



## UAE の現状と課題

～ドバイ・ショックの再発リスクを中心に～

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部 研究員  
竹山 淑乃  
[yoshino\\_takeyama@iima.or.jp](mailto:yoshino_takeyama@iima.or.jp)

### <要旨>

- ▶ アラブ首長国連邦 (UAE) は、アブダビ首長国とドバイ首長国を中心に湾岸諸国の中で最も経済発展と国際化が進んでいる。UAE の経済成長、国際収支および財政は、原油産業の影響を受けているが、他の産油国に比べるとドバイを中心に産業の多角化が進められている。
- ▶ 2009 年のドバイ・ショックは、経済の異常な急成長や金融・不動産市場のボラティリティの上昇があった後に発生した。その教訓を受けて、ドバイ土地庁や UAE 中央銀行が各種政策を導入しており、2020 年のドバイ万博を控えている時期ではあるが、現在も株価やクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) スプレッドは落ち着いている。
- ▶ UAE は、政府系企業 (GRE) も含めた公的債務残高が対 GDP 比 60% に近づいており、ドバイ単体では同 110% を超え、債務の縮小が進んでいない。ドバイ・ショックから 8 年近く経つが、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。次回、2018 年に大口債務返済があるが返済の実現性が焦点だ。ドバイの単独での返済が難しい場合は、アブダビからの債務支援または債務繰り延べの必要がある。しかし、近年は、原油価格の低迷によるアブダビ経済の悪化や欧米における金融引

き締め動きなどの逆風もある。ドバイは、アブダビとの関係を強化すると共に、複雑な出資関係の GRE を含めた公的債務の管理について、定期的かつ正確な情報開示を行い、投資家の信頼を得ることが必要であろう。

- UAE は数多くの大規模なソブリンウェルス・ファンド（SWF）を保有しており、他の産油国に比べて資産余力は相応にある。ただし、国際通貨基金（IMF）によると、SWF の資産の一部を財政に還流させている状況にあり、その動向を注視する必要がある。
- ドバイ・ショックは、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。欧米が金融引き締め方向に入り、その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。また、UAE の通貨は米ドルにペッグしており、景気の変調が対ドルレートに反映しないため、債務不履行や株価暴落の時期を探りにくく、結果として、ショックの規模が大きくなるおそれがある。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り、今後も不動産や金融セクターの管理強化を進め、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。

## 1. アラブ首長国連邦（UAE）の現状と概要

UAE は、湾岸協力会議（GCC）諸国の中で最も経済発展と国際化が進んでいるアブダビとドバイをかかえ、中近東・アフリカにおけるビジネスのハブとして重要な立ち位置を有している。

### (1) UAE の成立

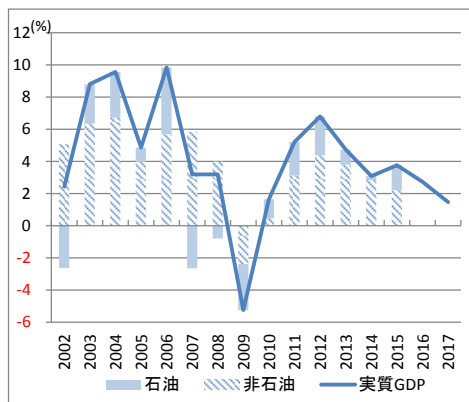
1971 年、アブダビとドバイの主導のもと、英国からの独立を目指し、6 つの首長国で構成される UAE が誕生した。1 年後にはイランとの領土問題で他の首長国と関係がこじれていたラース・アル・ハイマ首長国も加わり、現在の 7 首長国による連邦制となっている。建国当時から、アブダビ首長が大統領を務めており、現時点においては、ドバイ首長が副大統領と首相を兼任している。UAE の連邦制は緩やかなもので、連邦政府が外交、国防、治安、通信、連邦財政および通貨発行を管轄し、それぞれの首長国が石油・ガスなどの天然資源やそれに伴う収入を管理し、経済開発を主導している。

## (2) 近年の UAE 経済～原油価格に左右される経済～

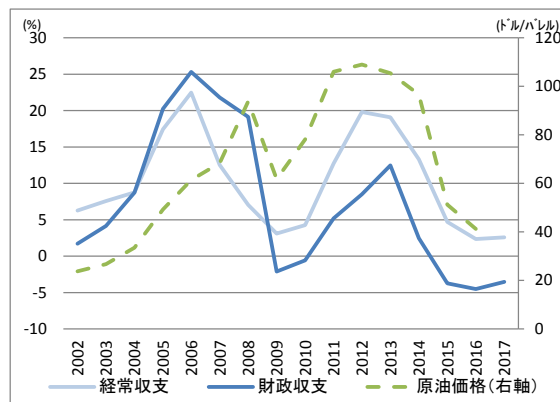
UAE は、2009 年のドバイ・ショック時に実質 GDP 成長率がマイナスに陥り、その後はプラス成長に戻ったものの、近年は経済成長が減速している（図表 1）。原油に依存しない経済構造を構築するため、ドバイを中心に産業の多角化を進めており、GDP に占める原油関連部門のシェアは 3 割程度であり、他の産油国に比べて原油依存度が低い。2014 年からの原油価格低迷に伴う景気の落込みは緩やかである。国際通貨基金（IMF）によると、世界貿易の回復と 2020 年に開催するドバイ国際博覧会に伴うインフラ投資の拡大により、2017 年の実質 GDP 成長率は 1.3% とプラス成長を維持する見込みだ。部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

図表 1 実質 GDP 成長率（部門別内訳含む） 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：2016 年以降は推計値



(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

### (3) 首長国単位の経済状況～主に北部首長国 5 ヶ国の経済状況～

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、その他の北部首長国 5 ヶ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、北部首長国 5 ヶ国の合計が 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、北部首長国 5 ヶ国合計の約 2 倍にのぼる。北部首長国 5 ヶ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。

北部首長国 5 ヶ国は、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。北部首長国 5 ヶ国は歳入を負担せず、財政面で自立をしていない。北部首長国 5 ヶ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<sup>1</sup>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。

図表 4 アラブ首長国連邦 7 首長国の概要



(出所) 首長統計データ、各種報道 注：ウム・ル・カイワイン首長国の労働人口のデータは入手できず

## 2. 金融セクター（主に銀行セクター）の動向

UAE の金融セクターの規模は、GDP 全体に対して 10% 以下である。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のボラティリティの急激な上昇を抑制するため、金融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、中近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

<sup>1</sup> 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。

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 5)。その後、アブダビ政府による SWF からの資金の繰り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 6)。

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。加えて、今後、UAE 連邦政府が連邦債権法 (Debt Law) の導入を検討している。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、その結果として政府は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～

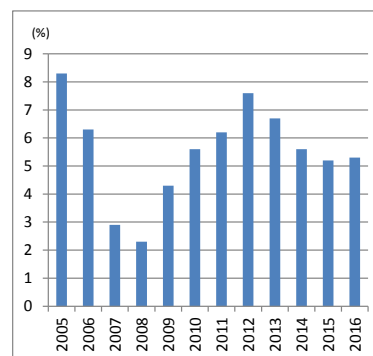
2017 年 5 月 1 日、当時総資産額が UAE 内 2 位のナショナルバンク・オブ・アブダビ (NBAD) と 4 位のファースト・ガルフ・バンク (FDB) が合併し、総資産 1,860 億ドルのファースト・アブダビ・バンクが誕生した(図表 7)。合併後は、同国だけでなく、中近東アフリカ最大の銀行となり、アジア市場やアフリカ市場への展開も見据えている。合併前と同様に UAE 政府や関係機関および首長一族が新銀行の株式の過半数を保有している。法人部門に秀でた NBAD とリテール部門に力を入れている FDB がお互いの強みを補完した競争力強化のための前向きな合併ともいわれている。なお、表 7 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。

図表 5 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 6 不良債権比率推移



(出所) IMF 注：2016年は3月時点

図表 7 UAE の大手銀行一覧 2017年5月時点

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

### 3. ドバイ首長国の概況

#### (1) ドバイ・ショック時と現在の経済概況

ドバイは、宗教の中立性と地理的優位性を活用し、中近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。

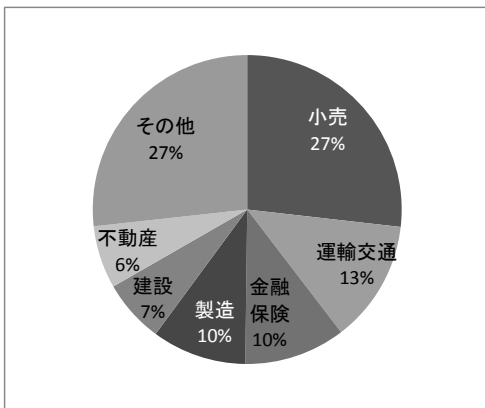
ドバイ・ショック以前である 2007 年は、建設ラッシュによる不動産価格の上昇と金融商品の高騰により、建設業、不動産業、運輸業および金融業の実質 GDP 成長率がそれぞれ 20%を超える異常なバブル状態であった。現在、2020 年のドバイ万博を控え、インフラ投資が活発であるが、2014 年から 2016 年の建設業の実質 GDP 成長率は 2%以下に落ち着いている。ただし、不動産業は拡大傾向にあり、2016 年の実質 GDP 成長率は 6%を超えた。ドバイ・ショック時のような、不動産価格や株価の乱高下が生じてい

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 (DFM) は、2007年から2008年に6,000UAEディルハム<sup>2</sup>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。

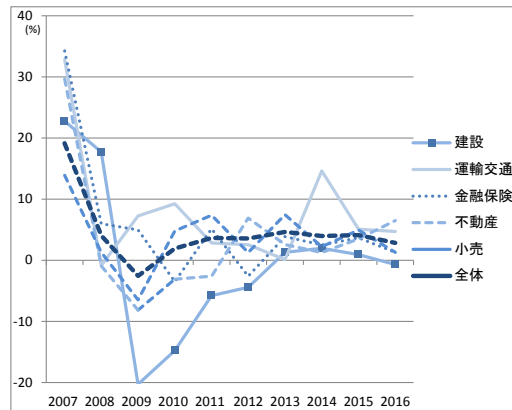
クレジット・デフォルト・スワップは、ドバイ・ショック時に900BPを超え、リスクが急激に表面化した (図表11)。一方、近年では、2015年後半に原油価格の下落と新興国からの資金流出の拡大により一時300BPを上回ったが、その後、落ち着きを取り戻し、足元では100BP前後と低水準で推移している。

図表8 GDP構成比 (2015年)



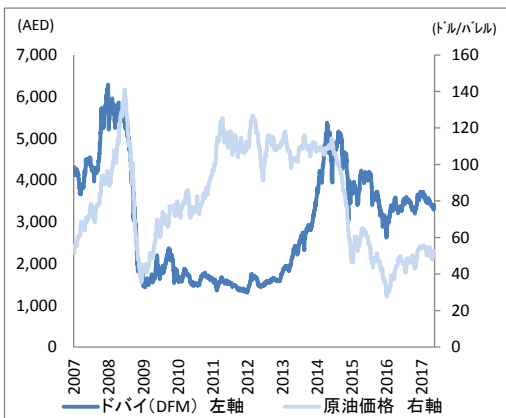
(出所) Dubai Stastics Center 注: 鉱業は5%以下

図表9 実質GDP成長率



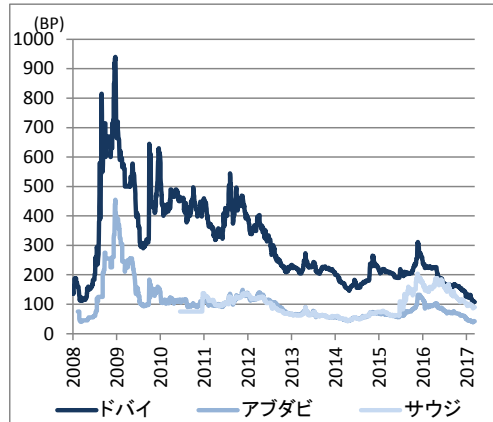
(出所) Dubai Stastics Center 注: 2016年は見込値

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

<sup>2</sup> UAEは1USドル=約3.67UAEディルハム (AED) でペッグしている。



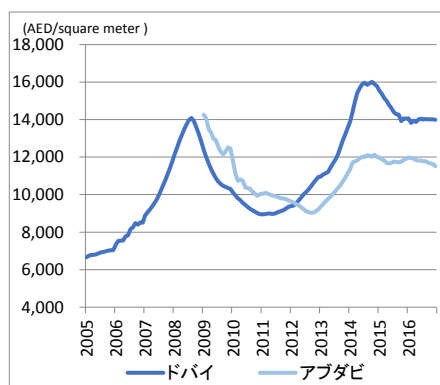
## (2) 不動産セクターの動向

2008年、ドバイの不動産販売価格は1平方メートル当たり14,000ディルハムを超えるレベルまで高騰したが、ドバイ・ショックを受けて、急降下した(図表12)。2014年から2015年にかけてはドバイ・ショック直前を上回る水準まで上昇するなど、ドバイはアブダビに比べて不動産価格の変動が激しい。また、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13)。

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。

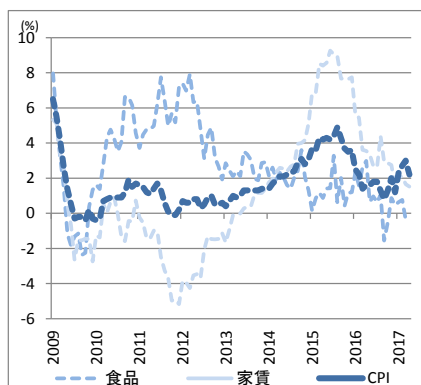
インフレ率の上昇に対し、利上げという対応方法もあるが、ドバイ・ショック以降、UAEは長期にわたり政策金利を1%に維持してきた<sup>3</sup>(図表14)。2016年3月の米国の利上げを受けて、UAE中銀は政策金利を1.25%に引き上げ、その後も段階的に金融を引き締めていく方針とみられる。また、近年、UAE中銀は金融機関の不動産融資残高や登録料の回収管理を強化するガイドラインを定めている。金融引き締め政策と金融機関の不動産向け融資残高の監視の効果もあり、現時点では不動産価格は抑制されている。すなわち、1平方メートル当たり16,000ディルハムまで上昇していた不動産価格は2015年中盤から14,000ディルハム前後まで幾分下がり、その後は横ばいで推移している。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12 不動産(住宅) 価格の推移



(出所) BIS (REIDEN)

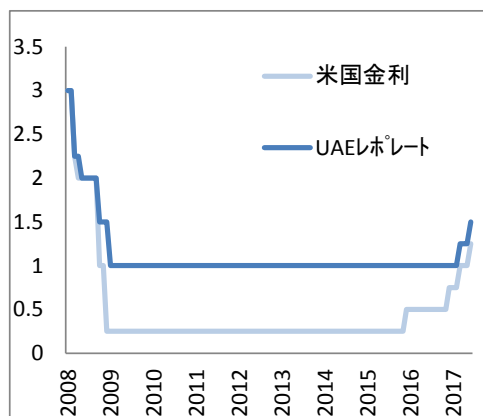
図表13 インフレ率(前年比)



(出所) UAE 中銀

<sup>3</sup> 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。

図表 14 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ヶ月レート

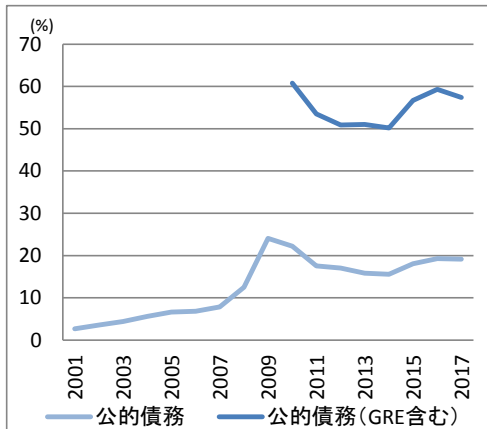
### (3) ドバイの公的債務や返済能力に対する懸念

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 15）。ただし、原油や不動産関連を中心とした 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ヶ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 16）。また、返済予定表の中に、約 400 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 15 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。

図表 16 ドバイ政府関連の債務返済スケジュール (億ドル)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	以降	時期不明	合計
ドバイ政府	5.5	12.0	200.4	0.4	7.9	7.9	39.9		274.1
その他ドバイ政府								328.8	328.8
ドバイ投資公社関連	37.5	22.9	54.0	16.1	15.7	1.7	147.8	60.0	227.0
ドバイワールド	0.0	27.0	4.6	6.5	18.6	11.0	148.3		215.9
ナヒール	12.0								12.0
ドバイホールディング	65.6	28.5	0.0	14.0	5.0	0.0	50.9	1.2	165.1
その他の企業	5.0		10.0	7.3	15.0	1.3	22.4	4.5	65.4
ドバイ合計	125.5	90.3	269.0	44.3	62.2	21.9	409.3	394.5	1288.3
ドバイGREを含む合計	135.0	101.3	274.2	51.6	73.7	34.4	418.9	414.5	1375.0
(2015年GDP比)	12.4%	9.3%	25.2%	4.7%	6.8%	3.2%	30.4%	34.3%	126.2%
アブダビGREを含む合計	109.1	98.7	100.4	78.9	51.6		186.3		662.7
(2015年GDP比)	5.2%	4.7%	4.8%	3.7%	2.4%		8.8%		29.6%

(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

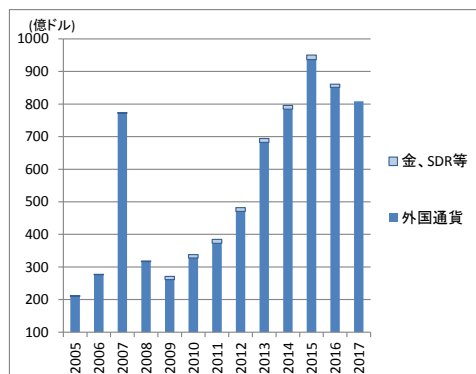
#### (4) UAE の公的な対外資産余力

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 1,375 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 16、17)。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<sup>4</sup>。

図表 17 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 18 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	Hong 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 Corporation 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
	バハレーン 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。

#### (5) 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首長国 5 ヶ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。

<sup>4</sup> 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。

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。

当面は、ドバイ万博に向けてドバイ経済はプラス成長を維持し、ドバイ政府は計画どおりの債務の返済ができると考えられる。しかし、2020年の万博終了後、ドバイ経済が停滞するおそれもある。早期に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。このため、万が一に備えて、アブダビとの関係を強化すると共に、複雑で現在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開示を行い、投資家の信認を得ることが必要であろう。

#### (6) ドバイ・ショックの再来の懸念

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。

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 2017 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: 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>