

政府系ファンドからの投資を考える

発表日：2008年2月27日（水）

～世界的なファンド規制論の中で～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

政府系ファンドの影響力が増している背景には、米国の対外不均衡の膨張によって新興国の外貨準備が増えたことがある。世界の外貨準備は僅か4年間で2倍に増加した。現在はその約4割の資金を政府系ファンドが占めていると考えられる。現在の政府系ファンドに対する評価は、株式市場で歓迎されているが、仮に買収に対する脅威論などが台頭すれば、評価が一変する。後から評価が変化すると、対日投資の印象は悪くなる。政府系ファンドの資金を受け入れるルール・原則を明確にして、一定の枠組みの中での活動の自由を保障することが大切であろう。

政府系ファンドに対する株式市場の期待

株式市場のテーマとして、海外の政府系ファンドがある。まさに「今が春」の言葉である。政府系ファンドが愛でられる背景には、ファンドが擁する巨大資金が、特定の銘柄への投資に向かいそうなので、そこにチャンスがあるという発想が垣間見られる。日本の投資家にしてみれば、日本株が海外株に比べて売り込まれているので、長期投資を目指そうとする政府系ファンドがようやく底値を買いに来たという観測があるのだろう。政府系ファンドは、巨大損失を出して株価を急落させた欧米銀行への出資に活発に応じているので、割安な日本株に注目しそうだという連想があるのかもしれない。

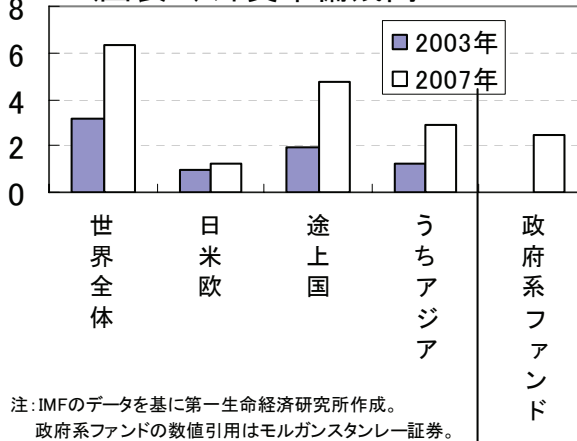
一方、しばしば報道されている「政府系ファンドが日本株の買い増しに動き出した」という観測はやや訝しく。長期投資家がわざわざ手の内を明かして、一般投資家の同調を誘おうとするだろうか。仮に、一時的に株価が吹き上がったとしても、短期的な鞘抜きをするならいざ知らず、長期投資にはメリットが乏しい。むしろ、政府系ファンドが日本株投資に意欲をもっているのならば、ことさらに沈黙を守ろうとするだろう。以下で述べるように、政府系ファンドの資金が巨大かしているのは事実である。私たちは政府系ファンドのことをもっと長期的な視点で考えていく必要がある。

政府系ファンドの隆盛

中東・アジアなど新興国の政府系ファンドが巨大な資力を持つようになった背景には、米国の対外不均衡がある。新興諸国の対米貿易黒字は、各国の対外純資産として巨大に蓄積している。特にドルペッグ制の国々は、外貨準備が膨れ上がり、ドル資産を抱え込むことになった。

世界の外貨準備残高は、2007年末に6.35兆ドルに達するとみられる(図表1)。モルガンスタンレー証券によればそのうち2.5兆ドル(外貨準備の約4割)が政府系ファンドによって占められることになる。世界の外貨準備は、2003～2007年までに規模が2.0倍に拡大し、その増加分の9割強が途上国の分であった。つまり、先進国と途上国の貿易不均衡が、途上国に集まった外貨準備が、政府系ファンドの運用原資として蓄積し

兆ドル (図表1) 外貨準備残高

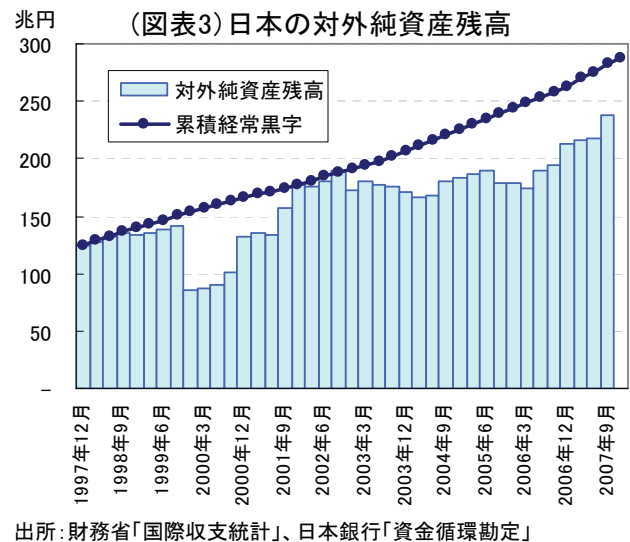
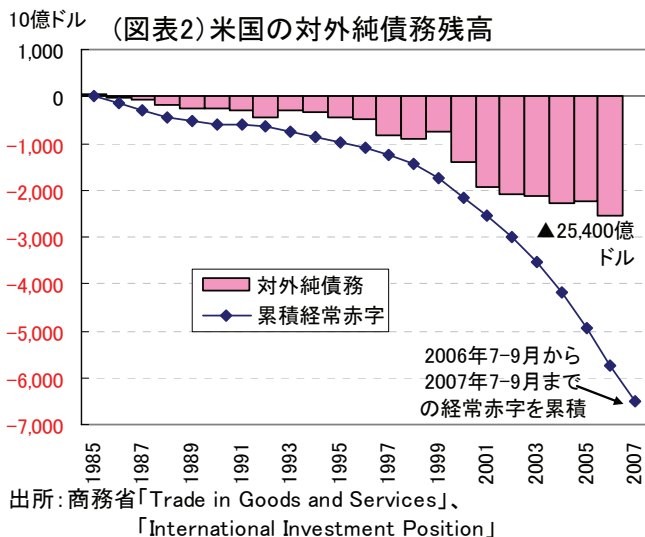


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ている構図である。この勢いが続けば、政府系ファンドの運用資金量は2015年に12兆ドルに膨らむという見方*もある。

※米証券取引委員会（SEC）のクックス委員長が2007年7月に示した見通し。

しかし、外貨準備に関しては問題がある。米国側からみると、対外純債務残高は、累積経常赤字の規模に比べて半分以上に縮小している（図表2）。この一因として新興諸国などの対外純資産が大きく減価していることもある。実は、日本でも、米国とは対称的に対外純資産が累積経常黒字に比べて大きく目減りしてしまっている時期があった（図表3）。外貨準備の規模が大きくなることは必然的にドル価値が下落するリスクを負うという問題を抱える。



こうしたリスクに対して、新興諸国には、巨大に積み上がってしまった対米債権を分散投資して、どうにか対外純資産の目減りを防ぎたいという動機がある。最近、米国の大手金融機関への政府系ファンドの増資が大きなニュースになったので、運用資産のドル一極集中の是正という趨勢が見えにくくなっているが、志向はドル資産以外への分散である。新興国が外貨準備の運用を政府系ファンドに任せる仕組みをつくっているのは、まさしく分散投資の発想に基づく。

政府系ファンドを保有している国々は、そのほとんどが新興国であり、先進国ではない。新興諸国は、将来的には資本市場の自由化を進め、国内企業の資金不足を海外マネーでファイナンスしたいとも考えているだろう。経常黒字国のISバランスが一定だと考えると、対内投資を増やした場合、結果的に対外投資に回す資金は増えることになる。そうすると、ますます対外資産運用を積極化させ、分散投資を重視することになる。中国などはこうした事例に当てはまるだろう。

もうひとつ、異なる流れとして、ドバイのように近隣諸国の原油が枯渇してしまった後に、累積した対外純資産の運用で、経常黒字を賄おうという国もある。原油による経常黒字の構造が変化した後のパラダイムとして、金融立国にシフトしていこうという国家戦略である。シンガポールのような交易立国では、積極的な開放政策・外資導入と対になって政府系ファンドが各国投資を推進している。

政府系ファンドの特質

政府系ファンドの投資資金を呼び込むことは、現時点では株価下落局面での買い手として歓迎ムードが強いが、不安な要素があることを認識しておかねばなるまい。例えば、ファンドには高い収益還元を求める動機から、経営権をシェアする株主として発言する可能性がある。黙って投資資金を増やしているうちは歓迎されるが、「モノを

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

いう投資家」の顔を見せると、日本国内からの反応は一変する可能性がある。今のところ、政府系ファンドは、国家が関与する色彩を前面には出さず、制度的に政治色とは切り離されていることを強調する傾向が強いようだ。

もっとも、過去には、海外の政府機関が関与するというだけで、政治的思惑を疑われることが起こった。例えば、2006年にシンガポールのテマセクがタイの通信会社を買収したとき、タイの側で売却資金に所得税が課税されなかったことがきっかけで、当時のタクシン政権に対する反対運動が起きた経験があった。政府系ファンドではないが、2005年に中国海洋石油がユノカルを買収しようとしたとき、米議会の反発を受けて計画を中止した。2005年にドバイ酋長国の国営企業（ドバイ・ポート・ワールド）が、米国の港湾業務を請け負っている英系企業を買収したとき、これも米議会が安全保障上の問題で反対を表明したため、ドバイの国営企業が株式を売却してしまった事件もあった。日本人には1989年にロックフェラーセンターが買収されたことで米国が日本脅威論を抱くようになったことの記憶が、未だに強く残っていると思う。

日本の経営者・株主にとって、政府系ファンドがどのくらい関与してよいのかというコンセンサスが醸成されなくては、現在の歓迎ムードが立脚するのが緩い心理的基盤の上でしかないということになる。その点、ほとんどの政府系ファンドが、投資内容などの情報開示をせず、企業経営との距離感が明確でないことはかえってマイナスと考えられる。

政府系ファンドを巡る立場としては、個人のような一般投資家の立場もあれば、株主との緊張関係を持った経営者の立場もある。そうした多様な立場からみて、政府系ファンドの資金が日本の株式市場に流入してくることをどう評価すべきかを考えておく必要があるだろう。

世界で膨張する投資マネーを取り込む発想

グローバルマネーが膨張していく情勢を前提にすると、日本が世界から資金を受け入れようとするとき、政府系ファンドの資金を上手に取り込むことが不可欠になってくる。

目下、政府系ファンドには、G7の会合などでも投資基準、情報開示と内容に関する開示が求められるようになった。以前は、規制強化の流れに抵抗していた米国も、ここにきて基準作りに肯定的になってきている。おそらく、こうした開示の要請は、半分は巨大資金を擁する政府系ファンドに先進国が警戒感を持っていることが動機である。しかし、もう半分は、一定のルールを敷くことによって、政府系ファンドに投資の自由を保障して、活動促進を図ろうとする動機もあろう。同じファンドであっても、ヘッジファンドなどは短期的な利得を追求する点で、政府系ファンドとは異質の存在である。投機マネーとは区別したかたちで、政府系ファンドと接する必要がある。

筆者としては、長期投資を志向する投資マネーについては、政府系ファンドの投資拡大は問題ないと考える。ただし、買収先の企業が、日本の安全保障上で将来本当に深刻なインパクトを持つ場合などは、あらかじめ一定の線引きを引いておくことが望ましい。また、経営者などにとっては、企業の買収防衛策との絡みで政府系ファンドとの間でどういった距離感を採るべきという点をもっと詰めておくことも大切であろう。

筆者は、こうしたルール・原則がないまま政府系ファンドの資金が日本に流入すると、後から脅威論が台頭し、事後的に好ましくない結果を招くと考える。日本がビジネスにおいて全面的に保守的だとみられることは不都合なことが多い。ルールなき自由が本当にフリーであるかどうかについては疑問である。望ましいのは、あらかじめ示された原理原則に照らして問題がなければ、投資活動について事後的に文句がでない状態である。そうした意味で、日本において原則自由を保障するような事前的なルールを定めておくことが重要だと考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。