

5 カ年プランを制定した中国 CIC による今後の海外投資戦略 — 非伝統的資産への投資比率の拡大 —

関根 栄一

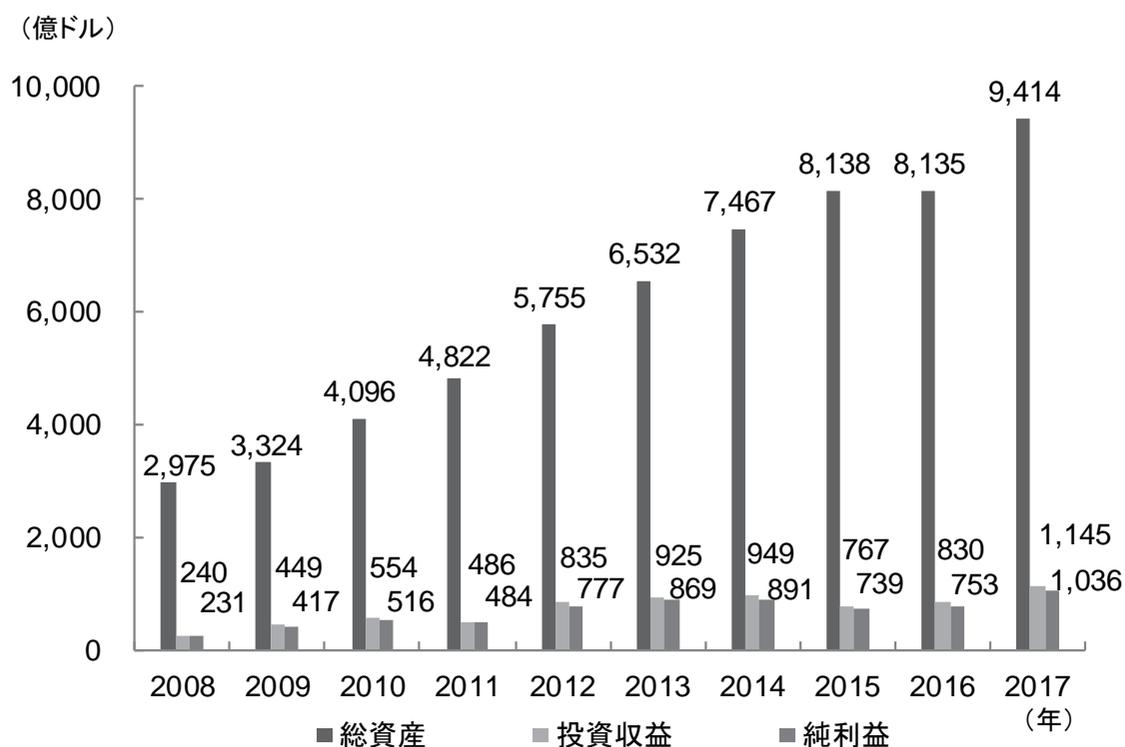
■ 要 約 ■

1. 2018 年 12 月、中国投資有限責任公司（China Investment Corporation、CIC）・屠光紹社長（当時）は、2018 年から 2022 年までの発展目標及びプラン（5 カ年プラン）を制定したと発表した。CIC は、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、資本金 2,000 億ドルを原資に設立された政府系ファンドであり、2017 年末時点の連結ベースの総資産は 9,414 億ドルとなっている。
2. CIC の海外運用は、現在、公開市場での投資を行う CIC インターナショナルと、長期の直接投資・ファンド投資を行う CIC キャピタルによって担われている。5 カ年プランでは、第一に、オルタナティブ資産及び直接投資を段階的に拡大し、2022 年末まで海外投資ポートフォリオ全体に占める比率を 50%前後まで引き上げる。これは、「一帯一路」等の政策的な背景を踏まえ、短期の市場変動による業績変動を避けるためである。
3. 第二に、海外での投資機会の発掘と、中国国内向けの外資誘致を結びつける双方向の投資の流れを作る方針である。中国国内では、近年、海外での不動産投資等への行政指導を強化している一方、CIC が重視している情報通信技術、先進製造業、消費、ヘルスケア向けの投資では、双方向でのバランスを欠いているためである。
4. 第三に、海外の投資パートナーとの共同ファンドの組成に取り組む方針である。5 カ年プランの公表に先立ち、2017 年 11 月には米ゴールドマン・サックスとの間で「米中製造業協力ファンド」の設立に合意し、2018 年には日本の大手金融機関 5 社との間で「日中産業協力ファンド」の設立覚書を交わしている。共同ファンドの設立には、海外ポートフォリオの変更や双方向の投資を着実にする狙いがある。
5. 2019 年 4 月には、CIC の会長に交通銀行出身の彭純氏が、社長に中信（CITIC）グループ出身の居偉民氏が、それぞれ任命された。これまでの会長ポストには財政部出身者が就いていたが、今回の人事異動で初めて金融機関出身の人間が就いた。新たな経営陣の下、CIC が、今後、5 カ年プランに基づき、非伝統的資産への投資比率をどのように拡大していくかが注目される。

I 2022年までの5カ年プランの制定

2018年12月7日付金融時報において、中国の政府系ファンドである中国投資有限責任公司（China Investment Corporation、CIC）・屠光紹社長（兼副会長、～2019年4月1日まで）¹は、2018年から2022年までの同社の発展目標及びプラン（5カ年プラン）を制定したことを明らかにした²。CICは、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、国家外為管理局が管理する外貨準備本体と切り離して、2007年9月29日に設立された³。CICは、設立当初、資本金2,000億ドルを原資に、海外運用（後述）と国内運用（国内金融機関への出資）を行ってきているが、2017年末時点の連結ベースの総資産は9,414億ドルとなっている（図表1）。また、2017年の投資収益は1,145億ドル、同じく純利益は1,036億ドルとなっている。これらを設立直後の2008年末または2008年と比較すると、総資産は約3.2倍、投資収益は約4.8倍、純利益は約4.5倍へと拡大している。

図表1 CICの主要財務指標の推移



(注) 連結ベース。

(出所) CICより野村資本市場研究所作成

¹ 新会長及び新社長の任命については、本文の最後で言及している。

² http://www.financialnews.com.cn/zq/jj/201812/t20181206_150777.html

³ 関根栄一「中国CICの2013年の運用実績と今後の展望」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）参照。

このタイミングでの 2022 年までの 5 年計画の制定の背景について、屠社長は、2018 年は改革開放 40 周年の節目の年であるとともに、CIC が設立されてから次の 10 年の最初の年であるとした上で、5 年後の 2022 年は「二つの百年」、すなわち中国共産党設立 100 周年である 2021 年と中華人民共和国成立 100 周年である 2049 年が交差する節目の年であるため、と説明している。5 年プランの骨子は、①国家のため更に多くの資産と価値を創造する、②双方向の越境投資に更に貢献する、③国有資本管理の改善に向けて積極的な役割を果たす⁴、という三本柱から構成されている。本稿では、CIC のこれまでの歩みと現状を振り返りながら、5 年プランによって、同社の海外運用戦略がどう変わっていくのかを見ていく。

II CIC の投資戦略・投資部門

1. CIC の投資戦略

1) CIC の投資原則

2017 年の年次報告書によれば⁵、CIC の投資原則は以下の通りである。第一に、CIC の投資活動は商業上の目的に基づくものであり、投資活動はリスクの受け入れ可能な範囲で株主利益の最大化を実現することにある。

第二に、CIC は財務投資家であり、投資先企業の支配権を求めない。

第三に、CIC は責任ある投資家として、中国及び投資先（国・地域）の関連する法律・法規を厳格に遵守し、企業の社会的責任を積極的に履行する。

第四に、CIC は、リサーチとアセットアロケーションに基づき、穏健かつ慎重な投資戦略の下、厳格で規律づけられた投資活動を展開する。

2) CIC の投資理念

CIC の投資理念は、年次報告書等から要約すると、ポートフォリオ運用、長期投資、分散投資の三つから構成される。

3) CIC のポートフォリオ

CIC は、2015 年末に、アセットアロケーションの枠組みに対する系統的なレビューと調整を実施し、「リファレンス・ポートフォリオモデル」を正式に採用した。同モデルは、①リファレンス・ポートフォリオ、②3 年間の政策ポートフォリオ、③各年度の政策ポートフォリオ/ターゲティングポートフォリオ、④実際のポートフォリオ、という枠組みから構築されている。

⁴ 3 番目は、CIC の子会社である中央為金投資有限責任会社を通じた中国国内の金融機関への出資を念頭に置いたものである。

⁵ http://www.china-inv.cn/china_inv/Media/2018-07/1001361.shtml

各ポートフォリオの中身を見ると、第一に、リファレンス・ポートフォリオは、公開市場の株式と債券から構成され、パッシブ運用による低コストでエクスポージャーの取得が可能なものである。リファレンス・ポートフォリオは、総ポートフォリオリスクと中長期の収益を相対的に評価するためのベンチマークを提供している。第二に、3年間の政策ポートフォリオは、合理的なその他の資産の購入やアクティブ運用を展開し、リファレンス・ポートフォリオに比べてリスク・収益性の面で優れている。第三に、各年度の政策ポートフォリオ/ターゲティングポートフォリオは、オルタナティブ資産への投資と短期市場での観点を同時に考慮している。

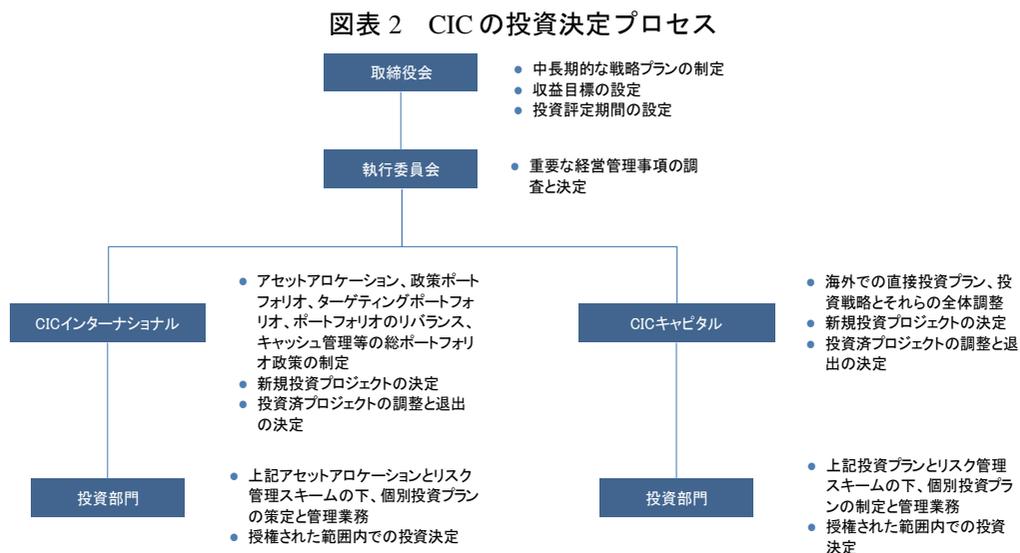
リファレンス・ポートフォリオモデルのもと、アセットアロケーションと総ポートフォリオ管理の透明度と効率は更に向上したと CIC は評価している。同時に CIC は、現在、多数のグローバルな政府系ファンドや年金等の機関投資家が、前述のようなリファレンス・ポートフォリオモデルを採用していると認識している。

2. CIC の投資決定プロセスと投資部門

1) CIC 全体の投資決定プロセス

CIC は、2007 年の設立当初、エクイティ投資部、債券投資部、オルタナティブ投資部の三つの投資部門から始動したが、現在では、以下のような投資決定プロセスが設けられている。

先ず、取締役会が、中長期的な戦略プランの制定、収益目標の設定、投資評価期間の設定を行う（図表 2）⁶。次に、取締役会の下に執行委員会が設けられ、CIC の重要



（出所）CIC より野村資本市場研究所作成

⁶ 取締役会は、常勤取締役が2名（うち会長が1名、副会長兼社長が1名）、独立取締役が2名、非常勤取締役が5名（国家発展改革委員会、財政部、商務部、中国人民銀行、国家外為管理局の次官レベルからそれぞれ1名）、職工取締役（社員を代表する取締役）の計10名から構成されている（2019年7月19日時点）。

な経営管理事項の調査と決定に責任を負う⁷。執行委員会の下には、CIC インターナショナル投資委員会と、CIC キャピタル投資管理委員会がそれぞれ設けられている。

2011年9月に設立された CIC インターナショナルは、それまでの CIC の全ての海外投資及び管理業務を継承し、公開市場での株式・債券投資、ヘッジファンド・マルチアセット・不動産投資、私募ファンド（私募債を含む）への委託投資、少数持分への財務投資を行う。また、2015年1月に設立された CIC キャピタルは、特定の業界を対象にした対外直接投資、及び三者間以上（マルチ）及び二者間（バイ）のファンド投資を行う。

2) CIC インターナショナルの投資部門

(1) 本体

本体は以下の5部門から構成されている。

- ① アセットアロケーション部：投資政策やアセットアロケーション案の制定及び調整、投資委員会事務局、全ポートフォリオの残高管理、トレーディングルームの管理等を担う。
- ② 株式投資部：公開市場での株式投資を担う。
- ③ 債券・絶対収益投資部：債券、絶対収益、マルチアセットへの投資を担う。
- ④ 私募エクイティ投資部：（資源・エネルギー、農林・牧畜・漁業、インフラ以外の）直接・間接のエクイティ投資及び私募債投資を担う。
- ⑤ 不動産投資部：不動産への直接投資、私募エクイティ不動産ファンド及び共同投資、公開市場での不動産投資を担う。

(2) CIC インターナショナル（香港）

①グローバルな投資適格社債、②中国・香港の株式戦略ポートフォリオ、③アジア株式への自己投資ポートフォリオ、④中国企業の社債投資及び米国ハイイールド債投資の計四つのアセットクラスへの投資を担う。

3) CIC キャピタルの投資部門

以下の2部門から構成される。いずれも投資サイクルの長い特定の業界を CIC インターナショナル本体から切り離して運用するものである。

- ① 投資1部：資源・エネルギー、インフラへの直接投資及びファンド投資を担う。マルチ及びバイで組成するファンドへの投資も含まれる。
- ② 投資2部：（投資1部以外及び農業以外の）業界への直接投資及びファンド投資を担う。マルチ及びバイで組成するファンドへの投資も含まれる。

⁷ 執行委員会は、会長、社長、監査役会長、副社長が4名、国家監察委員会からの派遣監察組長、最高リスク管理責任者（CRO）の計9名から構成されている（2019年7月19日時点）。

- ③ 子会社：CIC100%子会社の「CIC ヤヌス資産管理会社」⁸が農業投資を担う。同時に中国海外農業投資開発基金を管理する。

Ⅲ 5カ年プランによる海外投資ポートフォリオへの影響

1. CICの特色ある投資モデルの確立

1) 海外ポートフォリオの現状は公開市場株式が4割強

CICの海外ポートフォリオは、①公開市場株式、②債券、③オルタナティブ資産、④現金の4種類から構成されている、そのうち、オルタナティブ資産には、ヘッジファンド、マルチ資産、直接投資、私募エクイティ投資、私募債、資源・コモディティ、不動産、インフラが含まれる。

2017年末時点では、ポートフォリオの構成比率が高い順に、公開市場株式が43.6%、オルタナティブ資産（CICキャピタルのデット投資は除く）が39.3%、債券が15.9%、現金が1.2%となっている。各アセットクラスの内訳を見ると、株式の地域別内訳は、米国株式が52.0%、米国以外の先進国市場株式が33.8%、新興国市場株式・その他が14.2%となっている。また、債券の内訳は、先進国市場国債が53.7%、新興国市場国債が9.0%、社債が17.3%、仕組商品・その他が20.0%となっている。

2) 5カ年プランではオルタナティブ資産・直接投資の比率を引き上げ

上記の現状に対し、5カ年プランでは、CICキャピタルの投資規模を500~1,000億ドルに拡大すべきという国務院の要求に基づき、資金源を積極的に確保しながら、オルタナティブ資産及び直接投資を段階的に拡大し、2022年末までに海外投資ポートフォリオ全体に占める比率を50%前後まで引き上げるとしている。これは、「一帯一路」構想に基づく新たなグローバル経済外交や、「国際生産能力協力」という国際的な産業投資・輸出という政策的な要請に応えるためである一方、2019年3月11日付証券時報で屠社長が述べている通り、公開市場での投資を中心としたポートフォリオでは、短期的なマーケットの変動の影響を受けてしまうためであるとしている。

3) 「一帯一路」構想と国際生産能力協力政策の促進

政策的背景のうち、「一帯一路」構想とは、2013年に習近平国家主席が打ち出した中国の「周辺国・地域のインフラとの相互接続・相互交通建設を加速しシルクロード経済ベルト（帯）及び海上シルクロード（路）の建設を推進し、全方位開放の新局

⁸ 2015年11月に設立されたCICの投資子会社。CICは、同年5月に、中国の最大手穀物商社（中央国有企業）である中糧集団（COFCO）と海外向け農業投資プラットフォーム（中糧国際ホールディングス）の設立で合意しており、CICの持ち分（約20%）を出資するための子会社を設立したものと考えられる。

面を形成する」構想⁹で、政策としては、2015年3月28日に国家発展改革委員会・外交部・商務部が共同で「シルクロード経済ベルトと21世紀海上シルクロードの共同建設推進のビジョンとアクション」という形で公表している¹⁰。同アクションプランでは、中国と周辺国とのコネクティビティの促進をコンセプトに、重点協力分野として、インフラの相互接続や、投資の相互展開などを掲げている。中国から「一帯一路」沿線国への投資を見ると、2018年は金融分野以外を除き、156.4億ドルとなっているが、同年の対外直接投資に占める割合は13.0%となっている（図表3）。金融分野も含めた沿線国への直接投資金額は、これまでのところ2017年の201.7億ドルが最高であり、全体に占める割合も10%強に留まっている。

もう一つの「国際生産能力協力」とは、2015年5月16日、国務院が公布した「生産能力・設備製造における国際協力の推進に関する指導意見」に基づく、インフラや設備製造の海外での市場開拓や投資の政策的促進である¹¹。指導意見では、2020年までに、重点国との生産能力協力体制の構築、海外生産能力協力モデル基地の形成、国際競争力・市場開拓力の強い中核的企業の育成等を図ることを目標に、各業種別の取り組み方針を列挙している。中国から「一帯一路」沿線国での中国企業の対外工事請負を見ると、2018年の契約金額は1,257.8億ドルと、請負全体の52.0%を占めているが、前年比では2017年の1,443.2億ドルから12.8%減少している（図表4）。

中国企業による「一帯一路」沿線国向け直接投資でも工事請負でも、CICによる5ヵ年プランでの投資増加が呼び水となって恩恵を受けることが期待されていると言える。

図表3 中国の「一帯一路」沿線国向け対外直接投資（フロー）

年	金額 (億ドル)	全体に占める 割合
2013年	126.3	11.7%
2014年	136.6	11.1%
2015年	189.3	13.0%
2016年	153.4	7.8%
2017年	201.7	12.7%
2018年	156.4	13.0%

(出所) 商務部より野村資本市場研究所作成

図表4 中国の「一帯一路」沿線国向け対外工事請負

年	沿線国数	契約状況				完成状況		
		契約件数	契約金額 (億ドル)	全体に占める 割合	前年比	完成金額 (億ドル)	全体に占める 割合	前年比
2015年	60	3,987	926.4	44.1%	7.4%	692.6	45.0%	7.6%
2016年	61	8,158	1,260.3	51.6%	36.0%	759.7	47.7%	9.7%
2017年	61	7,217	1,443.2	54.4%	14.5%	855.3	50.7%	12.6%
2018年	n.a	7,721	1,257.8	52.0%	▲12.8%	893.3	52.8%	4.4%

(出所) 商務部より野村資本市場研究所作成

⁹ 英文呼称はOne Belt and One Road、その後2015年9月にBelt & Roadに変更されている。

¹⁰ http://www.ndrc.gov.cn/gzdt/201503/t20150328_669091.html

¹¹ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-05/16/content_9771.htm

2. 「中国の視点」からの投資の積極的展開

1) 海外に投資することで中国国内への投資も誘導

5ヵ年プランでは、中国の技術イノベーション、産業高度化、消費の水準向上等に関連する海外での投資機会を発掘するとともに、国内外の市場参加者と協力して外資の中国国内向け投資を積極的に促進し、「対外投資」と「外資誘致」の双方向の流れを支援していくとしている。

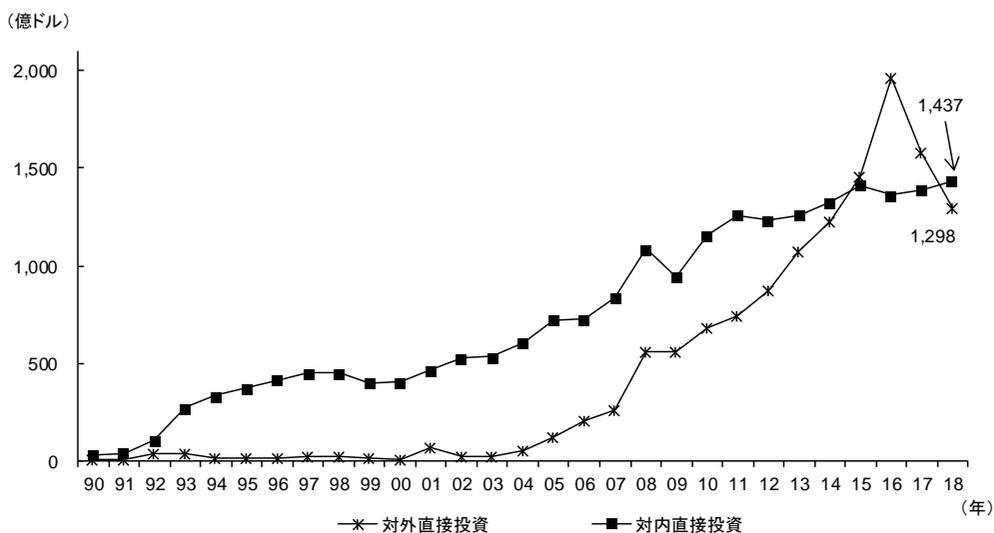
また、CICが、2017年6月6日に「『一帯一路』と越境投資」、2018年11月8日に「国際産業協力と双方向の投資」と題したフォーラムをそれぞれ北京で開催したのは、対外投資の意向を有する中国企業と、中国市場への参加を求める外国企業をつなぐプラットフォームを構築し、双方向の投資促進に向けたエコシステムをCICが構築することを意図したものであると屠社長は述べている。フォーラムでの主要なテーマは、現在、情報通信技術（IT）、先進製造業、消費、ヘルスケアの四分野となっている。

2) 双方向の投資の実態と規制強化

(1) 海外不動産向け投資等への行政指導強化

それでは、近年の中国を巡る双方向の投資の実態を見ると、金融部門・非金融部門を含む中国の直接投資は、2015年に対外直接投資が1,457億ドルと、対内直接投資の1,413億ドルを初めて上回ったものの、2018年には対内直接投資の1,437億ドルが、対外直接投資の1,298億ドルを再度上回った（図表5）。また、中国企業の対外直接投資は、2016年の1,962億ドルをピークに大きく減少し始めている。

図表5 中国企業の対外直接投資と対内直接投資の推移



(注) 金融部門は、対内直接投資には2000年から、対外直接投資には2006年からそれぞれ含まれる。

(出所) CICより野村資本市場研究所作成

2017年以降の中国からの対外直接投資の減少には、中国政府による規制強化の要因も働いているものと思われる。代表的な規制を取り上げると、一つ目が、2016年12月6日に国家発展改革委員会、商務部、中国人民銀行、国家外為管理局の4部門が共同で出した「不動産、ホテル、映画館、娯楽、スポーツクラブ等の分野で投機的な¹²対外投資や、企業の本業以外の分野への多額の対外投資、（中国国内の）ファンドを通じた対外投資¹³、親会社の規模に見合わない対外投資等のリスク要因を注視する」との声明である¹⁴。対外直接投資に関し、国家発展改革委員会はプロジェクトのフイージビリティ、商務部は企業設立、中国人民銀行は人民元の送金、国家外為管理局は外貨の送金について、それぞれ審査や認可・届出の権限を有しており、この声明は各当局が行政指導を強化することを示している。

（2）不動産等向け投資への行政指導強化

規制強化の二つ目が、2017年12月26日に国家発展改革委員会が公布した「企業対外投資管理規則」である（2018年3月1日施行）¹⁵。同規則では、国家発展改革委員会のプロジェクト審査に際し、規制対象となる要注意業種として「中国の法令及び関連コントロール政策により、企業の対外投資を制限する必要がある業種」を新規に設定している。また、2018年1月18日、商務部は、中国人民銀行等の金融当局や国有資産監督管理委員会と共同で「対外投資届出報告暫行規則」を公布しており（同日施行）、対外投資を行なう企業の登録手続きを定めるとともに、「センシティブな国や業界」への対外投資を重点的に監督する方向を打ち出している¹⁶。

要注意業種やネガティブリストの内容については、2017年8月4日、国家発展改革委員会、商務部、中国人民銀行、外交部が共同で指導意見を制定・公布しており、対外投資に関わる「奨励類」「制限類」「禁止類」の三分類制度を導入している（図表6）¹⁷。前述の通り、不動産等、中国政府が「非理性的」と認定する業種への対外投資の抑制の方向に変化は無い。なお、前述の国家発展改革委員会の規則では、海外での①土地所有権・使用権等の権益の取得、②天然資源調査や開発特許権等の権益の取得、③インフラ施設の所有権・経営管理等の権益の取得等に対し、政府が審査を強める方向を打ち出している。審査の強化は、投資先国との摩擦を回避するための措置とも考えられる。

¹² 中国語原文では「非理性的な」と表現。

¹³ 中国語原文では「（中国国内の）リミテッド・パートナーシップ（LP）を通じた対外投資」となっている。実体の乏しいペーパーカンパニー経由、中国国内の資金が海外の投機分野に流れることを警戒しているものと思われる。

¹⁴ <http://www.safe.gov.cn/safe/2016/1206/6747.html>

¹⁵ http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201712/t20171226_871560.html

¹⁶ <http://www.mofcom.gov.cn/article/i/jyj/k/201801/20180102704125.shtml>

¹⁷ http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-08/18/content_5218665.htm

図表 6 対外直接投資のタイプ別規制分類

分類	内容
奨励類	① 「一帯一路」建設と周辺インフラとの相互接続に有利なように重点的に推進するインフラ向け対外投資
	② 優位性のある生産能力、質の高い設備や技術標準の輸出の段階的な展開を伴った対外投資
	③ 海外のハイテク技術と先進的な製造業企業との投資協力を強化し、海外での研究開発センターの設立を奨励するもの
	④ 経済効率が高いという周到な評価の下、海外での石油・天然ガス、鉱山等のエネルギー資源の探索・開発に参画するもの
	⑤ 農業の対外協力の拡大をけん引し、農業・林業・牧畜業・漁業等の分野でWin・Winとなる投資協力
	⑥ 商業・貿易、文化、物流等のサービス分野での対外投資の段階的推進。条件を満たした金融機関の海外での営業拠点の設立やサービスネットワークが法に基づき業務を展開するのを支援。
制限類	① 中国と国交がなく、戦乱が発生したり、あるいは中国と多国間・二国間の条約または協定の規定上制限する必要があるセンシティブな国家・地域への対外投資（必ず投資主管部門の届出審査が必要）
	② 不動産、ホテル、映画、娯楽、スポーツクラブ等の対外投資（同上）
	③ 具体的な実業プロジェクトのないエクイティ投資ファンドや投資プラットフォームの海外での設立（同上）
	④ 投資目的が国の技術基準の要求に適合しない遅れた生産設備を使用する対外投資
	⑤ 投資目的が国の環境保護、エネルギー消費、安全基準に適合しない対外投資
禁止類	① 国の認可を得ない軍事工業コア技術及び製品輸出による対外投資
	② 中国が輸出を禁止する技術、工芸、製品を用いた対外投資
	③ 賭博、風俗業等の対外投資
	④ 中国が締結または参加する国際条約上禁止されている対外投資
	⑤ その他、国の利益や安全に対し危害または危害を与える可能性がある対外投資

（出所）国家発展改革委員会等より野村資本市場研究所作成

（3）民間企業の対外投資への行政指導強化

規制強化の三つ目は、2017年12月6日に国家発展改革委員会等5部門が共同で交付した「民間企業の対外投資経営行為規範」である（同日施行）¹⁸。同規範では、投資先国での法令順守、社会的責任の履行、環境保護を民間企業に求めている。前述の商務部の規則でも、投資先国での法令順守、社会的責任の履行、環境保護に加え、従業員の合法的権利の保障を企業に求めている。中国国内の生産コストの上昇に伴い、中国製造業にも海外への生産移転の動きがある中で、中国企業（特に民間企業）の投資先国での法令順守等に問題があれば、相手国政府だけでなく、住民との摩擦となり、投資先国からの保護主義の理由付けにもされかねない。民間企業に対する政府の管理監督の強化は、こうした事態を避けるための措置とも考えられる。

3）業種別のバランス確保が課題

中国の対外・対内直接投資を業種別に比較すると（2017年、フロー）、CICが重視している情報通信技術（IT）、先進製造業、消費、ヘルスケア向け投資で、バランスを欠いている実態が浮かび上がる（図表7）。

まず、情報産業の場合、対内直接投資の209.2億ドル（全体の16.0%）に対し、対外直接投資では44.3億ドル（同2.8%）となっており、今後、同産業への対外投資を伸ばす余地がある。

第二に、製造業でも、対内直接投資の335.1億ドル（全体の25.6%）に対し、対外直接投資では295.1億ドル（同18.6%）となっており、やはり同産業への対外投資を伸ばす余地がある。

第三に、消費に相当する卸売・小売業では、逆に対外直接投資の263.1億ドル（全

¹⁸ http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201712/t20171218_870700.html

図表 7 対外・対内直接投資の業種別比較（2017年、フロー）

業種	対外直接投資 (億ドル)	比率	対内直接投資 (億ドル)	比率
リース・ビジネスサービス	542.7	34.3%	167.4	12.8%
製造業	295.1	18.6%	335.1	25.6%
卸売・小売業	263.1	16.6%	114.8	8.8%
金融	187.9	11.9%	79.2	6.0%
不動産	68.0	4.3%	168.6	12.9%
建設業	65.3	4.1%	26.2	2.0%
交通運輸業等	54.7	3.5%	55.9	4.3%
情報産業	44.3	2.8%	209.2	16.0%
農林牧漁業	25.1	1.6%	10.7	0.8%
科学研究・技術サービス	23.9	1.5%	68.4	5.2%
電力、ガス、水道	23.4	1.5%	35.2	2.7%
個人向けサービス・その他サービス	18.7	1.2%	5.7	0.4%
保健・社会サービス	3.5	0.2%	3.1	0.2%
文化・スポーツ・娯楽	2.6	0.2%	7.0	0.5%
水利・環境・公共施設管理	2.2	0.1%	6.0	0.5%
教育	1.3	0.1%	0.8	0.1%
ホテル・レストラン	-1.9	-0.1%	4.2	0.3%
鉱業	-37.0	-2.3%	13.0	1.0%
合計	1,582.9	100.0%	1,310.4	100.0%

(出所) 商務部、国家統計局より野村資本市場研究所作成

体の 16.6%) に対し、対内直接投資では 114.8 億ドル (同 8.8%) となっており、中国の消費市場の拡大に応じた対内投資を伸ばす余地がある。中国政府は、2018 年からサービス業の対外開放の拡大を打ち出しており、外資出資比率やライセンス面での規制緩和をさらに進める必要があろう。

第四に、ヘルスケアに相当する保健・社会サービスは、対外直接投資が 3.5 億ドル、対内直接投資が 3.1 億ドルと、両建てで金額を伸ばしていく必要がある。

対外・対内直接投資の双方向のバランスに加え、中国が内需を拡大していくために必要な対内投資について、CIC が国内・海外の投資家をつないでいく意義は十分にあろう。将来の成長産業を育成していく為の科学研究・技術サービスへの対外直接投資も、CIC として視野に入れていくこととなる。

3. 日中共同ファンドの設立に代表される投資モデルの変革

5ヵ年プランでは他に、すでに出資を行ったファンドの最適化を図りつつ、重点国市場や重点業界に焦点を当てた新たなマルチ及びバイで組成するファンドを設立する方針を盛り込んでいる。これは、今後、CIC がオルタナティブ資産及び直接投資を拡大していく上で、投資の目標や目的を共有する海外の投資パートナーと提携していくことが不可欠との認識に立ったものである。屠社長は、こうしたパートナー作りのことを「越境投資における朋友圈 (Circle of friends) の拡大」と呼んでいる。

新たに設立されたファンドとしては、2017 年 11 月の米トランプ大統領の初の公式訪中時に、CIC と米ゴールドマン・サックスとの間で「米中製造業協力ファンド」の設立に関

する覚書が交わされている¹⁹。同ファンドの目標出資金額は 50 億ドルで、米国の製造業、工業、消費、医療等の業種に投資し、投資先企業が中国市場を開拓することにより、米中間の経済・貿易・投資協力を拡大するとしている。

2018 年には、2 つのファンドの設立について覚書が交わされている。一つ目が、アイルランド副首相の訪中時に合意された「中国・アイルランド科学技術発展ファンド（第二期）」²⁰で、CIC キャピタルとアイルランド戦略発展ファンドがそれぞれ 7,500 万ユーロの出資金額を承諾している（3 月 16 日）。二つ目が、安倍首相の訪中時に合意された「日中産業協力ファンド」²¹で、CIC と日本の大手金融機関 5 社²²との間で覚書が交わされている。この日中共同ファンドは、日中両国及び第三国の製造業、通信・メディア、医療、消費等の業種に投資する方針である。2019 年 7 月 1 日には、東京で、CIC と日本の大手金融機関 5 社の共同開催による日中ビジネスサミットが開催され、日中両国から 800 社近く、1,300 人強が参加し、100 件近い個別の商談が行われたと発表されている²³。

他に、CIC のプレスリリースには出ていないが、前述の 2019 年 3 月 11 日付証券時報によれば、CIC は英 HSBC との間で「英中イノベーション協力ファンド」の設立について既に意向書を交わしたとのことであり、イタリアやフランス²⁴との間でも「産業協力ファンド」の設立に向けた準備を行っているとのことである。

IV 結びにかえて

1. 2019 年以降「積極的な変化」を生み出そうとする CIC

CIC の 2018 年から 2022 年にかけての 5 ヶ年プランは、まだその全容が公表されていないが、毎年 7 月に公表される年次報告書で明らかになっていく可能性がある。5 ヶ年プランでのオルタナティブ資産・直接投資の比率の引き上げに向け、屠社長は、2019 年 1 月 14 日～15 日にかけて香港で開催された第 12 回アジア金融フォーラムにて、CIC の本年の取り組み方針について、「不変」と「積極的な変化」という二つの側面から公表している²⁵。

先ず「不変」では、CIC が長期投資家であること、分散投資を続けること、ポートフォリオ投資を行うこと、社会的責任ある投資を続けること、をあらためて明確にしている。次に「積極的な変化」では、中国語で「8 文字の方針」とした上で、①オルタナティブ投資と直接投資の段階的増加を意味する「転換（transition）」、②ジェネラル・パートナー

¹⁹ http://www.china-inv.cn/china_inv/Media/2017-11/1000114.shtml

²⁰ http://www.china-inv.cn/china_inv/Media/201805/1000120.shtml

²¹ http://www.china-inv.cn/china_inv/Media/2018-10/1001493.shtml

²² 野村ホールディングス、大和証券グループ本社、三菱UFJフィナンシャル・グループ（FG）、みずほFG、三井住友FGの計5社。

²³ http://www.china-inv.cn/china_inv/Media/2019-07/1001661.shtml

²⁴ 2019年3月30日付China Dailyでは、海南省で開催されたボアオ・アジアフォーラムにおいて、CIC・屠社長が、BNPパリバとの間で10～15億ユーロの中仏共同ファンドの設立計画を明らかにしたとのことである。

²⁵ http://www.china-inv.cn/china_inv/Media/2019-01/1001564.shtml

(GP) や産業向け投資家と進める「協力 (cooperation)」、③国内市場との関係を使って中国での投資機会を生み出す「接続 (connection)」、④他の投資家をグローバルな投資に誘導する「拡大 (amplifying)」を進めていくと表明している。

2. 「一带一路」沿線国向け投資の成果

また、「一带一路」沿線国向け投資に関しては、商業原則と市場原則に基づき CIC 自身の投資目標と投資方法を設定し、財務投資家として現地の投資家や中国国内の産業向け投資家と共同投資を行うことを基本方針として掲げた。2019 年は、4 月 25 日～27 日にかけて、2 年に 1 回の「第 2 回『一带一路』国際協力フォーラム」が開催された。中国の「一带一路」沿線国向け金融協力については、借り手が過大な債務を負うなどの批判が主要国から出ている中で、貸付業務を行っていない CIC としては、これまでの投資業務に関する原則をさらに明確にして取り組んでいくのではないかとと思われる。

同年 4 月 27 日、中国外交部は、同フォーラムに関するこの 2 年間の成果として²⁶、CIC に関しては、米国、日本、イタリア、フランスとの製造協力ファンドまたは産業協力ファンドの組成で合意したことを紹介している。個別案件では、①欧州の物流施設、②中国－中東欧投資協力基金 (第 5 期)、③シンガポール・チャンギ空港、④同江鉄道架橋 (中露間国境のアムール川に架かる初の鉄道橋)、⑤ベトナム Nam Định 発電所、⑥アジア太平洋地域の再生可能エネルギープロジェクト等への投資を紹介している。

3. 新たな会長・社長に問われる経営手腕

上記フォーラムに先立つ 2019 年 4 月 9 日には、これまで空白であった会長のポストに彭純氏が、屠社長の後任として居偉民氏 (副会長兼務) が、それぞれ任命された²⁷。彭会長は交通銀行出身で、直前まで同行の会長を務めている。また、屠社長は、中信 (CITIC) グループ出身で、同グループの副社長を経て、CIC には既に副社長として移籍していた。

CIC のこれまでの会長ポストには、財政部の次官級出身者が就いてきたが、今回、初めて金融機関出身の人間が就くこととなった。政府系ファンドとはいえ、金融や投資の専門性を経営陣に求めていく人事としても注目される。金融機関出身の新会長・新社長には、屠社長が進めてきた海外のパートナーとの提携拡大方針の継承や、投資先での摩擦を回避しつつ、オルタナティブ資産及び直接投資を積み増していくための経営手腕が問われていくこととなる。今後の CIC の動向が引き続き注目される。

²⁶ <https://www.fmprc.gov.cn/web/zyxw/t1658760.shtml>

²⁷ http://www.china-inv.cn/china_inv/Media/2019-04/1001601.shtml