

ソブリン・ウェルス・ファンドの3分類

堀江大介

一口にソブリン・ウェルス・ファンド（政府系投資ファンド、以下、SWF）といっても、投資行動の違いにより3つのタイプがある。欧米でプライベートエクイティやヘッジファンドが減速するなか、資本市場における新勢力として、動向が注目されている。

SWFとは

論者によってSWFの定義はさまざまだが、最大公約数として、以下の特徴が挙げられる。

- ①基本的に政府部門の外貨建ての余剰金を原資とし、直接対応する負債は存在しない
- ②法律または公的なルールにより設置され、経常的に流入する資金を運用する義務を負う
- ③国家予算（外国為替特別会計など）とは別の勘定になっており、別の主体が運用を行う
- ④外貨建て資産への分散ポートフォリオ投資を行っている、あるいはその計画がある。ただし、論者によっては、サウジアラビアのSAMAや香港のHKMA（厳密には中央銀行の一部）、ドバイのDIC（政府系投資会社）などもSWFに

含めることがある
一般に、SWFの資産残高の増加については、資源高と経常黒字という、世界経済の循環に左右される要因のみが注目されがちである。しかし昨今は、これらに加えて、従来の多くの「途上国」が、最低限必要といわれる基準¹⁾を大幅に上回って外貨準備を保有していること、長期的な資産運用効率の向上の必要性が各国で認識されてきたこと——といった構造的要因が、後押ししていることも指摘しておきたい。

現在のコンセンサスでは、SWFの合計総資産は、2007年の2兆ドルから、12年には5兆～7兆ドル規模に達するとされている（図1）。またSWFのユニバース（投資対象の集合体）全体を見ると、現在は外部運用機関への委託が5割、内部ポ

ートフォリオ運用が4割、1割が直接投資²⁾となっている。ある調査³⁾によれば、この配分の傾向に今後も大幅な変化はないと見られている。

投資環境に基づく3つのセグメント

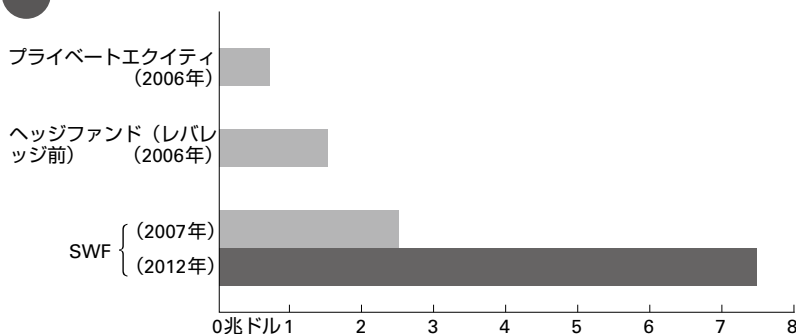
SWFはすでにさまざまな分類がなされているが、ここでは市場への意味合いを考えるとという観点から、投資行動（アセットクラス〈資産分類〉）、地域、セクターなどの戦略的戦術的なアロケーション〈配分〉、取引頻度、代替投資への対応、時間軸）をもとに、大規模ファンドを3つに分類してみた（表1）。

①伝統的ポートフォリオ投資家型

代表的な例がノルウェーのGPIF（政府年金基金）である。原則としてインデックス（市場平均指数）対比の相対リターンに目標を置いており、戦略アロケーションでエクイティの比重が高いことを除くと、欧米の年金など伝統的な機関投資家と投資行動が重なる点が多い。「不人気」なカテゴリーであっても、インデックスに一定の割合があるかぎり、ある程度のエクスポージャー（リスク・リターンにさらされている投資の割合）を維持する傾向がある。

他方、後述する長期絶対リターン追求型のように、特定地域に大幅に

図1 SWF、ヘッジファンドおよびプライベートエクイティの資産規模（推計）



出所) マッキンゼー、Hedge Fund Researchなどの資料よりNRIアメリカ作成

表1 セグメント別SWF

スタイル	上位SWF	ファンド規模 (10億ドル)	代替・不動産	地域配分の特徴
①伝統的ポートフォリオ投資家型	ノルウェー GPIF	353	無（議論中）	（自国除く）グローバル分散
	ロシア SFRF	158	無	同上
	オーストラリア	50	少	同上
	リビア LIA	50	無	同上
	韓国 KIC	20	無	同上
	香港（HKMA）			無
②長期絶対リターン追求型	アブダビ ADIA	650	有	グローバル、新興経済
	シンガポール GIC	330	有	グローバル
	クウェート KIA	213	有	FGFはグローバル、GRFはGCC
	中国 CIC	200	無	グローバル
	サウジアラビア（SAMA）		少	グローバル
③プライベートエクイティ型	ドバイ ICD	60	有	UAEおよび関係地域・企業
	ドバイ DIC	15	有	同上
	シンガポール テマセク		有	アジア

注）FGF：将来世代基金、GCC：湾岸協力会議、GRF：政府準備基金、UAE：アラブ首長国連邦（出所）各種資料よりNRIアメリカ作成

集中することはない。代替投資（ヘッジファンド、プライベートエクイティ）や不動産投資などには関心はあるが、アロケーションは小さい。巨額のニューマネーを継続的に投資する必要があること、相対リターン運用であることから、取引コストにはより敏感であると考えられる。

このセグメントの典型例は、ノルウェーのほか、先進国のSWF（カナダのアルバータ州、米国のアラスカ州、オーストラリア、ニュージーランドなど）が挙げられる。また最近新設されたファンドも、少なくとも当初はこのスタイルを標榜する傾向がある。ノルウェーを手本としているふしがあるロシアのSFRF（ロシア連邦安定基金）や、韓国のKIC、リビアのLIAがその例である。

②長期絶対リターン追求型

SWFの「長期、無負債」という特徴を体現しているのがこのセグメントである。絶対リターンを貪欲に追い求め、そのためには伝統的ポートフォリオ投資以外のさまざまな投資戦略・手法に対してもオープンであり、代替投資・不動産については

きわめて積極的である。

また、インデックスのウェイトにこだわらず、思い切った戦略・戦術的配分をするのも特徴である。代表例がアブダビのADICおよびシンガポールのGICであるといわれる。アラブ地域のSWFにはこのタイプが多いようで、最近注目されているのはクウェートとカタールである。

③プライベートエクイティ型

原則として、流動性の高い有価証券へのポートフォリオ投資は行わず、多くは経営コントロール取得を前提とした企業への直接投資（買収あるいは大規模な持ち分の取得など）である。厳密な意味ではSWFではない^{注4}ものが多い。シンガポールのテマセクと、ドバイのICDおよびドバイホールディングス（日本でも報道されたDICとDIGを傘下に持つ）が代表例である。

直接投資によって、自国の「国策」である戦略産業（観光・エンターテインメント、金融、ヘルスケア、資源系産業の川下など）における国営企業の企業価値向上を最終目的の一つとするファンドが多い。

サブプライムローン危機後、欧米のヘッジファンドやプライベートエクイティが一時的勢いを失うなか、SWFは新たな投資家カテゴリーとして今後の動きが注目される。

注

- 1 外貨準備の最低必要額についてはさまざまな議論があるが、一般的に引用されるものに「Guidotti-Greenspan（グイドッティ・グリーンスパン）ルール（1年以内に満期となる短期対外債務の額）」がある。また、それと組み合わせて、3、4カ月分の輸入を満たす額、またマネーサプライ指標のうち「M2（現金・預金・準通貨）」の5～20%というものもある
- 2 市中での大規模買い付けなど
- 3 Oliver Wyman（オリバー・ワイマン）のサーベイ（調査）より
- 4 ここでいうプライベートエクイティ型ファンドの多くはSWFではなく、「政府系投資会社」あるいは「国営企業の持ち株会社」に属する

『金融ITフォーカス』2008年6月号より転載

堀江大介（ほりえだいすけ）
NRIアメリカシニアリサーチアナリスト