



BlueBay  
Asset Management

## 中東での衝突と変化

2017年11月29日

今年、地政学的リスクとして北朝鮮に最も注目が集まりましたが、中東もここ数ヶ月でかなり揺らいでいます。北朝鮮ほどの脅威ではないとしても、地域の政策当局者や投資家だけではなく、グローバル経済にも試練となる可能性があります。



ティモシー・アッシュ  
シニア・ソブリン・ストラテジスト  
エマーGING市場

中東の混乱においてはいくつかの注目ポイントがあります。一つ目はシリアの状況で、中東及びグローバルの大国を衝突に向かわせる可能性があります。二つ目は、サウジアラビアが政治と経済面での変革期にあるという点で、これはおそらく三つ目の注目ポイントにつながることでしょう。その三つ目は、サウジアラビアとイランの中東での覇権争いで、バーレーン、イエメン、カタール、レバノンで両国の代理的な衝突が起きています。さらに挙げるとすれば、イスラエルと近隣諸国で長きに亘って続く衝突、トルコ、イラク、シリアでのクルド人問題、エジプト、リビア及びチュニジアにおけるアラブの春以降の様々な帰結からの副産物、米国の中東への関与の低下、ロシアによる権力の空白を埋めようとする動き、などがあります。

中東において明白なことは、多くの事態が変動しており、政治的な衝突点が数多くあるということです。

### グローバルな影響

中東は、エネルギーの供給、グローバルなテロとの闘い、欧州やその他の地域への難民問題といった点から、グローバル経済にとって極めて重要であるという点が、北朝鮮とは違います。また国際資本市場においても重要な地域となっています。

原油価格の下落によって、中東諸国は国際資本市場で定期的に、そしてしばしば、大型の起債をしています（サウジアラビアは米ドル建てソブリン債として過去最大額の発行を行いました）。実際、2017年は外貨建て債の新規発行のおよそ四分の一が中東諸国からの発行で占められました。

### 急進的な皇太子の登場

中東地域のリスクとトレンドについて理解しようとする場合、まずはサウジアラビアから始めるのが良いでしょう。サウジアラビアで最近大きな話題となっているのは、高齢となったサルマン国王の後継として、ムハンマド・ビン・サルマン皇太子がまさしく流星のように現れたことです。

これまでに起こっていることは、サウジアラビアの統治形態の改革ではありません。ムハンマド皇太子の出現は、これまでの兄弟への世襲から息子への世襲へと世襲モデルを抜本的に変えたということです。ムハンマド皇太子は32歳という若さであり、王冠を父親から受け継ぐことになると想定されることを考えると、今後数十年に亘って権力を維持し、サウジアラビアと中東諸国に影響を与え続けることになる可能性があります。

ポジティブ面では、ムハンマド皇太子は、決断力のある政府を目指しており、構造的に国が抱える弱点への対応に注力しようとしています。例えば、経済、宗教の国家への影響力、社会での女性の役割といった社会的な要因への改革です。ムハンマド皇太子は「ビジョン2030」のなかで、アラブ首長国連邦（そのなかでも特にアブダビ）を模範として、絶対君主制をおきながらも、より小さな王族に合理化する、という改革の青写真を示しています。

サウジアラビアは、これを実現できるバランス・シートを持っています。外貨準備は4,900億米ドルに上り、負債比率は低く、売却可能な国有財産を有しています。多くの国民が、こうした改革をずっと前から望んでいたと思います。しかし、改革の革命的性質からして、既得権益層（脇に追いやられた王子や従来宗教権力の保守層）が急進的な変化に対して反発するリスクが高いと考えています。ムハンマド皇太子の経験不足から、厳しい外交政策だけでなく、王族政治という微妙な性格を持つものをどのように運営するのか、という疑問符も出てきています。

## 国内改革と近隣諸国との同盟

ムハンマド皇太子及びサウジアラビアにとって、磐石な国内経済を築くことは、一番の地政学的脅威としているシーア派のイランの台頭と、中東での宗教及び地政学面での覇権争いに取り組むに際して、長期的な戦略の一部でしょう。実際にサウジアラビアから見ると、シーア派勢力の強まりがみられ、イランはオマーン、カタール、イラク、バーレーン、イエメン、シリア、レバノンで影響力を強めていることから懸念は強まっています。これに対しサウジアラビアが、バーレーン及びイエメン、そして最近ではカタールとレバノンにおいて、イランに対抗しようとする動きを見せていることから、イランとサウジアラビアの不和は今後数ヶ月及び数年に亘って注視しなければならない点となるでしょう。

サウジアラビアの戦略は、伝統的な同盟国であるレバノンやカタール、オマーンに対して、サウジアラビア側に付くよう求めています。多くの国にとって、オバマ前政権における西側諸国とイランの核合意に刺激されてイランへの対話期間が続いたため、その逆行となり得ます。サウジアラビアがレバノンでの代理人たるハリリ首相への支持を明確な形で撤回したのは、レバノンやその他諸国の政治指導者にヒズボラ勢力と戦うことを求めただけでなく、米国及びイスラエルがイランの脅威に対抗するために、自らの行動を強化するように求めた、と捉えることが出来ると考えています。

レバノンについては、レバノンの政治指導層が自らこの困難に立ち向かう可能性は低いと考えています。そのために、中東で主導権を持つイスラエル、そしてまだグローバルに覇権を持つ米国が、サウジアラビアの懸念を和らげるためにイランに対してより敵対的なアプローチを取るのか、それともサウジアラビアがより直接的なアプローチを自ら取るのか、という問題が出てきます。

イスラエルについては、2006年にレバノンを侵攻して失敗したという苦い思い出があり、全面的な軍事衝突というリスクを取ることは躊躇するかもしれません。その代わり、レバノン、シリア、イラク、ひいてはイランにおけるヒズボラ拠点に対して、頻繁に限定的な軍事行動を続ける可能性があります。一方、米国については、イランに対する制裁を新たに検討する可能性があり、ヒズボラとのつながりのあるレバノンの銀行に対しても制裁を拡大する可能性があります。これはトランプ政権のこれまでの政策の方向性からすでに想定されるものです。

## 最後に

中東での不透明感は、サウジアラビアとイランの対立が勢いを増している中で強まっており、外交政策において経験値の浅いサウジアラビアの政権に対するイランからの脅威と包囲は強まっていると思われれますが、サウジアラビアはより介入主義的で対立的なアプローチを取りたがっていると見えます。これには、ムハンマド皇太子への継承をスムーズなものとするために、民族主義者からの支援を高めようという目的があるのかもしれませんが。イスラエルも近隣諸国、特にレバノンでのヒズボラの勢力拡大を快く思っていないとみられます。イスラエルの軍事介入リスクの可能性はさほど高くないとみえますが、レバノンへの直接の侵攻があった場合、大規模なものになることが予想され、米国からの支援もあるでしょう。

これらはすべて、米国の中東におけるリーダーシップが流動的であることから来ていると考えています。カタールでの危機において、中東でのリーダーシップを強めるために、米国政府の一部はドーハを支援しながら、他はリヤドを支援するなど、メッセージが一貫していません。中東で米国がリーダーシップを欠いているのは、イラク、リビア、シリアなどで、ごく最近、政策でかなりの失敗をしたという遺産を反映しているのかもしれませんが。はたまた、米国内での原油生産の増加によって、サウジアラビアではなく米国がグローバルな原油生産国となり、アラブ湾岸地域への依存度が低くなったことを表しているのかもしれませんが。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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。

この他、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は、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

#### ■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
- ・ 為替変動リスク：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ござい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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2017年11月29日）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、当社による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