

アジアの最新ファイナンス事情② ～「アジア財務戦略」講義から～



九州大学大学院教授
丹羽 由一

1977年 東京大学経済学部卒
日本開発銀行入行。

ハーバード大学客員研究員、大蔵省シニアエコノミスト、
日本経済研究所総務部長、日本政策投資銀行シンガポール
事務所長、えひめ地域政策研究センター常務理事を経て
2008年より現職。

前回に続き、九州大学経済学研究院・ビジネススクールで開講中の福岡銀行連携講義「アジア財務戦略」から、実務家の皆様向けにいくつかポイントをご紹介します。力強さと不透明さが共存するアジアの経済・金融情勢、ビジネス環境などについてご認識を深めていただければ幸いです。

世界を席卷するアジアマネー

先進諸国がデフレと需給ギャップに苦しむなか、アジアは目下世界の成長センターとしての地位を確立しましたが、同時にファイナンス面でも急速にプレゼンスを高めています。

世界のマネーフローは、サブプライム問題が表面化した2007年以降量的に縮小を続け、特にリーマンショックの後は資金が逆流している状況です。それまで世界中に展開してきた欧米の投資家が海外投資を引き揚げ、資金が欧米に還流する「リバトリエーション(資金の本国回帰)」が起きているのです。こういった世界的な金融市場の流動性低下により、欧米の金融機関は大手、中小を問わず経営が圧迫され、なかには破綻するところも次々と出てきました。

ここで注目されたのがアジアの政府系ファンド(ソブリン・ウエルス・ファンド: SWF)です。中東諸国のオイルマネーは以前から良く知られていますが、近年は外資準備や財政黒字を原資とする「非資源系」と称されるシンガポールや中国のマネーが、世界中の銀行や不動産に買収攻勢をかけています。これらはいずれも数十兆円単位と巨額で、国家予算に匹敵する規模を有しています(表1)。

表1 世界の主要SWF

ファンド名	資産規模 (億ドル)	設立 (年)	原資
アブダビ投資庁	8,750	1976	資源
ノルウェー年金基金	3,800	1990	資源
シンガポール政府投資公社(GIC)	3,300	1981	非資源
サウジアラビア通貨庁	3,000	1952	資源
クウェート投資庁	2,500	1953	資源
中国投資責任有限公司(CIC)	2,000	2007	非資源
香港金融庁	1,630	1998	非資源
シンガポール・テマセク	1,590	1974	非資源
ロシア国家福祉基金	1,570	2004	資源
オーストラリア将来基金	610	2004	非資源
カタール投資庁	500	2000	資源
リビア投資公社	500	1981	資源
アルジェリア歳入基金	430	2000	資源
アラスカ恒久基金	400	1976	資源
アイルランド年金準備基金	310	2001	非資源
ブルネイ投資庁	300	1983	資源
韓国投資公社	300	2005	非資源

(出所) 講義資料

以下ではアジアのSWFを代表するシンガポールと中国について概観してみましょう。

① シンガポールのSWF

シンガポールは人口わずか460万人、経済規模も福岡県を若干上回る程度の小国ですが、マネーの分野ではニューヨーク、ロンドンと並び世界の最先端を行っています。かつてはかの「村

上ファンド」が東京から逃避した先であり、最近では世界的に有名なファンドマネージャーで大富豪のジム・ロジャースがウォール街から本拠を移した先でもあります。

前回ご紹介しましたように、世界的な投資銀行や格付会社はどこもシンガポールにアジア本部を置いており、金融危機下においてもむしろ資金の逃避先として強い信頼を得ています。また富裕層の資産運用市場としても急拡大を続けており、スイスに代わる地位を得るとの見方があります。さらに多民族国家であるため、昨今注目を集めるインドビジネスやイスラム金融にも強いことから、世界のマネーの集積地として注目されています。

シンガポールはこのような金融センターからの「利益」と、世界のハイテク産業の集積地として稼ぐ「貿易黒字」、さらにCPFと称される国民の「年金積立金」を原資として、2つの巨大なファンドを運用してきました。それが表2に掲載されているGIC(シンガポール政府投資公社)とテマセク(Temasek Holdings)で、前者は主に不動産投資を後者は主に証券投資を通じて国富の増大を図っています。

これらは毎期の運用実績を競う民間の投資ファンドとは基本的に異なり、余剰資金を将来に備えて安全・有利に保有することが目的で、長期保有と分散投資が鉄則です。従って「投機」ではなくあくまで「投資」で、リスク管理とポートフォリオ管理を徹底し、またマイナーシェアが原則で個々のプロジェクトの経営や再生にはタッチしません。その代わりいかに良い物件を底値で買うかが勝負で、例えば主な対日投資物件に限っても(表2) いずれもバブル崩壊や企業破綻などの局面で購入しています。また近年ではシティバンク、メリルリンチ、UBSなど経営不振に陥った金融機関への出資も増えているほか、経営破綻したドバイの大型不動産プロジェクトを物色しているとの情報もあります。

表2 シンガポールSWFの主要対日投資プロジェクト

投資主体	対象	投資先	投資額(億円)
GIC (シンガポール政府投資公社)	企業	日興アセットマネジメント	33
	不動産	汐留シティセンター	1,600
		福岡ホークスタウン	1,000
		松下ロジスティクス物流センター	850
		ウェスティンホテル東京	770
		品川シーサイドビル	425
		川崎テックセンター	150
テマセク (Temasek Holdings)	企業	イー・モバイル	120
		三井生命	200
	不動産	ビビットスクエア	210
		福岡アイランドシティタワー	80
		イズミヤ枚方店	75
		ラパーク瑞江	55
		ヨーカドー千歳店	53

(出所) 講義資料

② 中国のSWF

中国がSWFを手掛けたのは比較的新しく、2007年にいわゆるCIC(中国投資責任有限公司)を設立したことが出発点です。CICは中央銀行である中国人民銀行の外貨準備を原資としてスタートし、その後の外貨準備の積み上がりに伴って運用規模を拡大し、現時点での投資残高は50兆円に達しているとの見方もあります。

そもそも近年の中国経済は、貿易収支も貿易外収支(直接投資など)も黒字という状態が続いています。これはかつての日本が貿易黒字を対外投資や海外旅行支出に回していたのとは異なり、きわめてアンバランスな成長パターンをたどっていると言えます。この結果、中国は米ドル下落とバブル発生という二大リスクを負うことになり、今回のドル安局面で国富の目減りを余儀なくされた上、景気対策として実施した金融緩和や4兆元の公共投資がバブルに火をつけ、株や不動産が急騰しています。CICによる海

外投資は、これを解決するためにもどうしても必要なのです。

またCICは中国政府にとって、さまざまな国家戦略を実現するツールとしても便利です。例えば国内向けには、国有銀行への資本注入や国有企業の上場(民営化)に際しての一時的出資、株価暴落時の公的買い支えといった役割が負わされていますし、対外的には金融危機で経営が傾いた欧米金融機関(英・バークレイズ、米・モルガンスタンレー、米ブラックストーンなど)に出資し国際金融の場での発言権強化を狙っています。さらに最近目立つのが資源関連企業の買収で、例えばスイスのアダックス石油、ブラジルのMXM(鉄鉱石)、オーストラリアのジンダルビー(同)、カナダのトンプソン(同)、カナダのテックリソーシズ(石炭)など、将来的な自国の経済成長と世界的な資源枯渇をにらんだ戦略的な投資が増加しています。

アジアバブルの膨張

皆さんは20年前の日本のバブルの記憶はお持ちでしょうか。今となっては何故あのような高値がまかり通ったのか理解に苦しみますが、当時はすべてが右肩上がりに値上がりすることに大きな疑いも持たず、皆がマンションやゴルフ会員権を「早いもの勝ち」とばかりに買い急いだのです。この結果株価は日経平均で4万円に迫り、大都市圏の地価は6倍に上昇、銀座の土地が同じ面積の1万円札より高くなるとか、日本全土の地価総額が数十倍の面積のアメリカのそれを上回るとか、とにかく異常な現象がいろいろ発生しました。

そして今、中国をはじめとする東アジアでこれが再発しつつあるのです。ここ半年間の日経新聞から記事をいくつか拾ってみましょう。

「香港株、3ヵ月で6割上昇」(6/11付)

香港株式相場が急上昇を続けている。足元の实体经济は悪化を続けているが、世界の金融緩

和であふれた投資マネーが流入し、不況下の株高を演出している。米欧の投資ファンドなどに加え、約4兆元に及ぶ中国の経済刺激策に基づいて供給された大量のマネーが香港に流れ込んでいる模様だ。

「中国・香港、不動産バブル懸念」(7/27付)

中国都市部の不動産市場ではすでに過熱の兆候が出始めた。経済特区がある深セン市の6月の住宅価格は半年前の2倍強に上昇。上期の高級住宅販売は前年同期比で8割増加した。市況回復を牽引するのは、金融緩和で大量に供給されたマネーだ。上期の銀行融資は7.4兆円増え、この大半が不動産と株式市場に流れ込んでいる模様だ。中国マネーは香港の不動産市場にも流入しており、高級住宅の買い手の3割が中国本土の投資家とされる。台湾でも中国マネーの流入による値上がりを見越した買いが集中している。東アジアの不動産高騰の主役は過剰流動性を背景とする投機資金だ。

「中国、バブル退治に迷い - 景気回復に冷や水懸念」(8/6付)

中国政府が経済運営に迷っている。株価は今年に入ってから2倍近くに上昇しバブルが心配され始めているが、再び株安になるのが怖くて思い切った手を打てない。中国人民銀行は株安の犯人にされることを恐れ、あわてて金融緩和の継続を発表したとみられる。

「人民元に切り上げ圧力 - 資産バブルの恐れ」

(10/17付)

人民元に切り上げ圧力が高まっている。回復傾向を強める中国経済への期待から、国内に短期の投機資金が流れ込んでいるためだ。通貨当局は国内の輸出企業を支援する狙いで元売りドル買いの市場介入を強化、元相場の上昇を食い止めている。しかし介入の拡大は国内の過剰流動性を膨らませ、資産バブルやインフレの芽を育てかねないとの懸念も浮上している。

「インド、金融引き締め方向に - インフレ懸念台頭」(10/28付)

インド準備銀行は27日、インフレ懸念に対応するため金融政策を緩和から引き締め方向に転換すると決めた。11月7日から法定流動性準備率を1ポイント引き上げて流動性の供給を抑制する。株価や主要都市の不動産価格が急上昇しており、バブル発生を封じる狙いがある。このほかオーストラリア準備銀行も政策金利の0.25%引き上げを決定。韓国やインドネシアなどでもインフレの懸念が広がり、市場では金融政策を緩和から引き締めへ転じるとの見方が出始めている。

「中国版ナスダック、過熱続く - バブル懸念も再浮上」(11/14付)

中国の深セン証券取引所の新興企業向け市場「創業板」の過熱が続いている。個人マネーを中心に資金流入が続いており、バブル懸念も再浮上している。全銘柄の株価が公募価格を上回って上昇の勢いが強まっている。中国では金融緩和で大量の資金が市場に放出されている一方、投資の対象は限られておりマネーは一か所に集中しやすい。上場するだけで巨額の富を簡単に手にする創業者を見て「まじめに働くのがばかばかしくなった」との声も多く聞かれる。

「中国・インドに投機資金流入 - 株式・不動産価格が高騰」(12/6付)

投資資金流入は今春から本格化。成長への期待が背景にあるが、超低金利の米ドルを使ったキャリー取引も目立つ。アジアの株価は今春から、不動産は夏以降急上昇を続け、香港では高級住宅価格が年初から4割近く上昇、インドでも「不動産への資金流入が止まらない」(インド準備銀行)。

「香港で不動産高騰 - 外資流入、バブル懸念も」

(1/4付)

香港で不動産市況の過熱感が高まっている。高級住宅価格は昨年1年間で3割も上昇、1室

50億円もするマンションが売れた。各国の金融緩和であふれたマネーが流れ込み、不動産価格は実需を離れた水準にある。バブル崩壊を警戒する声も出ている。

「ベトナム、インフレ懸念」(1/7付)

ベトナムでインフレ懸念が強まっている。12月の消費者物価指数は前年比で過去最大の上げ幅となり、ベトナム国家銀行は12月から政策金利を1%引き上げ、金融引き締めへ踏み切った。

「中国、預金準備率上げ - 緩和策を修正」(1/13付)

中国人民銀行は12日、市中銀行から強制的に預かる資金の比率を示す預金準備率を0.5%引き上げると発表した。カネ余りの深刻化で資産バブルやインフレの懸念が台頭しており、市中に出回る過剰な資金の吸収を強化する姿勢を鮮明にする。

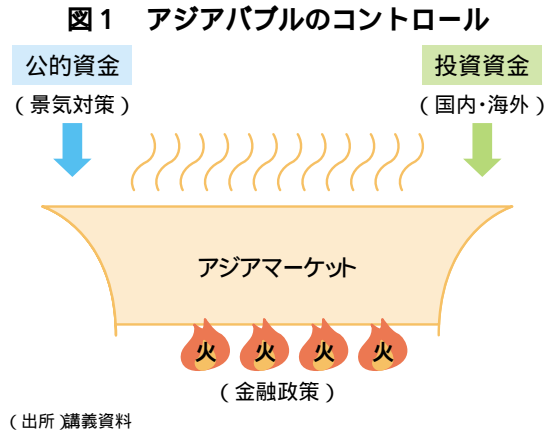
「印中銀、現金準備率上げ - インフレ警戒」

(1/30付)

インド準備銀行がインフレ警戒姿勢を強めている。29日の政策決定会合で、流通する資金量を管理する現金準備率を0.75%引き上げると決めた。市場から余剰資金を吸い上げ物価上昇を抑制する。

以上の記事からおわकारの通り、アジア各国の金融当局はいま景気浮揚とバブル退治の板ばさみのなかで、なんとかこれをコントロールしようと試行錯誤しています。料理に例えるなら(図1)、鍋(市場)は公的資金により口元まで一杯でしかもすでに沸騰し始めており、そこへさらに追加の材料(投資資金)が投げ込まれています。そこで仕方なく火加減(金利)を調節し、吹きこぼれるのをかろうじて防いでいるという状態です。さらに過熱した場合は汁を掬いとる(売りオペ)とか、材料の投入を止めさせる(貸出規制)とかの対策が必要となりますが、あまりやりすぎると料理が冷えて(景気後退)元も子もなくなってしまいます。特に中国では失業者の増大が暴動など政治的なりスクにつながるため、

店主は店を守るためには少々吹きこぼれても商売を優先するでしょう。従って客としてはあまり鍋に近づかず、火傷に注意することが求められます。



アジアでの財務戦略はどうすべきか

最後にアジアに展開する日系企業の財務戦略について考えてみましょう。企業でも家計でもお金の管理のポイントは次の3点です。

① 効率性 (Efficiency)

いかに「最小の金額で最大の利益を得るか」ということで、運転資金であればオペレーションサイクル（売掛・在庫・買掛）の短縮や手元資金の統合運用などが、設備資金であれば資本コストを上回る回収スキームが重要です。現代における企業の目的が「企業価値の最大化」にあるとすれば、資金効率はそのベースとなるものです。

② 流動性 (Liquidity)

日々の決済や社債償還など資金繰りにある程度余裕を持たせ、絶対に資金ショートに陥らないようにすることで、借入金の期間管理や余資運用の弾力化などが求められます。なお効率性と流動性は多くの場合二律背反し、例えばリーマンショックの直後は世界的な流動性低下局面に入ったため、各社とも資金効率を犠牲にして手元資金をなるべく多く保有するという行動に出ました。

③ リスク管理 (Risk Management)

お金にはさまざまなリスクがつきものです。大きく分ければ取引・運用にかかわる為替や金利などのマーケットリスク、取引先のデフォルトやリスケといったクレジットリスク、当局から思わぬ税金を課せられるタックスリスクが主なものです。もちろん家計と同じく、盗難、詐欺、紛失などの基本的なリスクもあります。

従って各社のCFO(Chief Financial Officer：財務の最高責任者)は、常にこれらのポイントを押さえつつ資金の効率的、流動的かつ安全な運用に心を砕いている訳です。特に近年におけるグローバル化の局面においては、各国に散らばる自社の資金を一元的に管理することが大きな意味を持つようになってきました。すなわちクロスボーダー取引を国内取引のようにオンタイムで把握し自在にコントロールできれば、コストもリスクも大きく低減させることができます。その典型がCMS(Cash Management System)と称されるもので、企業全体の資金をITなどを駆使してオンラインで集中管理し、資金効率と安全性の最大化を図っています。具体的なツールとしては「プーリング」や「ネットィング」が代表的なもので、前者はグループ企業の資金管理を一カ所(例えばシンガポール支社)に集約し、グループ全体の負債および総資産を圧縮するものです。また後者はグループ企業相互の債権債務を相殺し、決済を削減することで為替・送金手数料の節減と為替リスクの低減を図るものです。実際2007年にグローバル財務プラットフォームを構築したパナソニックのケースでは、各種手数料の削減や資金運用効率の改善により年間30億円のコストが削減されています。またこれらCMSの導入によりグループをオンタイムでビジュアル管理できるため、本社によるモニタリングや経営判断の迅速化など、経営自体へのプラス効果も期待できます。しかし目をアジアに転じてみますと、このようなCMSの導

入には依然として多くの障害が存在しています（図2）。

例えばまず現地法人を設立しようとしても、国ごとに業種や出資比率、資本金規模などの規制があり、また利益の本国への配当についても中国などは額を制限しています。グループ内の資金のやりとりに関しても、中国やベトナムは親子企業間の貸付を禁止していますし、そもそも中国などは為替取引に厳しい制約を課しているのでプーリングやネットィングは不可能です。さらにこれらをサポートしてくれる銀行（邦銀）に関しても、現地国の様々な事業規制によりサービスが制約されています。

この結果パナソニック、ソニー、日産といったグローバル企業においてさえ、アジアにおけるCMSはまだ100%は達成されておらず、とりあえずシンガポールの地域統括会社・RHQ（Regional Head Quarter）で香港、フィリピン、インドネシア、オーストラリアなどを統括し、中国、ベトナム、タイ、マレーシアなどは個別に資金管理をしているのが現状です。

では将来的にアジア全域でCMSが可能になる日は来るのでしょうか。基本的な解決策としては各国が規制を撤廃し、最終的にEUのような単一経済圏で共通通貨を持つ形になればもちろん可能です。しかしアジア各国の政治情勢や多様性、経済発展段階の格差などを考えるとこれは限りなく不可能です。すると次善のソリューションとしては、例にあげたグローバル企業のように企業ごとに財務システムを構築し、効率化を図っていくしかありません。しかしこれが可能なのはごく一部の巨大企業に限られますので、一般の企業としては取引銀行のサポートが唯一の頼りです。アジアではHSBCやスタンダードチャータードなど、各国に強力な支店網を有しこれらの資金管理サービスを提供している銀行がすでに存在していますが、今後は邦銀各行においても日系企業向けの現地財務サポートサービスをより拡充していくことが予想されます。現地においても日本国内と同様に、取引銀行と二人三脚で財務戦略を構築されることが重要です。

図2 アジア財務戦略の諸課題

