

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
(財)国際通貨研究所

## ドバイショックと今後の見通し

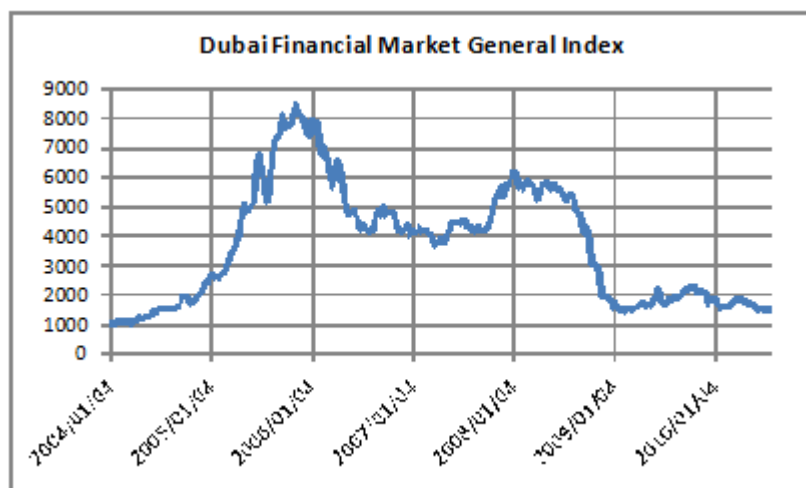
(財) 国際通貨研究所  
上席客員研究員 出川 裕

昨年11月に起こったいわゆるドバイショックに至る迄の出来事とその内容や背景、更にはその後の動きを振り返り、今後の見通しについての私見を述べてみたい。

### 1. これまでの出来事

#### ドバイショックに至るまで

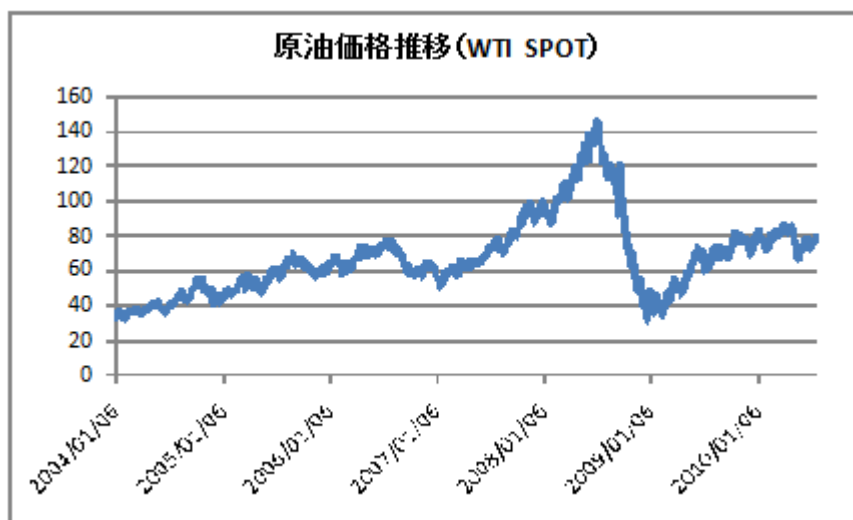
2006年後半にドバイ及びアブダビ株式市場のバブルが弾けた。UAE（アラブ首長国連邦）の株式市場は2001年の米国同時多発テロ（9.11）事件後の欧米に向かっていた投資資金の回帰と、その後の石油価格の上昇に伴う資金の流入により2004年から急上昇し、2005年末にピークをつけた。その後株価は2008年初からの石油価格の暴騰で一時上昇した以外は一貫して下落し続けており、現時点ではピーク時の20%程度まで落ち込んでいる。



データ出所：Bloomberg

2007 年後半には米国のサブプライムローン問題が顕在化した。これによって欧米系銀行が大きく傷つき、特に被害が大きかったシティ、メリルリンチ、UBS 等の株価が大きく下落したことはご高承の通りである。ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) を始めとする SWF (Sovereign Wealth Fund) による出資、投資にも毀損が発生したが、UAE の銀行の直接的被害は軽微であった。

2008 年前半からは石油価格の高騰及びドル価値の下落によるインフレが昂進、UAE を始め湾岸経済への高インフレによる悪影響が出始め、湾岸諸国通貨のドルペッグ廃止論が台頭してきた。その年 7 月には石油価格 1 バレル 147.27 USD とこれまでの最高値をつけたが、これは投機資金のコモディティへの流入の結果と言われている。この結果膨大な石油資金を基にした産油国の投資活動も活発化した。



データ出所 : Bloomberg

ところが 2008 年 9 月 15 日にリーマンブラザーズが破綻し、UAE でも急激な信用収縮、流動性の枯渇が発生、信用不安が一気に広がった。この為 9 月から 10 月にかけて、まず UAE 中銀による国内銀行への 500 億 UAE ディルハム (以下 AED) の資金拠出、及び「公定金利」の 1.5% への引き下げ (米国 FF 金利 が 1.5% に引き下げられたことに対応) 等の緊急措置が取られた。更に 10 月連邦政府が銀行に 700 億 AED の資金拠出、UAE 銀行の預金全額保証を発表した (但し、法的根拠は未整備で、3 年保証するという言質のみ)。

これを契機に高騰を続けていたドバイの不動産価格の下落も始まった。投機を含む資金の流出が続き、現在はピーク時の 3~4 割程度まで落ち込んでいる。また 11 月には UAE 中銀が不動産金融、消費者金融をターゲットに融資

の規制強化に乗り出したこともこれに拍車を掛けた（UAE の 2008 年 6 月に於ける銀行貸出に占める両項目は 25% 超であった）。

2008 年 11 月 24 日、ドバイ政府は、政府関係負債を 800 億 USD と発表した。この情報開示により信用不安の払拭を狙ったのだが、ドバイの急激な経済拡張がレバレッジを利かせた借り入れに多くを依存していたことを明らかにし、ドバイ首長国に対する信用不安をむしろ増幅する結果となった。12 月には Tamweel 及び Amlak（いずれも不動産金融会社）問題が顕在化した。不動産価格の急激な下落に伴う貸し出し資産の劣化とそれに伴う信用不安から資金が回らなくなった為で、かつて日米等で発生した住専問題と類似している。

翌 2009 年 1 月には石油価格が 1 バレル 35 USD まで下落した。世界的な信用収縮による投機資金の急激な引き上げが原因と言われる。2 月にはアブダビ政府がアブダビの地場銀行 5 行に 160 億 AED を注入した。これも流動性補完と資産の劣化への対応である。

2009 年 2 月にドバイ政府が政府債を発行し、総額 200 億 USD の内 100 億 USD は直ちに UAE 中銀が引き受けた（5 年物、金利年率 4%）。5 月にドバイワールド（ドバイ政府系のビジネスグループ）傘下の不動産開発会社 Nakheel がドバイ政府より資金支援を受ける。その原資、金額共不明だが、これが後のドバイショックの最初の兆候だった。

2009 年 5 月 20 日、UAE は通貨統合からの離脱を発表した。ただ、これによる直接的な経済への影響はなく、経済的問題というよりは GCC 中銀のアブダビへの誘致に関する政治的問題とみられる。6 月にはサウジアラビアの財閥グループ Saad Group 及び Al Gosaibi Group 問題が顕在化した。国際金融機関のみならず湾岸の金融機関にもかなりの影響が出た模様で、サウジの銀行だけで一説には 40~70 億 USD と言われ、UAE の銀行のうち少なくとも 5 行が相当なエクスポージャーを抱えている模様である。この問題の背景には、所謂「名前貸し（Name Lending）」があり、この地域のコングロマリットビジネスグループの財務内容の不透明性が最大の問題である。

2009 年 7 月ドバイ政府が金融支援基金（Financial Support Fund）を設立した。原資は政府債調達による連邦資金 100 億 USD である。また、9 月にはドバイ・メトロが開通したが、これは日本連合による受注で日本の技術による無人軽便鉄道（ゆりかもめ仕様）である。

### ドバイショック発生以降

2009 年 11 月 25 日、ドバイワールドが債務の 6 カ月返済猶予を要請した。これがいわゆるドバイショックである。ドバイワールドはドバイホールディ

ングと並んでドバイ政府系の企業グループであり、従ってこれはその大株主であるドバイそのものの信用に関わっており、ドバイの信用不安として認識された訳である。また同日ドバイ政府債の残り 100 億 USD のうち、50 億 USD が地場 2 行によって購入された。先のドバイ政府債の残り 100 億 USD がどのように消化されるかが市場の関心の的であったが、2 行はいずれもドバイではなくアブダビの銀行であり、この辺りですでにアブダビの関与が窺われる。

11 月 29 日、UAE 中銀はすぐさま銀行への緊急資金支援を発表し、信用不安から来る流動性の枯渇に手を打った。12 月 1 日にはドバイ政府高官（財務庁のトップ）が「ドバイワールドは政府とは別の私企業である」と発言し、ドバイ政府は直接関与しないものと受け取られて信用不安を増幅、その結果株式市場は暴落した。その後ドバイワールドは、債務総額を 260 億 USD と公表し、リスケ交渉に入った。12 月 14 日にはドバイワールドがドバイ政府の支援を取り付けたことを公表、事実上政府高官の前言を撤回した。偶々 UAE では 11 月 26 日からイード休暇と建国記念日が重なる 10 連休中であり、これら一連の動きには事前の調整は見られず、アラブらしいドタバタとなった。

同じく 12 月 14 日アブダビ政府がドバイワールド救済へ 100 億 USD 拠出した。アブダビ政府が直接ドバイワールド救済に出たことは驚くべきことで、これはこれまでのアブダビドバイの関係論の中にあって極めてエポックメイキングな出来事であり、今回の最重要な事実と言える。翌 12 月 15 日、この資金を基に Nakheel の 41 億 USD のスクーク（イスラム債）が期日返済された。

この頃からドバイ・メトロの支払い問題も顕在化してきた。ドバイ・メトロはドバイワールドと違いドバイ政府の交通局のプロジェクトであり、政府そのものによるプロジェクトである。ここに至りドバイ政府そのもののリスクが問われ始めたと言える。ちなみに、日系企業のドバイ債権は総額 6,600 億円と言われている。

2010 年 3 月、ドバイ政府は政府系企業に 95 億 USD の支援を発表した。原資はアブダビからの資金の残りとはドバイ政府の拠出（38 億 USD と発表）という。その後同月ドバイワールド会長 H.E.Sultan Ahmad Bin Sulayem（ジュベルアリフリーゾーン創設の立役者で、ドバイ首長の懐刀と言われた人物）の解任、DIFC 前総裁 Dr. Omar Bin Sulaiman の逮捕（不正嫌疑と言われている）、Damas（ドバイベースの中東最大の宝石商）の返済滞り、4 月に入ると Emaar（ドバイ政府系の不動産開発会社）のプロジェクトの遅延、アブダビとドバイの証券取引所の統合の検討、シャルジャの大停電（慢性的電力

不足)等が続き、ドバイショックの後遺症がまだまだ続いていることを示している。5月には先のドバイワールドのリスケ案が銀行団と大筋合意された。また、連邦政府が政府系の債務を一括管理することを検討中との発表があったが、このように連邦政府が各首長国を横断的に管轄する趣旨を言い出すこと自体が以前には全く考えられなかったことである。しかしながら各首長国の主権との絡みで当面実現は難しいであろう。同じく5月、今度はDIC(ドバイホールディング傘下の投資会社、ドバイホールディングはドバイワールドと並ぶドバイ政府が保有するグループ)の返済猶予問題が起こり、6月にはドバイホールディング自体のリスケ問題も浮上した。結局、ドバイ政府系2大グループの債務過多体質が現在顕現してきており、ドバイ問題の鎮静化にはいま暫く時間が掛かるものと思われる。

## 2. 今後の見通し

### バブル崩壊とリーマン・ショック

今見てきたようにドバイショックと言われるものは昨年11月末に起こった一つの出来事である。しかし、それは決して唐突に単独でドバイに起こったことではなく、一昨年9月のいわゆるリーマン・ショックに端を発している。リーマン・ショックが世界経済に大きな影響を及ぼし、それがUAEを始めとする湾岸石油産油国経済にも影響を及ぼした結果だといえる。さらに言えば、それ以前にUAEの株式市場のバブルが弾けており、こうした一連の展開を見るといわゆる〇〇ショックといわれる歴史的イベントも突発的に起こることではなく、それ以前からそこへ至る過程でいくつもの事象が起こっており、予兆は必ずあるものと言える。今回のギリシャの問題にしてもそうだが、これだけ世界の情報が氾濫且つフラット化しているといっても、やはり太宗の情報は第三者にとっては知られてはおらず、或いは関心を持たれておらず、その結果としてあたかも危機が勃発した如く認識されるのだろう。

ドバイの場合、ショック以前より既にその急激な経済拡張の反動が現われていたのは前述の通りである。それはまず株式市場の下落から始まっており、9.11事件後の欧米マーケットに投資されていた資金の湾岸への回帰と石油価格の上昇に伴って始まったUAEの株式市場の高騰は、2005年初から年末に掛けてその指数がそれまでのほぼ4倍まで上げるという暴騰を記録、2005年末にそのピークをつけると今度は2006年の前半で50%近く下げるといふ乱高下となった。その後順調な世界景気の下2007年中は比較的落ち着いた相場であったが、2008年初に再び株価が上昇した後、年半ば以降に再び急落、現在株価は2005年末のピーク時から80%近く落ち込んでいる。株価の上げにはかなりの海外投機資金も流れ込んでいたことが要因としてあり、現状で

は海外からの資金の戻りは考えづらく、また国内資金が戻ってきたとしてもかつてのような急激な上げはないものと思われる。また同様に海外からの投機資金の流入で暴騰していた不動産市場はリーマン・ショックをもろに受けた形で一昨年 10 月から下落が始まり、現時点ではピーク時の 4 割以下に下落した模様である。ドバイの不動産市場は基本的に最終需要の為というよりも投機目的が太宗を占めていた為、現在の状況下では資金回収の為の換金が更に進むと見られることに加え、本年以降の供給過剰懸念から、今年中更に落ち込むとの見通しが多い。

### 流動性の枯渇と信用収縮

リーマン・ショックにより世界各国で大規模に起こった流動性クラッシュ、クレジットクラッシュ（信用収縮）の影響は UAE の資本市場にも及んだ。流動性資金の急激な逼迫が起こり、連邦政府及び中央銀行はこうした事態に対し、2008 年 10 月に総額 1,200 億 AED の緊急資金放出を行い、又 2009 年 2 月にアブダビ政府は、アブダビを拠点とする現地銀行への資本注入 160 億 AED を実施した。一時に比べだいぶ和らいだとはいえ、今後共起ころであろう金融機関の貸し出し或いは投資の不良資産化に対して未だ万全とはいえ、予断を許さない状況が続いている。UAE の金融機関は不動産、建設関連や消費者関連貸し出しの比率が高いうえ、「名前貸し」も多く、銀行の審査は万全とは言い難い。又海外金融機関による UAE の公・私企業、金融機関に対する信用収縮、つまり資金の出し渋りも長引きそうな気配である。

### ドバイの窮状

特に経済の急拡大が続いたドバイではこの影響が大きい。豊富な石油資金を有するアブダビと違ってドバイの経済発展は湾岸域内、域外からの投資資金によって賄われてきたことから、ここに至って信用収縮の影響がもろに出てきている。ドバイ政府は一昨年秋、そういった不安解消の為ドバイ政府及びその関連企業の借り入れが凡そ 800 億 USD であることを公表したが、実際には 1,000 億 USD 以上、一説には 1,200 億 USD とも言われている。さらに、民間企業の借り入れも含めると更に大きなものとなると見られることから、情報開示が反ってその借り換え資金需要の大きさ（2010 年度分で 250 億 USD、2011 年にはピークを迎え 350-400 億 USD と報じられている。）を際立たせることとなり、信用不安が更に強まる悪循環になっている。

既に一部企業においては既存プロジェクトの遅延、新規プロジェクトの先送りが発生しており、基本的に手元資金の豊富なアブダビにおいても、ADIA の保有資産が既に 30%以上目減りしているという報道もあるなど現時点で

の保有資産が目減りは大きく、新規のプロジェクト立ち上げには暫し慎重にならざるを得ない状況であろう。

## アブダビとドバイの関係

今回のいわゆるドバイショックで UAE に於いて極めて重要な変化があったと考えている。それは巷間言われているドバイ及び UAE の経済発展に直接与える影響よりも、ある意味で大きな変化ではないかと思う。それはドバイとアブダビの関係が決定的に変貌したことである。ご存じのように UAE は7つの首長国で成り立つ連邦で、各首長国の権限はかなり大きなものとなっているのがその特徴であり、その中でも実質的にはアブダビとドバイが連邦の中心となっている。15-20年前のドバイはジュベルアリフリーゾーンの設立を契機に脱石油化を図り、建設業を始め観光、サービス業（金融を含む）などを振興、その成功がもてはやされていた。一方のアブダビは旧態然とした石油依存のモノカルチャ経済に留まっていた為、経済の多角化に成功したドバイはいずれ経済的にアブダビを凌駕し、ドバイは独立を目指すのではないかと、UAE は崩壊するかも知れぬ、といった議論もされていた。しかしながら現時点で言えば、ドバイの経済多角化はせいぜい建設、観光、サービス業に留まっており、且つ現在明らかになったことはそのための資金はほとんどがアブダビを含む対外借入に依存していたという事実だ。アブダビもここへ来てかなり経済開発に力を入れるようになってきているが、アブダビの場合は基本的に手持ち資金であることが大きな違いである。

今回の一連の出来事はもはやそうした議論の余地をないものにしたと言える。即ちすでにドバイ（マクツーム家）はアブダビ（ナヒヤン家）なしにはやっていけず、アブダビにしても実質上ドバイに入れ込みすぎた為、足抜けもできず、方々ドバイを世界に向けた窓として利用せざるを得ないという関係が構築されてしまったということである。言い換えればこれが意味するもっとも重要なことは、いまやアブダビ（ナヒヤン家）—ドバイ（マクツーム家）の力関係が確定したということである。その意味で「ドバイはもはや単独で議論すべき対象ではなく、今後は UAE として把握すべきであり、その中での役割を議論すべき」と思う訳である。

それではドバイは石油リッチなアブダビの後ろ盾を得てこれで大丈夫かということだが、ドバイが国としてデフォルトを起こすことはないという意味においては最終的にそういえるだろう。ただし、ご注意いただきたいのは、だからといって個別の案件が全て救われるわけではないということである。むしろ案件の選別は厳しくなり、UAE にとって、さらに言えばアブダビにとって重要だと認定されるもののみが救済を受けることになるだろう。現在

の状況ではアブダビといえどもその資産は大きく傷ついており、ことはそう簡単ではない。

### 石油価格の動向に注目

引き続き当国の経済の基幹が石油収入であることは論をまたない。現在 UAE を含む湾岸諸国の財政均衡のためには石油価格は 1 バレル 60—70USD 程度が前提と言われており、現時点での価格（70USD 台）では未だ特段の問題は発生しないものと思われるが、今後の価格動向には要注意である。今後石油収入の減少ないし低迷が続けば、UAE の GDP の伸びはこれまでのような 2 ケタ近い伸びは望めず、ここ数年に亘った当国の未曾有の経済発展も調整局面入りは避けられず、恐らく向こう 2—3 年は鈍化、停滞が続くものと思われる。産油国経済といえども世界経済と無関係ではいられないとすれば、復活は世界経済の回復までかかるのかも知れない。

### 石油モノカルチャから投資立国へ

ドバイ或いは UAE の今回の景気鈍化ないし停滞は直接的には外部要因から引き起こされたものでその結果としての国内株式、不動産の下落、調整は起こっているが、基本的な UAE の経済構造、即ち石油生産に依存した経済に基本的に変化は無い。過去 20 年に亘るドバイの経済多角化の努力も現時点では建設業や観光、金融業等に留まっており、製造業を始めとする産業の広がりはいまだ見られない。地勢、気候、人などの面からそのこと自体が湾岸地域では難しいのではないかと、とも考えられる。

このように当国が依然として石油依存経済であることと共に、注目すべきは当国がこれまでの石油生産に伴って蓄蔵した膨大な資産を既に保有し、将来に向けて運用していることである。その資産規模は全体で数兆 USD にのぼるとも見られ、この資産運用のリターンはリーマン・ショック以前にはほぼ年間の石油収入に匹敵する規模となっているのではないかとされていた。

もしそうだとすれば UAE は石油モノカルチャの経済から投資立国へと移行しつつあるとも考えられ、この辺りは検証がなかなか難しいところだが、全般的な外れということはないだろう。最近の現地の経済記事でも「石油と SWF が湾岸経済のクッションになる」という論調も見られる。上記を勘案すれば暫くアップダウンはあるとしてもドバイ及び UAE の経済そのものが崩壊することはまずありえず、UAE の体制に近い将来大きな変化をきたすことはないと思われる。

以 上



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>