



中国 CIC の 2012 年の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 2012 年の海外運用（グローバルポートフォリオ）の収益率は、2011 年のマイナス 4.3%から 10.6%へと好転した。総資産は 2011 年末の 4,822 億ドルから 2012 年末には 5,752 億ドルに増加した。
2. 2012 年に、CIC のアセット・アロケーションは「大学・財団基金モデル」（Endowment Model）に変更された。また、新規資金の公開市場の株式等への配分や長期投資の着実な実行により、CIC のグローバルポートフォリオの内訳は、2011 年末から 2012 年末にかけて、①現金が 11%から 3.8%に、②株式が 25%から 32.0%に、③債券が 21%から 19.1%に、④絶対収益投資が 12%から 12.7%に、⑤長期投資が 31%から 32.4%に調整された。
3. 2012 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米国が 49.2%となった。債券の種類別内訳では、先進国市場と新興国市場を合わせた国債の割合が 72.2%となった。直接投資では、ロシアやベルギーの政府系ファンドとの共同ファンドの設立が引続き進められた。また、長期投資のバリュウアップ計画と出口計画も明確にされた。
4. ガバナンス面での取組みでは、2012 年は、香港拠点の活用、人材開発の強化・人材計画の策定等が行われた。また、2013 年 7 月には、2007 年 9 月の CIC の設立時から務めてきた楼繼偉・前会長の後任として、同じく財政部出身の丁学東氏が新会長に任命された。
5. 中国全体の対日投資を見ると、2012 年末時点の対日証券投資（株式）残高において、中国は 4 兆 1,486 億円と第 3 位で、残高全体の 4.97%を占め、既に日本株投資の主要なプレーヤーとなった。中国の政府系ファンドによる日本株投資の議決権行使も増加しており、外貨準備の運用の多様化の流れの中で、今後も CIC の動きが注目される。

I. 2012 年の CIC の運用実績

1. 2012 年のグローバルポートフォリオ運用リターンは 10.6%に好転

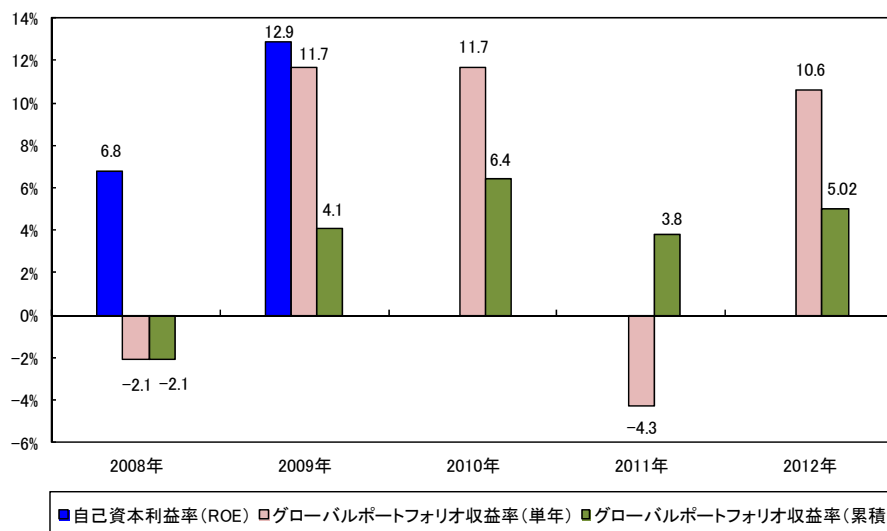
2013 年 7 月 26 日、中国投資有限責任公司（China Investment Corporation、CIC）の 2012 年度年次報告が公表された。中国の外貨準備の運用の多様化と長期リターンの追求を目的に、2007 年 9 月 29 日に外貨準備本体と切り離して設立された CIC は、資本金 2,000 億ドルを原資に海外運用（グローバルポートフォリオ）と国内運用（国内金融機関への出資）を行う政府系ファンドである。

* 関根 栄一（榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表）

2012年のCICのグローバルポートフォリオの運用リターンは、2011年のマイナス4.3%から10.6%へと好転した(図表1)¹。また、2007年9月の設立から2012年末までのグローバルポートフォリオの累計年平均運用リターンは5.02%と、2011年末の3.8%から好転した。

この結果、2011年末から2012年末にかけて、CICの総資産は4,822億ドルから5,752億ドルに、投資収益は486億ドルから831億ドルに、純利益は484億ドルから774億ドルに増加した(図表2)。

図表1 CICの運用パフォーマンス

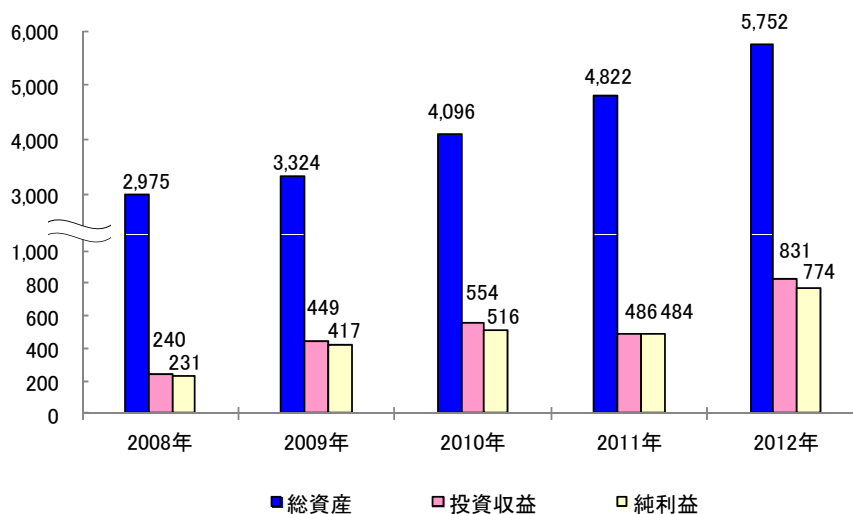


(注) 海外運用と国内運用を合算したROEは2010年以降未公表。

(出所) CIC各年度年次報告より野村資本市場研究所作成

図表2 CICの主要財務指標

(単位:億ドル)



(出所) CIC各年度年次報告より野村資本市場研究所作成

¹ 2011年のCICの運用実績については、関根栄一「試練となった中国CICの2011年の運用実績と今後の展望」『季刊中国資本市場研究』2012年秋号を参照。

2. グローバルポートフォリオの継続と一部変更

1) 投資評価の周期は継続

CIC の海外投資では、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（私募株式）、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方針を決定しているが、当該方針は 2012 年も継続されている。

2) アセット・アロケーションは「大学・財団基金モデル」に変更

2012 年度年次報告では、CIC は設立以来過去 5 年間の機関投資家としてのアセット・アロケーションの経験を総括した。その結果、CIC は、「大学・財団基金モデル」（Endowment Model）をアセット・アロケーションの基礎とすることを決定し、多様なリスク資産の配分を組み合わせて、アロケーションの内容を改善することとした。また、ポートフォリオ調整の柔軟性を高め、その安定性と収益力を強化するために、「政策ポートフォリオ」（Policy Portfolio）を設けることを決定した。

上記の「大学・財団基金モデル」とは、Yale Model とも言われ、上場株式や債券以外の非伝統的資産に積極的に配分する長期運用のスタイルを指すものである。当該モデルの採用は、CIC の運用スタイルの変更を表すとともに、受託運用機関にとっても CIC 向け受託運用業務のあり方を変更する契機ともなる²。

上記の「大学・財団基金モデル」の採用を踏まえた「政策ポートフォリオ」の設定により、CIC は現在、①戦略的アセット・アロケーション（Strategic Asset Allocation、SAA）、②政策ポートフォリオ、③戦術的アセット・アロケーション（Tactical Asset Allocation、TAA）の三階層から構成されるアセット・アロケーションの枠組みを有することとなった。

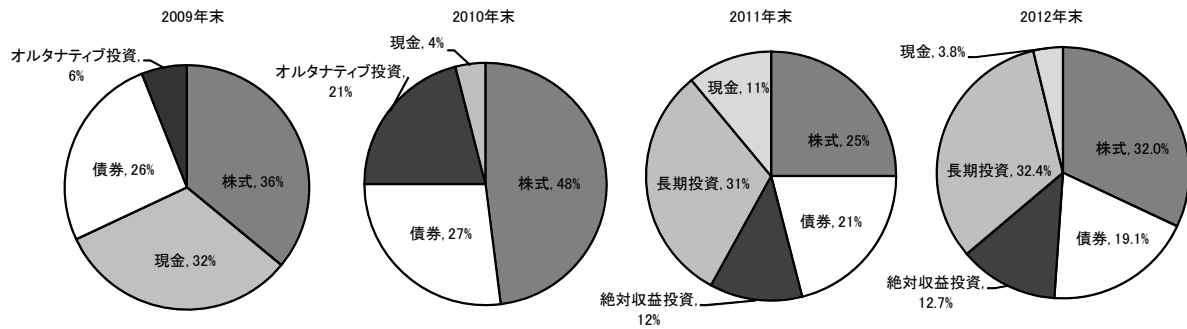
このうち、①戦略的アセット・アロケーションは、長期投資の方針に基づき、リターン目標とリスク許容範囲に従って、資産クラスと投資範囲を決定する。②政策ポートフォリオは、向こう 1~3 年の中期経済予測及び資産評価分析に基づき設定されるアセット・アロケーション計画で、3 年単位の投資活動とポートフォリオのリバランシングの手引きとなって、リスク許容額の範囲でポートフォリオを最適化する。③戦術的アセット・アロケーションは、向こう 1~3 年の経済イベント、資産評価及びリスク要因の分析・理解に基づき、市場のボラティリティがもたらすリスク・プレミアムを獲得するよう調整される。

3) 戦略的アセット・アロケーションの考え方は不変

上記のアセット・アロケーション方針とリスク管理原則に基づき、CIC の海外投資の戦略的アセット・アロケーションは、2011 年同様、①現金、②公開市場での株式投資、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から構成される。うち、④絶対収益投資

² エール大学などの米国の大学基金は、金融機関や年金と並ぶ主な機関投資家の一つとされ、長期投資家として PE や不動産、天然資源など流動性の低いオルタナティブ資産の配分比率が平均で 50%を超えているとされる。

図表3 CICのグローバルポートフォリオの内訳



(注) 1. 2011年からアセットクラスの定義が変更されている。
 2. 2012年から小数点第一位まで表示。
 (出所) CIC各年度年次報告より野村資本市場研究所作成

には、ヘッジファンドも含まれ、また⑤長期投資には、直接投資、PE、エネルギー・鉱業、不動産、インフラ等が含まれるとしており、これらも2011年から特に変更は無い。

3. 2012年のグローバルポートフォリオの特長

1) 2012年のグローバルポートフォリオの内訳

CICのグローバルポートフォリオの内訳は、2011年末から2012年末にかけて、①現金が11%から3.8%に、②株式が25%から32.0%に、③債券が21%から19.1%に、④絶対収益投資が12%から12.7%に、⑤長期投資が31%から32.4%に調整された(図表3)。これらの内訳の変更は、CICが意識して調整した結果でもある。

2) 2012年の海外投資の調整

2012年度年次報告によれば、CICは、複雑な市場情勢に直面する中で、リサーチを強化し、変化に積極的に対応し、アセット・アロケーション計画に基づき、慎重な手順を踏んで、海外投資のオペレーションを行った。

具体的には、第一に、戦略的アセット・アロケーションに基づき、新規資金を公開市場の株式等の資産に配分した。第二に、インフラ、エネルギー、鉱業、不動産といった長期投資を着実に実行した。第三に、深い市場分析に基づき、主要なマクロ経済イベントに適時に対応してポートフォリオを調整・最適化し、良好な結果を収めた。第四に、アセット・アロケーションと投資ベンチマークの調整に加え、マクロ経済、市場情勢、資産クラスの特徴についてリサーチを強化した上で、公開市場での投資ポートフォリオを更に最適化・調整した。第五に、公開市場での委託運用先の評価や業績の要因分析を行い、委託運用先の選定・評価制度を改善した。

II. 2012年のグローバルポートフォリオの詳細

1. 公開市場での株式運用

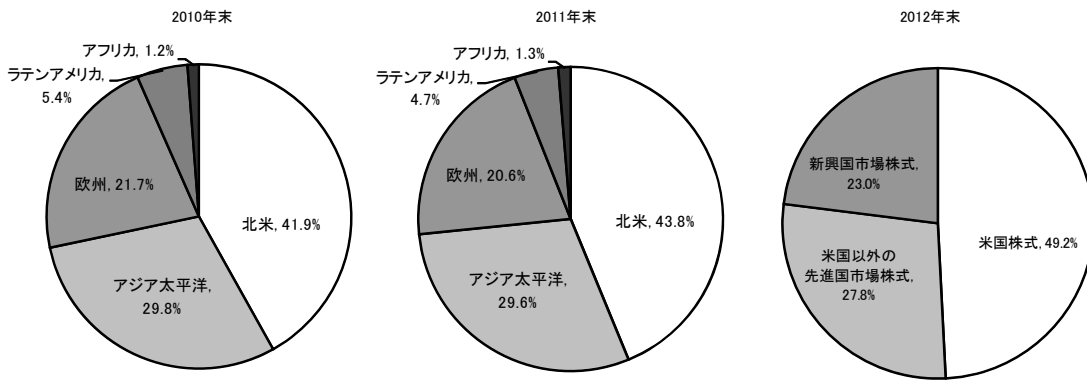
2011年度までの年次報告では、CICのグローバルポートフォリオは分散投資と集中投資(後

述) とに分けて、同ポートフォリオの詳細が開示されていた。以下、2012 年度年次報告でも同様の分類が続いていることを前提に、2012 年の同ポートフォリオの詳細を見ていく。

2012 年末のグローバルポートフォリオ（分散投資）のうち、公開市場での株式運用の地域別内訳は、米国株式が 49.2%、米国以外の先進国市場株式が 27.8%、新興国市場株式が 23.0%となっている（図表 4）。

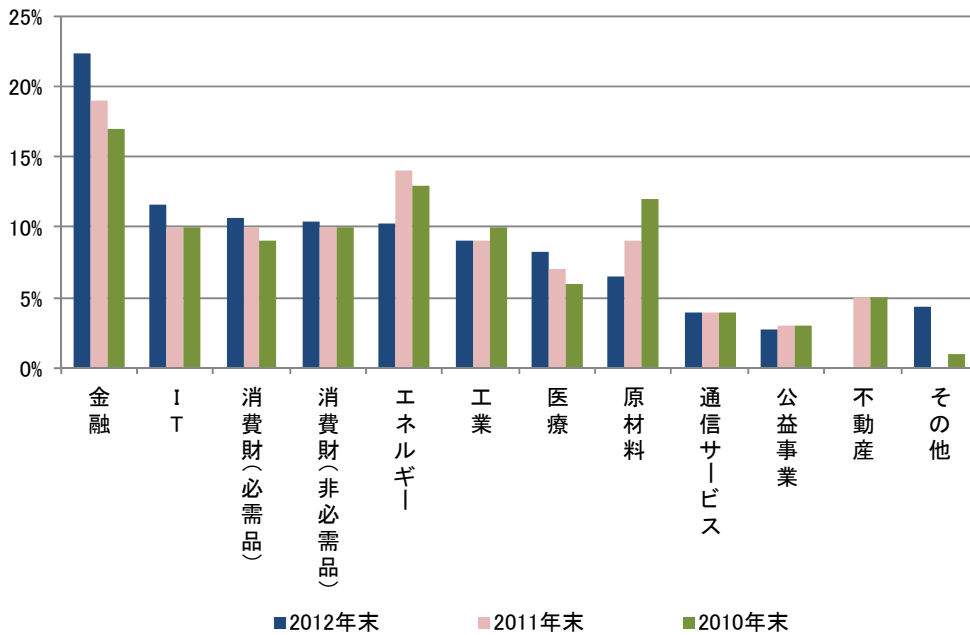
また、2012 年末の業種別内訳は、多い順に、金融が 22.3%、IT が 11.6%、消費財（必需品）が 10.7%となっている（図表 5）。2011 年末と比較すると、2012 年末はエネルギーの割合が減少し、IT が第 2 位に上昇したことが特筆される。金融も割合が上昇している。

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



(注) 2012 年から地域別内訳の定義が変更されている。
 (出所) CIC 各年度年次報告より野村資本市場研究所作成

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



(注) 2010 年から公表されている。
 (出所) CIC 各年度年次報告より野村資本市場研究所作成

2. 債券運用

グローバルポートフォリオ（分散投資）のうち、2012 年末の債券の内訳は、先進国市場国債が 54.7%、新興国市場国債が 17.5%、投資適格社債が 25.1%、インフレ連動債が 2.7%となっている（図表 6）。2011 年末からは銘柄別内訳の定義が変更されており、一概には比較できないが、先進国市場と新興国市場を合わせた国債の割合は 72.2%となっており、2011 年末の国債の割合 62%と比べると、大きく上昇している。また、2011 年末から 2012 年末にかけて社債の保有割合も増加させている様子が伺える。

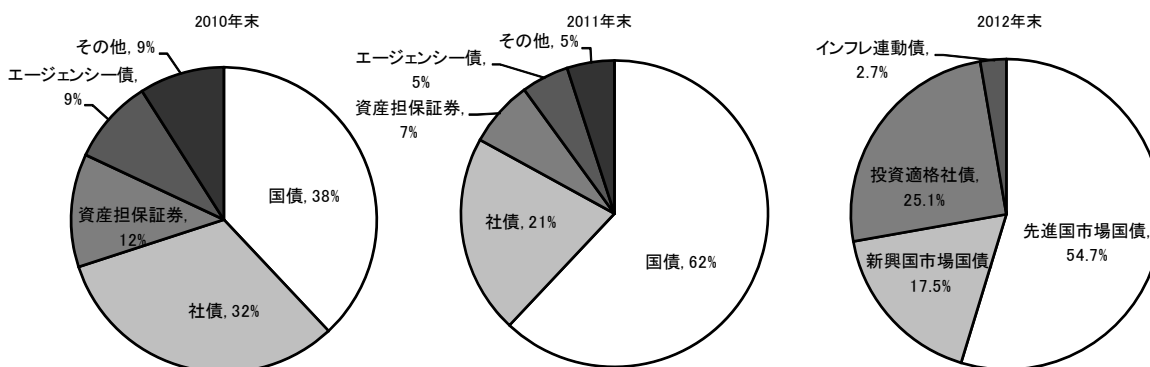
3. 直接投資

1) 2012 年の直接投資案件の実績

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。2012 年度年次報告でもこの定義が変わっていないことを前提に内容を見ていく。

2012 年度年次報告では、2012 年に取り組んだ CIC の代表的な直接投資案件が紹介されている（図表 7）。いずれも長期保有を前提とした資産となっている。うち、2012 年度年次報告では、英国のヒースロー空港（Heathrow Airport）への出資をコラムで取り上げている。

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



(注) 1. 2012 年から地域別内訳の定義が変更されている。
2. 2012 年から小数点第一位まで表示。

(出所) CIC 各年度年次報告より野村資本市場研究所作成

図表 7 CIC の代表的直接投資案件（2012 年）

国・地域	投資先会社名	業種	投資額	投資時の保有比率 (%)	投資実行時期
英国	Thames Water	インフラ	2.76億ポンド	8.68%	1月
米国	EP Energy	エネルギー	3億ドル	9.9%	5月
ロシア	Polyus Gold	鉱業	4.25億ドル	5%マイナス1株	5月
フランス	Eutelsat Communications SA	Pan-Industry (商品先物以外の全セクター)	3.86億ユーロ	7%	6月
英国	Heathrow Airport Holdings Ltd.	インフラ	4.5億ポンド	10%	11月
ロシア	Moscow Exchange	Pan-Industry (商品先物以外の全セクター)	1.87億ドル	4.58%	12月

(注) 投資時の保有比率は CIC2012 年度年次報告の記載に基づく。

(出所) CIC2012 年度年次報告より野村資本市場研究所作成

2) 2012 年に取り組んだ共同ファンド

また、2012 年は、年次報告に書かれていない直接投資案件の実績もある（図表 8）。うち、共同ファンドの設立については以下の 3 件の動きがあった。

第一に、2012 年 5 月 4 日付中国証券報によれば、同年 5 月 3 日、CIC は、ベルギー連邦政府傘下の投資持株会社（SFPI-FPIM）と欧州企業向け PE 投資を手掛ける A-CAPITAL の三者で中国に進出している欧州の優良企業向けファンド「中国・ベルギーファンド」（China Belgium Mirror Fund）を設立すると発表した。投資対象は、年間売上高が 1 億ユーロ以上で成長性の高い中小企業となる。

第二に、2012 年 6 月 5 日付プレスリリースによれば、CIC は、2011 年 10 月の合意に基づき、ロシアの政府系ファンドであるロシア直接投資ファンド（Russian Direct Investment Fund、RDIF）³と「中国・ロシア投資基金管理会社の正式設立及びその基本原則に関する覚書」を締結した。共同ファンドの英文名は Russia-China Investment Fund となった。また、共同ファンドの目標募集規模は 20～40 億ドルで、CIC と RDIF がそれぞれ 10 億ドルを出資し、残りは第三者（海外）から募集するとした。

第三に、2013 年に入ってから動きではあるが、2013 年 3 月 25 日付プレスリリースおよび同年 3 月 26 日付中国証券報によれば、同年 3 月 22 日、CIC は、ロシア対外貿易銀行、RDIF、上記の中国・ロシア投資基金と「インフラ投資とロシア極東開発協力の覚書」を締結した。同覚書の投資対象は、①大型インフラ・物流施設、②高付加価値型天然資源開発・加工分野等となっている。2011 年以降、中露の政府系ファンドの協力が大きく進んでいることが分かる。

3) 2012 年の長期投資の調整内容

2012 年度年次報告によれば、2012 年、CIC は長期投資の内容の調整を行っている。

第一に、CIC は、積極的に長期投資を続けた。また、CIC は、着実なリターンを生み出し、

図表 8 CIC の海外運用の動向（2012 年～2013 年）

時期	内容	金額	投資区分	発表媒体
2012年1月	CICは子会社を通じて英国最大の水供給・汚水処理会社のテムズ・ウォーターの株式8.68%を取得したと発表。CICの楼継偉会長が2011年11月に欧米のインフラ事業に積極投資する方針を言及してから初めての大型案件。	-	インフラ	2012年1月20日付プレスリリース
2012年2月	米資産管理会社EIGは2012年2月2日、CICが同社の株式を売却したと発表。売却株数と価格は未公表。同社は資源分野に特化する投資会社で運用資産は約95億ドル。	-	資源・エネルギー	2012年2月3日付証券時報
2012年5月	2012年5月3日、ベルギー連邦政府傘下の投資持株会社（SFPI-FPIM）と欧州企業向けPE投資を手掛けるA-CAPITALの三者で中国に進出している欧州の優良企業向けファンドを設立すると発表。投資対象は年間売上高が1億ユーロ以上で成長性の高い中小企業。	-	PE	2012年5月4日付中国証券報
2012年6月	CICとRDIF（ロシア直接投資ファンド）で「中国・ロシア投資基金管理会社の正式設立及びその基本原則に関する覚書」を締結。英文名はRussia-China Investment Fund。目標募集規模は20～40億ドル。CICとRDIFがそれぞれ10億ドルを出資し、残りは第三者（海外）から募集。	10億ドル	-	2012年6月5日付プレスリリース
2012年11月	英ヒースロー空港の株式10%を取得。	4.5億ポンド	インフラ	2012年11月1日付プレスリリース他
2012年11月	Wadge Holdings Ltd.の発行する転換社債を取得。OJSC Uralkali（露、炭酸カリウムメーカー）の普通株の12.5%まで転換可能。	-	資源・エネルギー	2012年11月9日付プレスリリース
2013年3月	2013年3月22日、ロシア対外貿易銀行、RDIF（ロシア直接投資ファンド）、中国・ロシア投資基金と「インフラ投資とロシア極東開発協力の覚書」を締結。同覚書の投資対象は、①大型インフラ・物流施設、②高付加価値型天然資源開発・加工分野等。	-	インフラ	2013年3月25日付プレスリリース、同年3月26日付中国証券報
2013年7月	2013年7月3日、國務院は、丁学東氏を会長に任命。楼継偉氏の後任。	-	-	2013年7月5日付プレスリリース

（注） 2013 年は 7 月までの動き。

（出所） CIC、各種報道より野村資本市場研究所作成

³ RDIF の概要については、林宏美「対内投資振興を目指すロシアの国富ファンド」『野村資本市場クォーターリー』2012 年夏号を参照。

安定的な現金リターンが提供され、ポートフォリオのリスクリターンの関係が改善されるよう、インフラ、農業等の比重を高めた。

第二に、PE 投資において、一般投資、共同投資、直接投資をバランスよく組み合わせたモデルを採用し、PE 投資のポートフォリオ構成を最適化し、自己投資能力を高めた。

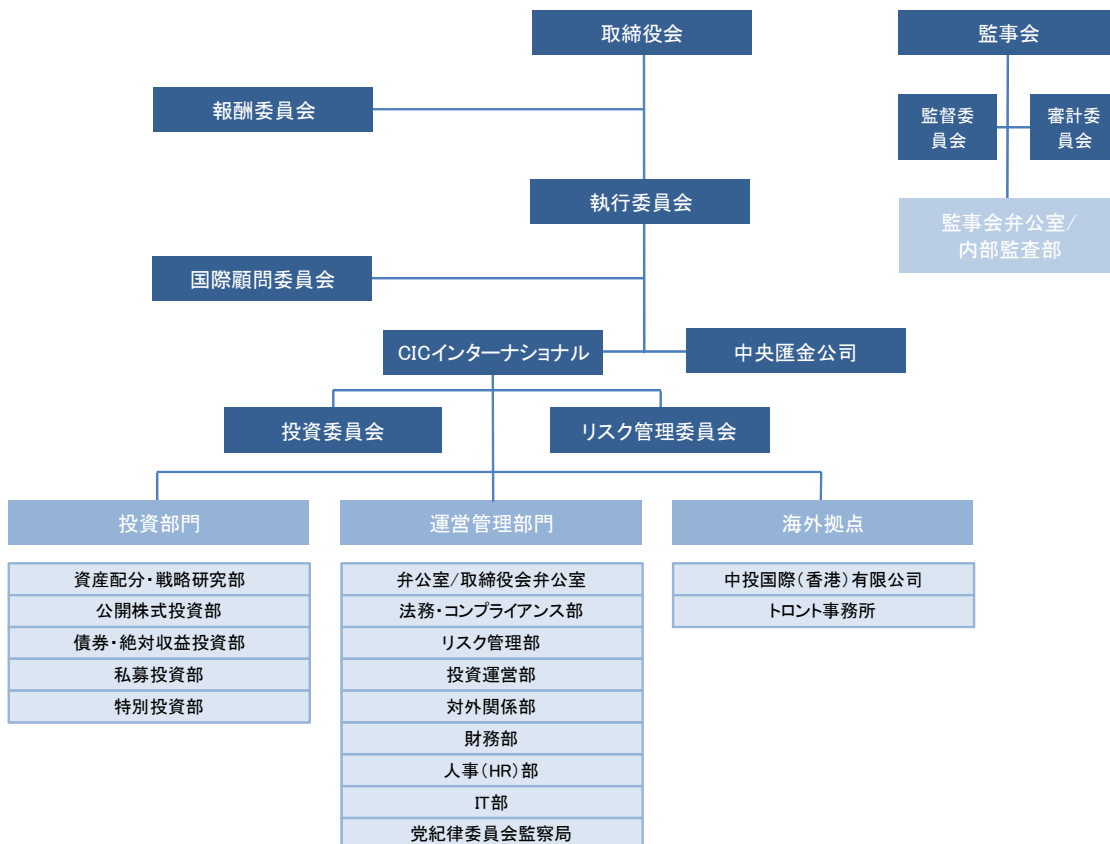
第三に、長期資産への投資後の管理業務を強化した。全ての直接投資案件を全面的に評価し、バリューアップ計画と出口計画を策定し、一部の PE 投資や直接投資プロジェクトから適時に退出した。

Ⅲ. CIC のガバナンス面の動き

1. フロント部門の構成

CIC では、2011 年 5 月にフロント部門の組織変更を行っている。フロント部門の各部の機能と役割は、政策ポートフォリオの追加といった三階層から構成されるアセット・アロケーションの枠組みが構築されたことに伴い、資産配分・戦略研究部の役割が追加されたほかは、2011 年度年次報告と 2012 年度年次報告との間で特に変更は見られない。具体的には、以下の通り説明されている（図表 9）。

図表 9 CIC の組織図



(出所) CIC2012 年度年次報告より野村資本市場研究所作成

(1) 資産配分・戦略研究部

運用政策、戦略的アセット・アロケーション、政策ポートフォリオ、戦術的アセット・アロケーション、投資目標の全体管理の策定を行う。同時に、オルタナティブ投資戦略およびパッシブ運用戦略を策定する。

(2) 公開株式投資部

委託運用および自己運用による公開市場での株式のアクティブ運用戦略を策定し、実行する。

(3) 債券・絶対収益投資部

債券投資、絶対収益投資、商品先物での運用を行う。

(4) 私募投資部

PE ファンドを通じた PE 及び不動産投資、直接投資、共同投資、クレジット投資を行う。第二次産業・第三次産業への投資をカバーする部門。

(5) 特別投資部

エネルギー、鉱業、インフラ、農林牧畜漁業等への投資を行う。第一次産業への長期投資をカバーする部門。

2. 海外拠点の活用**1) CIC インターナショナルの存在**

2011 年の動きの確認となるが、同年、CIC の有する海外運用部門と国内運用部門が組織内で完全に切り離される機構改革が行われた。国内運用部門については、従来通り 2003 年 12 月に外貨準備を使って国有商業銀行に資本注入を行うために作られた中央匯金会社が担当するが、海外運用部門についても新たに作られた子会社が担当することとなった。具体的には、2011 年 9 月 28 日、CIC の傘下に CIC インターナショナル（中投国際有限責任公司、China Investment Corporation International Co., Ltd.、略称 CIC International）が設立され（前掲図表 9）、CIC が従来から有する海外運用業務を継承している。

2) 香港拠点の活用

CIC は、CIC インターナショナルの設立に先立つ 2010 年 11 月、「中投国際（香港）有限公司」（CIC International (HongKong) Co., Ltd.、以下、CIC インターナショナル（香港））という名称の香港子会社を設立した。その後、CIC インターナショナル（香港）は、CIC インターナショナルの子会社に組み込まれている。

2012 年度年次報告によれば、2012 年、CIC インターナショナル（香港）は、CIC インターナショナルの指導と支援の下、ポートフォリオの移管、オペレーションシステムのテスト、組織構築、人員採用等の業務を完了した。同時に、投資審査・承認制度、リスク管理システムを構築し、投資活動を開始した。

現在、CIC インターナショナル（香港）は、グローバルな信用商品（Credit Products）と中

国概念株⁴への投資を担当し、良好な投資パフォーマンスを挙げていると 2012 年度年次報告は説明している。

3) トロント事務所の役割

CIC は、2011 年 1 月、カナダにトロント事務所を設立している。2012 年度年次報告によれば、現地政府・金融機関及び現地社会との交流を強化し、本部の良好な投資機会の発掘やリサーチ、デュー・デリジェンス (Due Diligence) に貢献した。

3. 幹部人事の変更

2013 年 3 月から 7 月にかけて、CIC の幹部人事の変更が行われた (図表 10)。

第一に、2007 年 9 月の CIC の設立時から会長を務めてきた楼継偉 (Lou Jiwei) 氏が、2013 年 3 月の全国人民代表大会 (国会に相当、以下、全人代) で財政部長に選出され、同会長のポストが空席となった。その後、中国政府内の調整を経て、同年 7 月 3 日、楼前会長と同じ財政部出身で、同じく國務院副秘書長 (内閣官房副長官に相当) を務めた丁学東 (Ding Xuedong) 氏が國務院 (内閣) から任命された。

第二に、監事長ポストは、2008 年 9 月から務めてきた金立群 (Jin Liqun) 氏に代わり、2013 年 5 月 17 日、李曉鵬 (Li Xiaopeng) 氏が任命された。

第三に、2007 年から副総経理ポストにあった汪建熙 (Wang Jianxi) 氏が定年のため 2013 年 6

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 (チーフ・エグゼクティブ・オフィサー)	丁学東	1960年	経済学修士、教授、博士課程指導教官。国家国有資産管理局弁公室主任兼人事教育局局長・財産権局局長、財政部国有資本金基礎管理局局長・農業局局長・教科文局局長、財政部部長補佐・副部长、國務院副秘書長を歴任。
取締役副会長、総経理 (社長)	高西慶	1953年	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)	李曉鵬	1959年	経済学博士。中国工商銀行河南省副支店長・本店営業部総経理・四川省支店長・中国華融資産管理公司副総裁・中国工商銀行行長補佐兼北京支店長・中国工商銀行副行長・中国工商銀行株式有限公司副行長・常勤取締役を歴任。
常勤取締役、副総経理 (副社長)、CIO (チーフ・インベストメント・オフィサー)	李克平	1956年	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	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、中央匯金の総経理を兼務。
副総経理	範一飛	1964年	経済学博士。中国建設銀行財務會計部部長・計画財務部部長・行長補佐・副行長を歴任。
副総経理	謝平	1955年	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、党紀律委員会書記	梁驥	1955年	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・バ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。
CSO (チーフ・ストラテジー・オフィサー)	周元	1956年	文学学士。米 State Street 研究部主任、UBS 常勤取締役・中国地区主管、香港先物取引所・財務総裁兼清算公司総裁、資金・投資総監、西泰 (Zeta) 金融研究センター総裁、シカゴ・マーカンタイル取引所アジア業務發展総監、香港先物取引所常務副主席、CIC オルタナティブ投資部、特別投資部、資産配分・戦略研究部総監を歴任。
CRO (チーフ・リスク・オフィサー)	郭向軍	1966年	経済学学士。國務院経済体制改革弁公室マクロ体制局副局長、国家發展改革委員会財政金融局副局長を歴任。現在、CIC リスク管理部副総監、総監を兼任。
CIO (チーフ・インフォメーション・オフィサー)	華樺	1957年	管理学博士。ニュージャージー工科大学 (NJIT) 准教授、米 UNISYS 高級エンジニア、米 Reed Technology 高級アーキテクト、香港 Core Solutions 主席コンサルタント、長軟国際科学技術有限公司副総経理、CIC IT 部総監を歴任。現在、CIC 投資運営部総監を兼任。
執行委員会委員	趙海英	1965年	経済学博士。中国証監会戦略計画委員会委員、発行管理監督部副主任、中国工商銀行派遣取締役兼中央匯金研究・法律部主任、CIC 資産配分・戦略研究部総監兼中央匯金ノンバンク部主任、中央匯金副総裁兼ノンバンク部主任を歴任。現在、中央匯金副総経理を兼任。

(出所) CIC より野村資本市場研究所作成

⁴ 中国本土外で上場している中国関連株。明確な定義はないが、中国資本が出資したり、中国本土で事業や生産を大規模に展開したりしている銘柄を指す。

月 27 日に退任したが、その前後において、執行委員会のメンバーが増員され、周元 (Zhou Yuan) 氏、郭向軍 (Guo Xiangjun) 氏、華樺 (Hua Hua) 氏、趙海英 (Zhao Haiying) 氏が新たに入り、担当分野も一新された。

以上のうち、会長・監事長の交代は 2012 年 11 月の中国共産党第 18 回党大会や 2013 年 3 月の全人代で 10 年に一回の政権交代が行われたことに伴うものと思われる。また、執行委員会の増員・担当分野の再編は、設立から 5 年経過した CIC のガバナンスを更に強化するための取り組みと思われる。

4. 人材政策

1) 社員数

2012 年度年次報告によれば、2013 年 6 月末の CIC の海外運用部門の社員は 443 名となっている (図表 11、2012 年 6 月末は 405 名)。同年次報告によれば、海外勤務経験者や海外留学経験者の比率は 6 割を超えている。また、国内運用部門を合わせた総社員は 2013 年 6 月末で 583 名となっている (2011 年 6 月末は 542 名)。

2) 人材開発

CIC は、これまで同様、2012 年も社員の人材開発に取り組んできている。2012 年は、五分野で計 62 件の研修プログラムを実行し、社員は平均 5 日間の研修を受けたとしている。

また、具体的な研修プログラムは、2012 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、投資手法、ビジネス交渉、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。

3) 人材計画の策定

CIC は、2012 年、人材計画を策定するとともに、人材の採用や定着の面で、様々な取り組みを行っている。

第一に、「2012～2016 年ヒューマンリソース戦略計画」を策定した。同計画では、今後 5

図表 11 CIC の海外運用部門の社員構成

2013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	443	363	174	250	41
内訳	100%	82%	39%	56%	9%

(参考)2012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	405	334	165	224	44
内訳	100%	82%	41%	55%	11%

(出所) CIC2011 年度及び 2012 年度年次報告より野村資本市場研究所作成

年間のヒューマンリソースの発展に向けた目標・重点分野・措置を明確にした。同計画では、①投資運用、②オペレーション・サービス、③子会社管理、④株式運用の四分野で競争力を高めるとした。また、①能力開発、②ポスト管理、③選抜・昇進、④採用・評価、⑤特長のある報酬制度、⑥教育環境、⑦企業文化の七つを、CICの金融プロフェッショナルとして認知されたブランドとして確立していくこととした。

第二に、上記のうちの企業文化として、2012年7月、「CIC企業文化コンセンサス」(CIC Culture Consensus)が制定された。同コンセンサスでは、CICのミッションは「外貨準備の運用の多様化を進め、許容されたリスクの範囲内で株主利益の最大化を実現し、国家の経済発展及び金融制度改革の深化に貢献すること」と定義された。同じくビジョンは、「ワールドクラス及び尊敬される政府系ファンドとなる」と定義された。コアバリューは、「責任、シナジー、プロフェッショナルリズム」と定義された。

第三に、人材の採用については、重点職種の中級職・管理職の潜在的な候補者を登録したグローバルレベルのデータベースを整備した。また、CICは、離職率は低いものの、海外からの帰国人材に魅力的な就業機会を提供するプラットフォームともなっている。

IV. 対日投資との関係

1. 増加する対日投資残高

CICによる対日投資の実績や方針は、例年発行される年次報告には記載されていない。他の個別の国に対しても同様である。また、対日投資については、CIC以外では、外貨準備本体を運用する国家外為管理局(SAFE)、QDII(適格国内機関投資家)といったプレーヤーがいる。

こうしたプレーヤーを含む中国による対日投資残高は、毎年1回、日本銀行が発表する統計(日銀統計)から把握することが可能である。この日銀統計によれば、2012年末時点の対日証券投資(株式)残高では、第1位が米国、第2位が英国、第3位が中国となっている(図表12)。また、2012年末時点での中国の対日証券投資(株式)残高は4兆1,486億円で、残高全体

図表12 海外からの対日証券投資(株式)残高(2012年末)

(単位:億円)

順位	2012年末	株式残高	比率	前年比	(参考) 2011年末	(参考) 2010年末
1	米国	370,515	44.34%	22.35%	302,826	375,113
2	英国	143,172	17.13%	15.12%	124,369	144,544
3	中華人民共和国	41,486	4.97%	16.22%	35,695	33,508
4	ルクセンブルク	37,530	4.49%	22.76%	30,573	36,879
5	カナダ	34,390	4.12%	72.94%	19,886	22,076
6	フランス	31,899	3.82%	310.17%	7,777	20,418
7	ベルギー	26,936	3.22%	24.91%	21,565	23,786
8	スイス	24,523	2.93%	55.37%	15,784	20,719
9	サウジアラビア	17,174	2.06%	7.83%	15,927	22,926
10	シンガポール	14,565	1.74%	20.91%	12,046	15,627
	全体	835,557	100.00%	26.90%	658,414	805,370

(注) 2012年のトップテンをランキング化。

(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

の 4.97%、前年比 16.22%増となっている。ランキングでは、2011 年同様第 3 位で、前年比では第 1 位の米国の伸び率には及ばず、また、残高全体に占める割合では、2011 年末時点の 5.42%からは 0.45%低下してはいるものの、既に日本株投資の主要なプレーヤーになっていることが分かる。

また、中国の日本株投資では、「OD05 オムニバス」（以下、「OD05」）が有名である。「OD05」は、中国の政府系ファンドとされ、CIC が資金の出し手として日本国内で報道されることもある。確かに CIC の総資産は増加しており、2012 年度年次報告によれば、2011 年 9 月の CIC インターナショナル設立後、これまで合計 490 億ドルの増資を受けたとされているが、全てが CIC のみとすることは自然ではないであろう。と言うのは、SAFE 自身も外貨準備（2013 年 6 月末で 3 兆 4,967 億ドル）の運用の多様化の方針の下で、株式投資に取り組んでいるからである。

2. SAFE の運用の多様化に向けた動き

1) 人材の募集

SAFE は、2009 年 12 月 1 日に「外為管理概覧」（概覧）、2010 年 7 月に「外為管理政策熱点問答」（問答）を公表している。概覧、問答ともに、外貨準備の運用は、安全性、流動性、増価性（収益性）の三原則に基づくとしている。また、アセット・アロケーションでは、国債、エージェンシー債、国際金融機関債、社債、ファンド等に、通貨では、米ドル、ユーロ、日本円等の伝統的な主要通貨に加え、新興国市場通貨への分散投資を行うとしている。その上で、①貿易上の対外支払いと②金融市場の規模の観点から、米ドルを主体として、多様化された通貨構成を目指すとしている。

こうした方針を受け、2010 年 10 月 25 日、SAFE は、同局内で外貨準備の運用を担当する中央外為業務センター（英文名称は Central Foreign Exchange Business Center）の名前で、人材募集公告を出している。同公告での募集人材の中には、運用の多様化に取り組む方針を示唆する職種として、①アセット・アロケーション部門では株式ストラテジー分析、株式産業分析、②投資管理部門ではデリバティブ商品分析、新興国市場分析、産業分析、外為市場投資ポートフォリオ管理（特にマルチ通貨購入管理）、債券取引（特に債券デリバティブ取引）、債券投資ポートフォリオ管理（特に新興国市場債券）、外為市場投資管理（特に新興国市場外為投資）、③委託運用部門ではオルタナティブ投資及びファンド管理（特に FoF、グローバル PE 投資）、審査貸付及び貸付管理が目立っている。こうした人材が、SAFE の運用の多様化を支えているものと思われる。

2) 外貨準備委託貸付業務

上記の募集人材のうち、委託運用部門の「審査貸付及び貸付管理」は、SAFE は明確な目的を持って募集していたことが後に判明している。

2013 年 1 月 14 日、SAFE は「外貨準備委託貸付弁公室（SAFE Co-Financing）」を設立していることを公表した。同弁公室設立の目的は、金融機関の実体経済発展へのサービスと対外進出戦略の支援とされているが、外貨準備を国内金融機関に委託して実体経済部門、例えば対外直接投資を行う企業に外貨建て貸付として行うオペレーションに取り組み始めたことを意味している。

3) 外貨準備の多様化は更に続く？

外貨準備の運用の多様化を巡っては、中国国内の研究者の間で活発な議論が続いている。その中の一つが、国家発展改革委員会傘下の国家情報センター・予測部・世界経済研究室の張茉楠副主任が提唱している「外為投資産業基金」の設立である⁵。

張副主任は、外貨準備を、①基礎的外貨準備、②戦略的外貨準備、③収益性外貨準備に分け、①については、流動性確保や国際収支上の支払いのために 8,000 億ドルから 1 兆ドルほど残し、残りを②及び③に充て、国家レベルの戦略の観点から、実体経済及びその戦略転換を推進し、複数の目標を有する多様な主体による外貨準備管理制度に転換していくべきとしている。その上で、企業の海外進出を支援するための「外為投資産業基金」を設立し、①戦略的新興産業の海外進出、②民間企業の海外進出、③海外での研究・開発センターの設立を支援していくべきと提言している。

この提言には、外貨準備の管理を巡る中国政府内の権限争いの側面もあるように推察されるが、既に始まった外貨準備のデット投資による事実上の中国企業の海外進出支援だけでなく、エクイティ投資についても議論が提起されていることは、今後の外貨準備の運用の多様化の動向を見ていく上で、興味深い。

3. 結びにかえて

中国の対日投資との関係では、最近、新たな変化が起きている。それは、上記の「OD05」による議決権行使の動きである。2013年6月13日付日経ヴェリタスの報道では、株主判明調査のIRジャパンのコメントを引用する形で、以前は10%程度であった「OD05」の議決権行使比率が、2013年の2月総会から70%ほどに高まっているとされている。同時に、議決権の行使は運用機関の裁量に任されているようで、統一的な傾向があるわけではなさそうだ、と結んでいる。

翻って、CICを見てみれば、2013年2月に「CIC インターナショナル 2012～2016年戦略計画」を取締役会が承認し、今後5年間の海外投資業務の重要なガイドラインとしていることを2012年度年次報告で明らかにしている。計画の内容は、2012年度年次報告では特に触れられていないが、CICがグローバルな長期の機関投資家として、自らの今後の運用の方向性を明らかにしていくことは、投資先が自らの企業価値を高めるきっかけともなり、最終的にはCIC自身の運用パフォーマンスに跳ね返っていくこととなろう。投資先としては、海外生産比率・海外売上比率を高めグローバルに活動している日本企業もその例外ではない。CICの今後の動きが注目される。

⁵ 2013年7月23日付証券時報。

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。



Chinese Capital Markets Research