

(トップページ: <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/>)

(政府系ファンド: <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/SWF.html>)

(GCC: <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/GCCgeneral.html>)

マイライブラリー:0201

(注)本稿は 2011 年 9 月 25 日から10月 4 日までの 4 回にわたり「アラビア半島定点観測」に掲載したレポートをまとめたものです。

2011.10.5
前田 高行

湾岸産油国の SWF Part VI: 動くカタール、動かぬサウジアラビア

目次	頁
1. はじめに	1
2. 活発に動き始めたカタール	2
3. 動かないサウジアラビア	3
4. エネルギー分野に絞り込むアブダビ	5
5. 湾岸SWFは「白馬の騎士」になるのか？	6

1. はじめに

デフォルト(債務不履行)の危機が囁かれるギリシャ。7月に Standard & Poors(S&P)と Moody's はギリシャのソブリン格付けをそれぞれ最下級の CC 或いは下から 2 番目の Ca に相次いで引き下げた。両社の格付けはギリシャのデフォルトを宣言したも同然と言える。国債のみならず大量の不良債権を抱えたギリシャ国内の銀行は財務状況が急激に悪化し、新たな資本注入か合併の必要に迫られている。

そのような中で 8 月末にギリシャ国内二位と三位の銀行の合併が公表され、カタール政府系ファンド(Sovereign Wealth Fund, 略称 SWF)のカタール投資庁(Qatar Investment Authority, QIA)が転換社債5億ユーロを引き受けるとの報道が流れた¹。カタールは3月に金融不安が取りざたされているスペインの銀行に対し3億ユーロを投資したばかりである²。QIA はこの他にも後述するようにヨーロッパで目覚ましい投資活動を行っている。

湾岸産油国には QIA のような政府系ファンドが各国にある。最も有名なのはアブ・ダビ投資庁(ADIA)であり、またクウェイト投資庁(KIA)は湾岸で最古の歴史を誇っている。サウジアラビアは独立した SWF を持たないが同国の中央銀行サウジアラビア通貨庁(SAMA)がその役割を果たしている。

筆者は湾岸各国の SWF(以下サウジの SAMA を含めて単に「湾岸 SWF」と称する)について、これまで5回にわたりレポートした(<http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/SWF.html>参照)。最初のレポート「Part I 湾岸産油国の SWF を探る³」(2007.12-2008.1 月)は各国の SWF の成立と現状について概要をまとめたものであり、続いて「Part II 投資国(Investor)と受入国(Recipient)⁴」(2008.4-6 月)ではサブプライム問題に見舞われた米国の金融機関と湾岸 SWF の関係を分析した。そして湾岸 SWF と日本との協力の可能性を見据えて「Part III 湾岸 SWF が開く新シルクロード⁵」(2008.6-8 月)を提唱した。

しかしその直後の 2008 年 9 月にリーマンショックが発生、そのあおりを受けて湾岸産油国自身もドバイショックに襲われた。加えて原油価格が 147 ドル(バレル当たり)から一気に 30 ドルに急落、石油収入を元手とする湾岸 SWF は大きな岐路に立たされた(「Part IV 世界金融危機後の湾岸 SWF⁶」(2009.6-8 月)参照)。湾岸 SWF を含めた世界の投資国と受入国は秩序ある対外直接投資(FDI)を目指して「サンチアゴ宣言」を出した。この間の経緯を取りまとめたものが「Part V 2008 年を乗り越えて⁷」(2009.10 月)である。

2010 年以降、原油価格は徐々に回復し、WTI 原油は今年初めの 90 ドル(バレル当たり)から 5 月には 110 ドルを超え、現在は 85 ドル前後となっている。この結果湾岸産油国には再びオイルマネーが貯まっている。天然ガスが主体のカタールも例外ではなく日本の福島原発事故の影響を受けて同国の LNG は引っ張りだこである⁸(シェールガスの増産でガス価格が下落している米国は唯一の例外⁹)。現在のカタールは余剰ドルが溢れ、海外の有望な投資先を漁っている状況である。

2. 活発に動き始めたカタール

湾岸 SWF の内情は厚いベールに覆われており資産総額や投資先などの具体的な情報は殆ど開示されていない。SWF の国際的な調査機関「SWF Institute」(本部:米国ラスベガス)が公表した7/1 日現在の SWF ランク表によれば、主な湾岸 SWF の資産は ADIA(アブダビ)6,270 億ドル、SAMA(サウジアラビア)4,725 億ドル、KIA(クウェイト)2,960 億ドル、QIA(カタール)850 億ドル、IPIC(アブダビ)580 億ドルとなっている。ADIA は世界のトップであり、SAMA は ADIA、ノルウェー年金ファンド、SAFE Investment Co.(中国)に次ぐ世界第 4 位の SWF とされている。因みに KIA は世界 6 位、QIA は世界 12 位、IPIC は世界 15 位である¹⁰。

これらの湾岸 SWF の中で現在最も活発な投資活動を行っているのは QIA であり、特に眼を引くのがスペイン及びギリシャの銀行に対する投資である。3 月始めカタールとスペインはスペインの銀行に総額 3 億ユーロの資金を注入することに合意した。スペインはその見返りにカタール産 LNG の輸入を増量するとのことである。スペイン国内銀行の資本不足額は全体で 1,200 億ユーロと言われカタールの注入額は小さいが銀行にとっては干天の慈雨であろう。一方のカタールにとっても LNG7,700 万トン体制を築いたばかりであり世界的に天然ガスの供給過剰感が強まる中、長期の安定した顧客としてスペインを囲い込むことの意味は大きい。この取引は双方にメリットがあると言える。

スペインに続いて QIA はギリシャの銀行二行の合併に対して5億ユーロの転換社債を引き受けた。格付け会社からデフォルト同然の評価をされているギリシャの銀行への融資が如何にリスクの高いものであるかは明らかであり、通常の金融機関なら尻込みする案件である。ハマド首長が君臨し国民に口をはさませないカタールだからこそできることである。この取引はスペインのケースと異なりギリシャだけが一方的に恩恵を受ける取引である。それでもハマド首長が融資に踏み切ったのはフランスに恩を売るためだと考えられる。もしギリシャが破綻すればフランスの銀行は莫大な損失を蒙る。カタールとギリシャの取引の背後にはフランスの信用失墜を恐れるサルコジ大統領の意図が垣間見える。ハマド首長とサルコジ大統領の関係はリビアのカダフィ時代にブルガリア医師エイズ問題の舞台裏で見せた二人の連携プレー、或いは今回のリビア紛争でカタールが仏製の自国戦闘機を NATO 軍のリビア空爆に提供するなど両者には深い信頼関係があることを忘れてはならない¹¹。

このカタールとフランスの特別な関係は QIA の投資行動に反映しているようである。世界的水企業 Veolia の株取得(昨年 4 月)¹²、仏原子力企業 Areva 社の株取得(昨年 11 月)¹³、或いは仏サッカークラブ Paris St Germain の買収(今年 6 月)¹⁴の他、最近では BNP Paribas を含む複数の銀行への出資報道(9 月)¹⁵などに見ることができる。勿論カタールはフランス以外にも活発に投資しており、昨年 4 月のカナダのフェアモントホテル株 40%取得¹⁶及びシンガポールの名門ホテル Raffles 買収の動き¹⁷、中国の公開銀行株の投資(昨年 6 月)¹⁸など枚挙にいとまが無い。昨年 12 月の独建設企業 Hochtief 社の株 9.1%取得¹⁹などは仏サッカークラブの買収とともに 2022 年のワールドカップ開催をにらんだ戦略であろう。最近の動きとしてはスペインの保養地 Golden Coast のマリーナの買収(7 月)²⁰、英国の F-1 サーキット運営賃借権の買収(8 月)²¹、独ダイムラーが保有する EADS(エアバス社の親会社)の株式買収(9 月)²²などが報道されている。

これらの QIA の投資行動を分析すると(1)金融不安に陥った欧州の銀行への資金注入、(2)トップ同士の特別な関係によるフランス企業への投資、(3)サッカーワールドカップ開催に関連した投資、及び(4)ホテルなど海外での観光(tourism)分野への投資、の四つの分野に分けることができよう。しかしこれらの分野は相互に関連性が乏しく、また投資対象国もばらばらである。つまり QIA の投資には一貫性が無く手当たり次第という感がある。これに対してはカタールのリスク管理を懸念する専門家の声もあがっている²³。

3. 動かないサウジアラビア

サウジアラビアには独立した SWF が無い。サウジアラビア通貨庁(SAMA)がその役割を担っており日本の日銀と似た形態である。そのため SAMA の SWF としての活動には二つの特徴が見られる。一つは通貨管理という大きな政策の中では資金運用だけでは単独の報告対象とならないため、情報開示が殆どされないことである。SAMA 自体は毎年年次報告書を公表し、また対外準備高についても毎月発表している。しかし余剰資金の運用状況は公表されない。

SWF Institute の SWF ランキングでは SAMA の資産規模は 4,725 億ドルで世界 4 位である(前項参照)。同ランキングは各 SWF の透明性についても言及しているが、SAMA の透明度は 10 段階の下から 2 番目である。ノルウェーの政府年金ファンドが最高の 10 であるのに比べ極めて評価が低

い。クウェイト(KIA)、カタール(QIA)、アブダビ(ADIA)の透明度はそれぞれ6、5及び3であり、サウジアラビアは4カ国の中では最も低い²⁴。

SAMA が SWF の役割を兼務していることによる第二の特徴は運用方針が極めて保守的なことである。SAMA は外貨の殆どを現預金と米国の政府債で保有している。数年前、アブダビとクウェイトの SWF がシティなどの欧米の銀行株を始めエクイティ投資により大きな利潤を上げた時もサウジアラビアは米国債一本槍であった。この時、アブダビ及びクウェイトの SWF は目先の儲けに目を向けないサウジアラビアを陰で揶揄したと言われる。しかし2008年のリーマンショックによりサウジアラビア以外の GCC 各国の SWF は大きな痛手を受けた。UNCTAD(国連貿易開発会議)の World Investment Report(2009年)によればアブダビ、クウェイト、カタールのSWFは年間で40%前後と大幅に資産が減少したのに対しサウジアラビアの減少幅は12%にとどまっている²⁵。結果論ではあるがサウジアラビアの超保守的な運用が正しかったことが証明されたのであった。

昨年以降の原油価格の上昇によりサウジアラビアは大幅な黒字を記録しており、6月末の対外資産は4,800億ドル²⁶、8月には5千億ドルを超え²⁷今も増え続けている。その少し前までは米ドルの対ユーロ・レートは下落傾向にあった。因みにサウジアラビアの通貨(リアル)はドルに完全にリンクしている(1ドル=3.745リアル)。即ち同国はドル固定相場制を堅持しているのである。このことは輸入の多くをヨーロッパに頼るサウジアラビアでインフレを招く結果となっている。そして今年に入りS&Pが米国のソブリン格付けを下げたことでドルに対する信認が薄れ、一方ではユーロ圏が金融危機の様相を呈している。国際金融筋はこの状況をとらえて、サウジアラビアが対外資産の一部をドルからユーロ或いは他国通貨に乗り換えるのではないかと考えている。金融危機に晒された南欧の国がアブダビ、カタールなどに対し自国債の購入或いは自国の銀行への資金注入を働きかけているが、サウジアラビアに対しても同じことを要請していることは間違いないであろう。

しかし SAMA のアル・ジャシール総裁は9月半ば「ユーロ圏の負債を買うつもりはない。ドル・ペッグ(ドル固定相場制)は議論の対象外である。」と明確に断言したのである²⁸。サウジアラビアはドルとの心中も辞さない覚悟のようである。米国FRBにとってこれほど心強い味方は無いと言えよう。その反面、米国がエジプトのムバラク政権を見限ったことでサウジアラビアは米国に失望し、次に見放されるのは自国ではないかと言う猜疑心もある。現在の米国とサウジアラビアの関係は微妙である。

但し、サウジアラビアのサウド王家にとって今も昔も米国が唯一の頼りであることも間違いない事実である。だからこそサウジアラビアは石油を安定供給しドルを支えようと言う両面で米国との信頼関係を維持しようとしている。片や米国はキリスト教の民主主義国家であり、他方のサウジアラビアはイスラム教の専制君主国家である。両者は本来相容れない正反対の性格の国家でありながらお互いが相手を必要としているのである。このためサウジアラビアの SWF である SAMA は政府の方針に従い「動かない」。

SAMA が動かないもう一つの理由を上げるならばそれは国内向けの資金需要が旺盛であり、対

外投資に振り向ける十分な原資が不足しているからでもある。若年層の失業問題解決のためサウジ政府は余剰資金を国内景気の振興、産業の育成に投下している。また同時に「中東の春」と呼ばれる民主改革運動が国内に波及するのを防ぎ、国民の不満をそらせるため年間予算規模に匹敵する臨時予算を決定した。現在のサウジアラビアはオイルダラーを国内で消費し海外に還流させる余裕がなくなっている。この点で海外での運用を目的とする SWF は「動きたくても動けない」と言えるのかもしれない。

4. エネルギー分野に絞り込むアブダビ

活発な全方位投資を進めるカタールQIA。これに対し米国政府債以外に手を広げようとしないサウジアラビアの SAMA。両者の中間的立場に立つのが世界最大の SWF アブダビ投資庁 (ADIA) である。

世界の秩序ある投資を目指して投資国(Investor)と受入国(Recipient)が開いた 2008 年の国際会議で、アブダビはシンガポールと共に投資国のリーダー格として「サンチャゴ宣言」に署名した。以来 ADIA は経営情報の開示に積極的な姿勢を示し、最近もホームページで「ADIA Review 2010」を公表している²⁹。とは言え公開された情報は世界の地域別投資の比率(ポートフォリオ)などが示されているものの具体的な内容に乏しい。このため SWF Institute による ADIA の透明性評価も10段階の下から3番目にとどまり、SAMA(サウジアラビア)を上回るものの KIA(クウェイト)或いは QIA(カタール)よりも評価が低い。

ともあれ「ADIA Review 2010」によれば、ADIA のエクイティ投資は先進国が 35-45%、開発途上国 10-20%であり、地域別では北米が 35-50%、欧州、アジア地域がこれに続くとのことである。また20年間の ROR(投資利益率)は 2010 年が 7.6%で、前年の 6.5%より改善しているようである。

アブダビには ADIA の他にもコスモ石油の大株主として知られる International Petroleum Investment Company(IPIC)(資産総額580億ドル、SWF Institute 推定、以下同じ)や Mubadala Development Company(133 億ドル)などがある。IPICは石油関連分野への投資を主目的としており、Mubadala は不動産投資が多いようであるがADIA 以上に実態不明であり、アブダビのSWFの投資活動はメディアの情報だけが頼りである。

そのようなメディア情報を丹念にフォローするとアブダビの SWF による最近の投資活動には、豪州ブリスベーンの港湾会社株の取得(21 億ドル、昨年 11 月)³⁰、スペイン石油企業 Cepsa の完全買収(今年 2 月)³¹、ノルウェー国営石油会社 Statoil のガスパイプライン子会社株式取得(32.5 億、今年 6 月)³²、オーストリアの石油企業 OMV の株式買い増し(今年 10 月)³³などが上げられる。このうち Cepsa 株については既に 2009 年に 47%を取得済みであり、今回 Total 社から残りの株を買収し Cepsa を非上場の完全子会社になっている。その他、最終合意には至らなかったものの昨年 ADIA は英国 BP 社株の取得で話題になっている。メキシコ湾原油流出事故で巨額の賠償に迫られた BP がアブダビのオイルマネーを導入して資本を増強しようとしたのである。

アブダビの SWF の投資動向を見ると石油或いは天然ガス事業に軸足を置いていることがわかる。アブダビは国内でマスタードール計画を遂行中であり、また「国際再生エネルギー機関(IRENA)」の本部を誘致するなどエネルギー問題に強い関心を示しており、海外における ADIA、IPIC の投資活動もエネルギー分野に絞り込もうとする意図がうかがわれる。

ADIA の直接投資はこれまで欧米大都市の不動産或いは一流企業や大銀行の株式(いわゆるブルー・チップ)に対する投資が中心であった。そして 2007 年のサブプライム・ショックでは、資金難に陥ったシティ・グループの要請に応じて 75 億ドルを出資した。しかし翌年のリーマン・ショックでこれらの投資はことごとく裏目に出ており、僅か一年間で資産の 40%を失った(前述 World Investment Report by UNCTAD)。またアブダビは同じ連邦のドバイの窮状を救うため 100 億ドル以上の資金援助を行っている。このためアブダビは今回のヨーロッパの金融危機に対しても慎重な姿勢を示している。アブダビの対外投資は分野と案件を絞り込んでいるようである。

5. 湾岸 SWF は「白馬の騎士」になるのか？

ここまで湾岸 3 カ国の SWF それぞれの最近の動きを分析してきた。カタールはリスクを顧みず全方位的な投資を展開しているのに対し、サウジアラビアは国内投資を優先せざるを得ず積極的な対外投資の姿勢は見えない。またアブダビもドバイ救済に手を取られて対外投資はエネルギーなど分野を絞る方向のようである。

かつてアブダビ及びクウェイトは資金不足に陥ったシティ・グループとメリルリンチに巨額の出資を行い「白馬の騎士」と言われた。白馬(オイルマネー)に乗った騎士(湾岸 SWF)が窮地に立ったお姫様(銀行)を助けると言うおとぎ話の構図である。しかしリーマン・ショックにより騎士(湾岸 SWF)は巨額の損害を蒙った。

今回のヨーロッパ金融危機でカタール以外のアブダビやクウェイトの SWF が動かないのはその時の反省に立った学習効果であると言えよう。そして SAMA 総裁はヨーロッパの国債を買わないと言った(前項参照)。総裁は銀行よりも国家の方がリスクが高いと読んでいるのだろうか。従来の常識では私企業(銀行等)よりも国家の方がリスクが低く、企業の格付けはソブリン(政府)格付けを上回らないとされていた。そのため日本国債が最高ランクから格下げになった時、同じ最高ランクのトヨタ自動車が自動的に格下げされて大きな問題になったことがあった。

しかし今では国家と企業はそれぞれの実力に応じて格付けされるようになった。ギリシャのソブリン格付けは投機扱いである。いかにカネがだぶついている湾岸産油国でもギリシャの国債を買う気にはならないであろうし、そのギリシャの国債を大量に保有しているフランスやドイツの銀行に投資することは躊躇するはずである。欧米の一流銀行に煮え湯を飲まされた湾岸の SWF は「白馬の騎士」として表舞台に立つつもりはなさそうである。

ただカタールだけはハマド首長がサルコジ大統領などヨーロッパ各国の首脳におだてられて深みにはまる可能性が無いとは言えない。カタール経済は順風満帆であり、たとえヨーロッパでの投資

でたかだか(!)数十億ドル規模の大穴があいたとしてもハマド首長にとって大した痛みではなく彼の威信はいささかも揺るがないであろう。国内で直言する人物がいないハマド首長は「裸の王様」なのかもしれない。

(完)

(注)本レポートで取り上げた湾岸 SWF の投資活動に関するニュースは現地紙のインターネット版からピックアップしたものであり、実際の投資額或いは投融資が実行されたか否か等については未確認であることをご承知おきください。

本稿に関するコメント、ご意見をお聞かせください。

前田 高行 〒183-0027 東京都府中市本町 2-31-13-601
Tel/Fax; 042-360-1284, 携帯; 090-9157-3642
E-mail; maeda1@jcom.home.ne.jp

¹ Gulf Times on 2011/8/29, 'Qatar to inject 500mn euros in Greek banks merger'
http://www.gulf-times.com/site/topics/article.asp?cu_no=2&item_no=455473&version=1&template_id=57&parent_id=56

² Arab News on 2011/3/1, 'Qatar to invest 300m euros in Spanish Bank'
<http://arabnews.com/economy/article291408.ece>

³ <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/A01GCCSWFPart1.pdf>

⁴ <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/A03%20GCC's%20SWF%20Part2.pdf>

⁵ <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/A04%20GCC's%20SWF%20Part3.pdf>

⁶ <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/A48GCCSWFPart4.pdf>

⁷ <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/A56GccSwfPart5.pdf>

⁸ 拙稿「争奪戦模様のカタール天然ガス」参照

<http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/0192QatarGas.pdf>

⁹ 拙稿「シェールガス、カタールを走らす」参照

<http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/0148ShaleGasQatar.pdf>

¹⁰ ホームページ<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>参照

¹¹ 拙稿「MENA でサウジとカタールが見せた対照的な外交活動」参照

<http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/0177SaudiQatarDiplomacy.pdf>

¹² Gulf Times on 2010/4/17, 'Qatar Diar takes stake in French utility giant'

¹³ Gulf Times on 2010/11/18, 'QIA keen to invest in Areva's mining division'

¹⁴ Gulf Times on 2011/6/11, 'Qatar fund buys stake in Parris St Germain'

¹⁵ Oman Daily Observer on 2011/9/23, 'Qatar in talks over likely stake in BNP Paribas'

¹⁶ Gulf Times on 2010/4/6, 'Qatar gains 40% stake in Fairmont'

¹⁷ Gulf Times on 2010/4/9, 'Qatari Diar may acquire Singapore's Raffles Hotel'

¹⁸ Gulf Times on 2010/6/21, 'Qatar agrees to invest fund looks to go private'

¹⁹ Gulf Times on 2010/12/7, 'Qatar Holding buys 9.1% stake in Hochtief'

²⁰ Gulf Times on 2011/7/14, 'Qatari Diar buys marina on Spain's Golden Coast'

²¹ Gulf Times on 2011/8/29, 'Qatar in talks to lease UK F1 circuit'

²² Arab News on 2011/9/19, 'Qatar eyes Daimler's EADS stake: Report'

²³ Arab News on 2011/9/20, 'Qatar risks a foreign investment pile-up'

²⁴ SWF Institute ホームページ<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>参照

-
- ²⁵ World Investment Report 2009 by UNCTAD, P62 参照
²⁶ Arab News on 2011/7/1, 'Kingdom's foreign assets hit record \$480 billion'
²⁷ Arab News on 2011/8/29, 'Kingdom's foreign assets cross \$500bn'
²⁸ Arab News on 2011/9/15, 'Kingdom won't buy euro debt'
²⁹ '2010 Review, Prudent Global Growth'

http://www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website_2010.pdf

概要は Gulf Times on 2011/9/14, 'ADIA sees global shift to emerging markets'参照。

- ³⁰ Gulf Daily News on 2010/11/12, 'ADIA acquires key port stake'
³¹ Gulf Daily News on 2011/2/17, 'Abu Dhabi takes over oil company'
³² Arab News on 2011/6/1, 'Statoil sells \$3.25bn gas pipeline stake'
³³ Arab News on 2011/10/4, 'Abu Dhabi firm raises stake in OMV'