

第3節 SWFの台頭とその影響

世界の金融資本市場における投資主体として、前節でみたヘッジファンドやPEファンドに加えて、近年、資源国、新興国における外貨の蓄積を背景にソブリン・ウェルス・ファンド（Sovereign Wealth Fund, 以下、「SWF」という。）と呼ばれる政府所有の投資ファンドの存在感が増している。これまでの外貨準備の運用に代わってSWFの活用が進むことで、新興国からアメリカ等の先進国への資金フローにおいて質的な変化をもたらす可能性もある。本節では、SWFの動向と資金フローに与える影響について掘り下げて考察する。

1. SWFの台頭

投資主体として存在感を増すSWF

SWFについては、一つの決まった定義はないが、例えば、アメリカ財務省は、「外国為替資産によって資金調達され、中央銀行又は財務省等金融当局の外貨準備とは切り離されて運営される政府所有の投資ファンド」と定義している³³。

SWFの歴史は決して浅いものではなく、例えば、クウェートのファンドのように50年以上の歴史を持つものもあるが、2000年代に入って、資源価格の高騰や新興国における経常黒字の拡大の中で、資源国や新興国等でSWFを設立する動きが多くみられるようになってきている（第1-3-1表）。また、その間、SWFが運用する資産規模も増加しており、世界の金融資本市場における投資主体として存在感を増している（第1-3-2図）。ただ、現状では、その運用資産は一部の主要なファンドに集中しており、それ以外の個々のファンドの資産規模はそれほど大きくはない。

³³ アメリカ財務省（2007）。なお、IMFによる国際収支統計上の整理として、SWFの資産が金融当局によっていつでも利用可能であり、かつ、非居住者に対する流動性の高い外国通貨建ての資産である場合、SWFの外貨資産は外貨準備（reserve assets）として扱われる（IMF（2007c）参照）。

第1-3-1表 主要なソブリン・ウェルス・ファンドの資金源と運用資産額

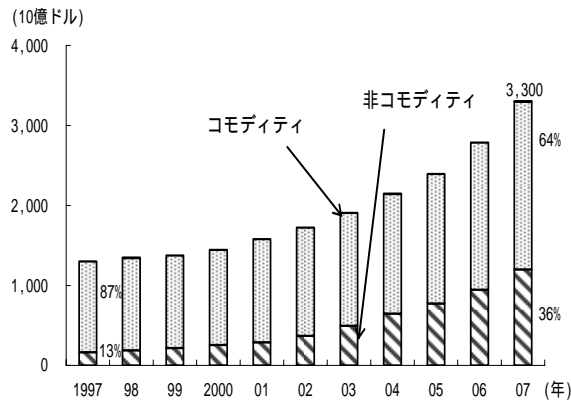
国名	ファンド名	資金源	設立年次	運用資産残高(億ドル)
クウェート	クウェート投資庁など	コモディティ	1953	2,500
シンガポール	テマセク・ホールディングス	非コモディティ	1974	1,570
アラブ首長国連邦	アブダビ投資庁(ADIA)他	コモディティ	1976	8,750
アメリカ(アラスカ)	アラスカ永久準備基金	コモディティ	1976	400
カナダ	アルパータ財産貯蓄信託基金	コモディティ	1976	160
リビア	リビア・アラブ投資会社	コモディティ	1981	500
シンガポール	政府投資公社(GIC)	非コモディティ	1981	1,000以上
ブルネイ	ブルネイ投資庁一般準備基金	コモディティ	1983	300
ノルウェー	政府年金基金	コモディティ	1990	3,800
マレーシア	カザナ国家	非コモディティ	1993	260
ボツワナ	プーラ・ファンド	コモディティ	1993	500以上
中国(香港)	香港通過管理局 投資ポートフェリオ	非コモディティ	1998	1,630
カザフスタン	国家基金	コモディティ	2000	220
アルジェリア	Revenue Regulation Fund	コモディティ	2000	430
台湾	国家安定化基金	非コモディティ	2000	150
アイルランド	年金準備基金	非コモディティ	2001	310
アラブ首長国連邦	ムバダラ開発会社	コモディティ	2002	100
アラブ首長国連邦	イステイマール	コモディティ	2003	80
アラブ首長国連邦	ドバイ国際キャピタル	コモディティ	2004	60
オーストラリア	豪州未来基金	非コモディティ	2004	610
ロシア	石油安定化基金(*)	コモディティ	2004	1,570
韓国	韓国投資公社	非コモディティ	2005	300
カタール	カタール投資庁	コモディティ	2005	500
ベネズエラ	国家開発基金	コモディティ	2005	150
チリ	経済社会安定化基金	コモディティ	2006	983
チリ	年金準備基金	コモディティ	2006	137
中国	中国投資有限責任公司	非コモディティ	2007	2,000
サウジアラビア	サウジアラビア通貨庁	コモディティ	n/a	3,000
合計				31,970億ドル以上

(備考) 1. SWF Institut、I F S L 推定、U.S. Congress Joint Economic Committee、I M F、Morgan Stanley等より作成。
 2. 石油安定化基金(*)は、08年に「国家福祉基金、及び準備基金」に改組。

S W F を保有する国の地域分布をその保有資産のシェアで見ると、中東が半分近く、アジアが3割となっており、この2地域で約7割を占めている(第1-3-3図)。これらの地域の経常収支の動向をみると、2000年代に入って中東及び新興アジア³⁴ともに経常黒字が急速に増加している(第1-3-4図)。こうしたなかで、これらの地域で外貨の蓄積が進み、S W F を活用した外貨資産の運用が増加したと考えられる。以下では、この2地域について、外貨資産の蓄積とS W F の活用との関係についてみてみたい。

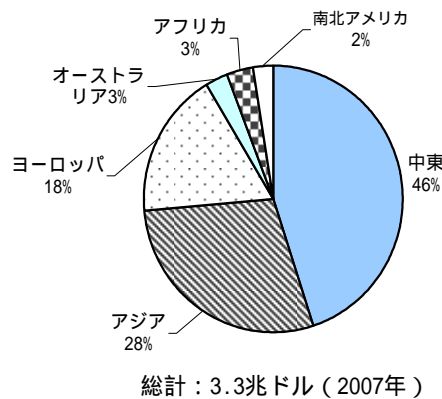
³⁴ 中東には、バーレーン、エジプト、イラン、ヨルダン、クウェート、レバノン、リビア、オマーン、カタール、サウジアラビア、シリア、アラブ首長国連邦、イエメンの13か国が含まれる。新興アジアには、バングラデシュ、ブータン、カンボジア、中国、フィジー、インド、インドネシア、キリバス、ラオス、マレーシア、モルディブ、ミャンマー、ネパール、パキスタン、パプアニューギニア、フィリピン、サモア、ソロモン諸島、スリランカ、タイ、トンガ、バヌアツ、ベトナムの23か国が含まれる。

第1-3-2図 SWFの資産規模の推移



(備考) I F S Lより作成。

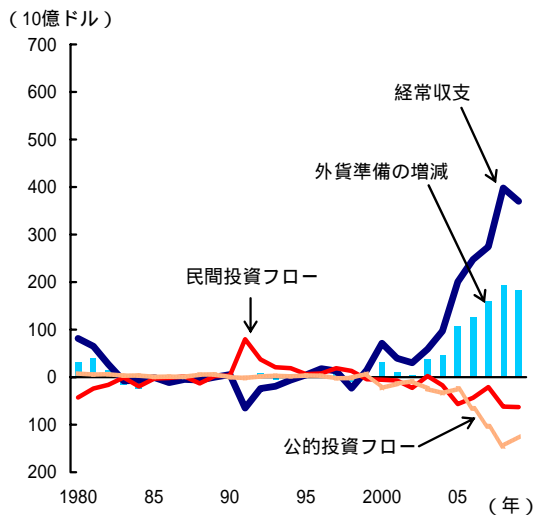
第1-3-3図 SWFの地理的分布



(備考) I F S Lより作成。

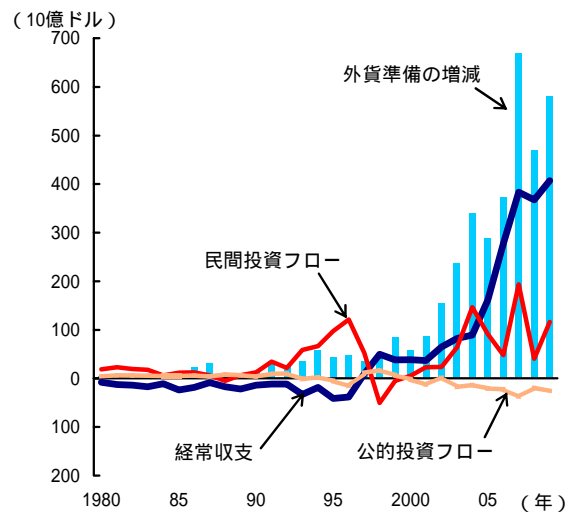
第1-3-4図 中東、アジアにおける経常収支と外貨準備の推移

(1) 中東における経常収支と外貨準備の推移



(備考) I M Fより作成。

(2) 新興アジアにおける経常収支と外貨準備の推移

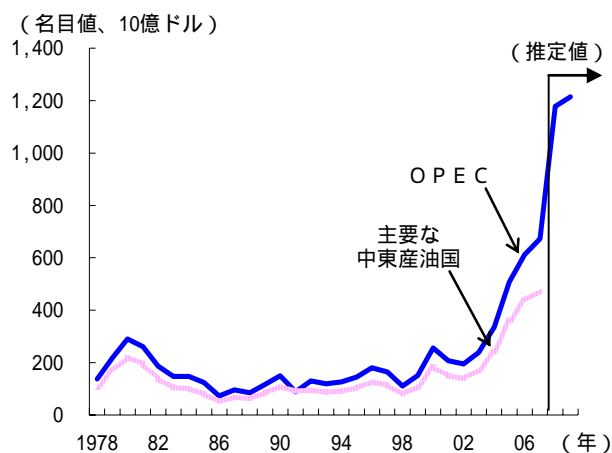


まず、中東では、近年の原油価格の上昇を背景として原油輸出所得が拡大している(第1-3-5図)。中東では、国内の投資率が20%強と欧米諸国並みにとどまり、ほかの新興国に比べ低いことから、原油輸出による所得増が対外資産への投資に振り向けられやすい。前掲の第1-3-4図をみても、民間・公的部門ともに資金の純流出が増加している³⁵。このため、原油価格の上昇等によって対外資産の保有額も増加しており、

³⁵ 中東のソブリン・ウェルス・ファンドの資金フローは、必ずしも国際収支統計で捕捉できていない部分が多いとの指摘もある(重藤(2007a))。

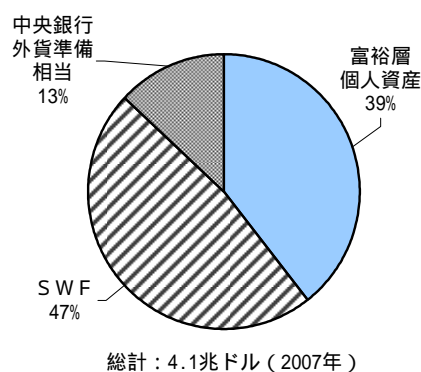
Mckinsey & Company (2008) の推計では 06 年末時点で 1.9 兆ドルに達したとされている。中東の場合は、新興アジアとは異なり金融当局による外貨準備の保有割合はそれほど高くはなく、SWF または富裕層による対外投資が主流である(第 1-3-6 図)。特に、アラブ首長国連邦やクウェートでは SWF の対外資産保有のシェアは 7 ~ 8 割と高く、富裕層の保有シェアが高いサウジアラビアでも SWF はおよそ半分の保有シェアを占めている。

第1-3-5図 産油国の純原油輸出所得の推移



- (備考) 1. アメリカエネルギー省より作成。
 2. 主要な中東産油国とは、イラン、イラク、クウェート、リビア、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦。

第1-3-6図 産油国の海外投資資産の運用



(備考) I F S L より作成。

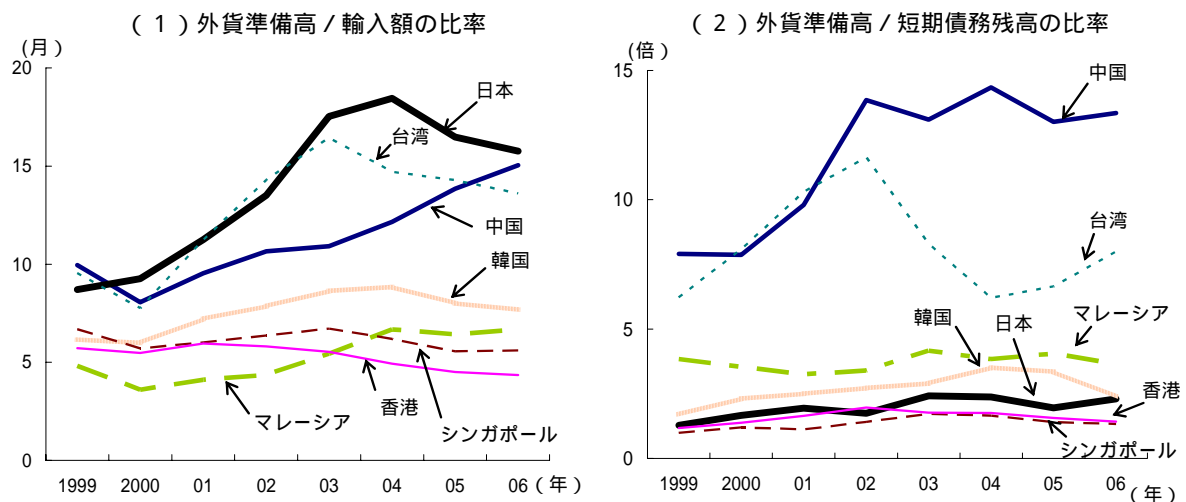
一方、新興アジアでは、経常黒字に加えて民間部門の資金が純流入しており、自国通貨高の抑制のために行った為替介入等によって外貨準備は経常黒字を上回って増加している。外貨準備の適正規模をはかる目安として、3 か月分の輸入額をカバーしているかどうか一つの基準となっている³⁶ が、外貨準備と輸入額の比率をみると、中国、台湾等では 10 か月分以上の輸入額に相当する外貨準備があり、韓国、マレーシア、シンガポール等でも 3 か月分の輸入額を超えて推移している(第 1-3-7 図)。また、アジア通貨危機に生じたような短期債務の引揚げに対応できるかという観点から注目されるものとして、外貨準備が短期債務残高を 100%カバーしているかどうかという基準 (Guidotti - Greenspan Rule) もあるが、これによると、中国では短期債務の 10 倍以上の外貨準備を保有しているとみられ、それ以外の国でも外貨準備は短期債務残高を超過している。アジア諸国においては、アジア通貨危機の経験を踏まえ十分な外貨準備

³⁶ I M F (2000)

備を維持する観点から、上述の適正規模の目安を超える外貨準備を保有し続けることも考えられるが、中国、台湾、韓国等の一部の国では、外貨準備の蓄積によって一定の余剰分が発生しているものと考えられる。こうした外貨準備の積み上がりを背景に、必要額を超過した部分を外貨準備から切り離し、その運用のためにSWFを活用する動きが広がっている。

IMFの将来予測によれば、新興アジア及び中東の経常黒字は高水準を維持すると見込まれており、2012年までにSWFの資産規模は約12兆ドルに拡大するとされている³⁷。

第1-3-7図 外貨準備の適正水準との比較



(備考) BIS-IMF-OECD-WB Statistics on External Debt、IMFより作成。

2. SWFの資産運用とその影響

ここでは、SWFによる資産運用の拡大がグローバルな資金フローにどのような影響をもたらしているのかを考察する。

SWFの資産運用の目的

SWFは、その運用資産となる外貨の原資によって、石油等の資源輸出によって得た外貨資金を元に設立されたもの(コモディティー型)³⁸と、為替介入等を通して蓄積された外貨準備を元に設立されたもの(非コモディティー型)と大きく二つに分けられる。

³⁷ IMF (2007c)

³⁸ 中東等の産油国では、天然資源は国家が所有しており、石油輸出収入の大半は政府の収入となる(谷内(2008)参照)。

中東等の資源国のSWFにおいては、資源価格の変動による経済や財政収支への影響の安定化や、有限資源から得られる収入の将来世代への貯蓄等が資産運用の目的となっている。近年の資産価格の高騰を背景に、後者の貯蓄ファンドとしての役割が増している指摘されている³⁹。

一方、必要額を超過した外貨準備を原資とする新興アジア等のSWFにおいては、その効率的な運用が主要な目的となっている（詳細は「コラム：中国投資有限責任公司（中国版SWF）の設立」を参照）。

SWFの資産運用の影響

SWFは、外貨準備と比較して、リスク許容度が高く、より長期の運用が可能とされている。外貨準備の場合は、海外からの資金の引揚げ等の不測の事態に備えて、安全性や流動性に富んだ資産で運用することが求められる。一方、SWFの場合は、将来世代への資源収入の貯蓄や過剰に蓄積された外貨の効率的な運用が目的であるため、より市場のリスク・リターンに即した収益の最大化を目指すこともできる。

ただし、外貨準備から切り離されたファンドにおいては、外貨準備の蓄積の過程で実施された為替介入によって、政府は外貨資産と同時に介入資金の調達に当たって発行した債務も負っているため、外貨建ての資源収入が直接ファンド財源となる資源国のSWFと比べて、資産・負債双方を考慮に入れた資産運用を注意深く行っていく必要がある。

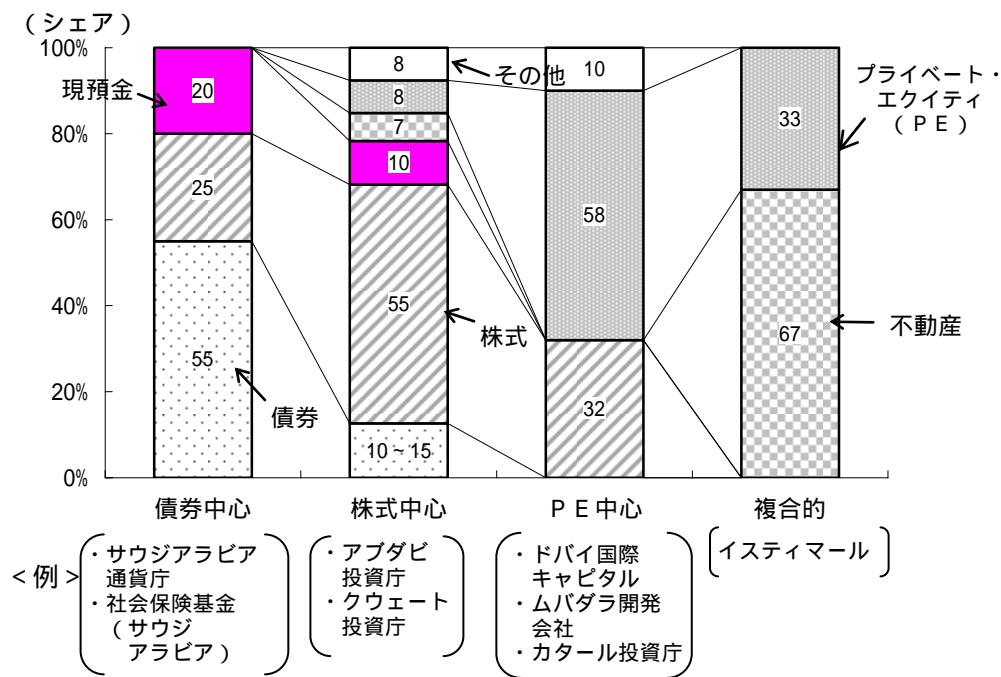
また、IMF（2007c）は、SWFの目的に応じて資産運用におけるリスク許容度や戦略の違いがあるとしており、例えば、資源価格の変動に伴う経済や財政収支の変動の安定化を目的としたファンドは、ほかの目的のSWFに比べて比較的中短期かつ保守的な資産運用がとられる傾向がある一方、将来世代への貯蓄を目的としたファンドはより長期の資産運用を行い、リターンの短期的な振れに対してより寛容という傾向があると指摘している。

SWFがどのような金融商品に資産運用を振り分けているかについては、ファンドによって公開情報の程度が大きく異なるため、その全体像は必ずしも明確ではないが、国債だけでなく、政府機関債や資産担保証券、社債、株式に加え、デリバティブ商品、オルタナティブ商品にも関与するもの、M&A等の直接投資や不動産投資を行うものもある。例えば、サウジアラビア通貨庁では債券投資が5割強を占めており、その他は銀行預金と株式に資金を配分しているのに対し、アブダビ投資庁では株式投資の割合が5割超と大きく、さらに不動産投資やプライベート・エクイティ等のオルタナテ

³⁹ IMF（2007c）

イブ投資を幅広く手がけるなど、同じ資源国のSWFであっても資産運用の方法はファンドによって大きく異なることが分かる（第1-3-8図）。

第1-3-8図 中東諸国のSWFのポートフォリオ

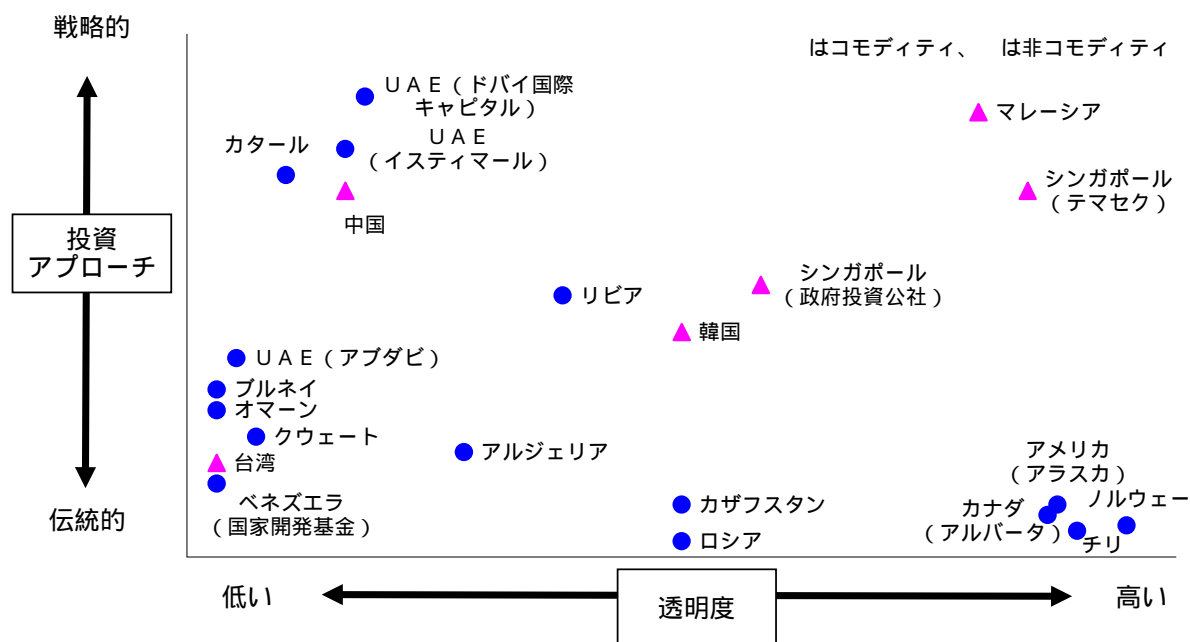


(備考) McKinsey&Company (2008b) より作成。

アメリカ両院合同経済委員会 (Joint Economic Committee (2008)) では、資産運用の方法に従って、企業の経営への関与を求めずリターンの最大化を第一の目標とする伝統的なポートフォリオ型のファンドと、リターン最大化だけでなく企業経営への参画も目指すストラテジック型のファンドの二つに分けている。2000年代に入って設立されたSWFの中には、例えばアラブ首長国連邦のイスティマールやドバイ国際キャピタル、カタール投資庁等、ストラテジック型の戦略をとるファンドがみられており、その資産運用の透明性も高くないことから、投資受入側の警戒感を高める要因となっている⁴⁰ (第1-3-9図)。

⁴⁰ McKinsey&Company (2008b) では、湾岸協力会議 (GCC) 諸国の対外投資戦略にみられる変化として、収益率のみに着目するのではなく、自国のスキルの向上、技術移転、自国産業の多様化等につながる対外投資を重視する傾向にあることや、ファンドの運用を外部のファンドマネージャーに委託したり、ファンド・オブ・ファンズへの投資に振り向けるのではなく、運用に直接的に関与する内部運用型にシフトする傾向にあることなどを挙げている。また、投資先として欧米諸国から新興国へとシフトする動きもあるとしている。

第1-3-9図 SWFにおける投資アプローチと透明度



(備考) Standard Charteredより作成。

資源国・新興国の経常黒字はそれぞれ資源価格の上昇や輸出拡大等を背景に引き続き高水準を維持しており、今後も金融資本市場においてSWFは重要な投資主体としての役割を担うものと期待される。特に、SWFは、外貨準備に比べて運用手段が多様化しているため、投資資金が幅広い市場に流れ金融資本市場の安定化・活性化に寄与する可能性があることや、基本的に市場からの資金調達にそれほど依存していないため⁴¹、タイトな信用状況下においても投資活動を引き締める必要がなく資金供給を続けることが可能であり、金融資本市場の下支えとなることなどが考えられる。また、新興アジアや中東等で、外貨準備に代わってSWFを活用する動きが進むことによって、これまで米国債に流入していた資金フローがより多様な国の多様な資産に向かう可能性がある。この場合、ドルレートに対する減価圧力や米国債金利に対する上昇圧力となってグローバル・インバランスの是正に寄与する可能性も考えられる⁴²。

コラム：中国投資有限責任公司（中国版SWF）の設立

背景等

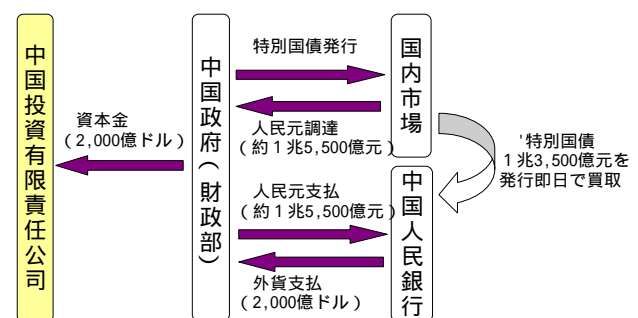
⁴¹ SWFの中でも、特に近年参入してきた新しいファンド等では、借入れ等によってレバレッジをかけて運用効率を高めているものもあり、外部からの資金調達に全く依存していないわけではない。

⁴² 例えばGieve (2008) を参照。

2007年9月、中国において外貨準備の運用を目的とした「中国投資有限責任公司（China Investment Corporation：C I C）」が設立された。中国政府は、同年8月から12月にかけて合計1兆5,500億元となる特別国債を発行して人民元を調達し、それを中国人民銀行（中央銀行）保有の外貨と交換することで、2,000億ドルの外貨を調達し、これを資本金としてC I Cを設立した（表1）。

表1 中国：特別国債の発行（2007年）

	発行規模	期間	利率
第1期（8月29日）	6,000億元	10年	4.30%
第2期（9月17日）	319.7億元	15年	4.68%
第3期（9月21日）	350.9億元	10年	4.46%
第4期（9月28日）	363.2億元	15年	4.55%
第5期（11月2日）	349.7億元	10年	4.49%
第6期（11月16日）	355.6億元	15年	4.69%
第7期（12月11日）	263.18億元	10年	4.41%
第8期（12月14日）	7,500億元	15年	4.45%



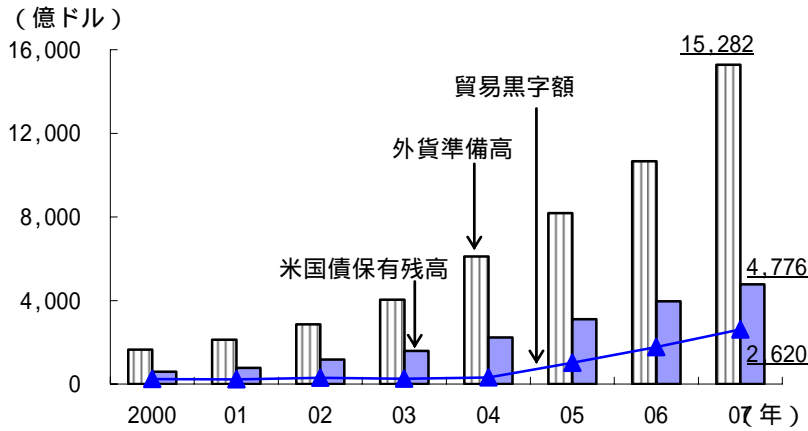
（備考）第1～8期で総額約1兆5,500億元（2,000億ドル相当）の特別国債を発行。銀行引受シンジケート団に対して発行し、市中消化を行った。ただし、第1期と第8期（ ）の発行は、いったん国内商業銀行（報道では中国農業銀行）が引き受けた後、即日中国人民銀行が満額買入れを行った。

公表された同会社の投資方針によると、資本金2,000億ドルは、a.中央匯金投資公司の買収、b.中国農業銀行、国家開發銀行への資本注入、c.海外の金融資本市場への投資、にそれぞれ約3分の1ずつ配分することとされている。同会社の設立について、温家宝首相は「この投資会社を設立した最大の目的は、外貨を合理的に運用することおよび安全性を保つことだ」と述べている。

米国債の利回り低下と借入れコストで、C I Cは大きな収益圧力に直面

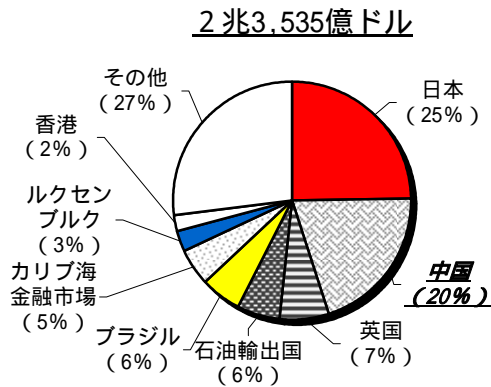
中国の外貨準備は貿易黒字の拡大を背景に急増し、07年末時点で1兆5,282億ドルと世界一の水準となっている（図2）。外貨準備高のうち少なくとも3割以上は米国債で運用しているとみられ、米国債の保有額は07年末時点で日本に次ぐ世界第二位となっている（図3）。

図2 中国：貿易黒字、外貨準備高及び米国債保有残高の推移



(備考) アメリカ財務省、中国国家统计局及び中国人民銀行より作成。

図3 各国・地域の米国債保有状況 (2007年末)

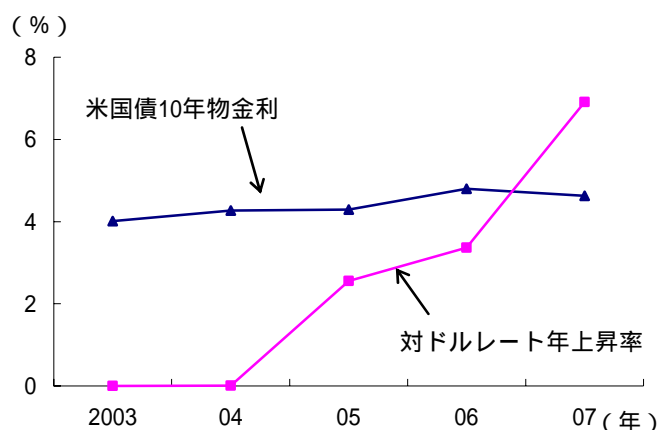


(備考) 1. アメリカ財務省より作成。

2. 石油輸出国は、エクアドル、ベネズエラ、インドネシア、パーレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、アルジェリア、ガボン、リビア及びナイジェリア。

ただし、米国債への投資は低リスクだが、資本金の調達コストや人民元の増価ペース等にかんがみると米国債の利回りでは十分にカバーし切れないと考えられ(表1、図4) 米国債による運用の見直しが求められている。

図4 人民元の対ドルレート年上昇率と米国債10年物金利の推移



(備考) F R B、中国人民銀行より作成。

C I Cの楼繼偉C E Oは「特別国債の利子率5%程度、人民元高5%(対ドル)等を勘案すると、外貨運用は、対米投資では10%以上の利回りが必要となり、そのプレッシャーは大きい」と述べており、今後C I Cの外貨投資においては、保守的な金融商品というより、ミドルリスク・ミドルリターン以上の金融商品への投資が選好されるものとみられる。

SWFによる欧米金融機関の資本増強

SWFが金融資本市場の安定化に寄与した事例として、今回のサブプライム住宅ローン問題に際し、大きな損失を被り自己資本を毀損した欧米の主要金融機関に対し資本増強の支援を行ったことが挙げられる。07年11月から08年2月まででみると、SWFから主要金融機関への出資額は410億ドルに達し、当該機関の資本増強の4割を占めているとされている⁴³。こうした資本増強は、主要金融機関で発生しうる信用収縮の抑制を通じて今回の金融危機におけるショックアブソーバーとして機能した。

ただし、欧米主要銀行への投資は今回のサブプライム住宅ローン問題が発生する以前から進められており、その背景には、新興国が自国の金融セクターの強化を図る上で、アジアや中東で事業展開している欧米金融機関への出資を積極的に進めていることも指摘されている⁴⁴。

⁴³ I M F (2008a)

⁴⁴ 重藤 (2007c)

3. SWFをめぐる議論

欧米及び国際機関における議論

SWFについては、資産の運用状況、ガバナンスの在り方が不透明な部分も多く、投資受入国においてSWFを警戒する動きも一部にみられる。また、政府が所有するファンドであるため、その投資活動に政治的な意図が含まれる可能性があることも警戒を強める要因となっている。

このため、IMFや経済協力開発機構（以下、OECDという。）といった国際機関においては、SWFの国境を越える投資活動について国際的な規範が必要として、SWFに関するベストプラクティスの作成を進めている。

IMFでは、07年10月以降、SWFに関するベストプラクティスの作成に向けて取り組みが進められており、08年3月には、理事会において加盟国やSWFと協力して、自発的なベストプラクティスを作成することが正式に承認された。08年10月に開催される年次総会までに、SWFの公的ガバナンスや透明性、説明責任の原則といった課題を網羅した草案の作成が目指されている。一方、先進諸国で構成されるOECDでは、SWFに対し公正で透明性の高い投資受入れの枠組みを保証するため、投資受入国における投資政策や規制のベストプラクティスの作成が進められている。IMF、OECDの両機関において、相互に協調しながら作業が進められており、4月11日に開催されたG7（主要7か国財務相・中央銀行総裁会議）の共同声明においても、「投資の開放性に関するOECDの作業及び10月の総会までにSWFのベストプラクティスを策定するとのIMFのコミットメントを賞賛する」と評価されている。

こうしたなか、アメリカやヨーロッパでは、SWFによる投資は金融資本市場の安定に寄与するものとして基本的に歓迎されているが、一部に警戒感や心理的な反発もみられており、SWFの投資活動における政治目的の排除や情報開示の促進を求めるといった動きもある。最大のSWFの投資受入国であるアメリカでは、08年3月20日に、SWFを保有するシンガポール及びアラブ首長国連邦のアブダビ首長国との間で、SWFに係る政策原則について合意がなされた。具体的には、SWFの投資活動は、政府の政治的な目的の達成に直接、間接にかかわるものではなく、純粋に商業的な見地に基づいて行われるべきとし、投資の目的や財務状況等に関する情報開示の拡充や、強固なガバナンス、リスク管理の体制整備を図るべきなどとしている。一方、受入側では、保護主義的な障壁を設けるべきではないとし、国内外で差別することなく投資家の決定を尊重すべきなどとしている。

ヨーロッパでは、08年2月27日に、欧州委員会によって、EU加盟国が保護主義に

陥らず開放された投資環境を維持する一方、S W Fの投資に対する透明性や予測可能性、説明責任を高めるために共通のアプローチをとることを求めた政策提案が発表され、3月の欧州理事会において承認されている。

世界の金融資本市場におけるS W Fの影響力は今後も高まっていくと考えられるが、政府所有のファンドであることなどを踏まえると、より一層の透明性や説明責任が求められる。ただし、他の投資主体と比べて過度に抑制的な要件、手続き等をS W Fに求めれば、逆にグローバルな資金フローの安定した拡大を損ねるおそれもあることから、S W Fの投資活動に関しては、国際機関が策定するベストプラクティスを参照しつつ、投資受入国とS W Fの所有国との間で自発的な意見交換を経て自主的な投資原則の合意がなされることが望ましいと考えられる。

我が国における議論

我が国においても、資源国や新興国のS W Fからの投資をどのように受け入れていくのかという議論がある。S W Fを含め対日投資の拡大は金融資本市場の活性化につながる可能性がある。一方、S W Fを通じた外国政府による民間企業活動への介入を懸念する指摘もみられるほか、S W F自身の運用面の不透明性といった問題等を懸念する指摘もある。このため、S W Fを含めた外国からの投資を積極的に受け入れていくことを前提に、国際機関におけるベストプラクティス作成に向けた動きと協調し、S W F所有国に対し透明性向上等を求めていくことが考えられる。

また、金融資本市場においてS W Fの存在感が増す中、外貨準備の運用益や余剰分（常時必要とする外貨準備を上回る部分）に対するS W Fの活用についても議論されている。

我が国における為替介入は、政府短期証券の発行等で得た円資金が原資となっていることから、外貨準備自体は正味資産ではなく、外貨準備と同じ規模の政府債務を負っていることとなる。また、外貨準備は米国債等ドル資産を中心に運用されているものと考えられるため、日本と外国との間の金利差や為替レートの変動に伴うリスクにもさらされている。

こうした高水準に蓄積された外貨準備への対応として、様々な方法が提案され議論されている。まず、外貨準備の必要性と負担するコストやリスクの大きさなどを勘案し、外貨準備を望ましい水準まで圧縮する方法が挙げられる。これにより、外貨準備の保有に伴う債務負担や為替リスクの縮小につながると考えられる。ただし、外貨準備高を圧縮する過程での外貨（ドル）売りによって為替変動が生じる可能性があり、実質的に為替介入を行うのと同じ効果をもたらすことを懸念する指摘もある。

一方、現時点で外貨から円に変換するのではなく、外貨準備の運用の効率化・多様化を図ることで、金利リスクや為替リスクを軽減、分散させるという考え方もある。その中で、外貨運用の自由度を高め投資利回りを向上させるため、アジア諸国のSWFと同様、政府所有の投資ファンドを設立することを検討する動きもみられる。また、そもそも外貨準備の運用によって生じた利子収入を同額の政府短期証券を発行して外国為替資金特別会計に組み入れるという現行の仕組み自体についても、必要以上のリスクをもたらすものとした上で、利子収入は特別会計からは切り離し、新たな債務を発行することなく新設の基金に組み入れて正味資産として運用すべきとの意見もある⁴⁵。

これらの考え方に対し、政府が民間に比べ外貨運用に比較優位があるとはいえないため、政府が国民に対する債務を維持してまで、新たなファンドを設置し外貨運用を多様化するメリットを問う指摘がある。また、仮に外貨運用を民間にアウトソーシングしたとしても、その運用状況によって損失が発生し、国の資産が減少することを懸念する指摘もある。さらに、外貨運用の多様化自体に対して、内外において批判的な意見を喚起する可能性もある。

今後の我が国における外貨準備の在り方をめぐっては、SWFの活用、政府の外貨保有額自体の削減、又は、現行のように外貨準備の適切な運用に努めつつ運用益の一部を一般会計に繰り入れることなど、様々な選択肢が考えられることから、国民的な議論が必要である。いずれにせよ、外貨準備の保有に伴う国民の負担及びリスクの大きさや外貨準備の運用の変更によって発生しうる金融資本市場の変動について慎重な議論が求められる。

⁴⁵ 伊藤(2007)