている。各 SWF は金融危機対策として、投資規模を縮小し、投資先となる地域や重点業種を切り替えた。中国の SWF も例外ではない。2009 年以來、中国投資公司（China Investment Company Ltd.、以下「CIC」）は投資業種や地域の分散化、投資方式の多様化を進めている。さらに、株式のマジョリティ確保と資本参加、国内投資と海外投資を使い分け、1 回の投資額を大幅に縮小している。CIC の創設と成熟化に伴い、中国版 SWF による資産運用市場の枠組みが再編されつつある。外貨管理局、CIC および全国社会保障基金理事会の三者による競争は、中国国民に大きな利益をもたらすだろう。

I、はじめに

世界におけるSWFの発展は1953年のクウェート投資局（Kuwait Investment Authority）の創設に始まり、半世紀に及ぶ。しかし、機関投資家としてのSWFが世界の注目を集めるようになったのは、世界的な影響力を手に入れた新興市場大国が自国のSWFを持ち始めてからである。2003年にはロシア連邦安定基金（Stabilization Fund of Russian Federation）が創設されていたが、SWFが世界の金融市場で最も注目される機関投資家となったのは、2007年にCICが創設されてからのことである。2010年3月末現在、世界のSWFが運用する資産の規模は3.839兆ドルに達した²。同期間における世界の外貨準備高合計の47%に当たるまでになった³。この資産規模は年金基金や投資信託の資産規模（いずれも25兆ドル以上）には遠く及ばないものの、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）の資産規模をすでに大きく上回っている⁴。

¹ 本稿は『国際経済評論』2010年第5号掲載の「世界的な金融危機における中国版SWFの投資行動の変化」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論分の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

² 出典：<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

³ IMF COFER データベースで公表された2010年第1四半期末の世界の外貨準備高に基づいて筆者が算出。

⁴ 出典：<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/market-comparison-investor-classes-and-asset-classifications/>

※ 張 明 中国社会科学院世界经济政治研究所国际金融研究室 副主任

輸出主導型の発展戦略を選んだ結果、中国では、1990年代半ばから経常勘定項目と資本勘定項目の「双子の黒字」が続き、外貨準備が積み上がり続けている⁵。2005年には、資本勘定項目に代わり、経常勘定項目の黒字が外貨準備の増加の最大要因となり、その後は外貨準備資産の蓄積がさらに加速した。2004年9月、中国の外貨準備高は5000億ドルを突破し、2006年10月には1兆ドルを突破、2009年4月には2兆ドルを突破した⁶。外貨準備資産の増加は、中央銀行にとって不胎化のためのコストが上昇することを意味する上、中央銀行のバランスシートにも大きな為替リスクをもたらすことになる。さらに、外貨準備資産の大部分が先進国の国債を購入することに充てられているため、外貨準備資産の投資収益率は非常に低い。外貨準備資産の運用の多様化を進め、投資収益率を高めるため、中国政府は2007年9月にCICを設立し、2000億ドルの外貨準備資産を同社に注入、国際金融市場におけるよりハイリスクハイリターン投資を担当させた。中国版SWFはこうした機運に乗って誕生した⁷。

CICの設立と運用開始は、今回の世界的な金融危機の発生や拡大とほぼ時期が重なっている。米国でサブプライム危機が表面化したのは2007年8月である。サブプライム危機で大きな損失を受けたからこそ、ウォール街の各投資銀行は株式投資による資本金の充足や、レバレッジ比率の引き下げを迫られ、最終的には新興市場国のSWFからウォール街の投資銀行への資本注入が相次いだのである⁸。2007年12月、CICによるモルガン・スタンレー（Morgan Stanley）への56億ドルの投資もその一つである。2008年9月のリーマンブラザーズ破綻により、米国のサブプライム危機が世界的な金融危機へ発展し、新興市場国のSWFからウォール街の投資銀行への株式投資は大幅なキャピタル・ロスを被った。CICも例外ではなく、ブラックストーン（Blackstone）やモルガン・スタンレーへの投資で巨額の損失を出した。深刻化する危機への対策として、世界の各SWFは2009年から投資戦略・資産構成を大きく調整している。多様化の過程や取引数量・投資規模の調整の動きについては、2009年におけるCICの方針転換にその典型を見ることができる。2010年4月に起きた欧州の債務危機は、金融危機が新たな局面に入ったことを示しており、SWFにとっては新たな試練であるとともに、今後に向けたチャンスでもある。

本文の構成は次の通りとなっている。第二節では、金融危機下での世界の各SWFの投資行動の変化を整理し、第三節では、世界的な金融危機でのCICの投資行動の変化を分析し、第四節では中国国内における既存のSWFの、競争の枠組みについて論じる。最後の一節は結びとする。

II、世界的な金融危機におけるSWFの投資行動の変化

2007年8月に始まった世界金融危機は、世界のSWFに大きなダメージをもたらした。まず、世界的な資産価格の下落で大きなキャピタル・ロスが発生し、中でも、先進国の金融業界向けの

⁵ 余永定「見証失衡——双順差、人民幣匯率和美元陷穽（訳：不均衡に関する証言——双子の黒字と人民元相場、米ドルの落とし穴）」『国際経済評論』2010年第3号

⁶ いずれも中国国家外貨管理局（以下「外貨管理局」）ウェブサイトからの引用データ

⁷ 現在中国国内に存在するSWFの数については、研究機関によって基準が異なる。一般的には、国の公的な外貨準備を直接管理する機関（たとえば中国国家外貨管理局）はSWFに分類されない。SWF Instituteの分類基準では、中国のSWFはCIC、全国社会保障基金理事会（National Social Security Fund, NSSF）、外貨管理局傘下の企業である華安投資公司（SAFE Investment Company）の3つとされる。一方、Monitor Groupの分類基準では、CICのみ。

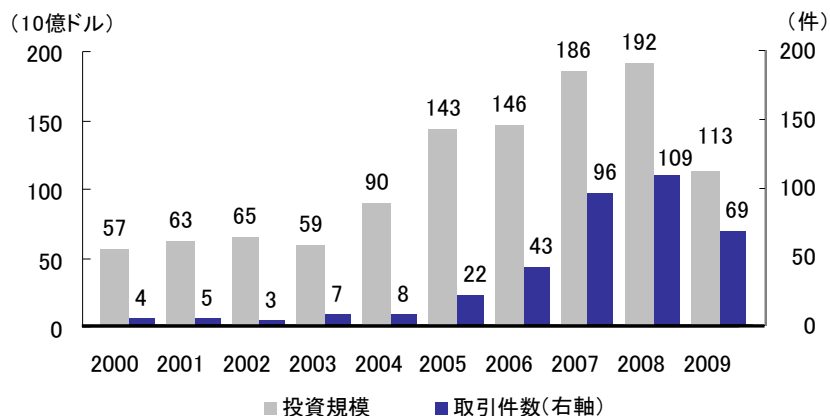
⁸ 張明「論次貸危機对中国主權財富基金帶來的機遇与挑戰（訳：サブプライム危機が中国SWFに与えるチャンスと試練）」『国際経済評論』2008年第3号

株式投資が被った損失が大きかった。次に、金融危機以来、原油価格の下落や新興市場国の貿易黒字の縮小により、SWFの資金源は大幅に縮小している。実際に、2008年6月末から2010年6月末までの2年間、SWFの運用資産規模はほぼ横這いとなっている⁹。さらに、一部の新興市場国では、自国のSWFの資産を国内の金融安定措置や景気刺激策に充てた¹⁰。このため、海外投資に回せる資産が縮小した。2007年の世界のSWF運用額のうち海外投資が占める割合は83%に達したが、2008年と2009年は75%まで下降している¹¹。その上、海外投資で甚大な損失を出したため、国民はSWFに厳しい目を向けるようになり、政府のSWFに対する管理監督や責任の追及も、ますます厳しくなっている。

投資元本の損失、資金源の縮小、海外投資に回せる資金規模の縮小などの影響で、2009年には世界のSWFによる投資活動は大きく減退している¹²。図表1に示した通り、2000年から2008年にかけて、SWFの取引件数や投資規模はいずれも伸び続けた（2003年を除く）。2008年には取引件数が109件に、投資規模は192億ドルに達した。しかし、金融危機の影響で、2009年にはSWFの取引件数が37%減り、投資規模も42%縮小した¹³。

SWFの運用資産の地域別構成をみると、2008年に比べ、2009年は北米とアジア・太平洋地域のシェアは大幅に減少したが、欧州と中東・北アフリカ地域のシェアは大きく増えている（図表2）。2009年の対米投資の減少は、金融危機の初期段階で米国が深刻な打撃を受けたことを反映している。一方、アジア・太平洋地域向けの投資が大幅に減ったのは、外需の落ち込みによる影

図表1 世界のSWFの取引件数及び投資規模の推移



(出所) Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei. Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, May 17, 2010).

⁹ 出典：<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

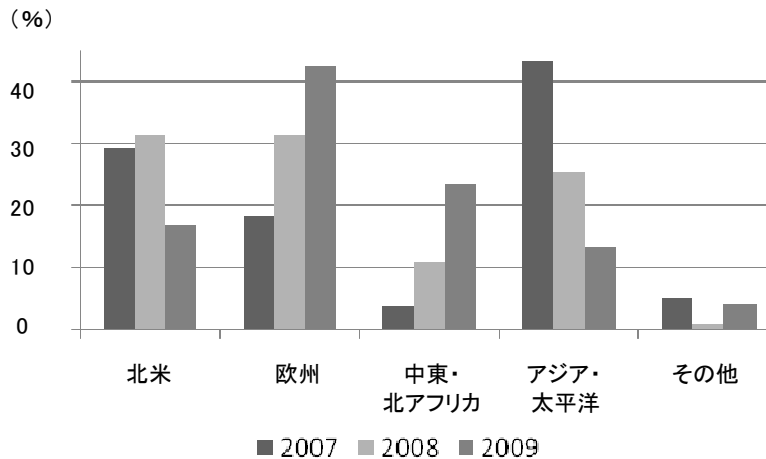
¹⁰ 2008年6月から2009年末まで、一部中東国家や旧ソ連諸国のSWFは、いずれも国内情勢の安定を図る動きを見せた。具体的には、銀行・金融機関への資本注入や現地不動産の購入、財政赤字の緩和、金融刺激策への資金調達などの措置が取られた (Balin, Bryan J., “The impact of the global economic crisis on sovereign wealth funds”, Asian-Pacific Economic Literature, Vol.24, No. 1, May 2010, pp.1~8)。

¹¹ Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (2010)のデータを基に筆者が算出。

¹² 王遥「金融危機下主権財基金的投資動向研究 (訳：金融危機下におけるSWFの投資動向にかかる研究)」『中央财经大学学报』2010年第2号

¹³ 世界のSWF投資規模は縮小し、2009年第1四半期には2005年以来、第2四半期には2003年以来の低い数値に落ち込んだ。ただし、2009年下半年以降は、再び活性化している。同下半期の投資規模は同年の85%、件数では3分の2を占めた (Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei, 2010)。

図表 2 世界の SWF の運用資産の地域別構成



(出所) Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei. Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, May 17, 2010).

響が主因と考えられる。欧州向け投資が大幅に増えたのは、米国のサブプライム危機後、欧州が投資の避難先になったためとみられる。ただし、2010年4月に起きた欧州の債務危機を受け、2010年は欧州への投資の比率は縮小することになるだろう。別の視点から見ると、2003年から2008年にかけて、SWFの資産構成に占める新興市場国向け投資の割合は87%から36%へ下降する一方、OECD諸国向け投資の比率は13%から64%へ上昇した。しかし2009年に入ると、SWFによる投資先の分布は、2003年から2008年までとは逆の方向に変化し、新興市場国向けの投資が39%まで上昇した¹⁴。これは、今回の金融危機でOECD諸国が最も深刻な打撃を受けたためである。

禍福はあざなえる縄のごとしであり、世界的な金融危機はSWFに打撃を与えると同時に、新たなチャンスももたらしている。第一に、先進国の不動産価格の大幅な下落、世界の製造業への打撃、エネルギーなどの一次産品の価格の急落などは、SWFにとっては新たな投資のチャンスである。第二に、国内金融市場が低迷し、経済が衰退し、企業への資本金注入が急がれる中、SWFによる長期的かつ安定的な投資活動は、金融市場にとっていっそう重要になる¹⁵。投資受入国の政府の間でも、海外SWFからの直接投資に対する抵抗感は弱まっている。2008年にSWFからウォール街の金融機関への資本注入の動きが相次いだ。これも金融市場の安定に一役買った¹⁶。このため、SWFの海外投資を取り巻く環境は一時的に改善した。SWFの側でも、金融危機による新たなチャンスを的確に活かし、特に重点投資業種の転換を積極的に進めた。2007年から2008年にかけて、世界のSWFの重点投資業種は金融業と不動産業だった。金融業への投資のシェアは2007年に50%、2008年に76%で、不動産業への投資のシェアは2007年が25%、2008年が9%であった。しかし、2009年になると、重点投資業種は自動車産業(26%)、交通運輸業

¹⁴ 以上のデータは、Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei. Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, May 17, 2010)のデータを基に筆者が算出。

¹⁵ Lam, Raphael W. and Rossi, Marco. "Sovereign Wealth Funds-Investment Strategies and Financial Distress", Journal of Derivatives & Hedge Funds, Vol.15, No.4, 2010, pp.304~322.

¹⁶ 謝平、陳超、柳子君「主権財富基金、宏觀經濟政策協調与金融安定（訳：SWF、マクロ經濟の調整と金融の安定）」『金融研究』2009年第2号

(22%) 石炭・石油・天然ガス産業 (17%) に移り、金融業のシェアは 15% に急落した¹⁷。

金融危機の前後で、各SWF間の主役交代が見られた。2008年の統計では、世界で最も取引件数が多いSWFはシンガポールのテマセク・ホールディングス (世界全体の 43%)、次いで 2 位はシンガポール政府投資公社 (同 16%)、3 位はマレーシアのカザナ・ナショナル (同 9%) だった。投資額では、CIC (世界全体の 23%)、シンガポール政府投資公社 (同 20%)、テマセク・ホールディングス (同 16%) の順である¹⁸。2009年の上位は、取引件数ではシンガポール政府投資公社 (世界全体の 15%)、CIC (同 14%)、アブダビの国際石油投資会社 (同 12%) の順となった。投資額ではカタール投資庁 (世界全体の 47%)、アブダビの国際石油投資会社 (同 18%)、CIC (同 16%) の順だった¹⁹。2009年を 2008年と比べると、東アジア新興市場国のSWFは、市場の主役の座を中東産油国のSWFに明け渡しつつあるが、投資額ベースで見ればCICの重要性は変化していない。

Ⅲ. 世界的な金融危機における中国版SWFの投資行動の変化

CICは 2007年9月の設立以来、中国国家外貨管理局 (以下、「外貨管理局」)、全国社会保障基金理事会 (以下「社会保障基金」) など、他のSWFとの競争にさらされてきた²⁰。当初、CICは、競争関係を意識して積極的な投資戦略を取っていた (図表 3)。まず、米国金融機関の株式を柱とする投資方針を取っており、Visa、モルガン・スタンレーといったブランド力の高い老舗金融企業のほか、ブラックストーン、JCフラワーズ (JC Flowers) といった新興のPEファンドを投資先とした。また、海外投資の経験が乏しいため、CICは国内金融機関を模倣し、IPOによるハイリターン追求型の投資戦略を取り、プレIPO投資 (ブラックストーン、中国中鉄股份有限公司、Visa) を多数手がけた²¹。さらに、2件のIPO投資 (中国中鉄股份有限公司、ビザ) を除けば、1件当たりの投資規模が大きかった。例えば、ブラックストーンへの投資額は 30 億ドル、モルガン・スタンレーへは 56 億ドル、JCフラワーズへは 32 億ドルに上った。

米国サブプライム危機、特に 2008年9月のリーマンブラザーズ破綻による世界の金融市場の動揺以来、CICは米国金融機関への株式投資で大きな損失を被った。巨額の含み損を出したことで、CICの経営陣は国内世論の非難の的となり、CICは管轄官庁からの強い批判にさらされた。深刻化する危機や損失に対するCICの対応策は次の通りである。第一に、2008年下半期から2009年第1四半期にかけ、新規の株式投資をほぼ停止した。2007年の新規株式投資は 87.2 億ドルに上ったが、2008年には 48 億ドルに急減した²²。第二に、中・低リスクで流動性の高い資産の割合を大幅に増やした。2008年末の資産構成のうち、キャッシュの割合が 87.4% に、確定所

¹⁷ 以上のデータは、Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei. Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, May 17, 2010)のデータを基に筆者が算出。

¹⁸ データ出典：Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei. Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008, April 2009)

¹⁹ データ出典：Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei (Monitor Group and Fondazione Eni Enrico Mattei. Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009, May 17, 2010)より引用。

²⁰ Zhang Ming and He Fan, "China's Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges", China & World Economy, Vol.17, No. 1, 2009.

²¹ Cai Charlie and Clacher Iain, "Chinese Investment Goes Global: the China Investment Corporation", Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol.17, No.1, 2009, pp.9~15.

²² データ出典：CIC「2008年年度報告」、2009年7月、www.china-inv.cn

図表 3 金融危機前の CIC の株式投資

時期	投資先	投資金額 (億ドル)	持株比率 (%)	投資先の業種	備考
2007年5月	ブラックストーン・グループ	30	10%	金融業 (PEファンド)	プレIPO、ロックアップ期間4年
2007年11月	中国中鉄股份有限公司	1	n.a.	建設請負	プレIPO、ロックアップ期間1年
2007年12月	モルガン・スタンレー	56	9.86%	金融業 (投資銀行)	強制転換社債
2008年3月	Visa	1	n.a.	金融業	プレIPO
2008年4月	JCフラワーズ	32	80%	金融業 (PEファンド)	

(出所) 関連メディア報道より整理

得証券が 9.0%に拡大する一方、株式資産はわずか 3.2%にまで減った²³。

2008 年末に、主要国は相次いで空前の財政刺激策を打ち出し、また、金融政策において政策金利を 1%以下に引き下げ、さらに大規模な量的緩和 (Quantitative Easing) 政策を打ち出した。その結果、世界の金融市場は 2009 年初頭に安定化、復調の兆しを見せ始めた。また、金融危機によって、先進国の不動産価格が大きく下落し、世界市場における資源や農産物などの一次産品価格が暴落したため、新興市場国SWFからの株式投資に対する先進国側の抵抗感もやや後退し、CICにとっては新規株式投資の新たなチャンスが生まれた。実際に、CICはこのチャンスを利用して、2009 年下半期に大規模な国内外株式投資を相次いで実施した。2009 年のCICの新規投資額は 580 億ドルまで急増した。2009 年末のCICの資産構成のうち、キャッシュの割合が 32%に縮小する一方、確定所得証券は 26%に、株式投資は 36%に拡大した²⁴。世界の株価や、資源・農産物などの一次産品価格が 2009 年に入って反発したため、CICの海外投資収益率は改善している。2008 年の投資収益率は -2.1%と低迷したが、2009 年には 11.7%へ上昇した²⁵。

具体的な株式投資例からは、2009 年以降の CIC の新規株式投資の特徴として、以下の点が挙げられる (図表 4)。第一に、投資先の業種が多様化した。2009 年までの株式投資は米国金融機関に集中していたが、2009 年以降は、業種・地域のいずれの面でも、投資の分散化が目立っている。新規株式投資の対象業種は、エネルギー、採掘、不動産、建築、資源・環境、農産品、設備製造業、金融などに渡った。新規株式投資の対象地域は、北米と欧州のほか、オーストラリア、中央アジア、東南アジアなどの地域にも広がっている。第二に、投資手法もますます多様化している。直接の株式投資のほか、長期の担保付転換社債 (例えばカナダの SouthGobi Energy Resources Limited への投資)、多数の出資者による共同出資 (例えば長沙中聯重工科技發展有限公司への投資)、合弁会社を設立し共同でプロジェクトを行う (例えば Penn West Energy Trust への投資) などである。第三に、持ち株比率からみれば、CIC は新規の海外投資の際に株式のマジョリティ確保 (比率 40%以上)、資本参加 (20%以下) の両方を使い分けている。つまり、場合によっては単なる出資者以上の役割も担おうとしている。第四に、対象企業の分布から見ると、

²³ データ出典：CIC「2008 年年度報告」、2009 年 7 月、www.china-inv.cn

²⁴ データ出典：CIC「2009 年年度報告」、2010 年 7 月、www.china-inv.cn

²⁵ データ出典：CIC「2009 年年度報告」、2010 年 7 月、www.china-inv.cn

図表 4 金融危機後の CIC の株式投資

時期	投資先	投資金額 (10億ドル)	持株比率(%)	投資先の業種	備考
2009年初頭	Veolia Environment SA	0.3	1.5%	環境(水資源と水処理)	世界最大のウォーターメジャー(仏)
2009年6月	Morgan Stanley	1.2	7.68%から9.86%へ回復	金融業(投資銀行)	
2009年7月	Teck Resources Limited	1.5	17.5%B種株式	採掘業	B種株式の投票権はA種より弱い
2009年7月	北京金隅股份有限公司	n.a.	n.a.	建設業	
2009年7月	中新資本控股有限公司	n.a.	40%	金融業	中信集団の子会社
2009年8月	Goodman Group	0.421	n.a.	不動産(REITs)	オーストラリア企業
2009年9月	Songbird Estate	0.158	14.525%	不動産	英国不動産デベロッパー
2009年9月	保利(香港)投資有限公司	0.053	2.3%	不動産	
2009年9月	JSC KazMunaiGas Exploration Production	0.939	11%	エネルギー(石油天然ガス)	カザフスタン石油天然ガス探査開発会社
2009年10月	Nobel Oil Group	0.3	45%	エネルギー(石油天然ガス)	ロシア企業
2009年10月	SouthGobi Energy Resources Limited	0.5	30年物優先担保付転換社債	エネルギー(石炭)	トロントベンチャー取引所上場、資産はモンゴルにある
2009年11月	PT. Bumi Resources Tbk	1.9	優先担保付債	採掘業	インドネシア企業
2009年11月	Noble Group Limited	0.858	14.91%	農産品、工業品、エネルギー製品サプライチェーン	シンガポール上場企業
2009年11月	AES Corporation	1.58(さらに5.71億ドルを投資し、風力発電の子会社の株式35%取得予定)	15%	エネルギー(電力)	米国企業
2009年11月	保利協鑫能源控股有限公司	0.706	20%	エネルギー(太陽)	
2010年2月	APAX	1.527	2.3%	金融業(PEファンド)	英国私募ファンド
2010年2月	長沙中联重工科技发展股份有限公司	0.816	15.12%	設備製造	投資機関8社の共同投資で共同持ち株
2010年6月	Penn West Energy Trust	0.817(カナダドル)(他に4.35億カナダドルで投資信託5%を取得)	45%合併企業株式	エネルギー(重油)	カナダのエネルギー信託会社

(出所) CIC ウェブサイトの報道データより整理。

CIC の 2009 年新規投資先には、外国企業だけでなく国内企業（一部は香港上場）も多く含まれている。つまり、CIC は潜在的利益の大きい国内株式投資を手放したくなかったのである。第五に、金融危機前に比べ、2009 年の 1 回当たりの新規投資額は大きく縮小している。2009 年の新規投資のうち、1 回当たりの投資額が最も大きかったのはインドネシアの PT ブミ (PT. Bumi Resources Tbk) への投資 (19 億ドル) で、同社の 1 回当たりの平均投資規模は 7 億～8 億ドルに達した。ただし、金融危機前に CIC が行った、ブラックストーンへの 30 億ドル、モルガン・スタンレーへの 56 億ドル、JC フラワーズへの 32 億ドルという投資額よりは遥かに小さい。2009 年の CIC の新規取引件数は危機前より増えたが、取引 1 回当たりの規模は縮小した。これは、リスク分散に有利な手法であり、CIC の投資戦略が成熟してきたことの現れである。

IV、中国版SWFの競争の激化

2007年9月にCICが誕生した後、中国版SWFは事実上、外貨管理局、CIC、社会保障基金のトロイカ体制による競争局面を迎えている。三機関に課せられた任務と果たすべき役割はそれぞれ異なるが、ライバル関係が存在するのも事実である²⁶。例えば、CICの資金源は、外貨管理局の運用する外貨準備資産から拠出した2,000億ドルである。中国の公的な外貨資産の運用権限をめぐり、CICと外貨管理局とが競争関係にあることは明白である。今後、CICが新たな資本金注入を獲得できるかどうかは、CIC自身の投資収益率のみならず、CICと外貨管理局の相対的パフォーマンスにも左右されるだろう²⁷。さらに、社会保障基金も資産の20%までは海外金融市場への投資に充てることができる。社会保障基金はリスク志向が比較的低く、投資先の多くが低リスク、低収益率、高流動性型の海外資産である。つまり、社会保障基金の海外投資収益率は事実上、外貨管理局やCICの運用実績を量る評価基準（ベンチマーク）になるだろう。

運用資産の規模から見れば、2009年末現在、外貨管理局が運用する外貨準備資産の規模は2.40兆ドル²⁸、CICの総資産は3,324億ドル²⁹、社会保障基金の総資産は7,766億元（約1,137億ドル）となっている³⁰。現在のところ、外貨管理局の運用資産規模はCICや社会保障基金より遥かに大きい。今後は変わっていく可能性がある。まず、CICの2009年の運用実績が良好だったことを受け、中国政府がより多くの外貨準備資産を外貨管理局から分離し、資本金の形でCICへ注入する可能性がある。一方で、今後、中国政府は国有資産監督管理委員会（国資委）の保有する国有上場企業の株式や、国有企業から納められた配当を、より多く社会保障基金に注入し、その不足分の穴埋めをする可能性もある。つまり、三機関の運用規模は、今後さらに拮抗していくだろう。

投資収益率の面から見ると、外貨管理局はこれまで外貨準備の投資収益率を公表していないが、投資対象のほとんどが先進国の国債や政府機関債である。こうした特徴から見れば、外貨管理局の投資収益率は年率5%を超えないと予想され、高利回りは期待できない。CICの2007年から2009年までの投資収益率は0.2%、-2.1%、11.7%の順で推移した。2008～2009年の株主資本収益率（ROE）はそれぞれ6.8%、12.9%³¹。社会保障基金の2007年から2009年までの投資収益率はそれぞれ43.19%、-6.79%、16.12%であり、基金設立から2009年末までの平均投資収益率は9.75%に達する³²。比較結果からは、社会保障基金の平均投資収益率がCICや外貨管理局を大幅に上回っていることが分かる。CICと外貨管理局は今後も、引き続き投資収益率の向上を迫られ

²⁶ Eaton Sarah and Zhang Ming, "A Principal-Agent Analysis of China's Sovereign Wealth System: Byzantine by Design", RCIF Working Paper, No. 0910, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, August 2009.

²⁷ CICの設立により外貨管理局の投資方針は事実上変化した。米国財務省の公表データによれば、2007年6月末から2008年6月末まで、中国から米国への株式投資は285億ドルから995億ドルへ、2.5倍に拡大した。うち相当部分の新規株式投資は、外貨管理局によるものである。外貨管理局は米株式を大量に買い増しているが、業界ではCICとの競争を意識した投資とみられている。しかし、2008年9月のリーマンブラザーズ破綻に始まる金融危機で、外貨管理局の新規株式投資は大きな損失を出しており、2009年の外貨管理局の投資行動は保守化している（張明：「中国外匯儲備管理思路的应有变化（訳：中国外貨準備運用の思考にあるべき変化）」『国際経済評論』2009年第5号）。

²⁸ データ出典：中国国家外貨管理局ウェブサイト

²⁹ データ出典：CIC「2009年年度報告」、2010年7月、www.china-inv.cn

³⁰ データ出典：全国社会保障基金理事会「2009年度基金年度報告」、2010年5月、www.ssf.gov.cn

³¹ 以上のデータはCIC「2008年年度報告」（2009年7月）及び「2009年年度報告」（2010年7月）より引用。www.china-inv.cn

³² 以上のデータは全国社会保障基金理事会「2007年度基金年度報告」（2008年6月）、「2008年度基金年度報告」（2009年5月）、「2009年度基金年度報告」（2010年5月）より引用。www.ssf.gov.cn

ることになるだろう。外貨管理局が2009年12月に米パシフィック・インベストメント・マネジメント（PIMCO）のファンドマネージャー・朱長虹氏を準備資産運用部門の投資責任者に招いた理由はここにあると推測される³³。外貨管理局の全資産及びCICの資産の大部分は、海外金融市場への投資に充てられている一方、社会保障基金による海外金融市場への投資はわずか20%である。どの通貨で計算するかで投資収益率は変わり、人民元の対ドル相場が上昇する中、人民元で投資収益率を計算すれば社会保障基金に有利で、CICと外貨管理局には不利である。

情報開示や透明性の面に着目すると、社会保障基金は2001年から毎年、年次報告書を発表しており、CICも2008年から年次報告書を毎年発表している。しかし、外貨管理局はこれまで通貨配分や資産構成、投資収益率などのデータを公表していない。一方で、CICの完全子会社である中央匯金投資公司は、資産構成や投資収益率を定期的には公表しておらず、中央匯金投資公司の投資収益とCICの投資収益を完全に区別することはできない。もちろん、社会保障基金も、国内投資収益率と海外投資収益率のデータを区別していない。つまり、社会保障基金はCICより、CICは外貨管理局よりそれぞれ透明性が高いが、三者とも情報公開方法の改善が待たれるところである。

CICが誕生し、その投資戦略を成熟化させていく中で、中国のSWF市場の枠組みも大きく姿を変えた。今後も相当な期間にわたり、資産規模、投資収益率、ガバナンスなどをめぐる外貨管理局・CIC・社会保障基金の三者のライバル関係は続くだろう。中国版SWFによる競争関係の土台が形成され、強化される中で、良い競争関係が生まれれば、中国国民に大きな利益をもたらすだろう。

著者紹介

張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界經濟政治研究所國際金融研究室 副主任

1999年北京師範大学經濟学院經濟学部卒、2002年同大学修士課程修了。2007年中国社会科学院大学院經濟学博士号取得。畢馬威華振會計師事務所（KPMG）などを経て、2007年7月より現職。主要論文・著書に『グローバル金融危機と中国の國際金融の新戦略』2010年7月、『資産の証券化ハンドブック』（共著）などがある。

・中国社会科学院世界經濟政治研究所は、中国における世界經濟と國際政治問題に関する研究をリードする政府系のシンクタンクで、この分野の権威的學術誌である『國際經濟評論』を発行している。

³³ 華夏時報「朱長虹受聘外管局 中投 2000 億美元注資或將流產（訳：朱長虹が外貨管理局ポストに就任 CIC の 2000 億ドル資本注入は撤回か？）」2009年12月25日

