

<研究ノート>

ドバイ経済金融危機をどう見るか

中野 瑞彦

はじめに

1. バブル発生背景
2. 危機の原因
3. マネーの膨張と収縮
4. なぜ経済金融危機が頻発するのか

はじめに

2008年9月に発生したリーマン・ショックの影響が収まらない中、2009年11月に中東ドバイで経済・金融危機が発生した。ドバイはアラブ首長国連邦を構成する一国だが、ドバイ首長が関係する持ち株会社が中心となって積極的な不動産開発投資を続けていた。しかし、2009年後半になって資金繰り問題が発生し、債務償還が困難であると取りざたされるようになった。このため事業継続のための資金が枯渇し、多くの不動産開発事業が中止に追い込まれた。2010年3月には、持ち株会社が発行した債券の償還期限が到来し、デフォルト宣告が危惧された。結果的には、アラブ首長国連邦の主要国であるアブ・ダビがドバイ政府に資金を融通し、デフォルトを回避した。2010年5月と7月に債権者銀行団に対して債務返済計画が提示され協議が続いているが、最終的な着点は見出されていない。合意に達しない場合には、裁判手続きに移行する旨の報道もある。本稿では、ドバイ危機発生の経緯を明らか

キーワード：ドバイ経済危機，不動産バブル，金融膨張

にするとともに、アジア通貨危機やサブプライム・ローン危機などの金融危機が、なぜこれほど短期間に発生するのかについて若干の検討を加えたい。

1. バブル発生の背景

(1) ドバイ首長国の概要

ドバイ首長国（以下、「ドバイ」）はアラブ首長国連邦（United Arab Emirates, 以下 UAE）を構成する部族国家である。17世紀以降はアラビア半島における英国の影響力が強まったが、1968年に英国がスエズ以東からの撤退を宣言したため、アラビア半島北部の部族が独立に向けて運動し、1971年12月にアブ・ダビ、ドバイを中心とする6首長国が UAE を結成した（1972年2月にラース・ル・ハイマが参加）。現在（2010年7月末時点）は、アブ・ダビ、ドバイ、シャルジャ、アジマン、ウム・アル・カイワイン、フジャイラ、ラース・ル・ハイマの7つの首長国が連邦制国家を形成しており、各首長国は絶対君主制である。首都はアブ・ダビ、中央銀行は UAE 中央銀行であり、その傘下には23の銀行がある。通貨はディルハム（UAE の通貨、以下「AED」）であり、為替政策は米ドルにペッグしている（2010年6月末時点の為替レートは、1米ドル=3.6725AED）。宗教はイスラム教徒が96%（スンニー派80%、シーア派16%）を占めている。UAE を構成する7つの首長国のうち、有力なのはアブ・ダビとドバイである。アブ・ダビは原油生産による経済力や歴史的経緯によって UAE の筆頭国であり、ドバイはこのアブ・ダビに対し常に対抗心を持ってきた。ドバイが1990年代以降に都市開発に力を注いだ理由の一つに、この対抗心があったことは否定できない。

(2) ドバイの経済社会構造

UAE の各首長国は、バニ・ヤース部族の各氏族を基盤に構成されている。このうちドバイは UAE の他の首長国と異なり、確固とした部族同盟に基づいて成立したわけではなかった。アブ・ダビ首長国は、ナヒヤーン家の出身者が同盟関係にある部族を背景に首長に就いているのに対し、ドバイ首長家

はアブ・ダビの首長後継者問題をきっかけに、19世紀前半にアール・ブー・ファラサー氏族の一部がアブ・ダビからドバイに移住し、別部族（ナイーム部族）の勢力を支配下に置いた上でアブ・ダビから独立した経緯にある。従って、ドバイとアブ・ダビは対抗関係にある一方で、部族的には密接な繋がりがあ

がある。ドバイの経済界では、首長家関係者ととも同氏族（アール・ブー・ファラサー）に属するアル・フットタイムイ家とアル・マクトゥーム家が実権を握っている。この構造は、ラーシド首長が1990年に逝去し、長男のマクトゥームが首長についてから顕著となった。それまでは、首長家は直系親族以外の同氏族とは距離を置き、経済力を持つ大商人との関係を重視していた。ラーシド首長は12家の大商人とマジリス（首長を選出する会議であり、重要な政治案件に関与する権限を持つ組織）を構成し、権力と経済的利益が結びつく構造を作った。その後、ラーシド首長時代の1966年にドバイで石油が発見され、首長家自身に資金が流入することになった。このため、ラーシド首長の下で、ドバイ・アルミニウム公社、ドバイ国際空港、ジュベル・アリー自由貿易港、エミレーツ航空、ドバイ・ゴルフ場といった現在に繋がる事業が開発されていった。更に1971年にドバイが英国保護領から外れたことにより、首長の政治権力が強まり、経済的利益も首長に一層集中するようになった。この傾向は、1990年にマクトゥーム首長となってからますます顕著になり、大商人に代わって首長家親族が力を持つようになった。1990年代後半からのドバイの急速な建設投資の拡張の背景には、首長家とその親族が政治経済の権力を握ったという事情があった。

即ち、2000年以降の大型経済開発は首長家の判断で行われたものであり、経済合理性の視点が欠けていた点を指摘しておかなくてはならない。尤も、日本のバブルにしても米国のサブプライム・ローン問題にしても、民間が主体でありながら経済合理性の判断が働いたとは言えない。その意味では、ドバイにおけるバブルの発生原因をドバイ首長家にのみ求めることはできない。

(3) ドバイの産業構造

ドバイの産業構造をGDPの産業別付加価値額(2008年)で見ると、名目総額は3016億AED(821億米ドル)であり、UAE全体の4割弱を占めている(表1)。最大の産業は卸売・小売等で1163億AEDの38.6%、次に不動産等が444億AEDの14.7%、製造業が426億ドルの14.1%となっている。実質GDP成長率の寄与度を見ると(表2)、07年は全体の成長率が9.2%、卸・小売等が最も高く5.1%、次に建設等1.3%、製造業0.9%、不動産等0.8%となっている。これが08年になると、全体の成長率が5.7%、卸・小売等がやはり最も高く4.2%、次に建設等1.5%、製造業△0.3%、不動産等0.9%となっている。建設ブームのピークである07年、08年も経済成長を支えたのは商業部門であり、ドバイの中心産業となっている。こうした構造はドバイが成立した歴史的過程と密接に関係している。

19世紀のドバイの主要産業は真珠採取であった。同時に、ドバイはアラブ諸国とインド洋沿岸国を中心とする湾岸物流の拠点であった。歴史的にインド(ムンバイ)との交流が深く重要な貿易相手国であり、現在でも多数のインド人が在住している。また、イランが重要な貿易相手国である。ドバイは

表1. ドバイの産業別GDP(2008年)

(単位: 億AED、%)

	合計	製造業	建設等	卸・小売等	交通・通信	不動産等	金融	その他
GDP	3016	426	291	1163	254	444	249	189
割合	100.0	14.1	9.7	38.6	8.4	14.7	8.3	6.2

(資料) ドバイ統計局

表2. ドバイの産業別実質経済成長率の寄与度

(単位: %)

	合計	製造業	建設等	卸・小売等	交通・通信	不動産等	金融	その他
2007年	9.2	0.9	1.3	5.1	1.3	0.8	0.6	△0.8
2008年	5.7	△0.3	1.5	4.2	△0.5	0.9	△0.4	0.2

(資料) ドバイ統計局

イランとは民族的つながりがあり、イランの対外貿易の窓口として機能している。イランが核開発問題で国際社会、とりわけ米国との直接貿易が制限されている中で、ドバイが中継窓口として機能している。こうした事情から、商業・運輸のハブ基地を目指し、不動産開発とともに港湾開発に力が注がれてきた。このため、細井（2009）は、金融危機後のドバイの将来像として、本来の貿易中継機能を活かした産業構造の確立を推進すべきと述べている。

他方、貿易以外には有力な産業がない。ドバイはアラビア半島に位置するために原油国のイメージがつきまとうが原油埋蔵量並びに産出量は限られており、特に原油埋蔵量はアブ・ダビに比べ非常に少ない。UAEの原油埋蔵量は922億万バレル（2000年1月）であり、世界最大の埋蔵量を誇るサウジアラビアの約3分の1、クウェートとほぼ同量でイラクをやや上回る規模を誇っている。ただし、その殆どがアブ・ダビであり、ドバイはわずか20分の1弱に過ぎない¹⁾。このため、ドバイは石油輸出国機構（以下、「OPEC」）に加盟しておらず、また自国を原油産出国と認めていない。原油及び関連産業に依存できないドバイは、経済的基盤を原油以外に求めざるを得なかった。確かに、開発以前の1990年代中盤には、原油産業はドバイのGDPの3分の1を占めていた。ところが2009年までにその割合は5%程度に低下している。その理由は、原油生産基地を脱却して中東の中継基地を目指す経済戦略に基づくものであった。ドバイの基本的な経済戦略は、既述した通り湾岸物流を中心とした物流拠点である。同時に関税を撤廃し、中東のファイナンシャル・センター並びにビジネス・センター、レジャー・センターを目指した。2000年前後以降の開発推進は、この産業政策の延長上にある。その母体が持株会社ドバイ・ワールドである。ドバイ・ワールドの推進者は、アラブ首長国連邦（以下、UAE）のムハンマド・ビン＝マクトゥーム首長、スレイヤム会長、スレイマン前国際金融センター長官である。ただし、開発資金は自前によるものではなく、ドバイよりも豊かな隣国のアブ・ダビに多くを依存して

1) 米国エネルギー省統計による。

いる。つまり、原油収入に潤う同胞アブ・ダビの資金を使って、アブ・ダビに対抗するための開発を目指したことになる。

ドバイ・ワールドを構成する主な企業は表3の通りである。このうち、ドバイの都市開発やレジャーランド開発を手掛けているのがナキール・プロパティーズ（以下、「ナキール」）である。ナキールはドバイ開発のシンボルともいえる海岸のレジャー施設やヤシの木をかたどった人工島の別荘開発を手がけているが、債務不履行寸前となり今回の金融危機の発端となった企業である。人工島の先端部分にはホテルを備えたレジャー施設があり、本島から先端までの幹の部分にはモノレールが通っている。モノレールに沿った幹の部分にはコンドミニアムが配置され、幹から分かれる枝の部分には戸建て別荘が立ち並んでいる。2010年3月時点において、先端のレジャー施設は稼働していたが、コンドミニアムや戸建て別荘のほとんどが建設中止の状態であり、当然のことながら空室・空き家となっている。

ドバイ・ワールドの事業範囲は、イギリスの豪華客船クイーンリザベス2世号のホテル事業やカジノ運営会社への出資など、ナキールの他にも投資事

表3. ドバイ・ワールド傘下の主な企業

企業名	事業内容	備考
ドバイ・ボーツ・ワールド	港湾管理	英港湾大手 P&O の買収で世界第3位の港湾運営会社に
ドライドックス・ワールド	港湾開発	大型港湾開発
ドバイ・マリタイム・シティ	海運業	人工島の総合産業開発
エコノミック・ゾーンズ・ワールド	自由貿易地区運営	自由貿易地区の開発・運営
イスティスマル・ワールド	投資事業	米高級衣料バーニーズ・ニューヨーク買収など
リミットレス	都市設計	ドバイ地域の都市設計
ナキール・プロパティーズ	都市・不動産開発	ヤシの木をかたどった人工島の建設
ドバイ・マルチ・コモディティーズ・センター	商品取引所運営	

（資料）日本経済新聞 2009年11月29日付記事、ドバイ・ワールド HP を基に作成

業や貿易関連事業など多岐にわたっており、いずれもドバイを中東のハブ地域とすることを目的とした事業展開となっている。他方、アブ・ダビを支配するナヒヤーン家は事業の多角化には慎重な姿勢を示しており、事業の失敗により首長家の支配力が揺らぐような事態を回避することを優先している [Bremmer (2010)]。

2. 危機の原因

(1) 危機の発生

2008年9月のリーマン・ショックから1年2か月が経過し世界の金融市場の混乱が一段落した2009年11月、ドバイ金融危機が発生した。発端は、同月25日にドバイ・ワールドが傘下のナキールも含め、総額590億ドルの返済延期を要請したことであった。この中には12月に返済期限のくるナキールの35.2億ドルの返済が含まれ(表4)、少なくとも2010年5月までの延期を要請した。ドバイ政府や政府系企業の債務総額は800億ドルと言われ、政府系企業の返済延期要請はドバイ政府の信用問題に波及するとして、株価が下落するとともにCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)料率が大きく上昇した。

ドバイ・ワールドと傘下の不動産開発会社ナキールは、償還期日が12月14日に迫った債券の期限繰り延べを交渉していたが難航していた。ドバイ政府の対応による信用不安が他のドバイ系政府企業や隣国アブ・ダビ政府系企業にも波及すれば、株式相場も下げ止まらない可能性が高かった。更に、ナキールが債務不履行になれば、他の債務返済にも波及することが必至であった。そこで、アブ・ダビが資金支援に乗り出した。

12月14日、アブ・ダビ政府はドバイ政府が設立した持ち株会社の資金繰り支援のためのドバイ金融支援基金(The Dubai Financial Support Fund)に100億ドルを拠出することを決定した²⁾。この中には、先だって11月25日に

2) ドバイ政府は、ドバイ・ワールドの債務償還支援のために、2009年2月に200億ドルのドバイ政府債を発行し、このうち100億ドルをUAE中央銀行が引き受けた。従って、アブ・ダビ系の支援は合計200億ドルとなった。

発表されたアブ・ダビの政府系銀行（アル・ヒラル銀行、アブ・ダビ・ナショナル銀行）による50億ドルの債券引き受けが含まれている。この100億ドルのうち41億ドルをナキール発行のイスラム債の償還資金に充当（14日から2週間の猶予期間内に支払う）し、残額はドバイ・ワールドの2010年4月末までの利払いや工事代金に利用することとした。

しかし、100億ドル支援は一時的措置に過ぎないことは明らかであった。このため、アブ・ダビは、ドバイ・ワールドの債務見直し交渉を継続することを条件とした。一方、債権者側はドバイ・ワールドのプロジェクトに首長政府要人が関与していることから、ドバイ政府の保証を要求した。しかし、ドバイ政府は、ドバイ・ワールドの債務は政府保証の対象ではないと強調し、政府の関与を否定した。ドバイ全体の債務は800億ドル（政府100億ドル、民間700億ドル）であり、償還が到来する債務は2010年に120億ドル、2011年にも190億ドルである。このうち、日系企業の債権総額は約75億ドルであり、その他にも延滞債権が10億ドル以上あると言われている。後述するように、

表4. ドバイ政府企業の主な債務

企業名	金額	返済・償還時期
ナキール	35 億ドル	2009 年 12 月
ドバイ取引所	25 億ドル	2010 年 2 月
リミットレス*	12 億ドル	同 3 月
ナキール*	36 億ディルハム(約 10 億ドル)	同 5 月
ドバイ・ワールド*	21 億ドル	同 6 月
ナキール*	44 億ディルハム(約 12 億ドル)	2011 年 1 月
ドバイ・ワールド*	24 億ドル	同 6 月
ドバイ・ホールディング	11 億ドル	同 8 月
ポート・フリーゾーン ・ワールド*	10 億ドル	同 9 月
ドバイ・ドライ・ドックス	17 億ドル	同 11 月

(注) *はドバイ・ワールドの関連企業。―は債券、その他は借入金。

(出典) ロイター通信などの情報をもとに作成

(資料) 日本経済新聞 2009 年 12 月 15 日記事

債務繰り延べ交渉は2010年3月以降に再開し、7月末時点で引き続き交渉中である。

(2) 不動産価格の上昇と下落

ドバイ経済・金融危機の直接の原因は、ドバイ・ワールドを始めとする過剰な不動産投資が行き詰ったことにある。不動産投機が蔓延し、マンションなど不動産価格が短期間に数倍にも上昇した。追加の開発資金は主に海外から調達した資金であったため、一旦危機が発生すると急激な巻き戻しが発生した。このため短期調達に依存していた企業は資金繰りに行き詰まり、多数の開発案件が中断や延期に追い込まれた。開発資金の全てを短期資金に依存していたわけではないが、バブル現象の中で建設物件が増え続け、結果として短期の資金調達の割合が増加した。また、建設プロジェクトの遅延・中止により投下資金の回収にめどが立たなくなり、長期資金の償還にも応じることができなくなった。

ドバイの不動産価格（住宅価格）は2008年第3四半期に前年同期比（以下同じ）80.0%上昇、第4四半期に同59.2%上昇したのち、2009年第1四半期には34.3%下落した（表5）。その後も2009年中は40%以上の下落が続き、2010年第1四半期ようやく1.7%の上昇となった。2010年中盤に至ってようやく底打ち感が出ているが、先行きは不透明である。新聞報道によれば、「リーマン・ショック後の売上減少と建設活動の急激な低下を経て、「需要低下と市場縮小に合わせて段階的に整理統合が進む長い期間に入った」³⁾ 様子である。つまり短期的な利鞘稼ぎの転売を目的とした投機は影を潜め、実需中心の建設投資に絞られつつあるという。その意味では、中継基地としてのドバイの真価が問われる時期に入ったと言える。

ドバイのオフィス賃貸価格の水準（2009年12月）はUS\$75.84ドル（年額、1平方フィート）、東京のおよそ7割、ロンドン中心部（ウェスト・エンド）

3) 日経ヴェリタス2010年7月11日記事「ドバイ不況、来年半ば底打ち」

表5. ドバイの不動産価格の推移

(単位：2009年第1Q=100、前年同期比%)

	2008年				2009年				2010年	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
指数	178	206	216	199	117	107	114	115	119	114
変化率	78.0	76.1	80.0	59.2	△34.3	△48.1	△47.2	△42.2	1.7	6.5

(注) ドバイの住宅価格指数、四半期ベース、2007年第1Q=100

(資料) Colliers International House Price Index “Dubai Second Quarter 2010”

の6割の水準である⁴⁾。不動産価格がピークをつけた2008年12月にはUS\$104.95ドルであったので、1年間で28%の下落となった。他方、東京は21%の下落、ニューヨークは24%の下落であったから、不動産ミニ・バブルのあった主要都市に比較してドバイの賃貸価格が著しく低下したわけではなく、商業都市としての魅力は一定程度維持していると思われる。もっとも2009年12月時点のオフィス空室率は30.0%と、ラトビアの首都リガに続き世界主要都市第2位の高水準となっている。このため、不動産業者は「2010年中は賃料価格の下落が続く⁵⁾」と見通しを述べている。一方、バブルがより大きく弾けたのは居住用住宅であり、高級住宅賃貸価格は2010年上期には前年同期比69%下落した。これは値上がり期待で購入した投資家が、損失が拡大する前に処分している影響が出ているためと推測される。

3. マネーの膨張と収縮

(1) 外貨準備と対外債務の増加

UAEの構成国であるドバイの通貨は既述した通りディルハムである。AEDは米ドル(以下、ドル)にペッグしており、金政策利もドルに連動して変更されている。2010年5月末時点の対ドルレートは3.675AEDであり、ここ7年間にわたって水準訂正は行われていない。つまり、2008年にドバイ

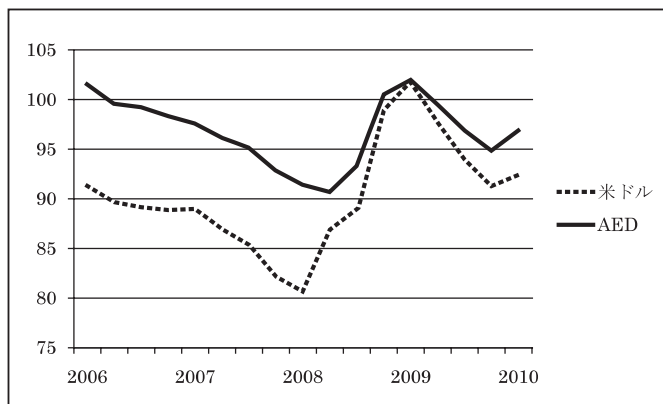
4) Colliers International “Global Highlights Spring 2010”

5) Frank Knight “2010 Global Real Estate Markets”

危機が表面化する前後にわたって、対ドル相場は維持されていた。また、AEDは産油国のアブ・ダビの通貨でもあり、ドバイ危機がそのままAEDに反映するわけではない。このため、ドバイ危機は為替相場の面からは捉えにくい。ここでは、名目実効為替相場指数（2005年平均＝100）を用いて、AEDの変化を観察する（図1）。これによれば、2006年以降のAEDは概ね米ドルと同じ動きを示しており、2008年にかけて下落した。これはサブプライム・ローンによる米ドルの下落を反映している。一方、2008年後半からは、リーマン・ショックの影響が欧州の金融市場に大きな影響を及ぼしたため米ドルはむしろ上昇し、AEDも同じく上昇した。ただし、上昇幅は基軸通貨である米ドルの方が大きかった。このように、実効為替相場もほぼ米ドルと連動していることや産油国であるアブ・ダビの資金力もあり、投資家にとってAEDは安定した通貨であると考えられる。

このような通貨の安定度と不動産開発の活況を背景に、UAEには大量の外貨資金が流れ込んだ。UAEの外貨準備の数値を見ると2004年から増加傾向にあったが、不動産価格の上昇に連れて増加率が次第に高まり、2007年には前年比180%増と急激に増加した（表6）。これと同様に、銀行の対外資産

図1. 米ドルとAEDの名目実効為替相場の推移（2005年＝100）



（資料）IMF “IFS”

表6. UAE の外貨準備の推移

(単位：億ドル、億AED)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
外貨準備	147	182	209	275	772	316	351	329
増加率(%)	△1.1	23.6	14.6	31.8	180.5	△59.1	11.1	—
銀行対外ネット	814	840	898	543	△1241	△792	△430	△313

(注) 1. 年末値。2010年は3月末。

2. 銀行対外ネット：UAE銀行の対外資産と対外負債のネット

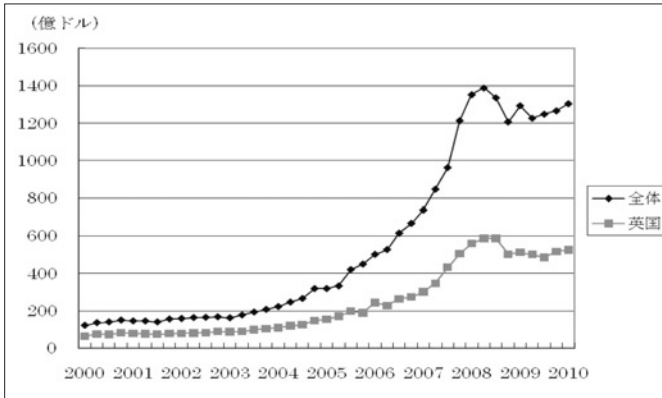
(資料) IMF “IFS”

と対外負債のネット額も負債（預金）の増加に伴って次第にネット額が縮小した。2007年には負債額が2006年の1777億AEDから3240億AEDにほぼ倍増し、この結果ネット額は1241億AEDと大幅な負債超過となった。2008年以降は負債が減少に転じ、ネット額のマイナス幅は縮小している。

次に、ドバイの対外ポジションをBIS統計（国際決済銀行）によって見てみよう（図2）。この統計はBIS加盟銀行の与信残高であり、一般企業の債権残高は反映していない。また、数値は対UAEのポジションであり、対ドバイのみではない。従って、この統計によるドバイの対外ポジションは推定の域を出ない点に注意する必要がある。このBIS統計によれば2009年12月末のUAE向け国際与信総額は1247億ドルであった。このうち最大の債権者は歴史的な繋がり強い英国の銀行で500億ドル、2位フランス124億ドル、3位米国121億ドルであった⁶⁾。ちなみに日本は87億ドルである。総額の1247億ドルという規模は、対インド2299億ドルの5割強、対韓国3505億ドルの3分の1程度であり、規模的には大きくない（例えば対フランス1兆7290億ドル、対ドイツ2兆1023億ドル、対ギリシャ2362億ドル）。また、英国にとっても対外与信総額のうち1.4%前後のシェアであり、UAE単独のリスク・エクスポージャーであればそれほど大きなものではない。

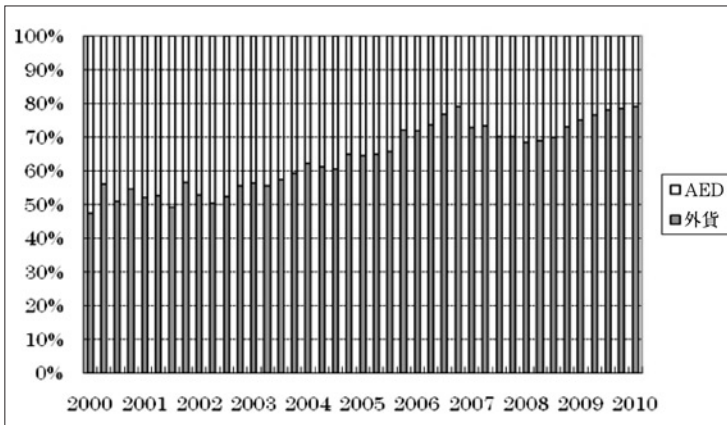
6) 2010年3月の債権銀行団の主なメンバーは、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、スタンダード・チャータード銀行、HSBC銀行、ロイズTSB銀行、東京三菱銀行（英文名）であり、英国系銀行が中心となっている。

図2. 対 UAE 与信総額



(資料) BIS

図3. 対 UAE 与信総額の通貨別割合



(資料) BIS

英国のシェアは1990年代を通じて5割強であったが、ドバイの開発が活発となった2003年頃からは次第に低下した。つまり英国以外の銀行の与信残高が増加し、英国のシェアが相対的に低下したと考えられる。バブルの発生が

マネーとりわけ外国資金を呼び寄せるという例である（図3）。バブルの発生・崩壊と外国資本の流入の関係は、過去の対外債務不履行の例でも指摘されている⁷⁾。

（2）国内マネーの膨張

ドバイ危機の原因は、第1には過剰な不動産開発の中でバブルが発生したこと、第2には追加で発生した事業資金を短期資金で調達し、借り換えによって資金繰りをつないでいたことが指摘できる。この構図がリーマン・ショックの影響によって維持できなくなった。世界的な景気後退が懸念される中で不動産投資熱が冷め、同時に世界的な金融市場の混乱の中で借り換えが困難になったのである。

そこで、ドバイを巡る信用とマネーの状況を見てみよう。ドバイのみのマネー・サプライは把握できないので、UAEのマネー・サプライ（通貨＋準通貨）状況からその動向を観察する（表7）。UAEのマネー・サプライは2000年代前半から前年比10%以上の増加が続いていたが、2004年からは前年比20%以上と増加ペースが高まり、ピークの2007年には前年比41.7%と約1.5倍増となった。サブプライム・ローン問題が顕在化した後の2009年になってようやくペースダウンした。こうしたマネーの増加により、2007年末の残高は5657億 AED と2000年末の1270億 AED の4.5倍となり、2009年末には同

表7. UAE のマネー・サプライ

（単位：億 AED、%）

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	09 II Q	09 III Q	09 IV Q	10 I Q
A	1564	1736	2006	2484	3241	3993	5657	6743	7406	7181	7288	7406	7480
B	23.1	11.0	15.6	23.8	30.5	23.2	41.7	19.2	9.8	6.2	7.0	9.8	8.6

（注）A：期末値、数値は通貨と準通貨（Quasi Money）の合計。B：前年比増加率。

（資料）IMF “IFS”

7) Reinhart & Rogoff (2010) p89

5.8倍と膨張した。短期間に増加したマネーが不動産へと流れ込んだことが容易に想像できる。

(3) 債務返済交渉

2009年11月のドバイ危機をきっかけに、信用不安が他国とりわけ信用力の低い国に波及した。ハンガリー、ギリシャのCDS価格が急落し、11月27日の外為市場では南アフリカのランド、ブラジルのレアルなど新興国通貨が軒並み売られた。リーマン・ショックによる信用不安が完全には払拭されていない中で、ドバイの金融危機はその後のギリシャ危機の引き金になったと言えよう。

こうした環境の中でドバイ・ワールドは債務返済交渉を進めてきた。ドバイの地元紙によれば、政府系持ち株会社ドバイ・ワールドは220億ドルの債務返済交渉を進めていたが、2010年3月には「中央銀行からのこれ以上の金融支援は必要なし⁸⁾」と述べ、資金繰り一定の目処が立っていることをアピールした。更に、5月11日には、ナキールが5月13日に償還期限を迎える9億8千万ドルのイスラム債について、期日通り全額償還することを発表した。この資金はドバイ政府がナキールに資金注入したものである。この背景には、ギリシャ問題で世界的に金融不安が発生しており、当初予定していた142億ドルの金融債務繰り延べ交渉が難航しているため、政府が支援せざるを得なかったことがある。つまり、政府は公的支援を当初は否定していたものの、ドバイが招いた世界的な金融不安が却って自らの交渉を困難にしたため、政府支援を打ち出さざるを得ないという皮肉な結果となった。

この状況を背景に債務返済交渉は進展を見せ、2010年5月20日にドバイ・ワールドは、同社が3月24日に提示した債務再編計画について債権銀行団と原則合意したと発表した。ドバイ・ワールドの債務総額235億ドルのうち銀行団に対する金融債務は144億ドルで、5月に合意した英、日、UAEの7

8) “Khaleej Times” 2010年3月16日付記事

銀行への債務はそのうち60%程度である。ほかの約90行に対しては、5月の合意内容に基づいた計画を6月中に改めて提案し、基本的に合意した。合意内容は、債権者に対して債務総額に相当する債券を新規に発行することで返済を実質延長し全額返済を目指す内容である。債券は償還期限が5年と8年の2種類を発行、金利は年率1%の現金払いを基本とし、償還できなかった場合は政府保証を得るか、政府保証額を減額し償還時払いの利子を追加するかを選択する。万一この合意案に反対の場合は、債務返済交渉は法廷に持ち込まれることになる。

更に、2010年7月14日にはナキールが3月に提示した債務返済計画の見直しについて、主要行から原則支持を得た旨を発表した。ナキールの案は、総額約105億ドルの債務について、5～7年をかけて全額返済するとしている。銀行団が計画を検討し、8月末までに回答することになっている。このようにドバイ・ワールドもナキールも、当面償還の来る債務についてはドバイ政府の支援によって繰り返しながら債務返済交渉を進めているが、仮に計画案に合意を取り付けたとしても長期返済の原資は開発プロジェクトの完成と資金回収であり、その意味では債務返済そのものの展望は未だ予断を許さない状況である。

(4) 日系企業の損失

以上は銀行与信に関する債務返済交渉の経緯であるが、この他に対民間債務の問題が存在する。その例として、日系企業の損失を採りあげる。ドバイショックによって日系の建設企業が大幅な損失計上を余儀なくされた。東証一部上場の大林組は、2010年3月期決算でドバイ関連の損失を計上したことから、700億円の営業赤字(単体ベース)となった。2009年度に比べて実に829億円の悪化である。大林組はドバイ・メトロ・プロジェクト(都市交通システム、総延長75キロメートル)を鹿島建設などと総額2280億円で請け負っているが、工事規模の大幅な拡大や建設資材の高騰から工事原価が3倍程度に上昇したと説明している。この上昇分の負担を巡って施主と交渉したもの

の回収の見込みがないことから、損失を計上せざるを得なくなった。更に、資金面でもナキールなどドバイ政府系企業の償還延期要請によって計画通りに資金回収が進んでいない。このため、都市交通システムはほぼ完成しているにもかかわらず、請負企業との交渉難航から全面開業に至っていないのが実情である（2010年7月時点）。

こうした大規模プロジェクトは当初にはどのように捉えられていたのであろうか。ドバイ・メトロ建設工事は、1997年にフィージビリティスタディが開始され、2000年に基本計画を検討、2002年に詳細計画を検討した。その特徴として、①非常に迅速なプロジェクト実施スケジュール、②土建工事と鉄道システム工事を合体させ、コンソーシアムとした単独グループへの発注、③全長75km、45駅という過去に例を見ない工事規模での一括発注、が指摘されている [井上 (2007)]。更に、急速な都市開発が進む中で、他の開発プロジェクトやインフラ整備が同時進行し、数々の設計変更が行われてきた。この変更や他のプロジェクトとの調整に迅速に対応することが、ドバイ・メトロ成功の重要なポイントであった。しかし、請負企業から見た場合、建設スピードの早すぎるスケジュールは無理が生じかねないし、単独グループでの受注や一括受注はリスクが非常に高い。更に、頻繁な設計変更は請負企業に追加費用を発生させる要因になる。結果的には、こうしたドバイ・プロジェクトのリスク部分が現実化し、日系企業の損失に繋がった面がある。その意味では、ドバイ・メトロのバブル的性格とともに受注側のリスク・マネジメントの問題も指摘しておかなくてはならない。

4. なぜ経済金融危機が頻発するのか

これまで見てきたドバイの金融危機を性格づけると、不動産投機の典型的な破綻と言えるだろう。既述したとおり、ドバイ危機は経済開発を背景に不動産バブルが発生し、ここに多額の外資（短期流動性）が流れ込んだためにバブルの程度が拡大した。近年の経済金融危機と比較した場合、不動産危機の点に着目すれば1980年代後半に日本で生じたバブルと同種であると言え

る。日本でも円高と低金利を背景に過剰流動性が発生し、これが株式と不動産に流れ込んでバブルが発生した。バブルが生じている時にはそれが異様な高まりであることを感じつつも、それがいつかは弾けるバブルであるとの認識は薄かった。更に、米国における1980年代中盤の不動産バブルとS&L危機、2000年代中盤の住宅バブルとサブプライム・ローン問題とも類似している。いずれも、グリーンSPAN前FRB議長が言うところの「根拠なき熱狂」である。ただし、サブプライム・ローン危機はデリバティブなど危機の本質以外の部分に加わっているのに対し、ドバイ危機は不動産バブルの側面がより典型的な形で現れている。また、日本や米国が成熟した経済大国であるのに対して、ドバイは成長途上の新興国でありドバイ危機は経済成長の途上で起こった。とりわけ2000年代の原油価格高騰を背景とした開発ブームの中で発生したバブル現象である点に留意して考えるべきであろう。仮需に依存し行き過ぎた投資を行った事実は否定できないが、成長期待のないところで危機が生じたわけでない。湾岸を中心とした貿易・通商基地として成長するという本来の姿勢が貫かれれば、今回の危機を克服することも可能であろう。もっとも、資金的にはアブ・ダビという裕福な首長国があり、この支援の下で開発し、またその支援によって債務不履行を免れているという皮肉な状況である。

経済成長の目覚ましい新興国への短期の外資流入とその巻き戻しという点に着目すれば、1990年代後半に発生したアジア通貨危機と同種の危機である。タイやインドネシアといったアセアン諸国は1990年代に成長力が高まり、外資を梃子に更なる成長を目指した。しかし、投機的な短期資金が流入したために、信用不安が発生すると急激な資金の巻き戻しにより短期資金が流出し、為替相場的大幅な下落を招いた。結果的に、IMFによる緊急支援や日本、中国などの外貨支援⁹⁾などにより危機を脱した。この点では、ドバイはアブ・

9) アジア金融危機を契機に創設されたチェンマイ・イニシアティブ（中央銀行間の外貨相互供与支援プログラム）は、リーマン・ショックにおいても金融危機の防止に機能した。

ダビによる資金支援という類似性を見出すことができる。ただし、連邦内の同一通貨国による救済であり、ドル・ペッグの為替相場も維持されたことから、他国による支援とは異なった特質性があると言えよう。つまり、外国投資家はドバイの成長性ととも担保として産油国であるアブ・ダビを念頭に置いていたと考えられ、信用不安の程度はアジア通貨危機に比較し軽度であったと言えるだろう。なお、同一通貨国による支援という点は、ドバイ経済金融危機後に発生したギリシャ危機に対処すべくドイツを中心に EU が支援に乗り出した点が近似しているが、ドバイは一連邦内の支援という点でより限定的な支援措置にとどまっている。この意味では、米国経済圏あるいはドル経済圏にある中南米の経済危機救済のために、1970年代以降に米国が度重なる支援を行ってきたことは、ギリシャ危機における EU の支援に極めて近いと言えよう。

以上のように、ドバイの経済金融危機は先例となる経済危機と同質性と異質性を有しており、単純化して考えることは危険である。多くの場合、アジア通貨危機のように新興国でのバブル崩壊は国際収支上の危機を招くが、ドバイの場合にはそうした事態には至っていない。Reinhart & Rogoff (2010) は、新興国の場合には対外債務が GDP 比35%を超えると、債務不履行のリスクが著しく高まることを指摘している。これに従えば、GDP が821億ドル(2008年)のドバイが GDP に等しい800億ドルの債務(国内債務を含む)を抱えていたことは、ドバイ政府が3500億ドルの対外資産を保有していると公表したとはいえ、債務不履行に陥るリスクが極めて高かったと言える。だが、実際にはドバイ首長国としての債務不履行には至らず、あくまでも民間債務のリスケジュール(返済繰り延べ)で落ち着する模様である。つまり、債権者側は実質上の政府に等しい持ち株会社への債権をソブリン・ローンと認識していたのに対し、債務者側は政府保証を付与していない以上あくまでもプライベート・ローンであると主張した。このように、双方にとって明確に一致した認識のない不安定な状態が資金流入の拡大を招き、バブルを助長した。こうした状況は、日本のバブル期において、債務者の親会社保証がないにも

かかわらず暗黙の親会社の支援を期待して銀行が貸出を増加させていった構図と似ており、債権者側の与信管理上の問題点であると言えよう。

以上のように、ドバイの経済金融危機は先例となるバブルに共通した特徴、とりわけ不動産への資金流入という面を持ちながら、ドバイ独自の条件のもとにバブルが発生し崩壊したのである。しかし、何故このようにわずか数年の間に頻繁に経済金融危機が発生するのだろうか。「バブルは事前にはわからない」という言葉を待つまでもなく、バブルとその崩壊は第二次オイルショック以降の過去約30年の間に頻繁に繰り返されてきた（表8）。これはわずか数年前のバブルの教訓が活かされていないことを意味している。この問題を資金の供給サイド（貸し手ないし投資家）と資金の調達サイド（債務者）に分けて検討したい。資金の供給サイドでは、情報生産機能が十分に稼働していないと判断できる。資金調達サイドの過剰投資動向や数年前の金融危機の状況を踏まえた上で、なおこうしたハイ・リスク投資を継続しようとする根拠は、①予想されるリスクに対して期待されるリターンが高い、②投資回避による機会損失が大きい、③自分だけは他者より先にリターンを確保して手

表8. 過去30年間のバブルと経済金融危機

危機名	時期	発生国	支援者
中南米危機	1980年代中盤	中南米諸国	米国政府、IMF
S&L危機	1980年代後半	米国	米国政府
北欧金融危機	1990年代前半	スウェーデン他	各国政府
アジア通貨危機	1997年～99年	アジア	IMFほか
平成金融危機	1997年～2003年	日本	日本政府
ITバブル崩壊	2001年	米国	米国政府
サブプライム ・ローン危機	2007年8月 (パリバ・ショック) 2008年10月 (リーマン・ショック)	米国 欧州	各国中央銀行、 各国政府
ドバイ危機	2009年11月	ドバイ	アブ・ダビ
ギリシャ危機	2010年3月	ギリシャ	EU

(注) 上記のほか1980年代に東欧で金融危機が発生したが、本表では省略した。

仕舞うことができると考える、④株主の期待を実現するためには高いリターンが必要でありこれを実現できない場合には執行役としての地位を失う可能性がある、などである。一方、資金調達サイドの考え方は、①自らのプロジェクトに自信を持っており、例えば少なくとも自らが建設している途上では不動産価格の下落を想定していない、②債務不履行については資金供給サイドも一定の責任を分担すべきである（日本における債権放棄方式など）、などである。

つまり、過去三〇年間の経済金融危機は、過剰流動性を背景に適正なリスクとリターンの判断が行われなくなっていることを反映している。もっとも、過去の統計数値に依拠しつつこれまでの危機を異常値として排除している限り、適正なリスクとリターンの関係を得ることは困難である。バブル発生と崩壊の経験値を含むリスク・リターンを把握することが求められている。

以上

（補論）イスラム金融について

ナキールの発行していた債券は、イスラム債ないしスクークである。スクークとは長期リースであり、一般的な長期債券とは概念が異なる。イスラム金融は利子を取らない金融手法として賞賛する声があるが、イスラム金融が機能するにはそれなりの背景がある。イスラム金融はイスラム法典のなかのシャリーア法体系（以下、シャリーア）に基づいている。イスラム世界は、Aqidah（信条・信仰）、Sharia（行動規範）、Akhlaq（宗教儀礼・倫理）の三要素から構成されており、このうち金融取引や銀行活動はシャリーアを構成する二つの要素Ibada（神への崇拜）とMuamalat（人と人との行動）に基づいて行われなくてはならない。従って、金融は一種の投資事業であり、投資先事業が成功した場合にその成果配分を受けるルールとなっている。このルールの下で、リースなど幾つかの金融方式が決められている。しかし、金融を投資行為と捉えるからといって、投資事業が失敗しても運営者の責任が問われないと考えるのは早計である。Ibada（神への崇拜）とMuamalat

(人と人との行動)に基づいているということと、イスラム世界は部族社会であり仲間同士の絆が非常に強いことを併せて考えれば、約束を反故にした場合の仲間内におけるペナルティーは非常に厳しいものであることを覚悟しなくてはならない。

(参考文献)

- Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff “This time is different” Princeton (2010)
- Bremmer Ian “The end of the free market” PORTFOLIO (2010)
- “Global Office Real Estate Review Second Half 2009” Colliers International
- Frank Knight “Global Real Estate Markets” 各号
- バハレーン中央銀行「イスラム銀行とイスラム金融」PHP 研究所 (2009)
- ドバイ政府ホームページ <http://www.dubai.ae/en.portal>
- 井上清彦「ドバイ・メトロ建設工事」『建設マネジメント技術』2007年11月号
- 大野元裕「商人と首長家—アブ・ダビとドバイにおける部族的社会とその変遷—」『AJAMES No.10』(1995)
- 大村敬一「『100年に1度』の金融危機から学ぶ金融デザインの課題」『グローバル金融危機後の金融システムの構図』金融財政事情研究会 (2010)
- 細井長「原油価格高騰下におけるドバイの経済開発」『国学院経済学』第57巻第1号 (2008)
- 細井長「世界金融危機とドバイ経済—ドバイ経済の課題と中継貿易型開発路線への視座」『立命館経営学』第48巻第4号 (2009)
- 「世界鳥瞰 On The Globe 海外特約 湾岸諸国にも金融危機が波及 凋落のとば口に立つドバイ」『日経ビジネス』2008年11月3日号
- 「海外大激震—ニューヨーク、ロンドン、上海、ドバイ。世界の不動産市場の現状とは (不動産・ゼネコン・マンション大激震!—あなたに迫る危機の真相と連鎖)」『週刊東洋経済』2008年10月4日号
- 「インタビュー ローレンス・マイヤー／マクロエコノミック・アドバイザーズ副会長 (元 FRB 理事) (世界複合危機—サブプライムは序章にすぎなかった)」『週刊東洋経済』2008年8月9日号