

アラブ首長国連邦 (UAE) の経済動向 — ドバイ・ショックから約8年を経て —



(公財) 国際通貨研究所 開発経済調査部 研究員 竹山 淑乃

はじめに

中東では、シリア内戦、イランの核開発問題、サウジアラビアの皇太子の交代、カタールの断交およびトランプ政権発足による米国の対中東政策の不透明性など、多くのリスクがみられる。しかし、アラブ首長国連邦 (UAE) は、政治、経済共に比較的安定しており、湾岸協力会議諸国 (以下、GCC 諸国) の中で最も経済発展と国際化が進んでいる。また、UAE はアブダビ首長国 (以下、アブダビ) とドバイ首長国 (以下、ドバイ) を抱え、中東・アフリカにおけるビジネスのハブとして重要な役割も担っている。

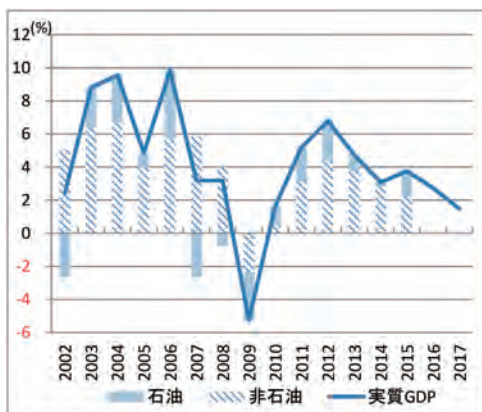
本稿では、UAE の経済動向を概観すると共に、2020年の国際博覧会 (以下、万博) を控えているドバイにて、2009年のドバイ・ショックと同規模のショックが発生するリスクを同国の資金余力を勘案しながら、議論していきたい。

1. UAE の経済—原油価格に左右される経済

UAE は、2009年のドバイ・ショック時に実質 GDP 成長率がマイナスに陥り、その後はプラス成長に戻ったものの、近年は経済成長が減速している (図表1)。原油に依存しない経済構造を構築するため、ドバイを中心に産業の多角化を進めており、GDP に占める原油関連部門のシェアは3割程度であり、他の産油国に比べて原油依存度が低い。2014年からの原油価格低迷に伴う景気の落込みは緩やかである。国際通貨基金 (IMF) によると、世界貿易の回復と2020年に開催するドバイ万博に伴うインフラ投資の拡大により、2017年の実質GDP成長率は1.3%とプラス成長を維持する見込みだ。部門別の成長率は、非原油部門3.3%、原油部門-2.9%が見込まれている。

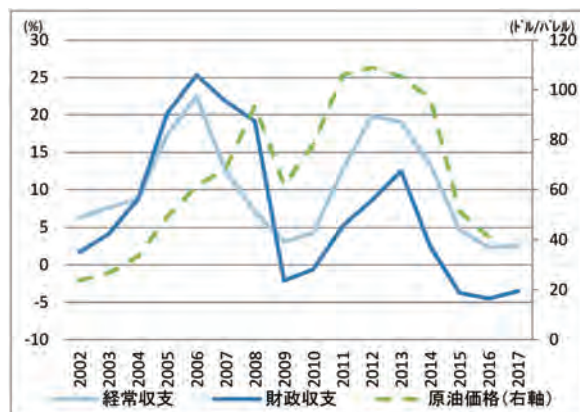
UAE の財政や国際収支は、原油価格変動の影響をある程度受けている。経常収支は、2014年以降の原油輸出の減少により、黒字が縮小している (図表2)。ただ、中東の中継貿易地として再輸出が輸出全体の4割、原油関連以外の輸出が同3割もあるため、他の産油国と比較して原油への依存度は低く、近年も経常黒字を維持している。一方、財政収支は、UAE全体では歳入の9割以上が原油関連であり、原油相場によっては赤字に陥りやすい傾向にある (図表2)。2015年以降、アブダビ政府の原油関連収入が減少しており、そ

図表1 実質 GDP 成長率
(部門別内訳含む)



出所：IMF
注：2016年以降は推計値

図表2 経常収支・財政収支の対GDP
比率，原油価格の推移



出所：IMF
注：2017年以降は推計値

図表3 UAE 財政 (億ドル)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全体	歳入	558	1,225	695	853	1,201	1,347	1,588	1,414	1,039	987	1,035	1,106	1,161	1,211	1,252
	歳出	332	475	584	636	710	758	1,093	1,337	1,160	1,137	1,154	1,184	1,204	1,214	1,222
	財政収支	226	510	-53	-15	140	245	376	77	-120	-150	-119	-78	-43	-3	30
アブダビ	歳入	558	833	401	524	767	884	1,291	1,093	714	661	701	750	796	836	865
	SWFからの送金	0	0	0	161	257	273	478	480	343	292	299	334	374	397	414
	歳出	332	287	379	474	549	584	850	1,031	839	794	792	799	804	810	817
	財政収支	226	510	-53	-15	140	245	376	62	-125	-133	-92	-49	-8	26	49
ドバイ	歳入	70	99	77	81	89	108	152	161	166	166	172	188	195	202	210
	歳出	73	77	69	74	80	95	114	142	140	163	180	204	217	222	222
	財政収支	-4	-19	-37	-16	-10	-26	21	19	27	3	-8	-16	-22	-20	-11

出所：IMF
注：2017年以降は推計値。SWFからの送金はIMF推計

れを補う目的もあって、アブダビのソブリン・ウェルスファンド（以下、SWF）の収益を毎年約300億ドル以上還流させている（図表3）。一方、ドバイ単体では、ドバイ・ショック以降、徐々に歳入の多角化を進めており、2013年以降、財政黒字を回復した。UAEは、今後も安定的な歳入確保に向けて財政改革を予定しており、2018年以降、付加価値税の導入や資本市場における外部資金調達を計画している。

2. 首長国単位の経済状況

UAEは7首長国による連邦制であり、建国当時から、アブダビ首長が大統領を務めている。UAEの連邦制は緩やかなもので、連邦政府が外交、国防、治安、通信、連邦財政および通貨発行を管轄し、それぞれの首長国が石油・ガスなどの天然資源やそれに伴う収入を

管理し、経済開発を主導している。

ドバイとアブダビは、海外から積極的に人材やビジネスを誘致しており、その他の北部5首長国とは経済規模や知名度がかけ離れている。GDP規模をみると、アブダビがUAE全体の6.5割、ドバイが2.5割、北部5首長国の合計が1割となっている（図表4）。また、アブダビとドバイそれぞれの労働人口は、北部5首長国合計の約2倍にのぼる。

筆者紹介

2007年早稲田大学政治経済学部卒業。2007年三菱東京UFJ銀行入行、国際業務部、経済協力室を経て、2016年7月より国際通貨研究所勤務。

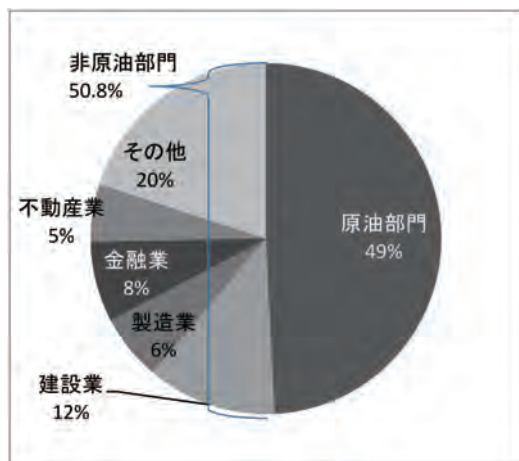
(1) アブダビの経済概況—原油部門の大きな成長は見込めない

アブダビは、GDPに占める原油部門のシェアが半分程度であり、原油への依存度が高い（図表4）。2016年の実質GDP成長率は原油価格の低迷により、4.0%と2015年の6.3%から落ち込んだ（図表5）。寄与度別にみると、2012年以降、非原油部門が原油部門を上回っており、2015年の寄与度は原油部門が2.5%ポイント、非原油部門が3.8%ポイントである。

アブダビでは原油部門をもとにした持続的な経済発展は困難であるとの自覚から、2008年にVision 2030を発表し、非原油部門の産業発展に力を入れている。その内容は、産業の多角化を推進するために、重点産業を指定し、フリーゾーンを設置するものであり、2030年までにアブダビのGDPの60%以上を非原油部門とすることを目標としている。

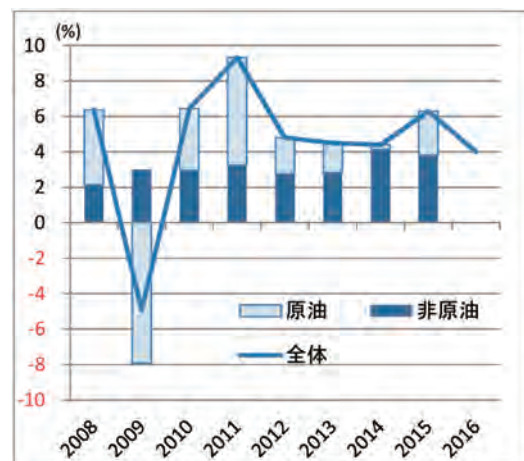
アブダビの原油部門の産業は、原油価格の低迷が続き、大幅な経済成長は望めない。加えて、UAEは原油価格の安定化と今後の原油枯渇化を見据え、2016年にサウジアラビアと共に率先して石油輸出国機構（OPEC）の原油の減産合意に応じた。2016年には日量3.03百万バレルであったUAEの原油生産量は、2017年には同2.88百万バレルまで減産す

図表4 アブダビ首長国
GDP 構成比（2015年）



出所：Abu Dhabi Statistics Center

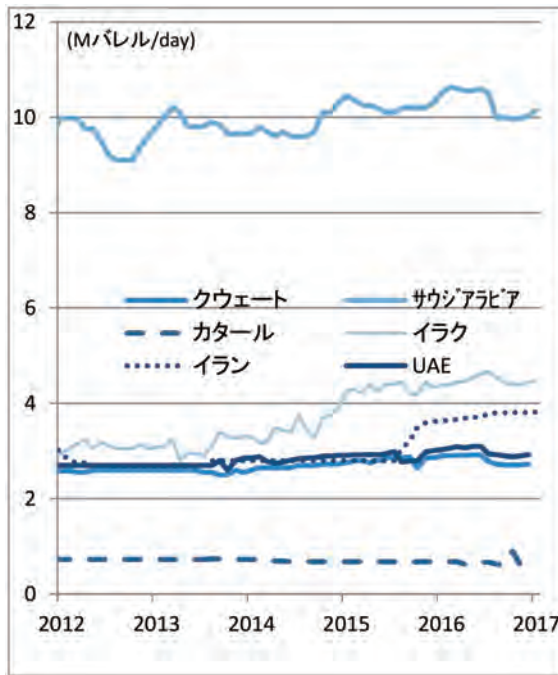
図表5 アブダビ首長国
実質GDP成長率（部門別）



出所：Abu Dhabi Statistics Center

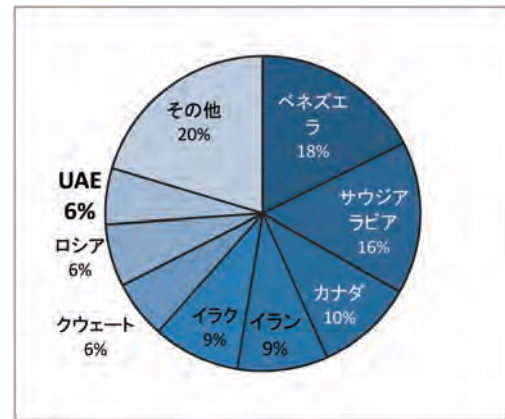
注：2016年は見込値

図表6 中東諸国の原油生産量推移



出所：EIA

図表7 原油確認埋蔵量
(2016年末時点)



出所：EIA

る見込みだ（図表6）。一方、UAEの天然ガス生産量は2016年は日量0.23百万バレルであったが、2017年には同0.26百万バレルへと増加する見込みである。UAEの原油埋蔵量は、全世界の約6%と現時点では世界で8番目であり、相応の規模を有している（図表7）。しかし、原油は将来的には枯渇するものであり、アブダビ首長国は首長国単位でも原油に頼らない経済構造を構築する政策を進めている。

(2) ドバイの経済概況—ドバイ・ショック時と比べ現在は落ち着いている

ドバイは、宗教の中立性と地理的優位性を活用し、中東とアフリカの物流・金融・観光のハブとして、GCC諸国の都市の中で最も産業の多角化が進んでいる（図表8）。原油産業への依存度は比較的低いですが、原油価格低迷の影響が間接的に小売業やサービス業に生じたこともあり、ドバイ単体の2016年の実質GDP成長率は2.9%と、2015年の4.1%と比べ、景気は減速している（図表9）。産業別にみると、政府支出と民間消費の落ち込みにより、同年の小売業の実質GDP成長率が1.3%と2015年の4.9%から大幅に低下した。

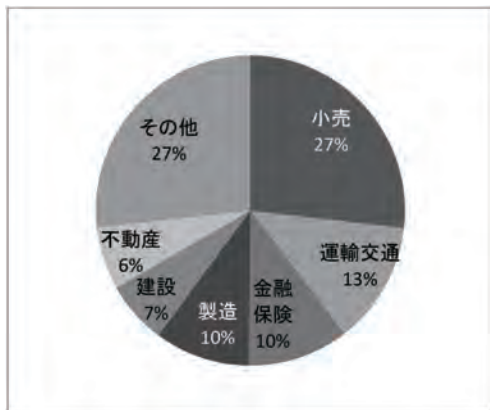
ドバイ・ショック以前である2007年は、建設ラッシュによる不動産価格の上昇と金融商品の高騰により、建設業、不動産業、運輸業および金融業の実質GDP成長率がそれぞれ20%を超える異常なバブル状態であった。現在、2020年のドバイ万博を控え、インフラ投資が活発であるが、2014年から2016年の建設業の実質GDP成長率は2%以下に落ち着いている。ただし、不動産業は拡大傾向にあり、2016年の実質GDP成長率は6%を超えた。ドバイ・ショック時のような、不動産価格や株価の乱高下が生じていないか随時モ

ニタリングが必要である。

ドバイ金融市場総合指数（以下、DFM）は、2007年から2008年に6,000UAE ディルハム（以下、ディルハムと表記）⁽¹⁾以上まで急上昇したが、ドバイ・ショックにより、一気に1,000ディルハム台に下がった（図表10）。その後、原油価格は速やかに上昇傾向に転じたが、ドバイ経済の信用回復には時間がかかり、DFMが値を戻したのは2013年中盤からであった。なお、2014年以降、原油価格は再び大幅に下落したが、DFMは3,000ディルハム前後で安定的に推移している。

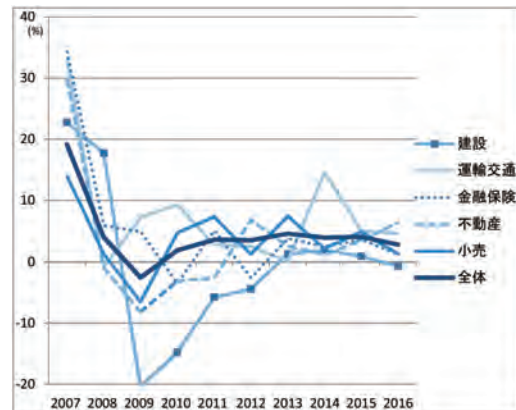
クレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）は、ドバイ・ショック時に900BPを超え、リスクが急激に表面化した（図表11）。一方、近年では、2015年後半に原油価格の

図表8 GDP構成比（2015年）



出所：Dubai Statistics Center
注：鉱業は5%以下

図表9 実質 GDP 成長率



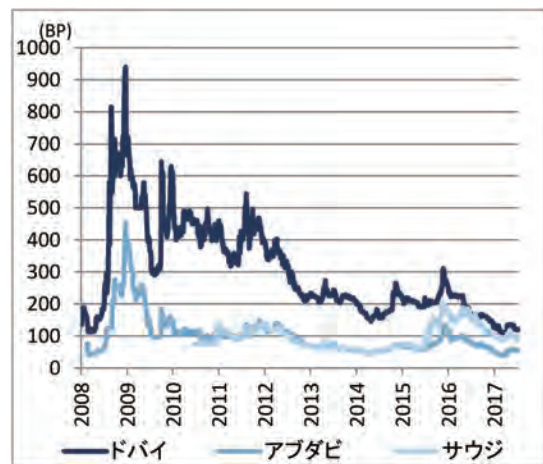
出所：Dubai Statistics Center
注：2016年は見込値

図表10 株価と原油価格の推移



出所：Thomson Reuter

図表11 CDS スプレッドの推移



出所：Thomson Reuter
注：サウジは2010年中盤以降のみ

(1) UAEは1 US ドル=約3.67UAE ディルハム (AED) でペッグしている。

下落と新興国からの資金流出の拡大により一時300BPを上回ったが、その後、落ち着きを取り戻し、足元では100BP前後と低水準で推移している。

(3) 北部5首長国の経済状況—単体での財政的自立は難しい

北部5首長国の経済状況はそれぞれの首長国によって異なるが、主な首長国の経済状況は以下のとおりである。

ドバイに隣接しているシャルジャ首長国は、ドバイから波及した不動産業や3つのフリーゾーンを活用した貿易やサービス産業が拡大し、GDPの規模はUAE内第3位である。近年は、財政支出が増加する一方、歳入を拡大するための改革が進まず、公的債務残高が増加している。2017年1月に米格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)が同首長国の格付けをA/A-1からBBB+/A-2に引き下げており、2017年も、財政赤字と債務拡大が続く見込みだ。

一方、GDP規模でUAE内第4位のラス・アル・ハイマ首長国は、近年、積極的に外国企業を招致し、製造業、不動産業および観光業の育成が順調に進んでいる。ドバイ万博の恩恵を受け、経済成長も安定しており2017年1月にS&Pは同首長国の格付け見通しをネガティブから安定に上方修正した(格付けはA/A-1で据え置き)。2020年の万博の開催時までには景気拡大が見込まれ、2017年の実質成長率は3%まで上昇する見込みだ。

北部5首長国は、アブダビやドバイと同様、君主の権限が強く、それぞれの首長国で産業を育成しているが、財政面においてはアブダビに依存している。UAE財政の歳入は、アブダビがUAE全体の8割、ドバイが1割、連邦政府が1割を占めている(図表12)。北部5首長国は歳入を負担せず、財政面で自立をしていない。北部5首長国は債務が拡大した場合、アブダビやドバイから支援を受けざるをえない。ドバイ・ショック後の金融支援時に、ドバイの象徴的な超高層ビルのブルジュ・ドバイをブルジュ・ハリファ⁽²⁾に名称変更したように、他の首長国もアブダビに対する一定の敬意を払い続け、良好な関係を維持することが必要であろう。

UAEは、10百万人の人口に比して、潤沢な原油や不動産関連の収入があり、原油価格低迷が続いている2016年時点でも一人当たりGDPは38,650ドルと高い。加えて、この人口数は、UAEの人口の8割を占める外国人居住者も含まれており、自国民の実際の所得はさらに高い水準にあると考えられる。サウジアラビアなど他の産油国と比べ、経済的な余裕もあるため、現時点では小規模な首長国の財政が厳しくなった場合の支援は可能と考えられる。

(2) アブダビ首長国の首長でUAEの大統領であるハリファ・ビン・ザーイド・アール・ナヒヤーン氏にちなんでブルジュ・ハリファに変更。

図表12 アラブ首長国連邦 7首長国の概要



	アブダビ	ドバイ	シャルジャ	アジュマン	ウンム・アル・カイワイン	ラス・アル・ハイマ	フジャイラ	
GDP 割合 (2015年)	66%	25%	8%				1%	
労働人口 万人 (2006年)	107	105	35	11	-	13	9	
面積 千平方キロメートル	67.3	41.1	2.6	0.3	0.8	1.7	1.2	
財政負担割合	80%	10%	残りの5首長国は0%					連邦政府 10%

出所：首長統計データ，各種報道

注：ウンム・アル・カイワイン首長国の労働人口のデータは入手できず

3. 金融・不動産セクターの動向

UAEの金融セクターと不動産セクターの規模は、GDP全体に対してそれぞれ10%前後である。政府は近年、原油価格の変動による同国の経済活動や金融市場や不動産価格のボラティリティの急激な上昇を抑制するため、金融および不動産セクターのリスク管理やガバナンスの強化を進めている。さらに、中東地域における金融のハブを目指すべく、国際化を進めている。

(1) 銀行セクターの業況—全体として健全な商業銀行

UAEの銀行セクターの総資産は、同国のGDPの約190%であり、徐々に拡大している。2016年末時点の地場銀行数は23行（846支店）、外国銀行数は26行（85支店）であり、持続的な経済発展を支える金融環境の整備を目的として、ドバイとアブダビのフリーゾーンに金融センターを設立し、外国銀行を積極的に受け入れている。

原油価格の低迷により、政府預金の残高が大幅に減少し、2015年末時点の銀行全体の預金残高の増加率は前年同期比3%台（2014年末は同10%）まで落ち込んだ（図表13）。その後、アブダビ政府によるSWFからの資金の繰戻しや新規外債の発行もあり、2017年3月時点で同6.2%まで回復している。近年、貸出残高の増加ピッチは徐々に緩やかになり、預貸率も2017年3月には100%を下回る水準に戻っている。自己資本比率は、18%を超え、Tier1（中核的自己資本）比率も約17%と高い水準にあり、財務的に十分な余力はある。ドバイ・ショック後、不良債権比率は一時7%を上回る水準まで上昇したが、過度な不動産融資を抑制する政策を進め、ここ2、3年は5%台まで低下している（図表14）。

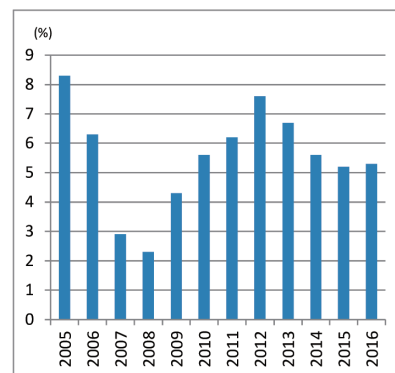
以上のように、UAEの銀行セクターは全体として健全である。しかし、原油価格の低迷期に備えるため、政府はより積極的に流動性を管理することが重要であるとIMFはコメントしている。こうしたなか、UAE連邦政府は連邦債権法（Debt Law）を今後導入することを検討している。これが実現すると、UAEは連邦政府として債券発行が可能となり、そ

図表13 UAE 銀行全体の概況

	2013	2014	2015	2016	2017
	12末	12末	12末	12末	3末
貸出残高	3,475	3,755	4,047	4,289	4,352
(前年同期比)		8.0%	7.8%	6.0%	2.0%
預金残高	3,485	3,873	4,010	4,259	4,365
(前年同期比)		10.0%	3.4%	5.8%	6.2%
預貸率	99.7%	97.0%	100.9%	100.7%	99.7%
自己資本比率	19.3%	18.2%	18.3%	19.0%	18.6%
Tier1比率	16.9%	16.2%	16.6%	17.3%	16.9%

出所：UAE 中銀, IMF
注：貸出・預金残高は億ドル

図表14 不良債権比率推移



出所：IMF
注：2016年は3月時点

の結果として政府の資金調達が多様化し、政府に流動性を供給している銀行自身の流動性管理が現在よりも容易となることが見込まれる。

(2) 個別銀行の動向—大手銀行は前向きな合併を実施

2017年5月1日、当時総資産額が UAE 内 2 位のナショナルバンク・オブ・アブダビ (以下, NBAD) と 4 位のファースト・ガルフ・バンク (以下, FDB) が合併し、総資産 1,860 億ドルのファースト・アブダビ・バンクが誕生した (図表15)。合併後は、同国だけでなく、中東・アフリカ最大の銀行となり、アジア市場やアフリカ市場への展開も見据えている。合併前と同様に UAE 政府や関係機関および首長一族が新銀行の株式の過半数を保有している。法人部門に秀でた NBAD とリテール部門に力を入れている FDB がお互い

図表15 UAE の大手銀行一覧

会社名	総資産	時価総額	当期純利益	Tier 1 比率	不良債権比率	預貸比率
First Abu Dhabi Bank PJSC	1,860	332	14	17.0%	5.0%	63.0%
Emirates NBD Bank PJSC	1,220	125	20	17.7%	7.7%	88.1%
Abu Dhabi Commercial Bank PJSC	703	103	11	14.8%	4.6%	99.5%
Dubai Islamic Bank PJSC	476	77	10	16.7%	7.8%	71.7%
Mashreqbank PSC	334	37	5	16.2%	4.5%	69.8%
Abu Dhabi Islamic Bank PJSC	333	31	5	17.2%	3.8%	76.9%
Union National Bank PJSC	283	37	4	16.9%	10.9%	94.5%

出所：ロイター
注：総資産額、時価総額、当期純利益額は億ドル

の強みを補完した競争力強化のための前向きな合併ともいわれている。なお、図表15に記載のない小規模な商業銀行の一部では、原油価格の長期停滞による流動性や自己資本比率の低下がみられる。今後、原油価格が回復しない場合、そのような小規模銀行の単体での経営維持が厳しくなり、再編の動きが出てくる可能性はある。

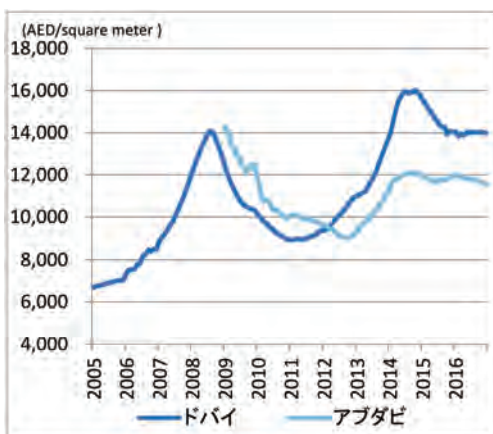
(3) 不動産セクターの業況—ドバイ・ショック時ほどの過熱ぶりは見られない

2008年、アブダビとドバイの不動産販売価格は1平方メートルあたり14,000ディルハムを超えるレベルまで高騰したが、2009年のドバイ・ショックを受けて、10,000ディルハム割れの水準まで急降下した（図表16）。特に、ドバイはアブダビに比べて不動産販売価格の変動が激しく、2014年から2015年にかけてドバイ・ショック直前を上回る16,000ディルハムまで再度価格が急上昇した。2015年には、UAEの家賃のインフレ率の急上昇に伴い、UAEの全体インフレ率は、ドバイ・ショック時ほどではないが5%近くまで上昇した（図表17）。

過去の教訓をもとに、ドバイを中心にUAEは、不動産の過熱を抑制するための各種取り組みを行っている。2013年10月にドバイ土地庁は、不動産の短期売買を抑えるため、不動産取引税を2%から4%に引き上げた。

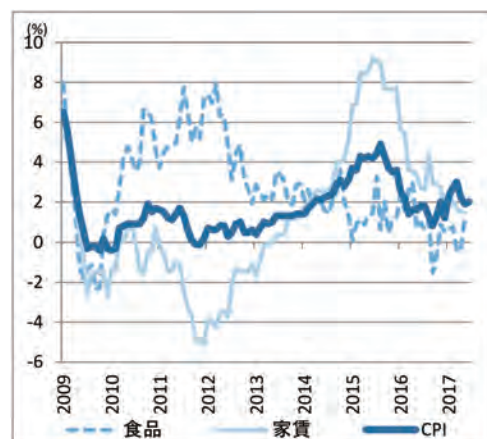
インフレ率の上昇に対し、利上げという対応方法もあるが、ドバイ・ショック以降、UAEは長期にわたり政策金利を1%に維持してきた⁽³⁾（図表18）。2016年3月の米国の利上げを受けて、UAE中銀は政策金利を1.25%に引き上げ、その後も段階的に金融を引き締めしていく方針とみられる。また、近年、UAE中銀は金融機関の不動産融資残高や登録料の回

図表16 不動産(住宅)価格の推移



出所：BIS (REIDEN)

図表17 インフレ率 (前年比)

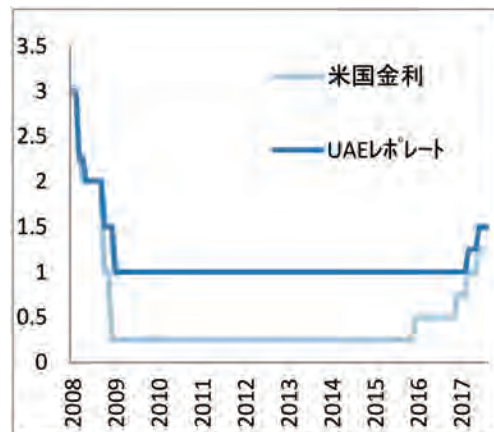


出所：UAE中銀

(3) UAEはドルペッグ制を採用しているため、同国の政策金利を米国の政策金利であるFFレートに連動させている。

収管理を強化するガイドラインを定めている。不動産価格が急速に上昇する場合は、経済が過熱しているおそれがあるため、注意を要する。不動産価格の乱高下を防ぐためにも、引き続き不動産と金融関連の規制改革を進めることが必要であろう。

図表18 UAE と米国の政策金利の推移



出所：FED, UAE 中銀
注：UAE レポレートは3ヵ月レート

4. UAE (主にドバイ酋長国) の債務問題

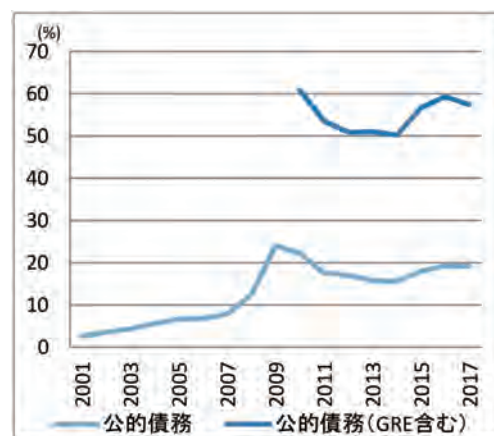
(1) ドバイの公的債務や返済能力に対する懸念

ドバイ・ショック以降、UAE の公的債務残高の対GDP 比率は20%前後で推移しており、他の産油国に比べると債務規模は小さい (図表19)。ただし、原油や不動産関連を中心とした政府系企業 (以下、GRE) の債務を含めた公的債務残高の対GDP 比率は50%を上回っている。同債務残高の約8割はドバイの政府およびGREの債務であり、2015年のドバイ政府単体でみた公的債務残高の対GDP 比率は120%を超えている。

ドバイはオイルマネーだけでなく先進国から流入する投資資金を用いて、2000年代の中盤からインフラ開発と不動産投資を急激に進め、その過程で徐々に債務が拡大した。リーマン・ショックが起き、世界的にも信用収縮が広がる中、2008年末にドバイ政府が政府およびGREの債務額を200億ドルと発表したことを発端に信用不安が広がり、ドバイ政府は中銀と政府系銀行から支援を受けた。しかし、その後も状況は好転せず、2009年末にGREのドバイ・ワールドが債務の6ヵ月返済猶予を要請するに至った。最終的にはアブダビ政府から多額の支援を受け、一連のドバイ・ショックは落ち着いた。

ドバイ・ショックから約8年が経つが、引き続きドバイ政府はアブダビ政府から支援を受けている。2014年当時、アブダビ向けに300億ドルの大口返済の期限があったものの、ドバイは一度に多額の返済は難しく、アブダビ政府から債務の繰り延べが認められた。債権者はアブダビ政府に限らないが、IMFの返済予定表によると、次回の大口債務返済は、2018年で金額は270億ドルにのぼる (図表20)。また、返済予定表の中に、約300億ドルの返済時期の不明な借入があり、実際の返済時期によっては大きな負担となる点に留意すべきである。

図表19 公的債務残高対GDP 比率



出所：IMF, IIF
注：GREを含む公的債務残高の数値は2010年以降のみ。2016年以降は推計

上記のような大口返済時期にドバイ単独での返済余

図表20 ドバイ政府関連の債務返済スケジュール（億ドル）

債務主体		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022以降	時期不明	合計	
ドバイ	ドバイ政府	ボンド		6.0	200.0	0.0	7.5	5.0	6.5	35.2		260.2
		ローン		0.4	0.4	0.4	0.4	2.9	5.8	0.8		11.1
		合計		6.4	200.4	0.4	7.9	7.9	12.3	36.0		271.3
	その他ドバイ政府	国内借入									328.8	328.8
	ドバイ GRE 50%以上政府出資の企業 含む親 GRE からの保証付きの負債を含む	ボンド		25.1	24.1	24.3	45.5	13.7	10.1	76.3		239.1
		ローン		23.5	47.9	38.8	16.3	32.3	132.6	45.5	13.8	350.5
		合計		48.6	72.1	63.1	61.8	46.0	142.6	121.8		589.6
	ドバイ GRE を含む合計			55.0	272.5	63.5	69.7	53.9	154.9	157.7	328.8	1189.7
	(2016年 GDP 比)			0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1
	参考) ドバイ GRE 50%以下			0.0	9.5	10.0	4.5	15.0	0.0	15.0		54.0
	参考) ドバイ政府保証			2.7	5.1	3.6	3.1	2.8	23.4	0.7		41.2
	参考) Dubai INC. の再編債務			41.5						130.0		171.5
	参考) 政府系銀行			32.2	14.3	37.3	20.5	15.3	12.8	35.0		167.4
アブダビ	アブダビ GRE を含む合計	51.3	60.6	63.3	65.5	46.2	70.0	97.4	110.4	0.0	513.4	
	(2016年 GDP 比)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1		0.2	
ラス・アル・ハイマ	ラス・アル・ハイマ政府			5.0					12.2		17.2	
シャルジャ	シャルジャ政府						5.0		7.5		12.5	

出所：IMF

注：その他のドバイ政府はドバイ国立銀行からの借入。その他の企業は DEWA, DIFC, DAE, Borse, ICD。

力があるかについては、ドバイ単独の資産開示が限定的で全てを把握するのが難しい。現在はドバイ万博に向けて経済がプラス成長を維持しているが、特に2020年の万博終了後、ドバイ経済が停滞するおそれもある。そのため、早期により詳細な債務管理計画を策定して、大口返済の時期などを注意深くコントロールすべきと考える。

また、ドバイ単独での大口返済ができない場合は、アブダビを含む債権者による債務の繰り延べ、または、新規債務支援が必要となる。特にアブダビは、ドバイの債務管理計画について常に情報共有をすることが求められよう。

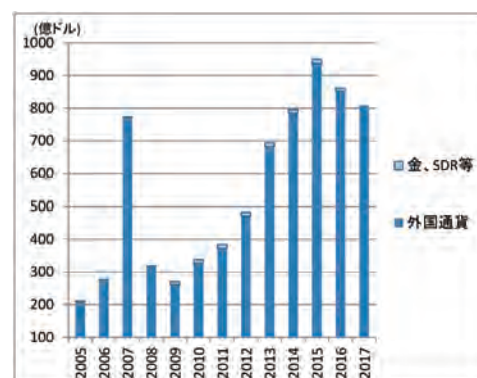
(2) UAE の公的な対外資産余力

IMFの返済予定表では、2016年時点のGREを含めたドバイ政府の公的債務残高は1,189億ドルであり、UAE全体の外貨準備高である853億ドル（2016年）を上回る（図表20,21）。とはいえ、UAEは産油国の中でも積極的にSWFを管理し、公的対外資産を順調に蓄積している。他の産油国と比べて、多くの大規模なSWFを保有しており、UAE全体の公的な対外資産余力は相応にあると考えられる。

ただし、SWFの資産と業績の動向には、一定の注意が必要と思われる。IMFの4条協議レポートによると、原油価格が低迷している昨今、歳入確保と外貨準備高の維持を目的

に, SWFの資産の一部を財政に還流させている。SWFは情報開示に制限があるため, 運営状況の把握は限定的にしかできないが, ドバイ唯一の SWF である Investment Corporation of Dubai の2016年上期の純利益は前年同期比23.2%減少した。これは, 原油を含む資源価格の低迷に加え, 他の主要通貨に対するドル高や世界経済成長の鈍化の影響によるものとされた⁽⁴⁾。

図表21 外貨準備高の推移



出所: アブダビ中銀
注: 2016年以降は予測

図表22 SWF 一覧表上位15位 (含む GCC 諸国の SWF)

	国	SWF 名	総資産額 億ドル	設立年
1	ノルウェー	Government Pension Fund-Global	9,221	1990
2	UAE アブダビ	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	8,280	1976
3	中国	China Investment Authority	8,138	2007
4	クウェート	Kuwait Investment Authority	5,240	1953
5	サウジアラビア	SAMA Foreign Holdings	5,140	1592
6	香港	Honk kong Monetary Authority Investment Portfolio	4,566	1993
7	中国	SAFE Investment Company	4,410	1997
8	シンガポール	Singapore	3,500	1981
9	カタール	Qatar Investment Authority	3,420	2005
10	中国	National Social security Fund	2,950	2000
11	UAE ドバイ	Investment Coporation of Dubai	2,005	2006
12	シンガポール	Temasek Holdings	1,800	1974
13	サウジアラビア	Public Investment Fund	1,830	2008
14	UAE アブダビ	Mudabala Investment Company	1,250	2002
15	UAE アブダビ	Abu Dhabi Investment Council	1,100	2007
残りの GCC	UAE 連邦	Emirates Investment Authority	340	2007
	バーレーン	Mumtalakat Holding Company	106	2006
	オマーン	Oman Investment Fund	60	2006
	UAE ラスアル	RAK Investment Authority	12	2005

出所: SWFI
注: 2017年5月に更新されたソブリンランキングをもとに作成。

(4) Investment Corporation of Dubai の社長は, 2017年は多くの不動産開発案件への前向きな動きが多く, 業績は改善するとコメントしている。

(3) アブダビからの支援の継続性

アブダビのUAEにおける政治的、経済的な立ち位置を勘案すると、アブダビ政府はUAE内のリーダーシップをとり、必要に応じてドバイやその他北部5首長国の支援をせざるを得ないとみられる。UAEが連邦政府として債券を発行していないことに鑑みると現時点では連邦政府の債務管理は限定的であり、特に、アブダビは債務規模の大きいドバイを中心に債務管理をサポートする必要がある。

ただし、原油価格の長期低迷により、アブダビの原油関連部門の経済成長が今後回復しなかった場合、アブダビ政府の対外資産やSWFの資産規模は減少する可能性もある。このように、2014年にアブダビ政府がドバイの債務返済を繰り延べした時期とは、現在は経済環境が必ずしも同じではないことから、アブダビの支援余力について一定の注意が必要である。

加えて、ドバイは経済規模に比して債務の規模が大きく、ドバイ・ショック発生時のように返済繰り延べや不履行という情報が出回った際は、投資家の資金引き揚げのスピードが速い。不動産や金融商品の価格下落などの連鎖反応を起こす可能性も高い。経済が停滞し、ドバイ単独での債務返済が難しくなった場合に備え、アブダビとの関係を強化すると共に、アブダビとドバイの債務をUAEとして一元管理が必要であろう。

IMFのレポートにて今後、SWFから各首長国政府やGREへの財政や経営支援のための送金は明確にすべきと指摘されている。このように、いまだ複雑で未開示の部分が多いGREの出資関係を含めたドバイ政府の債務管理について、定期的かつ正確な情報を開示し、投資家の信認を得ることが必要であろう。

(4) ドバイ・ショック再来の懸念

ドバイ・ショック発生時の経済成長率や金融商品と不動産の価格などをみると、世界金融危機以前からの急激な経済拡張の反動によるところが大きかった。現在、ドバイは2020年の万博を控えるが、現時点における株価、CDSおよび不動産価格には、ドバイ・ショック発生前のような異常な上昇やボラティリティの高さはみられない。ただし、2017年に入り、米国が既に2回の利上げに踏み切るなど、欧米は金融引き締め方向に入っている。その引き締めピッチ次第ではドバイの金融・不動産市場が大きな影響を受ける可能性が残る。

UAEの通貨は米ドルにペッグしているため、為替相場の上昇により同国の景気の過熱を抑えることは期待できない。また、景気の変調が為替相場に反映しないため、債務不履行や株価暴落の時期を為替相場から探りにくく、結果としてショックの規模が大きくなるおそれもある。UAEは、既にドバイを中心に不動産価格の過度な上昇や不動産向け融資拡大を抑制する各種制度を導入しつつある。今後も、不動産および金融商品価格や金融機関の債務の状況をモニターするため、不動産関連に加え、金融セクターのリスク管理やガバナ

ンス強化を進め、世界的な景気の縮小期のショックを和らげる備えをすべきと考える。

〈主要参考文献〉

IMF Country Report No. 17/218, UAE 2016 IMF Article IV Consultation, July 2017

IMF Country Report No. 16/251, UAE 2016 IMF Article IV Consultation, July 2016

「ドバイショックと今後の見通し」2010年 国際通貨研究所 上級主任研究員 出川 裕

「ドバイ・アブダビを中心とする UAE の現状と今後の課題」2012年 国際通貨研究所
研究員 秋山 文子

「ドバイ債務問題対処の進捗状況」2013年 国際通貨研究所 研究員 福田 幸正

* 本稿の内容は執筆者の個人的見解であり、中東協力センターとしての見解でないことをお断りします。