

ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) の在り方について⁽¹⁾

平井 友行

1. 問題意識

SWF (ソブリン・ウェルス・ファンド) については、その定義も形態も実に様々であるが、一般には簡単に、政府が出資・運用するファンドと表現されることも多い。

SWF は、その原資となる資金の性格によって、石油などの国有の天然資源から得られる利益や中央銀行等の外貨準備を原資としたものの二つに大別することができるといわれている。

最近期においては、原油価格の高騰で、巨額の収入を得た中東産油国や貿易黒字の拡大により外貨準備高が大きく増加した中国などにおいて、国家の資産を運用するエンティティとして新たにファンドを設立するケースも多い。

サブプライム問題に端を発した世界金融市場の中で、政府系ファンドは、欧米の大手金融機関への資本注入 (キャピタルインジェクション) を積極的に実施するなど、その存在感を高めてきた。

一方で、その運用方針等の詳細についての開示や透明性は必ずしも十分でないという批判の中、欧米諸国の一部において、SWF が大企業の大株主となるケースも散見され、自国企業が外国政府の支配下に組み込まれるということに対する警戒感は根強いものがある。

本稿では、こういった SWF の現状につき、非常に限られた情報の中でその実態を出来る限り明らかにするとともに、一般的な意味での、SWF 設立の政策的意義及を明らかにした上で、昨年、我が国においても検討された日本版 SWF に対しても、その設立意義あるいはその運用の在り方について、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の運用の現況に鑑みながら、考察を試みていきたい。

2. SWF の現状について

SWF の定義については、既述の通り、様々であり一概にそれを表現することは難しいが、一昨年秋に提出された IMF の「国際金融安定性報告書」(*Global Financial Stability Report*) を参考に、多少の分類を行いその特徴を明らかにしたい。報告書では、SWF をその設立目的 (*Policy Objectives*) によって五種類に分類している。具体的には、

- ① 安定化ファンド (*Stabilization Funds*) : 石油等資源価格の変動等から財政及び経済を守ることを目的とする。潤沢な財政収入の年に、それが細ってしまう年に備えるためのもの。
- ② 貯蓄ファンド (*Savings Funds*) : 異世代間で国富を移転・共有させようとするもの。国際金融資産への分散ポートフォリオを構築する。

(1) 本稿は、2008年9月に行われた公共選択学会第12回全国大会にて報告・発表したものを加筆・修正したものである。討論者及びフロアーからコメントを頂いた先生方に御礼を申し上げます。

- ③ 準備金投資会社 (*Reserve Investment corporations*) : 外貨準備等を積極運用しその収益率を高めるもの。
- ④ 開発ファンド (*Development funds*) : 国家及び社会経済上優先度の高い不可欠なプロジェクト (インフラ整備) や基幹産業育成推進を行うもの。
- ⑤ 年金準備ファンド (*Pension reserve funds*) : 政府バランスシート上の非特定年金債務へ備えるためのもの。

となる。

[主要な SWF 一覧]

国	ファンド名	規模	財源	設立年
UAE	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	資源 (石油)	1976
ノルウェー	Government Pension Fund-Global	358	資源 (石油)	1990
サウジアラビア	Saudi Arabia Monetary Agency (SAMA)	320	資源 (石油)	1952
クウェート	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	資源 (石油)	1953
シンガポール	Government Investment Corporation (GIC)	100	外貨準備	1981
シンガポール	Temasek Holdings	108	財政余剰	1974
中国	China Investment Corporation (CIC)	200	外貨準備	2007
中国 (香港)	Monetary Authority Investment Portfolio	110	外貨準備	1998
ロシア	Oil Stabilization Fund	120	資源 (石油)	2004
オーストラリア	Austrarilan Future Fund	42	財政余剰	2006
アメリカ (アラスカ)	Alaska Permant Reserve Fund	40	資源 (石油)	1976

(注) IMF 他各種資料より筆者作成。規模は一部推定。単位：10億ドル。

ただし、より一般的には、オイル等資源系及び非資源系 (外貨準備等) に分類されることが多い⁽²⁾。

表「主要な SWF 一覧」の通り、SWF は、1950年代に設立された資源 (石油) 系ファンドの SAMA, KIA がその萌芽といえる。非資源系ファンドとしては、1970年代のシンガポールのテマセク・GIC が先駆けであるが、特に、2000年以降、産油国及びアジア諸国においても経常収支黒字の拡大を背景に設立が相次いでいる。

その中であって、中国は2007年に非資源系ファンドとしては過去最大規模での設立を実施した。また、ロシアにおいても2008年に既存の安定化ファンドを分割して一部を積極運用することを決定しているほか、ブラジル・インドなども SWF の設立を検討している状況にある。

最近期こういった SWF に急速に注目が集まる理由は、原油等資源価格の急騰と過去数年間の急成長によりアジア諸国、BRICS 等の新興国が獲得してきた貿易黒字・経常収支黒字による外貨の急増があることはいうまでもない⁽³⁾。

公的年金や政府投資企業等を SWF 等を含めるのが一般的な考え方であるが、それは、獲得した国富を次の世代へ引き継いでいこうとする発想が共通しているからともいえる。

(2) 一般には、エネルギー資源系の SWF が全体の 3分の2、残り 3分の1 はアジア諸国を中心とする獲得した外貨準備等をファンドにトランスファーしていったものに分けられるといわれている。

(3) IMF 等の推計によれば、SWF 全体の運用残高は1.9兆ドル~2.9兆ドルとヘッジファンドの運用残高全体 (1兆~1.5兆ドル) をやや上回る規模であり、今後更なる拡大の見込みにあるとのことである。

3. SWFの資産運用について

(グローバルマネーの変調の中で)

元来、SWFの投資対象は高い流動性を基本的に考えているところがあった。しかしながら、最近期は、これまでの債券、特にドル債への集中投資については、相対的にドルの地位が低下する中で、大幅に見直しが始動されはじめている。

全体的な流れはグローバルマネーの変調そのものを表現しており、「ドルからユーロ他通貨へ」という流れと「デットからエクイティ」という流れを体現しているところがある。

(ポートフォリオ運用)

企業への直接投資が喧伝されがちであるが、基本的には伝統的なポートフォリオ運用が中心である。一方で、基本ポートフォリオを策定して運用するような基礎的な資産運用を目指そうとしているSWFがある一方で、一部を除き、外貨準備の急増も相俟って、その資産運用の基本方針やその手法は定見のある考え方がまとまっていないというのが現状である。

SWFの伝統的なポートフォリオ運用の中で最も優等生とされるのが、ノルウェーである。世界の株式・債券への分散型ポートフォリオをその基本としている。個別株式の出資比率の上限5%の規則を遵守しており、世界のSWFの一つの運用上のロールモデルともなっている。

基本ポートフォリオでのエクイティの比重が高いことを除くと、欧米の年金基金等伝統的な機関投資家と投資姿勢が重なる点も多い。我が国の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)もこの考え方に従った運用手法を実施しているといえる。

その過程で、シンガポールのように、SWFの中から一部シーディングマネーを供給し、グローバル運用のファンドマネジャーを自国内で育成しようとする考え方もある。我が国において検討された日本版SWFもこの考え方に共鳴するところが多い。

(直接投資)

直接投資については、産業育成、インフラ整備等国策事業を後押しするであろうとするグローバル企業・産業への直接投資が優先される傾向も存在する。

流動性の高い有価証券への投資は行わず、経営権取得を前提とした企業への直接投資を実施するケースも存在する。

直接投資によって、自国の国策である戦略産業(観光・エンタテインメント、金融、ヘルスケア、資源系産業の川下など)における国営企業の企業価値向上を最終目的の一つとするファンドが多い。

国富ファンドは剰余金をその財源としており、負債調達による返済と利払義務を負わない、云わば「無限化資金」であることから、そのリスク許容度はきわめて大きい。流動性を犠牲にしても、戦略的な観点から、リスクマネーの供給者として、中長期的投資にあてることが可能となる。

当然に、エクイティでの参加となることから、昨今の議決権行使・コーポレートガバナンスに対する関心の高さ、アクティビストファンドの台頭などにより、SWFによる経営への介入が先進国において警戒されており、一般には、出来るだけ目立たず、国策に沿

う形での運営を企図しようとしているところもある。

(SWF に対する警戒感とサブプライム問題)

こういった動きを受けて、先進諸国などにおいては、SWF そのものの透明性が希薄であることから、保護主義的な動きを取ることが一部では増加しはじめている。

先進国においては、国富が新興国へ移転していることに加え、国内の産業基盤を持たない新興国にあっては、公的セクターによって投資が行われることとなり、政府の意思をもったファンドとなることから、安全保障上重要な産業への投資を通じて先進国の安全保障等が脅かされる可能性について恐れているところである。

最近期では、SWF 側も、直接的には、戦略投資を行わずとも、プライベートエクイティファンド、不動産等を通じて間接的な影響力を高めてくるのではないかという懸念が勃興しつつあるところである。

馳返しなところもあるが、その潤沢なマネー保有は、一昨年来サブプライム問題を契機として資本劣化を著しく進めているグローバル金融機関への資本注入（キャピタルインジェクション）への期待も存在する。

シンガポールなどは自国に金融・資本市場を活発化させることで、グローバルへの優れた投資運用が可能なプラットフォームを作り上げようとしている。その過程で、グローバル金融機関との関係強化はそういった高度資産運用技術等の習得に一定の効果があるものと考えられている。

(SWF 脅威論に対する変化)

SWF の資産内容については情報開示が十分でないものの、これまでは、基本的には米国債中心の安定的な運用か伝統的な流動性の高い上場株式・債券などでの運用が多かったものと考えられる。

しかしながら、最近期においては、SWF の資産運用の在り方は、剰余金を前提とした、そのリスク許容度の高さから、オルタナティブ投資や流動性のより低い株式などへの投資を拡大する傾向が出てきている。

経営権取得をとまなう直接投資（買収など）については、先進国においても非常に警戒されているところである。

2007年12月のG7では、SWF は世界経済の成長と安定に大きく貢献、G7 諸国が受けるメリットは大きい、とされる一方で、SWF は政府にコントロールされ、規模が極めて大きいことから、組織構造、リスク管理、透明性及び説明責任向上などが必要とされ、IMF などにベスト・プラクティス（最良慣行）策定の検討依頼が出された。

2008年2月のG7 共同声明では「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）の策定に向けて IMF が進めている作業の成果に期待する。経済協力開発機構（OECD）が SWF からの投資を受け入れる国の投資政策にかかる裁量慣行を策定することを奨励する」とされた。

4. 我が国における SWF 創設検討について

(外貨準備)

第二次世界大戦後、ブレトンウッズ協定のもと、国際金融秩序を維持すべく、IMF（国際通貨基金）が設立され、加盟国は対外債務返済、輸入代金決済、為替安定化等を目的として、外貨準備を保有している。

世界の外貨準備は6兆ドルといわれ、中国が1.5兆ドル、日本が1兆ドルで、ロシア、インド、台湾、韓国と続く。日本は輸出主導型経済に支えられ、長らく世界第一位にあったが、最近期は中国にその地位を譲り、新興国からも追い上げを受けている状況にあるが、先進国にあっては現在においても圧倒的に大きな水準にある⁽⁴⁾。

また、輸出主導型の経済構造は、急速な円高を避けるべく、円売りドル買の為替介入が続けられてきたことに加え、国内投資が不冴えであることから、我が国の外貨準備は殆どが米国国債に向かっている。

(外貨準備の仕組み)

日本の外貨準備（外国為替資金特別会計）は、政府が国内短期金融市場において短期証券（FB）を発行し、民間から資金調達を実施している。一方で、資産運用としては為替市場にのける円売りドル買介入を通じて、主に米国債を保有する形となっている。

輸出主導型経済による、円高忌避策としての度重なる為替介入が対外資産の拡大をもたらしているといえる。実質的に輸出産業の保護政策という構造になっている。

前川レポート以降、経済構造変革を主張しているものの、産業構造の変革が国レベルで進捗せず、輸出主導型産業構造を維持しつつ、国内産業の円高抑制期待に応える形で外貨準備が累増している状況ともいえる。産業利益的なレントがそこに発生しているともいえるのではないか？

この外貨準備だけで約1兆ドルを保有しており、その資金調達を短期証券（FB）の発行によって約100兆円を資金調達している状況にある。

[外国為替資金特別会計の簡易イメージ]

資産		負債	
外貨準備（米国債）	約1兆ドル	政府短期証券（TB）	約100兆円

当該資産運用には当然に二つのリスクが存在している。金利リスクと為替リスクである。具体的には、米国金利が低下し、日本の金利が上昇することが金利リスクであり、円高・ドル安が進展することが為替リスクである。ポジションとしては、米国のリセッションによる金利低下やドル安に弱いポジションといえる。

これまでは日米金利差（3%前後）を活用して、年間3兆円近い収益を獲得してきたが、今後どのような展開になるかはわからないところである。また、獲得した運用益の分だけ新たに短期証券が発行される仕組みとなっており、バランスシートを更に増加させる仕組みとなっている。

(4) 日本は対米経常黒字の累増を背景に、世界最大の債権国となり、前川レポート以来様々な内需拡大策が講じられてはいるものの、国内の投資は不活発な状況が継続している。

(対外資産)

我が国においては、外貨準備のみならず対外資産のエクスポージャーは米ドルが圧倒的である。対外資産は米ドル建、対外負債は円建てが中心であり、その構造は外貨準備と異なるところはない。

日本版 SWF は外貨準備を活用してファンド設定しようとするものであるが、そもそも我が国のドルエクスポージャーの多さについては改めて再認識する必要があるのではないか？大変重要な問題ではあるが、本件についてはまた別の機会に論じることとしたい。

[平成20年末現在本邦対外資産負債残高 (簡易表)]

資 産			負 債		
直接投資		61,740	直接投資		18,456
証券投資		215,682	証券投資		140,307
	株 式	35,817		株 式	68,625
	債 券	179,865		債 券	71,682
		中長期債 177,204			中長期債 50,650
		短期債 2,661			短期債 21,032
金融派生商品		7,022	金融派生商品		7,761
その他投資		141,752	その他投資		127,146
	貸 付	91,118		借 入	76,479
	貿易信用	4,986		貿易信用	2,279
	現・預金	17,846		現・預金	21,846
	雑投資	27,803		雑投資	26,543
外貨準備		92,983	負 債 合 計		293,671
資 産 合 計		519,179	純資産合計		225,508

(注) 財務省資料より筆者作成。単位：10億円。

日本の SWF 設立については、まずは我が国における外貨準備の持つ性格を適切に把握しておくべきだ。

他の SWF は最近期原油他資源価格高騰による外貨準備が積みあがっているが、我が国においては、輸出主導型経済体制を維持すべく、1990年代後半以降為替介入を続けてきたことにより積みあがられた外貨資産。それも相当にドルに集中した資産といえる。

もとより、外貨準備は輸入決済用の準備という色彩があるものの、我が国においては、輸入額の一年半以上もの外貨準備が積み上げられており、その金額はきわめて大きな水準にあるといえる。

またその資金調達構造は、繰り返しになるが短期国債を発行することによって民間資金を資金調達した上で、ドル買い円売り介入を為替市場で繰り返してきた結果のバランスシートとなっており、バランスシートの規模は大きいものの、純資産を有しない構造であり、同時に借方がドルで貸方が円であり、金利リスク及び為替リスクを抱えている構造にある。

対外資産は米ドル建てで対外負債は円建てが中心であり、外貨準備を活用した為替介入は更にそれを膨張させる傾向にあったといえる。また何よりもその特徴として、海外からは円建てで企業所有権を伴う株式投資を受け入れていながら、対外資産は債券のポジションを持っているということである。米国の赤字を米国債購入でファイナンスし、その返す刀で株式投資を受け入れているというきわめて歪な状況にある。グローバルスタンダードの名の下にこの株式投資にともなう企業所有とコーポレートガバナンスを強要されているというのはいささか皮肉な結果である。

(外貨準備の課題と日本版 SWF)

我が国の膨大な外貨準備には相互に絡み合ういくつかの課題があるといえる。

米ドル・米国債への集中、金利・為替リスク（我が国外貨準備の特徴）、積極的な運用を望んでいないにも関わらず結果としてリスクを抱えている状況にあるが、そういった運用に対する運用責任の所在はどこにあるか？などである。

こういった問題を解決する方法として、

- ①そもそも積み上げられすぎている外貨準備を取り崩し、短期証券（TB）を返済していくべきではないか？→外貨準備のバランスシートの圧縮。
- ②外貨準備全体を日本版 SWF へ移管
- ③外貨準備のインカム・ゲインに限定して日本版 SWF へ移管。

の三つの方法が考えられる⁽⁵⁾。

②と③が日本版 SWF を活用する方法であるが、いずれも、②の場合には、米国債を売却することによる政治的軋轢と急激な円高誘発によるデメリットが権限かする可能性が高い。そこでインカム・ゲインだけを活用する③となる。①はそもそも外貨準備の構造そのものに根本的な課題にメスを入れようとしているものである。

日本版 SWF の金融・資本市場活性化への活用という観点からは、我が国におけるファンド組成へ一定の効果があるものとも考えられる。シンガポール同様の政策を実現することが可能であれば、ファンドマネジャーの育成とともに、多様なファンドの設定により我が国金融・資本市場が国内個人金融資産の運用プラットフォームを形成することも可能になるかもしれない。

しかしながら、運用ガバナンスをどのようににはかるかということによって、この結果は大きく異なる結果となる。海外の年金基金において、政府がファンド運営を実施した場合に上手くいくケースと上手くいかないケースが考えられるが、その帰趨はその運用ファンドをどのようにガバナンスするかということに尽きるものとする。そこで次には、世界で最も大きな年金基金であり、我が国最大の SWF のともいえる年金積立金管理運用独立行政法人について考察を深め、そこにおけるガバナンスがどのように為されているかを考えていきたい。

5. 年金積立金管理運用独立行政法人について

(財政投融資預託から市場運用へ)

公的年金積立金を一元的に管理するため、2年前に年金積立金管理運用独立行政法人が設立された。2000年度（平成12年度）までの積立金は全て財政投融資への預託を義務づけられており、2000年度（平成12年度）末では100%財投預託金となっていた。

2001年度に預託義務が廃止され、7年の期間を有する預託金の満期毎に GPIF に寄託され市場運用が開始された。その過程で激変緩和措置として、厚生労働大臣と財務大臣の協議により一部は財投債を直接引き受けることとなった⁽⁶⁾。2008年度末までは預託金から GPIF の寄託金が増えていく段階であった。

(5) 伊藤隆敏（2007）参照。

(6) 財投債に関しては GPIF の勘定に入るものの、満期保有債券であり、分別資金管理されている。

(規模)

2009年度（平成21年度）には預託金が無くなり140～150兆円の積立金が GPIF の管理下に入る事となる。

その規模は、GPIF は第二位を遥かに引き離して世界最大の位置付けにある。米国においても、Social Security Fund が200兆円を超過する資産を持つが、全て非市場性国債で運用しており、市場運用しているエンティティとしては GPIF が世界最大の規模にある。

しかし、資産運用の観点から言えば、GPIF の資産規模が巨額であるがゆえの運用上の課題を抱える。一般的には、資産運用の成果は規模に反比例するといわれているがその一般常識を遥かに超える規模にあるのが GPIF である。例えば、GPIF の国内債券運用額は国内債券市場全体の一割程度を占め、GPIF の売買投資行動は、マーケットインパクトが大きく、スプレッドがのっている流動性の少ない債券や事業債を組み込むには非常に難しい問題となっている。

また、ポートフォリオ全体でいえば、140兆円ファンドを一つのポートフォリオで運用しており、市場への影響なしに機動性を確保することはきわめて難しいこととなる。

(運用状況)

GPIF の運用戦略は、名目運用目標3.2%に対して、基本ポートフォリオの策定を行なう。投資対象を国内債券・株式、外国債券・株式及び短期資産とした上で、各投資対象の期待リターン・リスク、資産相互間の相関係数を踏まえ、基本ポートフォリオを策定している。

現状の基本ポートフォリオは、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%となっている。各投資対象の市場価格変動にともない、資産構成が変化し、乖離許容幅を超える場合にはリバランスを行って基本ポートフォリオを維持している。非常に大事なことについてであるが、短期的な市場動向を予測して戦術的アセットアロケーション（TAA）を実施することはしていない。想像ではあるが、仮にやろうとしても、その規模からして戦術的アセットアロケーション（TAA）をしようとしてもそれは不可能であろう。同じファンドといってもヘッジファンドのようにマクロ見通しによって資産配分を「機動的に」変化させることはない。

(ベータとアルファ)

GPIF の運用戦略は基本的には各資産の市場平均収益率（ベータ）を目標にしており、超過収益率（アルファ）への依存度は低いと考えられる。この考え方の基本にある考え方は、中長期的にボラティリティはあるものの債券プラス株式のリスクプレミアムを実現していこうとするものである。

規模から考えても、ベータがアルファに比較して、より容易に、かつより安く獲得することができるという考え方に依拠している。GPIF の巨額な運用資金を考えれば、それが市場でアルファを狙って動くということは結局自らの足を引っ張っていくことになりかねないことから、必然的にパッシブ運用がその基本となる。

(外部委託)

GPIF では実際の運用は基本的には民間への外部委託を行っており、それぞれの資産に

応じて委託されたマネジャーが与えられたベンチマークの下で運用を行っている。アクティブ：パッシブ比率はアセットクラス毎に異なるものの概ね2：8である。

現状の枠組みの中では、公的年金は政府が運用を行っているがその運用リスクは加入者が負っている。現状の枠組みでは、GPIFは基本ポートフォリオの策定権限が委譲されている。

(リターンとリスク)

GPIFは厚生労働大臣から目標リターンが与えられた後、これを当然のこととして、最小のリスクで実現することをその目標とする。たとえ、最小リスクでも、与えられた目標リターンの水準如何ではリスクが大きすぎて国民のリスク許容水準を超えるという場合も十分に理解しなければならない。基本ポートフォリオ策定過程での運用リスクは一般的には期待リターンを中心とする標準偏差、収益率の振れをリスクとしている。しかしながら、一般の人のいるリスクの概念は振れ幅ではなくダウンサイドのロス金額と捉えることもできる。

リスクが国民の許容水準を超えるかどうかを常に注視し、その結果リスクが過剰と判断したときには元に戻って、目標レートが大きすぎないか、目標レート実現のために積立金の運用に過大なリスクを負わせることにならないか、こうしたことを運用面から管理運用法人から厚生労働大臣に対して、リターン目標の無理さをフィードバックするような仕組みを作っておくことが非常に重要になる。

企業年金分野においても、同様のことがいえる。基本ポートフォリオを策定した段階で目標リターンに相応しい最低限のリスク運用を行っていたとしても、結果的にはそのダウンサイドリスクが大きすぎるにより、数理計算上の償却を実施することが出来ずに、確定給付企業年金制度を維持することが出来ないケースも散見される。スポンサーである企業と年金基金の間で基本ポートフォリオに関する議論が十分になされた上で予定利率の引き下げなどが実現されることもある。

最初の段階の期待リターンが大きすぎるといった事態が生じることもある。高いリターンだけを求めると運用に過大なリスクがかかる、そのリスクが顕在化したときには年金制度の維持そのものが難しくなる可能性も存在する。そういったことを国民との間で適切にフィードバックされ新しい基本ポートフォリオを策定していくという仕組みがどうしても重要である。

現状の管理運用法人の運用パフォーマンスについては、名目目標リターンを多年度で実現するという意味ではその結果は出ているものと考えられる。勿論、年度毎の上下はあるものの、基本ポートフォリオとリバランスを適切に実施することなど運用の基本方針に沿った内容となっている。

(制約とガバナンスの重要性)

GPIFには様々な制約がある。GPIFは独立行政法人という枠組みの中で資金運用を実施している。厚生労働大臣からの中期目標を受けて中期計画の策定を行っており、まだ独立行政法人評価委員会によって実績評価を受けている。しかしながら、GPIFは、中期計画の策定、基本ポートフォリオの決定を行うが、これらは厚生労働大臣に認可申請し、認

められて成立するものである。それではどうしても保守的な運用にならざるを得ない。

運用の結果について、国民の厳しい評価を受けることも非常に大事であるが、それと同時にどのような運用を目指そうとしているのかということに関するコンセンサスを取ることが重要である。それも相当にプロフェッショナルなレベルを合意の得やすい内容で。例えば、長期の株式リスクプレミアムが存在するが故に、株式投資は実行するとか、TAAは中長期には成果が余り期待できないので行わないとか。というのは現状の基本ポートフォリオに基づく運用も幾つも投資に対する考え方で前提としていることがある。それを国民とじっくり合意していく作業をしていかないことには、結果だけを一喜一憂することになる。

また、運用プロに対する理解を深めなければならない。GPIFは独立行政法人という組織であるがゆえに、GPIFの管理費、運用経費を単にコストをとみて、低ければ低いほど、年金参加者の利益になるものと考えている。しかし、資産運用の世界では、運用経費は収益を上げるための投資であり、コスト控除後のリターンを目標とすることが一般にも合意されている。そういった組織作りが重要であり、人材を経費と思うようでは、優秀な（というよりはプロフェッショナルな）人材を確保することは難しい状況にあるといえる。

（日本版 SWF について）

昨年、外貨準備を活用する以外の日本版 SWF として、自民党国家戦略本部の「SWF 検討プロジェクトチーム」は、年金積立金管理運用独立行政法人の資金の一部にあたる約 10兆円を運用の原資として切り離し、外国人を含む運用のプロが高い利回りの確保を目指すという内容を確認した。

政府が全額出資する運用会社を設けて SWF を運営するとしており、当該新会社は GPIF から委託を受けて運用することとなる。投資対象の比率、すなわち、基本ポートフォリオは変化させないという。

規模の制約を抑えるという意味では戦略的な意味をもつものと考えられる。新しいチャレンジであるが、具体的なマネジメントの段階で、現状の年金積立金管理運用独立行政法人が抱える制約を少しでも解き放すことが重要であるものと思料される。

7. まとめ

（外貨準備と日本版 SWF）

我が国における SWF の議論には、膨大な外貨準備を中心とした対外資産を少しでも有効に活用したいという意識がベースにある。ただ、我が国における外貨準備はそもそも輸出主導型経済を維持すべく円高を回避する為に積み上げてきたものである。

標準的な水準を遥かに超えて準備されている外貨準備はその調達が円の短期国債でなされていることを踏まえると為替リスク及び金利リスクを抱えている状況にあるといえる。

我が国における輸出主導型産業を中心とする貿易財を交易している産業を中心とした円高に対する強い忌避感が為替介入を容認してきた結果である。一方、非貿易財の生産性を引き上げ、国内価格を下落させる規制緩和・撤廃が進まぬ中、円高を実感できない経済構造になっており、それがまた為替介入に対する議論を否定することにつながらなかった。プレイヤーが外国為替資金特別会計であることから、そういったインセンティブが働いて

きたものと思料される。結果として国富の大半がドル建になっており、きわめて歪な構造になっている。

一方で、BRICS を中心として、外貨準備及び資源価格高騰により、国内に滞留したドルをより分散化されたポートフォリオとして保有し、特に、株式を所有することにより国内産業政策に役立てようとする発想は我が国がこれまで「何も考えずに」米国債だけを持っていた動機とは全く逆さまにあるものである。

資金循環は輸出或いは資源価格高騰により獲得されたドルは米国債購入を通じて米国に還流してきた。米国はその資金を通じて、海外企業の株式部分への投資を実施することによって企業買収を試みてきたわけである。

各国のSWFはそういったドルへの一辺倒の投資による為替リスクを削減しユーロ等への他通貨への分散を図るとともに、産業関連性が高く、国内産業政策に一定の成果が得られると考えられる海外産業のエクイティ出資などを実施しようとしている。一方で、純粋に次世代への国富への移転を考えているケースについては、年金資金のように公開された市場において運用を実施しているといえる。

日本版SWFはそういった意味では外貨準備の有効活用の一歩といえるが、我が国全体の対外資産のドル偏重を劇的に変更させるものではない。新しいガバナンスを持ちながら、別な組織形態で専門的な運用ビークルを作ろうとしているものと考えられる。それゆに、我が国の年金積立金管理運用独立行政法人が持つ課題を新組織では乗り越えていって欲しいものである。

(GPIF と日本版 SWF)

海外のSWFの資産運用利回りの高さや海外における公的年金の資産運用の高さを例に出しながら、我が国の年金資金運用基金についても、積極的運用を試みようとする機運が高まっているが、何と云っても、我が国の年金資金運用基金の運用の課題はその規模の大きさとガバナンスである。

繰り返しになるが、国内債券のクレジット市場に投資を実施しようとするならば、それだけでスプレッドを潰してしまう結果となってしまう。また、国内株式の運用を実施するにしても、アクティブ運用の規模はそのアルファと反比例するのが常である。また、ヘッジファンドについてもそのキャパシティ 이슈は常に課題として挙げられるところである。

適性規模が自ずと存在するわけであり、仮に現状のように確定給付型の厚生年金を残存させることをある程度考える上では、それらを分割する必要も検討されてしかるべきであると考えられる。その意味では、今般の子ファンド方式とでもいう10兆円ファンドは新しい試みといえる。ただし、事実上、GPIFの外部委託となること、政府100%の出資会社であることを考えると、これまでのGPIFが抱えた問題を解決できるかどうかはこれから具体的な仕組みづくりにかかっているといえる。

分割方法としては今回のようなベビー方式もあるが、地域分割するような構造分離の方法によって、一定のヤードスティック競争も期待する方法もあると考えられるが、それについてはまた別の機会に議論を譲りたい。

そして、何よりも、年金資金運用基金の基本的な考え方（基本ポートフォリオ策定）には、中長期的な運用の中にはあっては株式のエクイティブプレミアムが有効に機能すると

いうものであり、一年毎にパフォーマンスを観察されるというアセットアロケーションは展開されていない。仮にそうではなく、単年度の絶対リターン追及型の運用を試みようとした場合、その規模でショートを含めた運用を実施することはその規模などから考えても、相当に難しいのではないであろうか？

ガバナンスの在り方、組織形態のあり方とともに、年金運用に対する国民の合意が非常に大きなテーマになるものと考えられる。

(金融・資本市場国際化にとって)

シンガポールや香港のような金融市場の発展の方法を検討しているところもあるが、それについては、シンガポールがSWFの委託運用を活用して国内のポートフォリオマネジャー育成及びその市場を育成しようとしていることを模倣しようとしていることにつける。

公的年金の半年毎にそのパフォーマンスに一揆年金資金運用基金での国民感情を考えるとそういった長期的な戦略をとることが可能であろうか？

敢えて言えばそういった市場を創造していくということであるがそういったインセンティブを国の資金で実施した場合には、どのようなガバナンスを創るかということにやはりつきてしまう。

年金積立金管理運用独立行政法人のガバナンスのように、国会に多かれ少なかれ半年毎にその結果責任を監視されている運用では、自ずと出来る運用の範囲にも限界があり、結果的には世界からファンドマネジャーを連れてきたとしても、その結果は芳しいものにならない可能性がある。要するに、このガバナンスの方法に尽きるものと思料される⁽⁷⁾。

年金積立金管理運用独立行政法人はその規模とそのガバナンスの問題、外国為替特別会計についてもその独特な資金調達構造及びそもそもとして国の会計が金利リスクと為替リスクを保険のように請け負っていることがそもそもの課題であることも意識しておきたい。

日本版SWFを設立するにあたっては明確な大儀が必要であると考ええる。表面上の運用パフォーマンスをただ引き上げるというだけでは必要条件である。そもそもとしての構造問題及び基本的な運用に対する考え方を共有し、そういったガバナンスを実現できる組織を創り、優れたファンドマネジャーを引き込む戦略が不可欠である。

参考文献

- 伊藤隆敏 (2007), 「外貨準備を考える」『日本経済新聞経済教室』2007年10月4日
大塚明生他 (2005), 『続オルタナティブ投資』金融財政事情研究会
大塚明生 (2007), 『資産運用会社のビジネスモデルとモジュール戦略』金融財政事情研究会
川瀬隆弘 (2008), 「公的年金通用を考える」『証券アナリスト協会講演会』2008年3月25日
小森正彦 (2008), 『国富ファンド・ウォーズ』東洋経済新報社
渋澤健 (2006), 『これがオルタナティブ投資だ』実業之日本社

(7) シンガポールも現実的にはそういったファンドマネジャーが次から次へと開発できているということは無く、むしろ世界のファンドマネジャーを呼び込んでいるというのが実態である。

- 谷山智彦他 (2008), 『政府系ファンド入門』 日経 BP 社
- 平井友行 (2005), 「実務家が答える年金基金資産運用相談室」書評『証券アナリストジャーナル』 2005年10月
- 平井友行 (2006), 「退職給付会計導入が我が国確定給付型年金運用に与えた影響と確定拠出型年金を含む個人資産運用の在り方への示唆」『千葉商大論叢』 第44巻第3号.
- 平井友行 (2007), 「オルタナティブ投資の在り方について」『千葉商大論叢』 第45巻第3号
- 森平爽一郎 (2003), 『 α の追求』 金融財政事情研究会
- 山内英貴 (2006), 『オルタナティブ投資入門』 東洋経済新報社
- 山口登 (2005), 『年金基金資産運用相談室』 東洋経済新報社
- 経済財政諮問会議 金融・資本市場ワーキンググループ ホームページ
<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/global/finance/index.html>
- Jaeger. L (2002), Managing Risk in Alternative Investment Strategies, Pearson Education Ltd.*
- (みずほ信託銀行運用ソリューション室訳『オルタナティブ投資のリスク管理』 東洋経済新報社, 2005年)

[抄 録]

サブプライム問題に端を発した世界金融市場の中で、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）は、欧米の大手金融機関への資本注入（キャピタルインジェクション）を積極的に実施するなど、その存在感は格段と高まった。

本稿では、こういったSWFの現状につき、非常に限られた情報の中でその実態を出来る限り明らかにし、一般的な意味での、SWF設立の政策的意義及を明らかにした上で、現在、昨年、我が国においても検討された日本版SWFに対して、その設立意義或いはその運用の在り方について、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用の現況に鑑みながら、考察を試みた。

各国のSWFはドルへの一辺倒の投資による為替リスクを削減しユーロ等への他通貨への分散を図るとともに、産業連関性が高く、国内産業政策に一定の成果が得られると考えられる海外産業のエクイティ出資などを実施しようとしている。

日本版SWFもそういった意味では外貨準備の有効活用の一歩といえるが、我が国全体の対外資産のドル偏重を劇的に変更させるものではない。新しいガバナンスを持ちながら、別な組織形態で専門的な運用ビークルを作ろうとしているものと考えられるが、既存の我が国の年金積立金管理運用独立行政法人が持つ課題（規模の大きさとガバナンス）を新組織では乗り越えていって欲しいものである。

年金積立金管理運用独立行政法人のガバナンスのように、国会に多かれ少なかれ半年毎にその結果責任を監視されている運用では、自ずと出来る運用の範囲にも限界があり、その結果は芳しいものにならない可能性がある。

日本版SWFを設立するにあたっては明確な大儀が必要であると考え。表面上の運用パフォーマンスをただ引き上げるというだけでは必要条件である。そもそもとしての構造問題及び基本的な運用に対する考え方を共有し、そういったガバナンスを実現できる組織を創り、優れたファンドマネジャーを引き込む戦略が不可欠である。