

ソブリン・ウェルス・ファンドの3分類

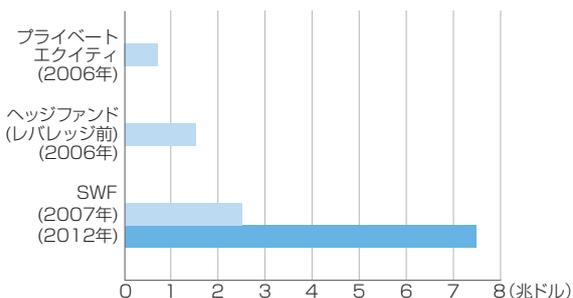
一口にソブリン・ウェルス・ファンドといっても、投資環境の違いによって大きく三つのタイプがある。欧米でプライベートエクイティやヘッジファンドが減速する中、資本市場における新勢力として、SWFの動向が注目されている。

ソブリン・ウェルス・ファンドとは

ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の定義は論者によってさまざまだが、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、又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（外為特別会計など）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）や、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。

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。それに加えて、従来の多くの「途上国」が外貨準備を、最低限必要といわれる基準¹⁾を大幅に上回って保有していること、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、といった傾向が

図表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、HFRなどの資料よりNRIアメリカ作成

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の合計総資産は今後5年で2兆ドルから5兆ドル規模に達するとされている（図表1）。またSWFのユニバース全体をみると、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、残る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では既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、投資環境（アセットクラス・地域・セクターなどの戦略的戦術的なアロケーション、回転率、代替投資への態度、時間軸）をもとに、大規模ファンドを三つに分類してみた。

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GPIF（政府年金基金）である。原則としてインデックス対比の相対リターン目標を置いており、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環境が重なる点が多い。「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限り、ある程度のエクスポージャー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、特定地域に大幅にベットすることはない。代替投資（HF、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ろうが、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。

NOTE

- 1) 外貨準備の最低必要額については様々な議論があるが、一般的に引用されるものとして Greenspan-Guidotti ルール（一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か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のサーベイより
- 4) ここで言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。

図表2 セグメント別ソブリン・ウェルス・ファンド

スタイル	上位SWF	ファンド規模 (十億ドル)	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 NBIM	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
	(HKMA)(香港)		無	不明
2 長期絶対リターン追求型	ADIA(アブダビ)	650	有	グローバル、新興経済
	GIC(シンガポール)	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
	CIC(中国)	200	無	グローバル
	(SAMA)(サウジ)		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
	テマセック(シンガポール)		有	アジア

(出所) 各種資料よりNRIアメリカ作成

このセグメントの典型例としては、ノルウェーのほか、先進国のSWF(カナダのアルバータ、米国アラスカ、豪、NZなど)が挙げられる。また最近新設のファンドも、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節があるロシアの国家繁栄基金や、韓国KIC、リビア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。貪欲に絶対リターンを追い求め、そのためには伝統的ポートフォリオ投資以外の様々な投資戦略・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。代表的な例がアブダビ(ADIC)およびシンガポール(GIC)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

流動性の高い有価証券へのポートフォリオ投資は原則

として行わず、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分の取得など)を行う。厳密な意味ではSWFではない⁴⁾ものが多い。シンガポールのTemasekとドバイのICDおよびDubai Holdings(日本でも報道されたDICとDIGを傘下にもつ)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ひとつとするファンドが多い。

サブプライム危機後、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中、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。F

Writer's Profile



堀江 大介 Daisuke Horie

NRI アメリカ
シニアリサーチアナリスト
専門はキャピタルマーケット・資産運用
focus@nri.co.jp