

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## ドバイ・ショックの背景と今後

(財) 国際通貨研究所 開発経済調査部

主任研究員 糠谷英輝

[nukaya@iima.or.jp](mailto:nukaya@iima.or.jp)

### 1. ドバイ・ショックの発生

2009年9月25日付Newsletter No.18「世界金融危機後の中東湾岸諸国」の「補論:ドバイ首長国の債務問題」において、「2009年12月に期限の到来するNakheel社発行のイスラム債券(スクーク)35億ドルの償還が注目される」と紹介したが、これが悪い方向で現実化してしまった。2009年11月25日、ドバイ金融局は、Dubai World<sup>1</sup>並びに傘下のNakheel社の債務返済を少なくとも2010年5月30日まで猶予することを求める要請を突然に発表した<sup>2</sup>。ドバイ首長国(以下、ドバイ)はその後、イスラム教の犠牲祭(Eid al-Adha)、建国記念日、週末と続く1週間に及ぶ休日に突入した。

内容の詳細が不明なこと、前掲Newsletterでも述べたようにドバイの債務問題も一応の落ち着きを見せていたことから、この突然の発表に世界の金融市場は、株式並びにユーロ相場が下落するなど、大きな混乱を示した。

ドバイ・ショック発生直後は、市場が混乱したものの、その後、欧米銀行のアラブ首長国連邦(以下、UAE)に対するエクスポージャー、返済猶予要請の対象債務額などが明らかになるに連れ、混乱は収束を見せている。しかしながら未だに詳細な情報開示はなされていない。

## 2. ドバイ・ショック発生の背景

ドバイ・ショックはそもそもバブルとも言われる不動産開発をドバイが進めてきたことに原因がある。ドバイは原油がほとんど産出されず、このため石油に依存しない経済開発を余儀なくされ、地理的な条件を活かして、物流、金融、サービス等の地域のハブとしての開発を進めた。これが功を奏し、ドバイは中東でもっとも経済発展に成功した国となり、その経済開発はドバイ・モデルと呼ばれるようになった。

ドバイ経済は中東地域でもっとも開放が進んだ経済となる一方で、開発のファイナンスは銀行借りに大きく依存する状況となった。最近では債券発行も増加しているが、ファイナンスの主体は銀行借り入れである。また前掲 *Newsletter* でも指摘した通り、そのファイナンスは主に期間3~5年の短期ファイナンスであった。

こうした状況下で、世界金融危機が発生し、バブルの破裂で不動産価格が急落するのに加え、借り換え時期が到来したが、世界金融危機の影響を大きく被った欧米銀行からの借りが厳しくなるという状況にドバイは陥った。

2009年になって、徐々に中東湾岸諸国の経済も回復を示すようになり、政府による金融支援策も進められ、債務危機は乗り切ったかと思われるようになった。ドバイでもドバイ金融支援基金が設立され、総枠200億ドルのうち100億ドルの起債が行われ、全額をUAE中央銀行が引き受けることで、膨大な資産を持つアブダビ首長国（以下、アブダビ）によるドバイ支援姿勢も明確になったものと認識された。

以降、ドバイは企業再編等を進めていたが、来る12月14日のNakheel債の償還目途が立たず、今回の返済猶予発表に至ったものと推測される。

市場としては詳細の分からない突然の返済猶予要請を受けたが、そもそも企業情報等の開示が不十分であるため、ドバイの債務状況すら把握するのが難しい状態であった。このため懸念が一気に高まり、市場が混乱に陥ったと言える。

ドバイ・ショックの背景としては、ドバイのファイナンスが短期銀行借りに過度に依存しており、キャッシュフローが回らなくなったこと、情報開示が不十分であったことの2点が重要であったと思われる。

## 3. ドバイ・ショックの影響<sup>3</sup>

### (1) 返済猶予対象債務は限定的

2009年8月、Nakheel社はドバイの総債務額800億ドルのうち、Dubai World

の債務が2008年末で590億ドルである一方、総資産が996億ドルであることを発表した。続く10月には、Dubai Worldの債務のうち約180億ドルが債務返済に十分なキャッシュフローを持つDP Worldなどの企業によるものであり、最終的に問題となりそうな債務額は220億ドルであることを明らかにした。

また11月30日、Dubai Worldは、事業再編対象の子会社の債務は合計で約260億ドルであり、Nakheel社やLimitless社といった不動産開発会社が対象であり、Istithmar World、DP World、Economic Zone World、Jebel Ali Free Zone Authorityなどの企業は財務状況が安定しており、再編計画からは外すことを発表した。なお、Jebel Ali Free Zone Authorityは11月30日に75億UAEディルハム（約20億ドル）のイスラム債権の利払いを実施している。

図表1はドバイの抱える規模の大きな債務、並びに2010年までに期限が到来する債務である。当面は12月14日に償還日の到来するNakheel債の取り扱いが焦点となるが<sup>4</sup>、その後、2010年3月31日にLimitless社（12億ドル）、同5月13日にNakheel社（9億8,000万ドル）と再編対象企業の返済期限が到来する。再編はこうした対象企業全体の今後の事業展開、債務整理をどのように行っていくのかを全体的な観点から検討していくことになる。

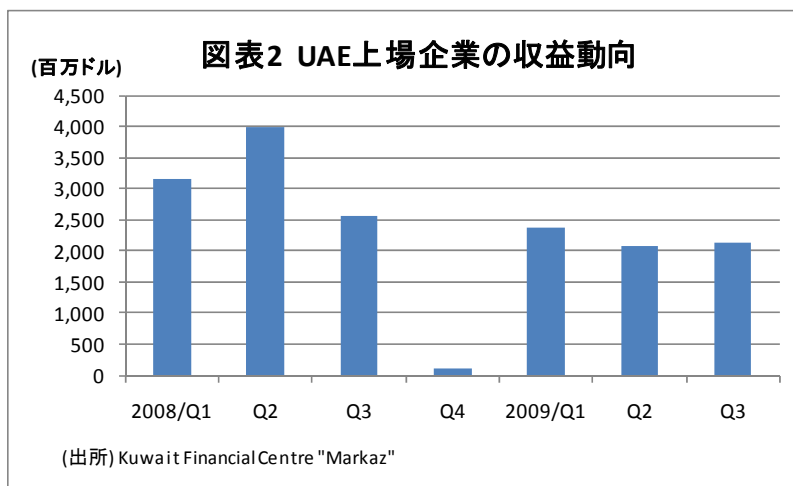
図表1 ドバイの大型債務と返済期限

債務者	金額 (10億ドル)	期限
【 債務状況 】		
＜Dubai World＞		
Ports, Custom & Free Zone Authority	7.8	
Nakheel	7.1	
Holding Company	5.1	
DP World	3	
Dubai Drydocks	2.2	
Jebel Ali Free Zone Authority	2	
＜Dubai Holding＞		
Dubai Aerospace Enterprise	3.3	
Holding Company	1.9	
Dubai International Capital	1.7	
【 返済期限(2010年まで) 】		
Nakheel	3.52	2009年12月14日
Limitless	1.2	2010年3月31日
Nakheel	0.98	2010年5月13日
Dubai World	2.1	2010年6月19日
Dubai International Capital	1.25	2010年6月26日

(出所) S&P, MEED, Citi

## (2) UAE 銀行に及ぼす影響は大きい

図表 2 は UAE の上場企業の収益推移を四半期毎に見たものであるが、2008 年第 4 四半期を底に、2009 年に入り、企業収益も回復してきている。しかし銀行部門だけは依然として厳しい状況にあり、2009 年第 3 四半期の相場銀行収益は前年同期比 47%の減少となっている。



銀行部門が苦境にある背景には、サウジアラビアの有力財閥である Saad 社、Al Gosaibi Group の債務不履行（2009 年 5 月）が発生したことが指摘できる。UAE の銀行は 8 億ドル超の債権を有しており、巨額の貸倒引当金計上を義務付けられることになった。そこにさらにドバイ・ショックが追い打ちを掛けることになったのである。中東湾岸諸国の金融機関にとっては、ドバイ・ショックはサウジアラビア・ショックに次ぐ第 2 のショックであると言える。

特にドバイ、アブダビの UAE 銀行の Dubai World に対するエクスポージャーの比率が高く、Dubai World あるいは傘下の Nakheel 社等が債務不履行となった場合はさらに巨額の貸倒引当金計上を迫られることになり、厳しい状態に陥ることになる（図表 3）。UAE 政府は債務返済猶予要請の発表後、先ず銀行流動性支援策を公表したが、銀行に対する政府支援が一つのカギを握ることになるものと思われる。

一方、ドバイ・ショックがサウジアラビアなど UAE を除く中東湾岸他国へ波及する影響は限定的と予想される。サウジアラビア、クウェート、カタールなどの金融機関のドバイに対するエクスポージャーは大きなものではなく、ドバイ・ショックによる信用の低下も、それがそのまま他国の信用状態に波及する状況にはない<sup>5</sup>。この点は国際的にも認識されていると言える。

図表3 Dubai Worldへの融資銀行上位10行

銀行名	国籍	融資残高 (百万ドル)
Emirates NBD PJSC	ドバイ	2,452
Mashreqbank PSC	ドバイ	2,452
Al Khaliji Commercial Bank	カタール	2,000
Abu Dhabi Commercial Bank PJSC	アブダビ	586
Arab Bank Group	ヨルダン	293
Commercial Bank of Kuwait SAK	クウェート	293
National Bank of Fujairah	フジャイラ(注)	293
Dubai Islamic Bank PJCS	ドバイ	247
National Bank of Abu Dhabi PJSC	アブダビ	159
Union National Bank PJSC	アブダビ	159

(注)フジャイラはアラブ首長国連邦の一首長国

(出所) Citi Global Markets, "CEEMEA Strategy: Trouble in Dubai", 30 November 2009

### (3) 欧米銀行に与える影響は小さい

中東湾岸地域は英領であった歴史的な経緯から、外国銀行では欧州系銀行の対中東融資が多い。中東湾岸諸国もオイルマネーの対外投資を英国を中心とした欧州に行うなど、中東と欧州の経済的な繋がりは緊密である。

国際決済銀行 (BIS) の統計によれば、2009年6月末で、UAE への債権残高は合計で 1,231 億ドル、国別では最大の英国が 502 億ドル、以下、フランス 113 億ドル、ドイツ 106 億ドルと続き、欧州銀行は合計で 886 億ドルとなっている。また米国は 106 億ドル、日本は 90 億ドルである。

個別行ではHSBC、Standard Charteredなどのシェアが大きいが、HSBCはUAE顧客に対する融資残高は 159 億ドルである一方、預金残高が 193 億ドル (2009年6月末) であり、預金残高が融資残高を上回っている旨、発表した。欧州系銀行は資産規模が大きく<sup>6</sup>、既にヘッジを行っていたり、保証を取りつけていたりしている部分もあり、さらに預金受け入れもあることなどを考えれば、ドバイ・ショックによる影響は限定的なものであると言える。

## 4. ドバイの対応

UAE 中央銀行は 11 月 29 日、金融システムに流動性を供給する緊急措置を発表した。3 カ月物の首長国銀行間取引金利 (EIBOR) +50BP で、銀行の当座勘定に特別追加流動性を供給するものである。銀行に対する不安が高まり、預金取り付け騒ぎなどが発生することを懸念した措置であるが、実施の詳細に関しては明らかになっていない。

また 150 億ドルとなったドバイ金融支援基金も、同基金による支援対象、支援金額等は未だ明確にされていない。

このように未だドバイの対応も不明確なものであり、先ずはドバイ政府としてどのような支援を行うのかを明確にすることが第一である。

一方、ドバイ首長をはじめとしたドバイ当事者からの発表では、「債権者も一定の責任を分担すべき」との主張が強く聞かれる。これはイスラムの考え方に通じるものである。イスラム金融の基本理念、特徴の一つとして、損益分担（Profit and Loss Sharing）という考え方がある。事業に投資した投資家は、事業収益の配分を受ける一方で、損失が発生した場合には、その損失も分担せねばならないとするものである。Nakheel 債はイスラム債券であり、こうした考え方をより強く受けるものと予想される。今後の債務再編交渉等において、留意されるポイントであろう。

今回の債務返済猶予要請の発表に当たっては、Dubai Worldの再編が不可避であり、一刻の猶予もなくなっていることを表わすものである。Dubai World傘下にはDP Worldをはじめ、優良企業も存在する。Dubai Worldは、Nakheel社をはじめ、問題企業のみを再編計画の対象と発表している。しかし国営企業の破綻となれば、それは当該企業のみにとどまらず、ドバイ全体の信用に関わる問題となる。今後の経済発展に当たっては、資源のないドバイとしては、引き続き外国からの投資、信用供与に依存せざるを得ない<sup>7</sup>。したがってこうした点を考慮した上で、実質的には、傘下の優良企業を含めて、グループ全体としてどのように債務再編等を行っていくかを検討せざるを得ないであろう。

## 5. アブダビの支援

ドバイの債務再編には、巨額の資産を有するアブダビの支援が不可欠であるとも言われ、アブダビの支援に対する期待も高い。

これまでのドバイ金融支援基金 150 億ドルも実質的にはアブダビが負担したものである。今回のドバイ・ショックに対して、アブダビは、ドバイの債務内容を精査した上で時期や支援対象を決定するとの表明を行ったが、同時に債務の全面的な引き受けは否定している。

UAE は各首長国の独立性が強く、アブダビもドバイの内実を詳細には把握していない可能性が高い。このため前述のような表明となったものと推測される。

アブダビの銀行のDubai Worldをはじめとしたドバイに対するエクスポージャーは大きく、ドバイの債務再編はアブダビにも大きな影響を及ぼす。このためアブダビはドバイを支援せざるを得ない立場にあると言える。今後、アブダ

ビがどのような支援を表明するかが注目されるとともに、それによってアブダビのUAEにおける位置付けがどのように変化していくのか、UAEとしての一体性が強まるのかが興味あるところとなろう<sup>8</sup>。

ドバイ・ショックの対外的な影響は限定的であり、これが世界金融危機などに波及していく可能性は低い。一方で、UAEの、特に金融部門に与える影響、今後のドバイの資金調達に対する影響は大きなものである。

しかしドバイ・ショックがドバイ企業の財務内容などの透明性を高める契機となれば、ドバイの中東地域のハブとしての経済戦略は成功を収めており、その機能、重要性は変わらないとみられることから、再び、今度は、より強い基盤を持ったドバイ・ブームを引き起こす可能性も期待されよう。

---

<sup>1</sup> Dubai World は Dubai Holdings、Investment Corporation of Dubai と並ぶドバイの国有3大持株会社である。Nakheel 社は Dubai World の傘下であり、パーム・ジュメイラ、ザ・ワールドなどの海上不動産の開発を進めている。主に陸上での開発を行う陸の Emaar 社に対して、海の Nakheel 社と称されるドバイを代表する不動産開発会社である。なお、Dubai World、Nakheel 社ともに未上場。

また債務返済猶予要請発表前の11月20日には、ドバイ首長が上記3社を含む主要な国営企業トップの大幅な刷新を発表している。これはドバイの国営企業再編が進められているとともに、今回の債務返済猶予要請発表に繋がる布石であったともみられる。

<sup>2</sup> 返済猶予要請とともに、米コンサルティング会社デロイト社の助力を得て、Dubai World の再編を進めることも発表された。

<sup>3</sup> 本稿では以下、銀行部門に関する影響を述べるが、銀行部門以外への影響、さらには信用不安が一部新興国に波及する懸念なども指摘されている。

Dubai World は傘下企業が多くの海外資産を所有しており、再編に当たって、資産処分を行うのではないかとの憶測も伝えられる。保有優良不動産の処分、保有株式の売却などが、不動産市場や株式市場に与える影響、海外で実施しているプロジェクト（米国ラスベガスでの大型複合施設の建設など）の行方が注目されている。

さらに UAE では多くの海外労働者が建設作業等に従事しているが、犠牲祭休暇で帰国したインド人労働者が解雇、再渡航に及ばずとの通知を受け、ビザも取り消されたなどの事例も出ている。南アジア諸国を中心に、UAE からの郷里送金が経済の大きな支えとなっている地域もあり、ドバイ・ショックの間接的な影響も出てくるものと予想される。

<sup>4</sup> Nakheel債はイスラム債（スクーク）であり、同債券がデフォルトとなった場合には、その処理がどうなるかはスクーク市場の今後にとっても注目されるものである。Nakheelスクークはリース形態をとるイジャラ・スクークであり、広く採用されるスクークの形態であること、大型のスクークであり、投資家も多いことから、同債の取り扱いが今後のスクーク市場に与える影響も大きなものとなることも予想される。なお、スクークの問題については拙著、国際金融トピックスNo.172「視界不透明なイスラム債券（スクーク）市場」（2009年8月13日）参照（<http://www.iima.or.jp/topics/2009/data/172.pdf>）。

<sup>5</sup> ドバイ・ショックを受けて、バーレーンの Gulf International Bank は債券発行の延期を決定した。40億ドルの中期債発行プログラムに基づくものであり、事前の応募は発行予定額のほぼ2倍に上るものであった。ドバイ・ショックによる市場の混乱が落ち着いた後に、

発行を延期する。

<sup>6</sup> これとは反対に、中東湾岸諸国の銀行は総資産規模が小さいため、ドバイ・ショックによる影響も相対的に大きなものとなる。

<sup>7</sup> ドバイ・ショック発生後も、Dubai Electricity & Water Authority は 2010 年第 1 四半期の起債（10～20 億ドル）の計画を予定通り進めている。但し、この起債については明確な政府保証を付与している。今後は少なくとも明確な政府保証を付与しないと、企業は資金調達が困難となることも予想されよう。なお、Dubai World は国営投資会社であるため、投資家は暗黙の政府保証と考えていたが、ドバイ政府は Dubai World の債務保証はしていないと表明している。

<sup>8</sup> アブダビのドバイ支援に関しては、米国からの圧力があるとみる現地の報道もある。アブダビは脱石油を急速に進めており、二酸化炭素排出ゼロの環境都市マスカール・シティ計画も進めている。石油は輸出商品に充て、自国では石油に頼らないエネルギー体制を構築するのが目標である。原子力発電にも力を入れており、2017 年には中東湾岸諸国で最初の原子力発電所を稼働する計画である。しかしそのためには欧米諸国からの原子力発電に関する機器や技術を導入せねばならない。一方、ドバイは歴史的にイランとの関係が深く、イランとは良好な外交・通商関係を維持している。ドバイは中東地域のハブ的役割を担っているが、イラン経由でパキスタンや中央アジア諸国へ輸出を行い、一方、イランからは天然ガスをはじめ、多くの商品を輸入している。ドバイにはイラン貿易促進センターも設置されており、ドバイはイランが対外取引を行う重要な拠点となっている。このため核問題でイランへの制裁を強める米国にとっては、いかにドバイに圧力を掛けるかが課題となっており、原子力発電の導入を目指すアブダビに対して、ドバイを抑えるように要請しているというものである。

またアブダビもドバイの成功を羨んでおり、出来ればドバイの役割を手中にしたいとの意向があるとも言われている。ドバイの支援に当たっては、アブダビはエミレーツ航空、ドバイ・スポーツ・ワールド、ドバイ・アルミニウムなどの優良政府系企業の株式を担保に入れることを要求しているとの報道もある。

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。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 2009 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：03-3235-6934 (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>