

アラブ首長国連邦の「金融国家」への転換



(独) 日本貿易振興機構 アジア経済研究所 地域研究センター 副主任研究員 齋藤 純

はじめに

これまで石油収入に経済の主要部分を依存してきたアラブ首長国連邦（以下、UAE）は、近年、「金融国家」¹としての性格を強めつつあるのではないだろうか。UAE政府は、国内の金融部門とシステムの高度化を推し進めており、中東・アフリカ地域における金融センターとして、海外からの直接投資や金融資産を惹き付けているが、同時に、周辺諸国への資金供給者としても重要な役割を果たしつつある。

資金供給者として主体となっているのが、石油収入をファンドの資金源とした政府系ファンドである。アブダビの政府系ファンドであるムバダラ・インベストメントは、2023年5月にソフトバンクグループ（SBG）の子会社の米投資ファンドであるフォートレス・インベストメント・グループの買収で合意した。また、2024年2月には、ロンドンのヒースロー空港の株式取得にむけて検討中との報道がされた²。同じく、アブダビを拠点とする政府系ファンド ADQ も、慢性的な財政赤字に直面するエジプトに350億ドルを投資する計画を発表した。この大型投資は、ほぼエジプトの外貨準備高に匹敵し、短期的にはエジプト政府の資金繰りの困難を緩和するとみられている³。これらの政府系ファンドは、近年の原油価格の回復に支えられて運用資産を急拡大させており、国内のみならず先進国・発展途上国への投資を積極的に行っている。

こうした UAE の「金融国家」としての役割の拡大は、その背景に2つの要因があると考えられる。第一に、UAEは長年にわたって取り組んできた脱石油経済化および経済多角化の一環として、これまで蓄積されてきた豊富な石油収入を国内外で長期的に運用することで将来の資金を確保しようとしている点である。

第二に、中東・アフリカ諸国に対する経済的・外交的影響力を拡大しようとしている点

1 「金融国家」という用語については、定義の定まったものではないが、ここでは経済における金融部門が主体となり、主に金融取引による収益を国家の財源とするような国家と定めることにする。

2 2024年2月21日付 Zawya。<<https://www.zawya.com/en/business/aviation/abu-dhabis-mubadala-eyes-stake-in-londons-heathrow-airport-report-oweg0r21>>

3 また、350億ドルの投資額は、UAE の GDP5,071億ドル（2020年）の約7%に相当する。

である。過去10年間、UAEは中国、EU、アメリカに次いでアフリカで4番目に大きな外国直接投資を行ってきた。例えば、2018年にはエチオピアを、2019年にはスーダンを財政的に救済した。こうしたUAEのアフリカ諸国への経済支援は、ロシア・ウクライナ戦争やイスラエル・ハマス戦争で不安定化する地域経済をサポートする意味合いがあるとも考えられる。同地域におけるUAEの影響力の拡大は、DPワールド社やADポート・グループ

などの政府系港湾運営会社によるアフリカ諸国の港湾開発や、政府系エネルギー企業による資源開発と足並みをそろえる形で行われている。

UAEは、政府系ファンドや政府系投資会社を通じて、周辺国への投資を拡大することで、石油依存経済から「金融国家」への転換を図っているのだろうか。本稿では、UAEの金融部門の成長、直接投資の動向、そして近年のアブダビ投資庁 (Abu Dhabi Investment Authority: ADIA)、ムバダラ・インベストメント (Mubadala Investment Company)、ADQなどの政府系ファンド・投資会社の投資状況から、UAEの「金融国家」への構造転換、可能性と課題について論じる。

1. UAEの金融国家戦略

経済発展を安定的で堅実なものにするためには、金融部門の発展が必要不可欠である。UAEは、開発初期の長期経済計画や「UAEビジョン2021 (2011年発表)」、その後継に当たる「我々がUAEの2031年 (2022年発表)」の中で脱石油経済化および経済多角化を掲げてきており、金融部門については、特に国内金融市場の拡大や健全な金融システムの構築に取り組んできた。最新の「我々がUAEの2031年」では、「活力にあふれ競争力のある経済」を構築するための有望な部門として、金融部門の発展と金融技術に焦点の一つが当てられている。また、「アイデンティティに誇りを持ち、国民の繁栄を支える国家」の構築のために、金融部門の安定性の向上を課題の一つとして挙げている。

UAEの金融部門については、こうした経済多角化の取り組みによる成果は着実に得られつつあり、経済における役割も堅調に拡大している。2001年の金融部門の経済規模は110億ドル (2010年基準) であり、2000年代前半のGDPに占める金融部門の比率は5%前後だったが、2010年代後半には9%前後にまで拡大、コロナ禍直前の2019年には347億ドル (GDP比8.4%) まで拡大している (図1)。なお、原油・天然ガス部門が大半を占める鉱業部門は、対照的に減少傾向にあり、2000年代後半から2010年代前半にかけては、

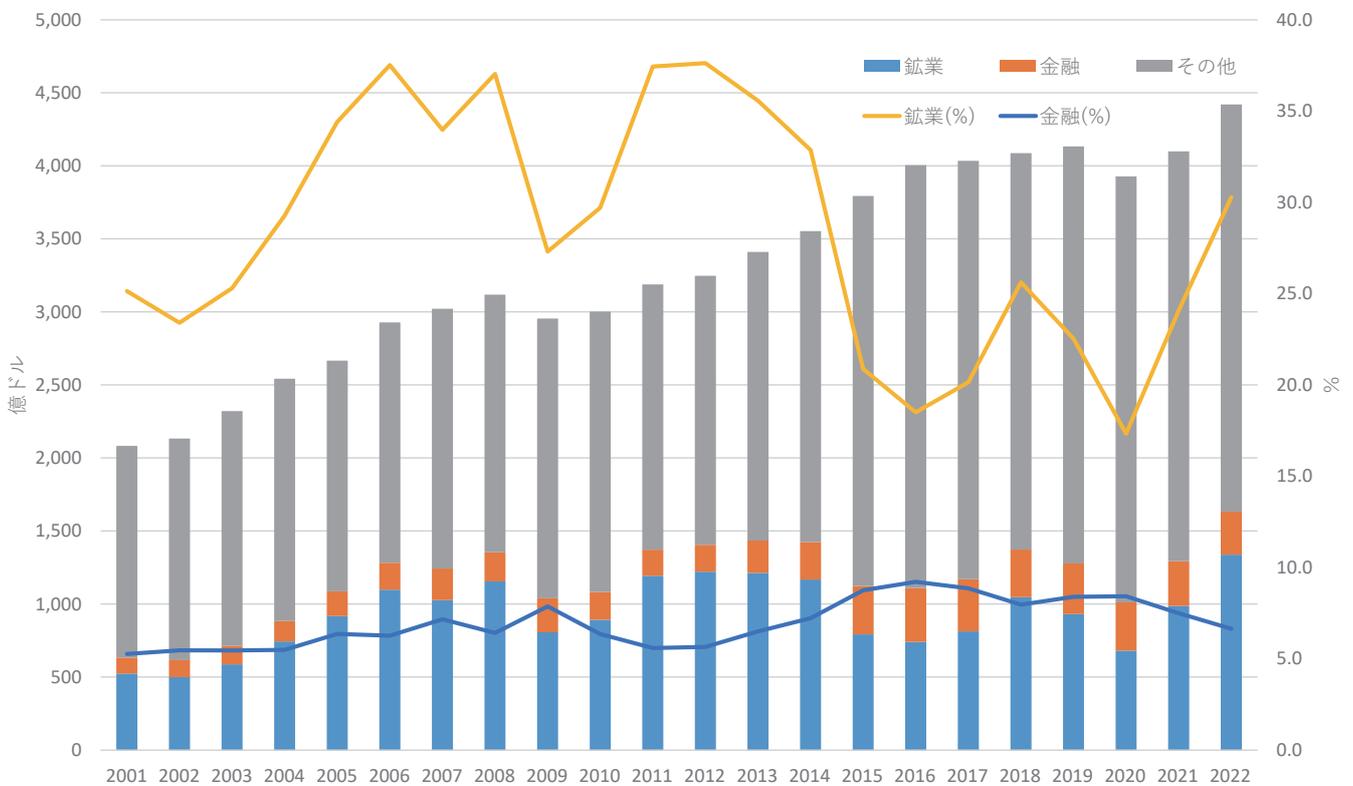
筆者紹介

1999年一橋大学経済学部卒業、2014年一橋大学博士 (経済学)。2006年アジア経済研究所入所。地域研究センター中東グループ研究員、海外派遣員、UAE大学客員研究員 (アブダビ) を経て2015年より現職。専門は中東経済、開発金融、企業金融。主な著作に「湾岸アラブ諸国の企業ガバナンスにおける法制度と取締役会の役割」中村覚編『君主制諸国』ミネルヴァ書房 (2023年6月)、“Investment and Trade Promotion Policies: Gulf and Japan’s Non-energy Sector Interdependence,” in Satoru Nakamura and Steven Wright (Ed.), *Japan and the Middle East: Foreign Policies and Interdependence*, Palgrave Macmillan (March 2023)。

GDP 比で30%前後のシェアが、2010年代後半以降は25%程度まで低下している。

また、UAEは、国際金融市場において直接投資の受入国としての役割に加えて、地域における主要供給国としての役割を果たしつつある。2000年代以降の原油価格の高騰に伴うUAE国内の大型開発や投資需要の増加によって、UAE向けの海外直接投資は、2008年の国際金融危機の影響による一時的な落ち込みはあったものの増加傾向にあった（図2）。2001年に12億ドルだったUAE向け直接投資は、2022年には227億ドル（前年比10%増加）に拡大している。グリーンフィールド投資のプロジェクト件数でも、2022年に前年比で84%増の997件で米国、英国、インドに続いて世界4位であった。最大規模のプロジェクトとしては、オーストリア企業による18億ドルの病院、医療系大学などに対する投資、韓国企業による10億ドルのグリーン水素プラントの建設が挙げられる。他方で、特に2010年代以降のUAEによる対外直接投資の急増についても注目したい。2010年のUAEの対外直接投資は、20億ドルだったが、2022年には248億ドルに拡大しUAE向け対内直接投資を上回っている。グリーンフィールド投資でも Emirates National Oil Company (ENOC) によるトルクメニスタンでの75億ドルの石油採掘へのなど投資が大型案件として目立った⁴。

図1 UAEの金融部門の拡大



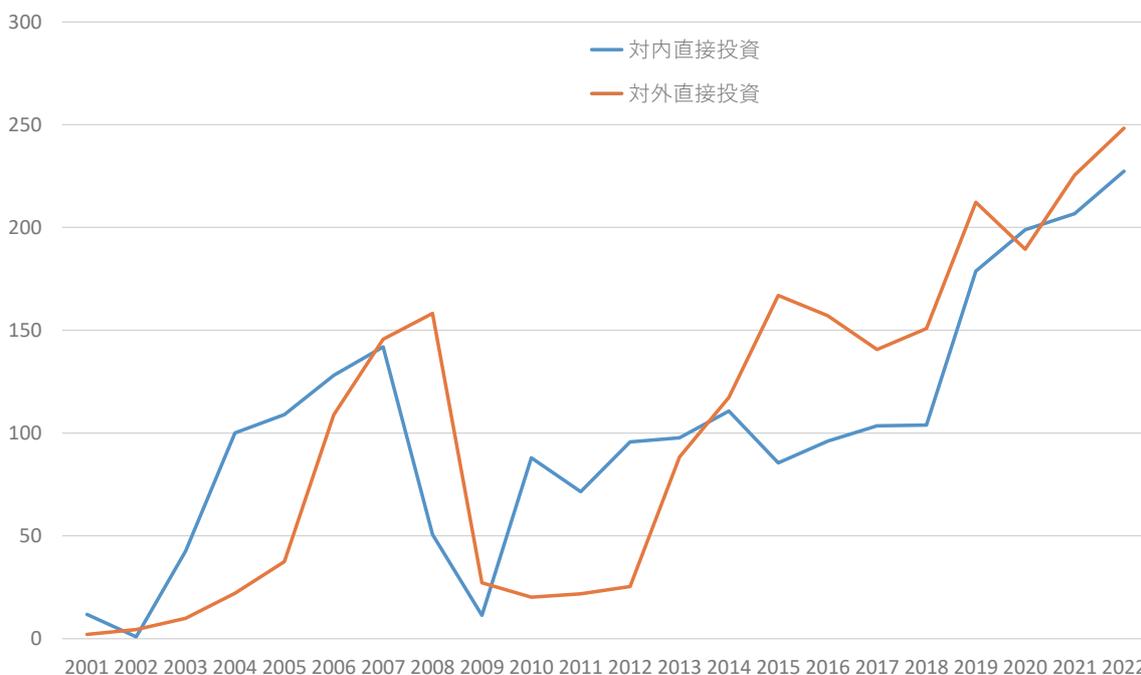
出所：Federal Competitiveness & Statistics Center

4 UNCTAD. (2023) . World Investment Report 2023.

2. 政府系ファンドのポートフォリオと王族による支配

近年の UAE の活発な国内外の投資において、中心的な役割を果たしているのが、ムバダラや ADQ といった新興のアブダビ政府系ファンドや投資会社である。Global SWF の報告書によると、2023年のアブダビの政府系ファンドの投資総額は、アブダビ投資庁が132億ドル、ムバダラが175億ドル、ADQ が58億ドルに達しており、世界的な政府系ファンドの中でも大きな存在感を示している⁵。UAE で最も歴史があり（1976年設立）、中東でも最大の運用資産規模（推定資産総額9,930億ドル⁶）を誇るアブダビ投資庁は、長期的なトレンドに焦点を当て、比較的安定的な利回りを追求するとされる。2022年の同ファンドの年次報告書によると、ポートフォリオは、先進国株（32～42%）、新興国株（7～15%）、政府債（7～15%）、未公開株式（10～15%）となっており、地域としては、北米（45～60%）、欧州（15～30%）、先進アジア（5～10%）⁷、新興国（10～20%）な

図2 UAE の直接投資（フロー、億ドル）



出所：UNCTAD, World Investment Report 2023

5 “UAE's Mubadala, ADIA and ADQ's combined investments reached \$36.5bln in 2023,” (2024年1月2日付Zawya) <<https://www.zawya.com/en/wealth/wealth-management/uaes-mubadala-adia-and-adqs-combined-investments-reached-365bln-in-2023-v5nq4ngn>>

6 以下、3つの政府系ファンドの推定資産は、いずれもSWF Institute <<https://www.swfinstitute.org/>>の推計によるものである。

7 ADIA は、シンガポールの SC Capital Partners 率いるコンソーシアムとともに、日本のリゾートホテル27軒を大和ハウス工業から約9億ドルで取得するなどの報道もあり、後述のムバダラやADQと比べると相対的に先進国向けの投資も目立つ（2023年7月19日付 Zawya）。<<https://www.zawya.com/en/wealth/wealth-management/uae-wealth-fund-adia-consortium-partners-acquire-japanese-hotel-portfolio-for-900mln-neilltu0>>

ど相対的に堅実な運用を行っている。取締役会長にTahnoun bin Zayed Al Nahyan（ムハンマド大統領の弟，国家安全保障顧問，ファースト・アブダビ銀行（FAB）とADQ取締役会長も兼務，2023年3月就任），マネージング・ダイレクター（MD）にHamed bin Zayed Al Nahyan（ムハンマド大統領の弟）を据えており，加えて取締役に3人の王族を抱えている。

ムバダラは，アブダビで2002年に設立された企業形態の政府系ファンドであり，推定資産総額1,390億ドルとされる。ムハンマド大統領の弟であり副大統領の Mansour bin Zayed Al Nahyanが取締役会長（2023年3月就任）を務める。Theyab bin Mohamed bin Zayed Al Nahyan も取締役に務めており，傘下企業の一つであるエティハド鉄道の取締役会長を兼務している。従来，アブダビの国内産業の育成を優先するために主にコモディティに重きを置いた投資を展開するとされていた。しかし，同社の2023年の年次報告書によると，ポートフォリオは，民間（38%），政府（25%），不動産・インフラ（16%），オルタナティブ（16%），債券（5%）であり，地域としては北米（41%），UAE（22%），欧州（16%），東アジア・太平洋（12%）⁸に分散投資が行われている。近年，特に再生可能エネルギー，人工知能，フィンテックなど新規分野にも積極的に投資を行う事例が増えており，例えば，2023年12月には，ムバダラ傘下のエネルギー開発企業マスダールが，サハラ以南6カ国で全10ギガワットの再生可能エネルギー開発支援に100億ドルを投資すると発表した⁹。また，ムバダラは，ナイジェリアのモビリティ・フィンテック企業などに

表1 アブダビ政府系ファンドの取締役会（2024年6月4日時点）

Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)		Mubadala Investment Company		ADQ	
会長	Tahnoun bin Zayed Al Nahyan Khaled bin Mohamed bin Zayed Al Nahyan Mansour bin Zayed Al Nahyan	会長	Mansour bin Zayed Al Nahyan Theyab bin Mohamed bin Zayed Al Nahyan	会長	Tahnoun bin Zayed Al Nahyan
				副会長	Jassem Mohamed Bu Ataba Alzaabi Zayed bin Hamdan bin Zayed Al Nahyan
MD	Hamed bin Zayed Al Nahyan Khalil Mohammed Sharif Foulathi Jassem Mohamed Bu Ataba Al Zaabi Hamad Mohammed Al Hurr Al Suwaidi	MD	Khaldoon Khalifa Al Mubarak Suhail Mohamed AlMazrouei Sultan Ahmed Al Jaber Abdulhamid Mohamed Saeed Saif Saeed Ghobash		Abdullah bin Mohamed Al Hamed Abdulhamid Mohammed Saeed Mohamed Mubarak Fadel Al Mazrouei Fadhel Abdulbaqi Al Ali Kaj-Erik Relander Mohamed Hassan Alsuwaidi
				MD 兼 CEO	

注：色付きは王族を示す。

出所：各ファンドのHP，年次報告書より筆者作成。

- 8 ムバダラは，2024年3月にオルタナティブ投資運用会社PAGのアジア太平洋地域の再生可能エネルギー・プラットフォームであるPAG REN Iへの投資を発表した。日本の排出削減目標に合致し，二酸化炭素排出量と輸入燃料への依存削減に資するとみられている（2024年5月20日付Gulfbusiness）。
<https://gulfbusiness.com/mubadala-makes-clean-energy-investment-in-japan/>
- 9 Masdar website, “Masdar Advances 10GW Africa Growth Plan to Unlock Energy Transition in Six Sub-Saharan Nations” <https://masdar.ae/en/news/newsroom/masdar-advances-10gw-africa-growth-plan>

も出資を行っており、先進国や中進国¹⁰のみならずアフリカ諸国などの発展途上国向けのポートフォリオを拡大しつつある¹¹。

ADQ は、2018年に設立されたアブダビ開発公社（Abu Dhabi Developmental Holding Company：ADDH）から2020年に名称変更された、アブダビの政府系投資会社であり、推定資産総額1,962億ドルとされる。ADQは2023年にADIAの取締役会長でもある Tahnoun bin Zayed Al Nahyan を取締役会長として迎え、アブダビ首長国政府との連携を強めている。ポートフォリオの詳細は明らかではないが、エネルギー・公益事業、食品・農業、ヘルスケア・ライフサイエンス、運輸・物流、金融サービス、観光・エンターテインメント・不動産、持続可能な製造業など、国内外の投資機会をうかがっている。アブダビの政府系企業の多くがADQの傘下であり、アブダビ国営エネルギー会社（TAQA）、食品大手アグシア・グループ、エティハド航空、アブダビ空港、エティハド鉄道、ADポート・グループ、アブダビ証券取引所（ADX）などが挙げられる。

ADQは、直接的にあるいは傘下企業を通じて間接的に世界132カ国で事業を展開しているが、近年、特に中東・アフリカ地域での事業拡大の意図が見られる。2021年12月には、ADQはエジプトに事務所を開設、2022年3月にはトルコのトルキエ・ウェルス・ファンド（TWF）と共に3億ドルのベンチャー・キャピタル・ファンドの設立、同年6月にはヨルダンのデジタル経済起業省との共同基金の設立など、中東・アフリカ諸国での投資を活発化させてきた。2024年2月には、ADQは、慢性的な外貨不足と急激なインフレに直面しているエジプトに対して、350億ドルの大型開発契約に調印した。同ファンドは、アレクサンドリア西部の沿岸地域であるラス・エル・ヘクマの開発権を240億ドルで取得し、さらに110億ドルが、エジプト国内の追加投資プロジェクトに充てられると報じられた¹²。また、ADQは、欧州と中東、アジアを結ぶ貿易回廊を建設する計画の中で、イスタンブールのボスポラス海峡に鉄道を敷設するためにトルコと交渉中との報道もされている¹³。

10 ムバダラは、2023年9月に北京に事務所を正式に開設した。中国での直接投資をファンド投資の目的としている。“Mubadala formally opens Beijing office amid warming China-Gulf ties,” (2023年9月8日付 Zawya) <<https://www.zawya.com/en/wealth/wealth-management/mubadala-formally-opens-beijing-office-amid-warming-china-gulf-ties-sources-u575gm4z>>

11 “UAE’s Mubadala in \$76mln funding round for Africa mobility fintech Moove,” (2023年4月10日付 Zawya) <<https://www.zawya.com/en/wealth/wealth-management/uaes-mubadala-in-76mln-funding-round-for-africa-mobility-fintech-moove-xqpbslca>>

12 “Egypt, UAE sign \$35 billion development deal amid foreign currency crunch,” (2024年2月23日付 Al-Monitor) <<https://www.al-monitor.com/originals/2024/02/egypt-uae-sign-35-billion-development-deal-amid-foreign-currency-crunch>>

13 “Abu Dhabi’s ADQ in talks with Turkey to build railway for trade corridor,” (2023年10月5日付 Al-Monitor) <<https://www.al-monitor.com/originals/2023/10/abu-dhabis-adq-talks-turkey-build-railway-trade-corridor>>

むすびにかえて

石油経済依存からの脱却を長期的な開発目標としてきた UAE が、それに代わる産業として金融部門への構造転換を図り「金融国家」を目指しているかどうかという観点では、国内の金融部門の発展状況を見る限りにおいては、十分に金融システムが成熟しているとは言いがたい。ただし、近年の対内・対外直接投資の面では、少なくとも中東・アフリカ地域における金融センターとしての役割は、十分に機能しつつあるように見える。

特に、ムバダラや ADQ といった新興政府系ファンドの同地域における近年の活動は目覚ましく、ファンドの重要なポートフォリオとして将来的な収益を上げるための重要な地域となりつつあるだけでなく、外貨不足や援助不足に直面する中東・アフリカ諸国政府にとっても、UAE の新興政府系ファンドによる投資は、望ましい資金調達源となっていることも無視できない。加えて、これらの新興政府系ファンドは、取締役会において政府や王族の関与を強めることで、政府の同地域における政治的・外交的影響力の拡大と歩調を合わせているようにも見える。一方で、首長国政府の意思決定が、政府系ファンドの運営に直接的に効果的に反映しやすいという利点も存在するかもしれない。他方で、ムバダラや ADQ に対する政府の影響力の拡大は、時として彼らの収益最大化の経営方針に悪影響を与えうることも懸念される。一般的に、財務内容について不透明性の高い政府系ファンドについて、こうした政治・外交の介入はさらに不透明性を高めることにつながりうる¹⁴。

UAE が石油経済依存から脱却し、「金融国家」として本質的に構造転換できるかどうかは、国内金融システムの高度化と、政府系ファンドと政府間の適切なガバナンスにかかっていると考えられる。

以上

* 本稿の内容は執筆者の個人的見解であり、中東協力センターとしての見解でないことをお断りします。

14 The Economist. (2023, April 15) . Sovereign-Wealth funds: A new era of petrodollar power. The Economist, 59-61.