

首長国は国か

—— UAE経済の隠れた分析軸 ——

吉田 悦章

国際協力銀行
前 外国審査部 第3ユニット長
(現 人事室付参事役)



「UAE」という国名に潜む難題

中東湾岸諸国のひとつである「アラブ首長国連邦」は、その名のとおり連邦国家である。英語で“emirate”と呼ばれる首長国が7つ集まり“United Arab Emirates (UAE)”という名の国家となっている（アラビア語の「アミール」や英語のemirは「首長」を意味する）。首都として機能するアブダビや、観光地・金融センターなどとして名高いドバイなどは広く知られた存在だろう。加えて、シャルジャ、ラス・アル・ハイマ、アジュマン、フジャイラ、ウンム・アル・カイワインの5つ（これらは「北部首長国」と呼ばれることもある）を含めた7首長国で連邦が構成されている（なお、各首長国のカタカナ表記は「日本アラブ首長国連邦協会」のウェブサイトに掲げている）。

最近では、融資案件におけるリスク依拠先の多様化が進むなか、地方公共団体の信用力をみる機会も増えている。そのうえで、UAEを構成する首長国は、一見すると地方公共団体とみることができるのだが、最近の調査業務を通じて興味深い論点に接したので、以下ではそれを論じてみたい。

首長国は「国」なのか

一般に、銀行の審査部門にとって、融資した対象がどのような属性を有するのかは、審査作業に着手するうえできわめて重要な論点である。国か企業かの区別は明確だが、国なのかそれ以外（地方公共団体など）なのかは、案外見分けがつきにくい場合がある。

通常、JBIC外国審査部の業務では、国レベルの政府の信用力（融資をした場合に借入主体が全額を期日どおりに返済する能力など）を評価する。銀行におけるいわゆる「審査」において企業の信用力を評価する場合には、財務諸表が重要なデータソースとなるが、国の信用力を数量的に判断するうえでは、財政状況や国際収支といった経済統計を中心に審査作業が行われる。

UAE経済の調査を実施する過程で驚いたのは、それを構成する各首長国の大手格付会社による信用格付けが、国（＝ソブリン）を分析する手法に基づいて付与されていた点である。具体的には、ソブリンとして付与する格付けのリストに、アブダビ、シャルジャ、ラス・アル・ハイマの各首長国が入っていたり、別の会社でもアブダビ、シャルジャの格付けをソブリンとして付与したりするケースがある。アブダビとラス・アル・ハイマをソブリンとして評価する先もあった。一方で、たとえばトルコのイスタンブール市や南アフリカのヨハネスブルク市のように、一般に地方公共団体と認識されやすい主体は、予想どおり、各格付会社がつま地方公共団体の格付方法に基づき格付けが付与されている。UAEを構成する首長国のみがソブリンの手法による格付として評価されているのである。

格付会社がUAEの首長国をソブリンの手法で格付けする理由は何であろうか。関係者へのヒアリングなどによれば、各首長国の独立性の高さが最も影響しているようである。UAEにおける連邦構成の形態は、各首長国の独立性を尊重する格好となっており、この結果として生じる財政の独立性が各首長国をソブリンとして評価する最大の理由とのことである。UAEの最高意思決定機関である「連邦最高評議会」は7人の首長により構成される点からも、国家行政における各首長国の独立性の尊重がうかがえるだろう。

独立性を認識できるひとつの背景として、各首長国がその名のとおり首長家により治められている点もあるだろう。日本の感覚とは大きく異なるかもしれないが、アラビア半島の諸国では首長家（きわめて大雑把に表現すれば、地域を治める部族の長とその家族）が国を治める慣行が支配的である。サウジアラビアはその名の通りサウード家、クウェートのサバーハ家、カタールのサーニー家などと同様に（厳密には、同じ中東湾岸諸国でもサウジアラビアやバーレーンは「王国（Kingdom）」でありその元首は「国王」であるが、ここでは地域を治める部族の長とその家族が国家を統治するという点で

実質的に同様の形態とみなす)、UAEを構成する各首長国には、下表のとおり首長家が存在する。

図表1 各首長国の首長家

アブダビ	ナヒヤーン家
ドバイ	マクトゥーム家
シャルジャ	カーシミー家
ラス・アル・ハイマ	カーシミー家
アジュマン	ヌアイミー家
フジャイラ	シャルキー家
ウンム・アル・カイワイン	ムアッラー家

なお、UAE建国、すなわち1971年の独立までの連邦形成過程の歴史においては、現在のバーレーンとカタールもアラブ首長国連邦への参画を検討していたという経緯がある。実際には、それぞれ同年8月と9月に単独で国家として独立したが、こうした文脈をみても、現在UAEを構成する各首長国が独立性という観点で国としての性格を帯びていることを感じとることができるだろう。

分析上の課題

一方で、格付け会社において、結論としては各首長国をソブリンの手法でみているものの、地方公共団体の手法で評価すべきとの意見も根強かったのではないかと想像される。やはり首長国をソブリンの手法で分析するうえでは、いくつかの重要な難点に直面するからである。

以下では、筆者が実際にシャルジャ首長国の経済を分析した際に感じた難点を整理してみたい。

第一に、上位政府の支援である。通常、地方公共団体の信用力分析においては、債務の支払が困難になった場合における、上位政府（国レベルなど）からの支援を考慮に入れる。そうした制度や実際の事例などを確認するのは、地方公共団体の信用力分析における基本事項といってもよい。しかし、ソブリンの分析手法においては、（外交関係や通貨同盟などにより、他国の信用力を考慮に入れるケースもないわけではないが）通常は当該国の政府のみが最終的な信用力の拠りどころとなる。シャルジャのケースでいえば、万が一債務返済が困難な状態に陥った場合、UAEの連邦政府（実質的に連邦政府を主導するアブダビ首長国政府の場合を含む）が財政支援に乗り出す可能性はかなり高いと考えられる。連邦政府として、その一部である首長国がデフォルトに陥るという事態は連邦にとって避けたいものであるほか、そうした実際の事例として、

2009年のドバイ・ショック時に連邦およびアブダビがドバイを救済したケースがあるからである。このように考えると、「シャルジャ首長国の信用力」を評価する際に、有事における上位政府の支援を考慮することには意義があり、決して不自然ではない。

第二に、対外部門取引の問題である。通常、国際金融の文脈でのソブリン信用力を評価するうえでは、外貨債務に対する返済能力をみるという定義に照らして、国家の外貨準備高やそれを左右する国際収支動向、また対外債務といった指標を丹念に分析する。ところが、首長国をソブリンの手法で分析する場合には、この重要な観点を把握することが困難になってしまう。「首長国の対外取引＝国内のほかの首長国との取引＋国外との取引」と分解すると、後者に関する貿易量や債務残高については把握できる場合も多い一方で、前者については、（自国通貨建が中心という別の論点もあるにせよ）とりわけ最近の状況の統計的な把握はきわめて困難だからである。一般に地方公共団体の信用力を評価するうえでは、ソブリンに比べ統計の入手に困難がある場合が多いが、当該地方公共団体以外の国内との貿易取引・債務残高のタイムリーかつ網羅的な把握はほぼ不可能だと考えてよいだろう。

実際の格付け会社の評価をみると、先の第一の難点（上位政府の支援の未考慮）については捨象（^{しやしょう}）しているようである。これはひとつの考え方ともいえるが、投資家などが実際に格付けを利用するうえでは、上位政府の支援がどの程度あるかという点を考慮することで、実際の（＝支援込みの場合の）信用力を評価することが可能となるだろう。先の第二の難点（対外部門取引の未考慮）については、国の対外取引をもって代用しているケースが多いように思われる。厳密には正確といえないが、とりわけUAEとシャルジャの場合には、国家レベルの対外取引・純資産が、上位政府による支援という経路を通じて、間接的に有効な指標となるとみることもできなくはない。

シャルジャ経済を見るうえでのそのほかの視点

地方公共団体の信用力を評価する際の一般論でもあるが、シャルジャ首長国の信用力を分析するうえでは、同首長国が国（UAE）の中でどのような位置づけとなっているのか、相対的な観点から観察する視点も重要である。

UAEを構成する首長国の経済規模の内訳をみると以下のとおりであり、アブダビが圧倒的な地位を占め

る一方、シャルジャの経済はUAE全体のおおむね5%程度の規模にとどまる。

図表2 各首長国の経済規模

	名目GDP		人口(外国人含む)	
	(10億Dh)	構成比%	(万人)	構成比%
アブダビ	952,676	64.9	291	35.7
ドバイ	370,359	25.2	270	33.1
シャルジャ	82,826	5.6	141	17.3
ラス・アル・ハイマ	27,001	1.8	35	4.3
アジュマン	17,221	1.2	50	6.1
フジャイラ	13,616	0.9	23	2.8
ウム・アル・カウイン	3,287	0.2	5	0.6
UAE全体	1,466,985	100.0	1,043	—

出所：UAE政府、JETRO、筆者

注：人口は全体と内訳とで出所が異なる。

先に、首長国の信用力をソプリンの手法で分析した際の難点として上位政府の支援の未考慮を指摘したが、たとえば信用力評価の対象がアブダビ首長国の場合には、経済的にもそして政治的にも、実質的に連邦政府と同様のものと評価できるので、この難点はあまり当てはまらない。一方、シャルジャのような小さな経済を対象とする場合には、明らかに上位政府への依存関係が生じ得るので、その点が重要となるのである。

類似の点でもうひとつ特筆すべきは、連邦財政と各首長国の財政面の関係である。連邦政府による2018年1月の付加価値税（VAT: Value-added Tax）導入までは、基本的に連邦から各首長国政府への財政移転はなかった。むしろ、外交や国防など、一部の連邦政府行政のために、基本的にはアブダビとドバイが連邦政府の予算を拠出するだけであり、それ以外の首長国は、そうした一部の連邦行政サービスを受益する以外は、ほぼ独立採算の財政運営となっているのである。こうした構造により、連邦政府の予算規模はきわめて小さい。公表統計が限られるなかで、国際通貨基金（IMF）のレポートに掲載された一部データを用いて推計すると、連邦政府の歳出はアブダビ首長国政府のそれに比して2割程度にすぎないことがわかる（連邦・各首長国の合算で1154億ドル。うちアブダビ792億ドル、ドバイ180億ドルで他首長国は未公表）。これをみても、アブダビ首長国の影響が大きいこと、そして各首長国の独立性が高いことがうかがえる。

もうひとつ、シャルジャ首長国の信用力を評価するうえで重要なのは、ドバイとの地理的・経済的近接性である。シャルジャはドバイに隣接していることから、いわゆるベッドタウンのように機能している。このため、たとえばドバイの不動産価格が下がればシャルジャのそれも強い相関で下がり、ドバイの企業部門が



著者撮影：ドバイ首長国の経済開発省。「Government of Dubai」というドバイ首長国政府のロゴが左上に見える

低調になれば、家賃の低さからシャルジャにオフィスを構える在ドバイ企業向けサービスを提供する企業（ビジネス・プロセス・アウトソーシングから清掃業まで）の景況も悪化するだろう。そうすると、ドバイ・ショックの再発はあるのか、といった点にも留意しなければならない。要するに、とりわけシャルジャのように小さな経済をみるうえでは、その信用力に大きな影響を及ぼす要因として国内のそのほかの地域の状況についても十分に考慮する必要があるということである。

終わりに

以上、シャルジャ首長国の紹介を交えつつ、その信用力評価における要点を一般論も交えながら論じた。UAEは、制度的にも経済的にも複雑な面を有しており、限られた紙幅で十分に論じきるのは容易ではないが、2020年のドバイ万博も含め一層の成長が期待されるなど魅力の多いUAE経済において、通常あまり論じられない側面を紹介することができたと思う。加えて、組成される金融案件の多様化・複雑化に伴い多様リスク評価が求められる昨今にあって、情報の制約も大きいなかでの筆者の刻苦精励も紹介した。とりわけ、独立性が高いと評した各首長国が主体となるプロジェクトが増えれば、それらが借入主体となることも増え、その信用力を評価する機会も増加しよう。その際に、本稿が案件組成の一助となることを祈念して筆を擱くこととしたい。

※著者略歴：ハーバード大学留学後、一橋大学商学部卒。京都大学博士（地域研究）。日本銀行を経て国際協力銀行へ。2008年より早稲田大学ファイナンス研究センター客員准教授などを兼務。京都大学大学院特任准教授。

