

研究論文

SWFsの研究動向と中国投資有限責任公司の 情報開示の現状

小原 篤次*

I . はじめに

2008年のリーマン・ショック後も、世界の外貨準備高を保有する中国のほか、ノルウェー、サウジアラビアなど石油輸出国の政府系ファンド(SWFs)の資産規模が拡大し、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドを超え、年金・保険・投資信託に次ぐ巨大な機関投資家に成長している。同時に、証券化、ヘッジファンドの縮小・撤退で、先進国金融業に占める機関投資家ビジネスのウエイトが高まり、とくに2007年に設立した中国投資有限責任公司(CIC)は、米国プライベート・エクイティ・ファンドのブラックストーンのIPOなどで、一気に世界的な投資家に浮上した。シャドーバンキング¹で浮動化した金融市場にとって、SWFに対して長期投資家としての期待もある。他方、ステート・キャピタリズム(国家資本主義)という批判もSWFには伴っている²。

事実上、外貨準備高を原資として設立したCIC³は、政府系ファンドとしては情報開示度が高いシンガポールのテマセク社(Temasek)や、シンガポール投資公社(GIC)をモデルにしたとされる(Smith(2009))。2013年末で運用資産は6000億ドルを超え、外貨準備高に対して20%

近い規模になっている。世界4位のSWFである。しかしCICは、資産規模に比べて情報開示の遅れ⁶が指摘されてきた。

本稿は、まず定量分析を中心に先行研究をサーベイすることで、中国をはじめとする新興国SWFのデータ制約の現状を指摘する。次に、中国系SWFのCICが年度報告(アニュアルレポート)第一号に当たる2008年版から2013年版まで6年間分の中国語および英語のアニュアルレポート⁷などを活用して、CICの情報開示度を確認するため、運用リターンと資産配分に焦点をあてる。そして日本銀行の対内証券投資残高統計などを用いて中国政府系資金の対日投資動向の全体的傾向を示す。アニュアルレポートを読み解きながらCICの情報開示の現状と投資実態を考察しながら、情報開示不足がもたらす問題についても若干、言及したい。

II . 先行研究

SWFはロシア系の金融実務家が2005年に生み出した造語である⁸。SWFsについての邦語文献はリーマン・ショック前後、実務家を中心として概説書が相次いで刊行された(小森(2008)、谷山・福田・古賀(2008)、みずほ総合研究所(2008)、小原(2009))。単著の専門

*長崎県立大学国際情報学部准教授

書は管見するところ、中村(2013)¹⁰のみである。他方、SWFsについての海外のジャーナルやペーパーは早い段階から定量分析による検証を指向してきた¹¹。本論では、次の3本中心に、SWFsの情報開示との関係でデータ制約の観点に焦点をあてながら論文を整理していくことにする。

1. Bortolotti, Fotak, Megginson and Miracky (2010)

Bortolotti, Fotak, Megginson and Miracky (2010)は1985年3月から2009年11月までの期間で、33のSWFsによる802の投資案件(公開株式に限定した研究)のリターンを分析している。実は、33ファンドのうち分析に値する情報が集められたのは18ファンドだった。内訳を見ると、ノルウェーの政府年金基金グローバル(Government Pension Fund-Global)が半分を占めている。ノルウェーでは、中央銀行の傘下機関で運用が管理されており、大型のSWFsでは唯一、OECD加盟の先進国が管理するSWFsで、情報開示度が最も高い。調査対象全体の50.2%にあたる403件にのぼる。次に、シンガポールのTemasekは132件、さらに同じシンガポールのGICは79件含まれており、3ファンドをあわせると分析対象の投資案件の76.6%を占める。なおクウェート投資庁は19件、アブダビ投資庁は18件にとどまっている。

2. Johan, Knill, Mauck (2013)

Johan, Knill, Mauck (2013)は1991年から2010年まで、データベース(Lexis NexisとThomson ReutersのSDC Platinum)を用いて、50ファンドの900以上の投資案件を把握した。さらに彼らはデータの重複や子会社への投資を除いて19ファンドの424件を選び出し、プライベート・

エクイティと公開株式に分けて両資産の比較分析を試みている。424件のうち56.4%にあたる238件はTemasekによる投資だった。もうひとつのシンガポール系SWFのGICを含めると、69.2%にあたる292件がシンガポールの2ファンドに偏っている。そしてクウェート投資庁はプライベート・エクイティ1件を含む5件にとどまる。なおアブダビ投資庁は含まれていない。政府系ファンドは伝統的機関投資家同様、海外では公開株式投資ほどプライベート・エクイティ投資を選ばないとしている。しかしながら投資保護が低い国では、公開企業よりプライベート・エクイティを選ぶ傾向があるとしている。さらに言語、宗教、地理的距離を「文化変数」と定義して、文化の違いは、政府系ファンドの所在地以外では、プライベート・エクイティ投資に対して若干ポジティブな役割が見られると指摘している。

3. Chhaochharia, Laeven (2009)

Chhaochharia, Laeven(2009)は1997年から2007年にかけて3万件近い投資を調査対象としている。「文化」の変数を加えたことで、Johan, Knill, Mauck(2013)などに分析手法のアイデアを提供した先行研究である。しかし上記2研究が金融機関向け商業データベースを用いたのに対して、アニュアルレポートやウェブサイトを利用したデータ収集で、ノルウェーのGovernment Pension Fund-Global、アイルランドの国家年金準備基金(National Pensions Reserve Fund)、米国アラスカ州政府系ファンドのアラスカ・パーマネント・ファンド(Alaska Permanent Fund)、ニュージーランド退職年金基金(New Zealand Superannuation Fund)と、いずれも先進国が管理する4ファンドを対象にするにとどまっている。

ところで、SWF Institute が SWFs の透明度について、Linaburg-Madull Transparency Index を算出している。10段階の指数で透明度最上位が10である。2015年2月現在、同指数10評価は77ファンドのうち11ファンドである。第2項でこれまで言及した SWFs のうち、ノルウェーの Government Pension Fund-Global、シンガポールの Temasek、アイルランドの National Pensions Reserve Fund、米国アラスカ州の Alaska Permanent Fund、ニュージーランドの New Zealand Superannuation Fund の5ファンドである¹²。他方、シンガポールの GIC、アブダビ投資庁、クウェート投資庁はともに6である。

中国系では、CIC は8、全国社会保障基金、中非発展基金 (China-Africa Development Fund) は5、中国華安投資有限公司 (SAFE Investment Company Limited) は4にとどまっている。新興国の政府系ファンドの透明度の低さを示唆している。

上記3文献のデータに共通しているのは、調査対象期間が1980年代、1990年代以降と、比較的に長期にわたることである。機関投資家の投資行動は金融政策、金融危機など市場環境にも左右されるわけではあるが、定量分析の対象とするデータ数を確保するために、調査対象期間を定めたものと考えられる。

以上の文献から、かりに商業データベースを用いても、ノルウェーとシンガポールなど先進国の SWFs を除いて、グローバルなポートフォリオの投資行動を定量分析するデータ制約の現状を示している。

他方、2007年から2011年にかけて、日本の上場企業の大株主データベースから、OD05アカウントを抽出してパネル・プロビット分析で、投資決定要因を分析し、大型株とバリュー投資の傾向があることを示した研究がある¹³。対象

企業数は、2007年3月末、3社、2008年3月末、49社、2009年3月末、62社、2010年3月末、85社、2011年3月末、184社だった。184のうち半分以上で上位10の大株主に入り、持ち株比率はほとんど1%前後で、日経平均225採用銘柄が中心であったことがわかっている。データ・ソースとして日経 NEEDS-Financial QUEST (FQ) が使用されている。

リーマン・ショック後、つまり株価急落後のサンプル数ウエイトが高く、市場環境からも分析・考察結果の妥当性は高いと考えられる。

ただ、日本経済新聞によると、中国の政府系資金とされるアカウントが2007年以降、日本の上場企業投資の主要株主としても登場し、2013年3月末で4兆2000億円にのぼり、年金積立金管理運用 (GPIF) の17兆6000億円にはおよばないものの、地方公務員共済連合会の2兆9000億円を上回る存在になった。しかしこの金額が CIC の日本株への投資額を示していないと指摘されてきた。仮に100%世界株式への投資ファンドで、このうち10%を日本に投資したとすると、運用資産が400兆円 (4兆ドル超) もの規模が必要になる。さらにアカウント名の変更がなされることで、株主名簿による把握も困難になっていくことが予想される。日本の大株主データも、SAFE と CIC 別に分類できるわけではなく、しかも報道のようにアカウント名の変更がなされたのであれば、実証分析を再び制約してしまう。

最後に、SWFs をめぐる課題や批判について、米連邦準備理事会 (FRB) の要職や米財務次官補などを歴任したエドウィン・トゥルーマン (ピーターソン国際経済研究所シニアフェロー) が、①投資のミスマネジメント、②政治的パワーや経済的パワーの追求、③金融保護主義の激化、④金融市場の混乱や不安定さの誘

因、⑤SWF 設立国と投資先との利益相反の5つに整理したうえで、こうした課題や批判がSWFsの不透明さ(opacity)から生じていると指摘している¹⁴。

Ⅲ．アニュアルレポートの開示情報¹⁵

CICが開示するアニュアルレポートを読み解くことで、2013年までの全体の運用資産の増加、そのなかで30%程度を占めるグローバル・ポートフォリオの投資戦略を整理していく。

1．CICの運用資産

アニュアルレポートによると、運用資産総額は2008年末、2975億4000万ドル、2009年末、3323億9400万ドル、2010年末、4095億7900万ドル、2011年末、4821億6700万ドル、2012年末、5751億7800万ドル、2013年末、6527億4000万ドルと順調に拡大している(表1)。CICの運用資産は、2007年の設立当初は2000億ドルだった。運用資産総額は2008年から2013年までの期間で、2974億4000万ドルから6527億4000万ドルへと2倍以上に増加したことになる。

しかし、設立時2000億ドルの運用資産が2年後の2009年末には、3323億ドルと66.2%増額している。運用成績だけで増額するにはあまりに

も巨額であり、しかもグローバル・ポートフォリオの現金比率が32%と高い。増額理由を示す記述がなされていない。2009年のアニュアルレポート¹⁶では、年間総合収益率(資本金に対する収益率)¹⁷は2008年、6.8%、2009年、12.9%、また、グローバル・ポートフォリオの年間運用収益率は2008年、マイナス2.1%、2009年11.7%と開示しているが、為替など要因分析が示されているわけでもない。資産配分の効果なのか、少なくともベンチマークと比較する形の説明が必要である。

他方、報道では、CICの運用資産は2007年の設立当初は2000億ドルで、3分の1が対外投資ポートフォリオとされていた¹⁸。表1で示したように、運用資産総額に占めるグローバル・ポートフォリオ¹⁹の割合は2009年には32.5%になった後、30%台を維持しており、当初の運用方針が順守されていることになる。

2011年のアニュアルレポート²⁰では、国家為替管理局(SAFE)から300億ドルの資本が増額される予定とされている。運用原資の追加に関する情報で、アニュアルレポートで公表されているのは、300億ドルの資本金の増額予定のみである。同じ金額は、年1回開催される全国人民代表大会中の取材による報道²¹でも明らかにされていた。ただしその後のバランスシートで

表1 CICの運用資産

単位：100万ドル

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
運用資産総額 a	297,540	332,394	409,579	482,167	575,178	652,740
グローバル運用資産	56,059	93,314	133,309	146,890	190,304	205,197
グローバル資産割合	18.8%	28.1%	32.5%	30.5%	33.1%	31.4%
グローバル運用年率	-2.1%	11.7%	11.7%	-4.3%	10.6%	9.3%
純利益率 b	7.8%	12.5%	12.6%	10.0%	13.5%	13.3%
外貨準備高比率 c	12.4%	11.7%	14.4%	15.2%	17.4%	17.1%

(注) b = (純利益 / a) * 100、c = (a / 外貨準備高) * 100。純利益率には中国国内の金融機関株式の評価損益、配当金が含まれる。

(出所) 中国投資有限责任公司(2009),(2010),(2011),(2012),(2013),(2014) 中国人民銀行より筆者作成。

も、資本金（当初から2000億ドル）の増額は確認できない。

その後、グローバル・ポートフォリオの年間運用収益率は2011年にマイナス4.3%と過去最悪の損失を記録したものの、2012年には10.6%、2013年には9.3%に回復している。2008年から2013年までの平均収益率は6.2%となる。ちなみにGPIFの過去6年の平均収益率²²は3.1%である。GPIFは2008年、マイナス10.0%を記録したことが運用成績を低下させている。GPIFはCICと違い、リーマン・ショック前から運用を続けており、運用成績に与える影響が大きくなったと言えるだろう。CICの2008年を除く平均収益率は7.8%、GPIFは5.8%と両者の差は縮まる。また2011 - 13年の期間に絞ると、CICの5.2%に対してGPIFが7.1%となっている。

2. グローバル・ポートフォリオの投資戦略

次に運用資産総額の30%程度を占めるグローバル・ポートフォリオ全体の投資戦略を見ていくことにする。資産配分が決まれば、過去の運用実績から運用成績のシミュレーションも可能となる重要な情報である。

CICのグローバル・ポートフォリオにとって、主たる投資対象は株式と言える。注意点は、2010年までは単に株式と記載されていることである。2011年以降は、長期資産と上場株式と別の項目を設けて、開示されている(図2)。長期投資には増資やIPO時の投資が含まれているとみられる。2010年までは、「絶対収益」、それ以降は、「オルターナティブ」と記載されている。絶対収益は、ヘッジファンドで用いられることが多い用語である。2011年以降、オルターナティブとしたことで、不動産やプライベート・エクイティなどの資産を保有するという実態に近い

用語を用いるようになったと考えられる。

固定収益は、先進国を中心とする国債や社債への投資が考えられる。サブ・プライムローン問題で注目された証券化商品も固定収益に含まれる分類である。

グローバル・ポートフォリオの投資戦略をみると、株式投資比率を上げる一方、固定収益を圧縮し、2010年以降の4年間、絶対収益（オルターナティブ）には10%以上のウェイトを維持している。かなりリスク許容度が高い積極的な投資戦略と判断できる。過去6年間で3回、グローバル・ポートフォリオが10%以上の年間収益率を上げていることでも、リスク許容度の高さを裏付けている。

3. 地域別の株式投資戦略

第2項では、CICが株式投資ウェイトを高め、代替投資や絶対収益もポートフォリオに組み入れることで、積極的な運用方針であることを示した。

第3項では、グローバル・ポートフォリオのうち、地域別の株式投資戦略を確認することとする。グローバル・ポートフォリオの資産配分では2011年から、公表される分類が変更されていた。株式戦略では地域別の株式配分が2012年から、項目が変更されている。2011年までは、北米、アジア太平洋、欧州、中南米、アフリカと5つに分類されていた。しかしながら、2012年からは、米国株、非米国株（先進国）、新興国株の3分類に簡素化されている。米国株の中には、上場不動産投資信託（REIT）や日本も含む上場株式投資信託（ETF）が含まれる可能性もある。変更した理由を想像すると、(a)新興国株式のウェイトが高まった、(b)米国株の分類が難しくなったなどが考えられる。分類が少なくなったことで結果的には、各地域への投資実績

が判断しにくい情報開示になっている。

MSCIは世界で代表的な世界株式ベンチマークである。MSCI ACWIは新興国株式市場を含むものの、MSCI WORLDは先進国株式市場のみで構成されている。この違いが、米国、英国、日本など先進国のウエイトの変化につながっている。米国は48.4%と54.3%、英国は8.1%と9.1%、日本は7.9%と8.9%である。新興国はMSCI ACWIでは、その他に含まれる。

こうした特徴のあるMSCIの株価指数とCICのグローバル・ポートフォリオの地域別の株式配分をみると、類似点が少なくない。

4. 業種別の株式投資戦略

最後に、グローバル・ポートフォリオのうち、業種別の株式配分を確認する。2012年に不動産の分類がない以外は、2010年から2013年までの4年間、継続的に公表されている。主な変化は、金融セクターのウエイトの高まり（2010年：17.0% 2013年：22.9%）とエネルギーセクターのウエイトの縮小（13.0% 8.5%）と

言えるだろう。世界株式ベンチマークMSCIの長期統計（業種ウエイトや構成銘柄のヒストリカルデータ）が入手（有料サービス）できておらず、比較は難しい。意図的に業種のウエイトの変更をしたのか、株価自体の変動なのか、ベンチマーク自体の改定の影響なのか、吟味する必要がある。

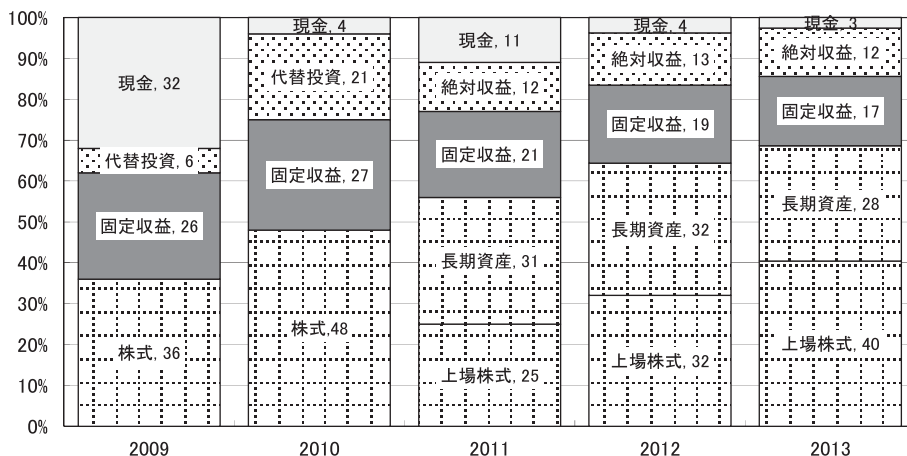
以上、第 節では、アニュアルレポートによる限られた開示情報ながら、グローバル・ポートフォリオを傍観する限りでは、CICの投資行動を年金・保険・投資信託と異なる国家資本主義的な特殊なファンドとして、評価する根拠としては十分とは言えない。

IV. 中国政府系資金の動向

1. 日銀の対内証券投資残高統計

日本銀行の対内証券投資残高統計によると、中国投資家による日本株式保有は2005年末の86億円から2006年5913億円に急拡大し、豪州（1兆4368億円）、香港（1兆4704億円）には及ば

図2 CICのグローバル・ポートフォリオの資産配分



(注) 年末値。2010年までは株式と長期資産の区別がない。代替投資から絶対収益の表記に変わっている。

(出所) 中国投資有限責任公司[2011]29ページ、[2012]28ページ、[2013]36ページ、[2014]31ページより作成。

ないものの、シンガポール(4546億円)を上回っている。2007年末には1兆9000億円、2008年末には1兆4544億円に増加し、2011年末は3兆5695億円、2012年末には4兆1486億円となっている(図3)。しかし2013年末には3兆2028円に減少している。対内株式投資は2012年末の83兆5560億円から、2013年末には80.7%増の150兆9471億円に増加している。株価が堅調に推移し、国別の動向が公開されているなかで、減少したのはタイ(マイナス10.4%)と中国(マイナス22.8%)だけである。日本経済新聞のアカウント名の変更²³がなされたとの指摘が裏付けられた形になる。2013年までの統計を基にした2013年3月の日本銀行へのヒアリングでは、中国からの投資動向を概ね反映していると答えていたが、今後、両国間での投資動向について情報共有も必要になるだろう。

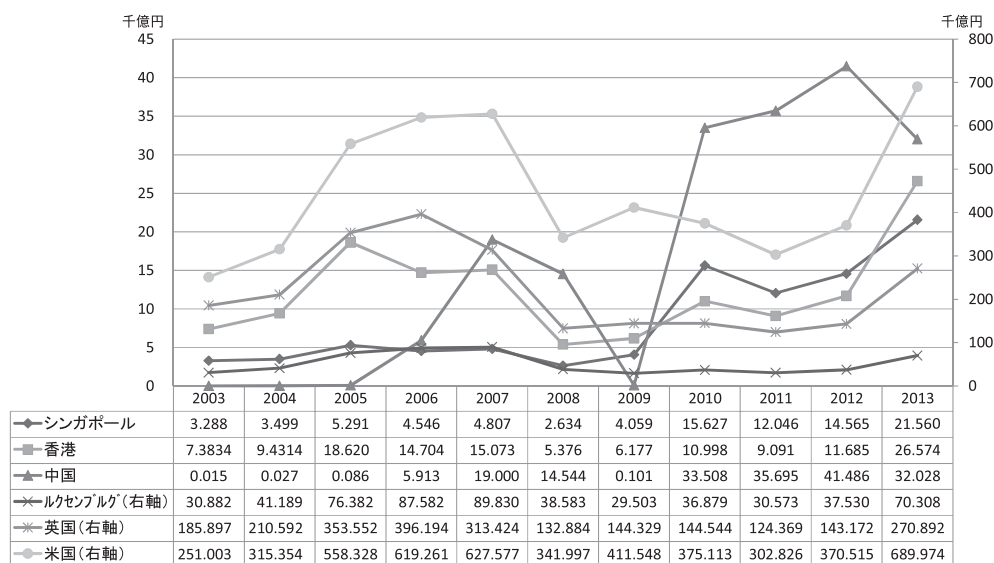
2. 大株主データによる対日株式投資の動向

中国系 SWF の対日投資は2010年より報じら

れるようになった²⁴。有価証券報告書の主要株主一覧には上位10社が記載されている。エコノミストは2008年3月末時点で、ソニーなど数社の株式を保有し、2009年3月末には13社、2010年3月末には34社で、総額6155億円にのぼると報じられた。投資家の可能性として、CICのほか、全国社会保障基金、適格国内機関投資家(QDII)があげられている。週刊東洋経済は上位30位までの株主情報を基にして、中国政府系とみられる「OD05・オムニバス」に関連する3アカウントについて調べている。「OD05・オムニバス」は2007年で確認された以降、株主として捕捉し、2010年では142社、1兆9000億円、2011年では269社、3兆2000億円にのぼるとしている。また日本経済新聞は2013年3月時点で上位10位の株主を集計すると、167社で4兆2000億円に及ぶとしている。

大株主データを集計すると、「OD05・オムニバス」は2007年3月期で、4社(損害保険ジャパン、大成建設、大林組、野村ホールディング

図3 中国などの日本株式保有額



注：各年末。

出所：日本銀行「対内証券投資残高統計」

ス) 確認される。中国政府系とされる「OM04 SSB」, 「THE BANK OF NEW YORK, TREATY JASDEC」と広げると、429社(半期・通期を含む)にのぼる。「OD05・オムニバス」は2008年3月期では、34社(損害保険ジャパン、大成建設、大林組、野村ホールディングスを含む)その他を合わせると、480社(半期・通期を含む)にのぼる。

3. 中国系資金の推計

それでは、日本経済新聞²⁵などが報じた2013年3月末で4兆2000億円にのぼる中国系の資金源について考察してみたい。

SAFE と CIC 以外で対外投資する中国系資金には QDII がある。関根²⁶によると、QDII の日本株運用は2007年末で282万元(約4400万円)、2008年3月末で8200万元(約11億6740万円)と寄与度は低い。QDII とは中国の個人投資家にとっては、海外に投資する投資信託である。日本株式投資額を大きく変える要因とはならない。

CIC は2010年末時点で、4095億ドルの運用資産で33.0%にあたる1351億ドルがグローバル・ポートフォリオである。MSCI World より日本株のウエイトが高いとし、グローバル・ポートフォリオの10%とすれば、日本円で1兆1004億円相当になる。中国系の SWF とされるもののうち、半分程度を占める可能性はある。ただし、日本銀行の対内証券投資残高は、2013年の日経報道と同程度の規模を示しており、日本株式投資については、日本銀行統計がかなり捕捉していた可能性が示唆される²⁷。

先行研究や報道からは明らかではなかったが、大株主のアカウントを OD05 から他 2 アカウントに拡大すると、中国から日本株式の投資は2006年度には、すでに増加していたことが裏

付けられる。CIC が2007年のブラックストーンやモルガン・スタンレーが初期の主要な投資案件であり、9月の正式設立後、運用人員を採用して拡大したことを考えると、SAFE の傘下で、2003年に SAFE Investment、2003年に設立された中央為匯金投資有限責任公司(CIC が吸収)の可能性が残される。設立目的から考えれば、前者の可能性が高い。

なお2013年7月に実施した米国系投資銀行、日系 IR コンサルタントへのヒアリングでは、日本株式投資に対する議決権行使は少なくとも投資委託先のアセットマネジャーを通じてなされている可能性が指摘された。

4. CIC の幹部人事の動向

CIC が2007年の設立以来、務めていた董事長、総経理が2013年から2014年にかけて交代している。董事長の楼継偉(Lou Jiwei)氏は2013年3月の全国人民代表大会において、財政部長(財務大臣)に選任された。後任は財政部出身で國務院副秘書長の丁学東(Ding Xuedong)氏が選ばれた。英語によるインタビューで海外メディアにも登場してきた高西慶(Gao Xiqing)氏は定年に伴う退職となり、後任は李克平(Li Keping)氏が副総経理から昇格している。李氏は全国社会保障基金理事会副理事長から2011年 CIC 主席投資官(CIO)に就任した。高氏も全国社会保障理事会副理事長を経験していた。胡錦濤体制から習近平体制への10年に一度の党主席交代で、党や政府の大規模な幹部人事にも関連した²⁸、と言えるのかもしれない。ただ経歴を見ると、前任者同様の経歴・出身母体が重視されて選ばれたことになる。よって、今回の幹部選定からは、国家資本主義との評価は免れないだろう。

V. おわりに

本稿は、まず SWFs の研究動向をサーベイした。数多くの定量分析があるものの、中国など新興国で設立された SWFs についてはデータ数が限定的であることが分かった。日本株については、中国系とされる OD05 アカウントを手掛かりに、2007年から2011年にかけての実証研究があり、個別ファンドの実証分析として示唆に富む。また、米 FRB や財務省出身のトゥルーマンは、SWFs に関する課題や批判が、SWFs の不透明さ (opacity) から生じていると指摘している。

本稿の後半では、主として CIC が公開した 2008年から2013年まで 6 年間分の中国語ならびに英文のアンニュアルレポート、日本銀行の対内証券投資残高統計、大株主データの紹介のほか、中国系 SWF とされる「OD05 オムニバス」アカウント名の対日投資動向の確認を試みた。

CIC の運用資産は、2007年の設立当初は2000億ドルで、3分の1が対外投資ポートフォリオとされていた。運用資産総額は2008年から2013年までの期間で、2974億4000万ドルから6527億4000万ドルへと2倍以上に増加した。しかし運用実績について、為替など要因分析が示されているわけでもない。資産配分の効果なのか、少なくともベンチマークと比較する形の説明が必要である。

次に、グローバル・ポートフォリオの投資戦略、グローバル・ポートフォリオのうち、地域別や業種別に資産配分の特徴を確認した。株式ウエイトやオルタナティブ投資のウエイトなどからリスク許容度が高いことを示した。その結果、過去6年間で3回、グローバル・ポートフォリオが10%以上の年間収益率を上げていることでも、リスク許容度の高さを裏付けている

と言えるだろうが、先で述べたように要因分析や外部から要因分析ができる情報開示がないため、リスクに見合ったリターンなのかも判断するのを困難にしている。残念ながら、開示項目の変更がなされており、十分な説明がなされているとは言えない。同時に、第 3 節の分析で、CIC の投資行動を年金・保険・投資信託と異なる国家資本主義的な特殊なファンドとして、評価する根拠としては十分とも言えない。

大株主に掲載される「OD05 オムニバス」など3アカウントは、日本銀行の対内証券投資の増加傾向がほぼ重なることが確認された。CIC の投資は半分程度、含まれている可能性がある。残りは SAFE の外貨準備運用などが考えられる。2007年、2008年は、CIC ではなく SAFE 傘下の中国華安投資有限公司が重要な役割を担ったとみられる。ただし、SAFE は CIC に対して影響力²⁹を持つとされ、今後、両ファンドを分離して分析するのは、さらに困難が伴うものの、定量分析の可能性を慎重に検討している。

最後に、CIC に対して継続性を保ちながら、包括的な情報開示を期待している。開示項目を変更する場合、その丁寧な説明は必要不可欠なものと考えている。日本を含む先進国の年金基金が高齢化や確定拠出型年金の導入などで、運用資産が横ばいもしくは減少に転じれば、CIC など SWF が主要な機関投資家になる可能性もある。

中国はノルウェーやシンガポールのような小国ではなく、国連常任理事国にして世界第2位の経済大国でもある。中国系 SWF が今後、議決権の行使などで、相対的に影響を増していくことも想定すれば、情報開示などその責任は極めて重いと言える。研究者も、中国 SWF の投資戦略や投資行動については、粘り強く継続的な分析が必要であろう。

注

- 1 北原徹(2012年)「シャドーバンキングと満期変換」『立教経済学研究』第65巻第3号はシャドーバンキングから世界金融危機を分析している。
- 2 Bremmer, Ian(2010), *The end of the free market*, Penguin Group, 小原篤次(2013年)「中国投資有限責任公司(CIC)の設立と投資プロセス」『東アジア評論』5号。
- 3 中国の財政部は2007年8月29日、総額6000億人民元の特別国債の発行を発表した。外資流入による資金流入を吸収し、CICの資本の原資になると説明している。全国人民代表大会は、総額1兆5500億元の発行を承認している。また中国人民銀行は2007年12月11日、7500億元の特別国債を買い入れたと発表している。中国人民銀行が、財政部発行の特別国債を直接、購入できないため、中国農業銀行を通じて間接的に購入されたとされる。
- 4 テマセク社は1974年に財務省のもとで、GICは1984年に通貨管理庁のもとで、それぞれ設立している。シンガポールの政府系ファンドについては、中村みゆき(2013年)『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向』税務経理協会が詳しい。
- 5 Smith, V. (2009), "Tools of Survival: Sovereign Wealth Funds in Singapore and China," *Geopolitics*, 14, pp. 328-344.
- 6 投資銀行、IRコンサルタントへのヒアリングもあわせて実施して情報不足の補完を目指した。このアニュアル・ブックはCICにとって唯一、継続して公開されている重要な一次資料である。ただし公表される項目、バランスシート上の費目分類はしばしば変更されるなどデータの継続性に欠け、監査部門や監査役はいるものの、第3者の監査法人によるコメントや証明も付けられていない。こうした制約は包括的な研究を阻む障害となっている。
- 7 2008年版は25ページ、2009年版は34ページ、2010年版は30ページ、2011年版は24ページ、2012年版は58ページ、2013年版は61ページ。ページ数の経年変化からも、情報開示の拡充度、継続性の課題がうかがえる。研究者としては残念ながら写真だけのページも含まれている。
- 8 小原篤次(2009年)『政府系ファンド』日本経済新聞出版社、25ページ。
- 9 小森正彦(2008年)『国富ファンド・ウォーズ』東洋経済新報社、谷山智彦・福田隆之・古賀千尋(2008年)『政府系ファンド入門』日経BP社、みずほ総合研究所(2008年)『迷走するグローバルマネーとSWF 国際金融危機の深層』東洋経済新報社、小原篤次(2009年)『政府系ファンド』日本経済新聞出版社。
- 10 中村みゆき(2013年)『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向』税務経理協会。
- 11 本論で言及した論文のほか、Dewenter, K. L., Han X., Malatesta, P. H. (2010), "Firm values and sovereign wealth fund investments", *Journal of Financial Economics*, Volume 98, Issue 2, November, pp. 256-278, Johan, S. A, Knill, A. and Mauck, N.(2013), "Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity," *Journal of International Business Studies*, 44, pp. 155-172. などがある。
- 12 このほか、豪州のAustralian Future Fund、UAEのMubadala Development Company、アゼルバイジャンのNational Pension Fund、ニュージーランドのNew Zealand Superannuation Fund、チリのSocial and Economic Stabilization Fund、バーレーンのMumtazatの6ファンドが10評価である。
- 13 胥鵬(2013年)「中国政府系ファンドの日本株式投資」大野早苗・黒坂佳央『過剰流動性とアジア経済』日本評論社、131 158ページ。
- 14 Truman, E. M. (2010), "Sovereign Wealth Funds," *Peterson Institute*, p. 35-56.
- 15 小原篤次(2014年)「中国政府系ファンド・中国投資有限責任公司(CIC)の投資戦略」『長崎県立大学国際情報学部研究紀要』第14号135 140ページは2008年から2012年までのアニュアルレポートによる考察である。本論では、前稿に2013年のアニュアルレポートによる考察を追加している。
- 16 中国投資有限責任公司(2010年)「2009年年度報告」、33ページ。
- 17 CICの年間総合収益率は2010年以降、公表されていない。
- 18 Truman, E. M. (2010), "Sovereign Wealth Funds," *Peterson Institute*, p. 16.
- 19 表1では、アニュアルレポートの連結貸借対照表(合併资产负债表)の純損益を通じて公正価値で測定される金融資産(以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产, FVTPL)をグローバル・ポートフォリオに相当するとみなしている。連結貸借対照表で最も多額なのは長期株式投資の項目である。この項目に中央為金投資有限責任公司を通じて保有する金融機関の持ち株が含まれている可能性が高い。
- 20 中国投資有限責任公司(2012年)「2011年年度報告」、4ページ。
- 21 *Wall Street Journal Online*. (2012), March 4.
- 22 CICは12月期、GPIFは3月期。
- 23 日本経済新聞社(2013年11月20日)『日本経済新聞』。
- 24 金山隆一(2010年7月27日)「日本株34銘柄6000億円超を保有「オムニバス・チャイナ」の狙い」『エコノミスト』、毎日新聞社、12 13ページ。
- 25 日本経済新聞社(2013年6月25日)『日本経済新聞』。
- 26 関根栄一(2008年)「中国の基金管理会社(QDII)による日本株の運用実態について」『季刊中国資本市場研究』夏号、104 108ページ。
- 27 2014年3月、財務省国際局、日本銀行国際局へのヒアリングも実施した。
- 28 関根栄一(2014年)「中国CICの2013年の運用実績と今後の展望」『季刊中国資本市場研究』秋号、

62-72ページ。

29 Sender, H. (2014), "Founding president to step down at China wealth fund," *Financial Times*, January 22.

参考文献

- 小原篤次 (2009年)『政府系ファンド』日本経済新聞出版社。
- 小原篤次 (2013年)「中国投資有限責任公司(CIC)の設立と投資プロセス」『東アジア評論』第5号。
- 小原篤次 (2014年)「中国政府系ファンド・中国投資有限責任公司(CIC)の投資戦略」『長崎県立大学国際情報学部研究紀要』第14号。
- 金山隆一 (2010年7月27日)「日本株34銘柄6000億円超を保有「オムニバス・チャイナ」の狙い」『エコノミスト』毎日新聞社。
- 北原徹 (2012年)「シャドーバンキングと満期変換」『立教経済学研究』第65巻第3号。
- 小森正彦 (2008年)『国富ファンド・ウォーズ』東洋経済新報社。
- 関根栄一 (2008年)「中国の基金管理会社(QDII)による日本株の運用実態について」『季刊中国資本市場研究』夏号。
- 関根栄一 (2014年)「中国CICの2013年の運用実績と今後の展望」『季刊中国資本市場研究』秋号。
- 胥鵬 (2013年)「中国政府系ファンドの日本株式投資」大野早苗・黒坂佳央『過剰流動性とアジア経済』日本評論社。
- 谷山智彦・福田隆之・古賀千尋 (2008年)『政府系ファンド入門』日経BP社。
- 中村みゆき (2013年)『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向』税務経理協会。
- みずほ総合研究所 (2008年)『迷走するグローバルマネーとSWF 国際金融危機の深層』東洋経済新報社。
- 日本経済新聞社 (2013年6月25日)『日本経済新聞』。
- 日本経済新聞社 (2013年11月20日)『日本経済新聞』。
- 中国投資有限責任公司 (2009年)「2008年年度報告」。
- 中国投資有限責任公司 (2010年)「2009年年度報告」。
- 中国投資有限責任公司 (2011年)「2010年年度報告」。
- 中国投資有限責任公司 (2012年)「2011年年度報告」。
- 中国投資有限責任公司 (2013年)「2012年年度報告」。
- 中国投資有限責任公司 (2014年)「2013年年度報告」。
- Bremmer, Ian (2010), *The end of the free market*, Penguin Group.
- Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W.L. and Miracky W. (2010), "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance," Unpublished paper.
- Chhaochharia, V. and Laeven, L.A. (2009), "The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds," (<http://ssrn.com/abstract=1262383>).
- Dewenter, K. L., Han X., Malatesta, P. H. (2010), "Firm values and sovereign wealth fund investments," *Journal of Financial Economics*, Volume 98, Issue 2, November, pp. 256-278.
- IMF, "Exchange Rate Archives by Month," (http://www.imf.org/external/np/fin/data/param_rms_mth.aspx)
- Johan, S. A, Knill, A. and Mauck, N. (2013), "Determinants of sovereign wealth fund investment in

private equity vs public equity,” *Journal of International Business Studies*, 44, pp. 155-172.

The International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), “Generally Accepted Principles and Practices”. <http://www.iwg-swf.org>.

Meggison, W. L., You, M. and Han, L. (2013), “Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments”, *Financial Review*, 48, pp. 539-572.

Smith, V.(2009), “Tools of Survival: Sovereign Wealth Funds in Singapore and China”, *Geopolitics*, 14.

Truman, E. M. (2010), “Sovereign Wealth Funds,” Peterson Institute.

Sender, H. (2014), “Founding president to step down at China wealth fund,” *Financial Times*, January 22.

Wall Street Journal Online. (2012), March 4.

[謝辞] 本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の平成25年度の研究助成、一般財団法人ゆうちょ財団の平成26年度の研究助成、長崎県立大学の平成26年度学長裁量教育研究費を受けている。二人の匿名査読者のほか、関根栄一氏、神宮健氏、中村あゆみ氏、そして証券経済学会、日本金融学会、アジア政経学会定例研究会、日本国際経済学会九州・山口地区研究会、中央大学企業研究所公開研究会、証券経済研究所公社債市場研究会、GPE研究会の参加者の方々から非常に有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿に残る誤りはすべて筆者自身の責任である。