

試練となった中国 CIC の 2011 年の運用実績と今後の展望¹

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 中国投資有限責任公司（CIC）の 2011 年の海外運用（グローバルポートフォリオ）の収益率は、2010 年の 11.7%から大きく低下し、マイナス 4.3%と試練の年となった。総資産は 2010 年末の 4,096 億ドルから 2011 年末は 4,822 億ドルに増加した。
2. また同年、CIC は、戦略的アセット・アロケーションの調整を行い、非公開市場での直接投資、PE、資源・エネルギー、不動産、インフラ等の長期資産への段階的な投資を進めた。この結果、2011 年末の CIC のグローバルポートフォリオの内訳は、①現金が 11%、②株式が 25%、③債券が 21%、④絶対収益投資が 12%、⑤長期投資が 31%となった。
3. 2011 年末の CIC のグローバルポートフォリオ（分散投資）では、株式の地域別内訳は北米が 43.8%、アジア太平洋が 29.6%、欧州が 20.6%となった。債券の種類別内訳では、国債の割合が 62%と 2010 年末の 38%から大きく増加した。2011 年は、ロシア政府やベルギー政府傘下のファンドと、それぞれ共同ファンドの設立に合意した。
4. 2011 年のガバナンス面での取組みでは、①海外運用部門を担当する CIC インターナショナルの設立と増資の実現、②フロント部門の機構改革、③海外拠点（香港、トロント）の強化、④人材配置・人材開発の強化、⑤グローバルな連携強化が行われた。
5. 2011 年はリスク管理体制の見直しも行われ、運用面では投資評価の周期を 10 年と定める投資哲学を設定した。対日投資ではシンガポール企業と共同で不動産投資を行った。CIC の長期資産の保有は、対日投資も例外とすることなく、CIC から見てグローバルポートフォリオ収益率の向上に直結する案件に絞られていくこととなる。

I. 2011 年の CIC の運用実績

1. 2011 年のグローバルポートフォリオ収益率はマイナス 4.3%

2012 年 7 月 25 日、中国投資有限責任公司（China Investment Corporation、CIC）の 2011 年アニュアルレポート（2011 年アニュアルレポート）が公表された。中国の外貨準備の運用の多様化と長期リターンの追求を目的に、2007 年 9 月 29 日に外貨準備本体と切り離して設立さ

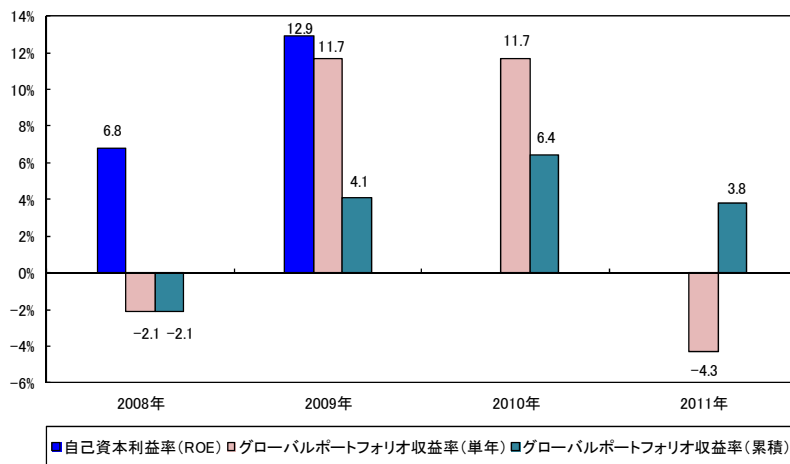
¹ 本稿は、公益財団法人野村財団の許諾を得て、『季刊中国資本市場研究』2012Vol.6-3 より転載している。

れた CIC は、資本金 2,000 億ドルを原資に海外運用（グローバルポートフォリオ）と国内運用（国内金融機関への出資）を行う政府系ファンドである。

2011 年の CIC のグローバルポートフォリオの運用リターンは、2010 年の 11.7% から大きく低下し、マイナス 4.3% と試練の年となった（図表 1、海外運用と国内運用を合算した ROE は 2010 年以降未公表）²。また、2007 年 9 月の設立から 2011 年末までの海外グローバルポートフォリオの年平均運用リターンは 3.8% となった。

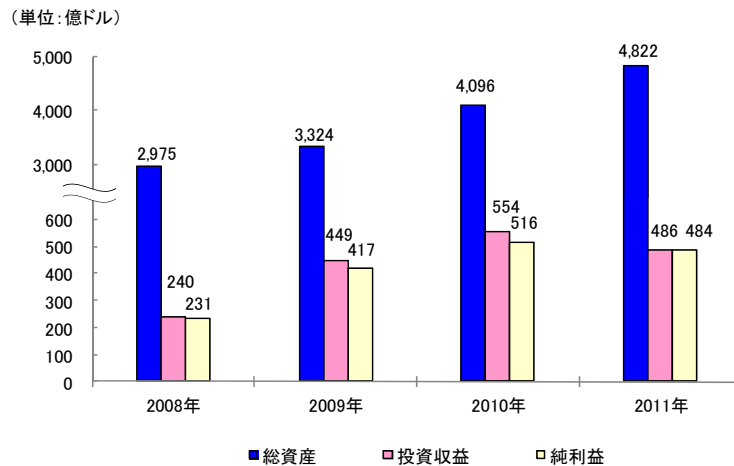
この結果、2010 年末から 2011 年末にかけて、CIC の総資産は 4,096 億ドルから 4,822 億

図表 1 CIC の運用パフォーマンス



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

図表 2 CIC の主要財務指標



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

² 2010 年の CIC の運用実績については、関根栄一「運用資産の組み替えを進める中国 CIC の 2010 年運用実績と今後の展望」『季刊中国資本市場研究』2011 年秋号を参照。

ドルに増加したものの、投資収益は 554 億ドルから 486 億ドルに減少、純利益は 516 億ドルから 484 億ドルに減少した（図表 2）。

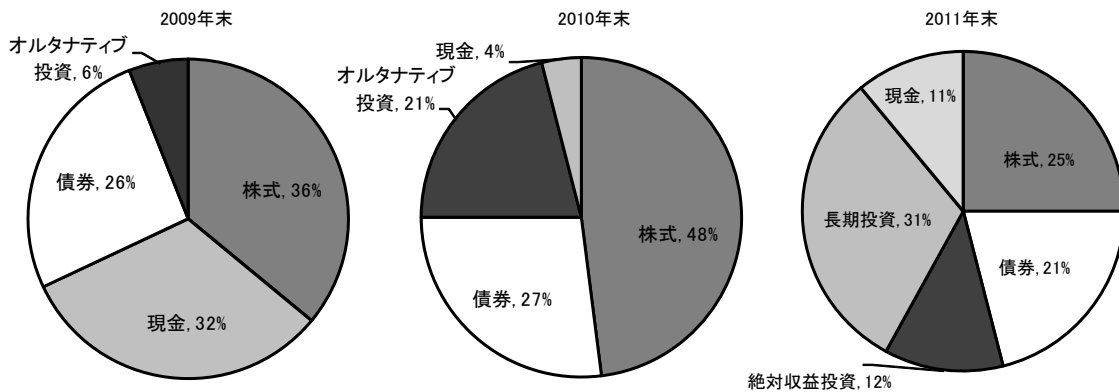
2. 2011 年のグローバルポートフォリオの内訳

CIC の海外投資では、2007 年 9 月の設立当初、株式・債券といった伝統的なアセットクラスから運用に取組み、投資管理能力の向上とともに、コモディティ、PE（私募）、不動産、ヘッジファンド、直接投資等のアセットでの運用に取り組んできた。これらの投資は長期的に取り組む必要があることから、2011 年 1 月、取締役会は投資評価の周期を 10 年と定め、この間の年間平均リターンで評価することを 2011 年アニュアルレポートでも繰り返し触れている。

その上で、2011 年アニュアルレポートでは、CIC の海外投資は「金融商品ポートフォリオ投資」と「直接投資」から成り、戦略的アセット・アロケーション（Strategic Asset Allocation、SAA）は、①現金、②公開市場での株式投資、③債券投資、④絶対収益投資、⑤長期投資の 5 つのアセットクラスから構成されることを確認している。うち、④絶対収益投資にはヘッジファンドも含まれ、また⑤長期投資には直接投資、PE、資源・エネルギー、不動産、インフラが含まれるとしている。

2011 年アニュアルレポートによれば、CIC は 2011 年に戦略的アセット・アロケーションの調整を行い、非公開市場での直接投資、PE、資源・エネルギー、不動産、インフラ等の長期資産への段階的な投資を進めた。この結果、2011 年末の CIC のグローバルポートフォリオ（1,469 億ドル）の内訳は、①現金が 11%、②株式が 25%、③債券が 21%、④絶対収益投資が 12%、⑤長期投資が 31%となった（図表 3）。2010 年までの SAA の定義（現金（及び現金型金融商品）、エクイティ投資、債券投資、オルタナティブ投資の 4 つのアセットクラス）とは異なるため、時系列では比較しかねるが、前年と比べ、やはり非公開市場での投資割合を増加させている様子が伺える。

図表 3 CIC のグローバルポートフォリオの内訳



（注） 2011 年からアセットクラスの定義が変更されている。

（出所） CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

Ⅱ. 2011年のグローバルポートフォリオの詳細

1. 株式運用

2011年末のCICのグローバルポートフォリオのうち、分散投資が80%（2010年末は76%）、集中投資（後述）が20%（同24%）となっている。

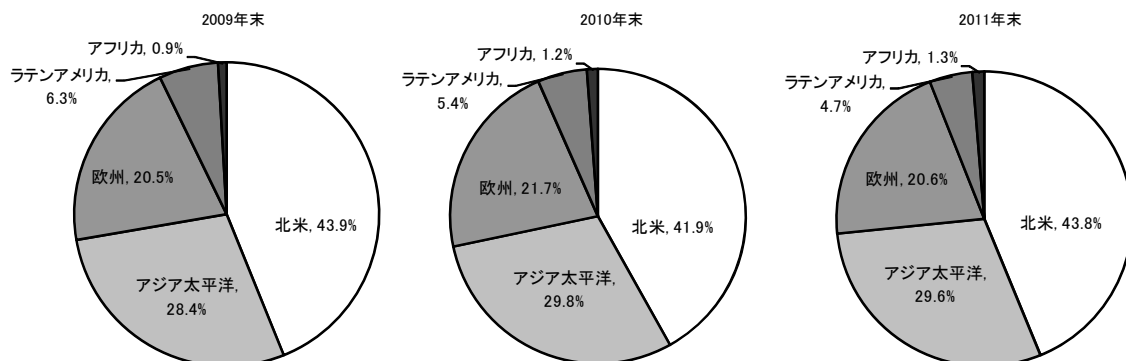
このグローバルポートフォリオの分散投資のうち、2011年末の株式の地域別内訳は、北米が43.8%（2010年末は41.9%）、アジア太平洋が29.6%（同29.8%）、欧州が20.6%（同21.7%）、ラテンアメリカが4.7%（同5.4%）、アフリカが1.3%（同1.2%）となっている（図表4）。

また、2011年末の業種別内訳（2010年アニュアルレポートから公表）は、多い順に、金融が19%、エネルギーが14%、IT、消費財（非必需品、必需品）が10%となっている（図表5）。原材料は、2010年末の12%から2011年末は9%に低下した。

2. 債券運用

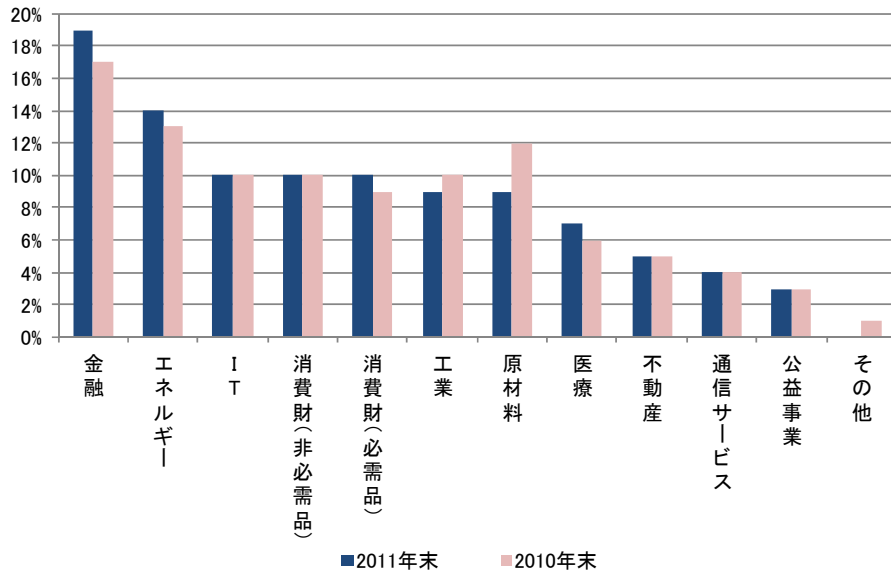
グローバルポートフォリオの分散投資のうち、2011年末の債券の内訳は、国債が62%（2010年末は38%）、社債が21%（同32%）、資産担保証券が7%（同12%）、エージェンシー債が5%（同9%）、その他が5%（同9%）となっている（図表6）。2010年末に比べ、社債の割合が減少し、国債の割合が大きく上昇したことが特徴である。

図表4 CICのグローバルポートフォリオ（株式、分散投資）の地域別内訳



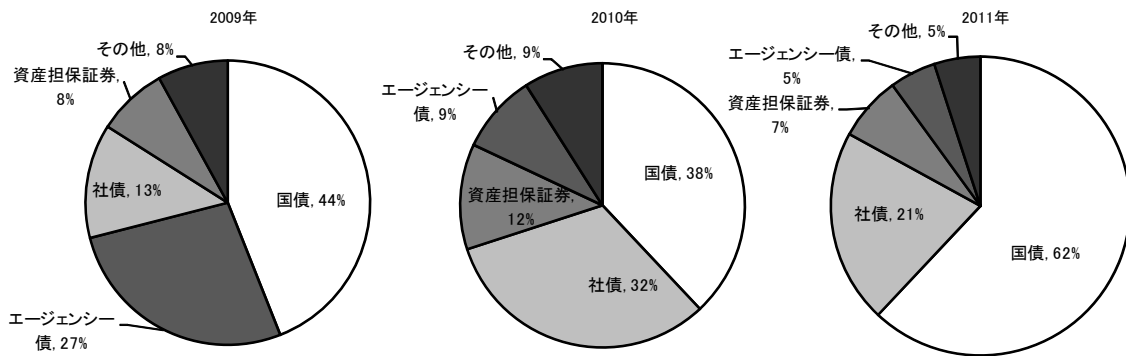
（出所）CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

図表5 CICのグローバルポートフォリオ(株式、分散投資)の業種別内訳



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

図表6 CICのグローバルポートフォリオ(債券、分散投資)の内訳



(出所) CIC アニュアルレポート各年版より野村資本市場研究所作成

3. 直接投資

CICのグローバルポートフォリオには、投資規模が大きく、ポジションの集中度も高く、投資期間が長期にわたる直接投資もあり、集中投資に分類されている。

2011年アニュアルレポートでは、2011年末時点のCICの代表的な直接投資案件が紹介されている(図表7)。いずれも長期保有を前提とした資産となっている。

他の投資案件としては、共同ファンドの設立がある。第一に、2011年アニュアルレポート及び2012年6月5日付プレスリリースによれば、CICは、2011年10月の合意に基づき、ロシアの

図表 7 CIC の代表的直接投資案件 (2011 年末)

国・地域	投資先会社名	業種	投資額	投資時の保有比率 (%)	投資実行時期
グローバル	Diamond S Shipping	海運	1億ドル	10.5%	2011年7月
カナダ	Sunshine Oilsands	(上流)石油・天然ガス	1.5億カナダドル	7.43%	2012年2月
トリニダード・トバゴ	Atlantic LNG Company	天然ガス	8.5億ドル	10%	2011年12月
ブラジル	BTG Pactual	金融	3億ドル	3.11%	2010年12月
英国	Thames Water Utilities	水道	2.76億ポンド	8.68%	2012年1月
フランス	GDF Suez EPI SA	石油・天然ガス	31.5億ドル	30%	2011年12月
ロシア	Polyus Gold	金	4.245億ドル	5%マイナス1株	2012年5月
南アフリカ	Shanduka Group	鉱業	20億ランド	25.8%	2011年12月
ベトナム	AES-VCM Mong Duong Power	電力	9,300万ドル	19%	2011年9月
豪州	Horizon Roads	有料道路	3億豪ドル	13.84%	2011年10月

(注) 投資時の保有比率は CIC2011 年アニュアルレポートの記載に基づく。

(出所) CIC2011 年アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

政府系ファンドであるロシア直接投資ファンド (Russian Direct Investment Fund、RDIF)³と共同投資ファンドを設立することを発表している。共同投資ファンドの規模は 20~40 億ドルで、CIC と RDIF がそれぞれ 10 億ドルを出資する予定である。また、投資額の 70%以上をロシアや独立国家共同体の商業プロジェクト、30%以下を中国の商業プロジェクトに投資する模様である。

第二に、2011 年 10 月、CIC は、ベルギー連邦政府傘下の Belgian Federal Holding and Investment Company (SFPI) と欧州企業向け PE 投資を手掛ける A Capital との間で「中国・ベルギーファンド」(China Belgium Mirror Fund) を設立することに合意した。CIC と SFPI はリミテッド・パートナーとしてそれぞれ 850 万ユーロを出資し、A Capital がゼネラル・パートナーとして参画するスキームで、他の投資家からも資金を募集する。投資対象は中国に進出しているベルギー企業および欧州企業で、年間売上高が 1 億ユーロ以上かつ成長性の高い中小企業となる。2012 年 4 月、CIC の投資委員会は本件ファンドへの CIC の出資を承認している。

Ⅲ. 2011 年のガバナンス面での取組み

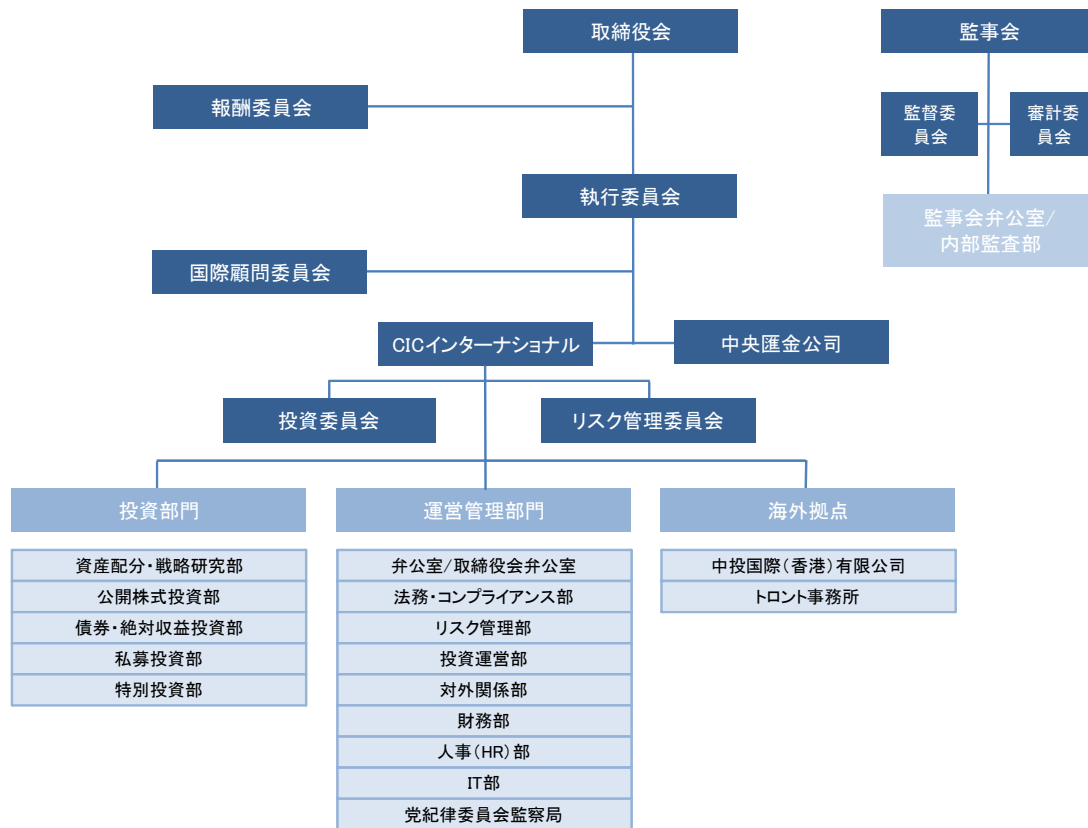
1. CIC インターナショナルの設立と懸案の増資の実現

2011 年は、CIC の有する海外運用部門と国内運用部門が組織内で完全に切り離される機構改革が行われた。国内運用部門については、従来通り 2003 年 12 月に外貨準備を使って国有商業銀行に資本注入を行うために作られた中央匯金会社が担当するが、海外運用部門についても新たに作られた子会社が担当することとなった。

具体的には、2011 年 9 月 28 日、CIC の傘下に CIC インターナショナル (中投国際有限

³ RDIF の概要については、林宏美「対内投資振興を目指すロシアの国富ファンド」『野村資本市場クォーターリー』2012 年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

図表 8 CIC の組織図



(出所) CIC2011 年アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

責任公司、China Investment Corporation International Co., Ltd.、略称 CIC International) が設立され (図表 8)、CIC が従来から有する海外運用業務を継承することとなった。

その後、同年 12 月、CIC インターナショナルは、中国政府から 300 億ドルの資本注入を受けた (現金)。CIC は、2007 年 9 月の設立以降、2009 年末までに既に資本金の 2,000 億ドルを使い切っており、2010 年 3 月の第 11 期全国人民代表大会第三回会議の時期から、CIC が増資を国务院 (内閣) に申請しているとの情報が流れ始めていた⁴。結局、2010 年は CIC の増資は実現しなかったが、リターンを追求するという CIC のミッションを実現するため、同年以降、増資を受けるまで、先進国市場から新興国市場へと既存のポートフォリオの組み換えを行ってきたものと思われる。

一方、CIC の増資方法を巡っては、①当初の資本金と同様、財政部の特別国債発行による外貨準備の購入・資本注入、②国家外為管理局 (SAFE) による CIC への直接出資、③ SAFE による CIC への運用委託、という三つの増資方法案が検討されてきた模様であるが、2011 年アニュアルレポートの記載を見ると、恐らく、前述の②の直接出資の方法で増資を受けたものと推察される。なお、2012 年 3 月 5 日付上海証券報によれば、汪建熙副総経理 (CRO

⁴ CIC の増資問題については、関根栄一「中国の外貨準備運用の強化に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2011 年夏号を参照。

を兼務)は、2011年12月に国家外為管理局から300億ドルの資本注入を受けた旨言及しているが、同時に「今回の資本注入は継続的なものではない」と補足している。毎年数百億ドルずつ継続的に注入されるという増資でなければ、CICとしても、安定的かつ持続的に海外運用を行なうことは困難と認識しているためであろう。

2. フロント部門の機構改革

CICでは、2011年から前述の通り従来の4つのアセットクラスから5つのアセットクラス(①現金、②公開市場での株式投資、③債券投資、④絶対収益投資、⑤長期投資)への再定義を進めた結果、同年5月にフロント部門の組織変更を行い、従来の「公開市場投資部」と「戦略投資部」が、「公開株式投資部」と「債券・絶対収益投資部」に組織変更された。また、「私募投資部」と「特別投資部」も業界のバリューチェーンに応じてセクター毎に担当することとなった。

一連の機構改革後のフロント部門の各部の機能と役割は、2011年アニュアルでも以下の通り説明されている。

(1) 資産配分・戦略研究部

運用政策、戦略的アセット・アロケーション(Strategic Asset Allocation、SAA)、技術的アセット・アロケーション(Tactical Asset Allocation、TAA)、投資目標の全体管理の策定と調整を行う。同時に、オルタナティブ投資戦略およびパッシブ運用戦略を策定する。

(2) 公開株式投資部

委託運用および自己運用による公開市場での株式のアクティブ運用戦略を策定し、実行する。

(3) 債券・絶対収益投資部

債券投資、クレジット・デリバティブ、ヘッジファンド、マルチアセット、コモディティでの運用を行う。

(4) 私募投資部

不動産、工業、科学技術、金融、消費財・サービス、医療、バイオへの直接投資を行う。第二次産業と第三次産業への長期投資をカバーする部門。

(5) 特別投資部

資源・エネルギー、インフラ、農業、貴金属への直接投資を行う。第一次産業への長期投資をカバーする部門。

図表9 CICの執行委員会の顔ぶれ

執行委員会			
肩書き	人名	生年	学歴/経歴
取締役会長、CEO(チーフ・エグゼクティブ・オフィサー)	樓繼偉	1950年	経済学修士、教授、博士課程指導教官。国家体制改革委員会マクロコントロール局長、貴州省副省長、財政部常務副部長、國務院副秘書長を歴任。
取締役副会長、総経理(社長)	高西慶	1953年	法学博士、教授、博士課程指導教官。中国証券監督管理委員会首席弁護士・発行部主任、中銀国際取締役副会長・CIO、中国証監会副主席、全国社会保障基金理事会副理事長を歴任。
監事長(監査役会長)	金立群	1949年	経済学研究生。中国駐世界銀行副執行理事、財政部世界銀行局長・部長補佐・副部長、中国人民銀行貨幣政策委員会委員、アジア開発銀行副総裁を歴任。現在、SWF国際フォーラム議長を兼任。
常勤取締役、副総経理(副社長)、CIO(チーフ・インベストメント・オフィサー)	李克平	1956年	経済学博士。国家経済体制改革委員会マクロコントロール局副局長、國務院経済体制改革弁公室マクロ体制局副局長、全国社会保障基金理事会投資部主任・秘書長・副理事長を歴任。
副総経理	彭純	1962年	経済学博士。交通銀行ウルムチ支店・南寧支店・広州支店各支店長、交通銀行行長補佐、副行長、常勤取締役を歴任。現在、中央匯金の総経理を兼務。
副総経理	範一飛	1964年	経済学博士。中国建設銀行財務會計部部長・計画財務部部長・行長補佐・副行長を歴任。
副総経理	謝平	1955年	経済学博士、教授、博士課程指導教官。中国人民銀行政策研究室副主任・ノンバンク局長・湖南支店長・研究局長・金融穩定局長、申銀万国証券取締役会長、中央匯金総経理を経て現職。
副総経理	汪建熙	1951年	会計学博士、博士課程指導教官。中国証券監督管理委員会主席会計士・国際部主任、中銀国際ホールディングスCFO・同副総裁、中銀国際(英国)総裁、中国証券監督管理委員会主席補佐、中央匯金副会長兼建銀投資取締役会長、中国国際金融(CICG)取締役会長を歴任。
副総経理、党紀律委員会書記	梁驥	1955年	工学学士。化工部規院副院長・計画局長、中国輸出入銀行貸付二部・バイヤーズクレジット部・輸出貸付部総経理・行長補佐・党紀律委員会書記を歴任。
GSO(チーフ・ストラテジー・オフィサー)	周元	1956年	文学学士。米State Street研究部主任、UBS常勤取締役・中国地区主管、香港先物取引所・財務総裁兼清算公司総裁、資金・投資総監、西泰(Zeta)金融研究センター総裁、シカゴ商品取引所アジア業務發展総監、香港商品取引所常務副主席、CICオルタナティブ投資部、特別投資部、資産配分・戦略研究部総監を歴任。
CRO(チーフ・リスク・オフィサー)	郭向軍	1966年	経済学学士。國務院経済体制改革弁公室マクロ体制局副局長、国家發展改革委員会財政金融局副局長を歴任。現在、CICリスク管理部副総監、総監を兼任。
CITO(チーフ・インフォメーション・テクノロジー・オフィサー)	華樺	1957年	管理学博士。ニュージャーシー工科大学(NJIT)准教授、米UNISYS高級エンジニア、米Reed Technology高級アーキテクト、香港Core Solutions主席コンサルタント、長軟国際科学技術有限公司副総経理、CIC IT部総監を歴任。現在、CIC投資運営部総監を兼任。
執行委員会委員	趙海英	1965年	経済学博士。中国証監会戦略計画委員会委員、発行管理監督部副主任、中国工商銀行派遣取締役兼中央匯金研究・法律部主任、CIC資産配分・戦略研究部総監兼中央匯金ノンバンク部主任、中央匯金副総裁兼ノンバンク部主任を歴任。現在、中央匯金副総経理を兼任。

(出所) CICより野村資本市場研究所作成

また、こうした一連のフロント部門の機構改革を経て、2011年7月12日に開催された取締役会では、全国社会保障基金の李克平(Li Keping)副理事長がCICの常勤取締役、副総経理(副社長)、CIOに任命され、高西慶(Gao Xiqing)総経理(社長)がCIO兼務から外れた。同時に、李克平・新CIOは、執行委員会の新たなメンバーともなった(図表9)。

3. 海外拠点(香港、トロント)の強化

CICは、2010年11月、「中投国際(香港)有限公司」(CIC International (HongKong) Co., Ltd)という名称の香港子会社を設立しているが(初代会長はローレンス・ラウ氏、前香港中文大学会長、CIC前国際諮問委員会委員)、徐々に経営陣も派遣され、香港の国際金融センターとしての人材、情報、ネットワーク等の優位性を活かして、CICの海外運用業務を更に展開していく方針に言及している。

また、2011年1月に設立したカナダのトロント事務所は、北米地区の関係者との交流を拡大・強化し、新たな投資機会を探っていく上で積極的な役割を果たしていると評価している。

4. 人材配置・人材開発の強化

2011年、CICは海外運用部門で80名を採用した(2010年は105名採用)。この結果、2012年6月末の社員数は405名となった(図表10、2011年6月末は378名)。また、国内運用部門を合わせた総社員数は2012年6月末で542名となっている(2011年6月末は497名)。海外勤務経験者や海外留学経験者の比率は5割を超えた。

図表 10 CIC の社員構成

	全社員	うち大卒以上	うち海外勤務 経験者	うち海外留学 経験者	うち外国籍
人数	405	334	165	224	44
内訳	100%	82%	41%	55%	11%

	全社員	うち大卒以上	うち海外勤務 経験者	うち海外留学 経験者	うち外国籍
人数	378	313	154	217	43
内訳	100%	83%	41%	57%	11%

(出所) CIC2010年及び2011年アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

また、CICは、2010年同様、2011年も社員の人材開発に取り組んできている。例えば2011年のCICの内部研修プログラムでは、リスク管理・内部コントロール、企業価値評価モデル、国際経済・政治情勢、投資手法、情報セキュリティ、汚職防止対策とその実践、管理職研修、新人研修等が開講された。

5. グローバルな連携強化

2011年5月11日～13日、CICは北京で開催されたSWF国際フォーラム第三回会議のホストを務めた。同時に、CICの金立群(Jin Liqun)監事長(監査役会長、前掲図表9)が、同フォーラムの新しい議長に選出された(任期は2年間)。

他には、CICの幹部が中国と米国、英国、ロシア、G20との間で開催された投資セミナーに参加したり、2012年3月にはCIC自身が香港で国際投資フォーラムを主催した。

IV. 結びにかえて

1. 継続するリスク管理体制の見直し

以上のように、CICは、2010年同様、2011年も続けて自らの運用体制を見直してきているが、同年のグローバルポートフォリオ収益率が単年でマイナス4.3%になったことのインパクトは大きく、2011年アニュアルレポートでもリスク管理体制の見直しを進めたことに言及している。機構面では、リスク管理委員会の中に小委員会(Valuation Subcommittee)を設け、金融資産の評価モデルの決定と評価報告書作成を担当させたりしている。

運用面では、前述の通り、投資評価の周期を10年と定めたことで、短期の現金流出の圧力を軽減し、短期的な高ボラティリティと流動性リスクを吸収して、景気周期に強い投資機会を獲得できるよう投資哲学を確立したりしている。また、こうした投資哲学を可能にするためのリサーチ能力の強化や早期リスク警戒システムの構築にも取り組もうとしている。

2. 対日投資との関係

2011年は、対日投資との関係では、12月20日、シンガポールの Global Logistic Properties Limited が発表する形で、同社が CIC と合弁会社（双方 50%ずつ出資）を設立し、LaSalle Investment Management が保有する日本の現代型物流施設 15 ヶ所を買収すると公表している（2011年12月22日付証券時報）。買収額は約 16 億ドルで、買収対象 15 ヶ所の施設のうち 90%が東京・大阪の不動産とされている。

CIC の直接投資を通じた長期資産の保有は、対日投資も例外とすることなく、CIC から見てグローバルポートフォリオ収益率の向上に直結する案件に絞られていくこととなろう。10年周期での長期資産保有を進めつつある CIC の今後の動きが注目される。