

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：世界経済の新しい主役達と政府系ファンド（SWF）

執筆者：新光証券株式会社 シニア アドバイザー 吉國眞一氏

要 旨 （以下の要旨は 130 秒以内でお読みいただけます。）

米国連邦準備制度理事会（FRB）議長だったアラン・グリーンスパン氏は、最近の著作（「波乱の時代<特別版>」日経新聞社<今 10 月発刊>）で、昨年以降の世界金融市場の混乱は「過去半世紀以上なかったほど厳しいもの」であり、「完全な解決にはまだほど遠い」として先行きへの懸念を表明しています。その一方で、中国、インドなどの新興国について触れ、これら諸国は欧米や日本に続いて急速に経済力を付けてきたとして、今後の世界に与える影響に注目しています。

今回は、新光証券（株）シニアアドバイザー吉國眞一氏に、こうした新興国が世界経済の「主役」として台頭してきた様子と、これら諸国の有する巨額の政府系ファンド（SWF）が国際金融の中で果たす役割について、現地レポートも交えて解説していただきます。

まず、新興経済圏はアジアから中東、ラテンアメリカ（ラ米）、更にはアフリカへとその範囲を拡大してきました。オリンピックを開催した中国のほか、インド、ラ米の世界経済に対する影響力増大はもとより、最近では原油生産国であるイスラム経済圏の存在感が増してきて、これら湾岸諸国は協力会議（GCC）を開いて EU 類似の経済統合をも目指しています。

こうした新興国がその蓄えた富を政府系ファンド（SWF）として運用するようになると、世界経済に対して救世主的な側面と攪乱要因としての側面とを併せ持つようになります。今回の世界金融危機では、SWF はメрил・リンチや UBS、モルガンスタンレーなどに数百億ドル単位で出資し「最後のリスクテイカー」の役割を果たしました。他方で、先進国の証券取引所等との提携も行うなど国際金融センターへの参加にも踏み切っています。

日本は、G8 等先進諸国の中でも特に巨額な外貨準備（約 1 兆ドル）を保有している国であるので、SWF の設立も含めてその有効な活用方法を検討するとともに、外貨準備や SWF のあり方についての国際的な議論に積極的に参加するべき時期が到来しているのではないかと筆者は結んでいます。



「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

世界経済の新しい主役達と政府系ファンド（SWF）

新光証券株式会社 シニア アドバイザー
吉國眞一

新興経済圏と政府系ファンド（SWF）の位置付け

サブ・プライム問題に端を発した国際金融市場の混乱に収束の兆しがみえないなかで「新興市場経済」も株式市場の下落や、高いインフレ率など不安要因を抱え、一頃言われた「デカップリング論」（米国の景気後退を新興経済圏の力強い成長がカバーして世界経済全体の高成長が続く）はかなり後退してきているようだ。そうは言ってもこれら経済圏のポテンシャルは高く、多少の調整は乗り越えて世界経済の新しい主役としての地位を確立していこう。そして新興経済圏を中心に政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund, 以下 SWF）と俗称される基金を設立する動きが活発化しており、その規模は 2.5 兆から 3 兆ドルに達したと言われている。この SWF をヘッジ・ファンド等と同一視し、その活動を監視ないし規制すべきであるとの声が一時高まった。ところがサブ・プライム問題で自己資本不足が懸念された欧米の金融機関に SWF から巨額の資金が投じられたことで国際金融界の論調も一変し、国際金融体制の中で SWF の役割を如何に位置づけていくかという前向きの議論が主体になってきている。以下、新興経済圏の状況につき筆者自身の観察を踏まえて概観した後、SWF の問題を考える際の留意点につき若干の私論を述べる。

1. 新興経済圏の変遷（NIEs→ASEAN→BRICs→BRICS→MENA→MEDUSA、VISTA）

新興経済圏の範囲拡大

新興経済圏を巡る大きな特徴は、その範囲が急速に拡大していることだ。新興経済圏の代名詞だった NIEs（Newly industrialised economies）は、元来アジアの韓国、台湾、香港、シンガポールに、ラ米とヨーロッパを加えた 10 か国・地域を対象とする概念だった。ところが、80 年代にラ米とヨーロッパの経済状況が悪化した結果、NIEs は専らアジアの 4 地域を指すようになった。その後 ASEAN が台頭したことで新興経済の呼称をアジアが独り占めする状況が 97 年のアジア危機の頃まで続いた。危機以降アジアで出遅れていた 2 大国（中国、インド）が躍進し、ラ米（ブラジル）とロシアが追随して、BRICs という新しい名称が生まれ、最近では BRICS と S を大文字で書いて南アを加えるようになり、新興経済圏はアフリカにまで拡大したのだ。

新興経済圏の経済的地位の増大

さらに原油価格の上昇に伴う産油国への富の集中が新しい新興経済のカテゴリーを生んだ。MENA とは、Middle East and North Africa、ペルシア湾岸 6 カ国等の中東にモロッコ、エジプトなど北アフリカを加えた概念だ。さらに日本のエコノミストの命名だが、トルコやアルゼンチン等を含む VISTA（注 1）や MENA の主要国にマレーシアを加え「イスラム金融」を軸にした MEDUSA（注 2）など新興経済を巡って「アルファベットのスープ」と言われる命名競争が起きているのは面白い。これら新興経済の世界経済に占める位置は大きく高まっている。IMF の最新世界経済見通し（WEO、2008 年 4 月）によると世界全体の GDP（購買力平価ベース）に占める非先進国の割合は 1980 年の 36%か

ら 2007 年には 44%に拡大し、2013 年には先進国と並ぶ 50%になると見込まれている。特にアジアの途上国は 80 年の 7%から 07 年に 20%、13 年には 25%という急増ぶりだ。

(注 1) VISTA 諸国 : VIETNUM、INDONESIA、SOUTH AFRICA、TURKEY、ARGENTINA

(注 2) MEDUSA 諸国 : MALAYSIA、EGYPT、DUBAI、SAUDI ARABIA

2. 新興経済の風景

筆者は 05 年まで国際決済銀行 (BIS) のアジア代表として香港に駐在しアジア経済のダイナミズムに直接触れていた。日本に戻ってからインドを 2 度訪問する機会があり、今年は中東 (ドバイとサウジ・アラビア)、ラ米 (ブラジル、アルゼンチン) を始めて訪れるなど新興経済圏へのアプローチを続けている。そうした中で体験した最新風景につきいくつか述べてみたい。

・香港、シンガポール —— 最早 NIES ではない

2007 年シンガポールの一人当たり GDP は 35 千ドル、日本を抜いてアジア最高となり香港も 3 万ドルに達した。国際金融センターとしてのランキングでは、ロンドン、ニューヨークに次ぐのが香港、シンガポールという状況が定着して久しい。この両国は最早 NIES を超えて「先進国」の仲間入りをしたと考えるべきだろう。ハブ空港としての機能で世界最高水準を誇るシンガポールのチャンギ国際空港には、シンガポール航空が世界に先掛けて導入したスーパー・ジャンボのエアバス A380 が巨大な雄姿を横たえていた。シンガポールは、また代表的な政府系ファンドを 2 つも抱え国際社会のプレゼンスを増している。日本人が明治維新以来持ち続けてきたアジア唯一の先進国というプライドを捨て、これらの国に「追い付く」努力をすべき時が来ているのかもしれない。

・マカオ —— 中国経済の縮図、07 年の実質成長率は 27%

昨年マカオを 3 年ぶりに訪れその変貌ぶりに驚嘆した。前回はカジノ産業自由化直後だったが、僅か 3 年でカジノの建物が林立し、ディズニーランド並みのレジャー施設やホテル建設が進むなど、ヨーロッパの面影が残っていた街の表情は一変した。カジノの売上は自由化以降倍々ゲームで増加し、ラスベガスを上回る世界の地位が数年で実現したのである。昨年の実質 GDP は何と 27%の増加、中国本土でさえ足許にも及ばない。それを支えたのが中国からの旅行者が落とす膨大な人民元であり、チャイナ・マネーはマカオに限らずアジア全域を席卷している。東京でも一流ブランド・ショップで最大の客は今や中国人と言われている。中国国内に行き場のない膨大なマネーが存在していることの証であり、それが世界の外貨準備と SWF の設立に繋がってくる。

・インド —— 躍進の背景にある多様性社会、金融大国への途は意外に近い?

昨秋ニューデリーでセミナーの講師をつとめた時、中国からの参加者がインドの貧困なインフラをみて、「後 30 年はわが国に追いつけない」と豪語したのを耳にした。この言葉は半分正しく半分間違いだと思う。インフラの未整備は確かに経済成長のボトルネックになっているが、逆に言えばインド経済が膨大な潜在需要を抱えていることを意味している。またそれはインドが民主社会でコンセンサスがなければ物事が進まないことのあらわれであり、現大統領が女性、前大統領がイスラム教徒、その前はカーストの最下層出身という多様性を許容するインドの一面に繋がっている。インドが短期間に IT 大国となり、世界最高水準の医療産業を持つ裏にこうした風土がある点を見逃してはならないだろう。日本との比較で言えば知識階級で英語が事実上共通語となっている点も大きな強味だ。IT と英語は現代のグローバル金融機関にとって必須アイテムであり、それを考えればインドが将来金融大国となる確率は決して低くないというのがニューデリーの講演での結論だった。

・湾岸諸国——高まるイスラム経済の存在感（特にドバイ）と盟主サウジのジレンマ

アラブ首長国連邦（UAE）のドバイでは世界一高い（約 800 メートル）ビル、世界一のショッピング・センター、世界一の高級ホテル（唯一の七つ星ホテルとも言われる）と世界最高級が狭い土地にひしめきあい、山手線の内側に相当する規模の海上都市が建設されている。見渡す限りクレーンが林立する街をみていると世界の中心がこの場所に移っているような錯覚さえ覚える。大産油地帯を抱える 7 つの首長国による連邦国家アラブ首長国連邦（UAE）に属しながら石油埋蔵量が乏しいドバイが「サービス・金融立国」を目指して大規模な開発に乗り出した時、周囲の国からは「狂気の沙汰」とみられたそうだ。しかし結果的にその試みは成功した。その鍵はイスラム教国でありながら異教徒に寛大で自由な環境を整備し、「情報が集まり、それを目当てに人が集まり、意思決定がなされ、さらに情報が集まり」という好循環を産むような「国造り」を率先して行ったことだ。

しかし原油価格値上がりで脚光を浴びる湾岸諸国のリーダーはやはりメッカを抱え、人口、経済規模でもダントツのサウジ・アラビアだろう。湾岸諸国の現状をアジアに例えるとサウジが改革・開放前の中国、サウジの海外窓口として機能するバーレーンが香港、よりグローバルな金融センターを目指すドバイがシンガポールといった構図が可能だ。

湾岸 6 か国は GCC（湾岸協力会議）という EU 類似の機構で経済統合を目指しており、サウジも厳格なイスラムの教義を守りつつ経済面では自由化を進めている。その目玉だった通貨統合はクウェートがドルペッグを離脱するなどして 2010 年の目標が達成困難になったが、関係者の統合への意思は衰えていないようだ。統合が進みサウジが真に「開国」した暁には世界経済の中で中東やイスラムの存在感が一段と高まって行くに違いない。ただ、それがサウジの社会や地政学的な状況にどう影響するかは未知数であり、予想外の混乱が生じる可能性には留意する必要があるだろう。



・ブラジル・アルゼンチン —— NIES に復帰したラ米の牽引手

今年 10 月に初めて訪れたサンパウロ（ブラジル）とブエノス・アイレス（アルゼンチン）は、グローバル市場の大混乱をよそ目に高級レストランは超満員、街は車で溢れパブル全盛期の日本を思わせる賑わいだった。既に述べたようにブラジル、アルゼンチンはかつて NICS と呼ばれていた新興経済圏に含まれていたが 80 年代の債務危機以来、為替相場の急落、ハイパーインフレといった経済危機が続き長期間 IMF の管理下での厳しい経済調整を余儀なくされてきた経緯がある。しかし世紀の変わり目位から両国の経済も急速に改善に向かった。まずブラジルが BRICs の一員として新興経済圏に復帰し、アルゼンチンも IMF 借入を完済し、国際金融市場での調達再開に向けて最後の段階に入っている。勿論新興経済圏もサブプライム危機の影響を受け、株価の下落率などでは先進国を上回るなど厳しい状況に直面していることは事実だ。しかし長期的な経済の展望についてはいずれの国も自信を失っていない。またこれまでの金融危機と異なり外貨準備のバッファが豊富であり、先進国との対比で金融部門の問題が深刻でないことを考慮すれば国際金融市場がメルトダウンするような事態が生じない限り新興経済圏の基本的なモメンタムが失われることはないように思われる。アルゼンチンの政府高官が、「自慢にはならないが我々は先進国より危機を乗り越えてきた経験において勝っているとも言える」と語ったのが新興経済圏の現在のムードを象徴しているのではないだろうか。

3. 新興経済圏の外貨準備と SWF——世界経済を左右する新興国マネー

新興経済圏を巡るもう一つの論点はこれらの地域が今や世界の貯蓄供給基地としてグローバルなマネー・フローの中心に位置するようになったことだ。前述の IMF 資料によると 1980 年頃ほぼ均衡圏内だった非先進国の経常収支が 2007 年には GDP 比 4.1%、アジアでは 6.7%という巨額の黒字に転換した。途上国から先進国に資本が流れるという国際収支構造が定着し、外貨準備高も急増した。世界の外貨準備の約 7 割が非先進国に保有されており、新興経済圏では外貨準備と切り離れたファンド（SWF）を設立する動きが相次いでいる。さらにサブ・プライム問題で損失を蒙った欧米の金融機関に SWF による資金援助が行われ、その規模は以下のように公表されたものだけでも数百億ドルに達するのだ(単位億ドル)。

- アブダビ投資庁(75)、シンガポール政府投資公社・クウェート投資庁(145)→シティグループ
- テマセク・シンガポール(44)、クウェート投資庁・韓国投資公社(各 20)→メリル・リンチ
- シンガポール政府投資公社(98)→UBS
- 中国投資有限責任公司(50)→モルガン・スタンレー

この他、ロンドン証取、ユーロネクスト、OMX(北欧証取連合)と言った資本市場のインフラにも中東等の SWF や取引所が出資や業務提携の形で関係を深めている。これは新興経済圏のマネーが単なる投資でなく、金融産業、金融センターの育成という戦略的な目的で使われ始めていることを意味するだろう。ただ、その後米系インベストメント・バンクが事実上消滅するなど金融危機が一段と深刻化した本年 9 月以降の局面では SWF もかなりのロスを蒙ったようだ。これまでの積極的な投資が成功したか否かは見極めがたい状況下、最近では日本の金融機関の攻勢が目立ってきた。いずれにせよ SWF は邦銀などと並んで世界の金融地図が大きく塗り変わる中で「最後のリスク・テーカー」として重要な役割を担うようになってきたと思われる。

SWF への警戒感とそれに対する反応

こうした状況を眺めて SWF に関するいくつかの問題提起が行われてきた。まず昨年 10 月の G7 声明は以下のように述べ、SWF に対する警戒感をにじませた。

——組織構造、リスク管理、透明性や説明責任といった分野で、SWF に対する最良慣行（ベスト・プラクティス）を策定することに意義があると認識している。(中略) IMF、世銀、OECD に対し、こうした問題を検討するよう要請した。——

同声明は新興経済圏から強い反発を招いた。「ヘッジ・ファンドとインベストメント・バンクがサブ・プライム問題の元凶だ。SWF は長期・安定的な投資を通じてグローバル経済のアンカーになっている。そもそも金を借りる立場になった G7 が金の出手にベスト・プラクティスを指図する資格があるのか。」先日筆者が面会した新興国中央銀行首脳の言葉だ。前記のような SWF による金融機関への資金提供を考えればこうした意見には一定の説得力があるだろう。実際 SWF に対する批判はその後トーンダウンし、SWF を国際金融体制の担い手として位置付ける議論が進展していったのである。

世界 SWF の結末

まず OECD 等が SWF の役割を前向きに評価した上で投資受入国としての無差別原則などを確認するガイドラインを作成した後、10 月の IMF 総会では主要な SWF 保有国によって構成される「SWF に関する国際的ワーキング・グループ」（IWG）が作成した以下のような SWF の運営に関する基本原則（サイティアゴ原則）が公表された。

- ① 健全な国際金融システムと自由な資本移動の確保
- ② 投資受入国の規制やディスクロージャー制度の尊重
- ③ 経済・金融的なリスク・リターンに沿った投資決定
- ④ 透明かつ健全なガバナンス構造を通じた適切なオペレーションのコントロールとリスク管理、アカウンタビリティの確立

その内容自体は特に目新しいものではないが、一口に SWF と言っても異なった国家体制の下で成立しその性格や規模も様々であることを勘案すると、26 の SWF 保有国と SWF 自身の代表が一堂に会し、投資受入国の代表も交えてこのような合意を形成したこと、とりわけそれが米国発のグローバル金融市場の大混乱の中で達成されたことの意義は高く評価されるべきだろう。また、IWG は SWF 保有国の集まりであり、この文書も SWF のオーナー自身による「自発的な原則」であり、IMF は事務局を提供しただけであることが強調されている。もともとは G7 の要請に応じて IMF が作成する筈だった本文書に G7 という言葉は全く記されずその提出先は途上国も入っている IMF の国際金融・通貨委員会 (IMFC) である。これは本書の作成を通じて新興国が国際金融システムのガバナンスについてイニシアティブを取り始めたことの示唆とみるべきではないだろうか。



4. SWF と国際金融システム

SWF の問題を外貨準備も含めたグローバルなマネー・フローの観点からみると幾つか重要な論点が浮かび上がってくる。

第一に為替相場制度との関係だ。新興経済圏にマネーが集中している裏には、これら諸国が対ドル相場の安定を目指し固定相場に近い経済運営を行ってきたという事情がある。この結果割安な為替相場が維持され、「対米輸出を梃子とした新興経済圏の拡大→アメリカの経常収支赤字→米ドル相場への下落圧力→新興国によるドル買介入（外準、SWF 等対外資産の増加）→ドル為替相場の安定」、という循環が維持されてきた。一方先進国の間では変動相場の下で為替市場への介入を最小限に抑えるという傾向が定着し、日本を除くと外貨準備のレベルは経済規模との対比で極めて小幅なものとなった。その結果ドルとユーロ、英ポンドといった主要通貨の為替相場は大きく変動している。こうした為替相場に関する二重システムは一部の論者から「第2ブレトン・ウッズ体制」と名付けられ、それなりに持続可能なシステムと考えられてきた。しかし過去数年大幅なドル安が継続する中で新興経済圏は巨額の対外資産の目減りに直面し、ドルペッグの見直しや通貨統合の検討 (GCC 諸国) といった議論が進みつつある。問題は新興経済圏公的部門の対外資産が未曾有の規模に達している中で、通貨当局が対ドル相場の安定という座標軸を失った時、国際金融市場に如何なる影響が及ぶかということだ。こうした中で「第2ブレトン・ウッズ体制」に安住する中で封印されてきた国際通貨制度の再構築という議論が再燃する可能性があるだろう。

第二に新興経済圏がグローバルなマネー・フローの中心に躍り出たにも拘らず、国際経済・金融システムの管理が引続き G7 等先進国主導になっているのをどう考えるかということだ。前述した IWG を巡る動きはまさしくこうした現状に対する新興国サイドの意思表示とみるべきだろう。この問題は経済・金融の分野に止まらない。温暖化などの環境問題でもサミット G8 体制の限界が指摘され、国際機関では途上国の発言力強化を求める声が一段と強まっている。投票権シェアの引上げといった小手先の対応だけでなく、

国際機関や国際フォーラムのあり方について原点に立ち返った本質的な検討が必要になっているのではないだろうか。最後に日本が SWF にどう関わっていくべきだろうか。現在の議論は「日本版 SWF 創設の是非」という点に集中しており、先日自民党の研究会が報告書を出した。しかし当初報じられた外貨準備の一部を移管する案については将来の課題として先送りにし、変わって公的年金基金の一部について外部委託にするというものであった。同提案の是非はともかくとしてこの議論が示すのは、関係者の間でも「SWF とは何か、何のために作るか」という肝心の点についてコンセンサスが醸成されていないのではないかとのことだ。

5. 問われる日本の対応

筆者はわが国にとって同じ位あるいはそれ以上に重要なのは、上述のような国際経済・金融システムの中での外貨準備や SWF の位置づけについての議論に積極的に関わっていくことだと考えている。日本は G7、G8 という先進国グループに属しながら巨額の外貨準備を有し本格的な SWF を設立可能な唯一の国であり、この問題で二つのグループの橋渡しをできる立場にあるからだ。日本版 SWF の議論はそうした国際的な議論を常に勘案しながら展開していくべきだ。確かに数百兆円に上る公的資産を如何に運用するかは国益に直結する問題だ。しかし、狭い国益だけを考えて国際社会の異端児になってしまうのは最も愚かなことだろう。

前記のサイティアゴ宣言を作成した IWG は、宣言の実行状況をレビューし、SWF 相互間及び投資受入国との対話、情報交換のための常設会合（standing group）を設立することで合意した。一つのアイデアとしてこの常設委員会をよりフォーマルにし、中央銀行制度が世界的に確立したときに BIS（国際決済銀行）が設立されたような形で新しい国際組織を設立できないだろうか。日本がその音頭を取り、東京に本部を誘致する位の気概を持って動くべき時が来ているのかもしれない。

なお、本文の意見に亘る部分は筆者の個人的見解である。

以 上

執筆者紹介

吉國 真一（よしくに しんいち）

新光証券株式会社

シニア アドバイザー

最終学歴：

1973 年 3 月 一橋大学 経済学部 卒業

職歴：

1973 年 4 月 日本銀行 入行

1976 年 7 月～1978 年 5 月 ペンシルバニア大学 留学

1979 年 9 月～1981 年 9 月 経済企画庁へ派遣

1986 年 11 月 外国局調査役

1987 年 12 月 国際通貨基金（IMF）へ転出 理事代理

1990 年 12 月 国際局調査役

1991 年 5 月 国際局国際収支課長

1993 年 5 月 国際局国際金融課長

1995 年 7 月 国際局参事

1997 年 2 月 国際局次長

1998 年 2 月 ロンドン駐在参事

2001 年 7 月 国際決済銀行（BIS）スペシャル アドバイザー

2001 年 10 月 アジア太平洋事務所長

2005 年 6 月 金融経済局 シニア アドバイザー

2006 年 10 月 新光証券株式会社 シニア アドバイザー 就任

趣味：絵画、音楽鑑賞

