

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

エジプト経済情勢とロシア情勢等の影響を踏まえた今後の見通し

公益財団法人 国際通貨研究所

開発経済調査部 主任研究員

九門 康之

yasuyuki_kumon@iima.or.jp

<要旨>

- ▶ エジプト経済は、中東北アフリカ地域でコロナ過の下でも唯一プラス成長を維持した。政府主導の積極的なインフラ投資などにより、今後も成長が期待できる国である。
- ▶ 財政収支は赤字金額が拡大傾向にあるものの、GDP 比では緩やかな改善傾向にある。財政赤字の拡大に伴い政府債務も増加したが GDP 比率でみると、2017 年まで上昇し、それ以降は 90%前後で推移している。資金調達手段が多様化しており、当面の資金繰りに懸念はないものと思われる。
- ▶ 経常収支は、2020/21 年度は前年比赤字幅が拡大し、GDP 比で-4.6%であった。短期的には、小麦の価格が低下したことで輸入額が減少、湾岸諸国からの直接投資や、観光客による観光収入により急減な悪化は避けられたものと思われる。中期的には、輸出企業の成長、世界景気改善、観光客の回復などがなければ、当面この状態が続くものと思われる。
- ▶ FDI は、コロナ禍により減少したものの、2022 年に入りサウジアラビア、アラブ首長国連邦 (UAE)、カタールなどが総額 185 億ドルの FDI 実施を表明しており¹、再び増加に転じるものと思われる。

¹ 最近発表された湾岸諸国からの FDI については「各国・機関のエジプト支援・投資状況 (13 頁)」参照

- 2022年3月の外貨準備高の急激な減少は、サウジアラビアの支援50億ドルにより一旦は歯止めがかかったものと思われる。現在の外貨準備高の水準は、輸入5.7か月分を確保しており過去最低水準であった2012年の3ヵ月分に比べればゆとりがある。
- エジプトの対外債務のポイントは、金額動向に加え必要な資金の出し手を確保できているかどうかである。金額が増加傾向にあるものの、GDP比は30%台半ばで落ち着いている。IMF・欧州復興開発銀行（EBRD）との関係が良好なことに加え、友好国サウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）などの後ろ盾があることが安心材料である。
- ウクライナ危機で小麦価格が高騰し、食糧不足が懸念されたが、エジプト政府の迅速な対応と海外からの支援もあり、足許の危機は回避できた模様。食糧価格高騰によるインフレについては、金利引き上げや小麦価格の低下もあり、今後は徐々に沈静化に向かうものと思われる。小麦など穀物価格上昇がエジプトに与える影響を懸念し、CDSが急上昇したが、小麦価格が低下するとCDSも低下した。また、世界的な景気減速懸念から、市場でエジプトなどリスクマネーに対する評価が厳しくなったことも影響していたと思われる。
- シシ政権は国内をよく掌握しており、足許で社会不安が発生するリスクは低い。また、エジプトをめぐる地政学リスクは、ナイル川利水権をめぐるエチオピアとの対立、リビア国内不安定化による潜在的リスクがあるものの、ほぼ安定している。

<本文>

1. マクロ経済の見通し

(1) 経済成長

エジプト経済は、中東北アフリカ地域でコロナ過の下でも唯一プラス成長を維持した。政府主導の積極的なインフラ投資などにより、今後も成長が期待できる国である。2020～2021年、コロナ禍の影響で世界景気が低迷し、純輸出がマイナスに転落したが民間消費がこれを補った。民間消費の維持は、政府の景気刺激策が奏功したためと思われる。国際通貨基金（IMF）は、2022年以降も地域平均を若干上回る堅調な成長を予想している（図表1）。景気減速要因としては、小麦など輸入物資の価格高騰と、インフレ抑制のための金融引き締めがあるが、政府が積極的に推進するインフラプロジェクトとそれに呼応する民間投資・消費の拡大により、成長維持が可能と思われる。

図表 1：実質 GDP 成長率（前年比）



(注1) エジプトの会計年度は7月1日から翌年6月30日

(注2) 2022年、2023年はIMF予想（暦年）

(資料) エジプト中央銀行、IMFデータより国際通貨研究所作成

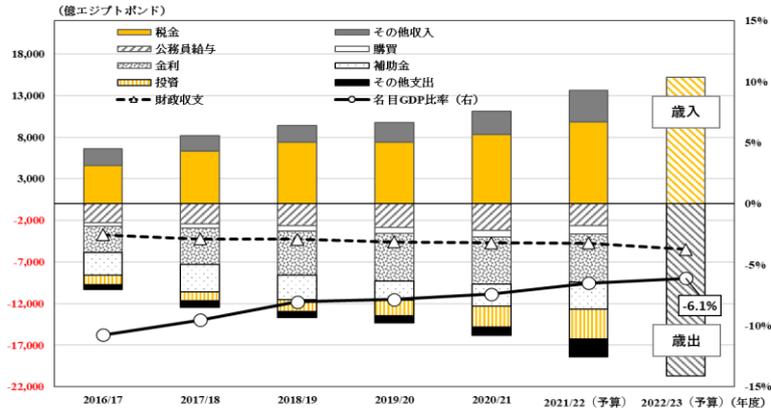
(2) 財政収支・公的債務

財政収支は赤字金額が拡大傾向にあるものの、GDP比では緩やかな改善傾向にある。2022/23年度²の予算は、歳出は2兆700億エジプトポンド（14兆8,600億円）と前年度予算から13%増加し、過去最大規模となった。歳入は1兆5,200億エジプトポンドで前年度予算比プラス11%であった。その結果、財政赤字は5,500億エジプトポンドに拡大したが、財政赤字のGDP比率は6.1%と前年度予算から若干改善した（図表2）。歳出増加の理由としては、借入拡大に伴う支払金利増加や、景気対策として実施したプロジェクトへの支出などが考えられる。

注目点は食糧・エネルギーなどへの補助金総額が前年比11%拡大した点である。3,560億エジプトポンドで歳出の17%を占める。うち、食糧補助金は900億エジプトポンドで前年比3%拡大した。エジプト政府は、国内で販売されるパン用小麦の約4割に補助金を付し国民の経済的負担を軽減しており、小麦市場価格の高騰が長引いた場合、政府の負担拡大が懸念される。

² 2022年7月1日から2023年6月30日。

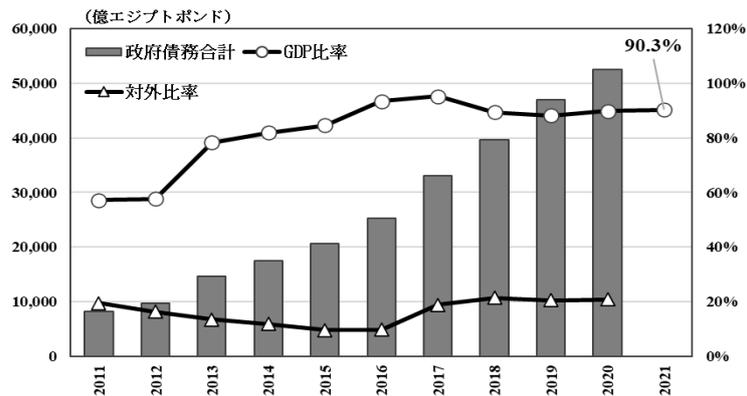
図表 2：財政収支の推移



(資料) エジプト中央銀行データより国際通貨研究所作成

財政赤字の拡大に伴い政府債務も増加した。GDP 比率で見ると、2017 年まで上昇し、それ以降は 90%前後で推移している（図表 3）。政府の資金借入は、国内向けの財務省証券発行などが中心で、海外からの借入は政府債務全体の 20%前後に留まっている。2022 年 4 月、初のサムライ債 600 億円を発行したが、低金利の円で調達コストの削減を狙ったものとみられる。サウジアラビアなど産油国が金融支援を表明しているほか、国営企業民営化による株式売却収入など資金調達手段の多様化を図っており、当面の資金繰りに懸念はないものと思われる。また、ウクライナ危機に伴う小麦価格の上昇に対応するため、IMF に対し追加支援検討³を要請した。

図表 3：エジプト政府債務残高推移



(注) 残高はエジプトの会計期月末（各年の 6 月末）

(注) 2021 年は IMF 推計

(資料) エジプト中央銀行データより国際通貨研究所作成

³ 申し入れ金額は未発表

(3) 対外収支

① 経常収支

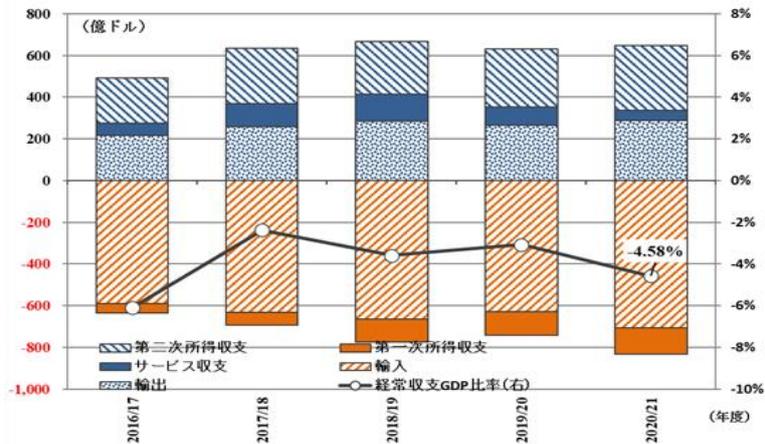
エジプト政府の輸出振興、スエズ運河拡張、観光誘致努力にもかかわらず、経常赤字が続いている。2020/21年度は前年比赤字幅が拡大し、GDP比で-4.6%であった（図表4）。今後、輸出企業の成長、世界景気改善、観光客の回復などがなければ、当面この状態が続くものと思われる。

経常収支は、貿易赤字をサービス収支と第二次所得収支の黒字である程度埋めるという構造である。2009年以降慢性的な赤字に陥っている原因としては、①輸出が伸びないこと、②経済成長に伴う消費財輸入の拡大、③世界景気減速によりスエズ運河収入の伸びが微増にとどまっていること、④コロナ感染拡大による観光収入が激減したこと、⑤対外借入拡大・金利上昇に伴う支払金利の増加、が考えられる。輸出品目は石油・天然ガス、繊維製品、農産物、軽工業品であり輸出先の景気の影響を受けやすい。また、製造業に関しては、担い手となる企業の多くが国営で経営効率が悪いことも課題である。スエズ運河は、収入増を狙って大規模な拡張工事を行ったが、世界景気減速の影響を受け収入は微増に留まっている。

② 観光客減少の影響

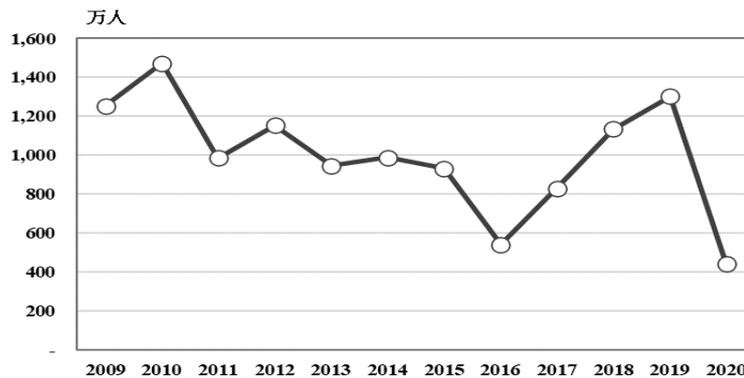
観光客減少の経常収支への影響は大きい。コロナ禍前の2018/19年度、観光収入はGDP比4.2%を占め、外貨収入源の柱の一つであった。しかし、コロナ禍により観光客が激減し2020/21年度には同比率は1.2%まで低下した。2019年まで、観光客数は順調に増加していた（図表5）。観光客は欧州とロシアからが多い。コロナによる移動制限が緩和されたことから、欧州からの観光客は徐々に回復している模様であるが、ウクライナ危機でウクライナやロシアからの観光客が期待できず、当面観光収入は低迷が続くものと思われる。

図表 4：経常収支の推移



(資料) エジプト中央銀行データより国際通貨研究所作成

図表 5：海外からの観光客数推移



(注) 2020 年は観光収入より計算

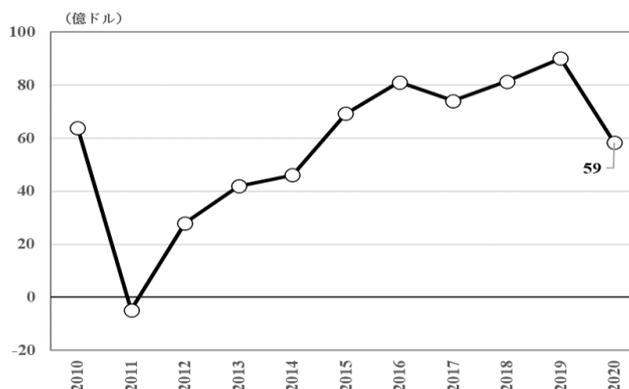
(資料) 世界銀行データより国際通貨研究所作成

③ 海外直接投資 (FDI)

エジプトへの FDI は、2011 年の「アラブの春」以降回復傾向にあった (図表 6)。2020 年はコロナ禍による世界経済停滞の影響を受けて前年比減少したものの、2022 年に入りサウジアラビア、アラブ首長国連邦 (UAE)、カタールなどが総額 185 億ドルの FDI 実施を表明しており⁴、再び増加に転じるものと思われる。背景には、原油価格の高止まりによる湾岸諸国での外貨収入の増加がある。また、欧米エネルギー企業がロシアの代替としてエジプトに投資する動きも FDI を下支えするものと思われる。

⁴ 最近発表された湾岸諸国からの FDI については「各国・機関のエジプト支援・投資状況 (13 頁)」参照

図表 6：海外直接投資（NET 流入額）の推移



(資料) 世界銀行データより国際通貨研究所作成

(4) 外貨資金繰り（外貨準備・対外債務）

① 外貨準備

2022年3月の外貨準備高の急激な減少は、サウジアラビアの支援50億ドルにより一旦は歯止めがかかったものと思われる。ウクライナ危機の発生により小麦価格が急騰、エジプトは小麦の備蓄拡大に注力した⁵。その結果、3月の外貨準備高（金を除く）は前月から48億ドル減少し293億ドルに低下した。この事態に対応するため、サウジアラビアからの緊急支援50億ドル⁶を受けたことで4月の外貨準備残高に低下はなかった（図表7）。今後の見通しについては、足許は予断許さない状況にあるものの、サウジアラビアなど湾岸諸国が大型のFDIを予定しており、世界銀行とも食糧輸入資金支援の交渉を実施していることなどから、外貨準備高の減少はブレーキがかかっていると思われる。

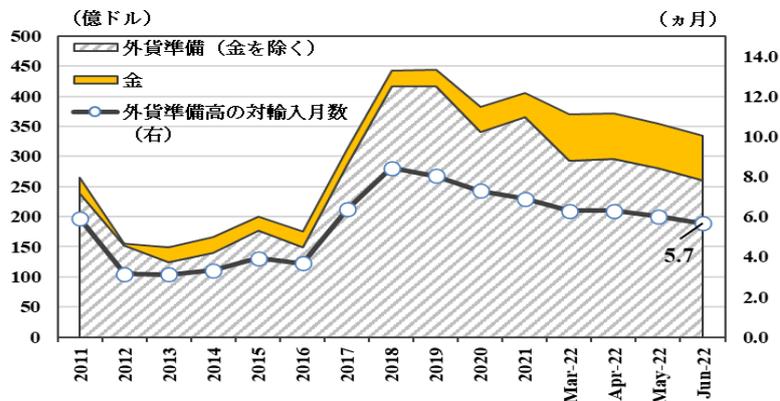
現在の外貨準備高の水準は、輸入5.7か月分を確保しており過去最低水準であった2012年の3か月分に比べればゆとりがある。しかし、IMFが発表する「適正外貨準備計算法（ARAM）」⁷によれば、適正水準といわれる100～150%を大幅に下回っており、改善の余地がある大きいことを示している（図表8）。

⁵ 小麦の戦略備蓄量は、ウクライナ危機前の4か月分から6月には5.7ヶ月分に拡大した。

⁶ サウジアラビア中央銀行（SAMA）による預金預け入れの形をとった短期貸付

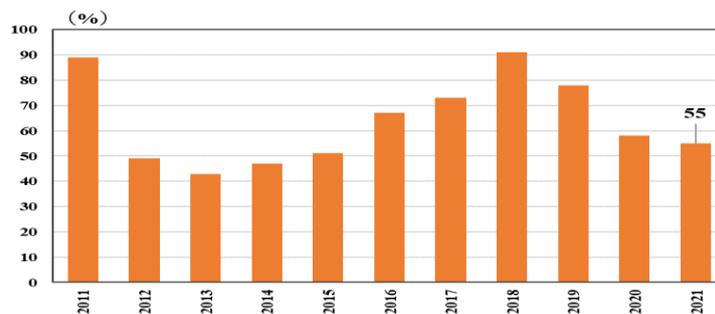
⁷ 金融先物業協会「新興国通貨の基礎知識」9ページ参照 https://www.ffaj.or.jp/wp-content/uploads/2020/03/20200325_generalremarks.pdf

図表 7：外貨準備高の推移



(資料) エジプト中央銀行データより国際通貨研究所作成

図表 8：エジプト外貨準備高の適正水準に対する比率



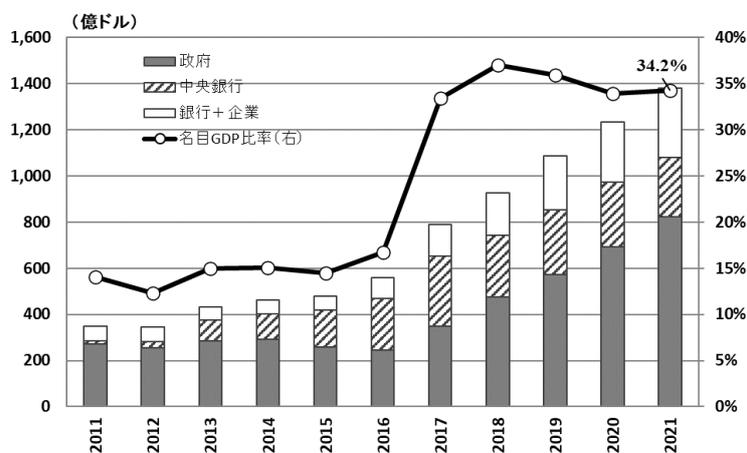
(資料) IMF データより国際通貨研究所作成

② 対外債務

エジプトの対外債務のポイントは、金額動向に加え必要な資金の出し手を確保できているかどうかである。前者に関しては、金額は増加傾向にあるものの、GDP 比 30%台半ばで落ち着いている。後者は、以前に比べ IMF・欧州復興開発銀行 (EBRD) との関係が良好なことに加え、友好国であるサウジアラビアほか湾岸産油国の後ろ盾があることが安心材料である。対外債務残高は、2016年に IMF 融資 120 億ドル合意して以降、増加が始まった。また、同年 EBRD もエジプト向け融資を開始したことが増加を加速させた。GDP 比率では、2016年に 17%であったものが 2018年には 37%に上昇したが、その後、経済の成長に伴い 30%台半ばで落ち着いている (図表 9)。

借入金額は政府と中央銀行が全体の 78%を占めており、大部分の外貨調達には政府主導であることが判る。ウクライナ危機以降、湾岸産油国が相次いでエジプト支援を表明しており、当面の資金確保はできたと思われる。また、中期的な資金調達安定にむけ、IMF と追加支援の協議を開始している点も評価できる。

図表 9：対外債務残高と対 GDP 比率推移



(注) 残高はエジプトの会計期末 (各年の6月末)
 (資料) エジプト中央銀行データより国際通貨研究所作成

(5) エジプトの課題と見通し (小麦、エネルギー、インフレ、CDS 動向)

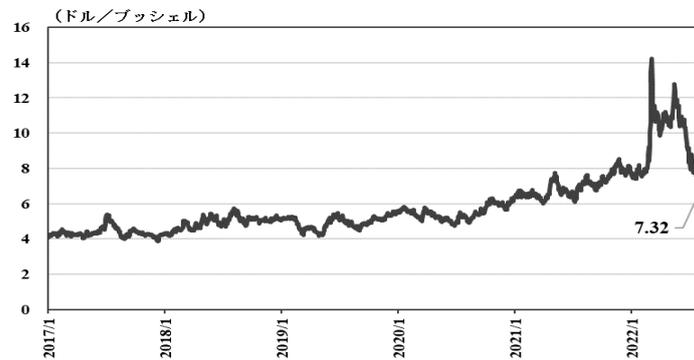
① 小麦価格高騰の影響と今後の見通し

エジプトは人口が1億人を超えており、食糧確保は重要な課題である。ウクライナ危機で小麦価格が高騰した (図表 10)。エジプトで食糧不足が懸念されたが、エジプト政府の迅速な対応と海外からの支援もあり、足許の危機は回避できた模様だ。

但し、エジプト政府は、国内で販売されるパン用小麦の約4割に補助金を付し国民の経済的負担を軽減しており、小麦市場価格の高騰が長引いた場合、政府の負担拡大が懸念される。また、エジプトは小麦の約6割を輸入に依存しており、うちロシア及びウクライナからの比率が85%を越える。輸入先の分散が急務となっており、ポルトガルやフランスなどからの新規買付を行った。その結果、小麦の戦略備蓄は今年2月の4ヵ月分から、6月には5.7ヵ月分に増加した。

小麦購入の資金は、サウジアラビアの支援50億ドルで対応した。追加として世界銀行と食糧備蓄資金5億ドルの交渉を行っている。中期的には小麦の自給率を引き上げる計画で、2024年に65%達成を目指している。EUはエジプトの農業生産を支援するため10億ユーロの融資を発表した。

図表 10：小麦先物価格推移

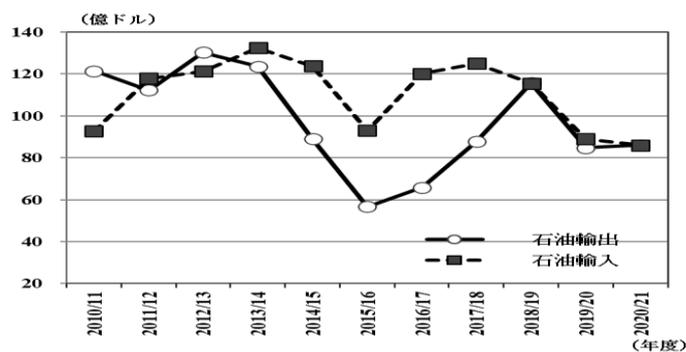


(資料) Thomson Reuters データより国際通貨研究所作成

② ガソリンなどエネルギー価格上昇の影響緩和

エネルギーの価格安定・量の確保に現状懸念はない。エジプト政府は、価格上昇の国民生活への影響緩和のため、ガソリンなどへの補助金を継続している。量の確保としては、国内消費用としてクウェートなどから石油を輸入しているが、国内でも石油を生産している。尚、国産原油開発を促進した結果、現在輸出入額はほぼ均衡しており、海外の市場価格の変動に対してはニュートラルである (図表 11)。発電用などの天然ガスも自給を達成しており海外市場の影響を受けない。また、中期的なエネルギー安全保障として、原子炉建設計画が継続している。

図表 11：石油輸出・輸入額推移



(資料) エジプト中央銀行データより国際通貨研究所作成

③ インフレ動向と政府の対応

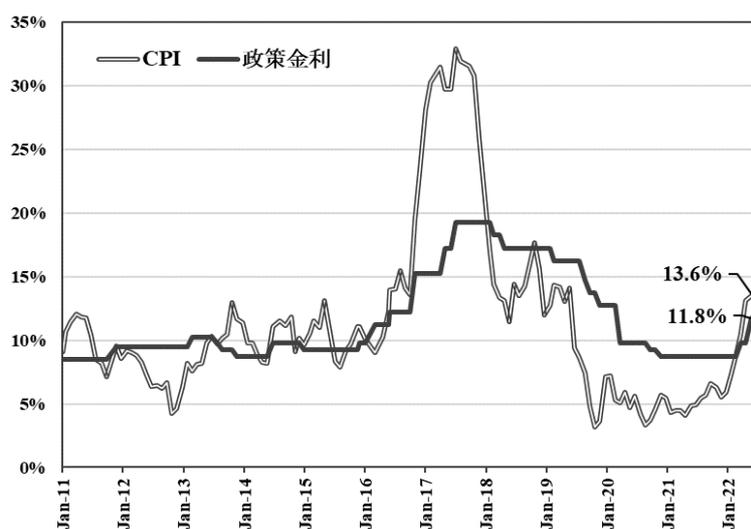
ウクライナ危機以降、エジプトは急激なインフレに見舞われた。6月にはわずかながらインフレの高進があったものの、金利引き上げや小麦価格の低下もあり、今後は徐々に沈静化に向かうものと思われる。利上げによる景気への影響は、政府主導のインフラ

プロジェクトなどで緩和し、成長を維持する方針である。

消費者物価指数（CPI）は2022年3月のウクライナ危機後、前年同月比10%台に上昇した。最大の理由は小麦価格の急騰である。果物・野菜の価格も急上昇し5月には同50%に近づいた。これに対し中央銀行は3月と5月の2回、政策金利を引き上げ、インフレ抑制に動いた。金利引上げや小麦価格の低下もあって、今後CPIは落ち着きを取り戻していくと思われる（図表12）。果物・野菜の価格上昇率も5%まで低下した。中央銀行は市場の動きに敏感に反応し金融政策を実施しており、IMFもこの動きを評価している⁸。

エジプトは、インフレ抑制を優先しその上で政府主導のプロジェクトやインフラ投資で経済成長を維持するという政策をとってきた。インフレは国民生活を直撃し政府への不満材料になりやすいためである。また、エジプトでは政府の影響力が強く、国家プロジェクトを推進しやすい。今回のインフレ懸念に際してエジプト政府は、政策金利を上げてインフレを抑えると同時に、中東産油国などからの投資をとりつけ、国家プロジェクトに結び付けることで経済成長を維持しようと試みている。

図表12：消費者物価指数（CPI）と政策金利推移



（資料）エジプト中央銀行データより国際通貨研究所作成

⁸ JETRO ビジネス短信 <https://www.jetro.go.jp/biznews/2019/05/d8969e8d1bb493ca.html>

④ CDS の動向

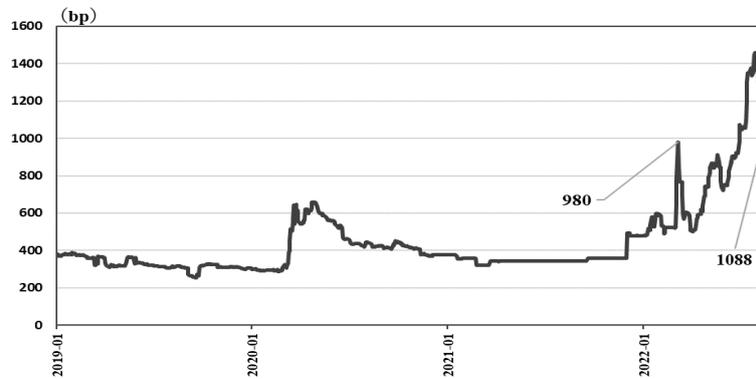
エジプト国債 5 年物の CDS スプレッドはウクライナ危機以降上昇を続け、7 月 19 日には過去最高水準に達したが、8 月に入り低下にむかった（図表 13）。CDS の急激な上昇とその後の低下の背景には、小麦など穀物価格上昇がエジプトに与える影響を懸念したことなどエジプト固有の事情の他、市場でエジプトなどリスクマネーに対する評価が厳しくなったことが考えられるが、小麦価格が低下して懸念が遠のくと CDS も低下した。

過去の推移をみると、コロナ禍が拡大した 2020 年に 600bp 越えまで上昇し、その後、コロナ対応が定着すると 400bp を下回る水準に低下した。直近のピークはウクライナ危機が勃発後の 3 月 7 日で、エジプトが主食の小麦輸入をウクライナとロシアに依存していることが懸念の主たる理由とみられる。その後、一旦スプレッドは低下した。3 月 21 日に政府がエジプトポンドの切り下げを発表したが、IMF 交渉への準備とみられたことから⁹、その時点での CDS スプレッド上昇はなかった。しかしながら、その後、再度上昇した。この背景には、小麦など穀物価格の上昇がエジプト国内物価に与える影響が懸念されること、並びに世界的な金利上昇の影響で、エジプト政府の資金調達コストが上昇するとの予想があると思われる。加えて、世界的な景気減速で、エジプトなどエマージング諸国のリスクマネーに対する投資家の評価が厳しくなったことが考えられる。その後、小麦価格が低下して懸念材料が薄れると CDS も低下した。

なお、小麦に関しては、量の確保、購入資金の手当てなど、エジプト政府は危機回避に動いている。資金調達に関しては、エジプト政府の調達の約 8 割が国内金融機関からのものであり、コストの上昇はあるものの、資金量は確保できると思われる。また、海外からの調達は全体の約 2 割で国際機関からの借入が中心であり、突然の資金調達難に直面する可能性は低い。とはいえ、現状の高い CDS スプレッドはエジプトの潜在的リスクに警鐘を鳴らすものである。公的債務残高、対外債務は増加傾向にあり、外貨準備高動向など足許の状況には注意をする必要がある。また、民間企業の活性化を目的とした政府主導のインフラプロジェクトの進捗も注視したい。

⁹ 3 月 21 日、1 ドル 18.22 エジプトポンドに切り下げを発表。この水準は、2016 年に IMF の融資条件として通貨切り下げを行ったときと同じ水準である。

図表 13 : CDS スプレッドの推移



(資料) Thomson Reuters データより国際通貨研究所作成

⑤ 各国・機関のエジプト支援・投資状況

中東湾岸諸国や欧米の国際機関のエジプト支援・投資の表明により、当面の外貨資金繰懸念は払しょくされたものと思われる。

ウクライナ危機による小麦価格高騰への対応支援としてサウジアラビアが 50 億ドルの資金援助を実施したほか、アラブ首長国連邦 (UAE)、カタールからエジプトへの投資を申し出た。また、世界銀行 (WB) と食糧輸入資金融資 (5 億ドル) の交渉を始め、IMF に対しても、資金援助の検討要請を行った (図表 14)。

近年、エジプトの諸外国・機関との関係は改善している。IMF からは 2016 年に 120 億ドルの融資を受けて以降、コロナ禍対応として 2020 年に 28 億ドルの緊急融資と 52 億ドルのスタンバイ保証の提供を受けている。また、2016 年以降、欧州復興開発銀行 (EBRD) からの投融資¹⁰が実施されておりエジプトへの資金支援は以前に比べ手厚くなっている。

¹⁰ 2016 年以降、146 件、総額 89 億ユーロの投融資が実施された。

図表 14：各国・機関のエジプト支援・投資状況

実施・発表時期	国	金額 (億ドル)	内容	状況
2022年3月	サウジアラビア	50	SAMAがエジプト中銀に資金供与(預金の形で)	実施済
2022年3月	アラブ首長国連邦	20	Abu Dhabi wealth fund ADQが国営企業株式を購入	実施済
2022年3月	カタール	50	FDI投資	発表
2022年3月	IMF	未定	ウクライナ戦争による食糧価格高騰への対応資金融資	申し入れ
2022年4月	サウジアラビア	100	パブリック・インベストメント・ファンド(PIF)によるFDI	発表
2022年5月	欧州復興開発銀行 (EBRD)	48	太陽光発電設備建設資金	発表
2022年5月	アラブ首長国連邦	15	FDI投資(追加)	交渉中
2022年6月	EU	11	農業投資支援	発表
2022年6月	世界銀行	5	食糧輸入支援	交渉中
	支援・投資金額合計	299		

(資料) 各種報道より国際通貨研究所作成

(6) 格付機関の見方と今後の見通し

① 格付け機関の見方

S&P が「B」、Moody's が「B2」と同水準の評価であるが、見通しについては S&P が「安定的」としていることに対し Moody's は「ネガティブ」と評価が分かれている。Moody's は5月26日にB2で見通しを「ネガティブ」に引き下げた(図表14)。両者が共通して挙げている課題はインフレに起因する社会不安と外貨準備高の減少である。S&P は穀物市場価格の高騰が国際収支・財政収支に与える影響を、Moody's は国内借入コストの上昇が続いた場合の流動性リスク・資金調達難を懸念している。他方、評価している点として、S&P は政策対応と海外の支援を、Moody's は政府の危機対応姿勢、経済・財政改革の実績、GDP 成長力、FDI 投資の見込みを挙げている。

格下要因として両者に共通する点は、対外収支の悪化に伴う外貨準備高の大幅な減少及び外部支援の減少、あるいは政府の資金調達能力の低下である。また、S&P はインフレ圧力により社会不安が発生した場合、Moody's は社会・政治リスクの増加に伴う、資金調達コストの上昇を挙げている(図表15)。

② 今後の見通し

格下げ要因につき以下今後の見通しを述べる。

- インフレ圧力による社会不安

小麦価格は春先の高値圏から1ブッシェル10ドルを下回る水準まで低下しており、食糧価格が原因となるインフレの心配は峠を越したものと思われる。また、シシ政権は国内をよく掌握しており、足許で社会不安が発生するリスクは低いと思われる。但し、インフレが更に進み長期化してエジプト政府の経済的な国民支援能力の限界を超えた場合には、不満の矛先が政府に向けられ、反政府デモや政府要人を狙ったテロ発生等の可能性が出てくるため、状況が変化した場合は注意が必要である。なお、シシ大統領は国軍の元トップで軍部の人事を掌握していることから、軍によるクーデターの可能性は低いと思われる。

- 外貨準備高の減少

サウジアラビアなどの支援により急激な残高の減少は一旦歯止めがかかったと思われる。短期的には、小麦の価格が低下したことで輸入額が減少し、湾岸諸国からの直接投資、湾岸産油国からの観光客による観光収入の増加により残高の急減は避けられたものと思われる。但し、小麦価格が再度上昇した場合は、外貨準備高は減少する可能性がある。また、ウクライナ危機の影響により欧州の景気低迷が続く場合、エジプトからの輸出は伸びず、欧州からの観光客数の低迷が予想されるため外貨準備高の減少要因となる。

中期的には、経常収支の改善が必要で、そのため、小麦自給率改善による輸入の圧縮、観光収入の拡大に加え、スエズ運河収入や湾岸産油国への出稼ぎエジプト人からの郷里送金の増加など、ファンダメンタルズの改善が望まれる。

- 外部支援の減少、政府の資金調達能力の低下

3月以降、中東湾岸諸国や欧米の国際機関が相次いでエジプト支援を表明している。特に、サウジアラビア、アラブ首長国連邦との関係は良好で、短期的に支援や投資が引き上げられる可能性は低い。しかし、原油価格が急落して産油国の資金繰りが悪化した場合や、世界景気の低迷により国際機関の支援対象国が拡大した場合は、エジプトへの支援が減少する可能性がある。また、可能性は高くないものの、産油国・国際機関の後

ろ盾を失った場合、エジプトの信用力は低下し国際市場での資金調達には困難に直面すると思われる。

- 資金調達コストの上昇

国内外とも金利は上昇傾向にあることから、資金調達コストの上昇は避けられない。国内では、インフレが高進し金利が高留まった場合、財政収支の悪化につながるが、政府の資金調達の約 8 割が国内金融機関への財務省証券売却などであり、必要資金はほぼ確保できるであろう。対外借入に関しては、資金調達コストが上昇し、経常収支の悪化要因となるものの、国際機関からの借入が中心でシンジケートローン・国債発行など市場からの調達は限定的であることから、量の確保はできると思われる。

図表 14：ソブリン格付推移

	S&P			Moody's		
2011年1月	..	..	..	格下げ	Ba2	ネガティブ
2011年2月	格下げ	BB	..	..	..	..
2011年3月	..	..	ネガティブ	格下げ	Ba3	..
2011年10月	格下げ	BB-	ネガティブ	格下げ	B1	..
2011年11月	格下げ	B+	ネガティブ	..	..	..
2011年12月	..	..	..	格下げ	B2	ネガティブ
2012年2月	格下げ	B	ネガティブ	..	..	..
2012年9月	..	..	..	確認	B2	ネガティブ
2012年12月	格下げ	B-	ネガティブ	..	..	..
2013年2月	..	..	..	格下げ	B3	ネガティブ
2013年3月	..	..	..	格下げ	Caa1	ネガティブ
2013年5月	格下げ	CCC+	安定的	..	..	..
2013年11月	格上げ	B-	安定的	..	..	..
2015年4月	..	..	..	格上げ	B3	安定的
2017年11月	..	..	ポジティブ	..	..	..
2018年5月	格上げ	B	安定的	..	..	..
2018年8月	..	..	..	維持	B3	ポジティブ
2019年4月	..	..	..	格上げ	B2	安定的
2020年4月	維持	B	安定的	..	..	..
2020年5月	..	..	..	維持	B2	安定的
2021年5月	維持	B	安定的	..	..	..
2021年7月	..	..	..	維持	B2	安定的
2022年4月	維持	B	安定的	..	..	..
2022年5月	..	..	..	維持	B2	ネガティブ

(資料) Moody's、S&P 資料より国際通貨研究所作成

図表 15：格付け機関の見方

	S&P (B、安定的)	Moody's (B2、ネガティブ)
課題	<ul style="list-style-type: none"> ・穀物市場価格の高騰によるインフレ上昇と、対外収支・財政収支への影響 ・インフレに起因する社会不安 ・外貨準備高の減少 	<ul style="list-style-type: none"> ・外貨準備高の減少 ・インフレに起因する社会不安 ・国内借入コストの上昇が続いた場合の流動性リスク・資金調達難
評価しているポイント	<ul style="list-style-type: none"> ・政府の政策対応 ・海外の支援がしっかりしていること 	<ul style="list-style-type: none"> ・プロアクティブな危機対応姿勢 ・過去6年間の経済・財政改革 ・GDP成長力 ・FDI投資見込み
格下要因	<ul style="list-style-type: none"> ・穀物価格の高騰が対外収支に与える影響が拡大・長期化し、外貨準備が大幅に減少して、対外債務支払いに支障が出た場合 ・インフレ圧力により社会不安が発生した場合 ・外部支援が期待できなくなった場合 	<ul style="list-style-type: none"> ・対外収支が悪化し、さらに外貨準備高が減少した場合 ・資金調達能力が低下した場合 ・政策の効果・信頼性の低下、並びに社会・政治リスクが増加して資金調達コストが上昇、競争力が低下した場合。

(資料) Moody's、S&P 資料より国際通貨研究所作成

2. 地政学及び国内政治リスクと今後の見通し

エジプトをめぐる地政学リスクは、ナイル川利水権をめぐるエチオピアとの対立、リビア国内不安定化による潜在的リスクをのぞき、ほぼ安定している。国内については、大きな懸念材料はない。

(1) 米・欧州との関係

米国との関係は良好である。特に、1979年のエジプト・イスラエル和平条約により、イスラエルの孤立が緩和されたことを米国は重要視している。米国はエジプトに軍事・経済援助を行っており、2021年の二国間の貿易は91億ドルと過去最高水準に達した。7月のバイデン大統領の中東歴訪時、シシ大統領はアラブ側の一員として会談に参加した。

欧州は、地域安定のためにエジプトが重要であると認識し、資金援助を拡大してきた。欧州復興開発銀行 (EBRD) は2016年以降、IMFと歩調を合わせてエジプト向け融資を開始、現在の融資総額は89億ユーロに達している。エジプトは、ウクライナ危機による欧州のエネルギー不足を緩和するため、イスラエル産天然ガスをエジプトでLNG化し欧州に輸出することに合意し欧州の期待に応えようとしている。

(2) 周辺諸国との関係

① エチオピア、ダム建設問題¹¹

エジプトはナイル川の利水権をめぐりエチオピアと対立している。双方とも交渉の意思は示しているが具体的な進展はない。エチオピアは、自国のエネルギー需要を満たすためダム建設は自国の権利と主張し、巨大ダム建設を進めている¹²。他方、エジプトはナイル川に水資源の95%以上を依存しており、ナイル川上流の大規模なダム建設には利害関係者であるエジプトの合意が必要としている。エジプトは、米国、EU、アラブ連盟の支持を得て、アフリカ連合（AU）に仲裁を求めている。利水権を巡る交渉は長期化する可能性が高いが、スーダンなど第三国もエジプトと同じ立場でエチオピアと交渉を行っているため、エチオピアとエジプトの対立を原因とした地域紛争等の可能性はさほど高くないとみられる。

② リビア、混乱継続

リビア国内の勢力対立が再燃しており、潜在的な地政学リスクとなっている。エジプトはリビアと西の国境を接しており、陸路の往来が容易であることからリビア情勢がエジプト国内治安に影響する。

リビアは、2011年の「アラブの春」でカダフィー政権が倒れ内戦状態に陥った。その後、2019年には西のトリポリを拠点とする国民統一政府（GNA）と、東のトブрукを拠点とするリビア国民軍（LNA）が対峙。トルコがGNAを、ロシアやエジプトがLNAを支援したことで対立が激化した。2021年に国連の仲介で、暫定統一政府が樹立され同12月には大統領選挙が行われるはずであった。しかしながら、選挙直前に勢力争いが再燃、選挙は実施されないまま、対立がくすぶり続けている。

③ トルコ、進まないエジプトとの関係修復

トルコは、2013年以降悪化したエジプトとの関係改善を模索している。大きな進展は見られないものの、直ちにエジプトの地政学リスクに影響するものではない。

2011年の「アラブの春」により、エジプトでムスリム同胞団がイスラム政権を樹立したが、2013年の軍事クーデターで同政権は転覆した。その後、国内の安定を目指すシシ政権は、ムスリム同胞団を非合法化した。しかし、トルコがその後もムスリム同

¹¹ 大エチオピア・ルネッサンスダム（GERD）。2011年着工、2021年一部完成。総貯水量740億立方メートル、完成時の計画発電能力は6,450メガワット（黒部第4ダムの約19倍）。

¹² エジプトは1929年のAnglo-Egyptian Treatyを根拠にエジプトの合意が必要としている。

胞団を支援したため、両国の関係は悪化した。2021年に入り、トルコの呼びかけで事務レベルの協議を開始したが目立った成果はない。

④ サウジアラビアの後ろ盾

シシ政権のサウジアラビアとの安定した外交関係は、政治・経済両面でエジプトの安定要素となっている。サウジアラビアは、ムスリム同胞団がイスラム教を民衆誘導の手段として利用していること、活動での武力の使用を容認していることなどから、同勢力は治安不安定化要素であると認識しており、同勢力を排除し社会と政権の安定を実現したシシ政権を支持している¹³。

⑤ カタールとの関係が改善

エジプトとカタールの関係は2021年に改善し、現在は良好である。エジプトは、2017年、サウジアラビアと歩調を合わせ、カタールボイコットに参加した。カタールが「アラブの春」で台頭したイスラム主義勢力（ムスリム同胞団）を支援していたことが理由である。しかし、2021年に、カタールが譲歩したため、サウジアラビアと共にボイコットを解除した。現在は、カタールがエジプトに大型投資を発表するなど二国関係は良好に推移している。

(3) 国内政治リスク

現状、反政府運動やデモの発生はみられず、社会不安のリスクは低い。コロナ禍やウクライナ危機により海外からの旅行者減少を補うため、政府は国内インフラプロジェクト¹⁴を推進し雇用を創出し、食糧やエネルギーに対する補助金を継続して貧困層の生活を支援している。これらにより、国民の不満蓄積の緩和を図っている。

また、政府は国民との対話努力を行っている。2017年には「世界青年フォーラム」を立ち上げて若者の意見取り入れを図っている¹⁵。また、2022年7月、全ての党派・政治団体との対話を目的とし「ナショナル・ダイアログ」を開始した。その一環として1270人の政治犯を恩赦した。さらに、女性の社会参加を促しており、2030年に全

¹³ 2011年のエジプトにおける「アラブの春」は欧米諸国では、民主化運動と位置付けられたが、実情は、国民の不満を利用したイスラム勢力（ムスリム同胞団）による政権転覆であった。しかし、ムルシー新政権は政権執行能力に欠けていたため、かえって社会・経済の混乱を招いた。これを、正常化すべくシシ將軍（当時）が軍事クーデターを起こし、2013年に政権に就いた。

¹⁴ 新首都建設プロジェクト（580億ドル）、道路・橋などインフラプロジェクト（総延長7000キロ）など

¹⁵ https://www.jpedia.wiki/blog/en/World_Youth_Forum

での分野での男女平等を目標としている¹⁶。これら政策の成果を見極めるためには時間がかかるものの、実現すればエジプトの安定に寄与すると思われる。

以 上

補足：エジプト関連クロノロジー

	エジプト	周辺諸国
2011年	「アラブの春」勃発	チュニジアで始まった反政府運動「アラブの春」がエジプト、リビア、シリア、パハレーンに波及
2011年	ムスリム同胞団が活動を活性化	
2012年	ムスリム同胞団のムハンマド・ムルシーが大統領に選出。国内の混乱を抑えられないうえ、大統領権限強化に向かったため、国民が反発	
2013年7月	エジプト軍のエル・シシがクーデターにより大統領に就任、国内の秩序が回復に向かう	エジプトのムスリム同胞団はトルコとカタールに避難 トルコがムスリム同胞団をかくまったことでエジプトとの関係悪化
2013年12月	ムスリム同胞団をテロ組織指定（非合法化）	
2016年1月	国内でイスラムテロリストの活動拡大（シナイ半島、紅海のリゾートで銃撃事件）	
2016年8月	IMF融資120億ドルに合意。経済正常化スタート。	
2016年12月	カイロのコプト教会爆破事件（イスラム国が犯行声明）	
2017年6月	カタールボイコット実施	サウジアラビア、アラブ首長国連邦、パハレーンと共にカタールをボイコット（外交断絶）、同国はムスリム同胞団をかくまっていたことが理由の一つ
2020年1月		トルコがリビアに派兵、リビア国内対立激化
2020年4月	新型コロナ感染拡大	
2020年7月		エチオピアがGERDに貯水開始
2021年1月	カタールボイコット解除	カタールボイコット解除
2021年3月		リビアで国連仲介により暫定統一政府樹立、デイバ暫定首相、任期2021年12月の選挙まで。リビア国内が安定。
2021年5月		トルコが対エジプト関係改善交渉開始
2022年1月		リビア、大統領選挙できず。国内再び混乱。
2022年2月		ウクライナ戦争始まる
2022年3月	サウジアラビアが緊急外貨支援50億ドル実施	
2022年6月	サウジアラビアのムハンマド皇太子エジプト訪問、大型投資を約束	

（資料）各種報道より国際通貨研究所作成

¹⁶ <https://www.arabnews.com/node/1914801/middle-east>

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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