



# 運用資産の組み替えを進める 中国 CIC の 2010 年運用実績と今後の展望

関根 栄一\*

## 要約

1. 中国投資有限責任公司（CIC）の 2010 年の海外運用（グローバルポートフォリオ）の運用リターンは、2009 年と同様の 11.7%を達成した。また同年は新たに 357 億ドルの投資を行い、現金の比重が低下し、株式とオルタナティブ投資の割合が大幅に上昇した。
2. 2010 年末の CIC のグローバルポートフォリオ（分散投資）では、株式の地域別内訳は 2009 年末に比べ大きな変更は無かったが、債券では社債の割合が増加し、エージェンシー債の割合が減少した。また 2010 年は、金利商品やクレジット商品など新たな金融商品への投資が行われた。資源・エネルギー分野中心の直接投資も継続された。
3. 2010 年から 2011 年上半期にかけて、CIC では、アセットクラスの再定義、フロント部門の機構改革と新 CIO の任命、人材配置・人材開発の強化、海外拠点の設置、グローバルな連携強化が行われた。
4. 今後は CIC の増資後の新規投資の再開が注目されている。米国債格付けの引き下げ後、外貨準備本体を管理する国家外為管理局が運用の多様化戦略を引続き打ち出している中で、CIC についても、円建て資産での運用の取組みも含めた運用資産の多様化に向けた次の一手が注目される。

## I、2010 年のCICの運用実績

### 1. 2010 年も 2009 年と同様のリターンを達成

2011 年 7 月 26 日、中国投資有限責任公司（China Investment Corporation、CIC）の 2010 年アニュアルレポートが公表された。中国の外貨準備の運用の多様化と長期リターンの追求を目的に、2007 年 9 月 29 日に外貨準備本体と切り離して設立された CIC は、資本金 2,000 億ドルを原資に海外運用（グローバルポートフォリオ）と国内運用（国内金融機関への出資）を行う政府系ファンドである。

2010 年の CIC のグローバルポートフォリオの運用リターンは、2009 年と同様の 11.7%を達成した（海外運用と国内運用を合算した ROE は未公表）（図表 1）。また、2007 年 9 月の設立から 2010 年末までの海外グローバルポートフォリオの年平均運用リターンは 6.4%となった。

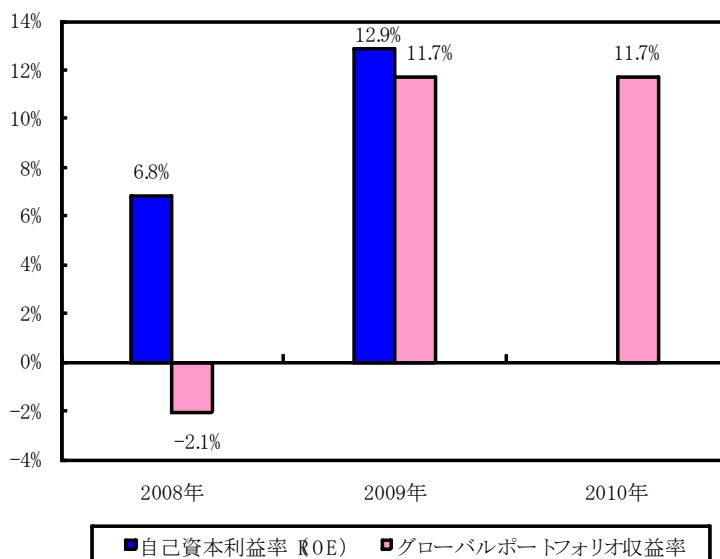
\* 関根 栄一 榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

この結果、2009年から2010年にかけて、CICの総資産は3,324億ドルから4,096億ドルに増加、投資収益は449億ドルから554億ドルに増加、純利益は417億ドルから516億ドルに増加した(図表2)<sup>1</sup>。

## 2. 2010年に進展した運用資産の組み替え

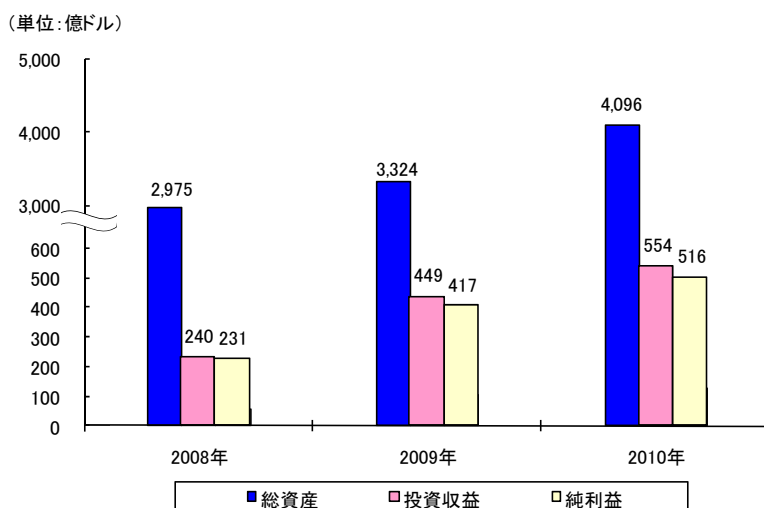
2010年のCICのグローバルポートフォリオでは、現金の比重が低下し、357億ドルの新規投資を行ったことが特徴である。新規投資の中には、インフラやプライベート・エクイティ

図表1 CICの運用パフォーマンス



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

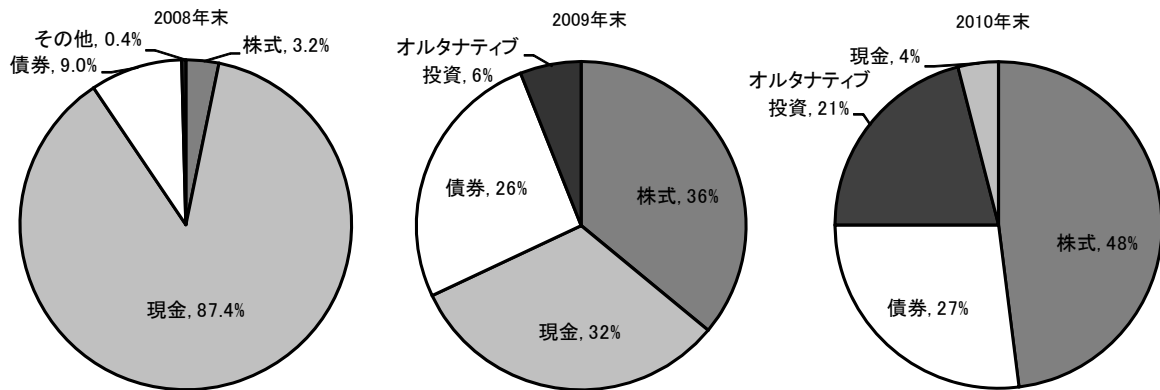
図表2 CICの主要財務指標



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 2009年のCICの運用実績やガバナンスについては、関根栄一「洗練された機関投資家への道を歩む中国CICのガバナンス」『季刊中国資本市場研究』2010年秋号を参照。

図表 3 CIC のグローバルポートフォリオの内訳



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

(PE) 投資といったオルタナティブ投資や直接投資が含まれる。

この結果、2010 年末の CIC のグローバルポートフォリオ (1,351 億ドル) の内訳は、株式が 48%、債券が 27%、オルタナティブ投資が 21%、現金が 4% となり (図表 3)、株式とオルタナティブ投資の割合が大幅に上昇した。

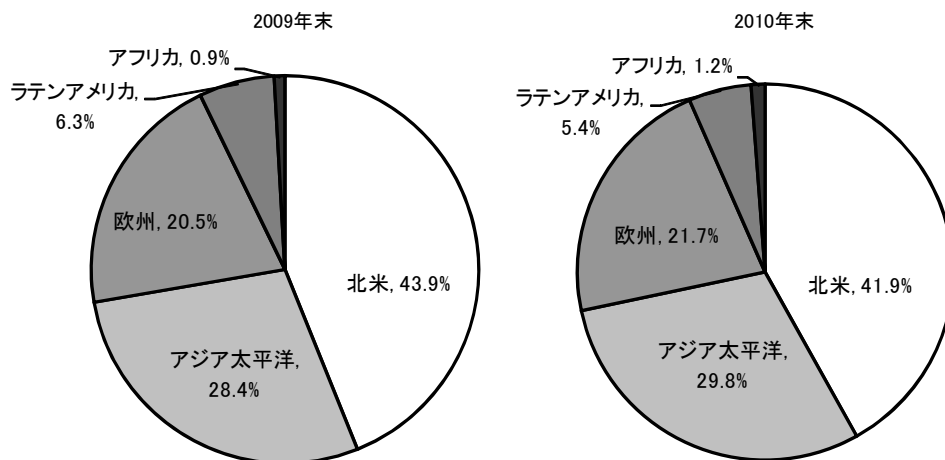
## II. 2010 年のグローバルポートフォリオの詳細

### 1. 株式運用

2010 年末の CIC のグローバルポートフォリオのうち、分散投資が 76% (1,027 億ドル)、集中投資 (後述) が 24% (324 億ドル) となっている。

このグローバルポートフォリオの分散投資のうち、2010 年末の株式の地域別内訳は、北米が 41.9%、アジア太平洋が 29.8%、欧州が 21.7%、ラテンアメリカが 5.4%、アフリカが 1.2% となっている (図表 4)。2009 年末と比べ、地域配分に大きな変更は見られなかった。

図表 4 CIC のグローバルポートフォリオ (株式、分散投資) の地域別内訳



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

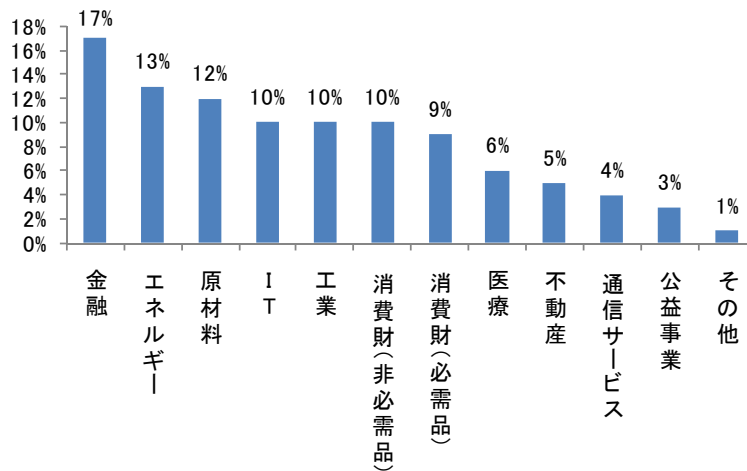
また、同じく業種別内訳は、多い順に、金融が 17%、エネルギーが 13%、原材料が 12%となっている（図表 5）。業種別内訳が公表されたのは、2010 年のアニュアルレポートが初めてである。

## 2. 債券運用

グローバルポートフォリオの分散投資のうち、2010 年末の債券の内訳は、国債が 38%、社債が 32%、資産担保証券が 12%、エージェンシー債が 9%、その他が 9%となっている。2009 年末に比べ、社債の割合が増加し、エージェンシー債の割合が減少したことが特徴である（図表 6）。

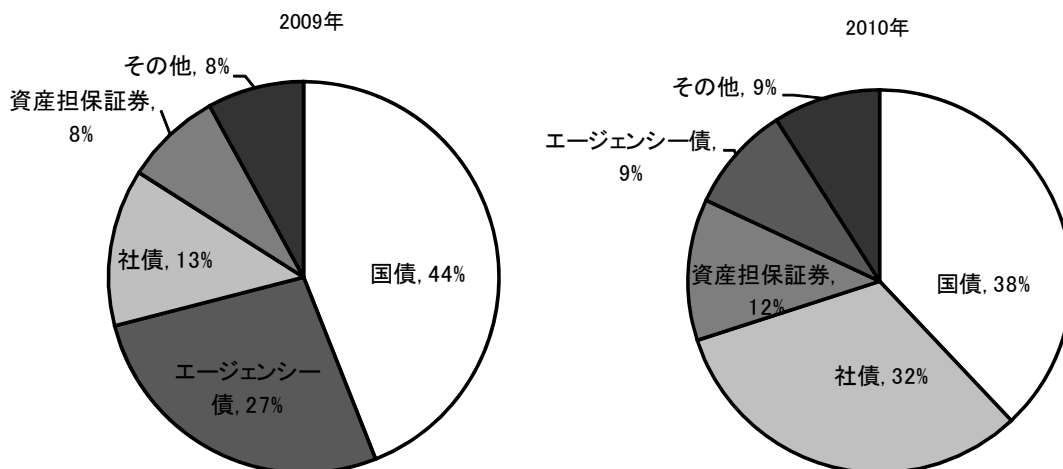
また、社債の増加に関しては、2010 年にCICが公開市場で新規に運用を行った金融商品と関係がある。2010 年アニュアルレポートによれば、CICは、金利商品として米ドル建て債券、ユーロ

図表 5 CIC のグローバルポートフォリオ（株式、分散投資）の業種別内訳



（出所）CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

図表 6 CIC のグローバルポートフォリオ（債券、分散投資）の内訳



（出所）CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

建てカバードボンド、クレジット商品として新興市場の現地通貨建て債券、アジア新興市場ソブリン債、世界各国の転換社債への投資を進めたとしており（図表 7）、これらが債券の銘柄の組み替えにつながったものと思われる。CICのグローバルポートフォリオのうち、委託運用が 59%（797 億ドル）、自己運用が 41%（554 億ドル）となっているが、2010 年は STP（Straight Through Processing）<sup>2</sup>を用いた自己運用システムを使って、上記債券に加え、SP500 Index、DJ Euro Stoxx 50 Index、Enhanced FTSE Xinhua Indexといった指数商品でのポートフォリオ構築にも取り組んでいる。

### 3. 直接投資

CIC のグローバルポートフォリオには、投資規模が大きく、ポジションの集中度も高く、投資期間が長期にわたる直接投資もあり、集中投資に分類されている。2010 年に新規に取り組んだ直接投資の一例がアニュアルレポートで紹介されている（図表 8）。いずれも資源・エネルギー分野が中心である。

図表 7 CIC の公開市場で新規に加わった金融商品（2010 年）

投資分野	金融商品
金利商品	米ドル建て債券、ユーロ建てカバードボンド(担保付債券)
クレジット商品	新興市場の現地通貨建て債券、アジア新興市場ソブリン債、投資適格社債指数
先進市場株式	米国大型株、世界各国の転換社債(CB)
新興市場株式	欧州新興国株式アクティブ運用、ラテンアメリカ株式アクティブ運用、アジア株式アクティブ運用(日本を除く)、韓国株式アクティブ運用、エネルギー・鉱業関連株式アクティブ運用
コモディティ	エネルギー・(工業用)金属指数関連商品、ゴールド・エクイティ・ファンド、コモディティアクティブ運用型指数
先物・オプション	株価指数先物、債券先物、コモディティ(商品)先物、外為フォワード・オプション

(出所) CIC2010 年アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

図表 8 CIC の直接投資プロジェクト（一部、2010 年）

投資先会社名	契約時期	投資額 (百万米ドル)	投資類	業種	投資時の保有比率 (%)
米AES	3月	1,581	普通株	電力・公益事業	15%
カナダPWE(Penn West Energy)	6月	416	エクイティ投資	石油・ガス	5%
カナダPROP(Peace River Oil Partnership)	6月	329	合併会社	石油・ガス	45%
米Chesapeake Energy	6月	200	転換優先株	石油・ガス	N/A
ブラジルBTG Pactual	12月	300	コンソーシアム	金融	3%
インドネシアBUMA	12月	73	株式投資	鉱業	8%

(出所) CIC2010 年アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> STP とは、取引の約定から照合、清算、決済までの一連のプロセスを、標準化されたフォーマット（電文形式）を通じて、システム間を自動的に連携させることによって、人手を介することなく、電子情報の流れとしてシームレスに処理する仕組みを指す。事務の効率化、事務リスクの軽減、コスト削減につながる。

また、直近のアンニュアルレポートが 2010 年であるためまだ記載されていないが、2011 年 4 月には、中国半導体大手・中芯国際集成电路製造 (SMIC) に 2.5 億ドル出資している (優先株、発行済株式の 11.6%相当)<sup>3</sup>。同社は香港上場企業であり、海外運用の一環と位置づけられるが、事業の実態は大陸にあるため、外貨準備を使った国内の産業育成と捉えることもできよう。

## Ⅲ、2010 年から 2011 年上半期にかけての新たな取組み

### 1. アセットクラスの再定義

CIC は 2007 年 9 月の設立当初、株式・債券といった伝統的なアセットクラスから運用に取組み、投資管理能力の向上とともに、コモディティ、PE、不動産、ヘッジファンド、直接投資等のアセットでの運用に取り組んできた。これらの投資は長期的に取り組む必要があることから、2011 年 1 月、取締役会は投資評価の周期を 10 年と定め、この間の年間平均リターンで評価することとした。この結果、CIC の戦略的アセット・アロケーション (Strategic Asset Allocation、SAA)、技術的アセット・アロケーション (Tactical Asset Allocation、TAA)、リスク管理プロセスに調整が加えられた。

また、CIC の SAA 上のベンチマーク・ポートフォリオは、①現金 (及び現金型金融商品)、②エクイティ投資、③債券投資、④オルタナティブ投資の四つのアセットから構成されてきたが、2011 年からは①現金、②公開市場での株式分散投資、③債券投資、④絶対収益投資、⑤長期投資の五つのアセットクラスに変更した。うち、④絶対収益投資にはヘッジファンドも含まれる。また⑤長期投資には直接投資、PE、コモディティ、不動産、インフラが含まれる。

### 2. フロント部門の機構改革と新CIOの任命

前述のアセットクラスの再定義の結果、2011 年 5 月にフロント部門の組織変更が行われ、従来の「公開市場投資部」と「戦略投資部」が、「公開株式投資部」と「債券・絶対収益投資部」に組織変更された (図表 9)。また、「私募投資部」と「特別投資部」も業界のバリュチェーンに応じてセクター毎に担当することとなった。

一連の機構改革後の四つの運用部門の機能と役割は以下の通りとなる。

#### 1) 公開株式投資部

委託運用及び自己運用による公開市場での株式投資を行う。

#### 2) 債券・絶対収益投資部

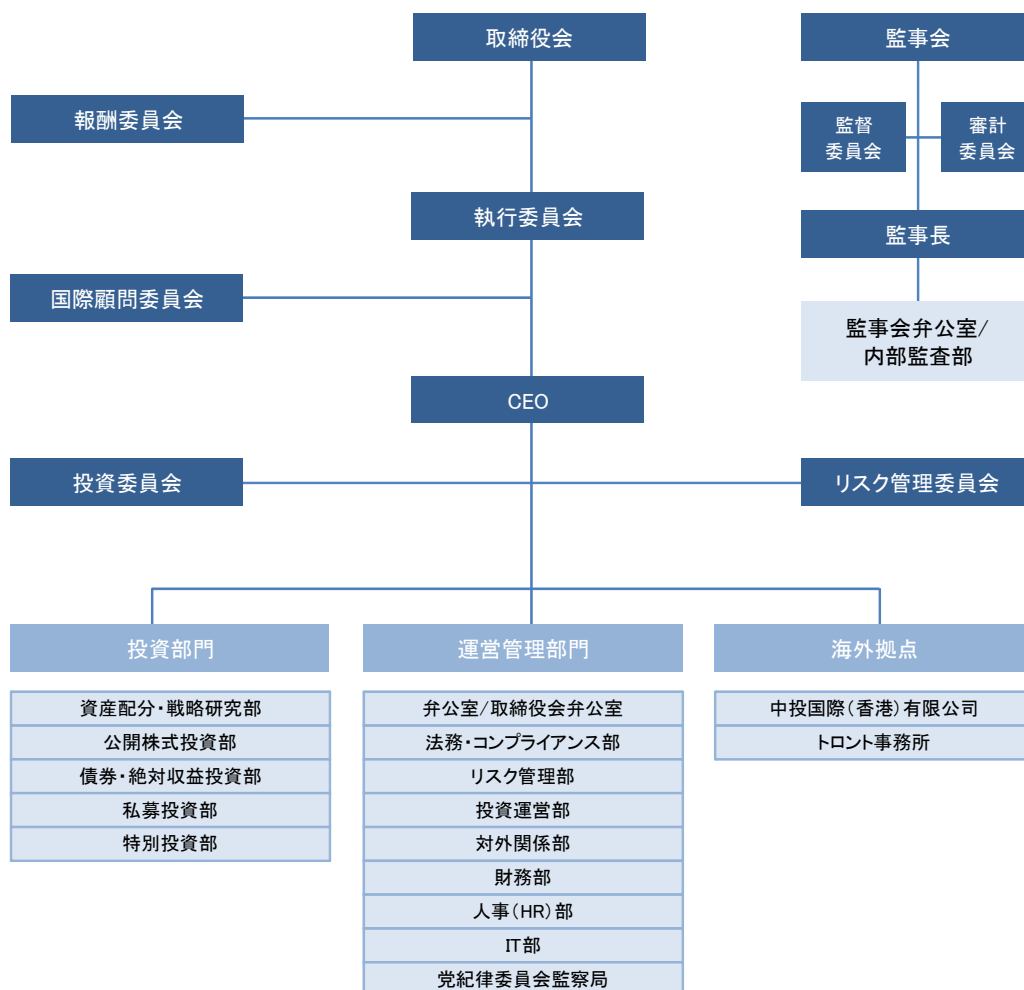
債券投資、クレジット・デリバティブ、ヘッジファンド・マルチアセット、コモディティでの運用を行う。

#### 3) 私募投資部

外部のファンド・マネージャーを通じた PE 投資と直接投資を行う。担当セクターは、不動産、工業、科学技術、金融、消費財・サービス、医療、バイオとなる。第二次産業と第三次産

<sup>3</sup> 2011 年 4 月 19 日付 SMIC プレスリリース。

図表 9 CIC の組織図



(出所) CIC2010年アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

業への長期投資をカバーする部門といえる。

#### 4) 特別投資部

外部のファンド・マネージャーを通じた PE 投資と直接投資を行う。担当セクターは、エネルギー、鉱山、貴金属、農業、インフラとなる。第一次産業への長期投資をカバーする部門といえる。

こうした一連のフロント部門の機構改革を経て、2011年7月12日に開催された取締役会では、全国社会保障基金の李克平 (Li Keping) 副理事長が CIC の常勤取締役、副総経理 (副社長)、CIO に任命され、高西慶 (Gao Xiqing) 総経理 (社長) の CIO 兼務が外れた。同時に、李克平・新 CIO は、執行委員会の新たなメンバーともなった (図表 10)。

### 3. 人材配置・人材開発の強化

CIC は 2010 年に 105 名を採用した。この結果、2011 年 6 月末の社員は 378 名となった (図表 11、

図表 10 CIC の執行委員会の顔ぶれ

執行委員会			
肩書き	人名	生年	学歴/経歴
取締役会長、CEO	楼繼偉	1950年(61歳)	経済学修士、教授、博士課程指導教官。国家体制改革委員会マクロコントロール局長、貴州省副省長、財政部常務副部長、國務院副秘書長を歴任。
取締役副会長、総経理(社長)、CIO	高西慶	1953年(58歳)	法学博士、教授、博士課程指導教官。中国証券監督管理委員会首席弁護士・発行部主任、中銀国際取締役副会長・CIO、中国証監会副主席、全国社会保障基金理事会副理事長を歴任。
監事長(監査役会長)	金立群	1949年(62歳)	経済学研究生。中国駐世界銀行副執行理事、財政部世界銀行局長・部長補佐・副部長、中国人民銀行貨幣政策委員会委員、アジア開発銀行副総裁を歴任。
常勤取締役、副総経理(副社長)、CIO	李克平	1956年(55歳)	経済学博士。国家経済体制改革委員会マクロコントロール局副局長、國務院経済体制改革弁公室マクロ体制局副局長、全国社会保障基金理事会投資部主任・秘書長・副理事長を歴任。
副総経理	彭純	1962年(49歳)	経済学博士。交通銀行ウルムチ支店・南寧支店・広州支店各支店長、交通銀行行長補佐、副行長、常勤取締役を歴任。現在、中央匯金の取締役、総経理を兼務。
副総経理、COO	範一飛	1964年(47歳)	経済学博士。中国建設銀行財務会計部部長・計画財務部部長・行長補佐・副行長を歴任。
副総経理、副CIO	謝平	1955年(56歳)	経済学博士、教授、博士課程指導教官。中国人民銀行政策研究室副主任・ノンバンク局長・湖南支店長・研究局長・金融穩定局長、申銀万国証券取締役会長、中央匯金総経理を経て現職。
副総経理、CRO	汪建熙	1951年(60歳)	会計学博士、博士課程指導教官。中国証券監督管理委員会主席会計士・国際部主任、中銀国際ホールディングスCFO・同副総裁、中銀国際(英国)総裁、中国証券監督管理委員会主席補佐、中央匯金副会長兼建銀投資取締役会長、中国国際金融(CICC)取締役会長を歴任。
執行委員会委員	梁驥	1955年(56歳)	工学学士。化工部規画院副院長・計画局長、中国輸出入銀行貸付二部・パイヤーズクレジット部・輸出貸付部総経理・行長補佐・党紀律委員会書記を歴任。

(出所) CIC より野村資本市場研究所作成

図表 11 CIC の社員構成

2011年6月末社員構成

	全社員	うち大卒以上	うち海外勤務 経験者	うち海外留学 経験者	うち外国籍
人数	378	313	154	217	43
内訳	100%	83%	41%	57%	11%

参考) 2009年末社員構成

	全社員	うち大卒以上	うち海外勤務 経験者	うち海外留学 経験者	うち外国籍
人数	246	199	115	132	31
内訳	100%	81%	47%	54%	13%

(出所) CIC 2009年及び2010年アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

国内運用部門を合わせた総社員は2011年6月末で497名)。海外勤務経験者や海外留学経験者の比率も5割に達してきている。

また、CICは、2009年同様、2010年も社員の人材開発に取り組んできている。CICの社員は、引続き年間80時間の内部研修プログラムを受ける必要がある。2010年は、例えば、リスク管理・内部コントロール、企業価値評価モデル、国際経済・政治情勢、米国金融監督制度改革、情報セキュリティ、汚職防止政策とその実践、管理職研修、新人研修等が開講された。さらに2010年は、個人向けのネット自己学習プログラムも開設した。

外部研修では、2010年は北京大学と共同でシニアマネジメント向けの研修プログラムを開設し、一単元・2.5時間から成る講座を計五単元実行した。シニアマネジメントの視野を広げ、指導・管理・意思決定の水準を高めることがこの外部研修の目的とされた。

#### 4. 海外拠点の設置

海外拠点の設置も2010年から2011年上半期にかけてのCICの活動の特徴である。

先ず2010年11月、香港に子会社を設立した。名称は「中投国際(香港)有限公司」(CIC



International (Hong Kong) Co., Ltd) で、初代会長としてローレンス・ラウ氏（前香港中文大学会長、CIC 前国際諮問委員会委員）が任命された。香港子会社設立の目的は、香港の国際金融センターとしての優位性、また長年にわたるクロスボーダー投資・貿易・金融面で確立された香港のレピュテーションを十分に利用し、CIC の海外運用業務を更に展開し高めるためとしている。

次に 2011 年 1 月、大陸以外では海外初となる事務所をカナダのトロントに開設した。CIC は、トロント事務所を、カナダでの協力パートナーとの交流を促進・拡大し、更に業務を展開するための重要なプラットフォームとして位置づけている。実際、CIC は既にカナダの資源・エネルギー案件に直接投資を行っており、案件管理面での事務所開設の需要があるものと思われる。同時に、既存案件の拡大（増資）や新規案件の開拓の面でも、トロント事務所が初期段階から関わることを CIC の北京の本部は期待しているものと思われる。

## 5. グローバルな連携強化

CIC は、海外運用業務に加え、国際金融界との連携強化に動いている。2010 年 3 月、CIC は海南省三亜市で、各国の主要な機関投資家や運用会社を招いた国際投資フォーラムを開催した。2011 年 4 月には、世界の大手金融機関が参加する国際金融協会（Institute of International Finance、1983 年設立、本部ワシントン）に正式に加盟した。

続いて 2011 年 5 月 11 日～13 日、CIC は北京で開催された SWF 国際フォーラム第三回会議のホストを務めた。同会議では、国務院・李克強（Li Keqiang）副総理もスピーチを行った。12 日に採択された「北京宣言」では、同フォーラムの常設事務局を IMF（国際通貨基金）内に設置することが盛り込まれた。更に、CIC の金立群（Jin Liquan）監事長（監査役会長、前掲図表 10）が、同フォーラムの新しい議長に選出された（任期は 2 年間）。

## IV. 結びにかえて

以上のように、CIC は、2009 年に行った投資決定プロセス、リスク管理体制の整備や改革に続いて、2010 年も不断の自らの運用体制を見直してきている。CIC は、既に 2,000 億ドルの資本金を使い切っているとされ、新規投資の再開には増資が不可欠でもある<sup>4</sup>。新たな CIO の任命やフロント部門の機構改革によって、増資後の海外運用には今まで以上にグローバルな注目が集まろう。

また、2011 年 8 月 5 日、米格付け会社 S&P が米国債の長期格付けを最上級の「AAA」から「AA プラス」に一段階引き下げたことに伴い、CIC の米ドル建て資産による運用も試練を受けているものと思われる。外貨準備本体を運用する国家外為管理局を管理する中国人民銀行の周小川総裁は、同年 8 月 2 日の米国での予算管理法の成立直後、中国としては外貨準備運用の多様化を継続して進め、リスク管理を強化し、国際金融市場の変動からもたらされるマイナスの影響を極力最小化するとコメントしている（2011 年 8 月 3 日）<sup>5</sup>。2011 年 8 月 4 日に発表された国家外為管理局分局长座談会の模様でも、2011 年上半期は外貨準備の運用の多様化方針の下で、中長

<sup>4</sup> CIC の増資問題については、関根栄一「中国の外貨準備運用の強化に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2011 年夏号を参照。

<sup>5</sup> [http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2011/20110803005042423947288/20110803005042423947288\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2011/20110803005042423947288/20110803005042423947288_.html)

期的な通貨と資産の配分を最適化し、リスク管理を絶えず強化したとして、同年下半期も外貨準備の運用業務を更に改善していくとしている<sup>6</sup>。

そのような中で、CICは、2011年8月10日、仏の電力・ガス大手のGDFスエズと協力覚書を締結したことを発表した<sup>7</sup>。今後、両者は、アジア太平洋地区を中心に、天然ガス、電力、水供給、ごみ処理、省エネルギー等の分野で協力を進めることとなる。両者の協力の第一歩として、CICはGDFスエズの石油・天然ガス探査・生産子会社の株式30%を31.5億ドルで取得する。またCICは、同社から中米のトリニダード・トバゴのアトランタ液化天然ガス（LNG）港湾施設の権益を8.5億ドルで取得する。こうした資源・エネルギー分野の直接投資だけでなく、円建て資産での運用への取組みも含め、運用資産の多様化に向けたCICの次の一手が注目される。

## 著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1969年生まれ。1991年早稲田大学法学部卒業、1996年北京大學漢語センター修了、2002年早稲田大学社会科学部研究科修士課程修了（学術修士）。1991年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006年5月野村資本市場研究所に入社。2010年7月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。

<sup>6</sup> [http://www.safe.gov.cn/model\\_safe/news/new\\_detail.jsp?ID=900000000000000000,921&id=2](http://www.safe.gov.cn/model_safe/news/new_detail.jsp?ID=900000000000000000,921&id=2)

<sup>7</sup> [http://www.china-inv.cn/resources/news\\_20110810\\_956728.html](http://www.china-inv.cn/resources/news_20110810_956728.html)



Chinese Capital Markets Research