

アジアのソブリン・ウェルス・ファンドの 投資戦略の変化と影響

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 各国の中央銀行や政府が管理・運用するソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の運用資産残高は2016年3月時点で約6.5兆ドルとなった。運用資産残高の成長は徐々に緩やかになっているが、グローバル金融市場に大きな影響を与える規模になったと言えよう。昨今、シンガポール、マレーシア、韓国におけるSWFは、グローバルな地域分散投資や、プライベート・エクイティ（PE）等の代替資産へと資金を振り向けるなど、アセット・アロケーションの変更を行っている。
2. 例えば、シンガポールのテマセク・ホールディングスは、情報技術分野等におけるPE投資を活発化させている。特に中国における企業の成長を取り込んでいくという投資姿勢が見て取れる。シンガポール政府投資公社は、リスク資産の運用の中心だった先進国株式の割合を低下させ、新興国株式投資や情報技術分野への投資等を進めている。マレーシアのカザナ・ナショナルは、運用資産の成長の源となっていた政府系企業が成熟するに従い、今後の成長の源泉を、より若い企業に求めて資金を配分している。韓国投資公社は、伝統的資産の収益率の低下に伴い、代替資産投資を拡大しており、ポートフォリオにおける同資産の割合を、2020年までに現在の12.4%から20%へと高める方針を掲げている。
3. これらのSWFがアセット・アロケーションの変更を行う際、多くの場合、伝統的資産の売却により資金確保が行われていると見られる。資産の入替等による資産売却が大規模なものになる場合には、金融市場にも影響する可能性がある。原油価格の下落が産油国のSWFの資産売却につながった2014～15年に続き、2016年以降もこうしたSWFによる資産入替の動きは継続しており、金融市場への影響が注目されよう。

I アジアにおけるソブリン・ウェルス・ファンドの設立

各国の中央銀行や政府が管理・運用するソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の運用資産残高は 2016 年 3 月時点で約 6.5 兆ドルとなり、前年同月比 0.2 兆ドル増加した¹。運用資産残高の成長は徐々に緩やかになっているが、グローバル金融市場に大きな影響を与える規模になったと言えよう。

SWF には統一的な定義は存在していないが、①政府によって保有されていること、②原油収入、為替介入により保有される外貨準備、民営化の際に発生した収入等を原資としていること、③国富の拡大などの金融上の目的を掲げ、主に対外資産による運用を行っていること、等がその特徴として挙げられる²。中東諸国においては原油収入が、アジアの国々においては貿易黒字を背景とした外貨準備等が原資とされることが多い。後者のケースについて、為替介入の資金が債務の発行によって調達されている場合、資産と負債が相殺され純資産の変化は起こらない。そのため一般的には安全資産によって運用されることが多いが、部分的にリスク資産によって運用が行われるケースもある。

SWF は 1953 年に初めてクウェートで、その後 70、80 年代にはアラブ首長国連邦、シンガポール、オマーン等、90 年代にはノルウェー、マレーシア等、さらに 2000 年代以降は中国、カザフスタン、ニュージーランド、アイルランド、カタール、ベトナム、韓国、オーストラリア、リビア、バーレーン、ロシア、ナイジェリア等で設立されている。アジアにおいては、シンガポールでの設立が最も早く、1990 年代から 2000 年代にかけてマレーシア、中国、ベトナム、韓国等が続いている（図表 1）。

昨今の SWF による投資行動の変化として、2008 年の金融危機以降自国市場に振り向けられていた資金が、海外へと向かう傾向が見られる。直接投資に占める海外投資の割合は、2009 年に 60.4%まで低下していたが、その後上昇し、2015 年には 94.3%と 2006 年以来の高水準となっている³。

図表 1 アジアにおける主な SWF の設立年と運用資産残高（AUM）

国	名前	設立年	AUM (10 億ドル)
シンガポール	Temasek Holdings	1974	180
シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation	1981	350
マレーシア	Khazanah Nasional Berhad	1993	35
中国	National Social Security Fund	2000	295
ベトナム	State Capital Investment Corporation	2005	0.5
韓国	Korea Investment Corporation	2005	108
中国	China Investment Corporation	2007	814

(注) AUM については、SWF 研究所 (Sovereign Wealth Fund Institute) ウェブサイトより 2017 年 4 月更新分を抜粋。各 AUM の算出時点は異なる他、一部推定値が含まれている。

(出所) SWF 国際フォーラム年次報告書 (2015)、SWF 研究所ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

¹ 英調査会社プレキン推計。

² IMF, “Global Financial Stability Report,” September 2007、SWF 研究所ウェブサイト参照。

³ SWF 国際フォーラム年次報告書 (2015) 参照。

また、伝統的資産へ配分されていた資金の一部が、プライベート・エクイティ（PE）やインフラ関連投資等の代替資産へと振り向けられる動きが見られる。インフラ分野への投資は2015年において約66億ドル、前年比11倍と著しく増加している。2016年11月時点で30のSWFが加盟する業界団体である「SWF国際フォーラム」の調査⁴においても、調査対象国の約半数がアセット・アロケーションにおいて、過去3年から5年の間にPEへの資金配分を増加させたと回答している。

II PE投資を活発化させるテーマセク（シンガポール）

1. 設立の背景と投資方針の変遷

テーマセク・ホールディングス（Temasek Holdings、以下、テーマセク）は、1974年、政府系企業（Government Linked Company、以下、GLC）株式の管理・運用を目的として設立された⁵。設立当初、シンガポール財務省から、国内基幹産業（海運、港湾、空運、陸運、通信、電力・ガス、金融等）35社のGLCの政府保有株式がテーマセクに移転された。その後1980年代半ば頃から、テーマセクは、国家やその戦略的な意義が低下している企業について、民営化等による株式売却を開始し、持株比率を低下させていく。1997年のアジア通貨危機後、株式が特定の株主に集中することによる弊害についての問題意識が示されていたことも、持株比率の低下を促進する要因となっていたと見られる⁶。

こうした環境変化の下、2002年にテーマセクは、国際的な企業体として価値創出を図っていくことを新たなミッションの一つとして、定款の見直しを行っている。新たな定款の中では、アクティブ運用を行うことが明示され、国益上重要な企業以外の株式については売却を進め、長期的なリターンを最大化することが投資方針として示された。

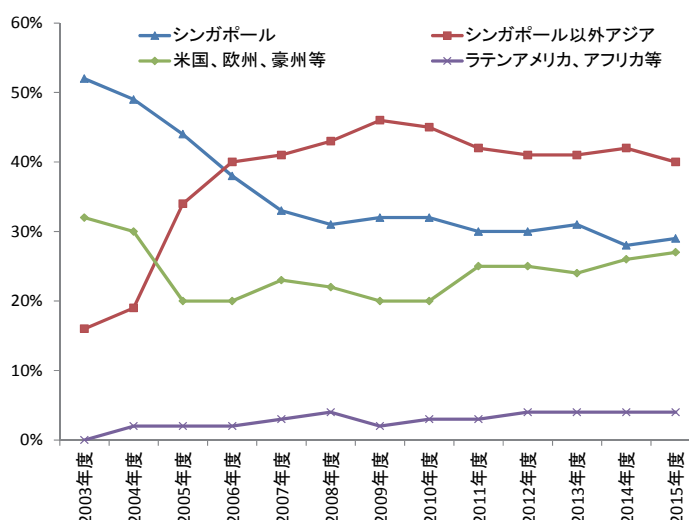
より具体的な投資テーマ（Investment Themes）として、①中国、インド、東南アジア、ラテンアメリカといった国々における経済発展の潜在性を、金融サービス、インフラ、物流等のセクターへの投資を通じて取り込んでいく、②「テレコミュニケーション、メディア及びテクノロジー」、「消費者向け及び不動産」といったセクターへの投資を通じて消費者の需要増大を活用する、③自らの強みがある分野でビジネスや企業発掘を行う、④地域やグローバルのトップ企業になるポテンシャルを持つ企業や、強固なビジネスの基礎を持つ企業への投資を行うこと、を掲げている。

⁴ International Forum of Sovereign Wealth Funds, “New challenges, private markets Sovereign wealth funds’ changing investment strategies,” 10 November 2016.

⁵ シンガポール政府の積立金（総資産から総負債を差し引いた純資産に当たる）は、主に政府が所有する3つの機関によって管理・運用されている。まずGLC等の株式がテーマセクに移転され運用されている他、シンガポール通貨監督庁（MAS、1971年設立）により政府預金及び外貨準備が運用されている。MASが管理する外貨準備、及びその他の政府の資産については1981年に設立されたシンガポール政府投資公社が運用を行っている。

⁶ テマセクが民営化等の際に株式を売却する過程では、企業価値を推進する上での信頼ある投資家の意義と、テマセクの大口株式保有者としての役割の重要性が強調されている（Temasek Holdings, “Keynote Speech by S Dhanabalan, Chairman, at the Asian Business Dialogue on Corporate Governance 2002,” 31 October, 2002.を参照）。

図表 2 テマセクのポートフォリオにおけるエクスポージャーの地域別内訳



(注) 各年度末の数値を示す。会計年度は4月から翌年の3月末。「シンガポール以外アジア」には、日本、中国、韓国、台湾、ASEAN諸国が含まれる。
 (出所) テマセク年次報告書より野村資本市場研究所作成

現在のテマセクの運用資産残高は約 1,800 億ドルである（前掲図表 1）。テマセクのポートフォリオのエクスポージャーの地域別内訳を見ると、2004 年度以降シンガポールの割合が大幅に低下し、アジア地域の割合が増加しており、シンガポール国外のアジア地域へと資金が振り向けられていることがわかる。2016 年 3 月末時点のエクスポージャーの国別の割合について、シンガポール（29%）に次いで大きいのは中国（25%）である。ただし、直近では、アジア地域の数値は横ばいから減少傾向、シンガポールの数値は下げ止まりの動きを見せている。他方、米国・欧州・豪州といった地域の割合が小幅上昇しており、地域的な配分を徐々に変化させていることが見て取れる（図表 2）。

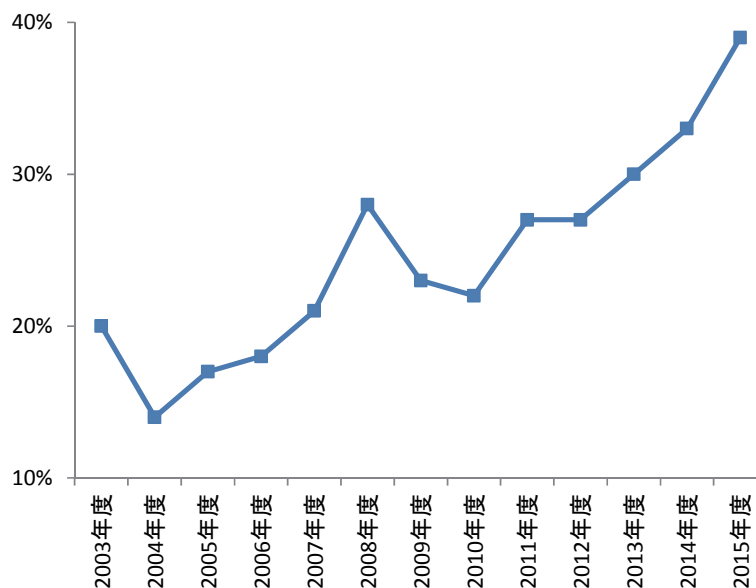
2. 昨今の運用動向

昨今、テマセクのポートフォリオに占める割合が増加しているアセットクラスとして PE が挙げられる。PE への投資は、超過リターンを獲得することが目的とされ、特に 2000 年代初めの定款変更後、テマセクのアクティブ投資家としての位置づけが明確化されて以降、増加基調にある（図表 3）。

投資を積極化させているセクターの一つが情報技術分野である。テマセクは、情報技術分野への投資を最も積極的に行う SWF の一つで、2008 年から 2015 年における SWF の情報技術分野への投資の約半分がテマセクによるものである⁷（図表 4）。テマセクの情報

⁷ 2015 年には米国で学生向けの学費ローンのリファイナンス事業を行う Social Finance や請求・支払いニーズのマッチングサービスを提供する C2FO、英国の中小企業向け融資事業を行う Fund Circle、インドのオンライン決済事業の BillDesk や生命保険及び損害保険の比較サイト運営を行う Policy Bazaar といった企業への投資を実施している。“Temasek seeks tech investments after first portfolio fall since 2009,” Reuters, 7 July 2016.

図表3 テマセクの投資ポートフォリオに占めるプライベート・エクイティの割合



(注) 各年度末の数値を示す。会計年度は4月から翌年の3月末。

(出所) テマセク年次報告書より野村資本市場研究所作成

図表4 情報技術分野に積極的に投資するSWF (2008年～2015年)

SWF	金額(億ドル)
テマセク	50
GIC	18
China Investment Authority	13
Qatar Investment Authority	7
カザナ・ナショナル	3
その他	9

(注) 2008年から2015年のSWFの情報技術分野への累積投資額約99.90億ドルに対して、各SWFの金額シェアを乗じて算出。

(出所) SWF国際フォーラムウェブサイト及び同フォーラム年次報告書(2015)より野村資本市場研究所作成

技術分野の大口案件(1億ドル以上)の対象となった国としては、ポートフォリオ全体のエクスポージャーと同じく、中国に対する集中度が高くなっている。情報技術分野の大口案件の対象国は全て中国である(図表5)。セクター、地域共に投資テーマに沿って、特に中国における企業の成長を取り込んでいくという投資姿勢が見て取れる。

昨今では米国向けの投資を強化しており、2017年2月には米国サンフランシスコに、ニューヨークに続き2拠点目となるオフィスを設立している。サンフランシスコのオフィスには、特にシリコンバレーにおける情報技術分野への投資を行う際の窓口としての役割があるとされる。

テマセクは新たな投資資金を、保有する株式等からの配当金、保有株式等の売却資金、借入及び債券発行、シンガポール政府からの資金注入等によって確保している。このうち、主要な資金源となるのは保有株式の売却である。情報技術分野等への投資が活発化してい

図表 5 テマセクの情報技術分野の投資案件（2008年～2015年、1億ドル以上）

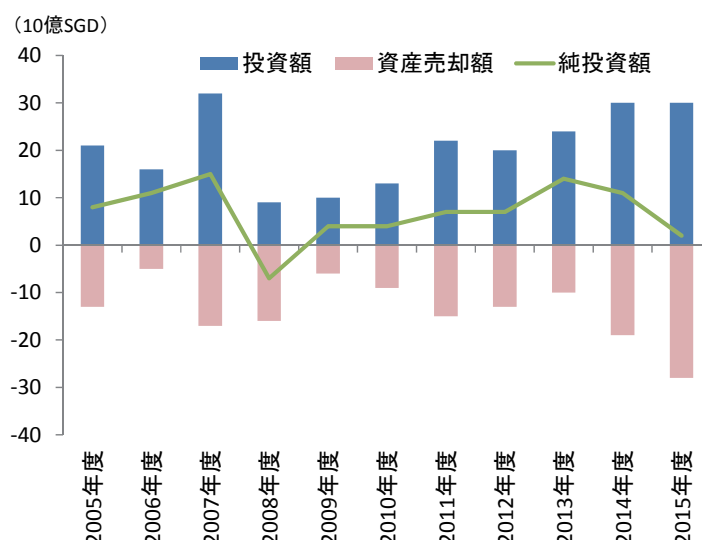
年	企業名	対象国	分野	取引額(億ドル)
2015	Dianping Holdings	中国	共同購入サイト事業	1.4
2014	AsiaInfo-Linkage	中国	ITソリューション提供	4.4
2013	Cloudary Corp	中国	電子出版プラットフォーム事業	1.1
2011	Alibaba Group	中国	企業間電子商取引仲介	4

(出所) SWF 国際フォーラムウェブサイト及び同フォーラム年次報告書（2015）より野村資本市場研究所作成

ることで、テマセクのポートフォリオにおいて資産の入替が発生している。テマセクの投資及び資産売却額の推移を見ると、直近では 2014 年度より、投資額と比較した資産売却額が相対的に増加していることがわかる（図表 6）。2015 年度には、年度前半の相場上昇時に資産売却のペースを速めたとしており、ポートフォリオの入替の規模は過去と比べて最も大きなものとなっている⁸。

テマセクは、今後も保有株式等の売却を進めながら、アクティブ投資を継続するとしている⁹。アセット・アロケーションの変更が大規模なものになれば、売却対象となり得る伝統的資産等の市場に影響がでてくる可能性があることから、資産の入替の動向については、今後も留意していく必要があるだろう。

図表 6 テマセクの投資及び資産売却額



(注) 資産売却額はマイナスで表示。各年度末の数値を示す。

(出所) テマセク年次報告書より野村資本市場研究所作成

⁸ 2015 年度においては投資額 300 億 SGD（約 207 億ドル）に対し、保有株式等の売却は 280 億 SGD（約 194 億ドル）だった。括弧内の数値は、2016 年 3 月末の 1 ドル=1.3511SGD 換算。2015 年度の主な保有株式売却は、STATS ChipPAC（シンガポール、半導体組み立て検査受託サービス提供等）、Cognizant Technology Solutions（米国、IT 関連サービス提供）、Lloyds Banking Group（英国、銀行・保険グループ）、Kweichow Moutai（中国、飲料）だった。“Temasek pumps \$30b into new investments,” *The Straits Times*, 8 July 2015.

⁹ テマセク年次報告書（2016）参照。

Ⅲ 新興国株式投資と情報技術分野への投資を進めるシンガポール政府投資公社

1. 設立の背景と投資方針の変遷

1970年代までシンガポールの外貨準備の運用はシンガポール通貨監督庁（Monetary Authority of Singapore、以下、MAS）が行っていたが、経済及び金融の安定確保を目的とする中央銀行が運用リターンの追及を行うことは望ましくないとの考え方があり、1981年に、外貨準備の運用を主な目的としてシンガポール政府投資公社（Government of Singapore Investment Corporation、以下、GIC）が設立された。MASが為替レート管理に必要な金額以外の外貨準備及びその他の政府の資産について、GICが運用を行う形となっている。GICの現在の運用資産残高は約3,500億ドルである¹⁰（前掲図表1）。

GICのポートフォリオは、1990年代後半まで債券や現金といった安全資産が全体の7割を占めていた。その内訳は株式30%、債券40%、現金30%であり、米国の年金基金等における株式60~70%、債券30~40%、現金はゼロという一般的なポートフォリオ構成と比べて保守的であるとの議論がなされた。2000年代以降、投資方針やアセット・アロケーションについての見直しが行われ、よりリスクの高い資産や低流動性資産をポートフォリオに組み込んでいくことが定められた¹¹。

2013年4月から新たに採用されたGICの投資枠組において、リスク許容度を示す参照ポートフォリオ¹²（Reference portfolio）について、債券及び現金の構成割合を3分の2から3分の1以下に減らし、新興国株式及び代替資産への投資を増やすことが示された。GICは、この参照ポートフォリオを踏まえ、収益獲得の基本的なポートフォリオである6つのコア・アセットクラス（先進国株式、新興国株式、債券及び現金、インフレ連動債、未公開株式、不動産）からなる政策ポートフォリオ（Policy portfolio）と、アクティブ運用ポートフォリオ（Active portfolio）とを組み合わせ、投資ポートフォリオ（GIC portfolio）を構築していくこととした。

新たな投資枠組の主なポイントは、アクティブ運用により、超過リターンを追求することを明示した点と、アクティブ運用ポートフォリオに振り向ける資金は、政策ポートフォリオ内の資産売却によって確保する点である。例えば、アクティブ戦略として新興国株式をポートフォリオに組み込む際には、同じアセットクラス内での入替が行われる。ただし、同じアセットクラス内で売却資産を見つけるのが難しい場合、他のアセットクラスにおける資産を組み合わせ、売却を行う。例えばクレジット商品については債券及び株式、インフラ関連資産については不動産、債券、株式等を組み合わせ、売却している。

¹⁰ 数値はSWF研究所の推定値。GICから公表されている運用資産残高については、「1,000億ドル超の金額」と示されているだけで、正確な数値は公表されていない。これは、MAS、テマセクの運用資産残高とあわせて、政府の保有する積立金の金額が特定されることを避けるためとされている。

¹¹ GIC年次報告書（2012/2013）参照。

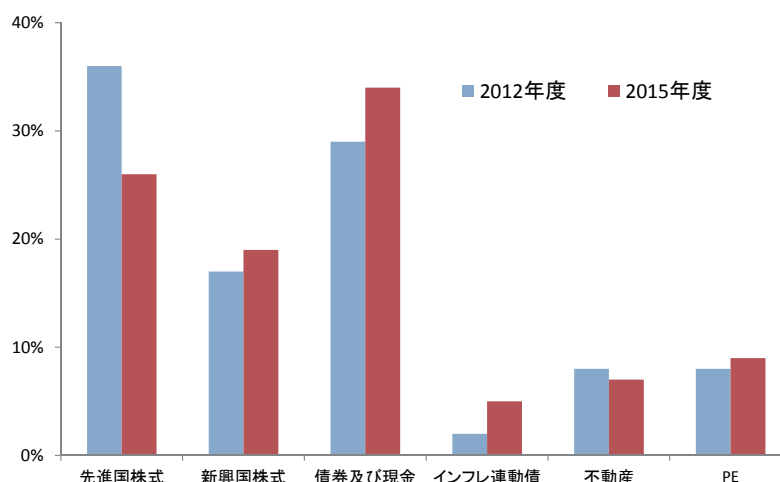
¹² 参照ポートフォリオは、長期的な戦略の下での、運用委託者である政府のリスク許容度を示す。当該ポートフォリオは短期的なベンチマークではないため、運用の際にトラックするためのものではない。主な資産内訳はグローバル株式65%、グローバル債券35%。

2. 昨今の運用動向

直近の投資枠組の変更があった前後の時期（2012年度及び2015年度）のGICのポートフォリオの変化を見ると、主要なアセットクラスの中で、先進国株式の割合が比較的大きく減少し、債券及び現金、新興国株式の割合が増加していることがわかる（図表7）。先進国株式の割合の減少と新興国株式の割合の増加が見られる点については、リスク許容度を高める方針に沿った動きであると言える。他方、債券及び現金の割合が増加した理由として、経済の先行きの不確実性が高まる中、一時的に安全資産への資金配分を高めたと考えられる¹³。また、若干の増加となっているPEについては、ポートフォリオに占める割合は比較的低い水準にあるものの、GICが長期的な観点で投資機会を探っていくとしていることを鑑みると、今後注目していく必要がある¹⁴。

投資を活発化させているセクターとして、情報技術分野があげられる。同分野への大口の投資案件を見ると、昨今、取引額が増加していることが見て取れる（図表8）。GICが

図表7 GICの投資ポートフォリオの内訳



(注) 各年度末の数値を示す。会計年度は4月から翌年の3月末。
(出所) GIC年次報告書より野村資本市場研究所作成

図表8 GICによる情報技術分野への投資（2008年～2015年、1億ドル以上）

年	企業名	対象国	分野	取引額(億ドル)
2014	iParadigms LLC	米国	ソフトウェア開発	3.76
	Kronos	米国	クラウドベース人材管理システム提供	3.75
	KKBox	台湾	音楽ストリーミングサービス	1.04
2013	BMC Software	米国	ソフトウェア販売	1.68
2012	Genpact	インド	企業業務プロセスの最適化サービスの提供	1.5

(出所) SWF国際フォーラムウェブサイト及び同フォーラム年次報告書（2015）より野村資本市場研究所作成

¹³ GIC年次報告書参照。

¹⁴ “Singapore’s Sovereign-Wealth Fund Sees Lower Returns Ahead,” *The Wall Street Journal*, 28 July 2016.

同分野への投資を進める背景には、経済環境が変化する中で、投資家の間でそのスキルやネットワークにより探し出せる投資機会の格差が広がっていくとの危機感がある。特に変化のスピードが加速している情報技術分野においては、破壊的なテクノロジーが既存資産の価値を下落させる可能性が強く意識されている。こうした考え方の下、GICもテマセク同様、情報技術分野への投資を積極化させていると見られる。2008年から2015年におけるSWFの情報技術分野への投資額を見ると、テマセクに次ぐ規模となっていることがわかる（前掲図表4）。

GICの政策ポートフォリオと実際のポートフォリオについて、アセット・アロケーションを比較すると、先進国株式20~30%（26%）、新興国株式15~20%（19%）、債券及び現金25~30%（34%）、インフレ連動債4~6%（5%）、不動産9~13%（7%）、PE11~15%（9%）である¹⁵。不動産及びPEについては、政策ポートフォリオで設定された下限の割合を下回っていることから、さらなる投資余地が残っていると見えよう。

IV 「ソブリン・ベンチャー・ファンド」を標榜するカザナ・ナショナル（マレーシア）

1. 設立の背景と投資方針の変遷

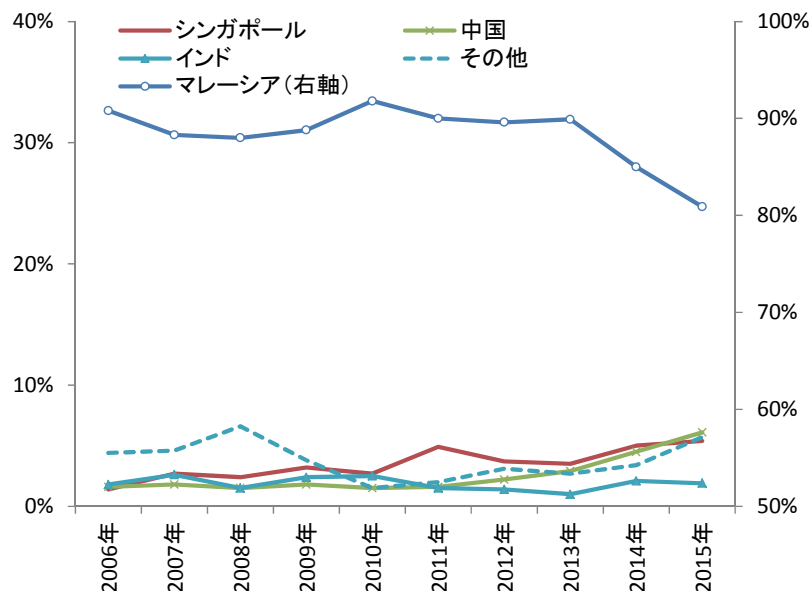
カザナ・ナショナル（Khazanah Nasional Berhad）は1993年にマレーシア政府の資産運用・投資会社として設立された。その後、アジア通貨危機時のGLCの業績懸念等を契機に2004年から始まったGLC改革プログラムの中心的な役割を担うこととなった。当該改革プログラムは、GLCの収益性を向上させると同時に、マレーシア経済の持続的な成長を促すという目的で推進されたものである。

カザナ・ナショナルは、2004年6月にCEOに就任したアズマン・モクタル（Tan Sri Dato' Azman Mokhtar）氏の下、GLC改革を推進する等の国家戦略を担う組織として自身の役割を再定義した。具体的には、①既存ポートフォリオの管理、②国内の長期的な経済利害に沿うような戦略的なセクターや地域への投資、③GLC改革の推進、④人材育成・管理、が定められた。

カザナ・ナショナルはこれに伴い、2004年以前に行っていた自国内でのパッシブ運用から、超過リターンを獲得するためクロスボーダー投資を含むアクティブ運用へと方針を切り替えた。ポートフォリオに占める自国内エクスポージャーの割合は、2008年の金融危機後に一時的に増加するなど2013年末までは9割程度の水準となっていたが、2014年以後、比較的大きく低下している（図表9）。カザナ・ナショナルは、2008年に中国の北京、インドのムンバイ、2013年に米国のサンフランシスコ、トルコのイスタンブール、2015年に英国のロンドンに拠点を設立しており、これらの拠点を足掛かりに、海外投資を推進していくとしている。

¹⁵ 括弧内は、2016年3月末のポートフォリオに占める割合。出所はGICウェブサイト。

図表 9 カザナ・ナショナルのポートフォリオに関するエクスポージャーの地域別内訳



(注) 本社所在地ベース。各年 12 月末の数値を示す。
 (出所) カザナ・ナショナル年次報告書より野村資本市場研究所作成

2. 昨今の運用動向

GLC 改革プログラムは 2015 年 7 月に完了し、対象となった GLC20 社の時価総額はプログラム開始から 2015 年末までに約 2.8 倍 (1,338 億リンギットから 3,750 億リンギット) となった。こうした GLC の成長を背景として、カザナ・ナショナルの保有資産は成長してきた。しかし、今後さらなる成長の源泉をどこに求めるかという点は GLC の共通の課題となっている。こうした状況の中、カザナ・ナショナルが、新たに力を入れているのが、情報技術分野における若い企業への投資である。カザナ・ナショナルは、情報技術分野において、新たな製品、生産方法、販売方法等の「創造的破壊 (Creative disruption)」が見込まれるとし、イノベーションからの果実を得るため、今後「ソブリン・ベンチャー・ファンド」として、当該分野への投資を進めるとしている¹⁶。ベンチャー投資を行う企業については、原則として、後期段階 (late stage) の企業については直接的な投資を、初期段階 (early stage) の企業については、ベンチャーキャピタルファンド等を通じた間接的な投資を行うとしている。

カザナ・ナショナルの現在の運用資産残高は 350 億ドルである (前掲図表 1)。ポートフォリオにおけるイノベーション及びテクノロジー (Innovation & Technology) セクターへの投資状況を見ると、昨今投資を活発化させていることが見て取れる (図表 10)。過去、2009 年、2012 年に 1 件ずつの同セクターへの投資を行っていたが、2015 年には 6 件に増加した。今後もグローバルに投資機会を求めていくことで、ポートフォリオにおける

¹⁶ カザナ・ナショナル年次報告書 (2015) 参照。

図表 10 カザナ・ナショナルのイノベーション及びテクノロジーセクターへの投資状況

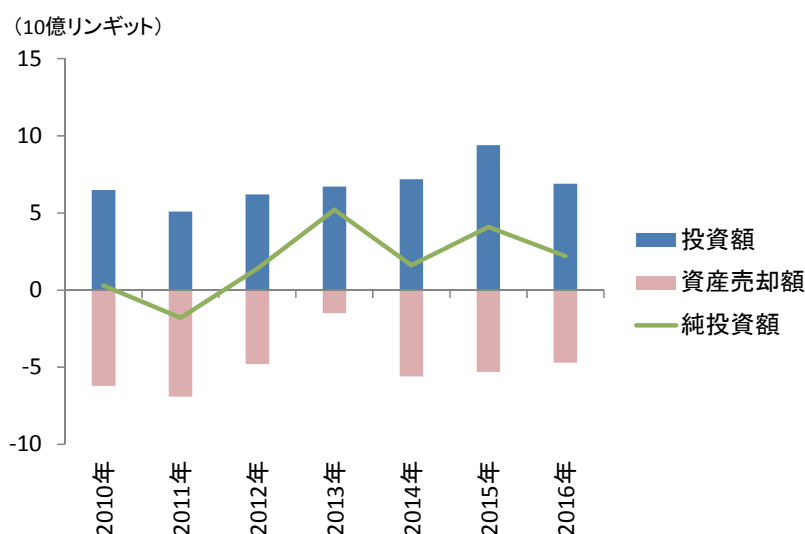
年	企業名	国	分野	成長ステージ
2015年	General Fusion	カナダ	核融合エネルギー発電	初期
	Aemulus	マレーシア	半導体自動試験装置製造	上場企業
	Yepme	インド	オンライン・ファッション通販	成長期
	Palantir technologies	米国	ビッグデータ分析	成長期
	WeLab	中国	モバイル・レンディング、信用分析	成長期
	Skyscanner	英国	航空券サーチエンジン等	成長期
2012年	Alibaba group	中国	企業間電子商取引仲介	成長期
2009年	Continuum Capital	マレーシア	VC ファンド	後期

(出所) カザナ・ナショナル年次報告書より野村資本市場研究所作成

同セクターの割合を、2015年末時点の2.3%から、2020年までに10%にまで高めていくとの方針が示されている。

カザナ・ナショナルは、継続的に資産の入替を行っており、新たな投資資金については既存資産の売却により確保するとされている。2016年1月から12月においては、17案件、69億リングットの新規投資を行う一方、13案件、47億リングットの資産売却を行った(図表11)。カザナ・ナショナルは、ポートフォリオにおける自国内エクスポージャーの割合が8割程度と他のアジアのSWFと比較して高い水準にあると見られ、地域分散投資や情報技術分野等への投資を目的とした、さらなる資産入替の余地があると考えられる。

図表 11 カザナ・ナショナルの投資及び資産売却額



(注) 資産売却額はマイナスで表示。各年の12月末の数値を示す。

(出所) カザナ・ナショナル年次報告書より野村資本市場研究所作成

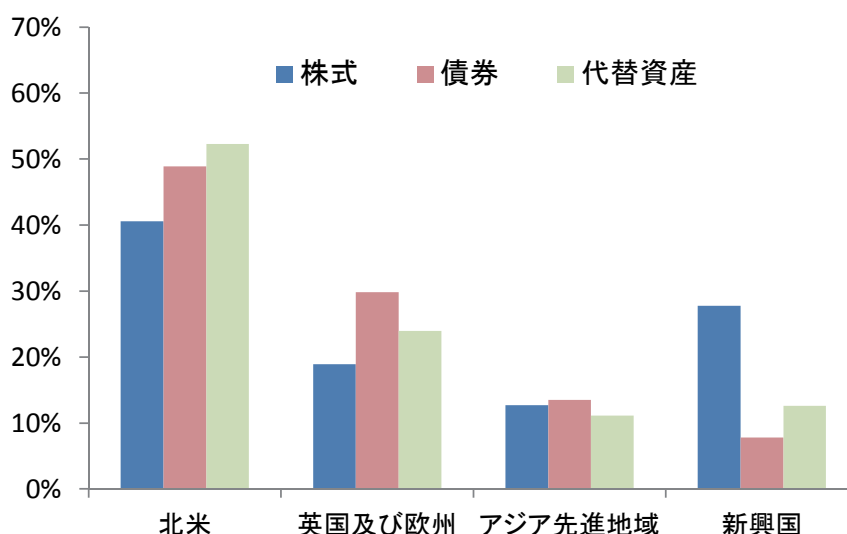
V 代替資産投資を活発化させる韓国投資公社（韓国）

1. 設立の背景と投資方針の変遷

韓国投資公社（Korea Investment Corporation、以下、KIC）は、政府や韓国中央銀行（以下、韓国銀行）等から委託された資金を管理し、国内の金融業界の発展に寄与することを目的として、2005年に韓国投資公社法（KIC Act）の下で設立された。主に①運用を通じた収益追求、②資産運用のプロの育成や国内外の金融機関との協調を通じた国内金融業界の発展、③年金等の公的なファンドの海外投資の支援という3つの役割を担っている。設立当初は、韓国銀行より170億ドル、財務経済省（当時、現・企画財務省（Ministry of Strategy and Finance））より30億ドルの資産がKICへ委託された。KICの現在の運用資産残高は1,080億ドルである（前掲図表1）。

KICの運用資金は韓国銀行の外貨準備や、企画財務省の外国為替安定化基金の資金が主な資金源となっていることから、対外資産による運用が中心である¹⁷。具体的には、北米を中心として、英国及び欧州、アジア、その他の新興国において通貨や国について分散投資を行っている¹⁸（図表12）。運用の方針としては、市場インデックスと連動するリターンを追求すると同時に、適切なリスクの範囲内でアクティブ運用を行うことで、超過リターンを獲得することを目指している。

図表12 KICのポートフォリオにおけるアセットクラスの地域別内訳（2011年末時点）



（出所）KIC 年次報告書より野村資本市場研究所作成

¹⁷ KIC 法第31条第3、4項参照。

¹⁸ 2015年末時点で、債券について53か国、株式について44か国、通貨については34か国を対象に投資を行っている。

2009年4月から2012年4月までKICのチーフ・インベストメント・オフィサー（Chief Investment Officer）を務めたスコット・カルブ（Scott Kalb）氏は、ポートフォリオにおけるリスクテイクの状況は、資金スポンサーのリスク許容度を反映させたものになっていると述べている。すなわち、保守的な運用スタンスをとる韓国銀行から委託される資金については、リスクを抑制した運用を行い、企画財務省からの委託金については、柔軟にリスクを取っていくことで高いリターンを獲得を目指すとされている。明確に運用対象を分けられない部分については、資金配分に比例した管理等を行うとされる¹⁹。こうした方針の下、KICの運用手法は、設立当初の低リスク運用からリスク許容度に即した手法へと変化している。KICは債券の運用手法について、当初はパッシブ運用を行っていたが、2009年にエンハンスト・インデックス運用²⁰へと変更を行っている。株式の運用手法についても当初のパッシブ運用から、持続的な超過リターンの獲得を目指し、地域及び投資スタイルの分散によるアクティブ運用を取り入れている²¹。

また、KICの運用に関する特徴として、インハウスの運用に加え、外部のファンドマネージャーへの運用委託を行っている点が挙げられる²²。インハウスの運用については、相対的にリスクを抑制した運用を行い、安定的なリターンを追求する一方、外部委託運用については、より高い超過リターンを目指すものと位置付けられている。外部委託運用に関するこうした方針は、カルブ氏の在任中に定められた。カルブ氏は、市場インデックスと連動する収益については、インハウス運用が可能であれば、外部の運用マネージャーに委託する必要はないとの立場をとり、インハウス運用比率を高めた²³。その結果、2008年から2009年において、外部委託運用の比率は60%から35%へと大きく低下した。こうした過程を経て、2015年末時点で伝統的資産の約3割の運用が外部に委託されている。

2. 昨今の運用動向

KICはグローバル金融危機後の2009年に専門部門を設立し、PE投資を開始した。その後、不動産やヘッジファンド投資等へと代替資産の投資対象を拡大させている。代替資産投資の目的として、伝統的資産の収益を補完し、長期投資家として流動性リスクプレミアムを得ることで、超過リターンを獲得することを挙げている。投資ポートフォリオにおける代替資産の割合は2009年末の6.8%から、2015年末に12.4%へと高まっている（図表13）。さらに2020年までに同資産の割合を20%まで高めるとの方針が示されている²⁴。

KICが代替資産への投資を進める背景として、伝統的資産と比較したリターンの水準が

¹⁹ “Sovereign wealth funds – KIC: Korea keeps sovereign wealth fund on a light rein,” *EUROMONEY*, April 2011.

²⁰ インデックス運用と比較して若干のアクティブリスクを取り、ベンチマークより高いリターンを目指す手法。

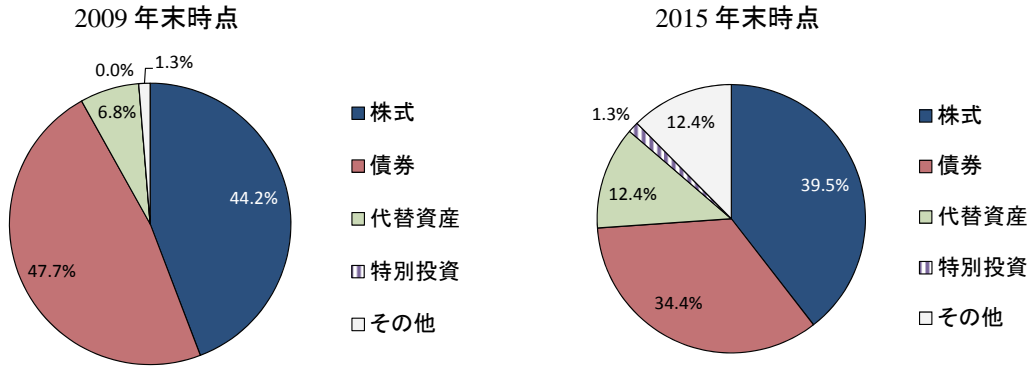
²¹ 具体的な投資戦略として、クオンツ戦略とファンダメンタル戦略があるとされる。前者については、2014年末時点で導入を計画中で、幅広いファクターを基に定量的に投資戦略を構築していくものである。後者については、業界調査等による企業価値の分析を基に投資を行うものとされる。

²² KIC法第31条第2項参照。

²³ 前掲脚注19を参照。

²⁴ “KIC’s new CEO targets 20% alternatives weighting by 2020,” *Pensions&Investments*, 19 February 2016.

図表 13 KIC のポートフォリオの変化

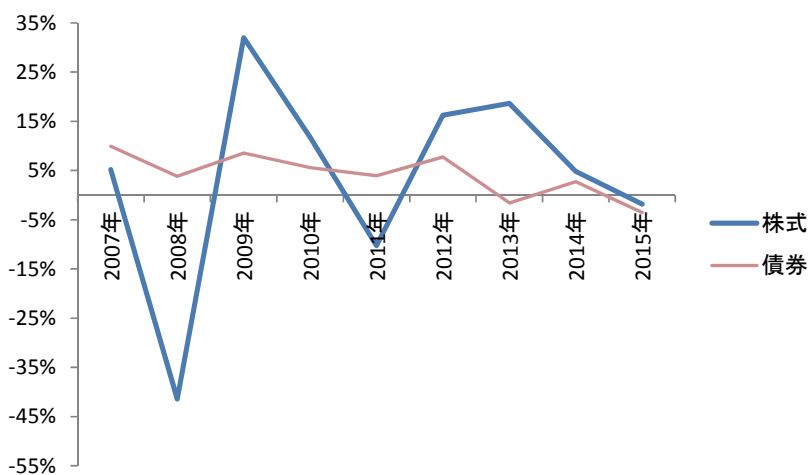


(注) 「代替資産」は、PE、ヘッジファンド、不動産等、「その他」はインフレ連動債、コモディティ、現金等、「特別投資」は BOA メリルリンチへの出資を示す。

(出所) KIC 年次報告書より野村資本市場研究所作成

相対的に高いという点が挙げられる。KIC のポートフォリオにおける伝統的資産のリターンは、昨今低下傾向にあることが見て取れる (図表 14)。KIC の年次報告書より、直近 5 年間 (2011 年から 2015 年) の各アセットクラスの資産収益率を見ると、伝統的資産は 3.33% (株式 4.94%、債券 1.77%) であるのに対し、代替資産の収益率は 6.78% (ヘッジファンド 6.55%、PE 4.56%、不動産・インフラ 7.39%²⁵) と、数値の単純比較では約 2 倍の差がある。こうした相対的なリターン水準の高さが代替資産への投資を積極化させている一因であると考えられる。

図表 14 KIC のポートフォリオにおける伝統的資産のリターン



(注) 米ドルベースの年間投資リターン。各年の 12 月末の数値を示す。

(出所) KIC 年次報告書より野村資本市場研究所作成

²⁵ ヘッジファンド投資は 2010 年 1 月、PE 投資は 2009 年 9 月、不動産・インフラ投資は 2010 年 3 月に開始された。

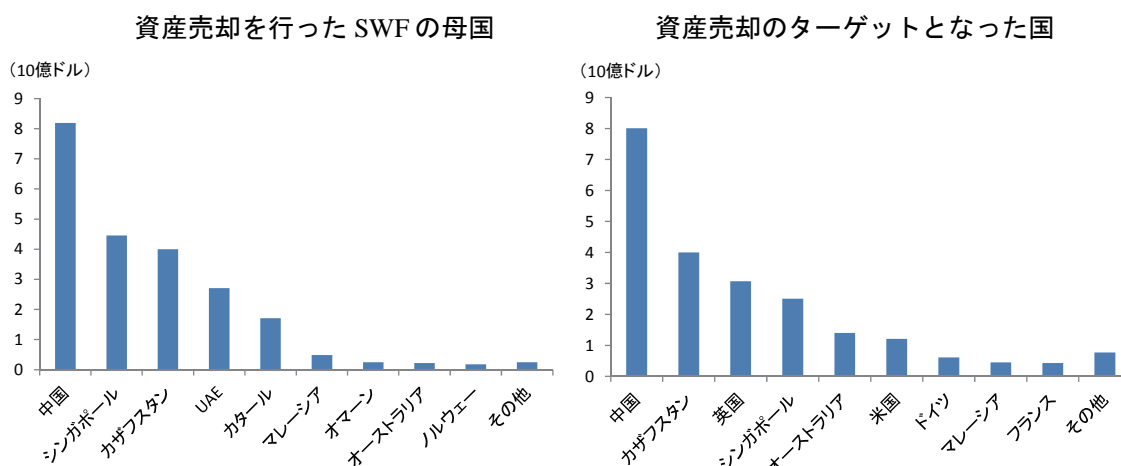
資金スポンサーからの資金委託状況については、2009年頃まで韓国銀行及び企画財務省から委託がなされた後、韓国銀行より、2011年に30億ドル、2016年に50億ドルの資金が委託されている。今後も資金の委託動向及び委託資金の投資先が注目されよう²⁶。

VI アジアにおけるSWFのアセット・アロケーションの変更と金融市場への影響

アジア等におけるSWFがアセット・アロケーションの変更を行う際、多くの場合、伝統的資産の売却により資金確保が行われていると見られる²⁷。2015年に発生したSWFの資産売却のターゲットとなった主な国々には、売却を行ったSWFの母国以外にも、英国、米国、ドイツ等の先進国が含まれている（図表15）。これらの点を踏まえると、資産の入替に伴い発生する資産売却により、売却のターゲットとなる先進国や新興国の市場において、株式や債券等の需給が悪化する可能性があるといえる。

SWFによる資産運用においては、中長期的な投資方針の変更やマクロ経済環境の変動等により、資産売却が起こることがある²⁸。2014年末頃からの原油価格下落の局面では、ノルウェー、カタール、カザフスタン等の産油国におけるSWFによる株式売却等の動きが広がった²⁹。原油価格の下落が、産油国の財政収入を減少させ、SWFの資産の取り崩しにつながったと見られており、マクロ経済環境の変化がSWFの資産保有に影響を与えた一例である。

図表15 SWFの資産入替により発生した資産売却（2015年）



(注) 金額ベース。

(出所) SWF国際フォーラム年次報告書（2015）より野村資本市場研究所作成

²⁶ 2009年頃までの資金委託状況については、関根栄一「国富の拡大を目指す韓国 KIC のグローバル運用の現状と展望」『野村資本市場クォーターリー』2010年秋号を参照。

²⁷ 前掲脚注3参照。

²⁸ Papaioannou, M. G., et al. (2013) "Procyclical behaviour of institutional investors during the recent financial crisis: causes, impacts, and challenges," *IMF Working Paper*, 13/193.

²⁹ メディア報道では、原油収入等を原資として資産運用を行う、サウジアラビアの中央銀行であるサウジアラビア通貨庁（Saudi Arabian Monetary Agency）による株式売却についても、欧州や日本の株式市場に影響を与えたとされる。

2016年、2017年について、アセット・アロケーションの変更等に伴う資産売却の動きは継続しており、金融市場への影響は注視していく必要がある。例えばテマセクは、2016年8月に、株式の過半数を保有するシンガポール・テレコム（Singapore Telecommunications）に対する、タイ及びインドの大手携帯通信2社の株式（インタッチ・ホールディングス（Intouch Holdings）の株式21%及びバーティ・エアテル（Bharti Airtel）の株式7.39%）、計24.7億SGDの売却を公表している。

GICは、2016年8月にスイスのインプラントメーカー、ストロマン・ホールディングス（Straumann Holding、以下、ストロマン）の出資比率を14%から5%以下へ引き下げた。同ニュース公表後、ストロマンの株式は、2015年8月以来で最大の低下幅となる5.2%下落したとされる³⁰。また、GICは2017年5月に2008年の金融危機時に投資を行ったUBS株の一部売却を公表した。このことによるGICのUBS株の売却金額は16億ドルにのぼったとされる。2017年1月からCEOに就任したリム・チョウ・キアット（Lim Chow Kiat）氏によれば、売却により損失がでるが、同時期に行ったシティグループへの投資と合算するとリターンはプラスであるとし、ファンダメンタルズ等の状況が変化していることを考慮して、他の資産ヘリソースを再配分することを決めたとしている³¹。

カザナ・ナショナルは、2015年末から2016年末にかけて、マレーシア電力会社のテナガ・ナショナル社の持株比率を30.4%から28.9%へ、マレーシア病院運営大手のIHHヘルスケア社の持株比率を44.7%から42.3%へと低下させている。投資及び資産売却額の動向を見ても、2016年に資産入替の動きが継続していることがわかる（前掲図表11）。

SWFが資産の入替により投資を進めている代替資産等が、伝統的資産と比較して高い利回りを獲得できるのは、流動性リスクプレミアム等があるためである³²。資産価値の下落が起これば、ポジションのアンwindや流動性確保の動機による資産売却が発生する可能性があるといえる。今後代替資産のリスク管理状況についても注目されよう。

VII 終わりに

アジアにおけるSWFは各国の外貨準備やGLCの株式管理等の目的で設立された。設立以後、国営企業の民営化や、伝統的資産の収益率の低下等を受けて、各SWFのポートフォリオの資産構成は変化している。シンガポール、マレーシア、韓国におけるSWFの昨今の運用動向について特徴を挙げれば、①自国内のエクスポージャーを減少させ、グローバルな地域分散投資を行っていること、②先進国株式等から、新興国株式やPE等の代替資産へと資金を振り向けていること、③情報技術分野への投資を活発化させているこ

³⁰ “Straumann shares fall by most in one year after GIC stake sale,” *Bloomberg*, 31 August 2016.

³¹ 新たな投資先については明言していないが、メディア報道ベースで、2017年1月からグループ・チーフ・インベストメント・オフィサーに就任したジェフリー・ジェンスバキ（Jeffrey Jaensubhakij）氏の発言として、今後10年間は、テクノロジー及びヘルスケア分野への投資が有望だとされている（“Ups and downs of GIC’s stake in UBS,” *The Straits Times*, 21 May 2017.参照）。

³² 前掲SWF国際フォーラム年次報告書（2015）参照。

と、等であろう。

他方、アセット・アロケーションの変更に伴う資産の入替等は、伝統的資産市場における資産の売却を発生させ得る。資産売却の規模が大きくなれば、市場の不安定化につながる可能性もある。また今後は、SWFによる代替資産に関するリスク管理状況についても注目されよう。SWFにとって、市場の予見性を高めるような、より透明性の高い行動やリスク管理が求められていると言える。