

## 回復に向かう湾岸諸国のスクーク市場とイスラム銀行

新井 サイマ

## ■ 要 約 ■

1. 米欧の金融危機とドバイショックの影響やシャリア適格性に対する疑義の提起などの要因で落ち込みを見せていた GCC(Gulf Cooperation Council、湾岸協力会議)のスクーク市場は、2010 年代に入って回復の兆しをみせており、2011 年の域内年間スクーク発行額は過去最高となった。
2. 回復の背景には、デフォルトに陥ったスクークのリストラの経験、欧州投資家によるスクーク投資額の増加、サウジアラビアや UAE でみられたソブリン・スクークの発行などがあげられる。
3. GCC 諸国のスクークの主要投資家層であるイスラム銀行の総資産や預金量が 2010 年代に入り増加していることに加え、多額のインフラ建設案件の資金調達や償還を迎えるスクークのリファイナンスなどにより、発行額は更に増加すると期待される。また、GCC の中でスクーク市場整備が遅れていた国の政策的な取り組みも注目されよう。

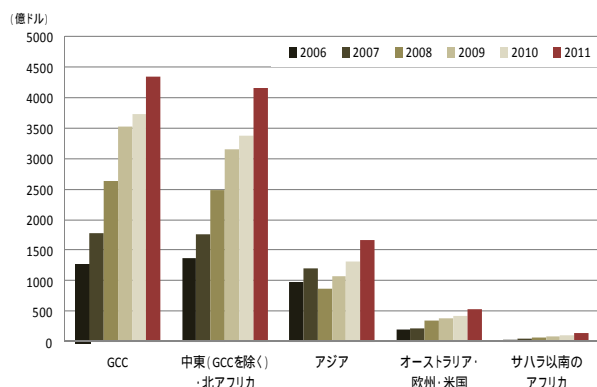
## 金融危機後の落ち込みから回復の兆しをみせるスクーク発行

現在、世界の中でイスラム金融資産が最も集中する地域は、UAE、サウジアラビア、バーレーン、カタール、クウェート、オマーンの 6 カ国からなる GCC (Gulf Cooperation Council、湾岸協力会議) である (図表 1)。GCC 諸国には、経済成長率が高いが、石油輸出額が経済に与える影響が大きいという共通点がある (図表 2)。イスラム教徒が人口の多数を占める GCC では、2000 年代に石油価格の上昇により安定した経済環境が続くなか、従来の金融セクターに加えてイスラム金融の発展がみられ、世界が注目していた。しかし、金融危機やドバイ・ショック (後述) が発生すると、多数の銀行が経営困難に陥り、スクークのデフォルトが相次ぐなどイスラム金融市場にも多大な影響が発生した。

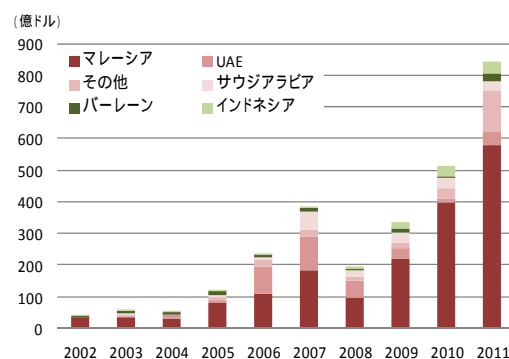
その後、GCC のスクーク発行額は縮小し、金融危機の影響をあまり受けず世界一のスクーク市場となったマレーシア<sup>1</sup>とは、大きく差が生じることになった (図表 3)。しかし、この状況が 2010 年代に入り、変わってきている。まず、デフォルトに陥ったスクー

<sup>1</sup> 新井サイマ「金融危機後のスクーク (イスラム債) 市場をリードするマレーシア」『野村資本市場クォーターリー』2012 年春号参照。

図表 1 地域別イスラム金融資産



図表 3 世界のスクーク発行額 (フローデータ)



(出所) The Banker Top 500 Islamic Financial institutions より  
野村資本市場研究所作成

(出所) S&P より野村資本市場研究所作成

図表 2 GCC 諸国の概要

	サウジアラビア	UAE	クウェート	バーレーン	カタール	オマーン
総人口(万人)	2,817	538	368	113	177	308
イスラム教徒(対人口比%)	97%	76%	86%	81%	78%	88%
シーア派(対人口比%)	10-15%	>10%	20-25%	65-75%	>10%	5-10%
シャリア適格資産(億ドル)	1,509	941	796	796	523	NA
イスラム金融サービスを提供する金融機関数	47	46	65	65	24	NA
1人当たりGDP(ドル)	20,504	67,008	47,985	23,132	98,329	23,315
GDP(億ドル)	5775.95	3601.36	1766.67	261.08	1738.47	718.88
GDP成長率(%)	7%	5%	8%	2%	19%	5%
経常収支(億ドル)	1,411	333	739	11	494	95
経常収支(対GDP比%)	24%	9%	42%	4%	28%	13%
国民総貯蓄(対GDP比%)	43.0%	31.7%	59.6%	28.5%	54.3%	41.8%
石油輸出額(億ドル)	3,023	1,116	1,009	129	980	314
政府総債務残高(億ドル)	1,628	2,234	36	36	2,054	14
政府総債務残高(対GDP比%)	8%	17%	7%	36%	31%	5%

(注) イスラム教徒(対人口比%)は2011年1月時点。その他、2011年末時点。

(出所) Bankers, Bloomberg, IMF world economic outlook, Pew Research Center より野村資本市場研究所作成

クのリストラが成功したことがきっかけとなり、投資家の信用が回復している。また、欧州ソブリン危機の影響で、従来、欧州の債券を購入していた投資家達も、湾岸地域のスクークに目を向けるようになった。高まる需要がきっかけとなり、スクークは域内で発行される債券と比較して低コストでの発行が可能という状態になった。実際に、GCCのスクークにより構成されるHSBCナスダックバイGCC・USドルスクーク指数によると、4月末でのイールドは3.83%と2011年9月以来最低を記録した(債券価格は上昇)。更に、GCCの債券により構成されるHSBCナスダックバイGCCコンベンショナルUSDボンディングインデックスと比較してイールドは43ベースポイント低い<sup>2</sup>。こうした状況を背景に、2011年のGCC諸国の債券発行全体に対するスクークの比率は29%となった<sup>3</sup>。

また、GCC諸国のスクーク市場は、内外の経済の影響を大きく受けるだけでなく、

<sup>2</sup> Islamic Finance News “Yield is the word”, 16<sup>th</sup> May 2012

<sup>3</sup> <http://tilt.ft.com/#!posts/2011-07/26406/sukuk-not-dented-mena-region-unrest>

シャリア（イスラム法）規制も投資家の行動に影響を与えている。本稿では、GCC における最近のスクーク市場とシャリア規制の動向及び主要なスクーク投資家であるイスラム銀行について概観する。

## スクーク市場の回復の背景

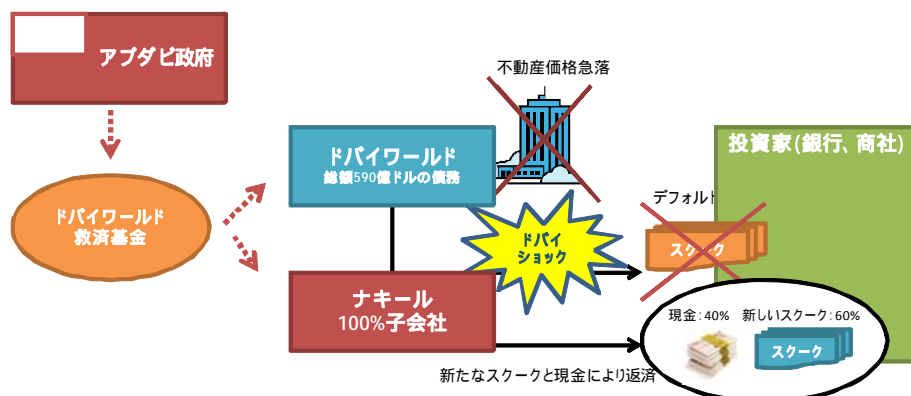
2011 年の GCC でのスクーク発行額は過去最高を記録した。スクークの発行額の増加の背景として、デフォルトに陥ったスクークのリストラの成功、欧州債務危機の影響による欧州銀行によるスクーク投資額の増加、ソブリン・スクークの発行、インフラ需要の拡大に伴うプロジェクトファイナンスの案件の増加、の 4 つがある。

### 1. デフォルトに陥ったスクークのリストラの成功

2009 年 11 月に UAE の政府系持株会社ドバイ・ワールドが投資家に債務返済猶予を要請した（ドバイ・ショック）。ドバイ・ワールドは人工島パーム・アイランドの造成を手がける不動産開発会社ナキールなどの株式を保有している。UAE において不動産価格が急落し、イスラム銀行を含む多数の銀行や投資会社が多大な含み損を抱えたことが背景となり、子会社であるナキールは、満期が 2009 年 12 月に迫っていた 41 億米ドルのスクークの返済ができない状態であった。スクークのデフォルトは過去にほとんど例がなく、またドバイ・ワールドは政府が支援するものと考えられていたため、投資家のドバイ政府及びスクークに対する信用は大きく傷ついた（図表 4）。

しかし、ドバイ・ワールドが返済猶予を請求した翌月には、ドバイ・ワールドを含む政府系機関を支援する為にドバイ政府が特別に設置したドバイ救済基金（Dubai Financial Support Fund）にアブダビ政府が 100 億ドルを提供した。この基金を活用する形で、前述の 41 億ドルのスクークは無事償還された。更に、その他の残存するスクークとバンク・

図表 4 ドバイ・ワールド案件におけるスクークのリストラクチャリング（概念図）



（出所）野村資本市場研究所作成

ローン（コンベンショナルとイスラミックを含む）から成る総額 160 億ドルのナキール社の債務については、40%を現金で、60%を債券で弁済することが決まった。この債務返済の一部としてナキールは、2011 年 8 月 25 日に、13 億ドル、5 年満期、配当 10%のスクークを発行した。

ドバイ・ショックにおいて顕在化した問題は、スクークの裏付資産に対する投資家の権利や政府保証の認識が曖昧であったということであろう。特に今回の事例では、ナキールの発行したスクークの裏付資産が「パーム・アイランド」が開発されているペルシャ湾の海底の利用権など、価値評価や換金性が極めてわかりにくい資産であったこと、デフォルトに陥った場合ですら、裏付資産が売られることはなく、スクーク投資家は差押などの手段で裏付資産に遡及して権利を確保できないことなどが明らかとなった。一方で、ナキールの経験から、スクーク発行体が信用危機に直面した場合には、一種のデット・デット・スワップ方式によってシャリア適格な債権を入れ替えることが可能であることが理解されるようになり、今後類似のケースが発生した場合のリストラクチャリングの方向性を切り開いたとも考えられる。

また、多くのスクーク投資家は、国家プロジェクトでもあるドバイ・ワールドの債券には事実上の政府保証が付与されているも同然と考えていた可能性が高い。そういう意味で、最終的にドバイ・アブダビ政府による救済が行われたことが、スクーク投資家の信用を取り戻す契機になったともいえよう。

## 2 . 欧州債務危機の影響による欧州銀行によるスクーク投資額の増加

スタンダード・チャータード銀行の中東・北アフリカ債券市場部門ヘッドのヘッティアラチ氏によれば、現在のスクークの投資家の 30%が欧州の投資家である<sup>4</sup>。欧州債務危機の影響を受け、信用度の高い債券を求める投資家の資金がスクークに流れていると考えられ、これも GCC のスクーク市場回復の一因である。欧州からのスクークへの投資の多くは、ロンドンのファンドや銀行を通して行われており、その代表格は、バンク・オブ・ロンドン・アンド・ミドルイースト、ヨーロッパ・イスラミック・インベストメント・バンクである。また、2011 年に HSBC が 5 億米ドルのスクークを発行、同年にはゴールドマン・サックスが 20 億ドルのスクークを発行するなど、欧米の銀行によるスクークの発行も見られた。

## 3 . ソブリン・スクークの発行が活発化

スクークには、民間の金融機関や事業会社が発行するコーポレート・スクークと、政府

<sup>4</sup> Financial News “Shining star of the Middle East”,13 Feb 2012 <http://www.efinancialnews.com/story/2012-02-13/shining-star-of-the-middle-east>

が発行するソブリン・スクークがある。ソブリン・スクークは、国内のスクーク市場の流動性の向上や財政運営のニーズに満たすために発行される。世界の案件別スクーク発行額ランキングをみると、上位のほとんどがマレーシアで公共事業費資金調達を目的として発行されている政府系企業の発行するスクークか、サウジアラビアと UAE で発行されたソブリン・スクークである（図表 5）。第 2 位の GCC 諸国内で過去最高の発行額であるサウジアラビアのスクークは、2012 年 1 月にサウジアラビア民間航空庁（GACA）が国内で始めて発行したサウジアラビアの財務省が保証するソブリン・スクークである。発行額は 150 億リヤル（40 億ドル）であり、調達資金は首都ジェッダの国際空港の拡大費用（271 億リヤル）の一部にあてられる。更に、8 位には、2012 年にドバイ政府により発行された 12.5 億ドルのスクークが入っている。これは、2009 年にドバイ政府が設置した 25 億ドルのプログラムによるもので、調達資金は、ドバイ国際空港の拡大に充てられる。この様に、サウジアラビアや UAE の公共事業費調達のスクークの活用が、諸国の発行額を大きく増加させている。また、10 位のバーレーンのソブリン・スクークに関しては、政府が定期的に発行しているスクークであり、上記 2 件のような特別なプロジェクトによるものではない。

なお、18 位から 24 位の発行体ランキングには、ソブリン・スクークではなく、UAE の銀行が多く見られる。後述するように、イスラム銀行は GCC におけるスクーク市場の主要投資家層を形成するが、UAE のイスラム銀行は、発行体としても活発な動きを見せていると考えられる。

図表 5 スクーク主要発行体（グローバル）

順位	発行体	発行体種類	国	発行額 (億ドル)
1	Projek Lebuhraya Usahasama Berhad	インフラ(高速道路)	マレーシア	96.1
2	General Authority for Civil Aviation	サウジアラビア民間航空庁	サウジアラビア	40.0
3	Pengurusan Air SPV	政府系水道局	マレーシア	20.6
4	Wakala Global Sukuk	ソブリン	マレーシア	20.0
5	Sarawak Energy	電力発電	マレーシア	17.8
6	Saudi Electricity Co.	電力公社	サウジアラビア	17.5
7	Manjung Island Energy	石炭火力発電	マレーシア	15.4
8	Dubai DOF Sukuk	ソブリン	UAE	12.5
9	Tanjung Bin Energy Issuer	電力発電	マレーシア	10.8
10	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia II	ソブリン	インドネシア	10.0
11	Aman Sukuk	インフラ	マレーシア	8.1
12	ANIH	高速道路	マレーシア	7.8
13	Kingdom of Bahrain	ソブリン	バーレーン	7.5
13	Islamic Development Bank	政府系金融	サウジアラビア	7.5
15	Syarikat Prasarana Negara	高速道路	マレーシア	6.6
16	First Gulf Bank	銀行	UAE	6.5
17	DRB-HICOM	自動車製造	マレーシア	5.6
18	HSBC Bank Middle East	銀行	英国	5.0
18	First Gulf Bank Sukuk	銀行	UAE	5.0
18	Emirates Islamic Bank Sukuk	銀行	UAE	5.0
18	Abu Dhabi Commercial Bank	銀行	UAE	5.0
18	Abu Dhabi Islamic Bank Sukuk	銀行	UAE	5.0
23	Saudi International Petrochemical	建設	サウジアラビア	4.8
24	Shariah Islamic Bank	銀行	UAE	4.0
24	MAF Sukuk	不動産	UAE	4.0
26	Saudi British Bank	銀行	サウジアラビア	4.0
27	Cagamas	モーゲージ会社	マレーシア	3.9
28	Putrajaya Holdings	インフラ、都市開発	マレーシア	3.6
29	Kuveyt Turk Katilim Bankasi	銀行	トルコ	3.5
30	Tamweel	モーゲージ会社	UAE	3.0
30	Gulf International Bank	銀行	バーレーン	3.0

（出所）Islamic Finance News 誌（2012 年 5 月 1 日号）野村資本市場研究所作成

## 4 . GCC 諸国内のインフラ需要の拡大

ソブリン・スクークの調達資金も、空港建設などのインフラに活用されているわけであるが、政府系の事業会社もインフラ建設を目的としてスクークを発行している。例えば、域内最大の電力会社であるサウジアラビア電力（Saudi Arabia Electricity Co, SEC）は、長期の資金調達、投資家層の拡大を目的<sup>5</sup>として 2012 年 4 月に 17.5 億ドルのスクークを発行した。GCC 諸国でのイスラム金融を活用したインフラ投資額は 2020 年までに 4,343 億ドルとなると予測されており、域内のインフラ投資の内需によりスクークの発行額の増加が期待される<sup>6</sup>。

### シャリア規制の動向

GCC 諸国のスクーク市場では、投資家の信用度を確保するためのシャリア適格性の充実は金融危機以前からの課題であった。前述したように、2008 年のスクーク発行額の激減は、金融危機の影響のみならず、シャリア学者から既発スクークのシャリア適格性が問われたことも要因であった。

経緯を概観すると、1990 年にバーレーンに国際非営利法人として設置されたイスラム金融機関会計及び監査機構（Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions、AAOIFI）は、イスラム金融機関の会計や監査の基準を作成してきた。AAOIFI は、国際間でのシャリア規制の不一致を解決するために組成された機関である。すなわち、中東やマレーシアを含む各国から 14 人のシャリア学者を呼び寄せ、地域的な学派による規範や学者の意見の違いによりスクークなどイスラム金融商品のシャリア適格性が国際間で問われることのないようルールを示すことを目的としている。AAOIFI の規制は、各国の法規制によって順守が義務付けられているわけではないが、バーレーン中央銀行、ドバイ国際金融センター、ヨルダン、レバノン、カタール、スーダン、シリアなどの中東地域の諸国と金融機関は、任意で規制を取り入れており、実務上のスタンダードを形成しているといえる。

さらに 2003 年には、スクークに関する規定として AAOIFI Shari'ah Standard No.17 が発行され、各金融機関はこのスタンダードに沿ってスクークを発行していた。しかし、2008 年に AAOIFI のシャリア諮問委員会の会長を務めるシャリア学者が、既存のシャリア規定が不完全であるため、世界の既発行のスクークの 85% がシャリア適格ではないと公的に発言した。シャリア不適格と指摘された一例としては、共同出資の形態のスキームで発行されるスクークにおいて、本来の償還原資は、裏付けとなる資産を発行体（SPV）が実質の債務者に売ることにより得られる売却代金だが、共同出資者間で前

<sup>5</sup> Saudi Electricity Company successfully closed first international Sukuk with USD1.75 billion issuance arranged by Deutsche Bank and HSBC [https://www.db.com/medien/en/content/3862\\_4098.htm](https://www.db.com/medien/en/content/3862_4098.htm)

<sup>6</sup> GCC Markets Monthly, December 2011, Gulf Investment Corporation

もって決めた行使価格で債務者が SPV から裏付資産を買い取る「買戻契約」を結ぶことにより、スクーク投資家に対して償還時の元本の支払をあたかも保証しているような事例があった。すなわち、シャリア上、スクーク投資家に出資元本を保証することが許されないため、満期における資産買取りを決まった価格で行うことも不適格と判断されたということである。この問題提起がきっかけとなり、2008 年 2 月にシャリア新勧告が発行され、シャリア適格であるスクークのスキームが明確化された。ここでは、実質の債務者が裏付資産を最終的に買取る際には、前もって決められた価格ではなく、売却時の市場価格によって契約しなければならないとされた。一方で、スクークの信用補完を行う場合は、第三者による売却代金の保証が可能であること、また裏付資産の市場価格が行使価格を下回ってしまった場合に穴埋めの役割を果たす準備金を用いることも合法であるとされた。金融危機の影響も大きかったことから、2008 年のスクークの発行額の減少が学者の意見によるものだとは言いが、問題が指摘された共同出資型スキームのスクークであるムシャーラカとムダーラバの発行額は、2008 年に前年比でそれぞれ 83%、68%減少している。代わって、シャリア適格性に関する疑義が指摘されなかったリース契約に基づくイジャーラというスキームのスクークが発行されるようになったことは注目されよう。かつて、ムシャーラカとムダーラバは、共同出資スキームであることから、リースと違い、有形資産を有しない発行体でもスクークを発行できるメリットがあることから事業会社などが活用していた。シャリア新勧告によって新しく定義された、ムシャーラカやムダーラバは現在、以前同様に活用されつつある。

## 投資家としての GCC 諸国のイスラム銀行

中東のイスラム金融市場で、スクークの投資家又は発行体としての中核的なプレーヤーは、イスラム銀行である。イスラム銀行とは、利子の受け払いをせず、調達や運用すべてをシャリア適格な契約に基づき行う銀行であり、イスラム教徒の多い GCC 諸国で多く設立されている。イスラム銀行は、一般の銀行と同様、預金により調達を行うが、預金者には利子の代わりに、銀行が投資により得た利益を預金者に支払う仕組みとなっている。また、運用は、シャリア適格な株式（豚やアルコールの販売や金融等を中核とする事業を除く）への投資やスクークへの投資などにより行われる。例えば、UAE の最大手であるドバイ・イスラム銀行の 2011 年の財務諸表（図表 6）をみると、負債<sup>7</sup>の 80%を占めるのが顧客預金であり、スクークでの調達額は 5%である。一方、資産の 57%を占めるのはイスラム金融のローンであり、住宅ファイナンス、クレジットカードを含む。そして、スクークへの投資額は資産の約 14%を占めている。

<sup>7</sup> また、負債の 5%を占めるワカラファイナンスとは、金融危機の影響により、資産が減少した UAE のイスラム銀行の為に、UAE 財務省が特別に 2008 年に貸し付けた資金である。貸付は 3~5 年の期間で、イスラム銀行による貸付を促進させるために行われた。この預金は株主総会の同意により Tier2 キャピタルとされた。この特別な貸付は、ドバイ・イスラム銀行だけではなく、他のドバイやアブダビの銀行に対してもなされた。

図表 6 ドバイ・イスラム銀行の貸借対照表

資産		負債		(単位)百万ディルハム
イスラム・ローン	51,586	顧客預金	64,771	
現金、中央銀行への支払準備金	12,952	銀行・金融機関からの借入	4,052	
スクーク投資	12,560	スクーク調達金	4,174	
買掛金	3,099	ワカラファイナンス(財務省からの借入)	3,753	
銀行・金融機関への貸付	3,043	その他	3,664	
子会社への投資	2,336	<b>総負債</b>	<b>80,414</b>	
その他	5,011	<b>資本</b>	<b>10,173</b>	
<b>総資産</b>	<b>90,588</b>	<b>合計</b>	<b>90,587</b>	
<b>合計</b>	<b>90,588</b>			

(注) 2011 年末時点。

(出所) 年次報告書より野村資本市場研究所作成

実際に、GCC 諸国で発行されているスクークの投資家の多くは、域内のイスラム銀行である。例えば、2012 年 1 月に発行されたドバイのエミレーツ・イスラム銀行の発行するスクークの投資家の 61%が銀行であった(その他:運用会社 24%、保険・年金 9%、プライベートバンク 5%、その他 1%)<sup>8</sup>。また、スクークの多くは、域外の投資家にも売り出されており、エミレーツ・イスラム銀行のスクークのケースでは、投資家の地域別構成は中東(57%)、アジア(29%)、欧州(14%)となっている。ちなみに、スクークは主に満期 3 ヶ月~1 年、1 年~5 年、5 年以上の 3 種類に分けることができるが、一般的に GCC 諸国で最も多く投資されているスクークの満期は 1~5 年である。

スクークの投資家であるイスラム銀行の資産規模は、域内の一般の銀行と比較しても大きいと言える。GCC 各国の主要銀行の資産規模ランキングをみると、UAE 以外の国ではすべてトップ 5 にイスラム銀行が入っている(図表 7)。UAE ではトップ 5 行にイスラム銀行が入っていないものの、同国内イスラム銀行最大手であるドバイ・イスラム銀行の資産は、2011 年末時点で総資産 246 億ドルと、バーレーンやカタールの最大手イスラム銀行の総資産を上回っている。更に、クウェートとオマーンを除く四カ国では、イスラム銀行でなくても上位のほとんどの銀行が、イスラミック・ウィンドウ<sup>9</sup>によって

図表 7 総資産でみる GCC 各国の主要銀行

サウジアラビア		UAE		カタール	
1 National Commercial Bank	75,299	Emirates NBD	77,924	Qatar National Bank	61,369
2 Riyad Bank	46,282	National Bank of Abu Dhabi	57,563	Commercial Bank of Qatar	17,176
3 Samba Financial Group	49,978	First Gulf Bank	38,322	<b>Qatar Islamic Bank</b>	<b>14,242</b>
4 <b>Al Rajhi Bank</b>	<b>49,291</b>	Abu Dhabi Commercial Bank	48,536	Doha Bank	12,975
5 Banque Saudi Fransi	32,858	Mashreqbank PSC	23,100	<b>Qatar International Islamic Bank</b>	<b>4,994</b>

バーレーン		クウェート		オマーン	
1 Arab Banking Corporation	28,105	National Bank of Kuwait	45,904	BankMuscat	15,198
2 Ahli United Bank	26,457	<b>Kuwait Finance House</b>	<b>44,657</b>	National Bank of Oman	4,637
3 Gulf International Bank	15,528	Commercial Bank of Kuwait	12,892	BankDhofar	4,323
4 <b>Al Baraka Banking Group BSC</b>	<b>15,880</b>	Al Ahli Bank of Kuwait	10,495	Oman International Bank	3,002
5 Bank of Bahrain and Kuwait	6,508	Burgan Bank	14,768	Oman Arab Bank	2,477

(注 1) 総資産は 2010 年 12 月 10 日時点。

(注 2) 太字はイスラム銀行、塗りつぶしはイスラミック・ウィンドウ。

(出所) The Bankers Top 1,000 world banks

<sup>8</sup> Emirates NBD Company Announcements, 2012 年 1 月 16 日<sup>9</sup> イスラミック・ウィンドウとは、コンベンショナルの金融機関が設けるイスラム金融サービスを提供する窓口。コンベンショナルの金融機関の子会社でイスラム金融を行う単体を意味する。



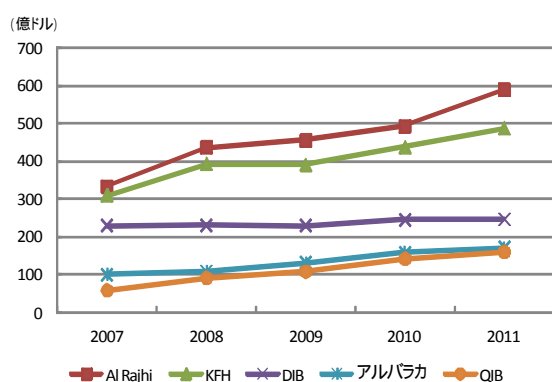
イスラム金融サービスを提供している。域内最大のイスラム銀行であるサウジアラビアのアルラジ銀行の総資産は 482 億ドル（2011 年 12 月 10 日時点）と、日本の大手地銀並みといえる。

GCC 各国の（オマーンを除く）主要イスラム銀行の総資産や預金量は、2007 年の金融危機以降回復を見せ、右肩上がり増加している。総資産については、2009 年にクウェートの最大手イスラム銀行、クウェート・ファイナンス・ハウス（KFH）とドバイ・イスラム銀行（DIB）の資産が減少したことを除いては、回復を見せている。2009 年のドバイの銀行の資産、預金額減少は、不動産バブルに伴い発生した国内のドバイ・ショックが要因であると考えられる。また、預金については、DIB の預金が 2008 年から 2010 年にかけて減少したのを除いてすべて増加している（図表 8、9）。

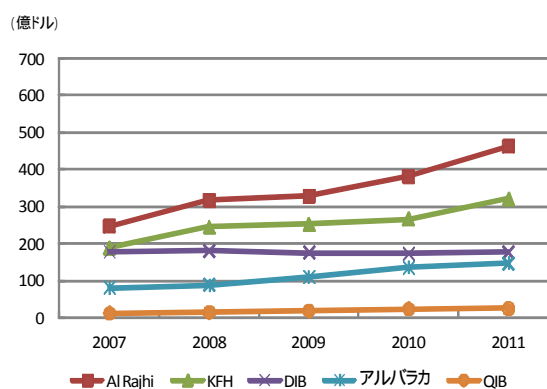
GCC 諸国のイスラム銀行が継続的にスクークによる調達や運用を始めるようになってからまだ年数が浅く、資産や預金の増加がスクーク投資へ直結するとは言えないが、近年のイスラム銀行の財務動向や運用・調達手段の多様化という方向性から考えると、スクークをより活用する方向にあることは間違いのないといえる。

なお、GCC 諸国のすべての国の石油輸出額が大きいことから、石油価格の変動もイスラム銀行のスクーク投資に影響を与えやすいことがわかる。実際に、大手 3 行によるスクーク投資額をみると、石油価格が回復した 2011 年には、スクークの投資額も同時に回復している（図表 10）。

図表 8 各国最大手イスラム銀行の資産額推移



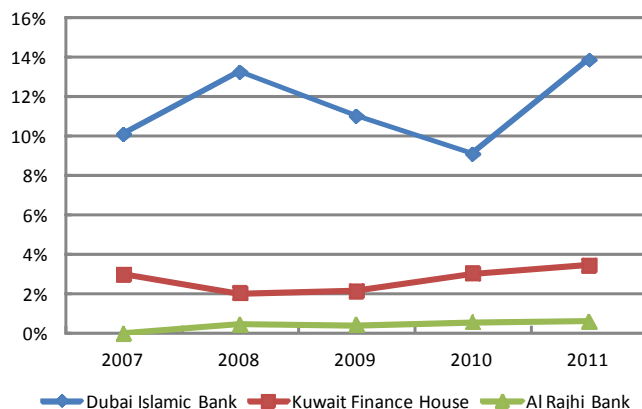
図表 9 各国最大手イスラム銀行の預金量推移



（出所）各行年次報告書より野村資本市場研究所作成

（出所）各行年次報告書より野村資本市場研究所作成

図表 10 主要イスラム銀行のスクーク投資額



(出所) 各行年次報告書より野村資本市場研究所作成

図表 11 GCC 各国の最大手行の概要

国名	国内最大手イスラム銀行	時価総額 (百万ドル)	総資産 (百万ドル)	総利益 (百万ドル)	備考
サウジアラビア	Al Rajhi Bank	29,293	58,869	1,967	1957年アルラジ家の4人兄弟が両替商としてビジネスを始め、今や国内最大手のリテールの銀行。マレーシアに19の支店を設け、その他クウェート、ヨルダンにもビジネスを展開している。
クウェート	Kuwait Finance House	7,580	48,712	291	1997年にクウェートで始めて設立されたイスラム銀行。クウェート投資庁が大株主で24%を保有する。国内外全255の支店のうち、トルコに181の支店を持つ。その他、マレーシア、バーレーンにも進出している。
UAE	Dubai Islamic Bank	1,964	24,667	275	1975年に株式会社として設立された。1998年に詐欺の発覚によりドバイ政府が2.5億ドルの資金を注入し、保有率を6%から30%に引き上げた。UAE年金基金が5%を保有している。
バーレーン	Al Baraka Banking Group	883	17,154	118	サーレ・アブドゥッラー・カメル氏の財閥で、メディア、建設、イスラム銀行、不動産、旅行業などを展開しているアル・バラカグループの銀行。バーレーン取引所、ナスダックバイに上場している。アジア・中東・アフリカのバーレーンを含む13ヵ国に拠点を設けている。
カタール	Qatar Islamic Bank	5,068	16,005	375	1982年にカタール初のイスラム銀行として設立された。カタール投資庁が大株主であり、約9%を保有している。

(注) 時価総額は2012年5月22日時点。総資産、総利益は2011年の値。

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

## 今後の展望と課題

このように、GCC のスクーク市場は、金融危機とドバイ・ショックの影響による一時的な落ち込みをみせたものの、回復傾向にある。その背景には、デフォルトに陥ったスクークのリストラの成功や政府によるソブリン・スクークの発行、石油価格の上昇により拡大したスクーク投資額などがあげられる。今後の域内のスクーク発行額は、インフラ需要や償還をむかえるスクークのリファイナンスの需要により後押しされ、拡大すると考えられる。例えば、サウジアラビア初のソブリン・スクークは、国内の投資会社や銀行にのみ売り出されたが、3倍以上の募集超過であり、インフラ案件に活用されるスクークの需要が大きいことが確認できた。また、2007年のスクークのブーム期に発行された多くのスクークの満期が5年であったため、2012年は、銀行や不動産開発会社がり

図表 12 2012年に償還を迎える主なGCC諸国のスクーク

銘柄	国	発行額 (億ドル)
JAFZ sukuk	UAE	20.4
DIFC sukuk	UAE	12.5
Dana Gas sukuk	UAE	10.0
DAAR Sukuk II	サウジアラビア	10.0
DIB Sukuk	UAE	7.5
Golden Belt 1 Sukuk	サウジアラビア	6.5
Emirates Airline(Wings FZCO)Sukuk	UAE	5.5
NIG Sukuk (Tranche1)	クウェート	4.8
CBB Long Term Sukuk 16	バーレーン	4.4
Emirates Islamic Bank Sukuk (Tranche1)	UAE	3.5
Qatar Real Estate Sukuk	カタール	3.0
Saudi Binladin Short Term Sukuk II	サウジアラビア	2.7
Bahrain Monetary Agency #13	バーレーン	2.5
GFH Sukuk (Tranche1)	バーレーン	2.0
ILG Funding Limited Sukuk	クウェート	2.0
Thani Investments Sukuk	UAE	1.0
URC Sukuk	クウェート	1.0
Injazzat Real Estate Sukuk	クウェート	0.6

(出所) Zawya より野村資本市場研究所作成

ファイナンスを目的にスクークを発行することが予想される(図表 12)<sup>10</sup>。例えば 2012 年 5 月に償還を迎えるスクークを発行したエミレーツ・イスラム銀行はすでに 2012 年 1 月に 5 億ドルのスクークを発行している。

一方で、GCC のスクーク市場にはまだ課題が多くある。例えば、GCC 加盟 6 カ国のスクーク市場は、地域として発展している状況とは言えず、実際、各国の発行額には大きな差がある。UAE やサウジアラビアではソブリン・スクークを発行しているが、オマーンではスクーク発行を促進する規制が国内にまだなく、クウェートも、オフショアでのスクークしか発行されていない。

したがって、石油依存の経済から多様化をはかりたい各国が、金融セクターを重要分野としてとらえ、ソブリン・スクークの発行や市場整備策を打ち出す可能性が高い。すでに、オマーン資本市場庁は現在、国内でのスクークの発行に関する規制策定に着手している。今後は、イスラム金融市場整備が相対的に遅れている国が GCC のスクーク市場拡大を牽引していくだろう。

<sup>10</sup> 2012 年には、GCC 諸国で発行された 100 億ドル相当のスクークが償還を迎える予定である。USD20bn sukuk in January, restructuring debt driver in 2012, Zawya 参照。