

# 政府系ファンドの実情と課題

②

わが国においても、政府系ファンド設立に向けての動きがみられるようになってきている。その際、必ず引き合いに出されるのは、「諸外国の政府系ファンドには、高い運用利回りを達成しているものがある」という点である。果たしてその実態はどうか。今回はこの点をやや詳しくみてみよう。

## ◆情報開示の姿勢は二分

政府系ファンドには、アジア諸国、中東各国のものが多いものの、一部には先進国（資源輸出国など）のファンドも存在する。実際のところ、ファンドの運営に対する情報開示の姿勢は、この両者の間で、大きな隔たりがある。

## 運営の実情

### 情報開示進まぬアジア・中東

トルーマン元米財務次官補（国際問題担当）によると、政府系ファンドのスコアボードをみてみよう（図表1）。これは、項目ごとのいくつかの質問に対する各ファンドの充足度をスコア化したものである。「透明性と説明責任」の項目をみると、上位には、ノルウェーをはじめとする先進国のファンドが名を連ねる一方で、産油国やアジア

諸国のファンドは軒並み順位が低い。その背景としては、政治体制も影響している模様であるが、運用実績はおろか、総資産規模すら明らかにされていないケースも少なくない。

◆ノルウェーの運営の実情  
先進国の政府系ファンドでは、国民に対する説明責任を果たすとともに、積極的に情報開示を行う先が多い。筆頭はノルウェーで、国際金融界において、透明性の面でのベスト・プラクティスと認識されている。同国では、北海油田の原油輸出代金を国の歳入としている

「グローバル」である。同基金はこれまでのところ、比較的保守的ともいえる運用スタイルを採っており、ポートフォリオの約4割はエクイティ（上場銘柄）、約6割は債券（固定金利物）となっている。国別では、債券は先進国中心となっているのに対し、エクイティは一部中南米やアジアの新興国を含む。各国の主要企業等を中心に幅広い分散投資を行っており、例えば日本の場合、07年末時点で保有するエクイティの銘柄数は13003に達する。なかでも、トヨタ自動車、JTE、三井物産グループなど

図表1 主な政府系ファンドのスコアボード  
(トルーマン元米国際問題担当財務次官補による)

| 国名          | ファンドの名称     | スコア  |      |          |      |       |
|-------------|-------------|------|------|----------|------|-------|
|             |             | 構造   | 統治   | 透明性と説明責任 | 運営   | 合計    |
| ノルウェー       | 政府年金基金グローバル | 7.50 | 4.00 | 10.50    | 1.00 | 23.00 |
| カナダ         | アルバータ遺産貯蓄信託 | 7.50 | 3.00 | 9.00     | 0.00 | 19.50 |
| シンガポール      | デマセク        | 4.00 | 1.50 | 8.00     | 0.00 | 13.50 |
| クウェート       | クウェート投資庁    | 6.00 | 3.00 | 3.00     | 0.00 | 12.00 |
| 中国          | 投資有限責任公司    | 5.50 | 0.00 | 0.50     | 0.00 | 6.00  |
| シンガポール      | 政府投資会社      | 1.50 | 0.00 | 0.75     | 0.00 | 2.25  |
| アラブ首長国連邦    | アブダビ投資・会社   | 0.50 | 0.00 | 0.00     | 0.00 | 0.50  |
| 満点のスコア(設問数) |             | 8    | 4    | 12       | 1    | 25    |
| 平均(全32ファンド) |             | 4.80 | 1.42 | 4.02     | 0.03 | 10.27 |

エドウィン・M. トルーマン「政府系ファンドのスコアボード」ピーターソン国際経済研究所07年10月19日より、資金量の多いファンドを中心に日本総合研究所作成

◆カナダの例  
カナダのアルバータ遺産貯蓄信託基金は、規模はかなり小さいが、ノルウェー同様、情報開示が進んでいる数少ない政府系ファンドの一つである。同基金はエクイティ（上場銘柄）や債券のみならず、不動産やプライベート・エクイティ（未公開銘柄）にまで投資対象を広げており、積極運用スタイルがかなり色濃い。近年の総資産リターン（名目）の推移をみると、04、06、07会計年度（前年4月1日当年3月）で前年比2ケタ増を達成した一方で、03会計年度には11.3%減、08会計年度には0.7%減と前年比マイナスを記録している。5年間の平均をとると、03-07会計年度で8.8%増、04-08会計年度では11.1%増となる（この間の物価上昇率平均は2%弱）。こうした結果は、運用方針を積極化し、一定期間の通算で評価すれば、確かにリタンの水準は向上するものの、単年度ごとの振れはかなりの大きいことを示している。

図表2 ノルウェーの政府年金基金グローバルのリタンの実績 (%)

|            | 97年  | 98年   | 99年   | 00年   | 01年   | 02年   | 03年   | 04年   | 05年   | 06年   | 07年  | 97~07年平均 |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----------|
| 全体(名目リターン) | 9.07 | 9.26  | 12.44 | 2.49  | 12.47 | 14.74 | 12.59 | 8.94  | 11.09 | 7.92  | 4.26 | 6.29     |
| エクイティ      | -    | 12.85 | 34.81 | 15.82 | 14.60 | 24.39 | 22.84 | 13.00 | 22.49 | 17.03 | 6.83 | 7.00※    |
| 固定インカム     | 9.07 | 9.31  | 10.99 | 8.41  | 5.04  | 9.90  | 5.26  | 6.10  | 3.82  | 1.93  | 2.96 | 5.12※    |
| 物価上昇率      | 1.75 | 0.92  | 1.28  | 2.02  | 1.17  | 1.91  | 1.57  | 2.37  | 2.33  | 2.13  | 3.09 | 1.87     |
| グロス実質リターン  | 7.19 | 8.26  | 11.02 | 0.46  | 13.59 | 16.53 | 10.85 | 6.41  | 8.57  | 5.67  | 1.14 | 4.34     |
| 管理コスト      | 0.04 | 0.06  | 0.09  | 0.11  | 0.07  | 0.09  | 0.10  | 0.11  | 0.11  | 0.10  | 0.09 | 0.09     |
| ネット実質リターン  | 7.15 | 8.20  | 10.93 | 0.35  | 13.66 | 16.62 | 10.75 | 6.30  | 8.46  | 5.55  | 1.05 | 4.25     |

(資料) ノルウェー中央銀行投資マネジメント「年次報告2007」 (注) ※は98-07年の計数



日本総合研究所  
調査部主任研究員

河村 小百合

かわむら・さゆり 京大法学部。日本銀行勤務を経て日本総合研究所入社。01年より現職。専門は金融、公共政策。本文分野での執筆論文は「外貨準備政策運営の見直しを」(ジャパン・リサーチ・レビュー 03年12月号所収)、「日本版ソブリン・ウェルス・ファンドの課題」(ビジネス・アンド・エコノミクス・レビュー 08年1月号所収)ほか。



が大口の投資先となっている。その運用リタンの推移をみると(図表2)、97-07年までの10年間の平均で、名目ベースで6%強、物価上昇率・管理コストを除く実質ベースで4%強となっている。注意すべきは、エクイティ・ポートフォリオを中心に、前年比20-30%増という高い実績を記録した年がある一方で、同程度の大幅なマイナスの年も存在する点である。債券のポートフォリオですら、99年には前年比マイナスを記録している。これらの事実が、相対的にかなり保守的なポートフォリオ構成とし、これほどの分散投資を行ってなお、運用の実績は、年々の国際金融市場の影響を大きく受けざるを得ないことを物語っている。

◆アジア諸国の場合  
これに対して、アジアや中東各国の政府系ファンドのリターンに関する情報はほとんど存在しない。シンガポールのデマセ

クは、07年8月のプレス・リリースで、74年の設立以来の平均リターンが18%（ただし名目・実質などの根拠は不明）に達する旨を表明している。また、中国の投資有限責任公司(CIC)の副総理は08年4月の講演で、「CICの投資収益率は1ケタ台の半ばと予測している」と述べている。

以上のような各国の運営の実情は、わが国が政府系ファンド設立を検討する際にも参考となる。