

## 第98回OECDカントリーリスク専門家会合の結果とエジプトの現状

審査部カントリーリスクグループ 後藤 玲子<sup>1</sup>

2024年1月31日～2月1日に第98回 OECD カントリーリスク専門家会合（以下、CRE会合）<sup>2</sup>が開催され、欧州・CIS、中東・北アフリカ地域の国カテゴリーが議論された結果、以下の4カ国で国カテゴリーが引き上げ（改善）となった。

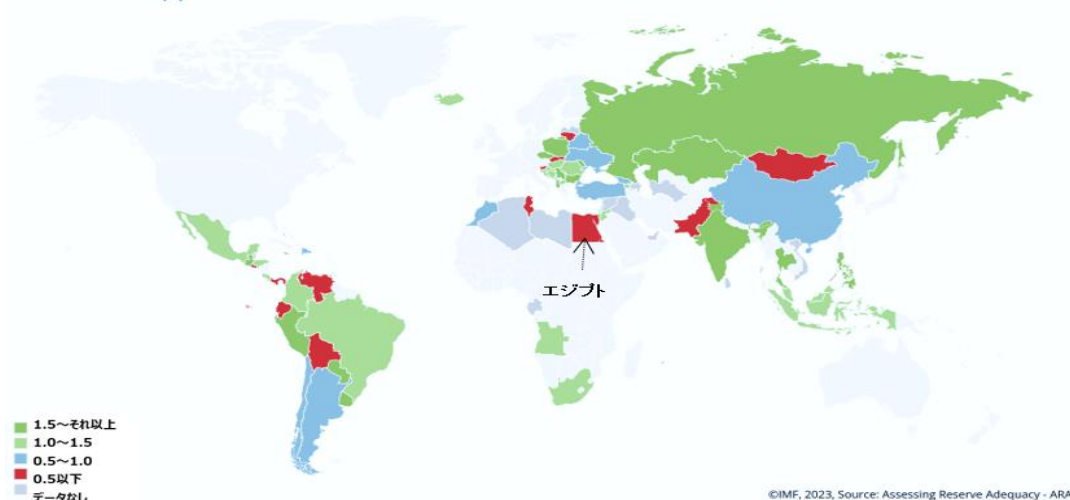
| 国名<br>国カテゴリー | カタール | オマーン | ジョージア | モンテネグロ |
|--------------|------|------|-------|--------|
| 旧            | D    | F    | G     | H      |
| 新            | C    | E    | F     | G      |

以下では、昨年のCRE会合で国カテゴリーが引き下げ（悪化）となって以降もソブリン格付の悪化が続き、将来の持続的な経済成長や債務支払能力の低下が懸念されるエジプトの現状と課題をみてゆく。

### 1. エジプトの概況

2020 年以降、エジプトでは、①コロナ対策（歳出増加）、②ロシアのウクライナ侵略の影響（輸入穀物やエネルギー価格の高騰、主要外貨獲得源の観光収入の減少）、③世界的インフレと利上げ（債務指標の悪化）、等の影響を受け、経済・財政状況が悪化。海外投資家の資金引き揚げ等により 2022 年第 1 四半期中に約 200 億ドルの短期資金が海外流出し、同年 3 月の外貨準備高（外準）は急減した。現在、同国の金を含む外準の対輸入月数は約 4.8 か月確保できている<sup>3</sup>が、IMF の ARAM<sup>4</sup>指標（図 1。ARAM に対する外準の比率が 1～1.5 が適正とされる）は 0.46 と世界的にも低位で外貨不足の深刻さが伺える。2022 年 5 月以降は主要格付機関による同国ソブリン格付の格下げも相次いだ<sup>5</sup>。2022 年 9 月以降、同国の外準は毎月微増傾向に転じたが、2024 年 1 月末現在の外準は約 352.5 億ドルであり、2022 年 3 月時点の水準（370.8 億ドル）を回復できてはいない（表 2 参照）。

図 1 適正額に対する外貨準備額の比率（ARAM : 2023年）  
IMF Data Mapper ® Ratio of reserve/ARA metric (Unit, 2023)



<sup>1</sup> 本カントリーレビューの中の意見や考え方に関する部分は筆者個人としての見解を示すものであり、日本貿易保険（NEXI）としての公式見解を示すものではありません。なお、信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、その正確性・確実性を保証するものではありません。

<sup>2</sup> CRE 会合および NEXI の国カテゴリーの詳細については、e-NEXI「2016 年 5 月号」をご参照ください。

([https://www.nexi.go.jp/webmagazine/mt\\_file/e-nexi\\_2016\\_05.pdf](https://www.nexi.go.jp/webmagazine/mt_file/e-nexi_2016_05.pdf))

<sup>3</sup> 同国中銀公表値より筆者試算

<sup>4</sup> Assessing Reserve Adequacy Metric の略。マネーサプライ、短期対外債務、債券や証券等其他負債にウェイトを掛けて各国の外貨流出リスクを算出し、同リスクを防ぐために適正な外貨準備高の目安を示す。2024 年 1 月のカントリーレビュー p.2 参照。

<sup>5</sup> 2024 年 2 月 29 日時点の格付は Moody's: Caa1 (2022 年 3 月から 2 ノッチダウン)、S&P: B- (同 1 ノッチダウン)、Fitch: B- (同 2 ノッチダウン)。

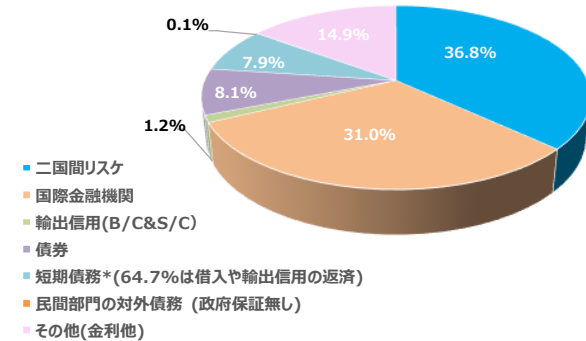
## 2. 対外脆弱性の高さ

同国では 1 億人を超える人口の 1/3 が貧困層とされ、エネルギーや食糧は輸入依存が高い。恒常的に財政赤字及び経常赤字が発生している国であるが、図 3 の通り 2022 年 3 月迄は、為替レートを管理して安定させることにより海外直接投資(FDI)やポートフォリオ投資を呼び込み、湾岸友好国から同国中銀への預金や国際機関からの融資も得て、金融収支の黒字によって外準を維持していた。しかし、上記①～③の外的ショックを契機に短期資金は逆流。

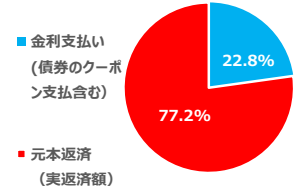
「アラブの春」発生時と直近時点<sup>6</sup>を比較すると(図 2)、12 年間で対外債務総額は約 4.7 倍、年間対外債務返済額は約 9.1 倍となり、年間対外債務返済額に占める対外金利支払額の比率も増加。コロナ禍等の際に国際機関借入が増え、短期債務も大幅に増加。同国中銀の公表では、2024 年 1 月末の同国の外準は約 353 億ドル(金を除いた場合は 269 億ドル)。一方、対外債務返済額は 2024/25 年が 263 億ドル(うち一般政府債務 38%)、2025/26 年:258 億ドル(同 50.4%)<sup>7</sup>と見られ、引続き外貨調達が必要。また、同対外債務の約 20%は近隣湾岸諸国等から同国中銀への短・中期の外貨預金であることから、当該預金の預け入れ国との良好な外交関係の維持が重要となっている。

図2 対外債務総額及び対外債務返済必要額構造の変化

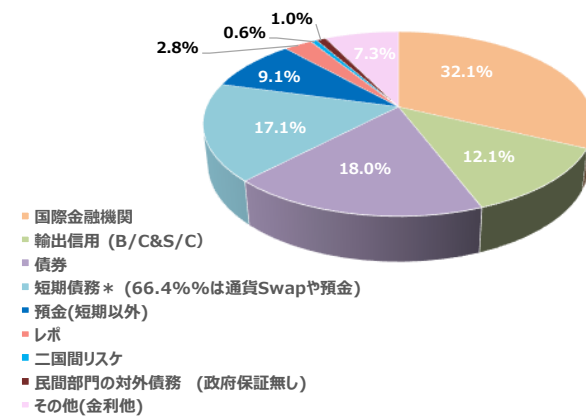
FY2010/11 対外債務総額 (349.1億ドル)



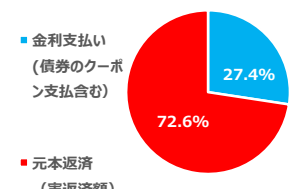
FY2010/11対外債務返済額 (28.0億ドル)



FY2022/23 対外債務総額 (1647.3億ドル)



FY2022/23対外債務返済額 (254.2億ドル)

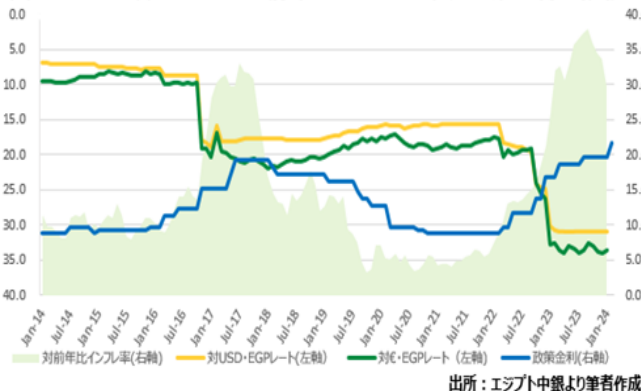


出所：エジプト中銀より筆者作成

## 3. IMF 融資と為替レート乖離の解消

2022 年 12 月、IMF 理事会は同国向け拡大信用供与措置 (EFF、総額 30 億ドル、46 ヶ月間)<sup>8</sup>を承認。同措置の融資条件に従って 2022 年初以来 3 度目の為替切り下げ(表 2 参照)が行われ、2023 年 1 月 11 日には前年 1 月<sup>9</sup>から約 2 倍の下落となった。しかし、高インフレ、且つ大統領選挙が予定されていた為に貧困対策が重視され、

図3 公定為替レートと対前年比インフレ率、政策金利の推移



2023 年 1 月末から現在まで、公式対ドルレートは USD1=EGP30.9 で維持されている(図 3 参照)。一方、市場レートは下落が進んで約 USD1=EGP40.0 となり、同年 10 月以降はイスラエルとガザ地区を実行支配する武装勢力のハマスとの戦闘(ガザ紛争)の影響で更に下落し、2024 年に入り一時約 USD1=EGP70.0 に下落して公定レートから大幅に乖離した。

為替管理の継続により IMF 融資条件の未充足となり、2023 年の IMF 融資は未実行。同年 12 月に同国の大統領選挙が終わり、2024 年 1 月 17 日～2 月 1 日に初めて正式な EFF のレビューとして IMF

<sup>6</sup> 同国の会計年度(FY)は 7/1～6/30 のため、FY2022/23 年は 2022 年 7 月 1 日～2023 年 6 月 30 日となる。

<sup>7</sup> 出所：Moody's 2023 年 10 月(格付の B3 から Caa1 への引き下げ時の Rating Action)

<sup>8</sup> 融資の条件は①為替変動相場制への恒久的移行、②金融政策によるインフレ低下、③財政再建(社会保障を強化しつつ公的債務を削減)、④民間部門の活性化(軍を含む国家関与の縮小とガバナンス強化)であり、初回レビューは 2023 年 3 月 15 日開始、3 月中に 3.5 億ドルの資金拠出予定であった。(2023 年 1 月 10 日公表 IMF Staff Country Report より)

<sup>9</sup> 2022 年 1 月の公式レートは USD1=EGP15.7

スタッフが同国を訪問。政府と EFF プログラムの見直しや、ガザ紛争勃発後の財政負担増大への対応の為の融資額拡充<sup>10</sup>につき協議が行われ、IMF の専務理事は 2 月 27 日に数週間以内に最終決定される見通しを示した<sup>11</sup>。IMF は同国に為替自由化によるレート乖離の調整を勧告し続けていたことから、今回の合意前後に為替が切り下げられると予想されるが、図 3 のとおり食料やエネルギーの輸入依存が高い同国では為替の減価が急激なインフレ率上昇を招く恐れがあり、政策金利引上げにもかかわらず依然として高インフレ<sup>12</sup>の状況にある中での大幅切り下げは、大幅な社会不安を発生させる可能性が懸念され、タイミングや公定レートの下落幅が注目される。なお、為替切り下げ期待から同国最大の外貨獲得源である外国労働者送金が減少（表 2④参照）して外貨繰りにも悪影響が出ており、乖離調整が待たれる。

#### 4. 政府利払い比率の高さ

表 1 は 2023 年 1 月時点の歳入に対する政府利払比率の IMF 推計値であるが、2022 年末の EFF 承認当初の約 3.5 億ドルの融資実行以降、2023 年中に融資は実行されず、ガザ紛争発生等による同国の経済見通しの悪化もあり、政府債務利払負担は更に深刻化したと見られる。格付機関 Moody's<sup>13</sup>は、2024 年 6 月末の同国の政府利払い額は歳入対比で 65%(GDP の約 10%)に達すると予測。世界的にも高水準である政府債務利払負担は経済構造改革を推進する上で制約要

表 1 歳入対比政府利払い状況

| 単位: % 会計年度は 7/1~6/30     | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | 2022/23* | 2023/24* | 2024/25* |
|--------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 対歳入比政府利払い                | 48.3%   | 44.8%   | 37.4%   | 46.6%    | 50.2%    | 45.5%    |
| うち国内                     | 92.3%   | 91.4%   | 89.9%   | 90.6%    | 90.2%    | 89.0%    |
| うち対外                     | 7.7%    | 8.6%    | 10.1%   | 9.4%     | 9.8%     | 11.0%    |
| 対前年比実質GDP成長率前提(2023/1時点) | 3.5%    | 3.4%    | 6.6%    | 4.0%     | 5.3%     | 5.7%     |
| " (2024/1直近の見通し)         |         |         | 6.7%    | 3.8%     | 3.0%     | 4.7%     |

出所: IMF Staff Report 拡大信用許与措置 (EFF)承認後、2023年1月10日に公表 (\*は予想値 たた、■ は実績)

表 2 エジプトの国際収支・外貨準備高の推移と背景

| 単位: 百万ドル          | 2010/11                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 2013/14         | 2014/15          | 2016/17            | 2017/18  | 2019/20  | 2020/21*       |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------------|--------------------|----------|----------|----------------|
| 貿易収支 (net)        | -27,103                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | -34,159         | -39,060          | -37,275            | -37,276  | -36,465  | -42,060        |
| うち石油輸出入 (net)     | 2,874                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | -891            | -3,474           | -5,426             | -3,717   | -421     | -7             |
| サービス収支 (net)      | 13,928                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 8,274           | 10,743           | 5,614              | 11,122   | 8,973    | 5,119          |
| うちスエズ運河収入 (gross) | 5,053                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 5,369           | 5,362            | 4,945              | 5,707    | 5,806    | 5,911          |
| うち観光収入 (net)      | 8,476                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 2,029           | 4,032            | 1,640              | 7,353    | 6,646    | 2,153          |
| うち政府無償等受払い (net)  | -988                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | -420            | 527              | -348               | -857     | -217     | -734           |
| 移転収支 (net)        | 13,137                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 30,368          | 21,876           | 21,835             | 26,471   | 27,680   | 30,903         |
| うち労働者送金 (net)     | 12,593                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 18,519          | 19,330           | 21,816             | 26,393   | 27,758   | 31,425         |
| 経常収支 (net)        | -6,088                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | -2,780          | -12,143          | -14,394            | -5,962   | -11,167  | -18,436        |
| 資本・金融収支           | -4,199                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 5,190           | 17,929           | 31,015             | 21,997   | 5,375    | 23,374         |
| うちFDI (net)       | 2,189                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 4,178           | 6,380            | 7,933              | 7,720    | 7,453    | 5,214          |
| うちポートフォリオ投資 (net) | -2,551                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 1,237           | -639             | 15,985             | 12,095   | -7,307   | 18,742         |
| 総合収支              | -9,754                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 1,479           | 3,725            | 13,717             | 12,788   | -8,587   | 1,862          |
| 外貨準備高 (net・金含む)   | 26,564                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 16,687          | 20,082           | 44,256             | 44,481   | 38,176   | 40,584         |
| 各会計年度中の特記事項       | 2011/2:アラブの春でムバラク政権崩壊、翌会計年度より石油の純輸入国へ<br>2013/7:軍事クーデター・ムルシー政権誕生、2014/7:憲法改正・独裁体制強化、2014年後半以降シエール革命の影響で油価が長期に低迷<br>2016/11:IMFと融資合意 (EFF:120億ドル・2019/6迄に全額借入)、2017/6:於一社断交<br>大統領選シシ政権2期目<br>COVID-19の流行。但し、2022/6:入国制限を早期に解除。2020/5及び6:IMF融資合意 (COVID-19対応の緊急融資とタックル) 融資で計80億ドル) 2021/1:カタール国交回復合意                   |                 |                  |                    |          |          |                |
|                   | July/Sep 2021*                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | Oct./Dec. 2021* | Jan./March 2022* | April / June 2022* | 2021/22* | 2022/23* | July/Sep 2023* |
| 貿易収支 (net)        | -11,075                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | -10,638         | -11,825          | -9,858             | -43,396  | -31,160  | -7,945         |
| うち石油輸出入 (net)     | -101                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 2,169           | 2,067            | 298                | 4,433    | 410      | -1,314         |
| サービス収支 (net)      | 2,937                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 2,705           | 2,305            | 3,211              | 11,159   | 21,927   | 5,200          |
| うちスエズ運河収入 (gross) | 1,688                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 1,691           | 1,706            | 1,912              | 6,997    | 8,760    | 2,399          |
| うち観光収入 (net)      | 3,661                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 2,169           | ② 2,067          | 298                | 6,268    | 8,639    | 2,957          |
| うち政府無償等受払い (net)  | -131                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | -309            | 175              | 661                | 396      | 1,107    | -226           |
| 移転収支 (net)        | 8,020                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 7,356           | 7,880            | 8,193              | 31,449   | 21,841   | 4,523          |
| うち労働者送金 (net)     | 8,146                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 7,437           | 8,046            | 8,295              | 31,924   | 22,076   | ④ 4,516        |
| 経常収支 (net)        | -4,001                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | -3,801          | -5,792           | -2,958             | -16,551  | -4,711   | -2,807         |
| 資本・金融収支           | 6,050                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 5,377           | -609             | 988                | 11,806   | 8,932    | 1,769          |
| うちFDI (net)       | 1,665                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 1,601           | 4,083            | 1,589              | 8,937    | 10,039   | 2,322          |
| うちポートフォリオ投資 (net) | 3,561                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ① -6,056        | -14,753          | -3,735             | -20,983  | -3,766   | -523           |
| 総合収支              | 311                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | -326            | -7,255           | -3,277             | -10,546  | 882      | 229            |
| 外貨準備高 (期末net・金含む) | 40,825                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 40,935          | ①' 37,082        | 33,380             | 33,380   | 34,828   | 34,970         |
| 各会計年度中の特記事項       | 2021年10月以降:米国利上見込みで債務負担増加懸念から①海外資産流出増加、①'外準急減、2022/2:露のウクライナ侵略で穀物やエネルギー輸入価格上昇、②観光収入減少、③運河収入増加 (黒海他の代替航路となり航行増加)、2022/3:為替を16%切り下げIMFへ支援要請 (10月のIMF Staff level合意時に更に17.5%切り下げ、2022/2~12は輸入決済をLCに限定し輸入を抑制<br>2022/12:IMFがEFF承認、2023/1:為替約23%切り下げ、③観光収入回復及び (値上もあり) ④運河収入増加、④EGP下落で労働者送金は減少、同年夏以降は国内需要増加で計画停電 (燃料輸出額減少) |                 |                  |                    |          |          |                |

出所: エジプト中銀等より筆者作成 注: \* Preliminary、同国の会計年度は (7/1~6/30)

<sup>10</sup> 各種報道によると、IMF 単独では 50~60 億ドル、世銀他からの追加融資と合わせて 100 億ドルの融資となる可能性があると期待されている。  
<sup>11</sup> 出所: Reuters 2024 年 2 月 28 日  
<sup>12</sup> 同国中銀によると 2024 年 1 月の対前年比インフレ率は 29.8%  
<sup>13</sup> 出所: Moody's 2024 年 1 月 18 日 (格付見通しを Caa1 Stable から Caa1 Negative に悪化させた際の Rating Action)



因となっている。

## 5. 地域情勢の外貨獲得への影響

2023年10月7日のハマスによる攻撃以降、同国はガザ紛争の戦闘を鎮静化させる為に関係国や紛争当事国間の協議に協力し、人道支援物資の搬入も行っている。直近では2024年2月23日からパリで同国やカタール、米国等と紛争当事国が交渉しているが、紛争終結やパレスチナ問題の根本的解決の目途は立っていない。同紛争は難民発生による治安悪化や財政負担の問題以外に同国の主要外貨獲得源の経済分野へも以下のとおり影を落としている（表2②、③参照）。

- ・観光収入：特にシナイ半島や紅海で観光収入の減少が懸念される
- ・スエズ運河通行料収入：2023年11月以降、イエメンのフーシ派が紅海を航行する船舶への攻撃を継続。エジプト政府は、2024年1月の同通行料収入は対前年比で40～50%減少<sup>14</sup>したとしている。
- ・イスラエル産ガス輸入：紛争開始後、東地中海のタマルガス田の一時生産停止から同国へのガス輸入も一時止まり、外貨獲得源である欧州向けLNG輸出や、国内の電力不足にも悪影響が生じている。

## 6. 政治状況

2023年12月に大統領選挙が前倒しで実施され、現職のシシ大統領が89.6%(前回2018年は66.8%)の得票率を得て3選、2030年まで同国の政権を担うことが決まった。国軍出身のシシ大統領は、「アラブの春」後にムスリム同胞団政権をクーデターで倒し、2014年の選挙で初当選。以降、強権的な政治を行い、人権等の面では欧米諸国から問題視されているが、経験ある現職大統領により、経済改革が重要な時期に政策の安定性が保持された形となった。2021年1月以降に関係が改善したカタールとは、ガザ紛争対応で協力しており、その他近隣湾岸諸国との関係も良好。今後、同大統領は、対外ショックや政府債務利払負担等で制約が多い中、社会不安抑制や国営企業に利権を持つ国軍にも配慮しつつ経済・財政面の改革を断行し、外貨不足の問題を解消する必要に迫られている。

## 7. 今後について：改革の絶好の機会を生かせるかが課題

2024年2月23日、UAEから同国への総額350億ドルの投資に両国政府が合意した(表3)。同国の現在の外準とほぼ同額の投資発表の衝撃から国際金融市場で急速に安心感が広まり、週明け2月26日には同国のドル建ソブリン債の価格が上昇し、市場為替レートは前述のUSD1=EGP70.0前後から同約EGP50.0へ上昇。乖離幅の縮小で公定レートの切り下げ実行や、IMF融資承認の実現期待も高まっている。

エジプトは歴史的にも経済規模の面においても地域大国であり、経済難の度に近隣湾岸諸国からの資金援助に依存してきた。しかし、2022年以降はサウジアラビアをはじめとする支援諸国が同国にも改革の自助努力を求め、二国間融資や中銀への外貨預金よりも投資の形で協力を志向している。2023年中は、改革が進まず、為替自由化時期の不透明さで投資資産価値も定まらず、各国の投資約束は全てが順調に実現した訳ではなかった。

表3 UAEとの投資合意の概略と期待される効果

| 投資概要（総額350億ドル・2024年3月23日に両国間で合意）                                                | 投資形態                 | 金額     | 拠出次期(エジプト首相発言)                        |        |
|---------------------------------------------------------------------------------|----------------------|--------|---------------------------------------|--------|
|                                                                                 |                      |        | 1週間以内                                 | 2カ月以内  |
| ① アブダビの政府系ファンドADQが、<br>・エジプト北西部ラス・アル・ヘクマ半島の都市開発事業権購入<br>・開発を主導(エジプト政府は株式35%を保有) | 新規資金投入               | 240億ドル | 100億ドル<br>(2分割入金。<br>一部は2月27日に中銀に入金済) | 140億ドル |
| ② UAE政府が、エジプト国内の不動産投資・観光施設等に投資                                                  | エジプト中銀へのUAEの外貨預金から調達 | 110億ドル | 50億ドル                                 | 60億ドル  |
| エジプト側で期待される効果(首相は開発後1,500億ドルの対外資金流入を見込むと発言)                                     |                      |        |                                       |        |
| ①・返済不能の外貨資金の獲得(財政赤字の1/3を無償で賄え、政府利払を削減できる)<br>・地中海沿岸の景勝地開発でのビジネス及び観光収入増加         |                      |        |                                       |        |
| ②・中銀預金のロールオーバー返済を不要(＝対外負債の7%削減)<br>・民間事業活性化による経済改革推進                            |                      |        |                                       |        |

出所：Financial Times(2024/2/23)、及び同国政府・大統領・首相発言に係るReuters、Bloomberg等の報道より筆者作成

今回は既に一部の送金が完了して、支援有効性の期待で市場心理は一気に好転している。同国政府にとっては、多大な投資支援にスポイルされて過大な歳出を招くことなく、この絶好の機会に社会不安抑制とのバランスに配慮し改革を確実に推進し、目下の深刻な対外債務返済や政府利払い等の負担問題を解決することが非常に重要となっている。今後、短期的には、①UAEの当該投資は全て実現するか（市場の安心感の持続性）、② 為替（公定レート）切り下げのタイミングと下げ幅<sup>15</sup>、③IMFのEFFレビュー完了の時期と新規融資承認額及び世銀や二国間の追加融資額、等が注目される。将来を左右する重要な時期を迎えた同国であるが、経済構造改革を成功させ地域大国の威厳を取り戻すことを期待したい。

2024年2月29日 脱稿

<sup>14</sup>IMF 専務理事発言の発言（2月28日、Reutersのインタビュー時）によると、同国のスエズ運河通行料収入はこれまで毎月約7億ドルであった。ガザ紛争発生後の通行量は約50～60%減少（IMF）しているとのこと。

<sup>15</sup>一部の金融機関（HSBCやソシエテジェネラル）は3月中にUSD1=EGP 40～45程度へ下落を許容して実施されると見ている。