

資源輸出国のソブリン・ウェルス・ファンド —アジアへ注目する湾岸協力会議（GCC）諸国—

調査部 環太平洋戦略研究センター
上席主任研究員 高安 健一

要 旨

1. 過去数年にわたる一次産品価格の上昇局面において、巨額の外貨収入を獲得した資源輸出国は、対外資産を着実に積み増してきた。その運用機関としての役割を果たしているのが、政府直轄で運営されているソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）である。財政収支の改善や国内外の政府債務の削減などにめどをつけた資源輸出国のSWFが、対外投資余力を一段と高めている。そして、その国際的な資産配分が、世界の資金フローに及ぼす影響が関心を集めるなか、巨額の対外資産を擁する湾岸協力会議（GCC）のSWFが、世界の成長センターであるアジアを投資対象としてこれまでも増して重視する動きをみせている。

2. 本稿では、資源輸出国のSWFのなかで、対外投資残高がもっとも多いと推測されるサウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）、ロシアを取り上げ、①外貨建て資産が増加した背景、②資金使途／運用目的、③資産管理・運用機関、④投資対象、⑤発展戦略の5項目について整理した。3カ国のSWFの特徴は次の通りである。

サウジアラビアは、2003年以降の石油価格急騰により財政赤字の解消と国内の政府債務の大幅な削減を達成し、対外投資を積極的に手掛けるSWFの新設を検討する段階に入った。今後対外投資余力が大幅に高まる可能性がある。

UAEでは、石油輸出収入（経常収支黒字）がほぼすべて対外投資に振り向けられ、投資収支も着実に増加している。世界最大規模のSWFを運営するアブダビ首長国は、長期的な視点からリスク許容度の高い投資を行っている模様である。ドバイ首長国は、脱石油依存経済への移行をにらんで外国企業への投資に積極的に取り組んでいる。

ロシアは、2004年に石油安定化基金を設立、対外資産を保守的に運用し、かつ使用目的を対外債務の返済や年金基金への拠出などに限定してきた。2008年2月に新設された国民福祉基金は今後国債以外の対外投資を増加させる模様である。しかしながら、中長期的な財政事情が予断を許さないこともあり、大規模なSWFになるとは考えにくい。

3. 世界の41のSWFが運用している資産のうち、46.2%（1兆4,732億ドル）を保有しているGCCと、30.3%（9,672億ドル）を保有しているアジア（除く日本）の間で、投資活動が活発になることが期待される。GCCの対外純資産は2007年末に1兆7,950億ドルに達した模様（IIF推計）である。2008年より5年間にわたり、2003年から2007年までと同規模の経常収支黒字が確保され、同期間中の米国10年物国債の平均利回りで運用されると仮定すると、2012年末の対外純資産は2兆9,334億ドルに達する。

4. アジアには、GCCからの投資の受け皿となる豊富な投資機会がある。GCCのSWFにとって、経済成長率が高く、証券市場が発達しつつあり、米ドルに対して通貨価値が上昇しているアジアへの投資が円滑に行えるようになれば、ポートフォリオ管理の選択肢が大幅に増えよう。そのためには、域内の投資受入国と対話を積み重ね、制度整備を進める必要がある。

目 次

はじめに

I. SWFの分析視角

1. 湾岸協力会議（GCC）とアジアで急増する運用資産
2. 分析項目

II. 国別事例

1. GCCの概観
2. サウジアラビア：積極的な対外資産運用のためのSWF新設を検討
3. アラブ首長国連邦（アブダビ首長国・ドバイ首長国）：企業向けと新興国投資が拡大
4. ロシア：石油関連収入の堅実な運用と活用に貢献

III. 期待されるGCCとアジアの投資交流の拡大

1. GCCの対アジア投資
2. 投資機会の拡大

おわりに

はじめに

過去数年にわたる一次産品価格の高騰を受けて、巨額の外貨収入を獲得した資源輸出国は、対外資産を着実に積み上げてきた。その運用機関としての役割を果たしているのが、政府直轄で運営されている政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund、以下SWFと略す）である。原油価格の高騰が長期化するなか、財政赤字、国内外の政府債務の返済、年金基金の積立などにめどをつけた資源輸出国では、対外投資余力が一段と高まっている。そして、資源輸出国のSWFが、世界のどの地域を有望な投資先と認識するかにより、世界の資金フローに変化が生じる可能性がある。こうした観点から、巨額の対外運用資産をもつ湾岸協力会議（Gulf Cooperation Council: GCC）（注1）のSWFが、世界の成長センターであるアジアを投資対象としてどのように認識しているのかが注目される。

本稿の構成は以下の通りである。第1章では、SWFを分析するに際してのフレームワークを五つの視点から整理する。第2章では、新興成長国のSWFのなかで、対外資産がもつとも多いと推測されるサウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）、ロシアの3カ国のSWFを取り上げる。第3章では、GCCのSWFが投資対象としてのアジアをどのように認識しているのかを探る。

I. SWFの分析視角

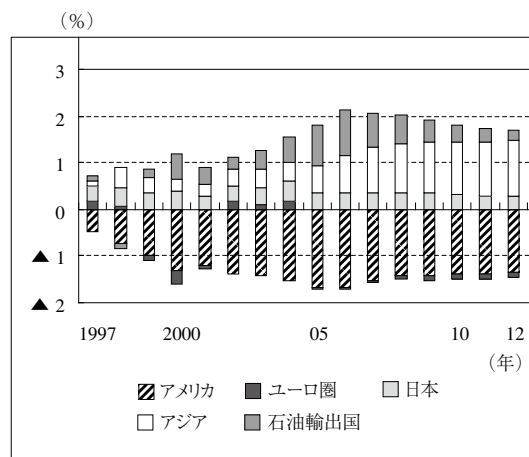
1. 湾岸協力会議（GCC）とアジアで急増する運用資産

1953年のクウェートを皮切りに世界で多くのSWFが設立され、その数は2007年におよそ41に達した（注2）。2000年以降、カタール（2000年）、カザフスタン（2000年）、ロシア（2004年）、ナイジェリア（2004年）、韓国（2006年）、中国（2007年）など、新興成長地域を中心に設立が相次いでいる。SWFは今や、欧米、中東、アジア、オセアニア、アフリカ、ラテンアメリカなど、世界各地で運営されている。

新興成長国でSWFの新設が相次ぎ、かつ運用資産が急拡大した背景には、90年代後半よりアジアと石油輸出国が多額の経常収支黒字を計上してきたことがある。図表1は、アメリカ、ユーロ圏、日本、アジア、石油輸出国の経常収支の世界の名目GDPに対する比率を示している。例えば、2006年には、アメリカが▲1.7%の大幅な赤字を記録、ユーロ圏については▲0.04%とほぼ均衡していた。これに対して、アジアは+0.8%、石油輸出国は+1.0%と、わが国の+0.4%を上回る黒字を計上した。

世界的な経常収支不均衡の長期化にとともに、地域別の対外純資産（ストック）に大き

図表1 主要国・地域の経常収支バランス
世界のGDPに対する比率（1997年-2012年）

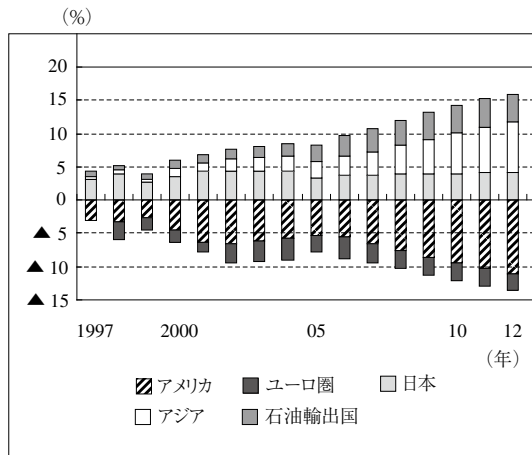


（注）2007年以降は予測値。

（資料）IMF（2007）「World Economic Outlook」Figure 1.13より日本総合研究所作成

な変化が生じている。図表2は、主要国・地域の対外純資産の世界の名目GDPに対する比率の推移を示したものである。アメリカの対外純債務の増加に歯止めがかからず、97年の▲3.0%から2006年には▲5.6%となり、さらに2012年には▲11.0%に悪化すると予測されている。2012年に向けて対外純資産がもっとも積み上がるのはアジアで、97年の+0.3%が2006年には+2.9%へ、そして2012年には日本を上回る+7.6%に達すると国際通貨基金（IMF）は予測している。石油輸出国も同様に、97年+0.8%、2006年+3.0%、そして2012年には+4.3%へ比率を高める。2012年に向けて、欧米の対外純債務が拡大する一方、アジアと石油輸出国は対外純債権国としての

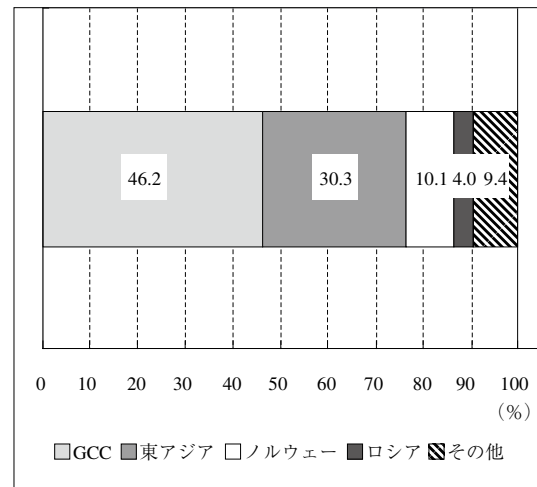
図表2 主要国・地域の対外純資産
世界のGDPに対する比率（1997年-2012年）



（注）2007年以降は予測値。

（資料）IMF（2007）「World Economic Outlook」Figure 1.13より日本総合研究所作成

図表3 世界の主要41のソブリン・ウエルス・ファンド（SWF）の地域分布
（資産総額は3兆1,900億ドル）



（資料）Deutsche Bank Research（2007）「Sovereign Wealth Funds : State Investments on the Rise」より日本総合研究所作成

地位をさらに強めることになろう。

石油輸出国とアジアが対外資産を増加させる過程で、両地域のSWFは大規模な資産を蓄積してきた。図表3は、世界の41のSWFの資産を地域別に整理したものである。世界のSWFの総資産である3兆1,900億ドルのうち、GCCが46.2%（1兆4,732億ドル）、アジアが同30.3%（9,672億ドル）を占めている。GCCについては、王族の私的な資産管理ファンドを加えると、規模とシェアがさらに高まろう（注3）。また、対外資産の原資は、GCCが石油・天然ガス輸出所得の資源型であるのに対し、アジアは非資源型が多く貿易黒字や外為市場での介入資金などである（注4）。GCC以外の資源型SWFで世界シェアが高いのは

ノルウェー（10.1%）とロシア（4.0%）である。

2. 分析項目

SWFに関する広く合意された定義は見当たらないが（注5）、もっとも重要な機能は、政府の設立主旨に従い、外貨建て資産を管理・運用することである。管理・運用に際しては、当然のことながら、政府部門の将来の支出予定額の充足が強く意識される。すなわち、将来の支出に影響を及ぼす財政状態、年金基金の過不足、対外債務、経済成長戦略などを勘案したうえで、SWFが管理する対外資産の運用方針、投資期間、リスク許容度、投資商品の構成・地域配分などが設定される。

以下では、国別の分析に入る前に、SWFの特徴を把握するための分析項目として、①外貨建て資産が増加した背景、②資金使途／運用目的、③資産管理・運用機関、④投資対象、⑤発展戦略・経済政策との関連の五つを取り上げて述べる（図表4）。

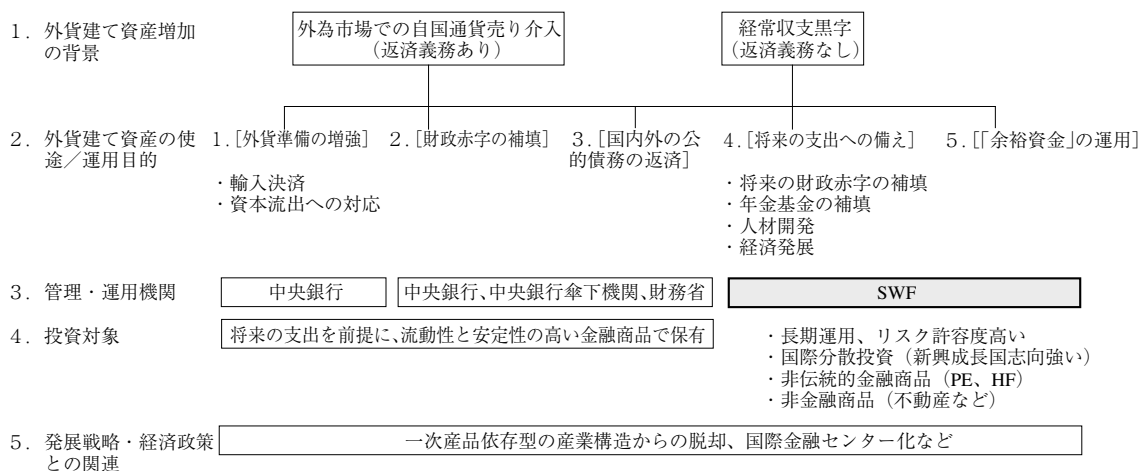
(1) 外貨建て資産増加の背景

SWFは、外貨建て資産が増加した背景という視点から二つのタイプに分けることが出来る（図表5）。一つは、将来返済義務が生じる資金を運用するものである。これには、中央銀行が政府短期証券や中央銀行手形を発行して調達した自国通貨を用いて、外為市場で自国通貨売り・外貨買い介入を実施した際に積みあがった外貨準備が該当する。本稿では取り上げないが、中国がこのタイプのSWF

に該当する。この場合、中央銀行は国内で金利支払いや償還費用を負うとともに、外貨建て資産の運用利回りが国内で発行した政府短期国債や中央銀行手形を下回った場合に、逆ザヤに陥るリスクを抱える。加えて、外為市場での介入時よりも自国通貨高が進んだ場合に、為替差損が生じるリスクもある。こうした背景より、このタイプのSWFは、安定性と流動性の高い外貨建て金融商品で運用する必要がある。

もう一つは、経常収支黒字を原資とするSWFで、返済義務が生じないタイプである。投資期間を長く設定したり、リスク許容度を高くすることが出来、上述の返済義務が生じるタイプよりも積極的な対外資産運用を行える余地が大きい。

図表4 ソブリン・ウエルス・ファンド（SWF）の概要



（資料）日本総合研究所作成

図表5 資源国のソブリン・ウエルス・ファンド（SWF）の整備状況

	サウジアラビア	アラブ首長国連邦（UAE）		ロシア
		ドバイ首長国	アブダビ首長国	
外貨建て資産増加の背景				
外為介入資金	△	-	-	△
経常収支黒字	○	-	-	○
外貨建て資産の使途／運用目的				
外貨準備の増強	○	-	-	○
財政赤字の補填	○	○	○	○
国内外の公的債務返済	○	○	○	○
将来の支出への備え	○	○	○	○
「余裕資金」の運用	×	○	○	△
管理・運用機関				
中央銀行	中銀特別勘定			
SWF 設立	設立計画中	○	○	○
投資対象				
安全性・流動性重視	○	○	○	○
非伝統的投資	×	○	○	×
新興国成長国	×	○	○	×

（注）UAEは、首長国ではなく中央銀行が外貨準備を管理。サウジアラビアでは中央銀行の特別勘定で石油輸出所得を管理している。

（資料）日本総合研究所作成

（2）外貨建て資産の利用・運用目的

外貨建て資産の使途・運用目的は、五つに分けることが出来る。第1は、対外支払いの裏付けとなる外貨準備の管理・運用である。輸入決済については、一般的に輸入額の3カ月分が目安とされている。また、急激な資本流出に備えるための外貨準備の必要額として、1年以内に支払期限が到来する外貨建て負債額が指摘されている（Greenspan-Guidotti Rule）。本稿で取り上げる3カ国（サウジアラビア、UAE、ロシア）は、すべてこうしたニーズを十分に満たす外貨準備を保有して

いる。

第2は、財政赤字の補填である。GCC諸国やロシアは、非石油部門の財政赤字を石油部門の収入で補っている。

第3は、国内外の政府債務の返済である。SWFに積み立てた資金で政府債務を返済することにより、金利支払い負担の軽減や格付けの引き上げなどの効果が期待出来る。

第4は、将来の支出への備えである。その代表例がロシアの石油安定化基金であり、資源価格が急落した場合の財政への影響を緩和するために、対外資産を積み立ててきた。将

来の支出には、年金基金の積み立て不足、人材開発のための投資、開発プロジェクトなども含まれる。

第5は、余裕資金の運用である。上記の四つの資金使途・運用目的に必要な額を上回る資産を保有しているSWFの場合、長期の投資期間を設定して、リスク許容度の高い投資を行える余地が大きい。この段階では、政府部門が巨額の対外純資産を保有しているため、その運用成果が国際収支統計の投資収支として確認出来る（UAEなど）。

(3) 資産の管理・運用体制

SWFの役割は、政府の意向を反映した対外資産の利用・運用目的を実現するために、投資ポートフォリオを管理することである。利用・運用目的が前掲の図表4の1から5へシフトするにつれて、専門性の高い（あるいは外部金融機関を活用した）SWFを設立する必要性が高まる（ただし、一つのSWFが複数の機能を担っている場合もある）。まず、輸入決済や急激な資本流出に備えるための外貨準備の運用であれば、主に中央銀行が担当することになる。財政赤字の補填が目的であれば、財務省の傘下に安定化基金などが設立されよう。内外の政府債務の返済に必要な資金は、中央銀行の外貨準備や安定化基金から拠出されよう。

将来の支出への備えには、長期的に安定的な運用を手掛ける組織が必要になる。さらに、余裕資金の積極的な運用を担うSWFは、巨

額の国際分散投資を多様な投資商品を用いて行うため、専門性の高い組織の整備や人材の確保、外部の運用会社の活用などが必要になる。本稿では4と5をSWFに特徴的な機能と考える。

(4) 投資対象

SWFが資産運用のために投資する商品は、資金の使途・目的によって異なる。前節で指摘した1～3の使途・目的のための対外資産運用は、安全性と流動性を重視したものになる。これに対して、4と5については、外貨建ての預金、債券、株式などの伝統的な金融商品に限られることなく、不動産、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、レバレッジド・バイアウトなどの代替資産がより多く含まれることになる。そして、高い収益率を狙うSWFが、ポートフォリオに占める新興成長地域の割合を引き上げることが考えられる。

図表6は、新興成長国の主要なSWFについて、投資対象を整理したものである。一口にSWFといっても、その投資対象をみると欧米諸国の国債に投資先を限定してきたロシアの石油安定化基金から、不動産、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、レバレッジド・バイアウトを含むすべての資産クラスに投資しているカタール投資庁（Qatar Investment Authority: QIA）まで幅がある。

(5) 発展戦略・経済政策との関連

資源国（新興成長国）のSWFは、政府が

図表6 ソブリン・ウエルス・ファンド (SWF) の投資対象

	安定	国家ファンド	[リスク許容度]						高
			低	現金／国債	固定金利債	株式	不動産	ヘッジ・ファンド	
投資目的 ↑ 安定 ↓ 資産の増加		ロシア (石油安定化基金)	○						
		アブダビ投資庁 (ADIA)	○	○		○	○		
		アブダビ投資評議会 (ADIC)				○			
		ドバイ・インターナショナル・キャピタル (DIC)				○			
		イスティスマール・ワールド (ドバイ首長国)				○			○
		クウェート投資庁 (KIA)	○	○		○	○		
		サウジアラビア通貨庁 (SAMA)	○	○					
		カタール投資庁 (KIA)	○	○		○	○		○
		テマセク・ホールディング (シンガポール)				○	○	○	
		GIC (シンガポール)	○	○		○	○	○	

(資料)「Euromoney」December 2007, p. 82に加筆。

個別の投資案件に介入することがなくても、政府の発展戦略を反映した投資行動をすることが十分にありえる。政府がSWFを100%所有し人事権を掌握している場合がほとんどであり、少なくとも政府の意向に反した投資活動をする可能性は小さい。SWFないし政府系投資会社が、自国の発展戦略に役立つ企業に資金を投じることは、投資対象の選択として当然である。例えば、自国を国際金融センターとして発展させようとしているドバイ首長国やカタールが、外国の証券取引所や欧米金融機関に積極的に出資していることは、こうした文脈からもとらえることができる。

(注1) 81年に域内の政治・経済協力を目的に、ペルシャ湾に面しているアラブ首長国連邦、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビアの6カ国で設立された地域協力機構である。

(注2) Kem, Steffen (2007)「Sovereign Wealth Funds: State Investments on the Rise」p. 3掲載の表より算出。

(注3) 国際通貨基金 (IMF) が2007年9月に発表した「Global Financial Stability Report」によると、世界の国々が保有している対外資産は、約5.6兆ドルの外貨準備と、1.9兆ドル～2.9兆ドルのSWFに分けられる。将来的に新

興成長国を中心に政府の保有する対外資産は、年間8,000億ドルから9,000億ドル程度積み上げられ、2012年までに12兆ドル程度に達する見込みである (p. 45)。

(注4) 東アジアにおける資源型SWFは、ブルネイと東チモールの二つで、運用資産は計362億ドルである。

(注5) 経済政治環境、歴史、ガバナンス構造、透明性のレベル、負債構造、投資目的の違いなどから、SWFについての単一のモデルは存在しないとの指摘がある (「Euromoney」December 2007, p. 81)。

Ⅱ. 国別事例

第2章では、資源輸出 (新興成長) 国のSWFのなかで、対外投資残高がもっとも多いと推測されるサウジアラビア、アラブ首長国連邦 (UAE)、ロシアのケースを取り上げる。原油価格の高騰がサウジアラビアとUAEを含むGCC諸国の財政や国際収支に与えた影響を整理した上で、それら3カ国のSWFについて述べる。

1. GCCの概観

(1) 石油関連統計

GCCでは、石油・天然ガスの輸出所得をもとにSWFが多数設立されてきた。このタイプのSWFには、①価格変動の大きな一次産品を安定的なキャッシュフローの得られる金融資産に転換して管理する、②米ドル建て

で取り引きされる資源を、非ドル建て金融資産や実物資産（不動産など）に転換し、通貨分散を図るという機能がある。そして、石油・天然ガス関連指標、財政、公的債務残高、国際収支などは、SWFの運用目的、投資期間、投資対象の選択に影響を与える要因である。GCCは2003年以降の石油価格の高騰により、石油輸出所得を積極的に対外投資出来る段階

図表7 湾岸協力会議（GCC）諸国の石油関連指標

	2002 年	03	04	05	06	07（見込）	08（予測）
石油確認可採埋蔵量（100 万バレル）							
バーレーン	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
クウェート	96,500	99,000	101,500	101,500	101,500		
オマーン	5,706	5,572	5,572	5,572	5,572		
カタール	15,207	15,207	15,207	15,207	15,207		
サウジアラビア	262,790	262,730	264,310	264,211	264,251		
アラブ首長国連邦	97,800	97,800	97,800	97,800	97,800		
合計	478,003	480,309	484,389	484,290	484,330		
石油生産（100 万バレル／日）	98-02 年平均						
バーレーン	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
クウェート	1.9	2.1	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6
オマーン	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
カタール	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
サウジアラビア	7.8	8.4	8.9	9.4	9.2	9.1	9.0
アラブ首長国連邦	2.4	2.6	2.7	2.7	2.9	3.0	3.1
合計	13.9	14.8	15.7	16.4	16.4	16.5	16.5
石油輸出（100 万バレル／日）	98-02 年平均						
バーレーン	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
クウェート	1.1	1.2	1.4	1.7	1.7	1.6	1.6
オマーン	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
カタール	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
サウジアラビア	5.9	6.5	6.8	7.2	7.2	6.4	6.3
アラブ首長国連邦	2.1	2.2	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7
合計	10.8	11.6	12.1	12.7	12.8	12.1	12.1

（資料）OPEC（2007）「Annual Statistical Bulletin 2006」、IMF（2007）「Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia」October

に入ったと考えられる。

図表 7 は、GCCの石油関連指標を2002年から2008年までについてまとめたものである（2007年と2008年はIMF予測）。5カ国（除くバーレーン）の石油確認可採埋蔵量は2006年に、世界の40.1%にあたる4,843億バレルと極めて多い（ただし、2002年の4,780億バレルからは微増である）。石油確認可採年数を国別にみると（注6）、クウェート（100年超）、UAE（90.2年）、サウジアラビア（66.7年）、カタール（36.8年）、オマーン（20.5年）と大きな開きがある。

2006年に、GCC諸国の石油生産量は98-2002年の平均である1,390万バレル／日か

ら1,640万バレル／日へ、同じく石油輸出量は1,080万バレル／日から1,280万バレル／日へそれぞれ増加した。この間に石油価格が年平均で1バレル＝20.44ドルから同61.50ドルへ上昇したため、石油輸出所得は2.8倍増となった。

(2) 大幅に改善した財政収支と経常収支、急減した政府債務残高

2003年以降の石油価格の高騰は、GCC諸国の財政収支の改善および政府債務残高の削減に大きく貢献した。それらの推移を図表8でみると、石油・天然ガス価格高騰の影響が顕著に現れていることが確認出来る。財政収支はGCC（6カ国）の平均で、98年から2002年

図表 8 湾岸協力会議（GCC）諸国の財政収支と政府債務（対名目GDP比）

	98-02 年平均	03	04	05	06	07（見込）	08（予測）
中央政府財政収支（対名目 GDP 比、%）							
バーレーン	0.9	1.8	4.7	5.2	5.2	5.0	6.5
クウェート	20.5	17.4	22.3	34.0	33.5	35.8	36.4
オマーン	3.5	4.7	4.5	12.2	15.6	11.1	16.4
カタール	2.3	6.4	16.4	9.2	9.7	12.2	12.9
サウジアラビア	▲ 4.3	1.2	10.0	18.4	21.4	18.2	16.3
アラブ首長国連邦	▲ 0.8	2.6	10.5	20.3	28.8	29.4	29.2
GCC 平均	▲ 0.7	3.4	11.0	19.0	22.8	21.0	20.4
政府債務（対名目 GDP 比、%）							
バーレーン	29.0	36.9	34.7	30.6	27.7	24.0	22.3
クウェート	40.0	23.0	17.4	11.8	7.6	6.5	5.8
オマーン	27.6	16.3	15.3	9.5	7.4	6.0	5.0
カタール	60.2	41.6	27.8	19.3	15.0	12.1	10.1
サウジアラビア	96.7	82.0	65.0	38.9	27.9	20.1	15.0
アラブ首長国連邦	5.5	6.6	8.4	9.3	10.1	10.6	11.0
GCC 平均	67.5	54.9	43.8	27.5	20.4	15.7	12.7

（資料）IMF（2007）「Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia」October

まで名目GDP比で▲0.7%の赤字であったのが、2006年には同+22.8%と大幅な黒字に転じた。一方、政府債務残高は急減し、GCC全体で98年から2002年までの対名目GDP比67.5%から、2007年には同15.7%となった。

石油価格の高騰は、経常収支黒字と外貨準備の急増をもたらした（図表9）。GCCの

経常収支黒字は、98年から2002年まで平均で名目GDP比5.5%であったのが、2007年には同24.3%に膨らんだ。外貨準備は2007年に、98年から2002年までの平均である701億ドルの5倍弱に相当する3,460億ドルに拡大した。これはGCC全体の輸入額の13.9カ月分に相当する。ただし、国全体の対外債務残高

図表9 湾岸協力会議（GCC）諸国の国際収支

	98-02 年平均	03	04	05	06	07（見込）	08（予測）
経常収支（対名目 GDP 比、%）							
バーレーン	0.1	2.3	4.0	11.9	12.8	17.2	15.2
クウェート	19.9	19.7	30.6	40.5	43.0	37.8	35.3
オマーン	1.4	3.9	1.2	8.7	8.4	4.1	7.1
カタール	13.3	25.3	22.4	33.4	31.0	33.8	35.7
サウジアラビア	2.1	13.1	20.7	28.5	27.4	22.2	20.1
アラブ首長国連邦	7.1	8.6	10.0	18.3	22.0	22.6	23.0
GCC 平均	5.5	12.8	18.4	26.9	27.2	24.3	23.5
外貨準備（10 億ドル）							
バーレーン	1.2	1.4	1.6	1.9	1.0	4.4	5.6
クウェート	7.1	7.7	8.3	9.0	12.6	19.1	26.6
オマーン	2.6	3.6	3.6	4.5	3.4	4.5	1.4
カタール	1.3	2.9	3.4	4.6	5.4	6.5	8.1
サウジアラビア	45.2	59.8	87.9	153.2	225.2	277.1	341.0
アラブ首長国連邦	12.7	15.1	18.7	21.3	27.9	34.3	41.8
GCC 合計	70.1	90.5	123.4	194.3	275.5	346.0	424.5
対外債務残高（対名目 GDP 比、%）							
バーレーン	54.0	51.2	62.4	53.8	64.9	153.6	144.9
クウェート	31.5	25.6	20.5	20.4	17.6	16.7	15.4
オマーン	35.8	18.7	17.8	12.2	12.7	11.4	10.2
カタール	97.4	56.7	47.3	48.1	56.7	61.1	59.9
サウジアラビア	16.1	11.1	9.4	9.7	10.8	11.4	11.7
アラブ首長国連邦	29.6	18.7	24.0	30.8	47.0	53.6	56.6
GCC 平均	26.4	18.5	18.1	19.4	24.7	29.4	30.4

（注）サウジアラビアの外貨準備高は、サウジアラビア通貨庁のグロス対外資産。対外債務残高は、政府部門と民間部門の合計。
（資料）IMF(2007)「Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia」October

図表10 湾岸協力会議（GCC）諸国の純対外資産
（政府部門および民間部門、2007年末）

	10 億ドル	対 GDP 比 (%)
バーレーン	25	150
クウェート	280	244
オマーン	15	38
カタール	85	134
サウジアラビア	540	143
アラブ首長国連邦	850	450
合計	1,795	224

（資料）IIF（2008）「Economic Report: Gulf Cooperation Council Countries」 January 18.

は、政府部門の返済が進んでいるにもかかわらず、民間部門の対外借入が増加しているために2004年の名目GDP比18.1%を底に上昇に転じ、2007年には同29.4%となった。

石油価格の高騰は、対外純資産の急増をもたらした。図表10は、GCC諸国（政府部門と民間部門の合計）の2007年末時点の対外純資産（資産－負債）を示したもので、計1兆7,950億ドルに達したと推定されている。GCC全体で対名目GDP比224%に達しており、経済規模の2倍を上回る対外純資産を保有している。

以上のように、90年代より石油価格の低迷に悩まされていたGCCは、輸入決済や資本流出に備えた外貨準備の増強、財政赤字の補填、公的債務残高の返済などの過程を経て、将来の石油輸出所得の大半を対外投資に振り向けることが出来る状態にあると考えられる。

（2）多彩なGCCのSWF

GCC諸国のSWFは、大規模かつ多彩である。McKinsey&Companyは、その2006年末時

点の資産規模を、中央銀行の外貨準備（約3,050億ドル）および王族などの個人的な資産管理会社の資産を加えたベースで、1兆7,350億ドルから2兆2,000億ドルと推計している（注7）。

図表11は、GCCの広義のSWF（対外投資ファンド）を分類したものである。第1は、政府投資ファンドで、SWFと政府投資会社（Government Investment Corporations）に分けられる。前者には、クウェート投資庁（Kuwait Investment Authority：KIA）、アブダビ投資庁（Abu Dhabi Investment Authority：ADIA）、アブダビ投資評議会（Abu Dhabi Investment Council：ADIC）、カタール投資庁などが含まれる。後者は、国内外の企業の株式を取得し、プライベート・エクイティに近い活動をするものである。ドバイのドバイ・インターナショナル・キャピタル（Dubai International Capital：DIC）とイスティスマール・ワールド（Istihmar World）、そしてアブダビのムバダラ開発などがこれに該当する。2007年にバーニーズ・ニューヨーク（Barneys New York）の買収を巡って、ファースト・リテリングに競り勝ったのがイスティスマール・ワールドである。

第2は、外貨準備の運用を担う機関である。サウジアラビア通貨庁（Saudi Arabian Monetary Authority：SAMA）がその代表であり、石油輸出所得を管理する役割を担っている。

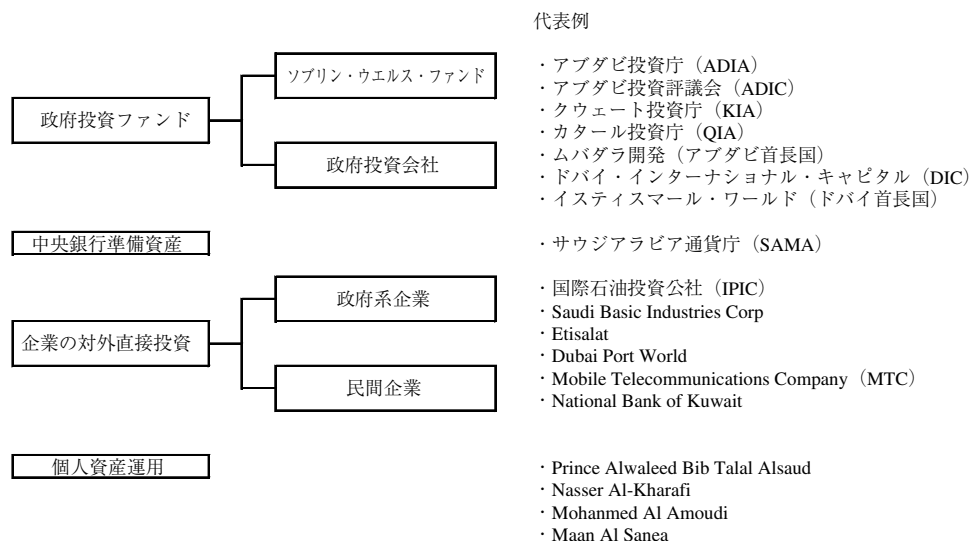
第3は、国内外の企業に積極的に投資している企業である。政府系企業として Saudi Basic Industries Corp、Etisalat、Dubai Port Worldなどが、また民間（民営化）企業として Mobile Telecommunications Company (MTC)、National Bank of Kuwait などがある。なお、SWFの対外投資と受入国の安全保障問題の関連で頻繁に言及されるのが、Dubai Port Worldがアメリカの港湾管理会社を傘下に収めるイギリス企業の買収を試みた際に、米国議会の反対により取りやめとなったケースである。

第4は、王族などの私的な資産管理のためのファンドである。

2. サウジアラビア：積極的な対外資産運用のためのSWF新設を検討

サウジアラビアは、石油の確認埋蔵量（2,643億バレル）、生産量（日量920万バレル）、輸出量（同720万バレル）のいずれにおいても世界最大級であり、1カ国でGCCのおよそ6割を占めている（2006年）。ところが、同国は、SWFを活用した積極的な対外資産運用という点で、クウェート、UEA、カタールなどの後塵を拝してきた。石油輸出所得を管理しているサウジアラビア通貨庁（SAMA）は、石油輸出収入のほとんどを米国国債で運用していると言われている。しかしながら、

図表11 中東対外投資ファンドの類型



（資料）McKinsey & Company（2007）「The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Markets」October, p. 49に一部加筆

原油価格高騰の長期化にともない、政府内にSWFを新設して対外投資に積極的に取り組もうとの動きがでていいる。以下では、サウジアラビアの対外資産運用スタンスが変わりつつある背景を、財政や国際収支動向に焦点をあてて述べる。

(1) 財政

①歳入

サウジアラビア経済の最大の特徴は、石油依存度の高さである。石油部門は2006年に国内総生産の54.6%を生み出した（注8）。財政は石油関連収入なしに成り立たず、そのシェアは歳入の85.9%（2002年から2006年までの平均）と圧倒的である。石油関連収入は（注9）、サウジアラコム社、シェブロンテキサコ社の石油会社2社から支払われる採掘利用料、石油事業税、配当金などである。石油依存度の高さは、課税基盤の弱さの裏返しでもあり、法人税、各種公共料金、関税、政府資産の民間への売却代金・賃借料などの歳入項目の割合は低い。

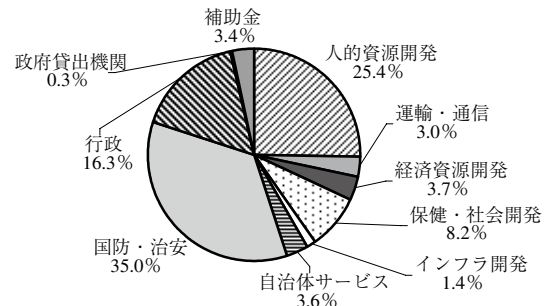
②歳出

歳出の特徴は、図表12の2007年度予算の支出構成にみられるように、国防・治安、人的資源開発、開発投資の割合が高いことである。これら三つの支出項目は、サウジアラビアが抱えている課題を反映しており、かつ将来にわたり大きな支出をとまう可能性が高い。

(a) 国防・治安

国防・治安関係の負担は極めて重い。2007

図表12 歳出構成比（2007年度予算）



（資料）CEICデータベースより日本総合研究所作成

年度予算案では、歳出総額である4,000億リヤル（1ドル=3.75リヤル）の35.0%にあたる1,329億リヤルが振り向けられた。周知のように、サウジアラビアは中東情勢の不安定化の自国への波及を防ぐべく、多大な支出を強いられてきた。イラン・イラク戦争（80年-88年）では、イランのイスラム革命が国内に波及することを恐れてイラクに多額の支援をおこなったと言われている。また、90年の湾岸危機（イラクのクウェート侵攻）に際しては、自国の防衛体制を強化するとともに、アメリカ主導の多国籍軍に資金を提供した（注10）。現在もサウジアラビアをめぐる国際環境は、不安定なイラク情勢、勢力を増すイラン、テロ活動など、決して安定しているとはいえない。サウジアラビアは2007年9月に、イギリスとの間で戦闘機ユーロファイター72機を総額88億ドルで購入する契約を締結している。

(b) 人的資源開発

人的資源開発も、長期的に大規模な支出を伴う項目である。2007年度予算では、965億リヤル、25.4%と2番目に大きな支出項目となった。サウジアラビアの人口は2005年に2,361万人（国連推計）と（図表13）、GCC諸国で最大である。人口構成の特徴は、24歳以下が53.0%と過半数を上回っていることで、若年層の教育と雇用確保が大きな課題となっている。

失業率（公式統計）は2006年末時点で12.0%と高水準であり、雇用機会が不十分であることがうかがえる。その反面、非サウジアラビア人の失業率はわずか0.8%であるため、若年層が求める仕事と求人内容にギャッ

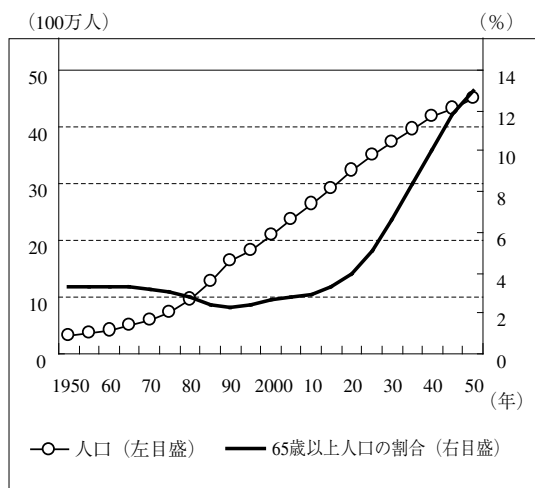
プがあると考えられる。サウジアラビアの人口は今後も増え続け、2050年には2005年の2倍弱にあたる4,503万人達すると予測されている。政府は、「サウジ経済開発第8次5ヵ年計画（2005年-2009年）」のなかで、人材育成を基本方針の一つとして掲げたほか、女子の就業拡大の重要性も強調している。また、2007年7月の閣議では国家人口委員会の設立を決定し、雇用問題に政府が一体となって取り組む方針を明らかにした（注11）。

高齢化の進展が中長期的に財政負担の拡大要因になると考えられる。前掲の図表13に示したように、総人口に占める65歳以上人口の割合である高齢化率が2020年頃より急上昇し、2050年に13.5%へ高まると予測されている（2005年は2.8%）。こうした背景から、すでに年金基金の拡充が意識されている模様であり、サウジアラビア年金基金は2006年末時点で1,300億ドルから1,500億ドルの運用資産を保有しているという（注12）。

(c) 開発投資

歳出に占める運輸・通信、経済資源開発、保健・社会開発、インフラ開発の割合は、合計で16.2%である。開発投資に関して政府が注力しているのは、一つには、石油生産能力の拡大、および精製能力増強や石油化学などの下流工程への積極的な投資である。もう一つは、脱石油依存経済のための投資である。雇用機会を提供する目的もあり、都市整備開発が推進されており、ジュベイル、ヤンプ両

図表13 サウジアラビアの人口



（資料）United Nations 「World Population Prospects: The 2006 Revision of Population Database」より日本総合研究所作成

工業都市、アブドラ国王金融センター計画などのプロジェクトが目白押しである（注13）。図表14が示すように、進行中と計画段階のプロジェクトを合わせると、サウジアラビアのプロジェクトは2008年2月11日時点で、1年前の3,147億ドルから27%増えて4,002億ドルの大台に達した。

③財政収支

サウジアラビアの財政収支は、潤沢な石油関連収入にもかかわらず、長年赤字を計上していた。図表15が示すように、第2次石油危機後の84年から原油価格が上昇局面に転じた2002年までの間、2000年を除き赤字であった。政府は、そのファイナンスに国内での国債発行と対外資産の取り崩しで対応した。その一方で、対外借入を抑制し、98年から2002

年までの対外債務残高の名目GDP比は平均で16.1%にとどまった（前掲図表9参照）。これは、GCC諸国のなかでもっとも低い水準である。

2003年以降、財政収支は劇的に改善し、2006年の黒字幅は2,804億リヤル、対名目GDP比で21.2%に達した。2007年に1,785億リヤル、同12.6%に低下したものの、依然財政黒字は巨額である。政府は2008年度予算について、400億リヤルの黒字を見込んでいるが、石油価格（アラビアンライト）の前提を1バレル＝45ドルと慎重にみているため、2008年の黒字幅は政府見通しを上回る可能性が高い。

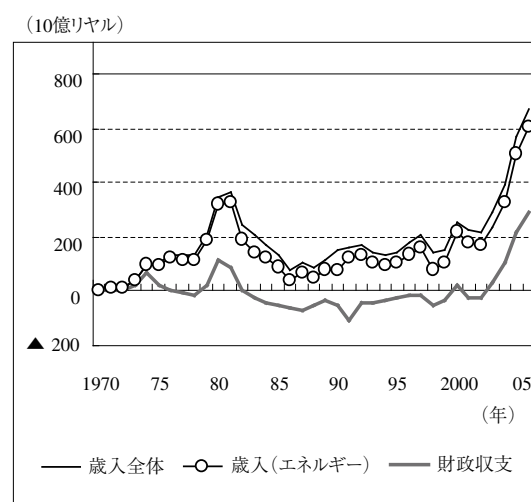
国内の公的債務残高は、ピーク時の99年に

図表14 湾岸協力会議（GCC）諸国のプロジェクト（進行中および計画段階）

(10億ドル)			
	2007年2月 11日時点	2008年2月 11日時点	前年比(%)
バーレーン	33.1	28.2	▲14.8
クウェート	213.6	265.8	24.5
オマーン	42.3	52.4	24.1
カタール	131.5	159.4	21.2
サウジアラビア	314.7	400.2	27.2
アラブ首長国連邦	489.5	726.2	48.3
GCC 合計	1,224.6	1,632.1	33.3
イラン	103.5	190.8	84.2
イラク	28.5	33.8	18.6
合計	1,356.6	1,856.7	36.9

（資料）MEEDウェブサイト掲載資料（<http://www.meed.com/databank/index.html>）より日本総合研究所作成

図表15 サウジアラビアの財政収支



（資料）CEICデータベースより日本総合研究所作成

名目GDP比で119%に達したあと、低下局面に入り2007年末には同28%に圧縮された。さらに、財務省が2007年12月に明らかにしたとことによると、2008年末には同19%程度（残高は2,670億リヤル）に削減される見込みである（注14）。

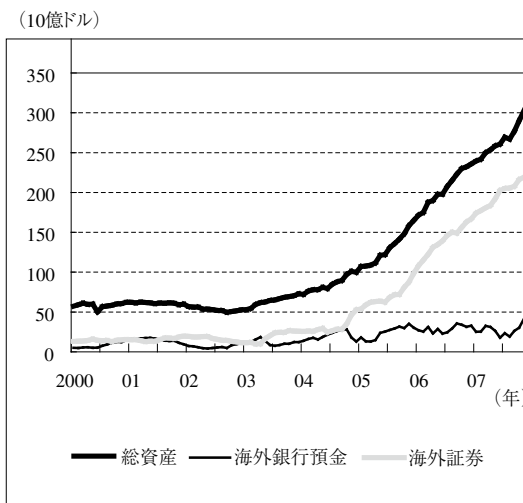
（2）サウジアラビア通貨庁（SAMA）の対外資産

サウジアラビアの対外資産運用の特徴として、二つの点が指摘出来る。一つは、外貨準備、石油輸出所得の運用、社会保障、経済開発などの目的別に資産を管理していることである。もう一つは、安全性と流動性を重視した運用を行っていることである。

財務省の下部機関として位置づけられるSAMAは、発券業務や通貨価値の安定に加えて、石油収入の管理・運用を担っている。サウジアラビアの外貨準備は2002年末の206億ドルから2007年9月末に315億ドルへ増加したものの（注15）、2007年の月間輸入額の約4.3カ月分に相当するもので規模は大きくない。

石油輸出収入の大半は、SAMAの「投資勘定」に積み立てられる仕組みになっている。図表16が示すように、投資勘定は、石油価格が上昇局面に入る2002年頃までは500億ドル前後で推移し、海外銀行預金と海外証券の割合は計50%足らずであった。2003年以降は総資産の増加が著しく、2007年11月末に3,028億ドルに達した。そのうち海外銀行預金は414億ドル、海外証券は2,194億ドルとな

図表16 サウジアラビア通貨庁（SAMA）の資産



（資料）CEICデータベースより日本総合研究所作成

り、合わせて総資産の72.5%を占めた。ただし、近年、海外銀行預金の増加ペースは鈍っており、総資産の急増は主に米国国債を中心とする海外証券の購入によるものである。石油輸出収入がドル建てであること、ならびに通貨が1ドル＝3.75リヤルで固定されているため、米国国債への投資は為替リスクを回避しながら安定的に運用益を確保出来る手段になっているといえよう。

SAMAは投資勘定とは別に、独立機関（Independent Organization）である公的年金（Retirement Pension）や開発基金（Development Funds）などの資産を運用している。独立機関勘定の残高は2007年11月末時点で1,631億ドルである（図表17）。その内訳をみると、

国内証券が1,042億ドルで総資産の63.9%を占め、自国通貨建てでの運用が中心となっている。対外資産については、証券投資が538億ドル(33.0%)と多く、海外預金は少額である。

(3) SWF設立構想の背景

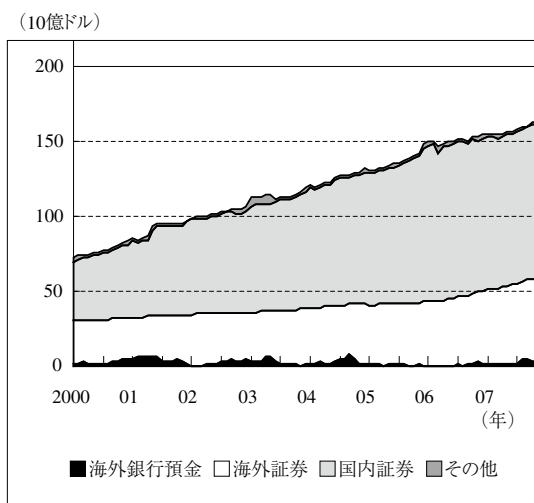
これまで述べてきたように、サウジアラビアは、豊富な石油資源を保有しながらも、国防・治安、人的資源開発、開発投資などの支出負担が重く、2002年頃まで80年代に蓄積した対外資産の取り崩しと国内での国債発行で対応していた。その後の石油価格の高騰により、財政収支の大幅な黒字化、国内の公的債務の返済、年金などの運用資産の蓄積などが短期間のうちに進んだ。

国際収支統計をみると、2004年頃より、経

常収支黒字にほぼ見合った資金が対外投資に振り向けられるようになったことが確認出来る(図表18)。この対外投資の主体は公的機関である。資本収支統計によると、2006年のネット流出額である954億ドルのうち、公的資本・準備が794億ドルを占めた。民間セクターは49億ドルに過ぎず、商業銀行の対外投資も118億ドルにとどまる(注16)。

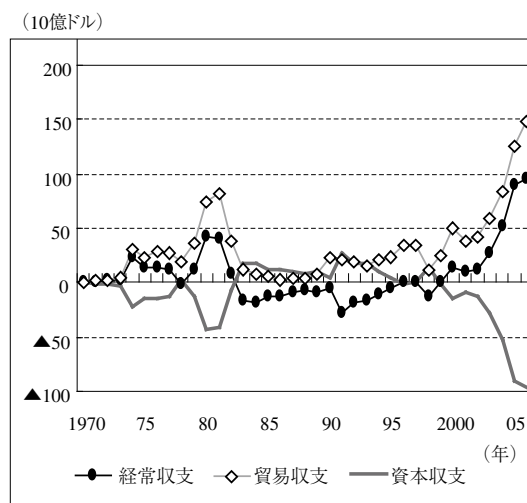
サウジアラビアは、対外資産を積み上げ、より多くの投資収益を受け取る局面に入りつつある。同国の投資収支(受取額)の推移をみると、80年代前半の160億ドル前後をピークに長期減少局面に入り、2000年以降は40億ドルを割り込んだ(図表19)。これは、財政赤字を埋め合わせるための対外資産の取り崩

図表17 サウジアラビア独立機関の資産構成



(資料) CEICデータベースより日本総合研究所作成

図表18 サウジアラビアの国際収支 (1970～2006年)



(資料) CEICデータベースより日本総合研究所作成

しにより、利子・配当などの受け取りが減少したためと推測される。2004年からは、対外資産の急増を背景に受取額は増加に転じ、2006年には69億ドルに回復した。

サウジアラビアは、対外資産をさらに積み上げてより多くのリターンを確保する局面に入ってきたと言えよう。SAMAが管理している対外証券は、外貨準備、投資勘定、独立機関勘定を合計すると3,000億ドル程度に達している。これは、2007年の輸入の約11カ月分、同年の名目GDPの約8割に相当する大きさである。今後ともアメリカとの政治的・経済的結びつきへの配慮もあり、米国国債の購入を継続するにしても、追加的な石油輸出所得の一部を積極的に運用する余地はある。こうし

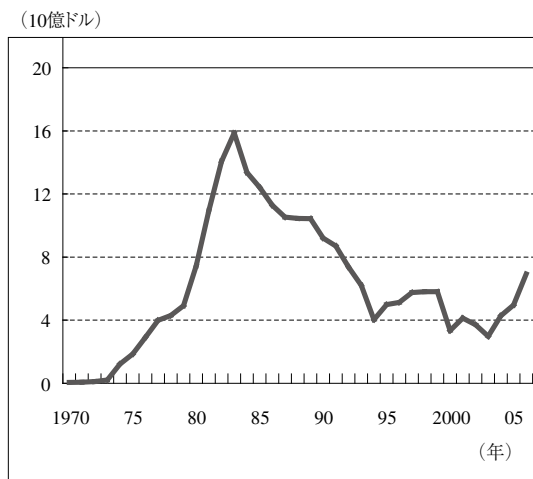
た背景から、2007年よりSWFの新設計画がメディアで取り上げられるようになった。積極的な対外資産運用に際しては、SAMAのリスク性商品での運用経験が乏しいため、別機関を立ち上げる必要があると考えられる。

2008年1月に開催されたダボス会議の会期中に、SAMAの副総裁であるMuhammad al-Jasser氏が、財務省が資産規模60億ドルのSWFを設立して企業向け投資を始めると発言して注目を集めた。これは従来の保守的な運用方針から踏み出すものである。新たなSWFの設立は、国内で公的資金を運用する組織であるサウジアラビア政府投資基金（Saudi Arabia's Public Investment Fund）を中心に行われていると伝えられている。さらに、サウジアラビアが9,000億ドルと世界最大規模のSWFを設立する可能性が報道されている（注17）。

小活

サウジアラビアの経常収支黒字は2007年に、国内インフラ整備などに必要な輸入の増加により918億ドル（名目GDP比24.4%）となり、2006年の989億ドル（同28.1%）を下回った。また、2007年の財政黒字は476億ドル、対名目GDP比率は12.6%で、2006年の748億ドル、同21.2%から縮小した。しかしながら、経常収支と財政収支の黒字は依然巨額であり、政府債務の負担が軽減した政府は、対外投資をこれまで以上に積極的に進めることになろう。新設される予定のSWFの資産規模

図表19 サウジアラビアの投資収支（受取）
（1970～2006年）



（資料）CEICデータベースより日本総合研究所作成

と運用方針は明らかになっていないが、2006年にGCC全体の経常収支黒字の約半分を占めたサウジアラビアが対外投資を本格化させた場合の影響が大きなものとなる可能性はあろう。

3. アラブ首長国連邦（アブダビ首長国・ドバイ首長国）：企業向けと新興国投資が拡大

アラブ首長国連邦（UAE）は、経済運営の自由度が高い七つの首長国から構成されている。経済的事項については、連邦政府の果たす役割は極めて限られており、憲法第120条において、連邦財政や連邦債、通貨発行や連邦間にまたがるインフラ整備、教育や公衆衛生などが規定されているにすぎない。加えて、憲法第23条は「各首長国における天然資源及び富は当該首長国の公共財産とする」（注18）としている。こうした背景より、連邦政府が所有するSWFはなく、アブダビ首長国およびドバイ首長国が個別に運営してきた（ただし、外貨準備は中央銀行が管理）。

SWFを運営している二つの首長国には、経済条件の違いがある。UAEの原油生産のおよそ9割を占めるアブダビ首長国の2006年の歳入をみると、石油化学関連収入が1,571億ディルハム（1ドル=3.67ディルハム）であったのに対して、ドバイ首長国のガス・石油収入は30億ディルハムにすぎない。ドバイ首長国は石油の生産量、埋蔵量ともに少なく20年ほどで枯渇するといわれている。そのため、

GCC諸国のなかで石油に頼らない経済体制の構築を意識した開発戦略を早くから展開してきた（注19）。以下では、UAE全体の財政と国際収支の動向を概観したうえで、両首長国のSWFについて述べる。

（1）財政

2003年以降の石油価格の高騰は、UAE経済に極めて大きな恩恵をもたらした。まず、連邦統合予算（連邦政府と首長国の合計に、投資収支を加えたベース）は2007年に大幅な黒字となり、その対名目GDP比率は28.8%に達した模様である（注20）。石油価格高騰により石油・天然ガス部門の歳入に占める割合が押し上げられ、2007年には72.3%となった（図表20）。

IMFが作成した2008年から2012年までの中期財政見通しでは、財政黒字の対名目GDP比は2012年にいたるまで、20%を上回って推移すると予測されている。財政収支が均衡する石油価格は1バレル=20ドル程度、そして経常収支が均衡する原油価格は同32ドル程度と試算されており（注21）、原油価格下落への耐久力は強い。それを支えているのが投資収支の増加である。投資収入（非石油関連に含まれる）は、2006年の337億ディルハムから2012年には974億ディルハムへ大幅に増え、歳入に占める割合も11.1%から20.3%に上昇する見込みである。UAEの財政基盤は、国内外に保有している資産から得られる投資収入によって強化されている。

図表20 アラブ首長国連邦（UAE）の中期財政見通し

(10 億ディルハム)

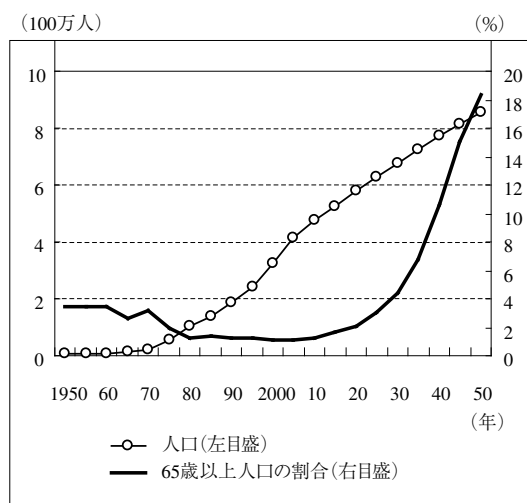
	2006	07	08	09	10	11	12
歳入	302.6	336.1	381.4	405.8	426.2	452	480.3
石油関連	230.2	243.2	273.2	282.2	284.8	291.7	300.0
非石油関連	72.4	92.9	108.2	123.6	141.5	160.3	180.3
うち投資収入	33.7	47.2	56.2	65.0	75.7	86.5	97.4
歳出	129.9	148.6	168.1	188.6	210.3	234.2	261.6
経常支出	102.4	114.1	130.2	146.2	163.4	182.5	204.2
開発支出	16.8	21.1	23.9	26.8	29.8	32.9	36.8
収支	172.6	187.5	213.3	217.2	215.9	217.8	218.8
(対名目 GDP 比、%)	28.8	27.6	27.8	26.0	23.8	22.1	20.3
収支（除く石油関連、投資収支）	▲ 91.3	▲ 102.9	▲ 116.1	▲ 130.0	▲ 144.6	▲ 160.4	▲ 178.6
政府債務	60.5	73.7	86.8	99.9	113.2	126.4	143.8
(対名目 GDP 比、%)	10.1	10.9	11.3	11.9	12.5	12.8	13.3

(資料) IMF(2007)「IMF Country report No. 07/347」より日本総合研究所作成

一方、歳出面では開発支出が増加するものの負担はさほど大きくない。現状、政府が実施している、ないしは計画しているプロジェクトに、民間部門や準政府機関（quasi-public entities）が手掛けている不動産開発などを加えると、今後10年間の主要プロジェクトは、合計で2,270億ドルになる（注22）。しかしながら、連邦統合予算の歳出項目の一つである開発投資は2006年の168億ディルハムから2012年の368億ディルハムへ増加するものの、歳出に占める割合は14.1%程度に抑制される見込みである。

UAEでは、当面年金の積立ニーズが財政の足を大きく引っ張る可能性は小さい。UAEの人口は、図表21が示すように、外国人労働者の大量流入もあり急増している。2005年に

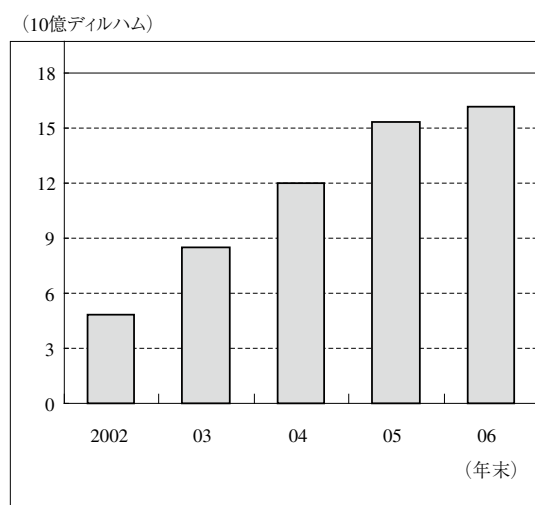
図表21 アラブ首長国連邦（UAE）の人口



(資料) United Nations「World Population Prospects: The 2006 Revision of Population Database」より日本総合研究所作成

410万人であった人口は、2050年には852万人へ倍増すると予測されている。65歳以上の高齢者人口の割合は2005年時点で1.1%と極めて低いが、2025年頃より急上昇に転じ、2050年には18.3%に達する。連邦政府は、99年1月に中央年金社会保障庁（General Pension and Social Security Authority: GPSSA）を設立した（注23）。その2006年までの運営状況をみると、従業員と雇用者の拠出金が順調に増えていることや、財務省などからの資金移転、そして好調な資産運用（2006年は除く）により、資産は順調に増えている。2006年末時点の資産は161億4,000万ディルハムとなった（図表22）。

図表22 中央年金社会保障庁（GPSSA）の年金資産

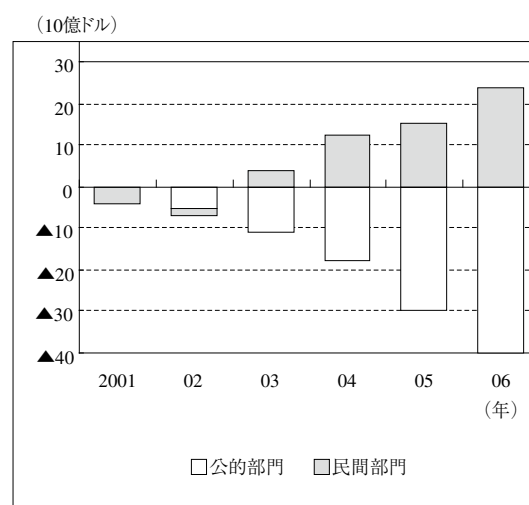


（資料）IMF（2007b）「IMF Country report No. 07/347」より日本総合研究所作成

（2）国際収支構造

石油価格高騰の影響は、UAEの国際収支統計に鮮明に表れている。2006年の経常収支黒字は360億ドル、対名目GDP比22%に達した。資本収支をみると、図表23にみられるように、公的部門（official capital）の資金流出（赤字）が大幅に増えている。公的部門は、中央銀行の統計でgovernment enterprisesあるいはgovernment institutionsと記載されているもので、政府投資会社を含むSWFの対外投資が反映されていると推察される。公的部門の資本収支のネット流出額は2006年に▲399億ドル、2007年に▲498億ドルに達した。2002年から2007年の累計は▲1,533億ドルで、同期

図表23 アラブ首長国連邦（UAE）の資本収支



（資料）IMF（2007）「IMF Country report No. 07/347」より日本総合研究所作成

間の経常収支黒字の累計額である1,198億ドルを上回る資金が流出した。さらに、2006年の国際収支統計に誤差脱漏が▲132億ドル計上されているが、これが公的部門に関連するものであれば、より大規模な対外投資がなされたことになる。

UAEは、公的部門が多額の対外資産運用益を確保出来る段階に入った。経常収支の構成項目の一つである投資収支（ネット）をみると、2006年に57億ドルが計上されており、対外資産の運用が好調であったことがうかがえる。投資収支の黒字を稼ぎ出しているのは公的部門であり、同年の黒字幅は92億ドルに達した（図表24）。今後石油価格が60ドル台

半ばで推移するとの前提のもとで、2012年の黒字は244億ドルに拡大すると見込まれている（注24）。

経常収支黒字は、金額ベースでは2006年の359億ドルから2012年には439億ドルへ拡大するが、名目GDP比では22.0%から15.0%へ低下するとみられる（注25）。そして、その黒字額の半分以上が政府部門の投資収支によってもたらされることになる。

(3) アブダビ首長国

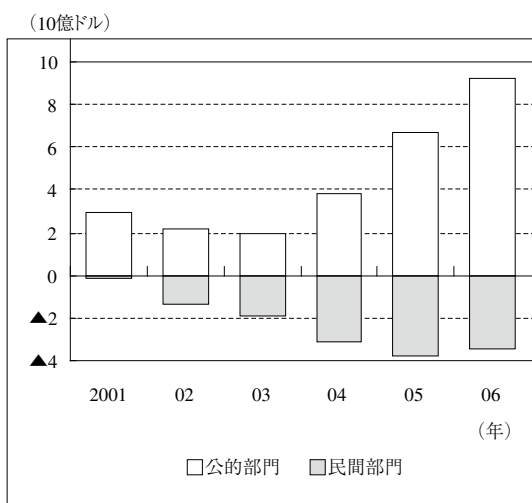
①アブダビ投資庁（ADIA）

石油資源に恵まれているアブダビ首長国は、77年という早い時期に資源型SWFであるADIAを設立した。これは同首長国が100%所有する資産運用機関である。最近では、アメリカのシティグループに対して75億ドルの出資を決め世界の注目を集めた。アブダビ首長国では、ADIAに後述の三つの政府投資会社を加えた四つのSWFが、経済発展と収益性を勘案して、金融資産、事業会社、不動産などで構成される首長国としてのポートフォリオを形成していると言えよう。

ADIAは、その資産規模をはじめ一切の情報を公表していない。世界最大の運用資産をもつSWFと推察されているが、外部機関の推定額は2,500億ドルから9,000億ドルまで様々である。

『ユーロマネー』誌の特集記事によると（注26）、ADIAの資産運用の概要は次のように整理出来る。まず、投資方針は、長期志向

図表24 アラブ首長国連邦（UAE）の投資収支（ネット）



（資料）IMF（2007）「IMF Country report No. 07/347」より日本総合研究所作成

かつ保守的であり、様々なアセットクラスに分散投資を行うことによりリスクを軽減させることを重視している。株式、債券、不動産、プライベート・エクイティ、代替投資（ヘッジファンドと商品取引アドバイザー）などすべての国際的な市場が含まれるグローバル・ポートフォリオを構築している。

ポートフォリオの70%から80%が外部機関によって運用されているが、これを60%から70%に低下させる計画である。新しいアセットクラスの運用は外部機関に依存するが、最終的に40%を内部で運用する意向という。地域別には、ラテンアメリカについては100%外部委託しているが、アジアは30%にとどまるなど差がある。

投資対象別の資産配分は、不動産が5～8%、プライベート・エクイティが5～10%、代替資産クラスが5～10%、株式が50～60%、債券が20～25%と推定されている。株式投資はフォーチュン500に含まれる企業をターゲットとしたものであるが、非アメリカ株も多く含まれるという。株式のポートフォリオのうち新興成長国は14%である。中国工商銀行が2006年に香港市場に上場した際には、入札（2.5%）に参加した。インドやロシアにも投資を行っている。加えて、80年代からヘッジファンド投資を手掛けてきたADIAは、今では世界最大のヘッジファンドの一つであるとの指摘がある。ADIAは日本の上場企業数十社の大株主で、不動産を含め

て日本に計1兆円前後を投資済みとの報道がある（注27）。2007年11月にアブダビ首長国政府が東京に大規模な投資調査団を派遣した際にも、ADIAは参加メンバーに入っていた。

②国際石油投資公社（IPIC）

アブダビ首長国は、直接投資を戦略的に行うための機関として、84年に国際石油投資会社（International Petroleum Investment Company: IPIC）を設立した。IPICは、アブダビ首長国が全額出資する投資会社で、主に国外の石油部門とその関連部門への投資を目的としたものである。資産は80億ドルで、最低目標利回りは13%といわれている。IPICは2007年にコスモ石油に20%出資し、筆頭株主となった。なお、GCC諸国のわが国企業への出資例として、サウジアラビア国営石油会社が昭和シェル石油に15%を出資した例がある。

③ムバダラ開発

アブダビ首長国は2002年に、100%所有するムバダラ開発（Mubadala Development Company）を、投資と開発の活発化に必要な産業を揃えるために設立した。資産は（注28）、100億ドル以上と推定されている。投資対象となる産業は、中東・北アフリカ地域における大規模なエネルギー分野での合弁、電力、重工業、通信、インフラ、航空、教育、不動産、サービスなどに広がっている。域外への投資では、スイス、イタリア、ナイジェリア、オランダなどで実績がある。最近では、積極的にプライベート・エクイティ型

の投資に取り組むとともに、南アジア、中国などでの事業機会に注目している（注29）。

2007年の投資事例では、米半導体大手のアドバンスト・マイクロ・デバイス（AMD）への出資（出資比率は8.1%）、米不動産会社大手リレーテッド・カンパニーへのゴールドマン・サックスなどとの共同投資がある。

④ アブダビ投資評議会（ADIC）

アブダビ投資評議会（Abu Dhabi Investment Council: ADIC）は、ADIAから分離して2006年10月に設立されたSWFである。ADICは、ADIAが保有していたアブダビの企業の株式をいくつか引き継いだ（National Bank of Abu Dhabi、Abu Dhabi Commercial Bankなど）。ADIC設立の目的は、政府の資金を国内外で効率的に投資することで（注30）、投資先の多様化を通じてアブダビ首長国の収益率を高めることを重視している。国内及びGCC域内への投資を主眼にしているところが、ADIAと異なる。2007年中頃より投資活動をはじめた模様である。投資対象は、インフラ関連投資にはじまり、徐々にプライベート・エクイティなどの代替投資に広がるとみられている（注31）。国内に多く投資しているムバダラ開発と、海外資産が多いIPICと共同で事業を展開する可能性も指摘されている。

（2）ドバイ首長国

ドバイ首長国は、石油依存経済から脱却すべく、GCC諸国のなかでいち早く都市国家型の経済発展戦略に取り組んできた。外国企業

を誘致するためのフリーゾーンの整備、物流や人流などのハブ機能の強化、国際金融センター化構想などを進めてきた。SWFあるいは政府投資会社は、脱石油依存経済を達成するための手段の一つとして位置づけることが出来、国内外で活発な企業投資を行っている。

以下で取り上げる政府投資会社は、中央銀行や財務省の管轄下ではなく、ドバイ首長国の開発戦略推進の中核的組織であるドバイ・ワールド（Dubai World）やドバイ・ホールディング（Dubai Holding）の傘下にある。

① ドバイ・インターナショナル・キャピタル（DIC）

DICは2004年に、ドバイ首長国が100%所有する投資会社であるドバイ・ホールディングの完全子会社として設立された。設立目的は、多様な事業資産（business assets）の国際ポートフォリオを、北米、欧州、アジア太平洋、中東・北アフリカなどの多様な産業（企業）について構築することである。DICはドバイ・ホールディングのポートフォリオの多様化に貢献する。投資方針は、長期的な視点と厳格な投資基準にもとづいて、優れた経営者と信頼出来る戦略をもつ企業を選び出すことである。

DICは2004年からポートフォリオの構築を開始し、2006年末時点で約55億ドルの資産を管理していた。この時点では投資の半分以上がイギリスに本部を置く企業に対するものであったが、その後多様化が進んできたという。

投資チャネルは、バイアウト、プライベート・エクイティ・ファンド、共同投資、公募株式などである。国際的な投資に加えて、中東・北アフリカ地域における投資家としての役割も担う。DICは新興市場において、域内のバイアウト、上場企業投資、スタート・アップ企業への資金供給、国に特化した投資機関、セクターに特化した投資機関など様々な役割を担っている。DICは、確立された先進国のプライベート・エクイティ市場と発展途上の同市場の双方において、リスク調整後のリターンで平均を上回ることを目指している。こうした目的を達成するために、四つの専門部署（specified divisions）が設立され、投資活動に従事している（図表25）。

第1は、ドバイ・インターナショナル・キャピタル・プライベート・エクイティ（Dubai International Capital Private Equity）である。これは主に欧米企業に投資を行う部門である。また、プライベート・エクイティ・ファンドと共同で多くの投資をすることに加えて、国際的に知名度の高いプライベート・エクイティ・ファンドに出資することで共同投資の機会を追求している。

第2は、ドバイ・インターナショナル・キャピタル・グローバル・エクイティ（Dubai International Capital Global Equities）である。これは新興成長国の有力企業、およびフォーチュン500に入る世界の優良企業を投資対象としている。この部署はDICの代理人とし

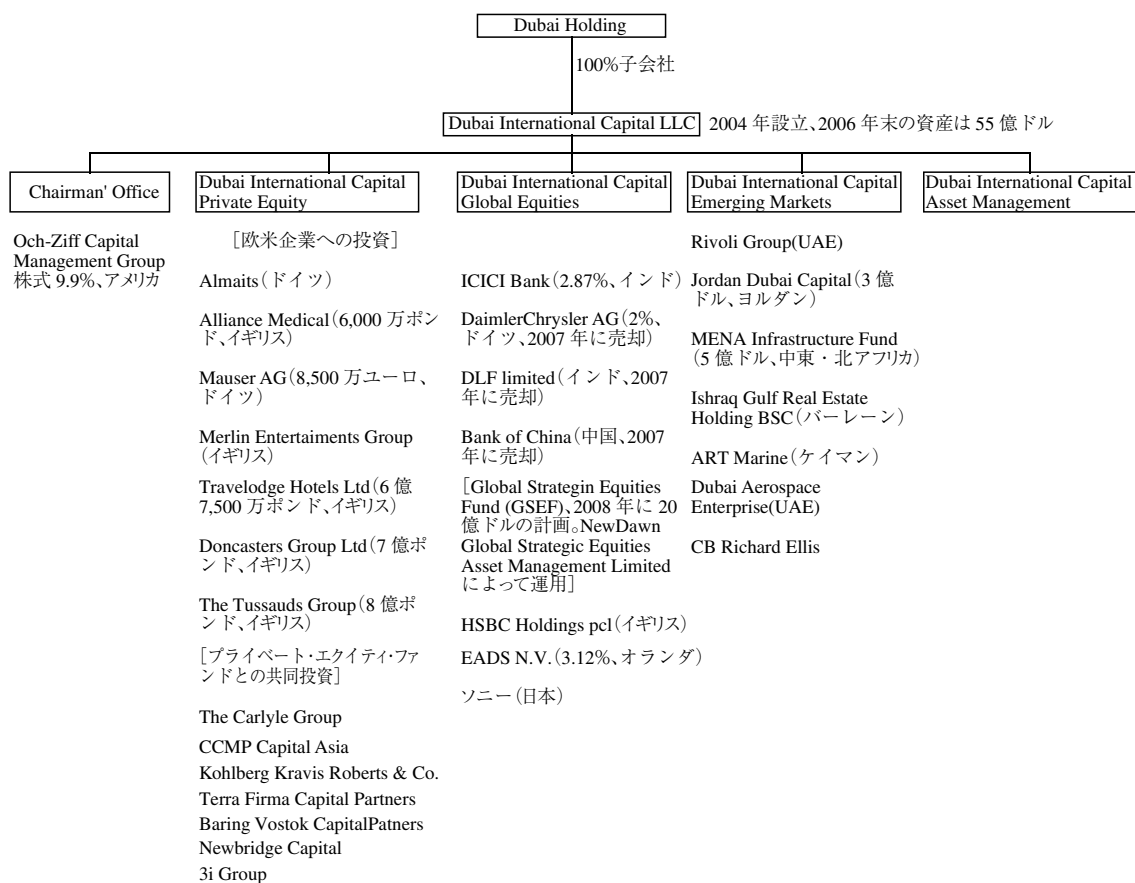
て、フォーチュン500に含まれるグローバル企業を対象とする世界戦略株資金ファンド（Global Strategic Equities Fund LP: GSEF）に投資する。ドバイ・インターナショナル・キャピタル・グローバル・エクイティの投資実績として、ダイムラークライスラー、HSBCホールディングス、EADS NV（エアバス親会社）、インドのICICI銀行、そして2007年にわが国の株式関係者の注目を集めたソニーなどがある。今後2年の間に、管理資産を100億ドル程度に増やす計画である。

第3は、中東・北アフリカの企業に投資するドバイ・インターナショナル・キャピタル・エマージング・マーケット（Dubai International Capital Emerging Markets）である。

第4は、会長室であり、他の三つの部署と異なる見地から戦略的な投資を行う。

DICのアナンド・クリシュナン最高執行責任者（COO）はインタビュー記事のなかで（注32）、活動状況について次のよう述べている。DICの自己資本の6割が親会社のドバイ・ホールディングの出資で、残る4割が中東地域の投資家からの資金である。実際の投資資金の6割は、金融機関などからの借入でファイナンスされている。投資目的は、第1に高利回りの追求であり、その上で買収した企業のノウハウをドバイの発展に役立てることである。投資利回りの目標は、上場企業株の売買で15%以上、未公開株への投資で20%以上である。DICの利益は年15～20%のペース

図表25 ドバイ・インターナショナル・キャピタル（DIC）の組織図



(資料) Dubai International Capital LLCウェブサイト掲載資料などより日本総合研究所作成

で増加しており、総資産は120億ドルに達している。これを2009年末までに250億～300億ドルに増やす目標である。海外拠点はロンドンに置いている。早ければ2008年に香港やシンガポールに、2009年にニューヨークに事務所を開設する予定である。

DICはアジアを始めとする新興成長国市場

を重視している（注33）。もともと2004年にDICが設立された際に、アジアが対外投資の約3分の1を占める旨のコメントが出されていた。現状、DICは三つの部署で120億ドルの資産を保有しているが、上記のインタビュー記事と同じく、今後2～3年で倍増させる計画であるという。2007年のソニーへの

出資はアジア戦略の第一歩であり、これによりDICの資産の3割程度がアジアになった模様である。DICが中国、日本、ベトナムなどに目を向けるのは、ドル安に備えるためでもあると指摘されている。

②イスティスマール・ワールド

ドバイ・ワールド傘下のイスティスマール・ワールドは2003年に設立され投資会社である。イスティスマールは、アラビア語で「投資」を意味する。これまでの主な投資案件として、スタンダード・チャータード銀行の株式2.7%を10億ドルで取得したケースや、豪華客船クイーンエリザベス2世号の購入、アメリカのバーニーズ・ニューヨークの買収などがある。

2008年1月に社名をイスティスマールからイスティスマール・ワールドに変更した主旨は、ワールド・クラスのプライベート・エクイティ、代替投資のプラットフォームを目指すことを明確にするためである。その目的を達成するために、組織が三つの部門に再編成された(注34)。第1は、イスティスマール・ワールド・キャピタル (Istithmar World Capital) であり、ドバイに本部を置いてプライベート・エクイティと代替投資を手掛ける。この部署は、中国で長期的な投資を行うことを目的に、2007年11月に上海事務所を設立した。同事務所は韓国やベトナムなど他のアジア地域も管轄する。第2は、イスティスマール・ワールド・アビエーション (Istithmar World Aviation) であり、航空宇宙産業に、製造業、エンジニ

アリング、金融を加えた分野の投資を担当する。第3は、イスティスマール・ワールド・ベンチャーズ (Istithmar World Ventures) である。この部署は、スタートアップ企業の支援やグリーンフィールド投資を担うものである。

③ドバイ国際金融センター (DIFC)

政府傘下のドバイ国際金融センター (Dubai International Financial Center: DIFC) は、外国金融機関の誘致やドバイの国際金融センター化のみならず、対外投資機関としても活動している。2006年にはユーロネクストの株式を、そして2007年には傘下のDIFCインベストメンツ (DIFC Investments) がドイツ銀行の株式2.2% (13億5,000万ユーロ) をそれぞれ取得した。

小活

UAEは、公的部門 (≒SWF) の対外投資の活発化にともない、投資収支の黒字幅を拡大させており、国際収支は強固になっている。加えて、財政面でも、投資収入が着実に増加している。先述のように、石油価格が1バレル=20~32ドルに急落しない限り、財政収支と経常収支は中長期的に黒字を確保出来る状況にある。

アブダビ首長国およびドバイ首長国のSWF／政府投資会社の投資動向をみると、企業部門への投資、プライベート・エクイティを重視するとともに、中東・北アフリカ、アジアなどの新興成長地域への注目度を高めて

いる。より高い投資収益率を、投資地域と産業を広げながら追求しているように見受けられる。しかしながら、その一方で、SWFが常に高い運用利回りを確保しているとは限らない。例えば、両首長国のSWFが近年投資した案件のなかで、ドイツ銀行、HSBC、シティグループなどの欧米金融機関の株価は軒並み下落している。余裕資金を運用しているSWFは、一般の機関投資家と異なり顧客からの払い戻し請求に応じる必要はなく、長期的なスタンスで投資出来るとは言え、価格変動リスクにさらされていることに変わりはない。

4. ロシア：石油関連収入の堅実な運用と活用に貢献

ロシア経済は2003年以降、石油・天然ガス価格の高騰を背景に好況を謳歌してきた。国内のエネルギー産業・企業を実質的に管理する政府は2004年に、将来石油価格が下落し財政収支が悪化した場合に備えて石油関連収入をプールする機関として、石油安定化基金（Oil Stabilization Fund: OSF）を設立した。OSFの設立とその保守的な運用により積み立てられた資金は、目的以外の用途に流用されることなく、外貨準備の増強、財政の安定化、国内外の政府債務の返済、年金基金の増強などに活用されてきた。

2007年の連邦政府予算制度改革により、OSFは将来の財政赤字に備える準備基金（Reserve Fund）と国民福祉基金（National

Welfare Fund）に再構築された。国民福祉基金は、石油・天然ガス関連収入を将来世代の年金資金確保のために運用するもので、OSFよりも高い運用利回りを狙った对外投资を進めるとみられている。

以下では、2007年の連邦政府予算とプーチン政権下での年金改革を概観したうえで、OSFの組織と資産運用の動向、ならびに2008年2月の機構改革について述べる。

(1) 2007年の連邦政府予算改革

連邦政府予算は（注35）、石油価格高騰の恩恵を受け大幅な黒字を維持している。連邦政府は長年にわたり財政赤字に悩まされていたが、ようやく2000年に黒字に転換した。その後は、石油価格の高騰と好況を背景に財政黒字は増え続け、黒字幅は2006年に名目GDP比7.4%を記録、2007年についても同5.5%と高い水準を維持した。

連邦政府は2007年に、予算改革を実施した（注36）。その一つに、予算を単年度編成方式から3カ年の包括予算編成方式に転換したことがある。これは、歳出の大幅な増加を抑制することを狙った措置と推察され、初の適用となる2008年予算については、図表26に掲げたように、2010年までの政府の歳出・歳入見通しが示された。

連邦政府予算が巨額の黒字を計上していることに加えて、2000年当時に歳出のおよそ3割を占めていた金利負担が2007年予算で2.9%に低下したことから、歳出の裁量の余

図表26 ロシア連邦予算

(名目 GDP 比率、%)

	2006 実績	07		08		09		10	
		予算 (修正後)	予測	予算	予測	予算	予測	予算	予測
歳入	23.4	22.9	22.7	19.0	21.1	18.8	20.8	18.1	20.2
うち石油収入	11.2	—	9.0	6.8	8.4	5.9	7.2	5.2	6.2
歳出	16.0	20.3	18.0	18.8	18.6	18.8	20.6	18.1	19.9
収支	7.4	2.6	4.7	0.2	2.5	0.0	0.2	0.0	0.3
非石油部門収支	▲ 3.8	—	▲ 4.3	▲ 6.6	▲ 5.9	▲ 5.9	▲ 7.0	▲ 5.2	▲ 6.0
[参考指標]									
石油安定化基金	8.7	—	12.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
国民福祉基金	—	—	—	1.8	2.6	1.4	2.2	1.3	2.5
ロシア石油価格 (バレル/ドル)	61.1	61.0	57.6	53.0	61.6	52.0	61.3	50.0	61.1
財政収支の均衡原油価格	26.0	—	31.0	—	44.0	—	62.0	—	62.0
名目 GDP (10 億ルーブル)	27,220	26,781	30,670	30,676	35,000	39,690	41,882	44,800	48,466

(資料) IMF(2007c)「Russian Federation: 2007 Article IV Consultation-Staff Statement: and Public Information Notice on the Executive Board Discussion」October, p. 27.

地は高まった。しかしながら、大きな支出をとまう予算項目が多く、歳出の拡大圧力は強い。

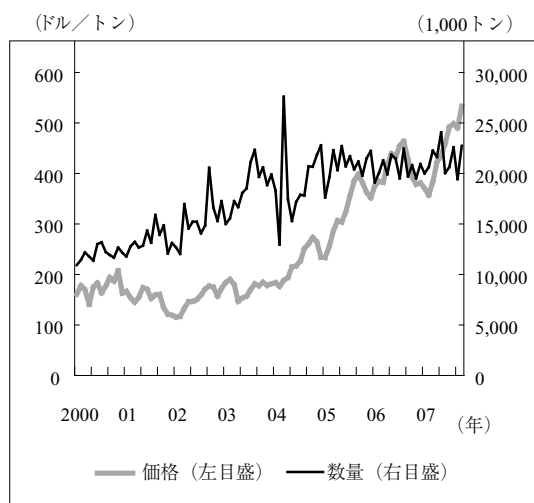
2007年予算の歳出内訳を見ると、総額 5 兆 4,635 億ルーブルのうち、地方への補助金や年金支払いのための inter-budgetary transfer だけで 1 兆 8,443 億ルーブル (2007 年の年平均で 1 ドル = 25.6 ルーブル)、33.8% を占めている。国防および治安・法の執行関連の支出は合計で 1 兆 4,849 億ルーブル、27.1% に達する。一方で、プーチン政権が力を注いできた国民生活の質的向上やインフラ整備などへの支出は、歳出総額の 3 分の 1 程度にとどまっている。さらに、ロシアは、国営エネルギー会社を含めて、石油・天然ガスの開発を積極

的に進めなければならない状況にある。資源価格が長期間高止まっているにもかかわらず、石油の新規開発が滞っており、2003 年以降輸出量は横ばい状態にある (図表 27)。他方、歳入面では、石油・天然ガス収入の割合が 2005 年に 30.1%、2006 年に 32.7% に達し、資源価格の影響を受けやすい構造になっている (注 37)。

(2) 年金改革

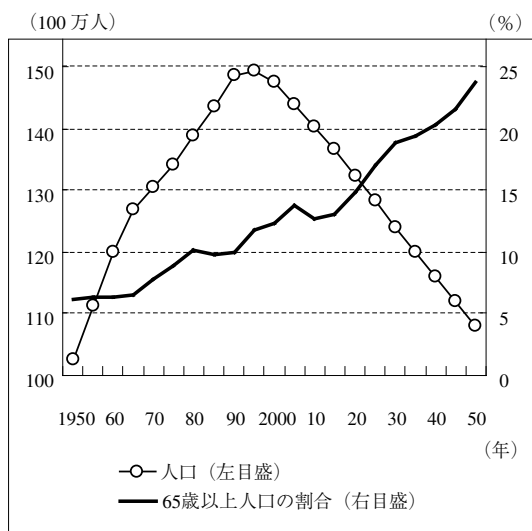
ロシアは、すでに少子高齢化社会に移行しており、年金財源の確保が重要な政策課題になっている。人口は 2001 年の 1 億 4,683 万人をピークに減少に転じており、2050 年には 1 億 800 万人程度になると予測されている (図表 28)。加えて、2005 年に 13.8% に達した高

図表27 ロシアの石油輸出量と価格



(資料) CEICデータベースより日本総合研究所作成

図表28 ロシアの人口



(資料) United Nations 「World Population Prospects: The 2006 Revision of Population Database」より日本総合研究所作成

齢化率は上昇を続け、2050年には23.8%に高まると見込まれている。こうした人口動態の変化に加えて、旧ソ連時代に充実していた年金制度が、90年代初頭からの価格自由化政策、高インフレ、通貨危機などの経済環境変化にさらされたことも、抜本的な年金改革が必要になった背景にある。

2000年に発足したプーチン政権は、年金改革に積極的に取り組み、2005年1月に年金改革改定法が施行された。これにより、年金体系は、基礎部分（基礎年金）、保険部分（所得比例年金）、積立部分（積立年金）の三つに再構築された（注38）。

しかしながら、年金問題が将来的に財政を圧迫する可能性は払拭されていない。財務省が公表した連邦政府予算によると（注39）、すでに歳出のおよそ10%が年金支払いに充当されている。さらに、標準労働者に対する年金支払い額が2010年に2007年対比で約6割引き上げられる予定になっているなど、今後とも負担が増す情勢にある。

世界銀行は（注40）、定年年齢が男60歳、女55歳から、それぞれ65歳へ引き上げられたことや、2005年の3層方式の導入などの改革により、年金制度は安定した基盤をもつようになったと評価しつつも、不安材料を指摘している。一つは、ヘルスケア関連の支出が名目GDPの3%を占めていることや、長期介護が必要な高齢者が2050年までに人口の3～4%に達すると予測されるなど、将来の社会

保障関連の負担増が懸念されることである。もう一つは、国内で年金基金の運用に適した金融商品が提供されていないため、ロシア年金基金と非国家年金基金が、両基金のみが購入出来る国家貯蓄証券（GSO）に運用を依存している状態にあり、必要な運用利回りが確保出来るか疑問視されていることである。

(3) 石油安定化基金（OSF）の創設と2008年の機構改革

①OSFの概要と運用方針

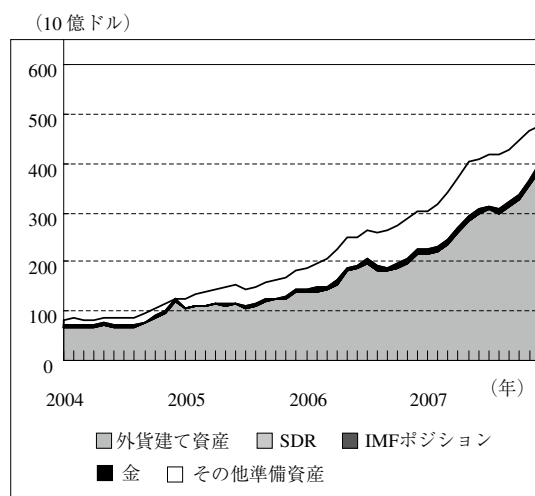
OSFは2004年1月1日に、石油の採掘税と輸出税を積み立てることにより、石油価格の変動（下落）が財政におよぼす影響を緩和することを目的に設立された。図表29は、ロシアの外貨準備の推移を示している。OSFが設

立された2004年初頭のの外貨準備は1,000億ドル足らずであったが、2007年末には4,644億ドルに増加した。なお、中央銀行が発表する外貨準備には、OSFの外貨建て資産が含まれている。

OSFは、2008年2月1日に機構改革が実施されるまで、以下の要領で運営されていた（注41）。まず、積立金の確保については、石油価格（ウラル原油）が1バレル=27ドルを上回る部分について、OSFに石油の採掘税と輸出税を充当する仕組みになっていた（注42）。基金の使途は将来の財政赤字の補填であるが、残高が5,000億ルーブルを上回った場合、超過部分の使途を当該財政年度の連邦予算法で決めることが出来た。これにより、2005年には、主要債権国会議（パリクラブ）に加盟する17カ国政府に対する150億ドルの対外債務の繰上げ返済を実施した。2006年には、同じく216億ドルの繰上げ返済が行われた。この他にも、2005年に、ロシア年金基金の赤字を補填するための資金拠出（300億ルーブル）、IMFからの借入の繰上げ返済（935億ルーブル）、対外経済活動銀行（Vnesheconombank）が財務省に供与したローン（1,238億ルーブル）の返済などに超過部分が充当された。

OSFの運営は、連邦政府が定めた手続きに従って財務省が行った。通貨構成と戦略的資産配分を決定する権限を与えられた財務省は、連邦政府との合意により資産管理にかか

図表29 ロシアの外貨準備内訳



(資料) CEICデータベースより日本総合研究所作成

わる業務を中央銀行に委託した。

OSFの基金は当初、中央銀行内のルール建て口座に積み立てられていた。それが、2006年4月21日付政府決定第229号により（注43）、財務省が外貨建て資産で運用することになった。2006年7月からの運用開始にともない、中央銀行の外貨建て口座で資金が管理されるようになった。

OSFの運用方針は極めて保守的と評価出来る。OSFの設立目的が財政赤字の補填であるため、安全性と流動性の高い資産が選好されたと考えられる。対外投資の対象証券は、政府があらかじめ示した基準を満たしたものに限られた。投資適格証券の要件は、①欧米14カ国の固定利付債（国債）であること、②通貨は、ドル、ユーロ、ポンドのいずれかであること、③国際的な格付け機関による長期債の格付けがAAA / Aaaレベルと最も高いこと、④コール・オプション、プット・オプションが付与されていないこと、⑤私募債ではなく、発行量が一定以上あることなどである。加えて、債券購入時点で、償還までの残存期限が最低3カ月あり、かつ3年を超えない（おそらく、長期債の価格変動リスクを避けるため）との条件も付与された。対外資産の通貨構成については、財務省が政府決定に従いドル建て45%、ユーロ建て45%、ポンド建て10%と定めて運用してきた。

機構改革が実施される直前の2008年1月末時点のOSFの資産規模は（注44）、3兆8,520

億ルーブル（1,574億ドル）であった。通貨別投資残高は668億5,000万ドル、509億5,000万ユーロ、77億ポンドで、ドルとユーロが各45%、ポンドが10%であった。外貨建て資産での運用を開始した2006年7月24日から2008年1月末までのおよそ1年半の投資収益率は、10.75%と比較的高い実績を残した。

②2008年2月の機構改革

OSFは2008年2月1日に、準備基金と国民福祉基金に再編された。連邦政府は、2008年の連邦政府予算より、石油・天然ガス収支の概念を導入した。従来は石油の採掘税と輸出税が石油収入に分類されていたが、これに天然ガスと石油製品を加えたベースに対して、採掘税と輸出税が課されることになった。そして、石油・天然ガス収入以外の歳入は、非石油・天然ガス収支として区分されることになった。2011年より非石油・天然ガス収支の赤字幅を名目GDP比4.7%以下に抑制しなければならないこと、ならびに準備基金の補填対象は最大で同3.7%までと決められた。制度設計上重要な点として、準備基金は同10%を上限に積み立てられ、それを超える部分は国民福祉基金に振り向けられることになったことが指摘出来る（注45）。これにより財政収支の悪化リスクへの対応に必要な部分を除き、石油・天然ガス収入は将来世代のために活用されることになった。

2008年2月1日時点の準備基金の規模は3兆690億ルーブル（1,254億ドル）であり、

名目GDP比10%に達した（注46）。その通貨構成は564億3,000万ドル、382億1,000万ユーロ、63億1,000万ポンドで、OSFと同様にドルとユーロが各45%、ポンドが10%の構成である。他方、国民福祉基金は7,828億ルーブル（319億8,000万ドル）で発足し、通貨内訳は104億2,000億ドル、127億3,000万ユーロ、13億9,000万ポンドである。

準備基金と国民福祉基金ともに、当面は、安全性と流動性の高い対外資産で運用されよう。財務省の公的債務局のカザケビッチ副局長は、両方の基金とも対外資産の80%を国債、15%を中央銀行債、そして5%を国際金融機関債で運用すると発言しており（注47）、積極運用に踏み出すには若干の時間を要しよう。

二つの基金のうち、国民福祉基金が昨年来ロシア版SWFとして頻繁にメディアに取り上げられてきた。しかしながら、同基金が中東やシンガポールのSWFのように、海外のリスク性資産に大規模な投資をしたり、外国企業を傘下に収める投資行動をとるとは考えにくい。

第1に、前掲の2008年から2010年までの3カ年包括予算にみられるように、国民福祉基金の運用資産が急増する可能性は小さい。石油価格見通しを控えめに設定したロシア財務省の予算では、同基金の規模は2010年時点で名目GDPの1.3%にとどまるとみられている。石油価格を2006年の実績並みで推移すると楽観的に見込んでいるIMFの場合でも同2.5%

である。連邦政府予算は今後、非石油部門の収支悪化により2009年と2010年にはほぼ均衡すると予測されており、国民福祉基金の積み立て原資である財政黒字は2009年にほぼ消滅する。

第2に、国民福祉基金は、その運用資産を将来世代の年金のために支出する義務を負っている。将来のキャッシュアウトに備える必要性の低いGCCのSWFとは、投資方針や投資対象が異なると考えるべきであろう。確かに、国民福祉基金は、2008年2月にOSFの保守的なポートフォリオを継承したところであり、これからリスク性資産への投資に踏み出す段階にある。グドリン副首相兼財務相は（注48）、国民福祉基金について、当面は外債などで運用し2008年10月以降、政府の承認を得て外国株などに投資する見通しであること、ならびに外国企業への投資については一社当たりの出資比率が5%を超えることはなく、経営に関与しないとの考えを明らかにしている。

小活

ロシアでは、巨額の財政黒字が計上されてきたため、OSFは資源価格の下落が財政収支に及ぼす悪影響の緩和という本来の機能を発揮することなく、2008年2月に機構改革が実施された。しかし、OSFがロシア経済の安定に果たした役割は大きい。つまり、石油関連所得をいったん政府の管理下に置くことにより、石油価格上昇の恩恵が政治圧力により浪

費されることを防いだ。そして、連邦政府予算での承認という透明性の高い過程を経たうえで、OSFは国内外の債務返済や年金基金の赤字補填のための資金プール機関として機能した。財政黒字の8割に相当する資金が安定化基金に凍結されることにより、マネーサプライの増加やインフレ圧力の高まりを防ぐ効果があったと指摘されている（注49）。政府が2008年2月に国民福祉基金を設立し、将来世代の年金財源に石油・天然ガス収入を充当する仕組みを制度化したことは、国民のニーズに的確に対応するのみならず、財政やマクロ経済の安定にも寄与するものと評価出来るよう。

- (注6) British Petroleum (2007) 「Statistical Review of World Energy 2007」。
- (注7) McKinsey&Company (2007) p.50.
- (注8) SAMA (2007) p. 116.
- (注9) 有田 (2008a)。
- (注10) 多国籍軍に対して、サウジアラビアとクウェートが各160億ドル、アラブ首長国連邦が40億ドル、日本が90億ドル、ドイツが70億ドルを支出した。
- (注11) 有田 (2008b)。
- (注12) McKinsey&Company (2007) p.50.
- (注13) 有田 (2006) 83-85頁。
- (注14) 「Calgary Herald」 February 3, 2008.
- (注15) SAMA (2007) 「Monthly Bulletin」 Novemberによる。図表9とは異なり、石油輸出所得管理のための勘定を含まないベース。
- (注16) SAMA (2007) p.136.
- (注17) 「Financial Times」 December 21, 2007.
- (注18) 細井 (2005) 110頁。
- (注19) 同上、12頁。
- (注20) UAE政府が発表する財政統計には投資収支は含まれない。IMF統計の方が実態をより正確に示しているといえよう。
- (注21) IMF (2007b) p.10.
- (注22) *Ibid.*, p.12.
- (注23) *Ibid.*, p.15.
- (注24) *Ibid.*, p.21.
- (注25) *Ibid.*, p.24.
- (注26) Roy (2006) pp. 70-76.

- (注27) 「日本経済新聞」2007年11月28日。
- (注28) MaKinsey&Company (2007) p.61
- (注29) Roy (2006) pp. 70-76.
- (注30) IMF (2007b) p.6.
- (注31) 「Financial Times」 April 27, 2007.
- (注32) 「日本経済新聞」2007年11月25日付。
- (注33) 「Financial Times」 January 24, 2008.
- (注34) 「Middle East Company News」 January 16, 2008.
- (注35) ロシアの財政は、「連邦予算」と「地方予算（連邦構成主体予算と市町村予算からなる）」を合わせた「統合予算（consolidated budget）」と、「予算外基金」からなる。予算外基金は、年金基金、社会保険基金、医療保険基金、安定化基金等で構成される。統合予算と予算外基金を合わせたものが拡大予算である。
- (注36) World Bank (2007) p. 11.
- (注37) 田畑 (2007) 31頁。
- (注38) 大津・田畑 (2006) 215頁による。基礎部分は連邦予算に直接組み込まれた統一社会税が財源となる。保険部分の支払額は、保険加入者（企業）からロシア年金基金への払い込み額、物価スライド部分、ロシア年金基金の収入などに依存して支給額が決まる。積立部分は、支払われた資金がロシア年金基金に蓄えられ、その運用成績により支給額が決まる仕組みになっている。
- (注39) Ministry of Finance (2007) pp. 16-17.
- (注40) World Bank (2007) p.27.
- (注41) OSFの機構改革と運用方針に関する記述の多くは、財務省がウェブサイトに掲載している「Stabilization Fund for the Russian Federation」に基づくものである。
- (注42) 基準価格は設立当初は1バレル=20ドルであったが、2006年1月から同27ドルに引き上げられた。
- (注43) 田畑 (2007) 35頁
- (注44) 「Prime -TASS News」 January 31, 2008.
- (注45) IMF (2007c) p.21.
- (注46) 「Prime -TASS News」 January 31, 2008.
- (注47) *Ibid.*,
- (注48) 「日本経済新聞」2008年2月4日付。
- (注49) 田畑によれば、経済発展貿易省はグレフ大臣をはじめとして、国内産業振興のための国家投資増大を求めた。エネルギー資源に依存しない経済の多角化が重要課題となっているため、特定の製造業部門への投資により、設備更新・技術革新をはかる戦略は説得力をもつという。他方、財務省はインフレ対策を最重要課題として位置づけ、そのような考えから真っ向から反対したという（田畑 (2007) p. 35）。

Ⅲ. 期待されるGCCとアジアの投資交流の拡大

1. GCCの対アジア投資

第3章では、対外純資産や外貨準備が急速に積み上がっているGCCとアジアの間で、投資交流が拡大する可能性について考える。

GCCは潤沢な経常収支黒字を背景に巨額の対外純資産を積み上げてきた。他方、アジアの国際収支ポジションは、97年のアジア金融危機当時から様変わりしており、外貨準備が急増している。2007年には、通貨危機の震源地となったタイの外貨準備が1,000億ドルの大病を超え、通貨危機を回避するために東アジア諸国が締結した相互流動性供給メカニズムであるチェンマイ・イニシアティブ(CMI)の締結総額である830億ドルを上回った。アジアでは、ブルネイ、中国、東チモール、韓国、マレーシア、シンガポールなどがSWFを設立している。

(1) GCCの対外純資産の拡大

GCCの対外純資産は今後も大幅に増加すると考えられる。GCCの対外資産は、前掲の図表10に示したように、2007年末時点で1兆7,950億ドルに達したと推計されている。この金額をベースに、2008年から2012年までの5年間に、2003年から2007年までの年平均経常収支と同規模の黒字が計上され（この間の

平均原油価格はアラビアンライトで1バレル＝50.9ドル、2007年に限ると同84.4ドル）、米国国債（10年物）の年平均利回りである4.4%で運用されると仮定すると、2012年時点の対外純資産は2兆9,817億ドルになる。仮に、2013年以降に経常収支黒字が消滅する事態となっても、米国国債で対外純資産を運用すれば、年間1,300億ドル程度の運用益を確保出来る計算になる。これは、2006年のGCCの経済規模（7,124億ドル）の5分の1弱、2007年のGCCの輸入額の4.5カ月分に相当する。

(2) GCCの対アジア投資

GCCからアジアへの投資は、対外純資産の増大が見込まれるなか、拡大すると考えられる。Institute of International Finance (IIF) の推計によると、GCCの2002年から2006年までの資本流出額は累計で約5,300億ドルであった（図表30）。その仕向け国・地域をみると、アメリカが約3,000億ドルと過半を占め、欧州が約1,000億ドルで続いている。そして、

図表30 湾岸協力会議（GCC）諸国の資本流出先の地域別内訳推定値

(10 億ドル)	
アメリカ	300
欧州	100
中東・北アフリカ	60
アジア	60
その他	10
合計	530

(資料) IIF (2008) 「Economic Report: Gulf Cooperation Council Countries」 January 18.

中東・北アフリカとアジアがそれぞれ約600億ドル（11.3%）、その他地域が約100億ドルとなっており、新興成長地域が全体の24.5%を占めている。また、McKinsey&Companyは（注50）、アジアと中東・北アフリカは2002年以降、GCCの新規対外投資のおよそ10%をそれぞれ受け入れてきたとみている。加えて、GCCとアジアのクロスボーダー資金取引は、現在の150億ドルから2020年に2,900億ドルに拡大すると見込んでいる。

今後とも対外純資産の10%程度がアジアに向かうと仮定すると、2008年から2012年までの間に対アジア純資産は1,187億ドル増加する。また、GCCが2007年と同規模の経常収支黒字を計上し続け、アジアへの新規投資の配分比率を20%に高め、年平均15%で運用すると仮定すると、2007年末と比較した2012年時点の対アジア純資産の増加額は3,434億ドルとなる。

GCCのSWFの投資行動として、サブプライムローン問題が顕在化して以降、欧米の金融機関やグローバル企業への投資が注目されてきた。しかしながら、その一方で、SWFが最も関心をもっている地域はアジアだとの指摘もある（注51）。実際に、GCCのSWFがポートフォリオに占めるアジアの割合を高める動きが報告されている（注52）。クウェート投資庁（KIA）は、2005年に10年をかけてポートフォリオに占めるアジアのシェアを10%から20%に高めることを決めた。カタール投資

庁（QIA）は、2010年までに運用資産を2倍の1,200億ドルに増やす過程で、アジア資産の割合を全体の40%に引き上げる計画である（注53）。アブダビ投資庁（ADIA）は、高い投資収益率を確保するために、欧米よりも新興市場への投資を増やす意向と伝えられている。

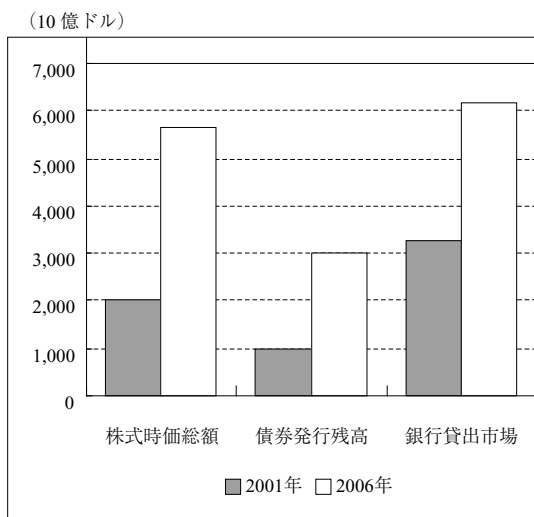
投資対象としては、すでに触れたように、合併企業の設立、不動産投資、インフラ投資、地場金融機関への出資などへの注目が集まっている。GCCのSWFによる大規模なアジア投資の事例として、2006年に中国工商銀行が世界最大規模（219億ドル）の新規株式公開（IPO）を香港市場と上海市場で実施した際に、IPO配分の上位15機関のうち過半数をKIAとADIAを含む中東の投資家が占めたことがあげられる（注54）。シンガポールのゴーチョクトン上級相は2007年3月に（注55）、シンガポールで運用されている中東資金が280億シンガポールドル（1米ドル=1.39シンガポールドル）に達していることを、イスラム金融に関する会議でのスピーチで明らかにした。

2. 投資機会の拡大

(1) 証券市場の整備

アジアにおける投資機会が増えていることも、GCCからの資金流入を促す要因である。第1に、金融資本市場が順調に拡大している。図表31は、IT不況と米国同時多発テロ

図表31 東アジア主要9カ国・地域の金融資本市場規模



(出所) IMF「International Financial Statistics」、ADBウェブサイト掲載資料、World Bank「World Development Indicators」、台湾中央銀行「中華民國金融統計月報」などより日本総合研究所作成。

の影響が残っていた2001年末と2006年末について、東アジア9カ国の市場規模を比較したものである。株式時価総額は5年の間に2兆339億ドルから5兆6,527億ドルへ2.8倍に拡大し、銀行貸出市場と比肩する規模となった。株式時価総額が拡大した背景には、高い経済成長率に加え、株式市場の対外市場開放により外国人投資家の資金流入が、韓国、インドネシア、タイなどで活発になったことも寄与している。域内で最大規模を誇るのは、市場規模を4.7倍に増やした中国（2兆4,263億ドル）である。ただし、そのおよそ3分の2は市場流動性の乏しい非流通株であり、外国

人投資家の売買が規制されている状態にある（注56）。

債券発行残高は、着実に増加している。東アジア9カ国の市場規模は2001年から2006年までの間に、1兆22億ドルから3兆28億ドルへ約3倍となった。国別では中国が1兆3,506億ドルと最大であり、NIEsが1兆3,217億ドルで続いている。

(2) プライベート・エクイティ

GCCのSWFが注目しているプライベート・エクイティ市場が、アジアで急拡大している。図表32が示すように、新興成長国向けプライベート・エクイティ投資は、2006年に332億ドルとなり、わずか3年で10倍弱の規模となった。そのうち、アジアは58.4%、194億ドルと過半を占めた。国別では、中国、インド、韓国が比較的大きなシェアを確保している。

アジアのプライベート・エクイティ市場の将来性も有望視されている。世界の主要なプライベート・エクイティ・ファンド81社のうち、アジアの新興成長国を投資対象としているのは2007年時点で79%であった。この割合は、2012年に89%に高まるとのアンケート結果がある（注57）。平均期待投資収益率は、米国市場の年率17.2%に対して、アジアは23.1%と高い。

(3) プロジェクト・ファイナンス

GCCとアジアで外貨準備やSWFの運用資産が急増しているが、それは政府がプロジェクトに必要な資金を拠出していることを必ず

図表32 プライベート・エクイティ・ファンドの新興成長国への投資状況

(10 億ドル)

	新興アジア	中東欧 ・ロシア	ラテンアメリカ & カリブ地域	アフリカ (サブサハラ)	アフリカ (中央・東)	アフリカ ・中東	複数地域	合計
2003	2.2	0.4	0.4	-	0.4		0.1	3.5
04	2.8	1.8	0.7	-	0.5		0.6	6.5
05	15.4	2.7	1.3	0.8	-	1.9	3.6	25.8
06	19.4	3.3	2.7	2.4	-	2.9	2.6	33.2
07.1-6	11.5	3.6	1.4	0.6	-	1.8	2.1	21.0

(資料) Emerging Markets Private Equity Association

<新興アジアの内訳>

	ファンド数	金額 (100 万ドル)	シェア (%)
汎アジア	27	9,767	50.4
中国	20	4,279	22.1
インド	25	2,884	14.9
韓国	8	1,446	7.5
ベトナム	6	633	3.3
マレーシア	3	207	1.1
その他	4	171	0.9
合計	93	19,387	100.0

(資料) EMPEA「Survey of Limited Partner Interest in Emerging Markets Private Equity」より日本総合研究所作成

しも意味しない。民間企業や政府系企業が主導するプロジェクトは多く、国内銀行の対外借入は増加している。前掲の図表9で確認したように、GCCの対外債務残高の対GDP比は、民間部門の対外借入により2005年以降上昇している。

GCCとアジアは、プロジェクト・ファイナンスの大きな市場となっている(図表33)(注58)。2007年の世界のプロジェクト・ファイナンスの事業規模は2,200億ドルであったが、上位20カ国にUAE(117億ドル、9.0%)、カタール(95億ドル、7.3%)、サウジアラビ

ア(81億ドル、6.2%)、オマーン(33億ドル、2.5%)が入った。その合計は327億ドル、世界シェアは14.8%である(中東全体では16.2%、355億ドル)。一方、日本を除くアジア・太平洋は20.1%、443億ドルを占めた。オーストラリアを除くベースでも14.1%、310億ドルである。IMFは(注59)、GCCが中期的(5年間程度)に、少なくとも8,000億ドルを国内投資プロジェクトに支出し、その75%が非石油部門に向かうとの見通しを示している。

(注50) McKinsey&Company (2007) p. 38.

(注51) 「Asiamoney」February 2008, p. 14.

(注52) 「Reuters News」22 November, 2007.

図表33 世界のプロジェクト・ファイナンス（2007年）

	金額		件数	
	100 万ドル	シェア（％）		シェア（％）
世界	219,986	100.0	616	100.0
南北アメリカ	44,476	20.2	112	18.2
EMEA	130,667	59.4	365	59.3
アフリカ・中東	49,389	22.5	65	10.6
北アフリカ	4,691	2.1	6	1.0
サブサハラ	9,161	4.2	21	3.4
中東	35,537	16.2	38	6.2
欧州	80,044	36.4	298	48.4
東欧	11,670	5.3	27	4.4
西欧	68,374	31.1	271	44.0
中央アジア	1,234	0.6	2	0.3
アジア・太平洋	44,842	20.4	139	22.6
オーストラリア	13,230	6.0	36	5.8
東南アジア	4,284	1.9	19	3.1
北アジア	14,838	6.7	30	4.9
南アジア	11,900	5.4	41	6.7
日本	589	0.3	13	2.1

（資料）Thomson Financial (2007) 「Global Project Finance Review」 Forth Quarter (<http://banker.thomsonib.com>) より日本総合研究所作成。

（注53）「日本経済新聞」2007年12月10日付。

（注54）「Euromoney」December 2007, p. 85.

（注55）Goh Chok Tong (2007). 「Integration of AWQAF (Islamic Endowment) in the Islamic Financial Sector」 A Speech at the Opening Ceremony of the Singapore International WAQF Conference, March 6.

（注56）高安 (2007) 6-9頁

（注57）EMPEA (2007) 「Survey of Limited Partner Interest in Emerging Markets Private Equity」

（注58）Thomson Financial (2007) 「Global Project Finance Review」 Forth Quarter (<http://banker.thomsonib.com>).

（注59）IMF (2007d) p. 37.

おわりに

世界のSWFの対外投資活動を捉えるにあ

たり、対外投資余力を一段と増しているGCCの動向にこれまで以上に注目する必要がある。同じ資源輸出国であるロシアについては、本稿で指摘したように、中長期的に財政収支と経常収支の黒字を確保出来るか不透明なこと、ならびに2008年2月に実施されたOSFの機構改革により、将来的に大規模な資金がリスク許容度の高い対外投資に振り向けられるとは考えにくい。さらに、アジアに目を転じると、シンガポールのテマセク・ホールディング（Temasek Holding）を除けば、SWFの主な役割は外貨準備の運用である。2007年

に設立された中国投資有限責任公司（China Investment Corporation: GIC）は現状では、第1章で触れたように、将来返済義務のある資金を運用する組織である。財政省から受け入れた資本金こそ2,000億ドルと大きいものの、対外投資に振る向けることが出来るのはその3分の1程度である。2007年5月に実施したアメリカのプライベート・エクイティ・ファンドであるブラックストーン・グループへの出資（30億ドル）がその後多額の含み損を抱えたことが問題視されたり、2008年にモルガンスタンレーとの間で合意された出資案件が国务院によって覆されるなど、手探りの状態にある（注60）。中国は世界最大の外貨準備保有国ではあるが、人材確保を含めてSWFの運用体制を整備している段階にある。

GCC加盟6カ国のなかで、最も動向が注目されるのがサウジアラビアである。GCCの石油輸出量の約6割を占める同国が、石油輸出所得を積極的に対外投資に振り向けるためのSWFの設立を検討している。同国は、自国通貨をドルに対してペッグしつつ、石油輸出で獲得したドルのかなりの部分をドル建て資産で運用してきた。しかしながら、サウジアラビアが非ドル建て資産を大幅に増やした場合に、為替政策に及ぼす影響を注意深く見守っていく必要があるだろう。GCCでは、2005年にポートフォリオに占めるアジア比率の引き上げを決めたクウェートが、2007年5月にドルペッグ制から離脱した事例がある。

第2章の冒頭で述べたように、資源輸出国のSWFには、①価格変動の大きな一次産品を安定的なキャッシュフローの得られる金融資産に転換して管理する、②米ドル建てで取り引きされる資源を、非ドル建て金融資産や実物資産（不動産など）に転換し、通貨分散を図るという機能がある。しかし、資源輸出国のSWFがそうした行動をとるためには、非ドル建ての投資対象が豊富に提供されなければならない。とりわけ、GCCのSWFのように多額の資金を高利で運用する場合には、なおさらである。GCC域内や北アフリカは近年経済成長が目覚ましい地域ではあるが、経済や金融資本市場の規模を勘案するとSWFの資金の受け皿としては限界がある。GCCのSWFにとって、経済成長率が高く、証券市場が発達しつつあり、米ドルに対して通貨価値が上昇しているアジアへの投資が円滑に行えるようになれば、ポートフォリオ管理の選択肢が大幅に増えよう。

GCCのSWFの資金が東アジアからインド、中東・北アフリカにいたる広範な地域に投資され、地域の経済成長に貢献し高い投資収益率を生み出すようになるには、投資受入国側の対応も重要な鍵を握る。金融資本市場の対外開放、国際金融センター間の連携、金融機関の国際化と国境を越えた資金仲介機能の発揮、イスラム金融の活用などがこれまでも増して推進されるべきである。しかしながら、多くの国々で国境を越えた円滑な資金移動が

制限されていたり、アジアのSWFによる他のアジア諸国への投資が政治問題化するなどの事例が見られる。SWFの投資を受け入れることが、域内や自国の経済の成長と安定に及ぼす影響について対話を積み重ねていくことが、GCCの資金をアジアの経済成長に活用するために不可欠だと考える。

(注60) SWFではないが、中信証券が出資することになっていたベア・スターンズ社が破綻し、JPモルガン・チェースに買収されたため、提携は解消された。

主要参考文献

1. 有田帝馬 (2006) 「砂上の巨大インフラは経済成長の起爆剤となるかーサウジアラビアにおける開発プロジェクトの動向」『国際金融』11月1日号、83-85頁
2. ——— (2008a) 「サウジアラビア 基礎レポート第5章 対外債務」(財団法人国際金融情報センター) 1月9日
3. ——— (2008b) 「サウジアラビア (2007年度下期)」(財団法人国際金融情報センター) 2月20日
4. 岩間剛一 (2007) 「2兆ドル規模の政府系ファンドー戦略的M&Aで世界を買う」『エコノミスト』11月16日号、78-80頁
5. 大津定美・田畑伸一郎 (2006) 「ロシアの年金改革」(西村可明編著『移行経済国の年金改革ー中東欧・旧ソ連諸国の経験と日本への教訓』所収) 207-253頁
6. 柏崎重人 (2007) 「台頭するSWF (ソブリン・ウエルス・ファンド) 』『DRI Consulting Review』10月号、2-10頁
7. 加藤嘉一 (2005) 「中東金融センターの覇権を競う「ハバレーン」と「ドバイ」」『中東研究』2005/2006、No.3、19-30頁
8. 重藤哲郎 (2007) 「SWF (ソブリン・ウエルス・ファンド) ー中国・ロシアも加わり市場の関心が高まる国家ファンド」(財団法人国際金融情報センター) 6月18日
9. 鈴木貴元 (2007) 「中国の国家ファンド設立ー今後、国際金融市場で高まる中国のプレゼンス」『みずほアジアインサイト』8月3日号
10. 高安健一 (2007) 「東アジア主要国の金融資本市場改革」『証券アナリストジャーナル』10月号、5-14頁。
11. 田畑伸一郎 (2007) 「ロシアのマクロ経済と財政状況ー「凍結」されるオイルダラーによる財政黒字」『ロシアNIS調査月報』5月号、22-38頁
12. みずほ情報総研株式会社 (2006) 『中東諸国における政治情勢及び経済等の現状と今後の展望 (財務省委嘱調査)』
13. 三菱東京UFJ銀行香港駐在 (2007) 「中国の国家外為投資会社のあり方と資産運用の方向」『国際金融』10月1日号
14. 皆木良夫 (2005) 「ドバイ経済の現状：企業はなぜドバイを選ぶのか」『中東研究』2005/2006、No.3、11-18頁
15. 細井長 (2005) 『中東の経済開発戦略ー新時代へ向かう湾岸諸国』ミネルヴァ書房
16. 糠谷英輝 (2007) 『拡大するイスラーム金融』蒼天社
17. 山本さくら (2008) 「ロシア (2007年度下期)」(財団法人国際金融情報センター) 2月26日
18. 吉田悦章 (2007) 『イスラーム金融入門』東洋経済新報社
19. 代田純 (2007) 「欧州系外国人投資家の動向 (2005～2006年) についてーオイルマネー日本株売買を巡って」『証券経済研究』6月号、103-124頁
20. British Petroleum (2007). Statistical Review of World Energy 2007.
21. Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard, and Robert Lerman (2006). "Recycling Petrodollars" in *Current Issues in Economics and Finance*, December, pp. 1-7.
22. Kem, Steffen (2007). Sovereign Wealth Fund: State Investments on the Rise, September 10, Deutsche Bank Research.
23. Institute for International Finance (2008). Economic Report: Gulf Cooperation Council, January 18.

-
24. International Monetary Fund (2007a). *Global Financial Stability Report*, September IMF, Washington, D. C.
 25. ——— (2007b). United Arab Emirates: 2007 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the United Arab Emirates (IMF Country Report No. 07/347) October, IMF, Washington, D. C.
 26. ——— (2007c). Russian Federation: 2007 Article IV Consultation – Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion (IMF Country Report No. 07/351) October, IMF, Washington, D. C.
 27. ——— (2007d). Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia, October.
 28. Johnson-Calari, Jennifer and Malan Rietveld eds. (2007). *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publication, London.
 29. McKinsey & Company (2007). The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets, October.
 30. Ministry of Finance (2007). Main Results and Trends of Budget Policy 2008-2010.
 31. Moser, Evelyn and Torstein Nestmann (2007). Russia's Financial Sector: Financial Deepening will Support Long-term Growth, Deutsche Bank Research, August 20.
 32. OPEC (2006). OPEC Annual Report 2006.
 33. Roy, Sudip (2006). "Adia Unveils its Secrets," *Euromoney*, April 2006, pp. 70-76.
 34. Rozanov, Andrew (2005). "Who Holds the Wealth of Nations?" in *State Street Global Advisors*, August, pp. 1-4.
 35. ——— (2007). "Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities," in *State Street Global Advisors*, August, pp. 1-4.
 36. Saudi Arabian Monetary Authority (2007). Forty Third Annual Report.
 37. ——— Monthly Bulletin, various issues.
 38. World Bank (2007). Russian Economic Report, No. 15, November.

ウェブサイト・アドレス

- ・ Abu Dhabi Investment Authority (ADIA): <http://www.adia.ae/>
- ・ Dubai International Capital (DIC): <http://www.dubaiic.com/>
- ・ Dubai International Financial Centre (DIFC): <http://www.difc.ae/index.html>
- ・ Istithmar World: <http://www.istithmarworld.com/>
- ・ Mubadala Development Company: <http://www.mubadala.ae/en/index.php>