

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

世界金融危機後の中東湾岸諸国

～経済多角化へ向けた取り組みと投資の変化～

(財) 国際通貨研究所
開発経済調査部 主任研究員
糠谷 英輝
nukaya@iima.or.jp

<要 旨>

- ① 世界金融危機と原油価格の急落というダブルパンチを受けた GCC 諸国経済は厳しい状況に直面することになったが、これまでのオイルマネーの膨大な蓄積を活用し、相対的に軽微な影響に留めることが出来たと言える。
- ② 経済成長が悪化した後も、GCC 諸国は積極的に開発プロジェクトを進めている。脱石油を目指した経済多角化の推進、雇用機会の拡大などを目的としたプロジェクトを選別し、財政資金を投入して優先的に進めている。
- ③ 一方で、休止、延期、取消となるプロジェクトも多いが、プロジェクト実行の最大の課題は資金調達であり、将来を見据えた資本市場の育成も進められている。
- ④ SWF による投資動向にも変化が見られ、国内回帰、安全資産への投資、対外投資の多角化、戦略投資の拡大などの動きが指摘できる。
- ⑤ 戦略投資では、石油関連産業の強化、産業多角化投資、そして食料投資の3つが主なものである。

昨年半ばまで、原油価格の急騰でわが世の春を謳歌していた中東湾岸諸国であるが、世界金融危機と原油価格の急落というダブルパンチを受けて、一転して厳しい経済状況に直面することになった。しかしこれまでのオイルマネーの膨大な蓄積があり、その影響は他国に比べて相対的に軽微なものとみられている。また脱石油に向けた経済多角化、人口増加等に対応したインフラの整備は中東湾岸諸国にとっては必須の課題であり、金融危機を受けた後もその動きは継続している。しかし一方では、世界を席卷した中東マネーの動きには大きな変化が窺われる。

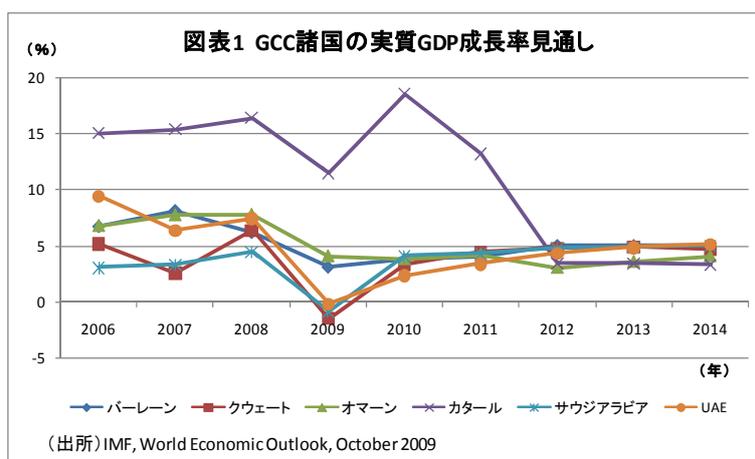
本稿では金融危機を受けた中東湾岸諸国がどのような動きを見せているのか、特に経済多角化への取組み、投資資金の変化に焦点を当てて、その現状を紹介する。なお、本稿で中東湾岸諸国とは湾岸協力会議（GCC）諸国（サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、カタール、バーレーン、オマーンの6カ国）を指す。

1. 中東湾岸諸国の受けたインパクト

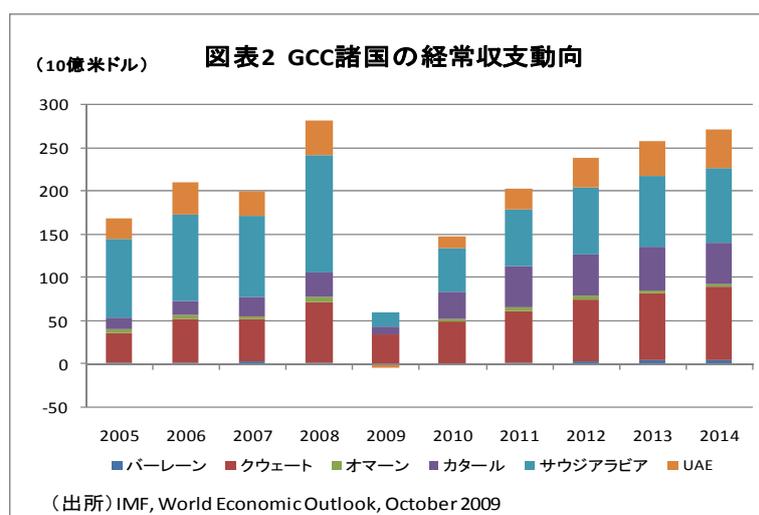
中東湾岸諸国といっても一様に捉えることは出来ない。これまで中東湾岸諸国の中で、繁栄を極めていたアラブ首長国連邦ドバイ首長国（以下、ドバイ）では、バブルの色合いが濃いとみられた不動産開発などが、金融危機の影響をもっとも深刻に受けることになった。外部資金に頼っていたことがその主因である。一方で、産油国であるサウジアラビア、アラブ首長国連邦アブダビ首長国（以下アブダビ）などでは、蓄積されたオイルマネーを使い、金融危機対策を講じた上で必要なプロジェクトを推進しており、金融危機の影響は相対的に少ない。また世界最大のLNG（液化天然ガス）生産国であるカタールは、本年も高成長が予想されている。

IMFの経済見通し（2009年10月）によれば、2009年の実質GDP成長率予測で、GCC諸国の中でもっとも低いのはクウェートの▲1.5%であり、サウジアラビア▲0.9%、アラブ首長国連邦（以下、UAE）▲0.2%がマイナス成長になるものと見込まれている。これに対してカタールは11.5%の高成長が予測されている（図表1）。GCC全体としては2010年から経済は回復に向かい、その後は3～5%程度での安定した経済成長が予想されている。

しかしGCC諸国の経済は原油価格動向に大きく左右され、経済予測は難しく、2009年の成長率に関しても、予測機関によってかなり異なった見通しになっている。例えばサウジアラビアのNCB CAPITALは、2009年のGDPについて、GCC全体で3.6%、サウジアラビア2.3%、UAE3.1%、クウェート2.4%といずれもプラス成長の見通しを発表している。



世界経済に与える影響が大きい経常収支の動向は、IMFによれば、2010年以降、再び黒字額は増加に向かい、2011年には2007年の2,004億ドルを上回る2,034億ドル、さらに2013年には2,500億ドルを超える経常黒字を記録するものと予想されている（図表2）。



GCC 諸国の中では、世界金融危機を受けて、不動産価格の急落、プロジェクトの延期・休止、ファイナンスの悪化といった問題が顕現化したドバイが注目を浴びている。ドバイはGCC 諸国の中でもっとも開放的でレバレッジの高い経済であるため、金融危機の影響をより強く受けたものである。

ドバイの不動産価格の下落に関しては、そもそも統計が整っていないため、発表機関によって、その現状、見通しは一様なものではない。調査機関の発表データの平均ではドバイの不動産価格のピーク時からの下落率はおよそ50%弱に上っている（図表3）。これに対してサウジアラビアでは下落率は10%程度と

低い。UAE では、不動産価格が大幅に下落したことは確かであるが、今回の危機を受けて、開発業者の再編、不動産取引等に関する法整備、金融市場育成策などが進んでおり、世界経済の回復に伴い、再び不動産需要が増加に向かった場合に、これまでより健全な市場の拡大が期待できる状況になってきているとの評価も聞かれる。

ドバイは貿易、観光、サービス産業などで中東地域のハブの役割を担っているが、金融危機後もハブとしてのドバイの重要性は変わらないものとみられる。

ドバイ国際空港の2009年7月の利用客数及び貨物取扱量はそれぞれ前年同月比で12.6%、1.9%増加した。利用客数は2009年6月の同10.3%増に続いて2カ月連続で前年同月比二桁の伸びを記録している。

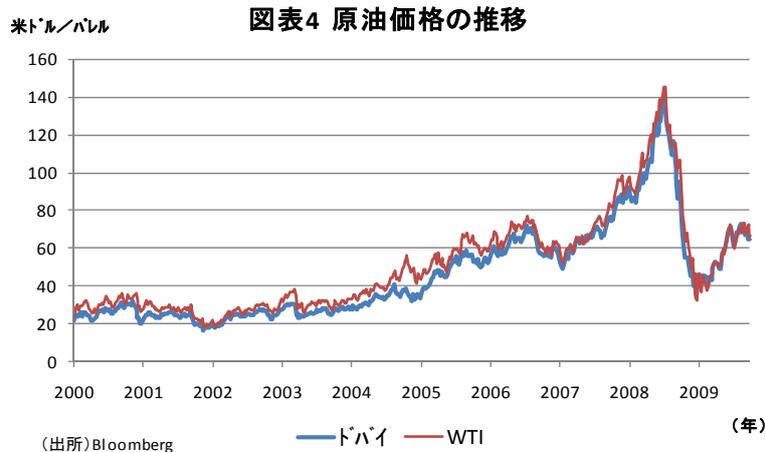
図表3 不動産価格のピーク時からの下落率(2009年9月)

	発表機関	居住用不動産		オフィス
		住宅(Apartments)	別荘(Villas)	
ドバイ	Landmark Advisory	41%	52%	42%
	Colliers International	48%	53%	—
	Deutsche Bank	45%	50%	—
	Asteco	53%	50%	—
	Alineah	49%	33%	53%
	平均	47%	48%	48%
アブダビ	Landmark Advisory	47%		—
カタール	Landmark Advisory	28%		—
	Asteco	30%		—
	Colliers International	17%		27%
	平均	26%		—
バーレーン	Tameer	24%		57%
クウェート	Kuwait Finance House	20%		43%
サウジアラビア	Jones Lang Lasalle	10%		—
	Markaz	—		11%

(出所)Kuwait Financial Centre "Markaz"

世界金融危機と原油価格の下落による影響を被ったGCC諸国経済は、それ以前の原油高騰時に獲得した膨大な余剰資金を利用することによって、早期に経済対策を実施し、一方では経済多角化へ向けた投資を途切れることなく実施している。

原油価格がバレル当たり70ドル程度まで再び上昇し、世界経済も回復に向かいつつあるなか、GCC諸国経済は他国に比べていち早く経済回復を遂げ、豊富なオイルマネーを使った経済開発をさらに加速していくものと予想される(原油価格の推移に関しては図表4参照)。



2. 経済多角化へ向けた取り組み

(1) 経済多角化へ向けたプロジェクトの動向

① インフラ・経済開発に積極的に歳出を向ける GCC 諸国

GCC 諸国においては、世界金融危機を受けた経済成長悪化の局面下でも、多くの開発プロジェクトが進められている。これは脱石油を目指した経済多角化の推進、人口増加に対応した雇用機会の創出という大きな 2 つの目的達成のためである。

プロジェクトの動向に入る前に、GCC 諸国の財政政策について簡単に触れておきたい。GCC 諸国では、開発プロジェクトに関しても、政府並びに国営企業などが大きな役割を担っており、財政政策から政府の開発プロジェクトに対する姿勢が窺えるからである。

アラブ通貨基金（AMF：Arab Monetary Fund）が発表した GCC 諸国の財政動向によれば、GCC 諸国の 2005～2008 年の累積財政黒字額は 5,846 億ドルに上り、このうち 2008 年にその半分近くにのぼる 2,720 億ドルの財政黒字額を記録した。原油価格が上昇を続けたこの時期に、GCC 諸国は大きな貯蓄を蓄え、これが今回の世界金融危機を受けた経済後退下で活かされることになった。

2008 年半ば以降、原油価格が下落に向かい、原油輸出収入が減少する中においても、GCC 諸国は積極的な財政拡大により、経済危機対策を進めるとともに、今後の経済成長のためのインフラ開発等を推進している。

GCC 諸国全般では、主に人材の育成・教育、インフラ開発、原油生産増強に歳出が向けられている。GCC 主要 4 産油国の 2009 年度の財政動向は図表 5 の通りである。

図表5 GCC4カ国の2009年度予算

	歳入 (前年比%)	歳出 (前年比%)	財政収支	前提原油価格 (ドル/バレル)
サウジアラビア	▲62.7	▲6.9	▲650億サウジ・リアル	50以下
UAE(注)	▲34.5	▲2.5	397億UAEディルハム	40(アブダビ)
クウェート	▲59.3	14.7	▲42億クウェート・ディナール	35
カタール	▲14.1	▲1.5	▲58億カタール・リヤル	40

(注)UAEの連邦予算は国営石油会社剰余金、アブダビ投資庁投資収益の国庫回金を含めた国際金融研究所予測ベース。

(出所)各種資料より筆者作成。

原油価格の下落、原油輸出収入の減少により歳入が大きく減少する中であっても、GCC 諸国は高水準の歳出を続ける計画であり、この結果、サウジアラビア、クウェート、カタールでは2009年は赤字予算となっている。しかし予算策定の前提となる原油価格はこれまで通り保守的に見積もられている。現在、国際的な指標となっているWTI原油価格はバレル当たり60～70ドルで推移しており、同水準が継続すれば、図表5の4カ国全てで財政黒字となるものと予想されている。なお、バーレーン、オマーンについては財政がバランスするにはバレル当たり70ドル程度の原油価格が必要であり、本年は財政赤字となるものとみられる。

少し詳しく歳出の内訳を見ると、サウジアラビアは社会開発と雇用創出のためのプロジェクトには優先的に資金を投入することを表明しており、2009年度予算では、新規プロジェクトと既存事業拡張予算として、2,250億サウジ・リアル(歳出の47%強)を計上した。またカタールも2009/10年度予算では歳出の40%強に相当する開発プロジェクト予算を計上しており、この金額は前年度とほぼ同額、インフレ要因を考慮すれば増額にもなるものである。

② 選別の進む開発プロジェクト

世界金融危機を受けて、ドバイの不動産開発を筆頭に、プロジェクトの延期や中止が相次いでいるような印象があるが、GCC 諸国では未だ2兆ドルを上回る開発プロジェクトが進められており、新たなプロジェクトの入札も実施されている。以下、GCC 諸国での開発プロジェクトの動向を概観する。

プロジェクトに関しては、特に大規模プロジェクトでは予定の変更が多く、またコストの変動も大きいいため、正確なプロジェクトの件数や金額を集計することは難しい。そこでいくつかの資料をもとにプロジェクト全体の動向を把握する。

プロジェクトの件数や金額の統計として、もっともよく利用されるものは中東の調査会社であるMEEDが定期的に発表しているデータである。MEEDの発表資料によれば、2009年8月31日時点のGCC 諸国並びにイラン、イラクのプ

プロジェクト金額は図表 6 の通りである。GCC 諸国全体で 2 兆 1,560 億ドルのプロジェクトが計画並びに進行しており、そのうちドバイを抱える UAE が約 43% と最大のシェアを占めている。前年と比較しても小幅な減少を記録しているに過ぎない。

図表6 GCC諸国のプロジェクト金額

(2009年8月31日、百万ドル)

国名	計画並びに進行中のプロジェクト金額	前年比増加率	休止プロジェクト金額
アラブ首長国連邦	923,808	▲4.1%	406,756
サウジアラビア	598,054	6.1%	39,229
クウェート	266,994	▲9.9%	40,190
カタール	212,240	3.8%	8,025
オマーン	93,761	2.0%	12,209
バーレーン	60,906	31.4%	5,953
中東湾岸諸国合計	2,155,763	▲0.5%	512,362
イラン	307,853	26.2%	3,100
イラク	157,885	98.5%	5,250
中東諸国合計	2,621,501	5.3%	520,712

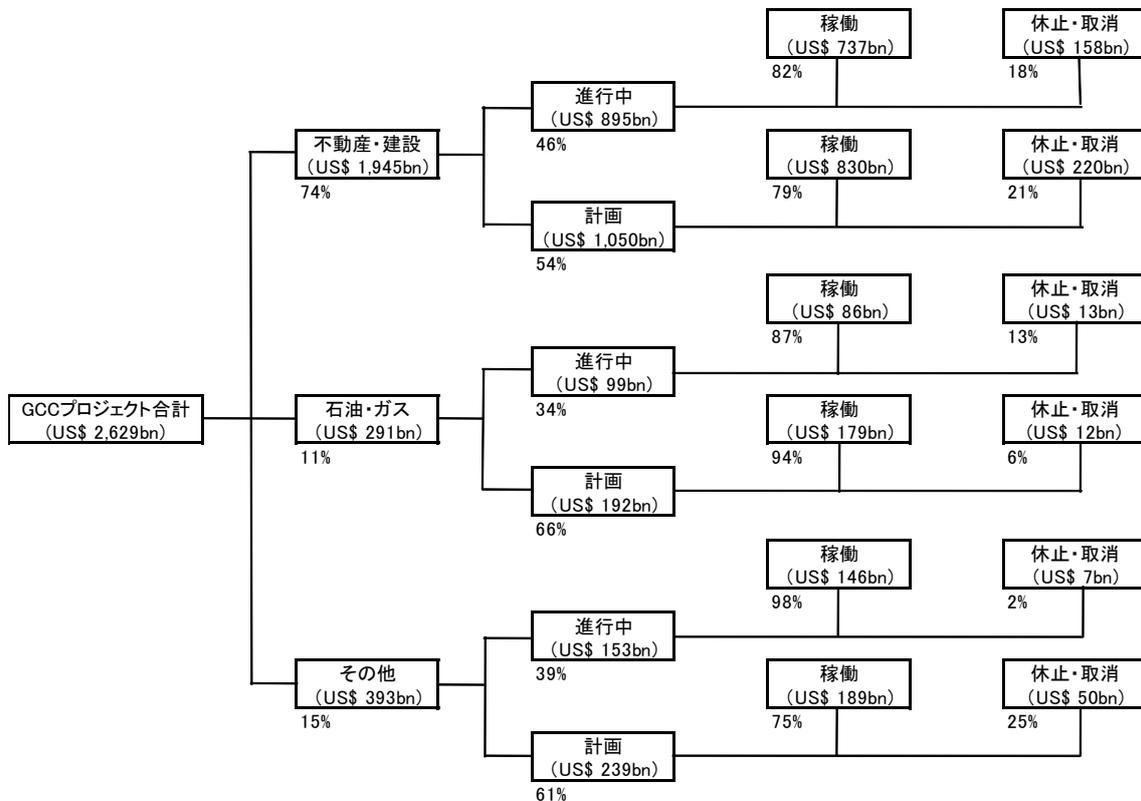
(出所) MEED

しかし、休止、延期、取消となるプロジェクトが多いことも確かであり、プロジェクトの選別が進んでいる。具体的には、国内経済開発の観点から優先順位の低いプロジェクト、資材高騰期に入札が行われたプロジェクト、民間資金によるもので世界金融危機による信用収縮を受けて資金調達が困難になったプロジェクトなどが見直しを迫られている。

2009年3月末時点でクウェートの Markaz がまとめた GCC プロジェクトの概況は図表 7 の通りである。

GCC 全体では不動産・建設プロジェクトが 74% を占めるが、そのうちおよそ 20% が休止・取消となっている。GCC プロジェクト全体では、休止・取消となったプロジェクトの割合は 17.5% となっている。どのようなプロジェクトが休止・取消となるかは国によっても異なるものであり、2009 年第 2 四半期末時点の MEED のデータによれば、UAE では休止・取消となったプロジェクトの 95% 超が不動産・建設プロジェクトであった。その多くがドバイである。不動産プロジェクトの取消額に関して、2009 年 4 月と 9 月を比較したのが図表 8 であるが、取消となる不動産プロジェクトの増加は続いており、これは需要の低迷に加え、資金調達が困難になっていることもその原因である。

図表7 GCC諸国のプロジェクト概況(2009年3月末、10億ドル)



(出所) Kuwait Financial Centre "Markaz"

図表8 不動産プロジェクトの取消額

(単位: 10億ドル)

国・首長国名	2009年4月	2009年9月	取消増加率(%)
バーレーン	2,755	6,108	121.7
クウェート	1,955	3,256	66.5
オマーン	1,050	2,083	98.4
カタール	2,540	2,665	4.9
サウジアラビア	2,718	3,418	25.8
ドバイ(注)	36,450	88,729	143.4
アブダビ	14,600	23,199	58.9

(注) Jumeira Gardens並びにNakheel Harbour and Towerの両プロジェクトは除く。

(出所) Kuwait Financial Centre "Markaz"

UAEで休止となった大規模プロジェクトは図表9の通りであるが、リゾート開発等が多いことが窺われる。これに対してサウジアラビアでは休止・取消となったプロジェクトの50%超は石油化学関連プロジェクトである。プロジェクトがそもそも多かったことに加えて、石油化学製品の需要が世界景気後退によって落ち込むと予想されるため、プロジェクトの見直しが行われたものである。

図表9 UAEで休止された大規模プロジェクト

プロジェクト名	金額(10億ドル)
Nakheel Harbour & Tower	38
Culture Village (Arabian Bays)	12
Al Salam City	8
Asia-Asia Hotel	3
Al Salam City (Phase I)	3
Western Region Smelter Power Plant	2
Dolphin City	2
Redevelopment of Mina Rashid	1
Plaza Mayor (Jumeirah Village)	1
Falcon City of Wonders (Dubailand)	1
Palm Deira	1
Palm Trump Hotel & Tower	1

(注)大規模プロジェクト:プロジェクト金額10億ドル以上。

(出所)The Institute of International Finance, Inc.

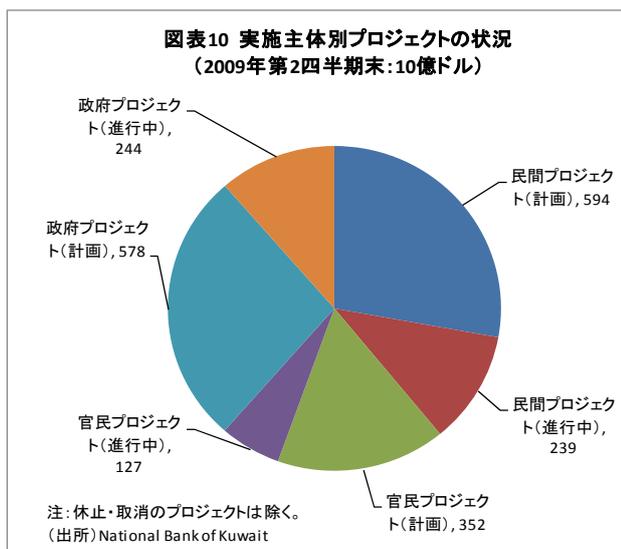
このように GCC 諸国では、世界金融危機、景気後退を受けて休止・延期・取消となったプロジェクトも多いが、これは一方では好ましいことであるとの指摘も見られる。インフレ圧力となっていたインフラや資源のボトルネックが解消に向かったこと（労働力や建設資材の価格低下）、不必要なプロジェクトの整理・淘汰、投機的ビジネスの抑制により、今後は安定的で持続可能な経済への移行が期待されること、がその理由である。

世界金融危機による信用収縮を受けて資金調達が困難になった民間プロジェクトが出現する一方で、経済開発上優先順位が高いと判断されるプロジェクトに対しては公的な資金が向けられている。2009年第2四半期末で実施主体別のプロジェクトの状況を概観したのが図表10であるが、進行並びに計画中のプロジェクト（2兆1,340億ドル）のうち38.5%が政府プロジェクトであり、官民合同プロジェクトが22.5%、民間プロジェクトが39.0%と、プロジェクトの6割超で政府が関与していることになる。なお、休止・取消となったプロジェクトでは、約68%が民間プロジェクトであり、政府プロジェクトが29%、官民合同プロジェクトが3%となっている。

官民のプロジェクト比率は国によって大きく異なるものであり、UAEでは民間プロジェクトの比率が高く、政府比率は28%とGCC諸国平均の39%を大きく下回る。これに対してバーレーン、クウェート、カタールではプロジェクトの大半に政府が関与している。

また官民合わせて7割超（1兆5,240億ドル）が計画段階のプロジェクトであり、これらが実施に向かえば経済への影響は大きなものであり、ビジネス機会も急増するものと期待されている。

次に優先的に取り組まれているプロジェクトに関して少し触れておきたい。まず国毎の特徴であるが、世界最大の原油生産国であり、また GCC 諸国で最大の人口を抱えるサウジアラビアでは石油化学と電力等の公共サービスのプロジェクトが多い。クウェート、カタールもインフラ開発を重視しており、またバーレーン、オマーンは観光開発を進めている。UAE ではドバイとアブダビでも状況は異なるものの不動産開発の比率が高い。

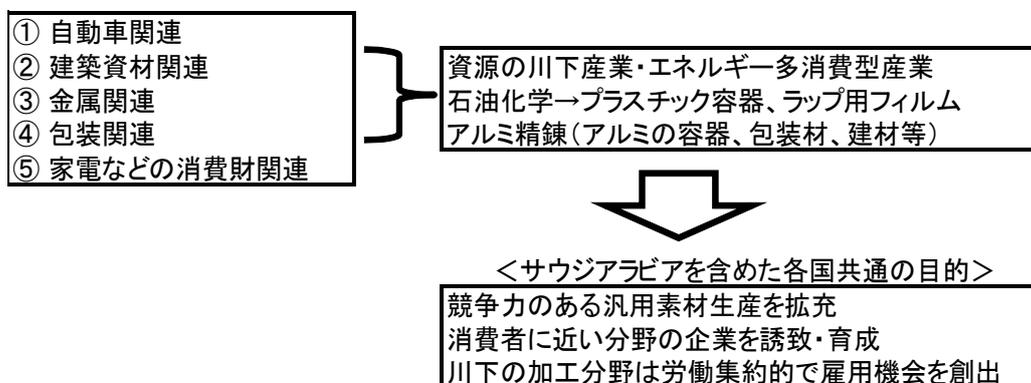


GCC 諸国で優先的に進められている開発プロジェクトには石油化学関連、住宅建設、電気、造水（上下水道）、交通、医療などが挙げられる。

サウジアラビアでは石油省や国営石油会社サウジアラムコ社が主導する「国家産業クラスター計画」が進められている（図表 11）。自動車、建設資材、金属、包装、家電などの消費財の 5 分野を国内に誘致し育成する。石油等の原油を有することで競争力のある汎用素材の生産を拡充し、労働集約的な、いわゆる川下の加工産業を拡大することで、雇用機会の創出に繋げるものである。

産油国であるアブダビやカタールも石油化学産業の拡充、川下の製造業育成を急いでおり、さらにクウェートを除く GCC 各国ではアルミ精錬事業の増強も行われている。

図表11 サウジアラビアの「国家産業クラスター計画」概要



(出所)筆者作成

こうした産業の育成を急ぐのは、増加する人口に対応した雇用機会の創出が急がれるためであるが、同じ観点から観光業の育成も進められている。観光産業はホテル、レストランなど裾野が広く雇用機会の増加に繋がるものである。

さらに電力、上下水道、交通などのインフラ整備も人口増加に対応するための喫緊の課題となっている。GCC 諸国では 2015 年までに電力供給能力を毎年 10%、海水淡水化による造水能力を毎年 8% 拡大していく必要があると推計され、電力に 500 億ドル以上、海水淡水化に 200 億ドル以上の投資が見込まれている。電力や水の供給能力を高めるためには巨額の投資が必要となるため、財政負担を軽減するために官民パートナーシップ (PPP) の推進なども検討されている。また GCC レベルとしても、各国の電力網の接続計画も進められており、2009 年 7 月にはサウジアラビア、クウェート、カタール、バーレーンの 4 カ国が電力融通協定に調印している。さらに UAE を筆頭に各国では原子力発電の開発計画も進展している。

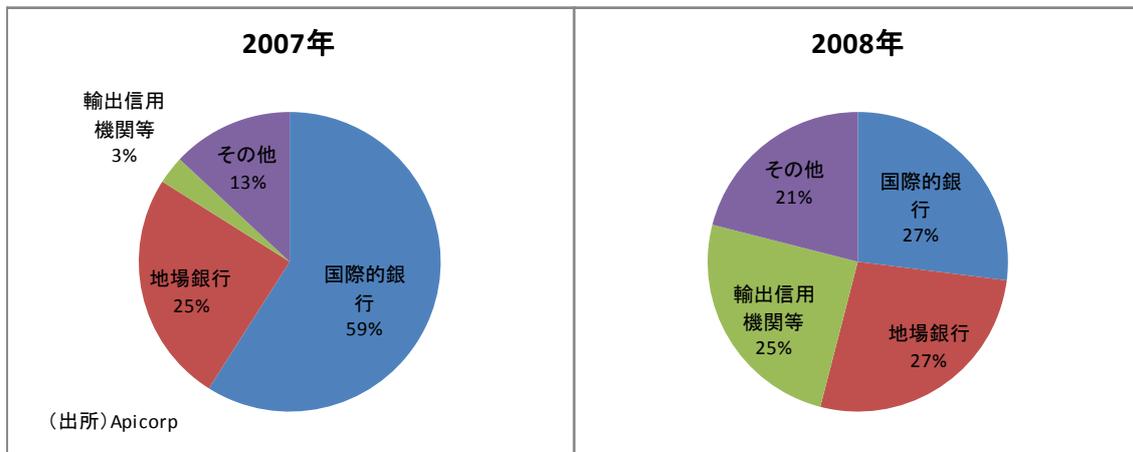
今回の世界金融危機でドバイの不動産開発事業は大きな影響を被ったが、これに対してサウジアラビアでは国内の住宅不足が指摘されており、2012 年までに 100 万戸以上の住宅が必要となると予想されている。これに対応して、ドバイの建設会社がサウジアラビアでの事業を拡大させる動きなどもみられる。なお、Inter-Arab Investment Guarantee Corporation によれば、UAE は 2008 年にアラブ諸国で最大の対サウジアラビア投資国となっており (58 億ドル)、サウジアラビアがアラブ諸国から受け入れた投資額合計 (2008 年 129 億ドル) のおよそ 45% を占めている。

(2) 金融危機を受けて整備が進む金融市場

プロジェクトの資金調達に関しては、プロジェクト規模が大型化し、プロジェクトのコストが増加するのに伴い、様々なソースからの資金調達が模索されてきた。

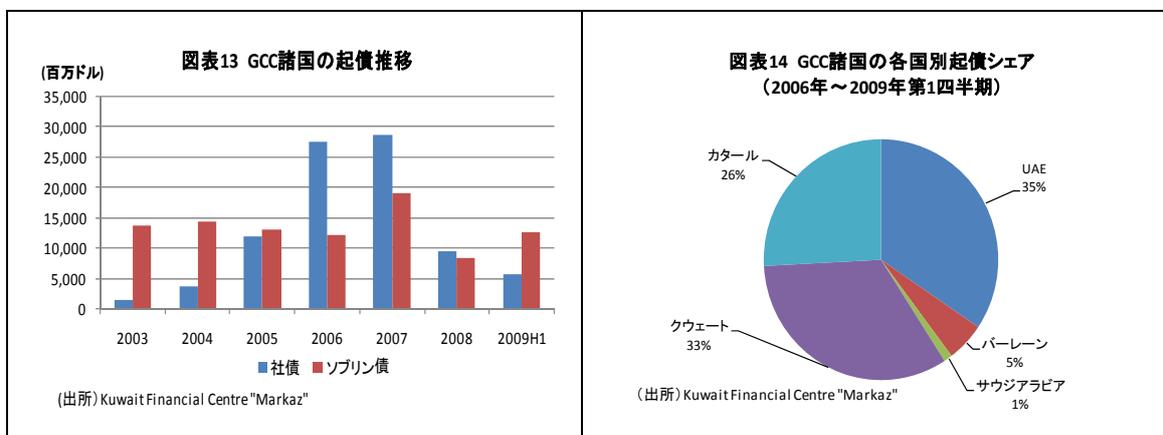
世界金融危機発生によって、開発プロジェクトをはじめ GCC 諸国経済が大きな影響を受けた背景の一つとして、GCC 諸国では資本市場が発展しておらず、外部からの借入資金に依存する割合が高かったことが指摘できる。世界金融危機によって民間金融機関、とりわけ欧米の国際的銀行の資金供給力が大きく低下したため、公的資金や諸外国の輸出信用機関 (ECA : Export Credit Agencies、日本の国際協力銀行などの機関) などに資金調達を依存する割合が高まる状況にもなっている (図表 12)。

図表12 GCCプロジェクトファイナンスの内訳(シェア%)



IMFによれば、これまで中東諸国企業の資金調達の約85%が銀行借入れであり、これは世界全体の約33%に比べて、著しく高いものであった。前述した通り、GCC諸国では経済多角化、インフラ整備などの数多くのプロジェクトが進行しており、資金需要は強いが、世界金融危機の影響を受け、銀行借入れが厳しい状態にあり、公的資金への依存とともに、債券発行による資金調達ニーズは高い。またプロジェクトに合わせた長期の資金調達手段が望まれてもいる。

アブダビとカタールは2009年3月にソブリン債を発行し、これに続いて、国営企業数社も社債を発行した。GCC諸国の起債推移を見ると、開発プロジェクトが活況を呈した2006年、2007年には社債の発行が急増しているが(図表13)、金融危機後の2009年には、これと異なりソブリン債の発行が増加している。GCC諸国によるソブリン債の発行は、イールドカーブの形成、指標銘柄の育成に繋がることを期待されており、資本市場育成を目指す政府の政策スタンスを窺わせるものである。



なお、UAE はアブダビ、ドバイの首長国としては既に債券を発行しているが、アラブ首長国連邦としての債券発行も計画されている。発行に当たっては、公共債務は対 GDP 比 45%、もしくは 3,000 億 UAE ディルハムを超えてはならず、また公債の発行時には双方の条件を満たす必要があるとする法案が連邦評議会によって可決されている。連邦政府に借入ニーズはないものの、指標銘柄の育成、金融政策手段としての活用などが目的とされている。また法案には、個々の首長国の公共債務が対 GDP 比 15%を超えてはならないことも盛り込まれている。

2006 年～2009 年上半期の GCC 諸国の各国別起債シェアを見ると、UAE が 35%、クウェート 33%、カタール 26%と 3 カ国で 94%を占めている（図表 14）。これに対してサウジアラビアはおよそ 1%に過ぎない。資本市場の育成を急ぐサウジアラビアは 2009 年 6 月に社債とイスラム債券（スーク）の取引市場を開設した。

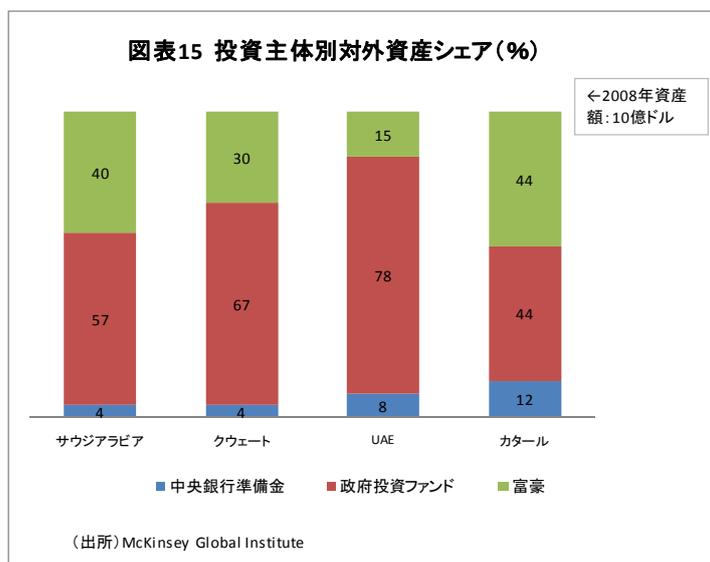
このように GCC 諸国では資金調達手段の多様化に向けて、資本市場を育成する動きが生まれて来ている。

3. 投資の変化 ～再び動き始めた中東マネー～

GCC 諸国の対外投資に当たり、主な投資主体となっているのが政府投資ファンド（SWF : Sovereign Wealth Fund）である。しかし投資主体は SWF のみにとどまらず、王族等の富豪、国営企業なども大きな投資主体となっている。また各国は SWF やその他の投資ファンドなど複数の投資ファンドを有している。

図表 15 は対外資産について、外貨準備、SWF、富豪別のシェアを推計したものである。国によって異なるものの、富豪のシェアもかなり高い。

こうした投資については、投資対象、投資額等はほとんど開示されず、その詳細について把握することは困難である。特に王族をはじめとした富豪の投資については、その内容を知ることが難しい。したがって本稿では、投資に関する報道や



料が比較的に多い SWF の投資について見ていくことにする。

今回の世界金融危機を受けて、SWF も大きな損失を被った。SWF により投資スタンスも異なり、資産残高の減少額も SWF によって大きく異なることになった。図表 16 は米外交問題評議会と McKinsey Global Institute の推計額をまとめたものであるが、2007 年末と 2008 年末を比較すると、もっとも保守的な投資スタンスを採っているといわれるサウジアラビア通貨庁は 2008 年も資産額を増加させた。これに対してもっとも資産減少額の大きかったのはアブダビ投資庁であり、これは世界最大の SWF として資産額そのものが大きいこと、資産の半分以上は株式投資に向けられていると推定されることなどによる。

図表16 GCC主要 SWFの推定資産額
(単位10億ドル)

	2007年12月 (推計資産額)	2008年12月 (推計資産額)
Abu Dhabi Investment Authority (アブダビ投資庁)	453 500 - 875	328 470 - 740
Kuwait Investment Authority (クウェート投資庁)	262 250	228 240
Qatar Investment Authority (カタール投資庁)	65 60	58 50
Saudi Arabian Monetary Authority (サウジアラビア通貨庁)	385 350	501 390

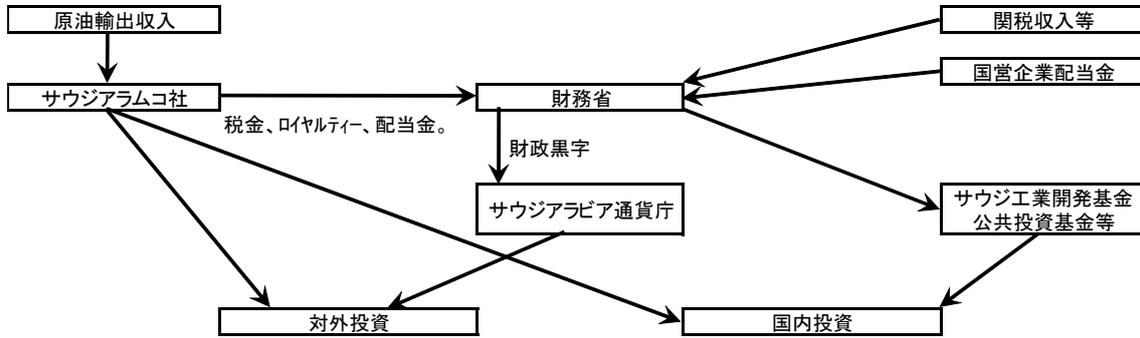
(注)上段は米外交問題評議会、下段はMcKinsey Global Instituteの数値。
(出所) Council on Foreign Relations, "GCC Sovereign Funds", Jan. 2009
McKinsey Global Institute, "The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are faring in the financial crisis", Jul. 2009

金融危機による影響を受けた後でも、GCC 諸国の SWF は 1.5 兆ドル程度の対外資産を保有しているものと推定されている。

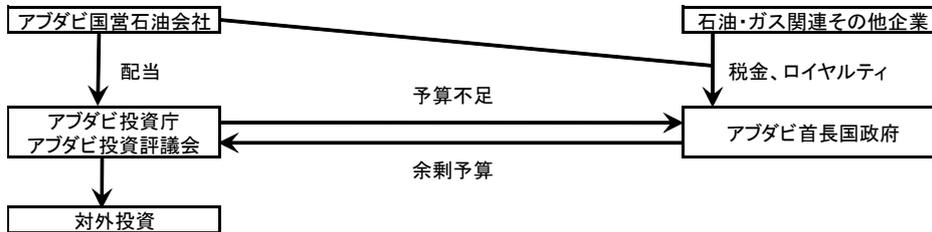
GCC 諸国の SWF の資金源は原油輸出収入と既存の投資資産からの収益であるが、SWF に入る資金の流れも開示されていない。サウジアラビア、アブダビ、クウェートの SWF への資金の流れは概略、図表 17 のように捉えられる。いずれにしても原油価格が上昇すれば、それだけ多くの投資資金が SWF に流れ込むことになる。

図表17 SWFへのオイルマネーフロー

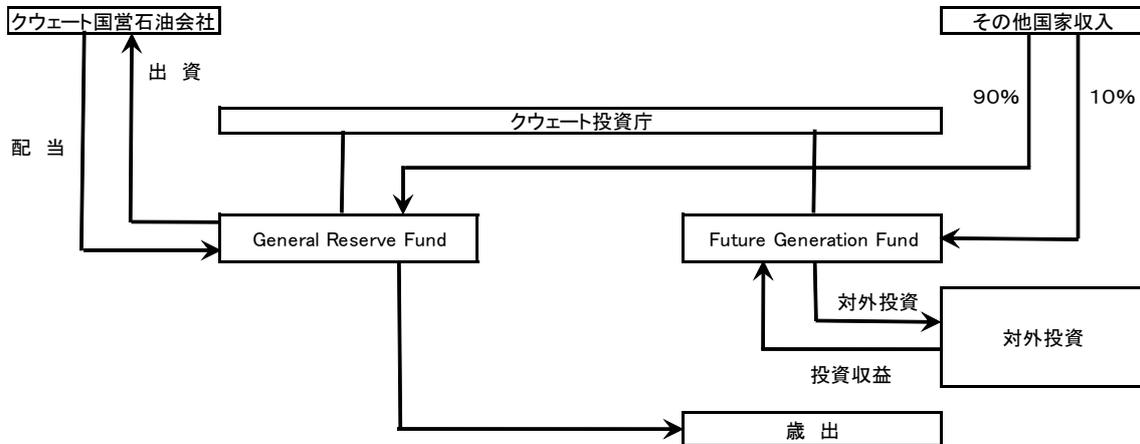
(1) サウジアラビア



(2) アブダビ首長国



(3) クウェート



(出所) 筆者作成

金融危機後に GCC 諸国の SWF の投資傾向も変化しているが、投資に消極的になったわけではない。依然として積極的な投資を行っており、またこれまで SWF による投資が極めて保守的であったサウジアラビアでは、新たな SWF 設立の動きも生まれている。

サウジアラビアは公共投資基金 (PIF : Public Investment Fund) の傘下に全額出資の「サナビル・アルサウディーヤ」を、さらに社会保険庁 (GOSI : The General Organization for Social Insurance) は「ハッサナ投資社」を設立した。サナビル・

アウサディーヤは、200 億サウジ・リアル（約 53 億ドル）をアジア、欧米のハイテク・自動車部品など、サウジアラビア経済に付加価値をもたらす企業（技術移転等）に投資する。またハッサナ投資社は国内外の市場で、不動産・商業・サービス業の開発を目的とした投資を行う。いずれも今後の経済開発のために投資を積極化するものである。

それでは世界金融危機を受けた後、SWF の投資動向にはどのような変化が見られるのか、SWF によっても異なるものであるが、大まかに言って、国内回帰、安全資産への投資、対外投資の多角化、戦略投資の拡大の 4 つの傾向が指摘できよう。

(1) 国内回帰

世界金融危機後、もっとも早くに現れた変化は SWF 投資の国内回帰である。これは金融危機対策のために国内株式の買い支え、国内開発プロジェクトへの資金供給などに SWF の資金が利用されたものである。

図表18 GCC諸国の金融危機対応策

国名	金融危機対応策
サウジアラビア	<ul style="list-style-type: none"> ・サウジアラビア通貨庁(SAMA＝中央銀行)が同国の銀行の流動性と全ての銀行預金を保証。 ・SAMAが銀行の最低準備義務を13%から10%に引き下げ(1980年以降はじめての引き下げ)。 ・中央銀行が国内金融機関に94億リアル及び25億ドルの預金を預け入れ。
アラブ首長国連邦	<ul style="list-style-type: none"> ・1,200億ディルハムの銀行緊急融資枠を創設。 ・アブダビ首長国政府は同首長国大手5銀行に計160億ディルハムを資本注入。 ・銀行預金の全額保証(3年間、対象には当地で営業する外国銀行も含む)。 ・中央銀行が必要に応じて銀行へ公的資金供与。 ・連邦政府がドバイの不動産金融大手2社を救済(新規設立銀行の傘下に収め、同行に連邦政府が資本注入)。 ・ドバイ政府が100億ドルの債券(5年、年4%)を発行(発行枠200億ドル)、UAE中銀がこれを購入。ドバイの戦略的事業を実行する政府系企業の金融支援を行うドバイ金融支援基金を設立。
クウェート	<ul style="list-style-type: none"> ・デリバティブ取引で巨額の損失を被った同国第2位の商業銀行であるGulf Bankを国家管理下に移行。 ・クウェート投資庁が10億ドル超を投じて国内株式を買い支え。 ・預金の全額保証。
カタール	<ul style="list-style-type: none"> ・カタール投資庁がドーハ証券取引所に上場する銀行株の5%を購入(2009年中にさらに5%を買い増し予定)。 ・政府が銀行の株式ポートフォリオ買い取り(65億カタール・リアル)。 ・政府が銀行の不動産ポートフォリオを現金と国債によって買い上げ(150億カタール・リアル)。
オマーン	<ul style="list-style-type: none"> ・国内上場株式買い支えのための投資ファンド(3億9,000万ドル)を設立。

(出所)各種報道資料

GCC 各国の金融危機対応策は図表 18 の通りである。カタール、クウェートなどで SWF が国内株式の買い支えを行っており、クウェートではクウェート投資庁が自国株式投資の上限を 50% から 75% に引き上げた。金融危機以前にも SWF は国内株式投資を行っており、2008 年 3 月の時点では SWF による国内企業への出資比率は時価総額ベースで約 3 割を占めていた（図表 19）。国営企業の存在が大きい GCC 諸国において、今回の金融危機はさらに企業の国家管理を強める結果に繋がっており、危機回復後、経済改革・経済発展の過程で、企業の民営化をいかに進めるかがひとつの課題であると言えよう。

図表19 GCC/SWFによる国内企業への出資

	SWF数	出資企業数	出資額 (百万ドル) A	時価総額 (百万ドル) B	出資シェア (%) (A/B)
サウジアラビア	5	27	166,713	462,195	36
アラブ首長国連邦	7	27	61,002	241,374	25
クウェート	5	33	25,054	207,949	12
バーレーン	4	14	5,045	27,855	18
カタール	6	9	28,744	134,249	21
オマーン	9	21	5,998	26,209	23
合計	36	131	292,557	1,099,831	27

注：データは2008年3月17日。

(出所) Kuwait Financial Centre "Markaz"

(2) 安全資産への投資

金融危機によって対外資産が大きく減少したことを受けて、一部、投資に慎重なスタンス、あるいは安全資産への投資シフトも窺われた。

カタールでは、カタール投資庁が 2009 年上期に対外新規投資を控え、投資戦略を再検討したうえで、2009 年下期からエネルギー、商品、食品等に焦点を当てた投資を実施していく方針を発表した。

クウェートでも、2009 年 1 月に議会に提出された報告書で、クウェート投資庁が対外株式投資を減少させ、短期資産にシフト（安全資産への組み換え）していることが表明された。

安全資産へのシフトに加え、原油をはじめとする商品市場への投資を志向する向きもある。これは世界的な金融緩和策の影響で将来的なインフレ懸念が高まっており、商品投資はインフレ対策に有効であることに加え、世界経済の回復とともに原油などへの需要増加も期待されることによる。ETF などの形態で既に商品市場投資が行われているとみられるが、投資資産の一部を商品投資に向けただけでも、投資資産規模が巨大であるため、市場規模の小さな商品市場への影響は大きなものとなることも予想される。

(3) 対外投資の多角化

SWF による対外投資はこれまでは主に欧米諸国の債券、株式、不動産等への比率が高かった。しかし金融危機を受けて、投資多角化の動きを強めており、前述の商品投資に加えて、アジア地域、中東・アフリカ地域への投資拡大の動きが強まっている。特に中東・北アフリカ地域 (MENA) は、GCC との地理的、経済的な繋がりが強いのに加えて、GCC 諸国が得意とするインフラ開発などがこれから進められる段階にあり、GCC 諸国にとっては経済権益の拡大が期待できるものである。

また欧米諸国の不動産価格が大きく下落したことを受けて、この機会に特に英国、米国の不動産購入を積極化する動きも一部に見られる。

最近の SWF による中東・アフリカ地域向け投資、欧米不動産投資に関する動きは図表 20 の通りであるが、SWF 以外にも GCC 諸国の金融機関、投資会社なども同様の動きを見せている。例えばバーレーンのガルフ・ファイナンシャル・ハウスはチュニジアの金融団地及び不動産開発事業 (30 億ドル) を開始することを 2009 年 6 月に発表した。

図表 20 SWFによる最近の主な欧米不動産投資、中東・アフリカ投資の動き

<中東・アフリカ投資>

アブダビ投資社 (アブダビ)	UBSと中東・北アフリカ(MENA)地域のインフラプロジェクトに投資する6億ドルのファンドを共同設立。
アーバル・インベストメンツ (アブダビ)	ダイムラーを含むドイツ企業5社とアルジェリアで自動車組み立て合弁事業を計画。
ドバイ・ワールド (ドバイ)	・アフリカ向け投資積極化のために、新たにペナン、ガボン、ウガンダ、タンザニア、ボツアナ、ナミビアの6カ国を投資対象国に選定。 ・ナイジェリアで総額160億ドルの各種インフラ開発事業の予備合意に調印。
カタール投資庁 (カタール)	ヨルダンと総額20億ドルの投資ファンド設立。ヨルダンの観光、農業、サービス産業を主な投資対象とする。

<欧米不動産投資>

アーバル・インベストメンツ (アブダビ)	ベンドルフ・グループ(オーストリア)との合弁事業として、不動産とテクノロジー関連の投資会社を設立。
カタール投資庁 (カタール)	英国の不動産企業であるチェルスフィールド・パートナーズ社の株式20%を購入。

(出所)各種報道より筆者作成

なお、SWF などと並ぶ投資主体である富豪等の個人投資ファンドも投資多角化を進めると予想されており、米国の金融コンサルティング会社の Celent 社は GCC の投資家による対外投資先が、今後、中期的に図表 21 のように変化してい

くものと予想している。

図表21 GCC投資家による投資対象地域の変化

投資対象地域	現在	将来	増減率
米国	40%	30%	▲10%
欧州	15%	10%	▲5%
アジア・太平洋	30%	40%	+10%
アフリカ	10%	15%	+5%
中南米	5%	5%	-

(出所) Celent, "The Global Credit Crisis: Implications for the Asian Wealth Management", 8 Dec 2008

(4) 戦略投資の拡大

脱石油、雇用機会の増加を目指した経済多角化の必要性、経済多角化へ向けた開発プロジェクトに関しては前述したが、SWFも経済多角化のための戦略的な投資を拡大している。

戦略的投資としては、大きく分けて、石油関連産業の強化、産業多角化投資、そして食料投資の3つが主なものである。

石油関連産業の強化に関しては、海外の石油関連産業の買収・出資による権益や技術の獲得、石油化学産業の強化などに加え、エネルギー産業の世界的な先進地域となるために次世代エネルギーの開発、環境関連技術の獲得・集積なども積極的に行われている。国際再生エネルギー機関（IRENA）の本部がアブダビに置かれることに決まったのは、温暖化ガスを排出しない都市「マスタードール・シティ」の建設を進め、環境関連分野の強化・育成に努めるアブダビが積極的な誘致を図ったことによる。

自動車や半導体などの先端技術産業への投資も積極的に行われているが、これは技術の獲得や人材育成を目指したものであり、将来的には国内で当該産業を展開（工場建設など）することも視野に入れている。

世界金融危機が深刻化した後も戦略的投資は積極的に行われており、2008年下半期以降の主な事例は図表22の通りである。

UAEのSWFは2009年のM&A市場で主導的な地位にあり、Mergermarketによれば、世界全体では2009年初～8月7日までの期間に175億ドルの買収契約が締結されたが、そのうちUAEのSWFは93億ドル以上、シェアにして53%強を占めた。IPIC、アーバル・インベストメンツ、ムバダラ開発が主に買収を行っている。

図表22 GCC諸国のSWF等による最近の主な出資・買収の動き(2008年下半期以降)

ファンド名	出資・買収先	内容	業種
International Petroleum Investment Company (IPIIC): アブダビ	Oil Search Limited (オーストラリア)	17.6%出資。	資源
International Petroleum Investment Company (IPIIC): アブダビ	Nova Chemicals Corp. (カナダ)	買収。 化学関連事業の地域的補完。	化学
Aabar Investments PJSC: アブダビ	Daimler (ドイツ)	9.1%出資(筆頭株主)。 自動車関連産業の育成、環境・新素材技術の入手も目的。	自動車
Aabar Investments PJSC: アブダビ	Tesla Motors Inc. (米国: 電気自動車ベンチャー企業)	4%出資(ダイムラー出資分の一部を取得するもの)。	自動車
Aabar Investments PJSC: アブダビ	AIG Private Bank Ltd. (スイス)	買収。 Falcon Private Bankと名称変更して営業。	金融
Aabar Investments PJSC: アブダビ	Virgin Galactic (英国)	32%出資。	宇宙旅行事業
Mubadala Development Company: アブダビ	Advanced Micro Devices (米国)	追加出資(出資比率8.1%→19.3%)。	半導体
Advanced Technology Investment (ATIC): アブダビ	Chartered Semiconductor Manufacturing (シンガポール)	買収後、ATICが66%を出資する同業の米 Globalfoundries社と統合予定。	半導体
TAQA Energy: アブダビ	DSM Energy (オランダ)	買収。北海油田権益取得。	資源
Qatar Investment Authority (QIA)、Challenger Universal: カタール	Barclays Bank (英国)	QIAは追加出資、Challengerは新規出資(カタールの出資比率:8.1%→15.5%)。	金融
Qatar Holding: カタール	Volkswagen (ドイツ)	17%出資(第3位株主)	自動車
Qatari Diar Real Estate Investment Company: カタール	Cegelic (フランス)	買収。技術獲得を目的。	電気

(出所)各種報道より筆者作成

食料の獲得を目指した海外農業投資の動きも顕著である。農産物価格の上昇を受けて、GCC 諸国の海外農業投資は増加したが、農産物価格が低下した後も、その動きは衰えていない(図表 23)。人口が増加することもあるが、食料確保へ向けての希求は強く、主にアジア、アフリカ地域などで GCC による農業投資が拡大している。

図表23 GCC諸国における海外農業投資の動き

サウジアラビア	・インドネシア、スーダンの農地を取得。さらにウクライナ、パキスタン、トルコ、タイ、エジプトと農業事業計画を協議中。
	・海外での農業展開を目的とした持ち株会社設立(約8億ドル規模)。
	・「サウジアラビア農業海外投資基金」を設立(総額53億ドル)。
	・農業会社数社が海外農業投資のための企業連合「Jenat」を設立。エジプトで事業を開始。
	・ハイル農業開発がスーダンで農業生産事業に着手。
アラブ首長国連邦	・フィリピン、パキスタン、アルジェリアなどに農地を取得。オーストラリア、エジプト、ウクライナなどとも交渉中。
	・アブラジ・キャピタル(ドバイの民間投資会社)がパキスタンの農業セクターに対し5億ドル投資。
	・アブダビ開発ファンド(ADFD: アブダビの政府系ファンド)がスーダンの農地開発大型プロジェクトへ出資。
カタール	・ケニア、ベトナムと農地取得交渉中。
	・スーダンと農業投資、食品、畜産の合併企業の設立に合意。
GCC	・農業投資ファンド「アグリ・キャピタル」を設立(10億ドル)。

(出所)各種報道より筆者作成

以上、概観してきたように、GCC 諸国による経済開発、対外投資の動きは金融危機後も積極的に行われている。これは日系企業などにとってもそれだけビ

ビジネスチャンスが存在するということである。

しかしプロジェクトの増加とともにその資金調達が課題となっている。GCC 諸国の金融機関は未だ発展途上であり小規模な機関が多く、巨額のプロジェクトに対応するのは難しい状況にある。したがって欧米諸国をはじめとした国際的金融機関が業績回復後に GCC 諸国でどのようなファイナンスを行っていくかが、今後の GCC 諸国のプロジェクトの実施、ビジネス展開に重要な要因となろう。

また GCC 諸国の対外投資は、経済開発に向けた戦略的色彩を強めており、GCC 諸国からの資金獲得、GCC 諸国における今後のビジネス展開の両面から、日系企業も対応を迫られる時機に來ていると言えよう。

(主要参考文献)

畑中美樹「オイルマネー」2008年12月、講談社現代新書

前田高行「ビジネスチャンスは中東にあり！」2009年3月、PHP 研究所

脇祐三「中東激変」2008年9月、日本経済新聞出版社

Kuwait Financial Centre “Markaz”, “Supply Adjustments”, April / September 2009

Kuwait Financial Centre “Markaz”, “GCC Bond Market Survey H1 2009 Highlights”, August 2009

Kuwait Financial Centre “Markaz”, “Distressed Real Estate”, September 2009

IIF, “COUNTRY REPORT : UNITED ARAB EMIRATES”, August 2009

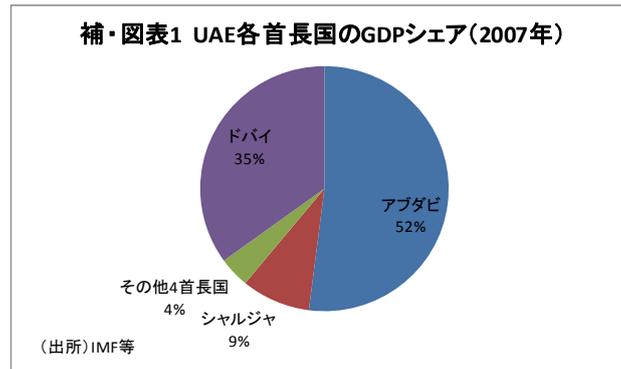
Naitonal Bank of Kuwait, “Downturn weakens outlook for GCC project spending – part 1 & part 2”, July 2009

McKinsey Global Institute, “The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are facing in the financial crisis”, July 2009

以 上

【 補 論 ： ドバイ首長国の債務問題 】

本編でも述べたが GCC 諸国のなかで、世界金融危機の影響をもっとも大きく受けたのはアラブ首長国連邦ドバイ首長国（以下、ドバイ）である（ドバイのアラブ首長国連邦（以下、UAE）における経済規模については補・図表 1）。



ドバイは現在では石油をほとんど産出せず、中東諸国の物流等のハブ的機能を提供するとともに、近年は不動産開発で高成長を実現してきた。しかし一方で、不動産開発のためのファイナンスは主に借入に依存しており、不動産価格の急落に加え、国営の不動産開発会社等の借入債務の返済が懸念される状況となっている。

2009年に入り、先ず注目されたのは2月末に返済期限の到来するドバイ取引所の短期借入 38 億ドルの行方であった。これは無事に乗り越えられ、その後、ドバイ政府による 200 億ドルの政府債券の発行プログラム、ドバイ金融支援基金の設立（本文図表 18 参照）を受けて、ドバイの債務問題は小康状態となっている。

ドバイのクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のスプレッドは 2009 年 2 月の 1,000bp から 10 月には 300bp 以下に縮小しており（UAE のアブダビ首長高の CDS スプレッドは 450bp から 100bp に縮小）、ドバイに関する信頼感は回復に向かっているようにみられる。

ドバイの債務問題に関して、次に注目されるのは 2009 年 12 月に期限の到来する Nakheel 社発行のイスラム債券（スクーク） 35 億ドルの償還である。同スクークは 2009 年 2 月以降、額面価格の 60～80% で売買されてきたが、9 月にドバイ首長の「返済は心配ない」とのコメントを受けて、取引価格は額面価格を上回る水準まで回復した（なお、スクーク並びにスクークのデフォルトに関しては拙著「国際金融トピックス No.172：視界不透明なイスラム債券（スクーク）市場」を参照）。

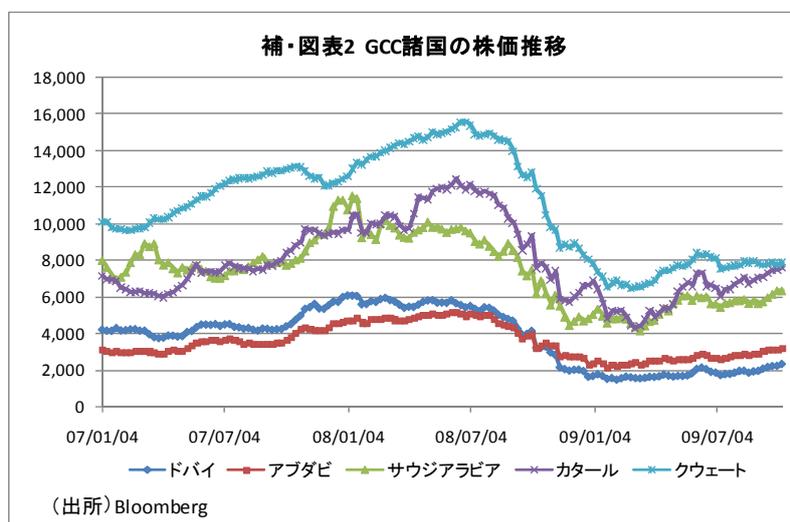
エジプトの投資銀行 EFG-Hermes によれば、ドバイは 2009 年を乗り切ったとしても、2010 年には 131 億ドル、2011 年には 195 億ドルの債務返済期限が到来し、債務問題の解決はドバイにとっては引き続き大きな課題となっている。

ドバイの負債総額は一般に 750~850 億ドルと推計されているが、これはシンジケート・ローンと債券のみであり、金融機関からの相対借入を含めれば 1,000 億ドルを大きく上回る (1,300~1,500 億ドル) とする推計もある。いずれにしても GDP (2008 年 820 億ドル) を上回る負債をドバイは抱えている。

これまでのドバイの経済成長からすれば、負債額自体がとりわけ大きいと評価されるものではない。しかし問題は短期債務が多いこと、これまでのドバイのビジネス・モデルの転換が求められていることである。

ドバイの多くの企業は好況に沸く 2007 年に短期債務への転換を実施した。期間 5~8 年の債務を 3~5 年の債務に変更したのである。そして世界金融危機が発生したために一挙に債務問題が顕現化することになった。

債務問題解決のための新たな資金調達手段としては、借り換え、債券発行、株式発行の手段が考えられるが、GCC 諸国では債券市場が未発達なことは本文で述べた通りである。また株式市場についても、債券市場と同様に市場規模が小さく発展途上であること、GCC 株式市場も金融危機の影響を大きく受けており、IPO も停滞していることなどから資金調達は難しい状況にある (GCC 諸国の株価指数推移については補・図表 2)。



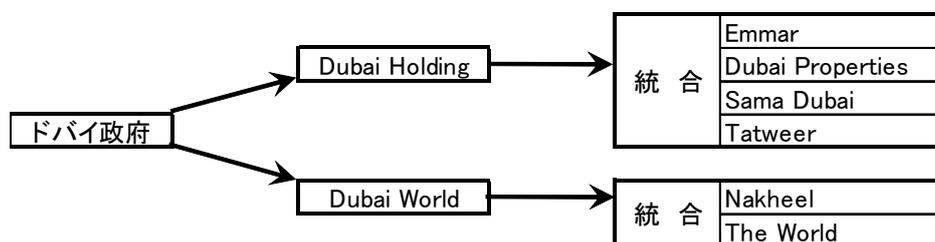
要すれば銀行融資の借り換えが最も可能性の高い対応策となっている。しかし株式が下落したこと (担保価値の低下)、サウジアラビアの有力財閥である Saad 社、Al Gosaibi Group の債務不履行問題の発生等を受けて、銀行は融資に慎重なスタンスを取っている。

またドバイのこれまでのビジネス・モデルは、コストの安い短期資金を借り入れ、不動産開発を行い、物件が完成する前にこれを売却し、その収益を次の開発に投入していくというスタイルであった。しかしこのビジネス・モデルが崩壊したことは明らかであり、今後、どのような事業展開を行っていくのが試される状況になっている（サウジアラビアやその他中東・北アフリカ地域などへの事業展開を推進している企業もある）。

さらに大企業は国営企業であり、ドバイ政府の支援姿勢も注目されている。ドバイ金融支援基金についても、具体的な支援対象、支援金額等は未だ明確にされていない。

ドバイ政府はドバイを代表する不動産開発業者、Emaar 社と Nakheel 社に関する再編を実施した（補・図表 3）。業界再編は生き残りに向けて必須の課題であり評価されるものである。しかし債務問題の解決に向けては、政府の支援姿勢を明確にするとともに、将来の債務の返済計画を具体的に示すなど、資金調達に際しての金融機関や投資家の信頼感回復に努めることが必須の課題となっていると言えよう。

補・図表3 ドバイの国営不動産開発会社の再編



(出所)筆者作成

なお、これと逆行するものであるが、2009年9月9日に開通したGCC諸国で初の無人鉄道システム「ドバイ・メトロ」の問題が浮上している。建設費が当初予定から大幅に増加しており（155億ディルハムから280億ディルハムへ）、この増加額の負担を巡って、ドバイ政府と建設を請け負った日本企業団との協議が行われている。建設費の増加は駅増設や設計変更等によるものであり、金額未確定のまま建設が進められてしまったという事情がある。債務問題を抱えているドバイは負担の増加に否定的なスタンスを示している。債務問題にとどまらず、今後の当地におけるビジネス活動全体の信頼感を左右するものであり、注目されるべき問題であるとともに、ドバイにとっても将来を睨んだ慎重な解決が求められる問題であろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2009 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>