



中国政府系ファンド(SWF)の 投資戦略の転換及びその要因¹

潘 圓圓*

張 明**

要約

近年、中国投資有限責任公司（CIC）の海外投資戦略に新しい特徴が見られる。すなわち、資産ポートフォリオ、投資先国、業種構成、投資期間、投資形態などの面において多様化していることである。CICの投資戦略の転換の主因には、原資の不確実性、管轄官庁の争い、国内外の投資戦略の対立、他の国有投資機関との競争、外部投資環境の変化などが挙げられる。CICの投資パフォーマンスを一層向上させるには、中国政府、管轄官庁及びCIC自身が一連の積極的な調整を行う必要がある。

I. はじめに

政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund, SWF）は、昔から存在していたが、2008年の世界的金融危機以降、国際金融市場において注目を浴びるようになった。その背景には以下の点が挙げられる。第一に、ここ10年間、世界の政府系ファンドが急速に増加し、関心を集めるようになった。SWF研究所（Sovereign Wealth Fund Institute）²によると、現在、全世界で75の政府系ファンドがあり、そのうち約40%が1953年から1999年の間に、残りの60%が2000年以降に設立されたものである。第二に、近年、世界の政府系ファンドの運用資産規模が急速に増加し、2014年にはすでに6.6兆ドルに達した。国際通貨基金（IMF）の予想によれば、今後、SWFの資産規模はさらに増加し、2020年に22兆ドルになる（IMF, 2012）。第三に、世界には様々な形態のソブリン投資があり、それらは必ずしも政府系ファンドと名乗っていないが、その投資規模は上昇し続けており、投資行動もSWFに類似するところがあるため、市場ではしばしば同じ種類の投資家として分類されている。第四に、これは最大の要因でもあるが、政府系ファンドは伝

¹ 本稿は、『上海金融』2014年第9期掲載「中国政府系ファンド(SWF)の投資戦略の転換及びその要因」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文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 SWF研究所は、政府系ファンド、公的年金基金、中央銀行及びその他の長期公的投資家の研究を目的とする世界的組織であり、これら投資家の投資、資産配分、リスク、ガバナンス、経済、政策、貿易、その他の関連する問題について議論している。

* 潘圓圓 中国社会科学院世界經濟政治研究所国際投資研究室 助理研究員

**張明 中国社会科学院世界經濟政治研究所国際投資研究室 主任、国際金融研究センター 副主任

統的な金融システムの外に置かれており、その投資戦略は他の投資家と大きく異なっている。特に、母国政府は政府系ファンドの投資行動に大きな影響を与えるため、先進国の懸念と批判を招いた。

中国投資有限責任公司（CIC）は、2007年9月に設立され、現在、中国政府が公式に承認する唯一の政府系ファンドである。設立当初、CICは主に先進国の金融業に投資していたが、近年、CICの海外投資戦略は、資産ポートフォリオ、投資先国、業種構成、投資期間、投資形態などの面において多様化している。CICの投資戦略の転換の主因は、原資の不確実性、管轄官庁の争い、国内外の投資戦略の対立、他の国有投資機関との競争、外部投資環境の変化などが挙げられる。以下では、CICの投資戦略の転換を整理し（第Ⅱ節）、CICの投資戦略転換の要因を分析し（第Ⅲ節）、CICの投資パフォーマンスの一層の改善に向けて政策提案を試みる（第Ⅳ節）。

Ⅱ. CICの投資戦略の転換

CICの設立当初（2007～2008年）の投資対象業種は主に金融セクターで、投資先は米国を中心とし、投資形態の多くは委託投資だった。近年（2009年～現在）、CICの海外投資戦略は、多くの面においてより多様化しており、主に以下の特徴が挙げられる。

1. ポートフォリオの一層の多様化とリスク選好の著しい上昇

近年、CICは、よりリスクの高い資産ポートフォリオを好むようになり、低リスク資産の保有を大幅に減らしている。具体的には、一つは、保有する現金の大幅な減少である。CICの総資産に占める現金の割合は2008年の87.4%から2012年の3.8%に低下した。もう一つは、フィクスト・インカム型資産³の保有割合の低下で、2009年の26%から2012年の19.1%に低下した。フィクスト・インカム型資産のうち約70%が国債とエージェンシー債である。一方、同期間において、CICは、総資産に占めるエクイティ投資⁴（総資産の約3分の1）とオルタナティブ投資⁵の割合を大幅に引き上げた。

2. 投資先の地域と業種の一層の多様化

CICの投資先地域については、北米が引き続き最大の割合を占める。2009～2011年に、CICのエクイティ投資に占める北米地域の割合は40%以上と、アジア太平洋、欧州、南米、アフリカなどへの投資を大きく上回った。注目したい点は、CICの投資が地域によって業種の構成が大きく異なっていることである。

CICの設立当初、金融業への投資は基本的に米国向けであった。2010年以降、CICは、イギリス、ベルギー及びその他の欧州諸国など、他の国の金融業への投資を拡大した。また、新興国の金融業への投資も増やした。例えば、2010年12月にグローバルの投資家コンソーシアムに参加

³ フィクスト・インカム型資産はリターン率が比較的低いものの、現金及び現金類似資産に次ぐ高い流動性を持ち、かつ収益性が安定的であるという長所がある。

⁴ エクイティ投資は流動性が比較的低いものの収益率が高く、そのうち株式のリターンは他の短期投資ツールよりも安定的であり、より長期投資家に適している。

⁵ オルタナティブ資産は流動性が比較的低く、資金がショートする場合、取得価格で現金化する確率が比較的低いため、リターンが比較的高い。

してブラジル最大の独立系投資銀行 BTG パクチュアルに出資した⁶ほか、ロシアの金融業に対しても数件の投資を実行した。2009～2012 年の各年において、CIC の欧州向けエクイティ投資の割合は各 20.5%、21.7%、20.6%、27%だった。2012 年の対欧州エクイティ投資が大幅に増加したのは、イギリスの不動産、インフラ、公共事業などへの投資によるところが大きい。その背景には、一つは、米国に比べ、欧州は政府系ファンドの投資に対する規制が相対的に緩いことがある。もう一つは、イギリスなどの国ではインフラなどの業種における資金不足が比較的顕著だったことから、CIC は、これら業種が安定的な長期リターン（インフレ要因を除いても）を提供できると判断したからである。CIC の対欧州インフラ投資の最も有名な案件は、2012 年 1 月のテムズ・ウォーター（Thames Water）と同年 11 月のヒースロー空港（Heathrow Airport）への投資である。

CIC の先進国への投資において、もう一つの重点は不動産業である。2009 年以降、CIC は不動産業への投資を始めた。当時、先進国の不動産価格が危機後に低水準にまで下落したため、経済が回復すれば、不動産、特に商業不動産の価格は大きく上昇する可能性があったからである。CIC は、「ブランド効果」を狙って、イギリス、米国、日本などにおける有名な物件に投資した⁷。

先進国の不動産業への投資の熱意とは対照的に、CIC のエネルギー投資は、より分散している。近年、CIC のエネルギー業への投資において途上国と新興国の割合は上昇の一途をたどっている。これは、資源の分布や地縁などの要因のほか、先進国がエネルギー業を外国投資に解放したくない産業とみなし、CIC に対して警戒心を持っていることと密接に関係する。

また、CIC は特定の先進国（カナダやオーストラリア）の資源・エネルギー企業への投資に対する選好が鮮明である。先進国以外の地域にも進出しているこれらの資源・エネルギー企業への投資は、中国の国有企業と世界の大手多国籍企業との競争・協力関係の促進を後押しし、CIC にとって投資環境が芳しくない国への投資がしやすくなり、これらの国の中国に対する抵抗感を和らげることができる。

最後に、近年、CIC はアフリカへの投資も増やしており、主にインフラとエネルギーの二つの業種に集中している。

3. 投資対象業種における金融業から実業へのシフト

設立当初、CIC が米国の金融セクターへの投資に熱中した理由として、次の要因が考えられる。①世界的金融危機の勃発により、先進国の金融資産のバリュエーションが全般的に低下した。②米国は世界で最大かつ最も整備されたエクイティ市場を有しており、投資対象となる米国の金融ツールの流動性が比較的高い。③金融業への投資は、比較的強い波及効果があり、CIC は金融業への投資を通じ、他の産業に間接的に投資することができる。

しかし、ここにきて、このような状況に変化が見られた。CIC は 2012 年の年次報告書において、近年、インフラや農業など収益の安定している実業案件への投資を大幅に増やしたと述べている。CIC の年次報告書が示すように、2012 年末現在、CIC のグローバル・ポートフォリオのう

⁶ <http://www.caijing.com.cn/2010-12-08/110587302.html>

⁷ 例えば、CIC は 2009 年に 1.58 億ドルでソングバード・エステート（Songbird Estate）の 15%の株式を取得した。ソングバード・エステート社はロンドンのカナリー・ワーフの株主で、カナリー・ワーフはロンドンの新しい金融街で、世界の多くの有名な銀行の本部が集まっている。

ち株式投資の業種別構成比は、金融業（22.3%）、情報技術（11.6%）、非必需品（10.7%）、必需品（10.4%）、エネルギー（10.2%）、工業（9.1%）、医療衛生（8.2%）、原材料（6.5%）、通信サービス（3.9%）、公共事業（2.7%）、その他（4.4%）となっている。実業案件への投資により、ポートフォリオのリターンがより安定的になり、以前のポートフォリオのリスクと収益のバランスも改善した。

CIC がインフラと公共事業への投資を増やしたことは、その投資戦略のある重要な転換を反映している。すなわち、設立当初のように金融セクターの資産を中心に保有することから、実体セクターの資産を増やすことにシフトする点である。この転換の要因には、設立当初に行った金融業へのエクイティ投資の損失が大きく、CIC は国内から圧力を受けたことがある。それに加え、実体セクターへの投資の収益率は、金融セクターへの投資よりも安定的であり、実体セクターへの投資は比較的インフレに左右されにくい、といった側面もある。

4. 自己投資の増加

自己投資と委託投資の配分においては、2009年に委託投資の割合は59%だったが、2011年に57%にいったん低下した後、2012年に63.8%と再び上昇した。しかし、近年、CICは、特定の業種において自己投資の割合を大きく増やした。CICの設立当初、多くの投資は、第三者を通じて行われた。この方法では、外部運用者の経験、ノウハウと情報を活用し、投資先国政府の規制の度合いを弱め、投資が失敗した際に国内からの過大な圧力を免れることができる。近年、自身の投資能力の向上や、投資案件に対する一層強い支配権を獲得するため、CICは特定業種において自己投資の割合を引き上げた。

CICの林業への投資は、このような変化を著しく反映している。設立当初、CICは、第三者のファンドへの投資を通じ、海外投資を展開する機会が多かった。しかし、近年、林業への投資は、すべて第三者のファンドとの共同投資の形態をとっている⁸。このことは、CICは海外資産に対しより大きな支配権を持ち、ひいてはより大きな投資収益を獲得する可能性がある一方、より厳しい規制と審査に直面することを意味する。

Ⅲ. CICの投資戦略転換の要因分析

CICが投資戦略を転換した背景には、一連の「中国的特色」という要因がある。例えば、CICの資金源の問題、管轄官庁の争い、国内投資と海外投資の相互の影響、他の国有投資機関との競争関係などである。また、外部投資環境の変化もCICの投資戦略に影響を与える。

1. 原資が外貨準備のため、CICは流動性と高収益の間でバランスを取らなければならない

政府系ファンドの原資は主に2種類である。一つは、商品（コモディティ）からの収入（ある

⁸ CICの林業への投資案件としては、米州で材木などの資産への投資機会を見つけるため、2012年にカナダのBrookfield Asset Management Inc.と共同で投資した案件がある。また、2012年にCICは、ロシア政府が支援するプライベート・エクイティ・ファンドであるロシア直接投資ファンド（Russian Direct Investment Fund）との共同出資でRussia-China Investment Fundを設立した（CICの出資分は10億ドル）。同ファンドの初回の取引はRussia Forest Productsへの2億ドルの投資で、ロシア側は今後さらに数件の林業案件を中国側パートナーに開放すると見込んでいる。

いは税収)、もう一つは、財政黒字あるいは外貨準備の残高である。前者の代表は、中東の原油輸出国で、後者はアジアの新興国(特に中国)である。

CICの投資目標は資金源の性質によって決定されている。会社約款では、CICは「国の外貨資金の多様化した投資を実現し、許容されるリスクの範囲内で株主の権益の最大化の実現に努め、国のマクロ経済発展と金融制度改革の深化のニーズに奉仕する」ことを求められている。その中の「外貨資金の多様化した投資」と「株主権益の最大化」は直接の投資手段と目標である。すなわち、外貨準備の資金の多様化した投資で十分な収益率をあげることである。そして、「国のマクロ経済発展と金融制度改革の深化のニーズに奉仕する」ことは、より一層高い投資目標である。

直接の目標と高次元の目標を実現するため、CICは、まず、外貨準備の投資収益率を高めなければならない。CICの投資は十分な収益率をあげているかどうかについてみる。まず、CICと外貨準備の伝統的な投資手段の収益率を比較してみる。設立から2012年末までの間、CICの年平均収益率は5.02%である。中国の外貨準備は主に米国債で運用されており、米国債の収益率が比較的低位のため、CICの投資収益率は中国の外貨準備の投資収益率をやや上回っている。次に、CICと他の政府系ファンドの投資収益率を比較してみる。世界的金融危機が勃発した2008年のCICの海外投資の収益率は-2.14%と、韓国投資公社(-66.7%)、シンガポールのテマセク・ホールディングス(-31.4%)、ノルウェー政府年金基金(-23.3%)より優れている⁹。2010年から2012年までの各年のCICの海外投資の収益率はそれぞれ11.7%、-4.3%¹⁰、10.6%だった。2012年にテマセクのリターン率が1.5%、ノルウェー政府年金基金が13.4%¹¹であることから、近年のCICのリターン率は良好と言えよう。

一方、原資の性格により、CICの投資戦略はより高い収益の獲得と十分な流動性の確保の間でバランスを取らなければならない。CICは外貨準備投資型の政府系ファンドとして、その投資戦略は、マクロ安定型の政府系ファンド¹²と大きな違いがある。後者の投資戦略は、中央銀行の外貨準備管理の目標に比較的近く、マクロ安定の促進と外部の不確実性への対応の職責を果たさなければならない。資産の流動性を非常に重視するため、現金とフィクスト・インカム型資産への配分が中心である。その代表的なものとしては、ロシアリザーブ・ファンド、アゼルバイジャン国家石油基金などがある。外貨準備投資型の政府系ファンドの代表は、シンガポールのテマセクである。テマセクは、伝統的な外貨準備投資型SWFとして、低い流動性と高い収益率の資産を大量に保有している。伝統的な外貨準備投資型SWFに比べ、CICはある程度の資産の流動性の確保を依然として重視している。それは、CICの原資は外貨準備であり、高すぎるリスクを負うことができず、過大な損失が許されないことと関係している。このため、CICは設立当初の資産配分において流動性を重視した。具体的には金融業への大量な投資、大量の現金と現金商品の保有である¹³。しかし、近年、CICは明らかにリスク選好を強めており、リスクをコントロールできる前提の下で高い投資リターンの追求を図るようになった。

⁹ China Daily, 8 Aug 2009, cautious stance reaps rich dividends.

¹⁰ 2010年のCICの収益率の低下は世界金融市場の悪化と直接関係するとの研究結果がある。2011年にMSCI指数は7.4%下落し、CICのリターンに影響した。

¹¹ China Daily, 30 Sep 2013, Investing a nation's wealth wisely

¹² IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Fund)は、目標の違いでSWFを4つに分類している。マクロ安定型ファンド(stabilization fund)は、自国の予算と経済がコモディティ(主に原油)価格や、外部の衝撃の影響を受けないSWFである。外貨準備投資ファンド(reserve investment fund)は外貨準備のリターン率を高めるために設立されるSWFである。

¹³ <http://cn.reuters.com/article/currenciesNews/idCNnCN067144720090807?rpc=311>

2. 管轄官庁の主導権争いの決着で、CICの投資戦略の多様化を後押しする

政府系ファンドの所有者は、通常、政府である。政府は、一般的に所有者の権限を特定の部門に委託する。この部門は、中央銀行（イランの外貨準備基金、ボツワナのプラファンド、ベネズエラのマクロ経済安定化基金など）であったり、国会（アラブ首長国連邦のアブダビ投資庁など）であったり、あるいは財務省（ノルウェーの政府年金基金、ロシアリザーブ・ファンド、シンガポールのテマセク・ホールディングス、クウェート投資庁など）であったりする。最も一般的な場合は、一国の財務省が自国の政府系ファンドの管理を担当する。

中国では、CICの管理を巡って、財政部と中国人民銀行（中央銀行）が激しく争った。財務省が外貨準備に対する支配権を有する多くの国と異なり、中国の外貨準備は中国人民銀行の傘下の機関である外為管理局が管理しているため、財政部は一部の外貨準備の支配権の獲得を図ってきた。このような争いは、CICの設立直前に頂点に達していた。

財政部と中央銀行によるCICの主導権を巡る争いにおいて、財政部は優勢を占めているように見える。実際、CICの初代董事長（訳者注：日本の会長に相当）の楼継偉は、就任前に財政部の常務副部長を務めていた。2013年に楼継偉は、CICを離れ、財政部長に就任した。CICの現在の董事長の丁学東も就任前は財政部に勤めていた。CICの初代董事会メンバー11人のうち、5人が財政部の出身である¹⁴のに対し、中央銀行に勤めた経歴があるのは2人¹⁵にとどまっている。財政部と中央銀行の主導権争いは、CICの資金注入方法に直接影響した。CICの資本金は、財政部が特別国債を発行する形で調達した1.55兆円で、中国人民銀行から2,000億ドルの外貨準備を購入し、それをCICの資本金としたもので、この金額は当年の外貨準備（1.4兆ドル）の15%に相当する。

CICは法律上、独立した国有企業であり、その真の株主は国務院で、財政部は国務院を代表して株主の権利を行使し、中国の中央銀行は国務院の許可がなければ、CICに直接に資本金を注入することができない。これまで、CICには資金注入と資金引き出しのルールが整備されておらず、資金源が非常に不安定であり¹⁶、潜在的な資金注入の規模も確実ではない¹⁷。原資の不確実性により、近年、CICは、再投資できるキャッシュフローを確保するため投資リターン率を一層重視するようになった。このため、CICは、投資戦略において、2009年以降、リスク資産の保有量、特にエクイティ資産とオルタナティブ投資の割合を徐々に増やしてきた。

当初の資本金が債権（デット）の形で注入されるというデット・ファイナンスは、CICの経営に大きな圧力をかけた。金利（約4.5%）を定期的に支払わなければならないほか、人民元高の要因もあり、CICは、短期的に高い収益率をあげることができる資産に投資せざるを得なかった。高い金利を支払うため短期リターンを追求するモデルは持続不可能であり、特に世界的金融危機の勃発後、CICにとって投資収益率を向上させることがさらに難しくなった。CICの楼継偉董事長（当時）は、CICは、資本金の金利を支払うため、1日当たり3億元を稼がなければならない

¹⁴ 楼継偉、張弘力、李勇、劉仲藜、俞二牛

¹⁵ 劉世余、胡曉煉

¹⁶ 2012年にCICが一部の政府部門と自社への資金供与メカニズムの構築について協力すると伝えられたことがある（<http://blogs.wsj.com/chinarealtime/2012/03/06/qa-china-investment-corp-s-wang-jianxi/>）。提案には、外為管理局がCICに直接に資金を注入してCICの株式を取得する案や、CICに外為管理局の代理人として一部の資産の運用を委託する案などが含まれる。

¹⁷ CICの原資は外貨準備から拠出することができるが、中国の外貨準備の持続的かつ安定的な増加が今後も続くとは限らないため、CICの資金注入量の不確実性が拭えない。

と、明らかにしたことがある¹⁸。2009年8月に、財政部が債権（デット）をエクイティに転換したことを受け、CICは定期的に金利を支払う必要がなくなった。債務負担の軽減は、CICの投資戦略の多様化の重要な前提である。

3. 海外投資と国内投資の対立でCICの海外投資が阻まれる確率が高まる

CICの国内投資は、主に中央匯金公司（国有金融機関が対象）と建銀投資公司（国有の産業投資プラットフォーム）を通じて行われる。中央匯金公司は2003年11月に設立され、主要な職責は中国の重点国有金融機関に出資することである。2007年9月に、財政部が特別国債を発行し、中国人民銀行から中央匯金公司の全株式を購入した上、その株式（約670億ドル）をCICへの出資の一部としてCICに注入した。CICは国内投資と海外投資業務を厳格に区分しているものの、中央匯金が株主として支配する中国の大型金融機関はすでに多くの海外投資を行っており、拠点設立や海外銀行の買収などの形態で海外市場に進出している。このほか、これら大型金融機関も、国内の「走出去」（海外進出）の企業と緊密に協力することを通じ、海外の他の業種に間接に参入している。

建銀投資は中央匯金の100%子会社であり、2004年9月に国务院の許可を得て設立され、資本金は207億元である。建銀投資の設立当初の主な任務は、旧中国建設銀行の非商業銀行資産と業務の引き受け、管理、整理である。2008年に、国务院は、建銀投資と中央匯金の職責を区分し、中央匯金を政策金融投資機関と位置づけた。中央匯金は主に大型国有企業（主に銀行）の株式を保有する。現在、建銀投資は、CICの産業投資プラットフォームとして位置付けられ、人民元投資を行う。このほか、CICは、建銀投資を通じ、中国の国有企業（通常は非金融会社）に支援を提供する¹⁹ことにより、間接的に海外投資を行う。中央匯金と建銀投資による国内投資とCICによる海外投資の業務は、次のような対立点が存在する可能性がある。

第一に、国内投資により、海外投資の資金が減少することである。CICの2,000億ドルの資本金のうち、900億ドルが中央匯金を通じて国内金融機関に移転され、1,100億ドルがCICの海外投資に使用されている²⁰。中央匯金が支配株主である商業銀行が海外進出する過程において、外貨資産に対する需要が高まるため、CICが海外投資に使用可能な外貨準備は、国内投資の増加を受け、減少する可能性がある。実際、多くの大型投資を経て、2009年末時点、CICは現金と預金をほとんど使い切ってしまう、その規模は年初の479億ドルから186億ドルに減少した。2010年末時点には、現金と預金はさらに減少し、144億ドルとなった。

第二に、中央匯金の戦略投資家としての地位は、CICのグローバル財務投資家としてのイメージを損なう。CICは海外投資と国内投資業務を厳格に区分しているものの、海外の規制当局にとって、CICと中央匯金はいずれも国务院が責任を負い、資金源が中央財政で、かつCICは中央匯金の100%支配株主である。このため、中央匯金と同じように、CICは一般的に、中国政府の意図を汲んだ国際戦略投資家と見なされ、CICの海外投資が妨げられる可能性を強める。その一例として、2008年に中国建設銀行と工商銀行は、米国における支店設立に努めていたが、妨害された。なぜなら、株主がCICの傘下にある中央匯金であることを理由に、米連邦準備制度理

¹⁸ http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-11/30/content_7171702.htm

¹⁹ <http://english.caijing.com.cn/2009-02-12/110055513.html>

²⁰ http://www.chinadaily.com.cn/china/2013-09/30/content_17003744.htm

事会は、取引に政治の影響があることを懸念したからである²¹。また、CIC が中央匯金の収益を自分の収益の一部として計上する方法も批判を受けやすい。世界的金融危機が深刻化する時期に設立されたことに加え、投資の経験が少なかったなどの理由により、CIC の 2008 年と 2011 年の海外投資のリターン率は芳しくなかった（それぞれ-2.1%、-4.3%）。これに対し、中央匯金の収益率は高くかつ安定している。CIC は中央匯金を 100% 所有しているため、中央匯金の収益は CIC の連結貸借対照表を著しく改善することができる。中央匯金自身が持つ「金融業の国有資産監督管理委員会」という性質のため、CIC が掲げる「純粋に商業収益を追求する」という投資方針はなおさら疑問視される。

第三に、CIC の海外投資戦略と中央匯金の国内投資戦略は時に対立することがある。中央匯金の国内投資の多くは、景気と逆行する。すなわち、景気下降局面では、中央匯金は投資を増やし、商業銀行の貸出能力を増やすことにより、マクロ経済の下振れリスクに対処する。これに対し、CIC の海外投資の多くは景気に順行する。すなわち、中国経済が上昇局面において、輸出の増加と内需の拡大により、資源とエネルギーに対する需要が増えるため、CIC は資源・エネルギー産業への投資を増やす可能性がある。

4. 他の国有投資機関との競争が CIC の収益を圧迫する

CIC は中国政府が認める政府系ファンドである。しかし、一部の独立機関の基準と定義²²に基づく、中国には他にも政府系ファンドと呼ぶことができる機関がある。華安投資有限公司（SAFEIC）、全国社会保障基金（NSSF）、中国・アフリカ発展基金（CADF）などである。CIC は、これら政府系ファンドとの間で、より多くの原資を獲得し、様々な優遇政策やその他の支援を受けることを巡って、競争関係をなしている。

CIC の主要な競争相手で、外為管理局傘下の華安投資を例に見てみる。華安投資の投資方針と目標は CIC と似ているところが多い。各種報道によると、華安投資の対外投資規模は拡大の一途をたどっており、多くの大型案件に投資している。資産クラス別で見ると、華安投資は、エクイティ、プライベート・エクイティ、不動産、インフラ²³など約 22 種の資産に投資し、CIC の投資戦略と似ている。華安投資はすでにシンガポール、香港、ロンドンとニューヨークで運用チームを立ち上げた。さらに重要な点は、華安投資は資金源の面で CIC より優位にある上、華安投資の情報開示の度合いは CIC よりも低いため、外部からの圧力が CIC よりも少ない。全国社会保障基金理事会や、中国・アフリカ発展基金と CIC との間についても似たような状況である。

²¹ http://finance.ifeng.com/hkstock/html/newsinfo/2008-06-23/news_D0000000945.shtml

²² IWG（International Working Group of Sovereign Wealth Fund）によれば、政府系ファンドは政府が所有する特殊な目的をもつ投資基金あるいは投資アレンジメントである。IMF の定義では、「主権政府がマクロ目標のために設立する投資ファンドである。政府系ファンドは、金融目標のために、一連の投資戦略（海外金融資産への投資を含める）を用い、資産を保有、運用、運営する」。OECD は、国家の目的達成のために、政府が直接あるいは間接的に所有と管理する資産プールと定義している。SWF 研究所は、SWF は、政府所有の投資ファンドあるいはエンティティであり、原資は經常収支余剰、政府の外貨準備、民営化による収入、政府の移転支出、財政余剰金、及び（または）資源輸出による収入であり、通貨当局が伝統的な国際収支あるいは金融政策の目的のために保有する外貨準備資産、伝統的な意味の国有企業、政府雇用者年金基金（雇用者と雇用主の拠出による資金調達）、あるいは個人の利益のための資産運用は含まないとしている。米国財務省では、政府の外貨準備のうち、財務省あるいは中央銀行が管理する外貨準備から独立し、外貨資産を原資として形成された政府投資ツールで、より高いリターン率の追求を目的とし、伝統的な外貨準備運用よりも広範囲の資産クラスに投資するもの、と定義している。

²³ http://www.chinadaily.com.cn/china/2013-09/30/content_17003744.htm

Eaton と張明 (2010) が指摘したように、中国の政府系ファンド間の競争は、官僚政治が意図した結果ではないかもしれないが、中国の指導部は、戦略的にこのような競争を黙認しているように見える。なぜなら、これによって、政府は、「アメとムチ」というメカニズムでそれぞれの国有投資ツールを有効に管理することができるからである。多くの競争相手に囲まれる中で、CIC がより多くの外貨準備を獲得するためには、投資リターンの実績を以て国務院を説得するしかない。このことが投資戦略に反映され、CIC は中短期の投資リターン率をより重視することになる可能性がある。

5. 厳しい外部投資環境が CIC の投資戦略の多様化を促した

政府系ファンドに対する投資先国の態度は、CIC にとってコントロールしにくい外部要因である。

まず、外部環境の圧力により、CIC の透明性とガバナンスは絶えず改善している。政府系ファンドの透明性を評価する数量指標の中で、最も知られているのは SWF 研究所が発表するリナバーグ・マデュエル (Linaburg-Maduell) 透明性指数である²⁴。同指数の 2014 年の順位において、全世界の 48 の政府系ファンドの中で、CIC の透明性は第 23 位であり、指数は 7 と、中国の政府系ファンドの中で最も高い (図表)。2008 年の CIC の指数値は僅か 2 だった。

CIC の透明性の向上は、その対外投資に多くのメリットをもたらす。まず、投資先国が CIC の投資に対して持つであろう敵意を抑えることができる。次に、情報開示は、CIC の投資目標、期間管理、リスク管理などの評価および改善に役立つ。さらに、CIC の透明性の向上により、一般大衆が CIC の一部の状況を知ることができ、市場の信頼を保つことにより、CIC が直面する外部圧力を軽減する。しかし一方、透明性を過度に強調すると、マイナス面の影響も出てくる。例えば、資料の過度の公開で、市場が CIC の投資に追随することにより、CIC の意思決定の自由度が制約され、一部の投資の成功率を低下させる。このほか、CIC は国家戦略を背負っているため、過度の情報公開は国全体の経済利益に影響を与える可能性がある。

一方、投資先国が、CIC の投資が「国家安全保障」の問題²⁵をもたらす可能性があると考えて

図表 中国の政府系ファンド (SWFs) の透明性順位

SWF名称	LMTI指数	順位
CIC	7	23
NSSF	5	31
SAFEIC	4	34
CADF	4	38

(出所) SWF 研究所

²⁴ リナバーグ・マデュエル透明性指数は、次の 10 の要素から構成される。①設立理由、資金源、ガバナンスなどの情報の提供。②最新の年度監査報告の提供。③会社の株主構成、株式保有の地域別構成の公表。④すべての資産ポートフォリオの市場価格、リターン率、報酬制度の公表。⑤企業倫理基準、投資政策と実行戦略の主な内容の公表。⑥明確な投資戦略と目標の開示。⑦傘下機関及び連絡方法の開示。⑧外部運用者の情報の公表。⑨外部に公開するウェブサイト。⑩主な事務所の住所、電話番号、ファックス番号など連絡方法等の情報の公表。

²⁵ 各国は「国家安全保障」について明確に定義しておらず、国家安全保障を決める時の「考慮する要因」のみ発表している。

いる点は、CIC が特に留意しなければならない投資リスクの一つである。CIC に対する「国家安全保障」に関する批判は、CIC の投資戦略に次のような影響をもたらす可能性がある。

まず、CIC は、安全保障の審査が厳しすぎる国、特にこれら国の開放したくない産業あるいは地域を避ける可能性がある。先進国は、政治的意図を背負う政府系ファンドの投資が自国の国家利益に不利な影響をもたらすことを望まない。その不利な影響とは、例えば、先進国の技術における優位を脅かす、先進国の戦略的産業を支配する、先進国の軍事と国防の安全を侵害する、などである。このため、これに関する先進国の戦略は、政府系ファンドの投資の中にある政治要因をなるべく取り除くことができる。

次に、CIC は自分が消極的な財務投資家であるというイメージを投資先国に伝えるために、少量の株式の保有、あるいは投資先企業の取締役会に代表を派遣しないことを選択せざるを得ない。「国家安全保障」を定義する際、先進国は、政府系ファンドの投資が投資先企業を支配することになるかどうか、を非常に重視する。このため、特に政府系ファンドが大量の株式を取得する場合、投資先国の懸念を招く。これに対し、CIC は、通常、出資比率を 10%以下に抑えることで対応し、また投資先企業の取締役会に代表を派遣することも少ない。しかし、これは、各国の国家安全保障審査機関の CIC に対する関心が低下することを意味しない。

最後に触れておきたい点は、現行の国際投資ルールは、CIC のような政府系ファンドに十分な保障と提訴の仕組みを提供していないため、CIC は、海外投資において、投資先国の政府との衝突をなるべく避けようとしていることである。

IV. CIC の投資パフォーマンスの一層の改善に関する政策提案

CIC の投資パフォーマンスを一層改善するには、中国政府、関連管轄官庁、CIC 自身という 3 つの次元で一連の調整を行わなければならない。

1. 中国政府の調整

まず、政府系ファンド大国として、中国政府は、投資に関する国際法制度の変革の中でより積極的な役割を果たすことを考えなければならない。各国の対内投資に対する「ハードロー」(hard law) と異なり、政府系ファンドの投資に関する国際法は明らかに「ソフトロー」²⁶の性質を持っている。これは、OECD、世界貿易機関 (WTO)、IMF など多くの国際機関の様々な政策と措置に反映されている。政府系ファンドが、先進国の「国家安全保障」に関する批判に直面する際、提訴または調整できる機関がなく、これは現在の投資に関する国際法において大きく欠落している部分である。投資に関する国際法制度が今後どう変わっていくのかは、政府系ファンドの将来にとって極めて重要である。そのため、中国政府は、関連する国際ルールの交渉において、中国の政府系ファンドの利益を保護する条項を声高に提起すべきである。

次に、中国政府は、「走出去」戦略における各機関の役割を十分に調整しなければならない。複数の政府系ファンドを持っている国も珍しくない (シンガポールは典型的な例である)。しかし、国は、それぞれの政府系ファンドの位置づけを明確化する必要がある。中国政府は、CIC を国際市場の財務投資家として位置付けたのであれば、国内市場への投資における CIC と中央匯

²⁶ 「ソフトロー」 (soft law) の意味は、法的拘束力がない、あるいは拘束力が伝統的法律より弱い規範である。

金の関係を明確に区別し、CIC が国内で戦略的投資を行うことを避けるべきである。このほか、中国政府は、CIC と政策銀行の間の「戦略的協調」関係を弱めなければならない。例えば、海外投資の際の市場ルールへの順守、優遇貸出の廃止などである。中国政府は、海外投資における CIC と中国国有企業との協力を奨励すべきでなく、むしろその仲介・調整役も果たすべきでない。

さらに、中国政府は、外貨準備管理体制を一層改善し、CIC の独立した法的地位と具体的な監督部門を確定しなければならない。財政部と中央銀行による外貨準備の共同管理体制を作り、国務院をはじめ、国家発展改革委員会、財政部、中央銀行、商務部などの部門が参加する外貨準備投資戦略決定委員会の設立を提案する。この委員会は、国家戦略という次元から、外貨準備投資の戦略的目標を制定し、それぞれの国有国富投資機関の分業・協力を調整し、定期的に報告を受け、検査を行う。

最後に、中国政府は、CIC への資金注入のルールと引き出しのルールを明確にしなければならない。CIC の原資は、引き続き、流動性と安全性の要件を満たした後の外貨準備の超過分であるべきである。中国政府が透明性の高い CIC の資金注入ルールと引き出しルールを制定することを提案する。例えば、CIC が投資収益率と投資リスクの監査を受けた後、CIC に外貨準備を定期的に注入する。あるいは、CIC の投資収益を定期的に国家社会保障基金に注入することもできる。

2. 管轄官庁の調整

第一に、管轄官庁は、CIC のガバナンスを一層改善しなければならない。投資への介入をなるべく減らし、CIC の管理層に専門の人材を導入し、管理層の在任期間を延長し、管理層の安定性を確保し、上層部における政府官僚の割合を減らし、投資リターン率に密接に連動する市場化した報酬制度を作る。

第二に、管轄官庁は、より合理的な CIC の投資パフォーマンス評価システムを制定すべきである。この評価システムは、ほかの政府系ファンドの投資リターン率を参照し、基準となる通貨はドルが好ましい。具体的な資産クラスは、国際金融市場の重要な指数を参照する²⁷。管轄官庁は、CIC の短期投資リターン率に過度に注目せず、長期投資パフォーマンスの評価（例えば 10 年間の平均リターン率を評価基準とする）をより重視すべきである。

第三に、管轄官庁は、マクロの資産配分戦略と全体のリスク許容度のみ決定し、具体的な投資案件の選択とリスク管理については、CIC 自身に任せ、CIC の市場化した運営の度合いを引き上げるべきである。

3. CIC 自身の調整

第一に、CIC は自身の透明性を絶えず高めなければならない。例えば、より積極的に国際機関の資本移動と規定ルールの制定過程に参加し、これらのルールがより十分に中国の政府系ファンドの立場と利益を反映するようにする。また、一部投資案件の詳細を選別的に公表する。さらに、ほかの政府系ファンドとの様々なプラットフォームでの協力を強化すべきである。

第二に、CIC は、海外投資において「国有」の色合いをできるだけ薄めなければならない。例えば、対象となる企業の支配権の獲得、（必要があれば）先進国が中国に開放したくない業種と

²⁷ 例えば、株式資産の参考指標は MSCI 指数、債券の参考指標は Barclays capital global aggregate で、コモディティは S&P GSCI light energy、オルタナティブ投資は先進 7 か国 (G7) のインフレ率に一定のパーセンテージを上乗せた指標を参照する。

渡したくない技術を避け、あるいは、投資先国の経験豊富な機関投資家と共同で投資する、などである。

第三に、CIC は、投資先国の現行投資ルールを十分に理解かつ遵守しなければならない。この点については、海外投資が経験豊富な職員を採用する一方、投資時に先進国の成熟した仲介機関の力を借りる。当該投資を行う前、CIC は詳細なデューデリジェンスを行い、投資先国のメディアと良好な協力関係を築き、契約を結ぶ際、リスクの予防に十分注意を払わなければならない。当該投資を実行した後、CIC は、企業の生産経営状況を常に追跡し、財務状況の変化を把握し、投資紛争が発生した場合は、即時に法的あるいは仲裁機関に提訴するなどである。

【参考文献】

- Aizenman and Glick, "Sovereign wealth funds: stylized facts about their determinants and governance", 2008, NBER Working Paper No. 14562.
- Brendan J. Reed, "Sovereign wealth funds: the new barbarians at the gate? An analysis of the legal and business implications of their ascendancy", *Virginia Law & Business Review*, 2009, Vol 4, 97-138.
- Das, et al, "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some policy and operational considerations", 2009, IMF Working Paper WP/09/179.
- Friedrich Wu, et al., "China Investment Corporation's Post-Crisis Investment Strategy", *World Economics*, 2011, Vol.12 No.3
- IMF, Global Financial Stability Report, 2012.
- Ming Zhang and Fan He, "China's sovereign wealth fund: weakness and challenges," *China and World Economy*, 2009, 17:1, 102-03.
- Park, D., and Gemma Esther B. Estrada, "Developing Asia's sovereign wealth funds and outward foreign direct investment", 2009, ADB working papers series, No. 169.
- Sarah Eaton and Zhang Ming, "A principal-agent analysis of China's sovereign wealth system: Byzantine by design", *Review of International Political Economy*, 2010, 17:3,481.
- 葉楠「ノルウェー政府系ファンドの運用モデルを巡る論争と思考」『世界経済与政治論壇』2012年1月。
- 葉楠「アジア政府系ファンドの発展の新しい趨勢を探る」『亜太経済』2012年第6期。
- 張明「批判に直面している中国投資会社の戦略」『西部論叢』2007年11月。
- 張明「サブプライムローン危機が中国政府系ファンドにもたらしたチャンスと挑戦」『国際経済評論』、2008年第5-6期。

著者紹介

潘 圓圓 (Pan Yuanyuan)

中国社会科学院世界經濟政治研究所国際投資研究室 助理研究員
2009年北京大學中國經濟研究中心經濟學博士號取得。
2006年ウィスコンシン大学農業經濟学部ビジティングフェロー、招商局集團ポストドクターを経て、
2011年より現職。

張 明 (Zhang Ming)

中国社会科学院世界經濟政治研究所国際投資研究室 主任、國際金融研究中心 副主任
1999年北京師範大學經濟學院經濟學部卒、2002年同大學修士課程修了。2007年中国社会科学院大學
院經濟學博士號取得。畢馬威華振會計師事務所(KPMG)などを経て、2007年7月より中国社会科学院
院世界經濟政治研究所にて研究に従事、2012年10月より現職。主要著書に『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、『世界的金融危機で変調する中国』2013年4月などがある。

- ・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。



Chinese Capital Markets Research