

サウジアラビアが掲げる経済と資本市場の改革

ラクマン ベディ グンタ

■ 要 約 ■

1. サウジアラビア政府は 2016 年 4 月、2030 年までの経済改革計画「ビジョン 2030」を発表した。同計画の主な狙いは、原油安の長期化により悪化している財政状況の回復と、石油依存から脱却するための経済の多角化である。
2. 経済多角化の促進において特に重要な役割を担うとみられるのが SWF の公的投資基金（PIF）である。同ファンドは、これまで主に国内のプロジェクトに投資してきたが、今後は海外からの技術輸入を促進するために、海外投資比率を数年以内に大幅に引き上げる計画である。その一環として PIF は、ソフトバンクが新設した技術専用ファンドに今後 5 年間で最大 450 億ドルの出資を検討している。
3. また政府は、民営化を推進する計画であり、中でも企業価値が 2 兆米ドル以上あるとされる世界最大の石油会社サウジアラムコの IPO が注目される。同社の重複上場誘致に向けた各国証券取引所の競争が激化しており、日本取引所グループは、日本とサウジアラビアの間で取り交わされた「日・サウジ・ビジョン 2030」の下で、アラムコの東証への上場に向けた取組みを推進している。
4. サウジアラビア政府は、ビジョン 2030 の実現に向け、民間企業による事業活動の多様化と成長を金融面で支援することが不可欠であると認識し、資本市場の発展戦略を推進している。資本市場庁（CMA）が進める近年の主な改革として、①株式市場の海外投資家への開放、②政府による新興国市場で過去最大規模となる国債発行、③投資信託に関する規制改革、④上場 REIT に関する規制の導入、が注目されている。

I 経済改革計画「ビジョン 2030」の実現に向けた取組み

1. 「ビジョン 2030」と注目を集めるアラムコの IPO

サウジアラビア政府は 2016 年 4 月 25 日、経済開発評議会¹が作成した 2030 年までの経済改革計画「ビジョン 2030」を発表した²。同計画の主な狙いとして、原油安の長期化により悪化している財政状況の回復及び経済の多角化に向けて、石油依存からの脱却が挙げられている。

ビジョン 2030 では、①活気ある社会、②盛況な経済、③野心的な国家、の 3 本の柱が掲げられており、それぞれに関する 2030 年までの達成目標が具体的な数値で示されている（図表 1）。政府は、経済の多角化と成長に向けた手段として、①国営石油会社サウジ

図表 1 ビジョン 2030 における 2030 年までの達成目標

活気ある社会	確立された価値	<ul style="list-style-type: none"> 世界各国からのウムラ巡礼受入許容者数を年間800万人から3,000万人に増加 ユネスコの世界遺産登録数を2倍以上にする ※2017年4月時点で4件
	生活の充足	<ul style="list-style-type: none"> 3都市を世界100都市の住みやすい都市ランキング上位にランクイン 文化・娯楽活動への支出を総家計支出の2.9%から6%に引き上げ 週に1回以上運動する国民の割合を13%から40%に引き上げ
	強固な基盤	<ul style="list-style-type: none"> 社会関係資本指数 (SCI) において26位から10位に 平均寿命を74歳から80歳に
盛況な経済	豊富な機会	<ul style="list-style-type: none"> 失業率を11.6%から7%に引き下げ GDPに占める中小企業の貢献割合を20%から35%に引き上げ 労働力に占める女性の割合を22%から30%に引き上げ
	長期目線での投資	<ul style="list-style-type: none"> 経済規模を世界第19位から世界第15位に拡大 石油・ガス部門における地方化の割合を40%から75%に引き上げ 公的投資基金 (PIF) の資産を6,000億リヤルから7兆リヤルに増加
	ビジネス環境の向上	<ul style="list-style-type: none"> 国際競争力指数 (GCI) において25位から10位に GDPに占める海外直接投資の割合を3.8%から5.7%に引き上げ GDPに占める民間部門の貢献割合を40%から65%に引き上げ
	地理的優位性の活用	<ul style="list-style-type: none"> 物流効率指数 (LPI) において49位から25位に引き上げ、地域のリーダー的存在としてビジネスを牽引 石油を除いたGDPにおける非石油製品の輸出割合を16%から50%に引き上げ
野心的な国家	効果的なガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> 非石油政府収入を1,630億リヤルから1兆リヤルに増加 世界ガバナンス指標 (WGI) において80位から20位に 電子政府開発指数 (EGDI) において、36位から上位5か国に
	責任ある国民	<ul style="list-style-type: none"> 家計収入に占める貯蓄率を6%から10%に引き上げ GDPに占める非営利部門の貢献割合を1%未満から5%に引き上げ 年間100万人のボランティアを非営利部門に従事 (現在11,000人)

(出所) ビジョン 2030 計画書、ユネスコより野村資本市場研究所作成

¹ ムハンマド・ビン・サルマン副皇太子が議長を務める経済改革に向けた戦略プログラムの企画・導入を推進する評議会。

² その後、政府は 2016 年 6 月 6 日、ビジョン 2030 の目標達成に向けて、2020 年までに達成すべき戦略的な目標を設定する「国家変革計画 2020 (National Transformation Program 2020)」を発表した。同計画書では、主な目標として、2020 年までに、①民間部門において 45 万人分の雇用機会を創出、②計画の履行に必要な資金の 40%を民間部門から調達、③輸入を減らし国内で 2,700 億リヤル分の産業を育成する、等が掲げられている。具体的には、省庁を含む 24 の政府機関において計 178 件の戦略目標が設定されており、それぞれの戦略目標には達成度を測定するための指標と 2020 年までの数値目標が設けられている。これを推進するに当たり、透明性の確保、組織化、政府機関間の協調・調整を進めていくことの重要性等が強調されている。

アラムコ（以下、アラムコとする）の新規株式公開（IPO）、②民営化の促進による財政基盤等の強化と調達資金の再投資、③政府系ファンド（SWF）である公的投資基金（Public Investment Fund、PIF）の運用資産残高（AUM）を世界最大規模にすること、④中小企業の資金アクセスの向上と国内総生産（GDP）に占める割合の拡大、⑤デジタルインフラの整備、⑥金融・資本市場の発展と新たな投資機会の創出、等を挙げている。

中でも、世界中の投資家に注目されているのは、2018年に計画されている世界最大の石油会社アラムコのIPOである。政府は同社の企業価値が2兆米ドル以上であると想定しており、発行済み株式の5%未満を上場させる計画であるが、仮に同割合が1%であったとしても史上最大のIPOとなる。また政府は、アラムコの株式をサウジ証券取引所（以下、タダウルとする）に上場させることで、市場規模の急拡大と更なる資金流入を期待している。

アラムコのIPO計画については、投資家のみならず、証券取引所や国際的な金融センターを有する国の政府高官まで高い関心を示している。最近では特にシンガポール取引所（SGX）、ロンドン取引所（LSE）、ニューヨーク証券取引所（NYSE）、東京証券取引所（東証）等の証券取引所によるアラムコの重複上場誘致に向けた争いが注目される。シンガポールは、シンガポール政府投資公社を中核投資家にするほか、将来の投資に関するサウジアラビア政府との協力を含む複数の提案を検討中である。SGXはアラムコの重複上場を誘致するに当たり、世界上位30社の石油・ガス企業がシンガポールを本拠地としており、シンガポールは世界でも有数の石油取引ハブとして台頭しつつあることを強調している。またSGXのロー・ブーンチャイCEOは2016年後半、同取引所の経営陣とともにサウジアラビアを訪問し、同取引所への上場を売り込んだ³。英国のメイ首相とLSEのザビエル・ロレットCEOは2017年4月、サウジアラビアを訪問し、PIFによる英国への投資を呼び掛けるとともに、アラムコの上場先としてLSEを売り込んだ。NYSEの経営陣もアラムコとの対話を進めており、アラムコIPOのような大規模な海外上場が成功するに当たり、相応しいグローバルな投資家層、経験及び流動性を有することから有利な上場先である点を売り込んでいる⁴。他方で、日本取引所グループ（JPX）は、アラムコの東証への上場誘致に力を入れている。東証の宮原社長は2017年4月、アラムコ幹部とサウジアラビアで会談し、東証上場の魅力を売り込んだ⁵。JPXは他にも、アラムコとの間で同取引所での上場に向けた共同研究会の設置を計画している。

なおサウジアラビア政府は、アラムコ以外にも、保有している大手企業、土地、その他資産の民営化の準備を進めている。HSBCは、政府がビジョン2030を実現するために、今後鉱業、医療、エネルギー等の各セクターから合計で国営企業100社程度をタダウルに新規上場させると予測している⁶。

³ “Singapore Said to Plan Slew of Incentives to Lure Aramco Listing,” *Bloomberg*, 6 February 2017.

⁴ “New York and London battle for Saudi Aramco IPO,” *Financial Times*, 9 March 2017.

⁵ 日本経済新聞「サウジアラムコ IPO 東証、社長自ら誘致訴え 現地で幹部と会談」2017年4月21日

⁶ “HSBC predicts 100 Saudi Arabian listings in privatisation drive,” *Reuters*, 17 April 2017.

2. 経済多角化に向けて投資を担う PIF

民営化の推進により調達された資金をどのように再投資するかが、サウジアラビアの経済多角化戦略の実現に向けた鍵を握る。ここで特に重要な役割を担うとみられるのが PIF である。PIF は、国内の技術革新や産業の多角化を支援する目的で 1971 年に設立されたファンドであり、これまでは主に国内のプロジェクトに投資してきた。しかし PIF は、民間部門と競合する存在ではなく、資本集約を必要とする戦略的部門を支援する役割を担っている。これにより政府は、新たな経済部門の発展や資金力のある企業の設立支援等の様々なメリットを生み出す支援をすることができる。なお、ムハンマド・ビン・サルマン副皇太子は今後、特に技術部門における PIF の投資規模を拡大させてデジタル経済を確立する戦略を打ち出している。

そのため、PIF は海外からの技術輸入の促進を目的として、海外投資比率を現在の 5% から 2020 年までに 50% へと大幅に引き上げ、未上場を含むハイテク企業に投資する方針を打ち出している。政府は、海外の大手企業や最先端技術への投資を通じて国家の投資能力を高めることを目指している。投資は既に開始されており、例えば 2016 年 6 月に配車アプリを運営する米ウーバー・テクノロジーズ社に 35 億米ドルを投資した。その背景として、サウジアラビアでは宗教慣習上の理由で女性が車を運転することが禁じられる中、政府は労働力に占める女性の割合を引き上げる方針であり、社会進出する女性が通勤で利用する際の配車サービスへの需要が今後大きくなることが考えられる。また同年 10 月には、ソフトバンクグループが設立する「ソフトバンク・ビジョン・ファンド (SoftBank Vision Fund)」に、PIF が今後 5 年間で最大 450 億ドルの出資を検討することが発表された⁷。同ファンドは、主に人工知能、ロボット、IoT (モノのインターネット) 等の先端技術を開発する各国企業に投資する予定である。政府は、アラムコの IPO 等により調達する資金を PIF に預けて、同ファンドの AUM を現在の約 1,600 億米ドルから長期的に 2 兆米ドルまで増加させる目標を掲げている。

3. 民間部門の強化と資本市場

民間部門の強化についてサウジアラビア政府は、投資や観光、製造業、物流等、経済の多角化を図るため、民間企業、特に中小企業の経済における役割の拡大を目指している。現在、GDP に占める民間部門の割合は 40% 以下に留まっている。政府は、民間部門の経済への貢献度を長期的に向上させるため、新たな投資機会の創出、投資の促進、イノベー

⁷ ソフトバンクグループ プレスリリース (2016 年 10 月 14 日) 参照。その後、ソフトバンクグループは、同ファンドの初回クロージングを完了し、PIF を含む複数の投資家から 930 億米ドルの出資コミットメントを取得したことを発表した。しかし、PIF の具体的な投資額については明らかにされていない。詳細については、同社プレスリリース (2017 年 5 月 20 日) 参照。PIF はその他にも 5 月、米ブラックスストーンとの間で、後者が新設するインフラ専用の投資ビークルに 200 億米ドルのアンカー投資を行うことに関する覚書に署名した。ブラックスストーン プレスリリース (2017 年 5 月 20 日) 参照。

ションと競争の奨励、民間部門の成長における障害の排除等、民間企業の成長を支援するエコシステム構築の必要性を認識している。

政府は各金融機関に対して貸付総額の最大 20%を中小企業向けに投融資するよう働き掛ける計画である。また、2015 年後半に設立された中小企業庁は、法規制の見直し、若年層や起業家によるアイデア・製品の市場化の推進支援等の施策の導入に着手すると同時に、スタートアップ企業の成長を支援するビジネスインキュベーター、専門研修施設、ベンチャーキャピタル基金の新設計画も進めている。

更に政府は、経済の競争力の強化や企業・投資家の誘致等に当たりデジタルインフラの整備が不可欠であると認識している。そのため、今後は民間部門と連携し、特に通信及び IT インフラの開発を推進する方針である。また、e コマースや域内外の利害関係者との連携等を通じて、中小企業の製品及びサービスの輸出等も支援する。

金融・資本市場の発展について、政府は銀行とその他金融機関に対して、大規模プロジェクトの資金調達から中小企業向けの短期運転資金まで、各経済部門の需要に応じた金融商品やサービス提供の支援を図ろうとしている。また、金融規制当局である資本市場庁（Capital Market Authority、CMA）は、新規上場手続きの簡素化等により株式市場の活性化を図るほか、資本市場の流動性を高め、債券市場の役割の強化やデリバティブ市場の発展等に向けた取組みを進めている（詳細は後述）。これらの CMA の取組みにより、アラムコの IPO や国営企業の民営化が、新たな投資家の呼び水となり流動性向上に繋がるとともに、民間企業による新規上場への関心を喚起することが見込まれている⁸。更に、PIF はアラムコの IPO で調達される資金の 50%以上を経済多角化の促進に向けて国内で投資する計画であり⁹、民間部門の成長を後押しする見通しである。

このように、サウジアラビアの経済・産業の多角化には、資本調達の多様化が必要であり、とりわけ資本市場の整備・拡大が、リスクマネーの供給と還元のサイクルを形成する上で不可欠となりつつあると言えよう。

II 資本市場の発展に向けた取組み

1. 資本市場庁の資本市場成長戦略

CMA は、2015 年に発表した 2015～2019 年の金融・資本市場成長戦略（中期戦略プラン）に立脚して、政府が掲げている経済改革政策の実現を支援している¹⁰。同戦略では、①資本市場の成長促進、②投資家保護の強化、③規制環境の改善、④CMA 業務の効率化、の 4 本の柱が掲げられ、それぞれの目標達成に向けた取組項目が示されている（図表 2）。

⁸ “Sovereign Sukuk and Aramco Issuance: A new benchmark for the Saudi Market,” *IFN*, May 2017. “Fitch: Saudi issue step towards GCC corporate bond market,” *Arab Finance*, 2 November 2016.

⁹ “Transformative changes in Saudi Arabia are opening up new opportunities in several industries,” *Lexology*, 19 May 2017.

¹⁰ “CMA prepares program to achieve Saudi Vision 2030,” *Saudi Gazette*, 3 October 2016.

図表 2 CMA の中期戦略プラン（2015～2019 年）における主な目的



(出所) CMA 中期戦略プラン（2015～2019 年）より野村資本市場研究所作成

CMA は 2019 年までの主な目的として、投資環境の整備及び投資家保護の強化を推進するに当たり、資本市場における公平、効率性及び透明性を向上し、投資家から高く信頼される先駆的な資本市場に発展させることを掲げている。

また CMA は、中期戦略プランの目的達成を通じてビジョン 2030 の実現に貢献する方針であり、既に機関投資家数の増加、規制環境の整備、新たな金融商品の導入等に関する取組みを開始している。

2. 資本市場における近年の主な動向

資本市場における近年の主な動向として次の 4 点が挙げられる。第一にタダウルの海外投資家への開放¹¹、第二に政府による大規模の国債発行¹²、第三に投資信託（投信）に関する規制の改革（New Fund Regulation）、第四に上場 REIT に関する規制の導入、が注目

¹¹ “Saudi Arabia Opens Market to Foreign Investment,” *Bloomberg*, 16 June 2015.

¹² “Saudi Arabia Raises \$17.5 Billion in Record Sovereign Bond Sale,” *Bloomberg*, 19 October 2016.

される。

一点目について、CMAは2015年6月、タダウルを海外投資家に開放し、海外の直接的な投資の受入れを開始した¹³。タダウルは、中東最大規模の株式市場であり、海外からの投資が認められない数少ない主要市場の一つであったことから、以前から海外投資家への開放が期待されていた。但し、市場は開放されたものの、全ての投資家が投資可能となったわけではなく、当初は投資が認められる投資家は運用資産残高が187.5億リヤル（50億米ドル）以上で、5年以上の投資実績がある適格外国投資家（Qualified Foreign Financial Institutions、QFI）¹⁴に限られていた。またQFIは、株式のみへの投資が認められ、QFI及びその関連会社につき1銘柄当たりの出資比率上限は発行済み株式の5%以下、全QFIで1銘柄当たり発行済み株式の計20%以下に制限された。その他、①全QFIの保有株式総額はタダウルの時価総額の10%以下であること、②QFIとサウジアラビア国籍以外の湾岸諸国（GCC）の投資家を含む国内外の全海外投資家による1銘柄当たりの出資比率は49%以下であること、が定められた。

当時、株式市場が海外投資家に開放されたことを受けて、投資家心理は大幅に改善し、2014年以降見られていた資金流出は2015年に大規模な流入に転換すると期待されていた。しかし、原油価格の下落、地政学的リスク、出資比率の制限等を要因として、QFIによるタダウルへの投資意欲が当初の期待を下回った。同取引所の時価総額は2014年の前年比2.4%減に続き、2015年に同17%減少した。

その後、CMAは2016年9月、海外投資家の誘致促進を目的として、QFIの条件及び上場企業における海外投資家の出資比率上限を緩和した¹⁵。規制緩和の背景には、2018年に予定しているアラムコの上場に向けた準備がある。新規制の下では、海外の政府系ファンド、大学の基金（endowment fund）等による投資も認められるようになり、QFIに求められる最低運用資産残高は現在の187.5億リヤルから37.5億リヤルへと大幅に引き下げられた。また、QFI及びその関連会社につき1銘柄当たりの出資比率上限は発行済み株式の5%から10%以下へ、全QFIで1銘柄当たりの出資比率上限は同20%から49%以下へと引き上げられ、タダウルの時価総額に対する全QFIの保有株式総額制限（10%）が解除された。更に、株式に加え債券、ETF、投信等、タダウルに上場しているあらゆる金融商品への投資がQFIに対して認められるようになった¹⁶。2016年には投資家の投資意欲に回復がみられ、タダウルの時価総額は前年末比6.25%増加した。

更にタダウルでは2017年4月、より多くのQFI誘致を目的として、有価証券の貸借及び上場株の空売りが認可された。有価証券の貸借と株式の空売りが認められるのはGCCにおいて初めての事例である。以上のような規制緩和により、より多くのQFIが株式市場への投資を開始すると見られ、コンベンショナルな投資家と比較して未だに規模が小さいイスラム機関投資家による参入が加速すると期待される。なお、2017年4月時点で、

¹³ 同市場はこれまで国内及びその他GCC諸国の投資家にしか開放されていなかった。

¹⁴ 銀行、証券会社、ファンド運用会社、保険会社等。投資にはCMAから適格投資家の認定を受ける必要がある。

¹⁵ CMAプレスリリース（2016年8月10日）参照。

¹⁶ CMAプレスリリース（2016年6月22日）参照。

タダウルに 56 社の QFI が登録されている。

二点目について、政府は 2016 年 10 月、新興国市場で過去最大規模となる 175 億米ドルのコンベンショナルな国債を発行した¹⁷。起債の主な狙いは、構造的な財政赤字への対応及び成長分野への投資資金の確保であった。同案件は同国における初めての米ドル建て国債の起債となり、世界中の投資家に注目され、結果として募集額を大きく上回る計 640 億米ドルの応募を集めた。この背景として、世界的な超低金利環境が挙げられる。また投資家が、サウジアラビアが原油安に耐え、長期的に原油依存度を低下させることが可能との見方を採用し始めたことも一因として考えられる。政府はコンベンショナルな国債に続き、2017 年 4 月に年限 5 年と 10 年の計 80 億米ドルの世界最大規模のソブリン・スクークを発行した。同案件に対しても、イスラム投資家を含むグローバル投資家からの関心は高く、計 330 億米ドルの応募があった¹⁸。更に同月、アラムコもスクークの発行により 30 億米ドル相当の資金を調達した。

三点目について、CMA は 2016 年 11 月、投信に関する規制枠組みの改善を図る新たな規制 (New Funds Regulations) を導入した。同規制の導入により、私募及び公募ファンド¹⁹の設立、管理業務、カストディ (保管)、海外ファンドを含めた投信販売、ファンドの統合、情報開示等に関する規制が整備された²⁰。これらの規制の明確化により、投資銀行や資産運用会社による商品開発を促進し、投資家にとってより幅広い商品へのアクセスにつながると期待されている。

四点目について、CMA は 2016 年 10 月、海外投資家による不動産投資の促進を目的として、REIT の上場を可能とする新たな規制 (REIT Regulations) を導入した。原則として QFI 等に代表される海外投資家は株式市場への投資から得た利益を自国に還流する際に 5% の源泉徴収税が適用されるが²¹、新 REIT 規制の下では REIT への投資から得られた利益を還流する際の源泉徴収税は免除される。これを受けて、2016 年 11 月に国内初となるリヤド REIT (シャリーア適格) がタダウルに上場した²²。タダウルは、今後上場 REIT の銘柄数を増加させる方針を示しており、数か月以内に数本の REIT を上場させる計画を打ち出している²³。

以上のように、CMA が投資環境の整備及び投資家誘致に向けた規制改正を推進する中、政府、政府系機関、民間企業による債券発行や新規上場、ファンド組成等の取組みは、今後の資本市場の活性化につながると期待される。

¹⁷ 内訳は、55 億米ドル (5 年)、55 億米ドル (10 年)、65 億米ドル (30 年) の 3 トランシェで、プライシングは 5 年債が米国債 +135bps、10 年債が同 +165bps、30 年債が同 +210bps となっていた。

¹⁸ “Saudi Arabia sets size of debut dollar sukuk at \$8 bln - sources,” *Reuters*, 12 April 2017.

¹⁹ 但し REIT は別途導入された REIT 規制の対象となり、新たな規制 (New Funds Regulations) の対象外である。

²⁰ CMA プレスリリース (2016 年 6 月 8 日) 参照。 “Saudi CMA approves amended Investment Funds Regulations,” *Saudi Gazette*, 9 June 2016.

²¹ Jadwa Investment, “Real Estate Investment Traded Funds (REITs),” December 2016.

²² “Saudi Stock Exchange lists REIT units of Riyadh Capital,” *Saudi Gazette*, 14 November 2016.

²³ “Riyadh REIT, First Real Estate Investment Traded Fund in the Saudi Capital Market,” *Asharq Al-Awsat*, 14 November 2016.

Ⅲ サウジアラビアによるアジア諸国との関係強化の取組み

1. 直近のサルマン国王によるアジア諸国歴訪

サウジアラビアのサルマン国王は、2017年2月25日～3月18日にアジア諸国を歴訪した。2月26日～3月1日にはマレーシア、3月1日～4日にはインドネシア、4日にはブルネイを訪問し、4日～12日にインドネシアのバリ島で休暇を過ごし、3月12日～15日には日本（詳細は後述）、15日～18日には中国をそれぞれ訪問した。

各国では特に石油分野における合意案件が注目された。マレーシアでは、アラムコは国営石油会社ペトロナスとの間で、ペトロナスが開発を進めている石油精製・石油化学総合開発コンプレックスにおいて製油所を設置するため、70億米ドルを投資することで合意した。これは同プロジェクト（総規模270億米ドル）に対する最大の投資となると同時に、サウジアラビアによる国外の下流部門における過去最大の投資である²⁴。

インドネシアでは、サウジアラビアが経済開発を支援する目的で10億米ドルを融資するほか、アラムコとインドネシアの国営石油会社プルタミナとの間で2016年12月に合意されたジャワ島のチラチャプでの製油所共同開発に対する60億米ドルの投資について進めていくことを再確認した²⁵。

ブルネイでは、経済発展、防衛、文化、スポーツ、教育、観光等の各分野を含む両国間の共同投資に関する包括的な協力覚書が交換された。

そして中国では、アラムコは中国北方工業公司（Norinco）との間で、製油所・石油化学プラントの建設について、サウジ基礎産業公社（SABIC）と中国石油化工集团公司（Sinopec）が共同の石油化学プロジェクトの実施について合意する等、計650億米ドル規模の合意書が交わされた²⁶。

国王のアジア諸国歴訪は、貿易面で欧米を抜いて主要な貿易相手であるアジア諸国との関係を強化・拡大とともに、アジアにおける石油市場シェアの確保が狙いであったと考えられる。特にビジョン2030の開始を踏まえて、日本と中国をはじめとするアジア諸国からの投資や技術協力を受けることが期待されていると思われる。更に政治面では、スンニ派の大国サウジアラビアのアジアにおけるスンニ派の主要イスラム教国であるマレーシア、インドネシア、ブルネイとの関係強化の取組みは、シーア派国家のイランのイスラム圏における影響力の高まりへの対策の一環であるとの見方もある²⁷。

²⁴ “Saudi Aramco to Invest \$7 Billion in Malaysian Oil Refining Hub,” *Bloomberg*, 27 February 2017.

²⁵ “Saudi Arabia Announces Indonesia Investments as King Visits,” *VOA*, 1 March 2017. “Saudi Aramco to buy \$7 billion stake in Petronas’ RAPID refinery project,” *Reuters*, 28 February 2017.

²⁶ “China, Saudi Arabia eye \$65 billion in deals as king visits,” *Reuters*, 16 March 2017.

²⁷ “Why King Salman Went to Asia,” *Foreign Affairs*, 6 March 2017.

2. 国王の訪日及び「日・サウジ・ビジョン 2030」の策定

3月12日～15日に来日したサルマン国王だが、サウジアラビア国王の訪日は46年振りであった²⁸。同国王は13日、安倍首相と首脳会談を行い、ビジョン2030に対する日本との協力の方向性及び具体的なプロジェクトをまとめた「日・サウジ・ビジョン2030」に合意した²⁹。同ビジョンの下では、脱石油依存と雇用創出に向けてサウジアラビアが推進するビジョン2030とGDP600兆円の達成に向けて日本が推進する成長戦略とのシナジー効果が期待されている。

両国は共同ビジョンの推進に当たり、41省庁・機関が協力する具体的連携の重点分野として、①競争力ある産業、②エネルギー、③エンターテインメント・メディア、④健康・医療、⑤農業・食料、⑥質の高いインフラ、⑦中小企業・能力開発、⑧文化・スポーツ・教育、⑨投資・ファイナンス、の9分野を設定した。また、規制の見直しやインセンティブ等のビジネス促進に向けた取組みの強化についても連携する。具体的には、31件の先行プロジェクトを選定し、実施する計画である(図表3)。更に、同計画の実施体制を強化

図表3 日・サウジ・ビジョン2030の主な先行プロジェクト

分野	プロジェクト	上段:日本側		内容	分野	プロジェクト	上段:日本側		内容
		下段:サウジ側					下段:サウジ側		
競争力のある産業	第四次産業革命の市場調査	経産省	キング・アブドゥルアジズ科学技術都市(KACST)	共同投資によりシナジー効果が期待できる領域の特定に向けた共同調査	エネルギー	アラムコのIPOに関する協力	経産省、東証 アラムコ	アラムコの東証での上場に向けた共同研究会の設置を見据えた協力	
	越境ECプラットフォーム構築に向けた協力	日本郵便	サウジポスト	日本郵便提案の越境ECプラットフォームの構築に向けた現地企業やサウジポストとの協力		再生可能エネルギーの促進	経産省 エネルギー産業鉱物資源省	再生可能エネルギー分野での企業間の情報共有等の促進支援	
	製造業国内サプライチェーン形成	経産省 エネルギー産業鉱物資源省		サウジでの製造業サプライチェーン構築支援。在原発作所及び東邦チタニウムが現地新工場を設立予定		発電に関する協力	日立 ナショナルグリッド	サウジ国内変電所機器に関する電力インフラの開発における技術協力	
質の高いインフラ	海水淡水化、再生水に関する協力	経産省 環境・水資源・農業省		日本の技術を活用した海水淡水化及び再生水に関する実証プロジェクトの実施に向けた協力	中小企業・能力開発	中小企業政策の実施、キャンビリティビルディングに関する協力	経産省 中小企業庁	中小企業政策の実施に関するベストプラクティスの共有のためのプラットフォーム構築等に関する協力	
	住宅分野での協力	凸版印刷 住宅省		バーチャルリアリティ(VR)技術を活用した住宅建設に関するカスタマーサービスの開発に関する協力		ビジネスマッチング	中小企業庁 中小企業庁	両国の中小企業同士のビジネスマッチングを支援する	
	メガ田実証プロジェクト	NEDO SWCC(海水淡水化公社)		省エネ・低コスト海水淡水化の実証プロジェクトの実証事業の早期開始に向けた協力		国家開発に関する協力	JICA サウジ開発基金	サウジ開発基金スタッフのキャンビリティビルディングも含めた国家開発に関する教育を実施	
文化・スポーツ・教育	文化遺産・観光に関する協力	外務省 文化遺産観光庁		文化遺産・観光に関する協力。JICAが博物館経営や観光促進に関するトレーニングプログラムを提供予定	医療・保健	医療・保健分野での協力	厚労省 保健省	医療研修及び研究分野の協力、医療分野における専門家との交流を通じた協力、並びに医療・保健分野における経験の交換を通じた協力	
	教育の促進に関する協力	文部科学省、JICA 教育省		教育に関する専門家派遣等を通じた協力		ビジネス環境の向上に向けた協力	経産省 経済企画省	日本側からのビジネス環境改善提案を踏まえ、経済特区を含む事業環境整備に向けた調査を開始	
投資・ファイナンス	証券市場高度化に係る協力	JPX タダウル		日・サウジ双方の資本市場の更なる発展に向けた両取引所間の協力	ビジネス促進措置	投資協定の発効	外務省 外務省	投資環境改善に向けた投資協定の発効	
				日・サウジ・ビジョン2030の実施体制強化		領域横断的課題に取り組むサブグループを新設。東京とリヤドにビジョンの実施拠点「日・サウジ・ビジョンオフィス」を新設。			

(出所) 経済産業省より野村資本市場研究所作成

²⁸ 前回のサウジアラビア国王の訪日は、1971年に初めてファイサル国王が訪問した時であった。

²⁹ 合意の経緯として、2016年9月にムハンマド副皇太子と安倍首相との間で策定に合意し、政府間対話枠組みである「日・サウジ・ビジョン2030共同グループ」の立ち上げにより、二国間協力の基本的な方向性及び具体的なプロジェクトが企画された。同年10月には、第1回の日・サウジ・ビジョン2030共同グループの第1回閣僚級会合が開催され、今後の協力を包括的に進める体制が整った。経済産業省「『日・サウジ・ビジョン2030』を策定しました(2017年3月13日)」参照。

するため、規制等の横断的課題に取り組むサブグループを新設することが決定した。同グループは、サウジアラビアでの経済特区の設置、投資協定の発効、ビザ発給の円滑化等を推進することにより、二国間の包括的かつ戦略的な関係を発展していくことを目的とする。

2017年3月14日には、日・サウジ・ビジョン 2030 共同グループの第2回閣僚会合が開催された³⁰。同会合では、日・サウジ・ビジョン 2030 を進展させるための討議が行われ、政府間協力に係る覚書の交換式が実施された。また、同会合に併せて日・サウジ・ビジョン 2030 ビジネスフォーラムも開催され、民間企業・機関間での協力文書の交換式も行われた。投資促進分野においては、日本の3メガバンク³¹がそれぞれ、サウジアラビアにおける投資促進に向けた方針策定や投資環境の整備、投資許認可等の業務を担うサウジアラビア総合投資院との間で、業務協力に関する覚書に署名した。また、JPX とタダウルとの間で証券市場の高度化に向けた協力覚書が交わされたほか、製造業、エネルギー、インフラ分野においても様々な覚書が交換された（図表4）。

国王の訪日は、単に二国間の友好関係を強化するだけではなく、ビジョン 2030 という明確な議題の下で行われた実務的な側面のある訪問であった。今回の訪日で日・サウジ・ビジョン 2030 が発表されたことは、日本がサウジアラビアの経済改革に貢献していく意思を明らかにしたこととなり、サウジアラビア政府にとっては歓迎される動きであったと思われる。2016年9月のムハンマド副皇太子の訪日から約6か月でこのような協力枠組みが作成されたことは両国のコミットメントを示すものと言えよう。

図表4 日・サウジ・ビジョン 2030 ビジネスフォーラムで交わされた覚書の事例

日本側	サウジ側	内容
三菱東京UFJ銀行	サウジアラビア総合投資院(SAGIA)	投資促進に関する協力
三井住友銀行	SAGIA	
みずほ銀行	SAGIA	
みずほ銀行	サウジアラビア国営住宅公社	サウジアラビア国営住宅公社との業務協力
JPX	タダウル	証券市場高度化に係る協力
トヨタ自動車	国家産業クラスター開発計画庁	完成車・部品現地生産事業の検討に関する共同調査
出光興産	アラムコ	企業間協力
横河電機	アラムコ	石油ガス分野における測定・制御に係る協力
JXエネルギー	アラムコ	エネルギー事業機会に関する共同検討
伊藤忠丸紅鉄鋼	アラムコ	製造業とサプライチェーンの統合に係る協力
凸版印刷	サウジアラビア国営住宅公社	都市基盤整備及び住宅建設に関する事業の検討開始

(出所) 経済産業省より野村資本市場研究所作成

³⁰ 経済産業省「第2回『日・サウジ・ビジョン 2030 共同グループ』を開催しました」（2017年3月14日）」参照。

³¹ みずほ銀行の2017年3月15日のプレスリリースによると、同行はサウジアラビアに拠点を持つ唯一の邦銀である。また、同日の三菱東京UFJ銀行のプレスリリースによると、同行は2017年1月にCMAからの準備認可を取得し、邦銀として初めてサウジアラビアに支店を設立する計画である。

IV 今後の展望と課題

前述の通り、サウジアラビア政府は、掲げているビジョン 2030 の実現に当たり、資本市場の活性化が不可欠であると認識している。そのため CMA は、同ビジョンに沿った資本市場の発展戦略を推進しており、既に様々な規制改革を実行している。

株式市場については、2017 年 2 月時点でのタダウルにおける海外投資家の株式保有比率は市場全体の 4%に留まっており³²、同市場を活性化するための課題として海外投資家の参加促進が挙げられている。これまで海外投資家からの投資が緩やかであった要因として、投資が認められている投資家が未だに限られていることや出資比率の制限等の点が指摘されてきた。

債券市場の発展については、社債市場の緩やかな成長要因の一つに、国債発行の欠如によるイールドカーブのベンチマーク構築が遅れていることが挙げられてきた。しかし、政府は、原油価格の下落を背景として赤字予算が継続している 2017 年に国内で 700 億リヤル（187 億米ドル）の国債を発行する計画であり³³、加えてアラムコ等の国営企業の社債発行も期待されている。政府及び国営企業の継続的な債券発行が続けば、民間企業による社債発行の際に参考となるイールドカーブのベンチマーク構築が可能となる³⁴。

更に、サウジアラビアで伝統的には企業の資金ニーズに対応してきたのは銀行であるが、銀行が重要な資金調達源とする政府預金は赤字予算を受けて、2015 年から 2016 年にかけて 11.6%減少した³⁵。この状態が続けば、今後企業の銀行からの調達コストの上昇につながり、企業にとって資金調達源の多様化は重要な課題となる。

投資家はサウジアラビアの国債発行、アラムコの IPO 計画やスクーク発行に高い関心を示しており、今後の国営企業の民営化の加速等も有利な投資機会を逃したくない投資家の誘致を促進すると期待できる。一方、これまでの取組みは主に政府側の資金調達支援に集中しているように見える。今後の CMA の規制改正や投資家誘致戦略が注目される中、経済の中長期的な多角化に不可欠な民間企業による事業活動の多様化と成長を金融面で支援する資本市場の整備、また投資環境の構築がビジョン 2030 を実現するための鍵を握ると言えよう。

³² “Saudi Arabia Is Seeking Ways to Boost 4% Foreign Stock Ownership,” *Bloomberg*, 26 February 2017.

³³ “Record Saudi Bond Sale Was a Start. Here Is What’s Next,” *Bloomberg*, 23 December 2016.

³⁴ “Sovereign Sukuk and Aramco Issuance: A new benchmark for the Saudi Market,” *IFN*, May 2017. “Fitch: Saudi issue step towards GCC corporate bond market,” *Arab Finance*, 2 November 2016.

³⁵ “GCC bank ratings at risk as governments pull deposits,” *The National*, 22 February 2016.