



Global Asset  
Management

# サウジアラビア：新たな世界？

RBC新興国株式チーム

2024年1月

「4日間の出張中にホテルや商店、企業訪問先で出会った全ての方が外国人との出合いを同様に歓迎し、積極的に受け入れてくれました。」

「女性が旅行することは許されるのか？」「アバヤを着用しなければならないのか？<sup>1)</sup> UAE、クウェート、バーレーン、カタール、オマーンを含む湾岸協力理事会（以下「GCC」）加盟国の中で最大の国であるサウジアラビアへの念願の訪問が叶いましたが、その際にはこのような疑問が浮かんできました。近年、サウジアラビアが変貌を遂げていることは知っていたものの、その確信を持たず、変化が実際に目に見えるものなのだろうかと考えていました。

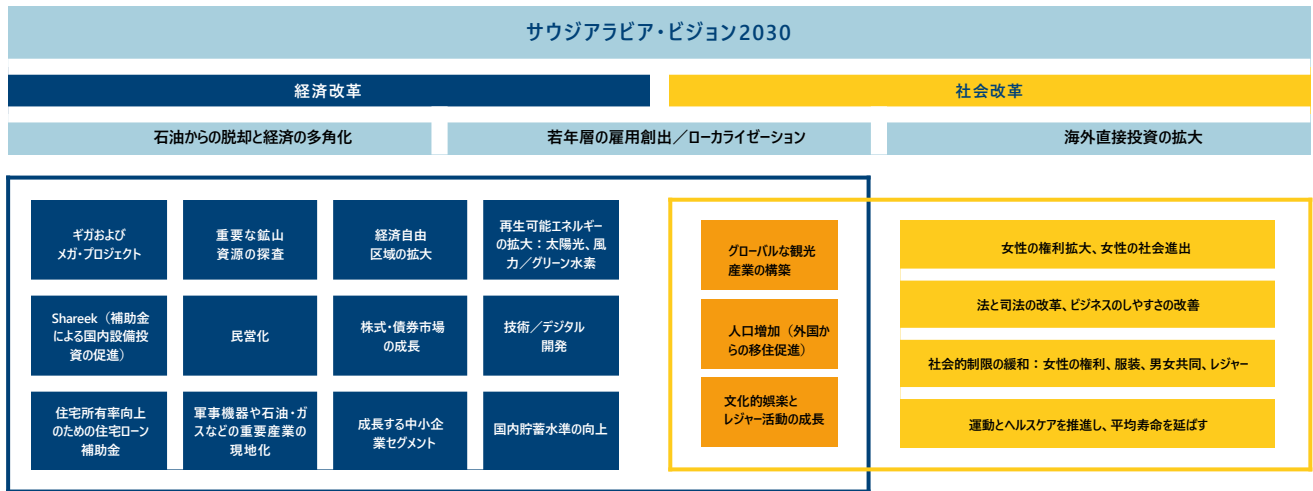
最初の接点は、首都リヤドの近代的で効率的な空港のフレンドリーな女性の国境管理官との面会でした。その国境管理官は顔を隠すこともなく、サウジアラビアの訪問が初めてだと知ると、温かく迎えてくれました。4日間の出張中にホテルや商店、企業訪問先で出会った全ての方が同様に歓迎してくれました。私は洋服を着ていたものの、多くの女性が色とりどりのローブを身にまとい、髪を隠しながらも顔を出していることに気付きました。



リヤド空港に到着

<sup>1)</sup>アバヤとは、中東の一部地域、特にサウジアラビアとアラビア湾岸地域で女性が着用する外衣。

図1：サウジアラビア・ビジョン2030



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ、2022年12月時点

実際、アバヤの義務化は1979年のことです。それ以前はサウジアラビアは穏健なイスラム政策に従っており、豊かになり都市化が進むにつれて、西洋諸国型の消費主義へと向かっていました。転機となったのは1979年のメッカのモスク占拠事件で、国の新しい方向性に不満を抱いた過激派グループが多くの巡礼者を殺害しました。支配者一族は、より厳格なイスラム法を実施し、宗教的教義により大きな力を与えて対処しました。

## 「経済改革については非石油輸出を大きく発展させることで、化石燃料から脱して経済の多角化を目指しています。」

変化はアブドゥルアジーズ前国王のもとで始まり、2017年にムハンマド・ビン・サルマン氏（以下「MBS」）が皇太子となり、父であるサルマン国王の後を実質的に継いでから変化が加速しています。MBSは現在、首相およびサウジ経済開発評議会の議長であり、ここ数年の国の変化の原動力となっています。

物議を醸す人物であるMBSは、一方では改革派と見られているものの、他方では権威主義的で抑圧的な政権運営をしていると非難されています。それに関わらず、MBSは「ビジョン2030」プランのもと、矢継ぎ早に改革に着手することができました（図1）。皇太子は、「国は以前の姿に戻りつつある。全ての宗教と世界に開かれた穏健なイスラムの国だ」と述べています<sup>2</sup>。

ビジョン2030プランには、経済と社会の両方の改革が含まれています。社会面では、既に多くの変化が起きており、女性の権利から運動や健康の促進まで、その範囲は広くに及んでいます。

2017年には映画の上映が解禁され、2018年にはMBSがアバヤの着用はもはや義務ではなく、女性は男性と同様に、きちんとした礼節をわきまえた服を着れば十分だと発表されました。2018年から女性の車の運転も許可されました。2019年からはレストランでの音楽演奏が可能になり、2021年からは親族の男性の許可を得なくても女性が一人で働き、生活し、旅行することが認められました。

経済改革に関しては、非石油輸出の開発、主要産業の現地化、GDPの35%を中小企業が占めるようにすること、娯楽活動や観光業を現在の3.6%から10%にまで発展させることなどにより、化石燃料からの脱却を図り、経済の多角化を目指としています<sup>3</sup>。特に観光分野の目標は野心的であり、宗教とレジャーの両方を活用することで世界のトップ5に入る観光地になろうとしています。例えば紅海沿岸では、世界的な一流ホテルと50の高級リゾートを建設する計画があります。その第一号は、シックスセンスズという高級リゾートブランドが運営するサザン・デューズズであり、2023年10月にオープンしました。



紅海近くにあるシックスセンスズのサザン・デューズズ・ホテル

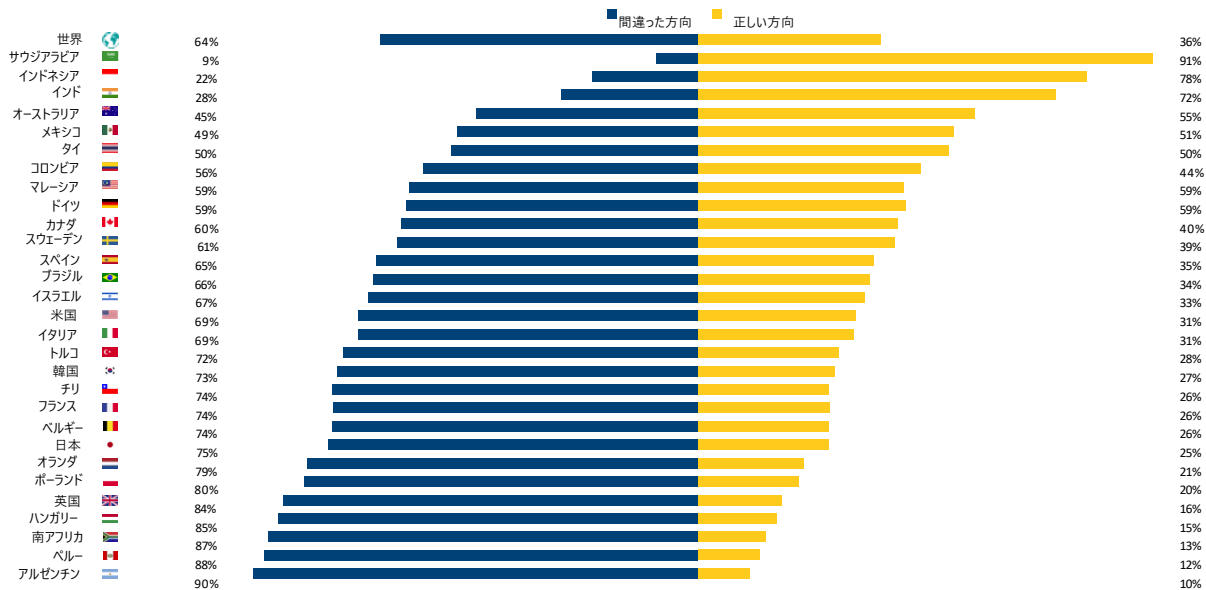
<sup>2</sup> Saudi Arabia (arabnews.com/node/1371221/saudi-arabia).

<sup>3</sup> Morgan Stanley Research, 2022年12月



## 図2：サウジアラビア国民は変化を全面的に受け入れている

この国の物事は正しい方向に向かっていると言えますか、それとも間違った方向に進んでいると言えますか？(2022年11月)



2022年10月21日～2022年11月4日。参加29カ国の16～74歳の成人20,466人の代表サンプル。「世界」は世界各国の平均



出所: 'What worries the world?' (ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2022-12/Global%20Report%20-%20What%20Worries%20the%20World%20November%202022.pdf).

「ビジョン2030」には、総額1兆米ドルの新都市建設を含む8つのメガ・プロジェクトが詳しく記載されています<sup>4</sup>。このプロジェクトの資金を調達するため、同国は民営化や株式・債券市場の改革を通じて、外国からの投資に門戸を開きました。

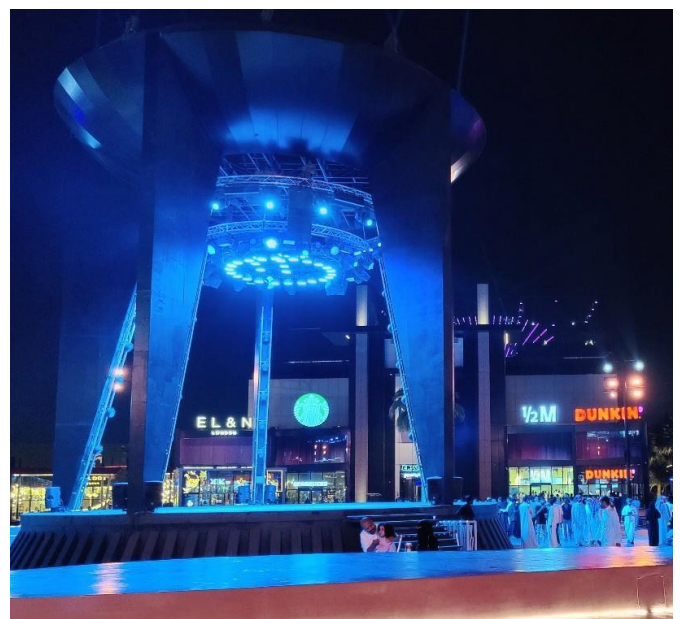
企業経営者と話をすると、2021年と2022年に行われたもう一つの重要な改革について強調していました。それは司法改革です。シャリーア法から脱却した実効性のあるフレームワークを構築し、それによって一貫したルール、信頼できる手続き、法律の成文化が作り上げられました。これらの改革は、強力な民間部門を育成し、投資を呼び込むために極めて重要となります。

## 「サウジアラビアの若者に話を聞きましたが、今のサウジアラビアは5年前とは全く違っているという話でした。」

複数の世論調査によると、サウジアラビア社会の近代化は国民の圧倒的多数から支持されています。出張中にある企業のCFOから聞いたところによると、門戸は開かれ、国民は前向きな変化を大いに受け入れているということでした。また、あるCEOは、年配の人たちは、これまでこのような機会を利用できなかったとして政府を訴えることを考えているなどと冗談を言ったほどです。

2022年末にイプソスが行った世論調査では、サウジアラビアは他の数十カ国と比べてもトップ水準で国民の91%が国は正しい方向に向かっていると考えていることが分かりました(図2)。

新興国市場の株式投資家として興味深いのは、他にも2つの発展途上国もトップクラスに位置したことです。それは、インドネシア(78%)とインド(72%)です。北米と欧州は後塵を拝し、米国は31%(国民の69%が国が悪くなっていると考えている)、英国は16%、南アフリカとアルゼンチンに近い数値となっています。インフレ、貧困、不平等、犯罪が、調査に参加した人々の主な心配事として挙げられました。サウジアラビアのこの前向きな方向性は、サウジアラビアの若者に話を聞いた時にも強く感じられました。若者は、現在のサウジアラビアは5年前とは全く違うと言っていたからです。



サウジアラビアでの夜の娯楽

<sup>4</sup> National Investment Strategy - (vision2030.gov.sa/en/explore-more/national-investment-strategy/).

## 「2023年4月に4つの経済特区が発表されました。サプライチェーンの現地化と地元での雇用創出が目標とされています。」

リヤドのトップの3つの大学は男女共学で、女性が社会で平等な立場に立てるようにすることを目標としています。現在、サウジアラビアの女性は全労働力の34%を占めています。5年前はわずか17.4%でした<sup>5</sup>。これは、イタリアの41%とそれほど大きな差はありません。就業しているサウジアラビア人女性の60%が過去2年間に働き始め、まだ働いていない女性の60%が今後2年以内に働く予定です<sup>6</sup>。

女性はまた、MBSのもう一つの重要な目標である社会の「サウダイゼーション」を助けるために働くことも奨励されています。石油収入のおかげで国が豊かになるにつれ、低賃金の長時間労働を厭わない外国人労働者が増加しています。人口3,600万人のうち、42%が非サウジアラビア人です。バングラデシュ、インド、パキスタン、イエメン出身者が最も多くなっていますが、今後は、（特に先進国から）より多くのホワイトカラー労働者がチャンス求めて移住してくることで、外国人の人口構成が変化すると予想しています。2023年4月に4つの経済特区が発表されました。サプライチェーンの現地化と地元での雇用創出が目標とされています。多国籍企業向けに、複数年にわたる免税措置、エネルギーへの補助金、外国人材を誘致・維持するための支援的な規制を提供し、極めつけは企業の外国人100%所有を認めることになっています。滞在中、ある企業のオーナーと話をしました。この企業は現在ドバイに本社を置っていますが、サウジアラビアでのプロジェクトが増えているとのこと。この企業は現在、税制上の優遇措置と顧客との距離の近さから、リヤドに本社を移転することも検討しています。

ビジョン2030では、年平均成長率4.4%で人口を増加させ2030年までに5,000万人近くとすることを目標としています。所得の増加とともに、人口の増加、多様化が進めば、サービスと商品の両方に対する消費活動が増加します。平均年齢は30歳と若く、85%が都市部に住んでいます<sup>7</sup>。実際、JPモルガン・リサーチの最近の調査によると、サウジアラビア国民の98%が今後1年間に支出を増やす予定であることが分かりました。特に教育、観光・旅行、食品、日用品がその対象となっています。

リヤドを訪れると、建設中の街が広がっていました。どの区画もクレーンでいっぱいですが、街の近代化はまだそれほど進んでいません。しかし、私たちは、変化が急速に進んでいること、そして人々が近代的なサウジアラビアにとっても興奮していることを感じ取ることができました。滞在中、ここ数年でオープンした大型エンターテインメント・リゾートのひとつを訪れました。数多くのショップ、レストラン、映画館、噴水のある湖、巨大スクリーン、レーザーショーなどがありました。火曜日の夕方、そこは人でいっぱいでした。リヤドの日中は、道路交通の激しさを除けば、静かなように見えますが、これは暑さによるものと、人々がどこにでも車で移動するという事実によるものであり、その都市は夜には活き活きとした面を見せます。

国内最大手の企業数社との会議に加え、ビジョン2030構想の資金調達を担当する政府部門であり、現在7,000億米ドルの資産を有する公的投資基金（PIF）を訪れました。実際、PIFは、新興国市場における大規模な投資家として、私たちとの会談を望んでいました。新たなプロジェクトの資金調達を行うために、投資先企業や、民営化の過程にある企業の魅力をどのように向上させることができるか、私たちの意見を聞きたいと考えていたようです。私たちは率直な議論を行い、透明性、情報開示の質、独立した強力な経営陣への権限委譲が重要であることを強調しました。



Riyadh under construction.

<sup>5</sup> IMF, 2022年12月

<sup>6</sup> Morgan Stanley Research, 2022年12月

<sup>7</sup> [Saudi Arabia \(KSA\) population statistics 2023 \(globalmediainsight.com/blog/saudi-arabia-population-statistics/#Saudi%20Population%202023%20%E2%80%93%20Key%20Statistic\)](https://www.globalmediainsight.com/blog/saudi-arabia-population-statistics/#Saudi%20Population%202023%20%E2%80%93%20Key%20Statistic).

私たちはこの出張から、サウジアラビアの経済成長の大きな可能性を前向きに感じて帰ってきました。しかし、皇太子が掲げた野心的な目標を達成するには、まだ多くのハードルがあります。サウジアラビアにとっての主なリスクは、指導者の突然の交代です。それによって保守的な社会に戻ってしまい、ビジョン2030プロジェクトが停止することも考えられます。原油価格が暴落すれば、政府のギガプロジェクトの資金調達も困難になるでしょう。現在、サウジアラビアの財政を均衡させる原油価格は80米ドルです。原油価格の低迷が長期化すれば、それは野心的な計画の見直しにつながります。実行リスクは高いと言えます。というのも、過去にも急速に進められた大規模なインフラ建設には遅れが生じる傾向があることを見てきました。サウジアラビアでも同じことが起こるリスクを排除することはできません。

最後に、最近の変化にも関わらず、サウジアラビアはESGと人権に関して最下位のままとなっています。多くの投資家は、サウジアラビアへのエクスポージャーを大幅に増やす前に、さらなる進展を見たいと考えています。私たちもこの力強い経済成長が期待できる地域へのエクスポージャーを拡大する方法を検討しています。しかし、経営陣と経営力の質、情報開示と透明性、ビジネス慣行の持続性に関して、ほとんどの企業はまだ私たちの望む水準を満たしていません。サウジアラビアは正しい道を歩んでおり、私たちが目にしている前向きな変化がこれからも続くことを願っています。サウジアラビアを去る時には、既に急速に発展するこの国への次回の出張について考えている自分に気が付きました。

<sup>8</sup> IMF estimates.

## ローレンス・ベンサフィ

ポートフォリオ・マネージャー兼新興国市場株式副部長



RBC ブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米外事業）のポートフォリオ・マネージャー兼新興国市場株式副部長。2013年の同社への入社以前、アヴィバ・インベスターズのエマージング・マーケット・チームのヘッドとして、グローバル・エマージング・マーケット・インカム・ファンドの運用、定量的銘柄選択・分析モデルの開発を担当。ソシエテ・ジェネラル・アセットマネジメントのクオンツ・アナリストとして投資キャリアをスタート。ポートフォリオ構築及び銘柄選定プロセスを支援するクオンツ・モデルの開発を通じて、欧州株式及びグローバル株式のポートフォリオ運用をサポート。1997年にフランスのトゥールーズ大学でMagistère d'Économiste Statisticien & D.E.S.S. Statistique et Économétrieを取得。CFAチャーターホルダー。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Management の一部である RBC Global Asset Management (UK) Limited によって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Management の同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Management および/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Management の現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBC グローバル アセット マネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US) 、RBC Global Asset Management Inc 、RBC Global Asset Management が含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、および RBC Global Asset Management (Asia) Limited は、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limited は、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.





ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド金融商品取引業者 関東

財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	Emerging マーケット債	パブリック・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。その他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスクが替変動

リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上