



## ソブリン・ウェルス・ファンド

### ～「サンティアゴ原則」から 10 年を経た現状と課題～

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 主任研究員  
武田 紀久子

[kikuko\\_takeda@iima.or.jp](mailto:kikuko_takeda@iima.or.jp)

#### <はじめに>

ソブリン・ウェルス・ファンド（以下 SWF）とは、一般政府によって所有・運営される特定目的投資ファンドを指し、多くの場合、石油・天然ガス関連の税収や貿易黒字の蓄積によって拡大した財政収支黒字や外貨準備等を原資に、クロスボーダーで活発な投資を行うことで知られている<sup>1</sup>。米調査会社 SWFI<sup>2</sup>によれば 2017 年 12 月時点での運用資産総額は約 7 兆 5000 億ドル（約 850 兆円）と、20 年前から約 7 倍、10 年前との対比では約 2 倍の規模へ拡大している。

21 世紀に入り急拡大を遂げ、自国経済や国民福祉のみならず、グローバル金融市場における存在感や影響力を格段に高めた SWF に対しては、アカウントビリティやガバナンス、透明性の向上が常に課題とされてきた。最良慣行（ベスト・プラクティス）を検討・策定するための具体的な取組みは、2007 年以降、IMF など国際機関が主導する形で進められ、2008 年 10 月には「サンティアゴ原則」<sup>3</sup>と呼ばれる行動規範が採択され

<sup>1</sup> 定義については本稿 1. (1) にて詳述。

<sup>2</sup> 米国に本拠を置く SWF 調査研究機関 Sovereign Wealth Funds Institute の略称。

<sup>3</sup> 「Santiago Principles」の邦訳。「一般に認められた原理と慣行 Generally Accepted Principles and Practices

ている。これら取組みは「SWF 国際フォーラム (IFSWF)」<sup>4</sup> 立ち上げへと組織的に発展し、サンティアゴ原則のセルフ・アセスメントや年次報告といった情報開示がその後も定期的に行われている。情報開示に関しては、過去 10 年間で相応の改善努力がなされてきたといえるだろう。

もともと、2008 年のグローバル金融危機以降、SWF を取り巻く環境は大きく変転している。資源依存度の高い開発国・新興国では、高成長から安定成長への移行期へ差し掛かり、エネルギー価格の激しい変動や進まぬインフラ投資と相まって、蓄積された国富の効果的・効率的な運用がより一層切実な課題となった。他方、これまで専ら投資受入れ国の位置付けにあった主要先進国は、低成長・低金利が長期化し、投資対象としての魅力が薄れる一方で、財政健全性維持の観点から公的マネーの管理・運用が改めて焦点となっている。結果として、SWF の保有主体は、比較的経済規模の小さい開発国から先進国へも拡大し、その設立目的や運用方針は、ここ数年で更に大きく多様化している。

こうした現状認識のもと、本稿ではまず、SWF の定義や原資、地域的な特徴など、SWF の姿を改めて概観する。そのうえで、「サンティアゴ原則」に至る経緯やその内容、および、直近の年次報告等をレビューし、直面する課題や今後についても展望したい。なお、本論に進む前に、分析作業上のデータ・情報制約について触れる必要があるだろう。SWF の短くない歴史や存在感の大きさに比して、これを対象とした分析・研究があまり豊富とはいえない状況にあるが、これは SWF の公式統計が各国家単位でも国際レベルでも著しく未整備・未公開であるという事情による。こうした作業制約を所与としたうえで、本稿では、次の諸機関が発表するデータ・報告書、および、論考等を元に考察を行った。具体的には、世界銀行・IMF（および IFSWF）、OECD、各国 SWF ウェブサイト、米国財務省、SWFI（脚注 2 参照）、IFSL（ロンドン国際金融振興協会、British Invisibles）、Sovereign Wealth Fund Center、PIIE（米ピーターソン国際経済研究所）などである。

---

(GAPP)」とも呼ばれる。詳細は本稿 2.にて後述。

<sup>4</sup> International Forum of Sovereign Wealth Funds の略称。ベスト・プラクティスの策定作業開始当時は IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds) と称されていた組織を発展・拡大させたもの。

<図表 1 SWF：運用資産規模グローバルトップ 10>

	国名	ファンド名称	運用開始年	原資	運用資産(億米ドル)
1	ノルウェー	Government Pension Fund-Global*	1990	コモディティ(原油・ガス)	9,036.9
2	アブダビ	Abu Dhabi Investment Authority**	1976	コモディティ(原油・ガス)	8,280.0
3	中国	China Investment Cororation***	2007	貿易黒字	8,137.6
4	クウェート	Kuwait Investment Authority**	1953	コモディティ(原油・ガス)	5,920.0
5	シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation**	1981	貿易黒字	3,538.8
6	カタール	Qatar Investment Authority**	2005	コモディティ(原油・ガス)	3,350.0
7	中国	National Social Security Fund**	2000	貿易黒字	2,948.5
8	ドバイ	Investment Corporation of Dubai#	2006	コモディティ(原油・ガス)	2,008.2
9	サウジアラビア	Public Investment Fund*	1971	コモディティ(原油・ガス)	1,900.0
10	シンガポール	Temasek Holdings*	1974	貿易黒字	1,797.1

\* 2016年12月末時点

\*\* SWFIによる2017年4月19日時点の推計

\*\*\* 2015年12月末時点

# 2016年6月30日時点

資料 IFSWF「SWF アニュアルレポート 2016」より作成

## 1. SWF とは何か：定義、原資、および地域別特徴

### (1) SWF の定義

SWF の歴史は決して浅いものではなく、例えば、KIA（クウェート投資庁）<sup>5</sup>のよう  
に 60 年以上の歴史を持つ組織もある（図表 1）。しかし、設立の法的根拠や組織形態は、  
各国の事情をそれぞれ反映し非常に多岐にわたるため、国際的に統一された一つの決ま  
った定義は現在も存在しないのが実情となっている。実際、主要国際機関等による定義  
を参照すると、次の通りとなっている。

まず、IMF 主導によりベスト・プラクティス策定の目的で 2008 年 4 月に立ち上げら  
れた SWF 国際作業部会 IWG<sup>6</sup>によれば、「一般政府によって設立・所有される特定目的  
投資ファンドであり、マクロ経済的使命のもと、海外資産投資も含む一定の投資ストラ  
テジーを採用し、資産の保有・運用・管理を行う主体」としている<sup>7</sup>。また米国財務省  
が議会宛てに提出する「米国の主要貿易相手国の外国為替政策に関する報告書」記載の  
定義<sup>8</sup>を参照すると、外貨が前提であること、同時に、外貨準備から切り離されて管理・  
運営される点等が強調されている。他方、後述するが、ベスト・プラクティスを SWF

<sup>5</sup> Kuwait Investment Authority のこと。1953 年に運用開始され、IFSWF「Annual Report 2016」によれば運用  
総資産は世界第 4 位の 5,920 億ドル（図表 1 参照）となっている。

<sup>6</sup> International Working Group of Sovereign Wealth Funds。脚注 4 参照。

<sup>7</sup> [http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)

<sup>8</sup> [https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007\\_Appendix-3.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007_Appendix-3.pdf) で  
は「外貨建て資産を基金とする政府の投資ピークル。中央銀行や財務省など金融当局が管理する外貨準備  
とは切り離されて運用される政府所有のファンド」と定義されている。

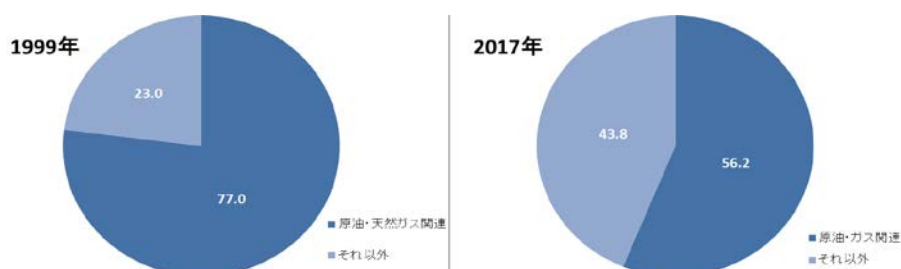
保有主体の立場からではなく、投資受入れ国側の立場から策定した OECD では、SWF を「何らかの国家的課題を達成するために政府によって直接・間接に保有・運用される資産・基金のこと」<sup>9</sup>と広義に定義している。

定義付けに際してポイントといえるのは、①投資目的が特定されていること、②外貨準備そのものからは切り離されていること、③クロスボーダーでの運用が大きな比率を占めること、等の諸点であろう。しかし、研究者・機関によっては、④公的年金基金もその対象とするものや、⑤その他公的開発基金等を含む場合もあり、更には⑥近年では国内投資を主軸とするファンド等も散見される。こうして、国際的に統一・共有し得る定義付けすら困難であること自体が、SWF の実態把握の難しさや進まぬ情報開示を象徴すると同時に、2007 年以降、欧米を中心に脅威論が浮上する背景にもなっていた。

## (2) SWF の原資

各国事情を反映し、様に展開される SWF であるが、これを原資・地域等によって分類すると、次の通りとなる。まず、運用資産の原資は、原油・天然ガスを中心とする「資源型」か、あるいはそれ以外を原資とする「非資源型」の 2 つに大別される (図表 2)。

<図表 2 SWF の原資 (%シェア) >



資料 SWFI、IFSL 各ウェブサイトより作成

前者の「資源型」については、図表 1 で示した第 2 位のアブダビ (ADIA : アブダビ投資庁)、第 4 位のクウェート (KIA : クウェート投資庁) などが典型例であり、主として中東・湾岸諸国を中心に、石油・天然ガスの輸出代金や税収を原資として運用されている。一方、「非資源型」は図表 1 で第 3 位の中国 (CIC : 中国投資公司)、5 位のシンガポール (GIC : シンガポール政府投資公社) であり、主として製造業等を中心とする貿易黒字の拡大と、多分にその結果として蓄積された外貨準備が運用資産の原資となっている。現在、その比率は、「資源型」と「非資源型」ではほぼ 6 対 4 であり (図表 2・

<sup>9</sup> <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/40345767.pdf>

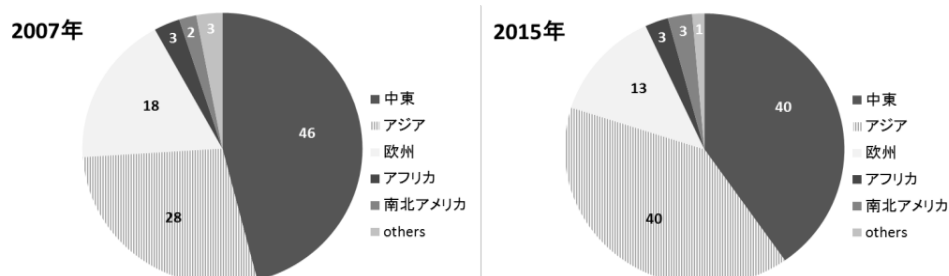
右図)、過去数年間、この比率に特に大きな変化はみられていない。しかし、図表 2・左図にある通り、1999 年の時点では 8 割近くが「資源型」であった。これに鑑みれば、過去 20 年間で急拡大した SWF の運用資産は「非資源型」が中心であること、すなわち、輸出主導で急成長した新興国で蓄積された巨額の外貨準備、より具体的には中国の外貨準備拡大、および、同国 SWF が、その主たる背景であると考えられる。

### (3) SWF の地域別特徴

地域別のシェアを更に詳しく見ると、図表 3・右図にある通り、いわゆるオイルマネーをベースにした中東・湾岸諸国の SWF と、貿易代金をベースとするアジア地域の SWF が全体の 8 割近くを占める。また、先にも触れた通り、図表 3・左図と対比すれば、過去 10 年の資産運用残高の急増は、主としてアジア地域を中心に発生していることがうかがえる。

それ以外の地域では、例えば、欧州地域のシェアが意外に大きい印象を受けるが、これは、ノルウェー政府年金基金の存在が大きく影響している。同基金は昨年 9 月、ファンドを管理するノルウェー中央銀行投資銀行部門 (NBIM) を通じ、資産規模が初めて 1 兆ドルに達したことを発表しており、名実ともに、世界最大の SWF といえよう。また、欧州、かつ先進国の SWF として、やや異彩を放つ事例を挙げると、2008 年にサルコジ政権下のフランスで創設されたファンド FSI がある。FSI (Fonds stratégique d'investissement : 戦略投資ファンド) は、同大統領のイニシアティブのもと、フランスの公的金融機関 CDC (預金供託公庫) の傘下に設置された。グローバル金融危機の影響等で経営難に陥ったフランス企業の救済など、自国産業の保護・発展の目的がその設立目的に掲げられている。

<図表 3 SWF : 地域別の運用資産規模 (%シェア) >

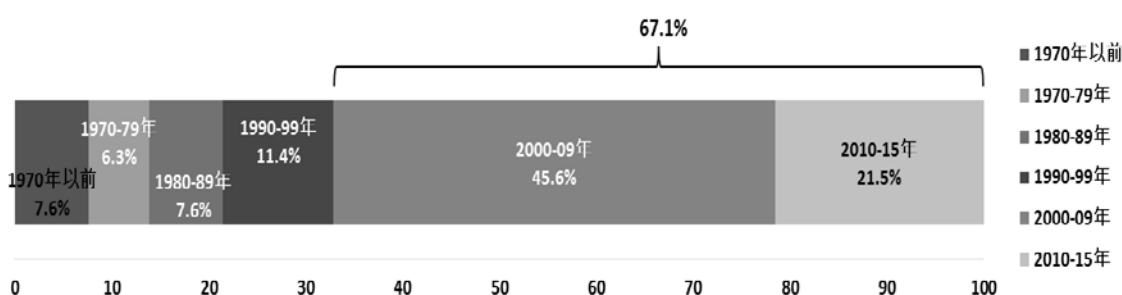


資料 SWFI ウェブサイトより作成

他方、運用開始時期で SWF を分類すると、図表 4 にある通り、現在活動を行ってい

る SWF の 7 割近くが 2000 年以降に立ち上げられたファンドとなっている。SWF の原資の約 6 割が原油・天然ガス関連などコモディティであることも併せ考えれば、SWF の設立ブームが、原油価格を始めとするエネルギー価格上昇に拍車がかかった時期に集中していることは首肯できよう（図表 5）。周知の通り、1999 年までの約 10 年間、原油価格（WTI）は年間平均 1 バレル=20 ドル前後の低価格帯で推移していたが、2008 年には一時 140 ドルを上回り推移している。

<図表 4 SWF：設立時期の分類（運用資産の%シェア、2015 年末時点）>



資料 SWFI ウェブサイトより作成

<図表 5 原油価格とグローバル外貨準備残高の推移（各四半期末）>

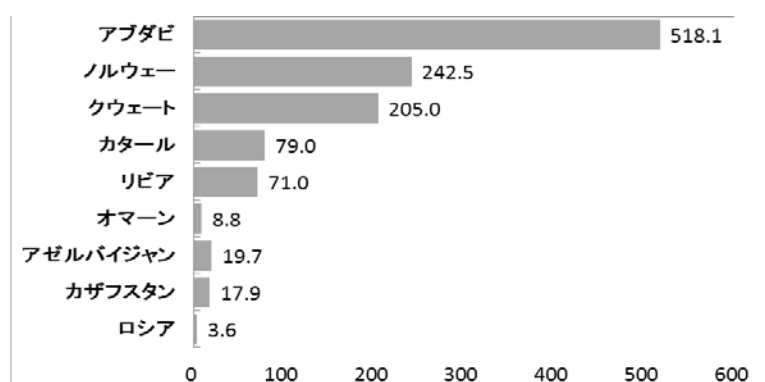


資料 トムソンロイターより作成

また、図表 1 に挙げた大規模な SWF を保有する国々については、アブダビやノルウェーのように、自国の経済規模に比べファンドの運用資産額が極めて大きいことも特徴といえる（図表 6）。国富の管理・運用の成否が当面の自国経済のみならず、社会福祉等を通じ長期にわたって国民生活に及ぼす影響は甚大であろう。また、これら国々の多くは、そもそも伝統的・定常的な意味で国際金融市場における主要プレーヤーではない。彼らの投資判断や運用方針の「見えにくさ」や「馴染みのなさ」が、SWF にまつわる

不透明感を醸成し、脅威論が台頭しやすい素地になった可能性も考えられる。実施される投資が必ずしも友好的とはいえない政治外交関係を持つ国々からのものであれば尚更であり、投資受入れ国（レシピエント）が SWF の政治的意図等を強く警戒するようになっていった。こうした状況のもと、次章 2. で詳述する通り、2007 年以降、IMF や OECD 等国際機関により、SWF を巡るベスト・プラクティス策定の機運が高まることとなっていた。

<図表 6 SWF の資産規模（対 GDP<PPP ベース>、%）>



資料 IFSWF 「SWF アニュアルレポート 2015」より作成

## 2. 「サンティアゴ原則」：採択に至る背景と内容

### (1) SWF に対する脅威論と保護主義への懸念

クロスボーダーで大規模かつ積極的な投資活動を行う SWF の存在は、国際金融資本市場にリスクテイク能力や広義の流動性を供給する主体として、一義的には歓迎される。例えばグローバル金融危機のさなか、中東やアジアの SWF が経営難に陥った欧米金融機関に出資するなどしたこともその一例に挙げられるであろう<sup>10</sup>。しかしその一方で、SWF が政治的な思惑に基づき戦略的な対外投資を行っているとの懸念、すなわち、情報開示の少なさなど不透明性の背後にある（かもしれない）政治的な意図への懸念も強く、主要レシピエントである欧米中心に 2007 年半ば以降に SWF に対する透明性向上の要請が強まっていった<sup>11</sup>。

一方、ある国家の地政学的・戦略的な目的が SWF を通じて追求される事態に直面すれば、レシピエント国では、脅威論や警戒感を盾に金融保護主義が蔓延する可能性もあ

<sup>10</sup> SWF による欧米金融機関への出資については次章 3. で詳述。

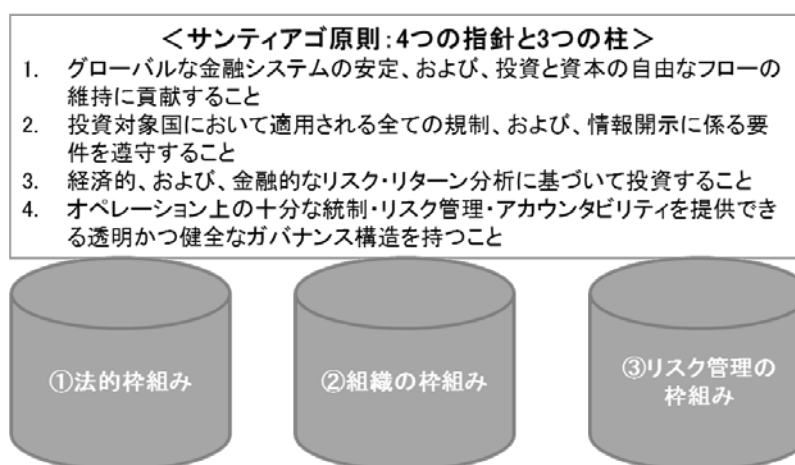
<sup>11</sup> 2007 年 10 月の IMFC（IMF 国際通貨金融委員会）において、SWF の投資フローをより詳細に分析することとともに、対話や最良慣行検討等の必要性が表明された。また、2008 年 1 月の世界経済フォーラム（ダボス会議）で、ラリー・サマーズ元米財務長官が、SWF の透明性向上について、具体的な提言を行うなどしている。

る。こうした問題意識のもと、2008年4月に米ワシントンで開催されたG7会議において、IMFがSWFに係る行動規範を、OECDがSWFの投資受入れ国に係る行動規範を策定する方針が声明に盛り込まれることとなった<sup>12</sup>。

## (2) 「サンティアゴ原則」

これを受け、2008年5月にSWFを保有する26カ国<sup>13</sup>で非強制的に参加するワーキング・グループ「IWG (International Working Group of Sovereign Wealth Funds、SWF国際作業部会)」が立ち上げられ、IMFがイニシアティブを取る形でSWFの行動規範の検討が進められた。同年10月、IWGはSWFに関するベスト・プラクティスを24カ条からなる「一般に認められた原理と慣行 (GAPP: Generally Accepted Principles and Practices)」の形で発表。これが採択された会議が行われた地名を取って「サンティアゴ原則 (Santiago Principles)」、あるいは「GAPP」と呼ばれている。IWGでは、原則策定のガイドラインとして、図表7で示す4点を掲げ、そのうえで、①法的枠組み、目的、マクロ経済政策との調和、②組織の枠組み、および、ガバナンス構造、③投資、および、リスク管理の枠組み、の3点を柱に据えて原則を策定している。

<図表7 「サンティアゴ原則」の指針と支柱>



資料 IWG「Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”」 Oct 2008より作成

<sup>12</sup> 2008年4月11日に開催された「7カ国財務大臣・中央銀行総裁会議」の声明では「投資の開放性に関するOECDの作業、および、10月の総会までにSWFの最良慣行(ベスト・プラクティス)を策定するとのIMFのコミットメントを賞賛。アブダビ、シンガポール、米国より提示された政策原則は、これらのプロセスに対する有益なインプットとなろう」と行動規範策定の方針が盛り込まれている。

<sup>13</sup> IWGを構成した国は次の通り：豪州、アゼルバイジャン、バーレーン、ボツワナ、カナダ、チリ、中国、赤道ギニア、イラン、アイルランド、韓国、クウェート、リビア、メキシコ、ニュージーランド、ノルウェー、カタール、ロシア、シンガポール、東ティモール、トリニダード・トバゴ、アラブ首長国連邦(UAE)、米国、オマーン(オブザーバー)、サウジアラビア(オブザーバー)。



サンティアゴ原則策定に際して、最も意識された点は「透明性」と「説明責任（アカウンタビリティ）」であろう。具体的には、「政府関与の有無」と「投資の活動実態」を明確にし、可能な限り公開することが最大のポイントとなるが、これらについて、原則では次のように取り扱われている。

まず、「政府関与の有無」については、「SWF の政策目的は明確に定義され一般に公表されなければならない（第 2 条）」とされ、補足説明で「これによって経済目的以外の投資も明確に定義・開示され、SWF が政府の地政学的目標を遂行するための投資を行わないことを確保する」としている。更に外国の個別民間企業経営にも関与し得る株式投資においては「議決権行使に係る全般的な考え方を一般に公開しなければならない（第 21 条）」と情報開示を促すことなどで、政府関与の有無や政治的影響力の行使に係る懸念を払拭する、という方針が示されている。

他方、「投資活動の実態」のディスクロージャーについて、サンティアゴ原則は「政府（＝保有者）への開示」と「一般向けの開示」の 2 つに分けて規定している（図表 8）。金融市場等で特に関心の高い運用資産規模や投資パフォーマンスについての情報開示が一般向けには行われず、政府のみとされたことで、この点についての不透明感は払拭されず、レシピエントや一般国民にはやや不満が残る形となった。

IWG では、サンティアゴ原則の遵守状況をモニタリングし、その内容を見直すことを目的に、恒久的な機関の設立を検討することも提唱された。これを受けて、2009 年 4 月、IFSWF（International Forum of Sovereign Wealth Funds、SWF 国際フォーラム）が IWG を引き継ぐ形で立ち上げられた。冒頭既述の通り、IFSWF では、年次報告等の公開やメンバー国によるケース・スタディの共有など、SWF のアカウンタビリティ、透明性やガバナンス向上に資する諸活動が継続されている。

<図表 8 「サンティアゴ原則」投資活動の実態：一般、および、政府への開示事項>

対象	開示事項
一般向け	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ アセット・アロケーション、ベンチマーク、リターン等の財務情報（第 17 条・補則）</li> <li>➢ 投資スタイル（アクティブ／パッシブ）、投資テーマ、投資期間、レバレッジの有無等の投資方針（第 18 条-3・補則）</li> <li>➢ 社会的・倫理的・宗教的理由に基づく投資（第 19 条-1・補則）</li> </ul>
政府向け	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ マクロ経済統計を含む、SWF に関する統計的データ（第 5 条）</li> <li>➢ 資産、および、投資パフォーマンス（第 23 条）</li> </ul>

資料 IWG「Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”」 Oct 2008 より作成

### (3) 投資受入れ国（レシピエント）を巡る OECD の対応

他方、レシピエントに対しては、OECD が 2008 年 6 月、「SWF および受入れ国の方針に関する OECD 宣言<sup>14</sup>」を公表している。内容的には、「海外からの投資に対する保護主義的障壁を設けてはならない」とする内外無差別原則を確認しつつ、SWF の投資が政治的思惑に基づいて行われ、安全保障上の懸念が生じる場合に限り、SWF の投資に制限を設けて然るべき、という見解が示されている。更に、OECD は同年 10 月、「安全保障に関する受入れ国の投資方針に係る OECD ガイドライン」の改訂版を公表。6 月発表の宣言を補足する形で、安全保障上の懸念がある場合に設ける投資障壁に焦点を当て、「レシピエントが安全保障を確保できないと判断した場合はこの実情に応じた対応を取ることができる」とこれを認めたとうえで、レシピエントによる防御策についても「透明性や予見可能性、アカウントビリティを有すべき」と保護主義に偏り過度の防御策が取られる事態を想定し牽制も行っている。

### (4) 「サンティアゴ原則」の遵守状況と評価

SWF によるベスト・プラクティスの遵守状況については、2007 年以降、米ピーターソン国際経済研究所（PIIE）が 33 の評価項目からなるスコアボードを独自に作成・公表している。研究者の中には、これが「サンティアゴ原則」のたたき台になったとする見解もあるもので<sup>15</sup>、実際、「サンティアゴ原則」に重なる点が多い。PIIE では、こうした独自のスコアリングと並行して、「サンティアゴ原則」で示された条項ごとの評価をその後も行うなどしており、行動規範に対する継続的なアセスメントを通じて、SWF の透明性の改善度合いなどを定点観測している。

<図表 9 ピーターソン研究所による SWF 行動規範の遵守状況スコアリング>

調査実施年		2007年	2009年	2012年	2015年	初年と2015年の改善幅
	(対象ファンド数)	スコアリング	スコアリング	スコアリング	スコアリング	
2015年	(60)				62	0
2012年	(45)			53	63	10
2009年	(40)		56	57	66	10
2007年	(33)	51	58	59	67	16

- 評価項目は全 33 項目。満点は 100 ポイント。右図結果は各年平均。
- 次の 4 つのテーマ（カッコ内は細目数）について採点を実施。
- 組織(8)、統治(7)、透明性とアカウントビリティ(14)、投資行動(4)

注釈：調査初年の 2007 年に対象ファンド数 33 で開始された。その後スコアリングを重ねるごとに対象ファンド数が増え、2015 年には 60 ファンドとなった。

資料 PIIE Policy Brief “Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability”等より転写

<sup>14</sup> OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries.

<sup>15</sup> 中川 (2010)

入手可能な最新の PIIE 報告書(2016年10月発表)では、アセスメントの結果として、①「サンティアゴ原則」が策定された約10年前に比べ、透明性やアカウンタビリティのスコアで改善が進んでいること(図表9)、しかしながら、②国ごと・ファンドごとの遵守状況には依然ばらつきが大きく、特に情報開示については、レシピエントもさることながら自国民に対するディスクロージャーに不満が残ること、そして、③IFSWFメンバー国がそれ以外の国に比べ好スコアを記録する傾向が見て取れ、その意味で「サンティアゴ原則」の試みは所期の成果を上げているといえるが、であれば尚更、加盟国を増やす努力等が今後必要になる、の3点を結論として挙げている。

IFSWF はあくまでボランティアな組織であるため、「サンティアゴ原則」そのものに強制力はなく、引き続きその実効力は課題となるが、ともあれ一定の効果は発現され、また各国ケース・スタディの開示などSWF相互の情報交流も深耕している模様である<sup>16</sup>。他方、OECDによるガイドラインについては、『安全保障にかかわる投資』以外の投資を制限することを厳に禁止する」内外無差別原則について、非OECD加盟国にも適用を促すことなどが検討されている。

### 3. SWF を巡る最近の動き：変わる投資目的と運用方針

#### (1) SWF の投資目的

サンティアゴ原則から約10年が経過し、課題とされてきた透明性やアカウンタビリティ向上などSWFのガバナンス問題については、上述の通り、改善努力が進んできている。しかしその一方で、グローバル金融危機が発生した2008年頃を一つの節目として、SWFのあり方そのものには、大きな変化がみられている。

変化の一つは、SWFの投資目的である。新興国・開発国の多くが高成長から安定成長への移行期へ差し掛かっているが、これら国々では社会インフラの整備等が進まず、また、彼らが経済活動の多くを依存するエネルギー価格は極めて変動の激しい状態が続いている。他方、先進国では、高齢化が進むと同時に低成長・低金利が長期化するなどし、グローバルな経済・金融・投資環境は様々な形で10年前とは異なる課題に直面している。これらと向き合わざるを得ない中、蓄積された国富の管理・運用に係る使命も微妙な変化をみせている。

IFSWFは2016年に公表した「サンティアゴ原則の導入推進：メンバー国による12

---

<sup>16</sup> IFSWFでは年次報告とは別に、メンバー国SWFのケース・スタディを報告書としてまとめ、公表している。2016年は以下12カ国のファンド情報が開示されている。豪州、アゼルバイジャン、ボツワナ、チリ、中国、アイルランド、カザフスタン、韓国、クウェート、モロッコ、ニュージーランド、パレスチナ。

のケース・スタディ～責務遂行から価値創造へ～」<sup>17</sup>の中で、最近の SWF の投資目的について、①財政安定化、②世代間公平のための貯蓄、③年金資金、④経済開発、⑤外貨準備運用、⑥これらの複数をもつハイブリッド型の6つに整理している。後述するが、2008年以降に設立（ないし設立の意向が表明）された個別ファンド（後掲図表14）の名称に「安定化基金」「未来ファンド」「次世代ファンド」といった呼称が多くみられることもこうした流れを象徴している。

また、これら新設ファンドについて、地域別・経済発展段階別にごく大まかな仕分けをすると、アジア・先進国の SWF の多くは、財政安定化、貯蓄（世代間不平等の是正、将来的な年金支払い）、外貨準備の有効活用が主眼である一方、資源国・開発国の SWF では、教育等将来世代のための基金、現在の経済・社会開発のための基金、資源価格変動に備えた安定化基金、等の目的が掲げられている。また、これも3. (4)で述べる通り、「投資の国内回帰」も新たな動きとして注目される。

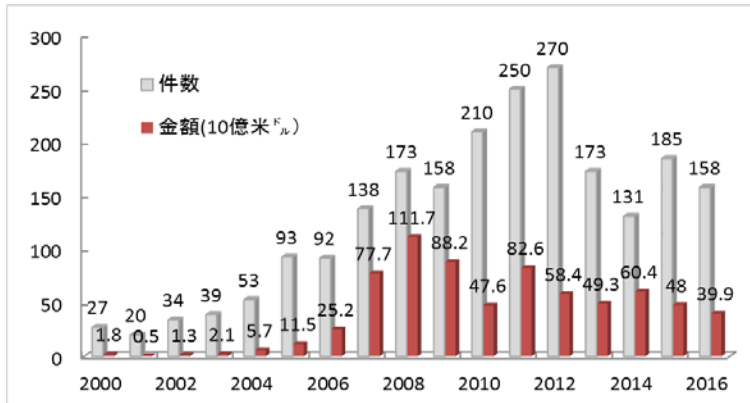
## (2) SWF の運用方針

変化のもう一つは、運用方針についてである。SWF の投資は実に様々な分野に対し行われているが、1980年代頃までは外貨準備運用とあまり違いのない極めてオーソドックスなポートフォリオ運営にあり、高格付け国債への投資など安全資産が中心であった。その後、徐々に株式投資・不動産投資といったリスク資産への分散化・多様化が進められ、例えば、株式投資もバイ・アンド・ホールドやインデックス運用といったパッシブな運用だけではなく、M&A など経営への関与も展望する積極的・戦略的運用が増えていった（図表10）。金融危機後は新規投資額の減少がみられるが、こうした状況下、投資先としては、プライベート・エクイティやヘッジファンド投資等の選択も増えた模様である。同時に、欧米の大手金融機関出身のファンドマネージャー等が SWF のスタッフとして採用される事例等も多くみられるなど、いわば、投資運用の内製化も進められた模様である。

---

<sup>17</sup> [http://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF\\_CaseStudies\\_Nov2016\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_CaseStudies_Nov2016_0.pdf)

<図表 10 SWF による投資実績（株式・不動産・ジョイントベンチャー・資本出資）>



資料 IFSWF 「SWF アニュアルレポート 2016」 より作成

### (3) SWF とグローバル金融危機

運用スタイルの変化は、分散投資のセクター選択にも表れている。2007 年のサブプライム危機発生の前後、SWF は経営難に陥った欧米大手金融機関に対する出資等を数多く実施した（図表 11）。当初は“ホワイト・ナイト”などとして歓迎された銀行救済ではあったが、2008 年のリーマンショック以降、金融セクターの株価は大暴落し、これら欧米の大手民間銀行の経営状態は更に大きく悪化してしまう。大規模な出資を行っていた SWF も大きな痛手を被ると同時に、こうした投資判断に対し、国内では厳しい批判等にさらされることにもなった。

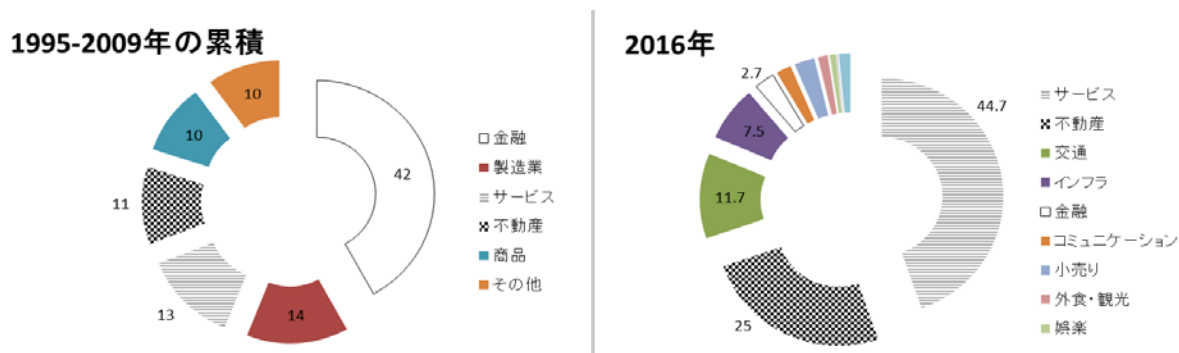
<図表 11 SWF による大型の欧米銀行出資の事例>

年月日	出資対象銀行	出資比率(%)	出資機関	金額(億ドル)
2009年02月27日	シティ・グループ	17.8	GIC(シンガポール投資公社)によるコンソーシアム	125
2007年12月10日	UBS	9.0	GIC、及び SAMA(サウジアラビア通貨庁)	115
2007年11月27日	シティ・グループ	4.9	ADIA(アブダビ投資庁)	75
2007年12月24日	メリル・リンチ	9.4	テマセク・ホールディングス、他1機関	62
2007年12月19日	モルガン・スタンレー	9.9	CIC(中国投資公司)	56
2008年06月25日	パークレーズ	10.0	QIA(カタール投資庁)、他1機関	45
2006年03月27日	スタンダード・チャータード	11.6	テマセク・ホールディングス	40
2008年07月28日	メリル・リンチ	4.5	テマセク・ホールディングス	34

資料 Financial Times、中川 (2010) より引用

こうした顛末に加え、そもそも、ポートフォリオ全体が過度に金融セクターへ偏重していた反省もあり、危機後は投資対象セクターの分散化が一層進められた模様である。図表 12 に示す通り、グローバル金融危機発生以前は全体の 6 割近くが金融・製造業に集中していたが、2016 年には、不動産、IT・ハイテク関連、あるいは交通等のインフラ関連へ、大きくシフトしている。

<図表 12 SWF によるセクター別国際投資残高 (%)>



資料 IFSWF 「SWF アニュアルレポート 2016」等より作成

#### (4) 変わる保有主体と投資の国内回帰

こうして、投資目的と運用方針が変化した帰結として、最後に次の 2 点に触れておきたい。1 つは、保有主体の変化である。10 年前は専らレシピエントの立場にあった先進国においても SWF 設立が散見されると同時に、比較的経済規模の小さい資源国でも SWF を開設する動きが広まっている。もう 1 つは、これら新設ファンドに共通するポイントとして、「投資の自国回帰」が顕著な点である。

次頁の図表 14 に示す通り、2008 年以降に設立、ないし設立意向が表明されたファンドは 32 を数えるが、そのうちの 4 件が G7 諸国（カナダ、フランス、イタリア、英国）であり、これら諸国を含む 7 件が OECD 加盟国（上記 4 カ国に加え、豪州、ルクセンブルグ、トルコ）となっている。また、これらファンドの持つ特性を図表 13 の 1~5 の 5 項目について確認すると、分類可能であった 14 ファンドの全てが、インフラ投資などを中心に一義的には国内投資を指向していることが明らかになっている。

<図表 13 新設 SWF の運用スタイルの分類項目 (図表 14 右列 1~5 に該当) >

1. 中央政府によって直接的に保有されているファンドであること
2. その他の公的金融機関・政治機関から独立して運営されていること
3. 年金資金の支払い義務を直接的明示的に負っていないこと
4. 多様な金融資産投資を、あくまで商業利潤の追求のため実施すること
5. 少なからぬ分散比率で、公開された国際投資の実績があること

これまで、SWF を巡る行動規範の策定や分析・研究は、投資対象国の金融市場への影響が最大関心事であり、情報開示の要請も、主にこうしたレシピエントの立場からなされてきた。しかし、投資の国内シフト等といった変化が顕著になった現在、SWF の行う投資が真に自国民の利益になっているか、あるいは、そもそもこうした投資実態を自国民が知り得ているか等、自国向け情報開示も重要なポイントになるだろう。他方、超低金利の状況下、SWF も他の資産運用ビークルの例に漏れず、厳しい運用難が続き、投資そのものの手控えも一部みられている。SWF の運用・投資の成否が、特に経済規模が小さい開発国や資源依存国などに与える影響などが、引き続き大いに懸念される。

<図表 14 2008 年以降に設立 (ないし設立意向の表明) された SWF >

国名(アルファベット順)	発表時期	名称、或いは、保有主体	現状・基金など	1	2	3	4	5
豪州	2012年12月	Western Australia Future Fund		×	○	○	○	×
ブラジル	2008年6月	Fundo Soberano do Brasil		○	×	○	×	×
カナダ	2014年	プリティッシュコロンビア・サスカチュワン州		-	-	-	-	-
チャド	2014年11月	Sovereign Fund for the Strategic Investment in Chad		-	-	-	-	-
フランス	2012年	Bpifrance		○	○	×	○	×
ガボン	2012年2月	FSRG-FFonds Souverain de la Republique Gabonaise		○	○	○	○	×
ジョージア	2013年12月	名称未定	既存SWFを抜本改組(承認手続き中)	-	-	-	-	-
ガーナ	2010年	Ghana Heritage Fund / Ghana Stabilization Fund		○	○	○	○	×
香港	2016年1月	Future Fund		○	×	○	○	×
インド	2008年	NIIF-National Investment and Infrastructure Fund		○	○	○	○	×
イラン	2010年	National Development Fund of Iran		○	○	○	○	×
イスラエル	2012年1月	Israeli Citizens Fund		-	-	-	-	-
イタリア	2011年	Fondo Strategico Italiano		○	○	○	○	×
ケニア	2014年	名称未定	SWF法を審議中(成立の可能性大)	-	-	-	-	-
ルクセンブルク	2015年4月	Luxemberg Future Fund		○	○	○	○	×
モンゴル	2005年6月	Human Development Fund		-	-	-	-	-
モザンビーク	2014年	Mozambique Sovereign Wealth Fund(承認手続き中)		-	-	-	-	-
ナンビア	2015年	Nambian Sovereign Wealth Fund(承認手続き中)		-	-	-	-	-
パナマ	2012年5月	Fondo de Ahorro de Panama		○	○	○	○	×
パプアニューギニア	2012年2月	名称未定	SWF法案成立し、設立準備中	-	-	-	-	-
フィリピン	2013年	Philippine Sovereign Wealth Funds(承認手続き中)		-	-	-	-	-
ルーマニア	2017年	Sovereign Fund for Development and Investment		-	-	-	-	-
ルワンダ	2012年	AgDF-Agaciro Development Fund		○	○	○	○	×
セネガル	2012年12月	FOSIS-Sovereign Fund for Strategic Investment		○	○	○	○	×
シリア	2012年1月	National Investment Fund	設立方針発表のみ	-	-	-	-	-
タンザニア	2012年9月	NGRF-Natural Gas Revenue Fund	中央銀行が運営	-	-	-	-	-
トルコ	2016年8月	名称未定	法案成立後、2000億%の基金を前提に準備中	○	○	○	○	×
ウガンダ	2015年10月	Petroleum Revenue Investment Reserve	中央銀行が運営	-	-	-	-	-
英国	2014年12月	北イングランド(ガス資源の有効活用)	設立方針発表のみ	-	-	-	-	-
ザンビア	2014年	名称未定	インフラ投資・非鉱物産業育成	-	-	-	-	-
ジンバブエ	2013年11月	SWF of Zimbabwe(承認手続き中)		-	-	-	-	-

資料 図表 13、14 ともに IFSWF 「SWF アニュアルレポート 2016」より作成

「サンティアゴ原則」が策定された 2008 年以降の金融経済環境の激変に照らせば、むしろ当然ではあるが、こうして、SWF を取り巻く情勢は大きく変わっている。世界最大の SWF を保有するノルウェーが IFSWF から脱退するなどといった事例も発生しており、IMF や OECD がイニシアティブをとったベストプラクティスや枠組みが形骸化しないよう、ホスト国・レシピエント国双方の実質的、かつ継続的なコミュニケーションが、引き続き肝要となろう。

#### 4. 結びにかえて～国富の価値保蔵と投資のサステナビリティを目指して～

現在、総額 7 兆ドル超の運用資産を持つ SWF の存在は、世界中に様々な形で存在する膨大な貯蓄余剰、すなわち「Global Saving Glut」を具現化した一つの例といえるだろう。同時に SWF は、こうしたグローバル・インバランスに対し、資本還流を促す一つの装置でもある。その規模は、グローバル金融危機以降、拡大ペースにやや鈍化がみられるものの、依然として増加傾向が続いている。

黎明期には原油収入を原資とする中東勢が、その後は巨額の外貨準備を背景に中国が台頭し、更にグローバル金融危機以降には、後発開発のアフリカ諸国や一部先進国等でも新設された。保有主体の多様化とともに、運用目的には、インフラ・ギャップや世代間不公平の是正といった新たな課題も加わり、投資先が自国内へ向けられるケースも散見される。こうして、そもそも困難であった SWF の定義付けはますます複雑化している。



<図表 15 SWF の概要：グローバル金融危機前後の対比>

	2008 年頃まで (GFC 以前)	現在
主体	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 黎明期は中東の資源輸出国が中心</li> <li>➤ 2000 年以降、巨額の外貨準備を原資に中国を筆頭とする新興国 SWF が大躍進</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 先進国（豪州・カナダ等）でも新設</li> <li>➤ アフリカを中心に後発開発国でも多数設立</li> </ul>
原資と投資フロー	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 運用資産総額が顕著に拡大：グローバルな運用総額は過去 10 年で約 3 倍</li> <li>➤ 新興国（ホスト）から先進国（レシピエント）のフロー中心。株式は 4 割以上が金融分野</li> <li>➤ 主要レシピエントである先進国で安全保障上のリスクなど「SWF 脅威論」が台頭</li> <li>➤ その一方で、グローバル金融危機では SWF による欧米銀救済の事例も多数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 運用資産総額の著しい伸びは一服：グローバルな運用総額は過去 10 年で約 2 倍</li> <li>➤ 長期停滞・低金利長期化で深刻な運用難の中、分散投資と運用の一部内製化が進行</li> <li>➤ 投資先として国内インフラ等も重要な仕向け先に</li> <li>➤ 自国民への説明責任等も改めて課題に</li> </ul>
設立目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 資源収入の有効活用</li> <li>➤ 余剰外貨準備の効率運用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 次世代への所得移転・価値保蔵</li> <li>➤ エネルギー価格変動への備え</li> <li>➤ インフラ・ギャップへの対応</li> </ul>

出所：各種資料より筆者作成

この事実は、SWF の最良慣行を定着させる難しさと同義といえる。アカウントビリティやガバナンス、そして、透明性の向上は、SWF の投資行動に起因する国家間の緊張や金融市場の動揺を緩衝する、という所期の目的と並んで、インフラ・年金・教育といった国民の将来福祉、そして、特に後発開発国等における健全で持続性のある発展推進の観点からも、より必要性が高まっていく。他方、運用面では潜在成長率低下と超低金利長期化によって「search for yields=利回りの追求」という難題にも直面している。こうした状況のなか、各国 SWF の多様性を許容・反映しつつ、ピア・グループ間での行動規範や情報共有を推進・定着させた IFSWF 等の取組みは極めて有意義なものといえる。しかし、依然として情報開示や加盟国拡大等の課題を残していることも指摘される。グローバルな国富の価値保蔵と投資のサステナビリティをより一層高めるためにも、そうした取組みを発展させる努力が引き続き求められよう。

以上

<参考文献>

Blundell-Wigmall, Adrian, Yu-Wei HU and Juan Yermo (2008), “Sovereign Wealth and Pension Fund Issues” OECD Financial Market Trends

IFSWF, Università Bocconi (2016a), “HUNTING UNICORNS: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016”

IFSWF, Università Bocconi (2015), “The Sky Did Not Fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015”

IFSWF (2016b), “Implementing the Santiago Principles; 12 Case Studies-From Demonstrating Commitment to Creating Value-”

IWG International Working Group of Sovereign Wealth Funds (October 2008), “Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices ‘Santiago Principles’”

Truman, Edwin M. and Sarah E. Stone (2016), “Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability,” PIIE Policy Brief 16-18

Truman, Edwin M. and Allie E. Bagnall (2013), “Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard” PIIE Policy Brief 13-19

神山哲也 (2009) 「SWF：行動規範の策定と最近の動向」野村資本市場研究所

中川辰洋 (2010) 「SWF (政府系投資ファンド) の国家持ち株会社化」『証券レビュー』第 50 巻第 12 号

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>