

成長の勢いを取り戻しつつあるエジプト

2009年10月

## 目次

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 概要.....                  | 2  |
| エジプトの現状評価.....           | 5  |
| マクロ経済状況.....             | 8  |
| 金融危機前の概況.....            | 8  |
| 金融危機後:実質 GDP 成長率の減速..... | 8  |
| インフレ率の鈍化.....            | 8  |
| 引き締め政策を終えるエジプト中央銀行.....  | 9  |
| 対外収支、金融危機が直撃.....        | 9  |
| 依然として底堅い財政指標.....        | 11 |
| 金融指標.....                | 11 |
| 総合評価.....                | 12 |
| 市場状況.....                | 13 |
| 取引状況.....                | 13 |
| 上場企業のファンダメンタルズ.....      | 15 |
| 結論.....                  | 16 |

## 概要

最近発表された経済指標は、エジプト経済が完全な回復軌道にあり、主としてスエズ運河通航料、観光収入、民間移転収支、海外直接投資の減少に見られた金融危機の影響がすでに最悪期を過ぎたことを示唆している。このような状況において政府が 2009/10 年度に予想している 5.3-5.5%の成長率は、一部の国際機関や証券会社の予想を上回るものの妥当とみられる。メル・リンチは、エジプトが金融危機の中で投資家の逃避先になったことの原因として下記を挙げている。

- 1) 良好な GDP 成長率。巨大で未開拓のエジプト国内市場のために、設備投資の減少をはじめ成長減速が軽減された。
- 2) レバレッジが低く、現金が潤沢で、リスク・エクスポージャーが限定的な銀行セクターが健全であった。
- 3) 政府が LE 150 億の景気刺激策で公共事業の前倒しを行ない、GDP 成長率を 1.0%近く押し上げた。
- 4) 世界的な商品市況の低下とインフレの急落が、主に貧困層への強い味方となったばかりでなく、エジプト政府の補助金負担を軽減し、景気対策の実施に余力を与えた。

メル・リンチはさらに、世界最大の天然ガス輸出国としての恩恵を引き続き享受しているカタールに次いで、エジプトが 2009/10 年度も 2008/09 年度と同様、MENA 地域において第 2 位の成長率を記録すると予想している。政府の課題は、インフレを低水準に維持し、民間部門の信用にさらに傷を与えることのないよう貸出を縮小し、事業環境を引き続き拡充し、財政刺激策と中小企業開発計画を効果的に実施することである。

金融危機でエジプト企業の収益は悪化しているが、これは特に製造業企業や、金融危機の直撃を受けたセクターの関連企業にとっては避けようもなかった。しかし、今年度上半期(12 月決算企業)ならびに第 3 四半期の決算は、セメントや建設業など一部のセクターが金融危機の影響を受けていなかったことを示した。しかも、金融危機の直撃を受けたセクターでもテレコム・エジプトやオリエンタル・ウィーバーズなど一部の企業は引き続き増益を達成した。

最近の株価上昇にもかかわらず、2009 年 8 月 26 日現在、エジプト証券取引所の出来高上位 100 銘柄中 96 銘柄の株価がまだ 2008 年 6 月 30 日の水準を下回っており、78 銘柄では下落幅が 40%を上回っている。

次表に示すようにエジプトは引き続き他の新興国市場に対して大きく割安に取り引きされている。その理由は、エジプトが経済状況の悪い EMEA(欧州・中東・アフリカ)市場に分類され、関連付けられていることにあるだろう。したがって、エジプト株の上昇相場が始まっているとしても、市場はまだ中長期的な投資家に絶好の投資機会を提供している。

| 市場              | 2008年6月      |             | 2009年6月      |             |
|-----------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
|                 | PE           | 配当利回り%      | PE           | 配当利回り%      |
| <b>アフリカ</b>     |              |             |              |             |
| エジプト            | <b>15.73</b> | <b>6.46</b> | <b>11.47</b> | <b>7.16</b> |
| イスラエル           | 28.67        | 2.67        | 36.91        | 2.18        |
| モロッコ            | 33.96        | 2.57        | 22.80        | 3.02        |
| 南アフリカ           | 18.25        | 3.40        | 11.95        | 3.53        |
| <b>ラテン・アメリカ</b> |              |             |              |             |
| アルゼンチン          | 18.34        | 0.75        | 8.52         | 2.50        |
| ブラジル            | 16.59        | 2.27        | 6.94         | 2.88        |
| チリ              | 21.72        | 2.82        | 18.49        | 2.81        |
| メキシコ            | 15.63        | 2.27        | 17.64        | 1.58        |
| ペルー             | 24.80        | 3.61        | 16.16        | 2.81        |
| <b>アジア</b>      |              |             |              |             |
| 中国              | 25.17        | 2.36        | 7.50         | 2.06        |
| インド             | 21.17        | 1.08        | 15.87        | 1.04        |
| インドネシア          | 29.70        | 2.33        | 23.74        | 2.61        |
| 韓国              | 14.79        | 1.59        | 14.40        | 1.31        |
| マレーシア           | 15.66        | 4.99        | 16.23        | 3.67        |
| フィリピン           | 11.54        | 4.70        | 14.49        | 3.95        |
| 台湾              | 25.44        | 3.51        | 34.57        | 5.65        |
| タイ              | 10.11        | 3.96        | 14.65        | 4.21        |
| <b>ヨーロッパ</b>    |              |             |              |             |
| チェコ             | 25.05        | 3.73        | 9.27         | 7.04        |
| ハンガリー           | 10.37        | 1.04        | 5.97         | 4.19        |
| ポーランド           | 11.70        | 2.40        | 10.74        | 5.63        |
| ロシア             | 19.11        | 0.71        | 5.15         | 0.31        |
| トルコ             | 16.27        | 3.79        | 6.27         | 2.33        |

出所:エジプト財務省「2009年7月 月次報告書」

エジプト中央銀行がしばらく金利を据え置き、早期追加利下げを見送って市場を静観する決定をしたとしても、現在の市況や金融緩和政策が続く可能性の高い環境下では債券投資より株式投資の方が魅力的である。

| 日付         | 公定歩合   |
|------------|--------|
| 2008年9月21日 | 11.50% |
| 2009年2月15日 | 10.50% |
| 2009年3月29日 | 10.00% |
| 2009年5月17日 | 9.50%  |
| 2009年6月21日 | 9.00%  |
| 2009年7月30日 | 8.50%  |

上の表からは将来的な金利低下が予想され、また現在のインフレ率と予想インフレ率、および大多数の上場企業の堅調なファンダメンタルズや割安な PER を勘案すると中長期的には現在のところ株式投資の方が有利な投資収益率を達成できると予想する。

## エジプト経済の現状評価

### メリル・リンチ・エマージングEMEAウィークリー(2009年8月)

「健全な銀行セクター、低いリスク・エクスポージャー、良好な経済成長によって、景気下降局面においてもエジプト経済はアウトパフォームしている。しかし、商品市況の上昇が、元来高かった補助金負担を高め、追加的な財政刺激策の余力を限定するため、民間部門でクラウディングアウト(民間貸出伸び率の低下)が起り、インフレ率が上昇すれば、エジプトは回復局面に出遅れるかもしれない。しかし、今のところ投資家は依然として湾岸諸国の回復に懐疑的であり、アラブ首長国連邦とサウジアラビアに対する短期的な懸念材料が解消するまで、エジプトはカタールとともに引き続き投資対象として選好される可能性が高い。」

「弊社は、金融危機の中でエジプトが投資家の逃避先となった理由を次の4点とみている。1) 魅力的な GDP 成長率。巨大で未開拓のエジプト国内市場のために、設備投資の減少をはじめ成長減速が軽減された。2) レバレッジが低く、現金が潤沢で、リスク・エクスポージャーが限定的な銀行セクターが健全であった。3) 政府が LE 150 億の景気刺激策で公共事業の前倒しを行ない、GDP 成長率を 1.0% 近く押し上げた。4) 世界的な商品市況の低下とインフレの急落が、主に貧困層への強い味方となったばかりでなく、エジプト政府の補助金負担を軽減し、景気対策の実施に余力を与えた。」

### fDi マガジン(2009年8月)

ファイナンシャル・タイムズ隔月誌の fDi マガジンは、2009/10 年版「アフリカの有望国」ランキングでエジプトを南アフリカに次ぐ 2 位とした。このランキングでは、経済成長性、人的資源、コスト効率性、生活の質、インフラ、企業への親密度の 6 分野について、59 カ国からデータが集計された。エジプトは人的資源で第 1 位にランクされた。

### 国際通貨基金(IMF)スタッフによる訪問調査の最終声明(2009年7月)

1. エジプトは国際金融危機の影響を比較的良好に克服している。金融危機の伝播は、影響を受けた金融商品へのエクスポージャーが限定されていたことや、金融統合が低水準にとどまったことで抑制されたが、エジプトの実体経済は世界的な成長減速に敏感であった。しかし、2004 年以降の持続的な構造改革により財政、金融の脆弱性は低下しており、マクロ政策対応の余力がまだある。
2. 財政・金融政策による対応が、エジプトの経済活動に対する世界的な成長減速の影響を緩和した。政府は経済活動を支えるために追加支出政策(主にインフラ整備)を実施した。金融危機前の歳入増加策や厳しい対外環境における慎重な予算執行を勘案すると、追加支出は 2008/09 年度の目標である GDP 比 6.9%の財政赤字の範囲内で実施される可能性が高い。エジプト中央銀行(CBE)は 2009 年初めから 4 回、累計 250bp の利下げを実施し、金融政策を適切に緩和している。
3. 2008/09 年の経済成長率は良好であった。実質 GDP 成長率は 4.0-4.5%になると予想されており(実際は 8 月 26 日に経済開発省が発表した速報値ベースで 4.7%と予想を上回った)、

ここ数年の平均である7.0%を下回るが、世界的な経済環境を考慮すれば依然として健全な水準である。インフレ率は2008年8月のピーク水準(24.0%)から、2009年6月には世界的な食品価格低下を受けて10.0%以下まで低下した。経常収支は、輸出、海外からの送金、スエズ運河通航量、観光収入の低迷のために、GDP比2.0%程度の赤字になるとみられる。8-10月の有価証券投資の急反転以後、金融収支はほぼ安定し、ここ数ヶ月間に株式市場は2008年末から2009年初めにかけて値下がりを取り戻し始めた。外貨準備カバレッジ・レシオは引き続き、製品・サービス輸入額の6.5ヶ月分と良好な水準にある。

4. しかし、向こう1年間は厳しい経済環境が続くだろう。世界経済は2010年までプラス成長に戻らないと予想されており、下振れリスクは解消していない。こうした背景から、エジプトの中期的な構造改革目標を見失うことのない短期的なマクロ政策対応に協議の重点が置かれた。
5. エジプトの経済活動は2009/10年も引き続き軟化すると予想され、実質GDP成長率は4.0%程度にとどまり、潜在成長率を下回る可能性が高い。個人消費が堅調にとどまると予想される一方、2008/09年に見られた在庫積み上がりの解消が成長率にややマイナスに寄与する可能性が高い。短期的なマクロ政策は引き続き、経済成長を支え、インフレを抑制し、持続可能な対外収支を維持する方向に向けられるべきである。国際環境が不透明な中、成長下振れリスクが依然として大きい。
6. 2009/10年度予算は経済活動への下振れ圧力の緩和を目指して景気刺激である。財政赤字目標は、主に周期的な歳入悪化が見通されるためGDP比8.4%まで拡大されている。財政状況が依然として不安定で追加的な景気刺激策の余力が限定的であることから、財政がさらに悪化した場合、社会保障を確保する一方で優先順位の低い支出の先送りに重点を置くべきである。一方、予想外の歳入増は赤字削減に充当すべきである。
7. 政府の計画している大規模な国内資金調達には管理可能のはずだが、他の経済セクターにとってはリスクとなる。対外債務が比較的少ないことから、国外資金調達の好機については注意深く検討されるべきである。そうした資金調達は、債務構成を改善し、外貨準備への圧力を緩和し、民間部門への資金調達源の開放につながるだろう。
8. 中期的には、不安定な財政状況の改善がエジプトの潜在成長率達成の前提条件である。高水準の財政赤字と公的債務の継続は、投資家の信頼を損ない、イールドカーブへの上昇圧力となり、政府の資金調達コスト、経済活動、為替レートに対するリスクとなる。世界経済の回復とともに中期的な財政再建を再開する政府の計画は適切である。当局は、実現性のある財政再建戦略が、投資家の信頼を保ち、民間主導の経済成長を促進する上で非常に重要であると認識している。具体的には、付加価値税(VAT)の全面的な導入による歳入基盤の強化、補助金の一層の合理化と財政制度改革の決定的な推進による政府支出の効率性の向上や管理強化といった政策対応が、財政再建計画を支えるはずである。年金、健康保険改革計画の決定で重要なのは、財政への影響を確実に抑制することである。
9. インフレが引き続き低下し、生産伸び率が潜在成長率を下回っているため、政策金利には追加引き下げの余地があるかもしれない。最近の利下げは世界的な成長減速の影響を緩和するのに有効であった。しかし、近い将来、金融政策はインフレ動向を注意深く見守るといった微調整にとどまるだろう。向こう数ヶ月間にはベース効果で12ヶ月インフレ率の低下が続くとみられるため、インフレの趨勢と見通しに政策決定の重点を置くべきである。CBEは追加利下げの検討に際して対外収支への影響も勘案すべきであろう。

10. 近年、為替レートの柔軟性が高まっており、さらにその方向に進むことが適切であろう。これによって経済は対外環境の悪化に対応しやすくなり、一段と独立した金融政策運営の余地が生まれるだろう。
11. 銀行システムは国際金融危機から発生する圧力を十分克服できそうである。2004 年以降の監視強化、業界再編、不良債権処理といった重要な構造改革により銀行システムはさらに盤石になっており、流動性は依然として潤沢である。CBEによれば、この1年間に不良債権は減少しており、貸倒引当はほぼ完了している。それでもいくらかの脆弱性は残っており、急激な成長減速は銀行の貸出ポートフォリオをさらに悪化させるリスクがある。最近開始された第 2 次銀行改革は、財務健全性指標の注意深い監視とともに当局が銀行セクターの弱点をさらに後退させる助けとなるだろう。

#### **メリル・リンチ・エマージングEMEAウィークリー(2009年7月)**

「MENA[中東・北アフリカ]では、湾岸諸国が約4.0%の10年平均成長率を記録し、サウジアラビアがカタールとアラブ首長国連邦から首位を奪う可能性が高い。エジプトの成長率は4.5%で上位にとどまる可能性が高い。」

#### **ガルフ・ベンチャー・キャピタル・アソシエーション、「MENA地域におけるプライベート・エクイティとベンチャー・キャピタル」報告書(2009年4月)**

「国別ファンドは減少しているが、それはおそらく投資対象の限界ならびに個別国に対するエクスポージャーに関連するリスクのためであろう。業界全体の動向も反映されている。エジプトは国別ファンドの残っている唯一の国のようである。」

#### **メリル・リンチ・エマージングEMEAウィークリー(2008年11月)**

メリル・リンチはエマージング・マーケット・マクロ・ウィークリー・レポートで、エジプトが金融危機の影響を受けにくい上位10ヵ国に入ると発表した。

#### **クレディ・スイス「グローバル・エクイティーズ・ストラテジー2008」報告書**

「エジプトはシンガポールに次いで2番目に(金融危機の)影響を受けにくい国であった。」

#### **世界銀行「ビジネス環境の現状2009年」報告書**

世界銀行と国際金融公社(IFC)発表の年次報告書「ビジネス環境の現状 2009 年」で、エジプトは2007/08年の構造改革上位10ヵ国にもランクされ、同報告書の2008年版では「最優秀構造改革国」と認定された。「エジプトは2006/2007年の最優秀構造改革国であり、10分野中5分野で改善が見られた」。改善した分野は、起業、許認可、不動産登記、信用供与、国際取引であった。

## マクロ経済状況

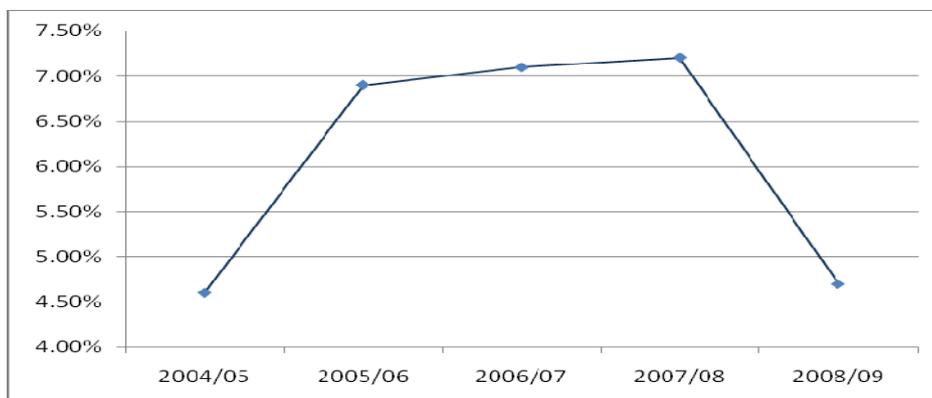
### 金融危機前の概況

エジプト経済は過去3年度にわたり力強い成長率を維持し、2005/06年度から07/08年度にかけて平均7.0%の実質GDP成長率を記録した。実質GDP成長率は、主に設備投資の大幅な増加と底堅い個人消費のために2007/08年度に7.2%の過去最高水準に達した。2007/08年度の設備投資の実質年率伸び率は2006/2007年度の23.8%増に対して15.5%を付け、一方、消費支出は5.2%増であった。2007/08年度の設備投資の大半(約59.0%)が、製造業、石油製品、輸送・通信、原油・採鉱の各セクター向けであった。

### 金融危機後: 実質GDP成長率の減速

2008/09年度には国際金融危機ならびにその国際貿易と国際流動性への影響がエジプトの実質内需伸び率を鈍らせ、実質GDP成長率は4.7%へ低下した。金融危機が内需の実質伸び率に与えた二次的な影響は、スエズ運河通航料伸び率の低迷ならびに設備投資の減速といった形で外需依存度の高いセクターから成長率への寄与度低下につながった。エジプトが2008/09年度に達成した成長率は、国際通貨基金(IMF)と世界銀行(WB)の予想を上回り、エジプト経済に対する金融危機の影響が最悪期を脱したことを示している。

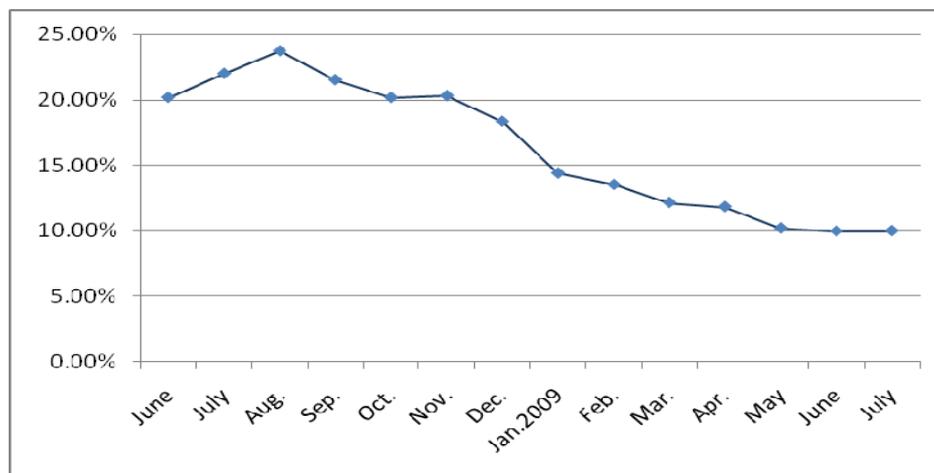
2005年度－2009年度 エジプト実質GDP成長率



### インフレ率の鈍化

都市部の消費者物価指数(CPI)の前年比変化率を指標とするインフレ率は、2009年5月の10.2%(エジプト全域では9.8%)、2008年6月の20.2%から2009年6月に10.0%(同9.8%)へ低下しており、過去10ヵ月間の低下幅は13.7%、2008/09年度の平均インフレ率は16.2%であった。2009年7月の都市部インフレ率も同じく10.0%となり、前月と同水準であった。

2008年6月－2009年6月 エジプト都市部インフレ率



### 引き締め政策を終えるエジプト中央銀行

最近の国内年率インフレ率の低下幅と実質経済成長率の加速に照らして、エジプト中銀は2009年7月30日までに翌日物預金金利と貸出金利を5回引き下げた。翌日物預金金利と貸出金利はともに50bp引き下げられ、それぞれ8.5%、10.0%とされた。その結果、政策金利の金利差は150bpにとどまっている。

### 対外収支、金融危機に直撃される

2008/09年度のエジプトの対外収支(BOP)は、経常収支が44億米ドルの赤字を記録し(前年度は9億米ドルの黒字であった)、資本収支の黒字が2007/08年度の76億米ドルから14億米ドルに縮小したため、2007/08年度の54億米ドルの黒字から34億米ドルの赤字に転落した

製品輸出額は、世界的な原油市況の悪化と成長減速によって石油輸出が24.0%減少し、非石油輸出が4.8%減少したため、14.3%減少して252億米ドルとなった。同様に製品輸入額は、石油輸入が26.4%減となったことを反映して4.6%減少の503億米ドルとなった

サービス収支の黒字は、主にスエズ運河通航料が8.4%減少し、観光収入が3.1%減少したために16.5%減少して125億米ドルとなった。その他に、世界市場で債券金融商品の投資収益が減少したため、外国投資収益が41.1%減少して19億米ドルとなったことも収支悪化をもたらした。

無償移転収支は、民間移転収支が8.9%減となり、エジプト政府に対する現金・物品の供与が減少したため、2008/09年度に11.7%減少して82億米ドルとなった。

エジプトへの海外直接投資(FDI)は38.7%減の81億米ドルとなった。これは子会社設立による投資が減少し、民営化代金が(23億米ドルからわずか3億米ドルへ)減少した事が要因である。一方で、石油セクターへの直接投資は(41億米ドルから54億米ドルへ)増加した。また、有価証券投資の純流出額は前年度の14億米ドルから92億米ドルへ急増したことが明らかになった。外国人投資家によるエジプト国債投資は2007/08年度の純流入から純流出へ転じた。

経常収支(速報値)

| 10 億米ドル            | 2008/09* | 2007/08 | 変化率(%)  |
|--------------------|----------|---------|---------|
| 全体のバランス            | -3.378   | 5.420   | -162.3% |
| 貿易バランス             | -25.173  | -23.415 | -7.5%   |
| 輸出                 | 25.169   | 29.356  | -14.3%  |
| 石油                 | 11.005   | 14.473  | -24.0%  |
| その他の輸出             | 14.164   | 14.883  | -4.8%   |
| 輸入                 | -50.342  | -52.771 | 4.6%    |
| 石油                 | -7.032   | -9.561  | 26.4%   |
| その他の輸入             | -43.310  | -43.210 | -0.2%   |
| サービス(ネット)          | 12.502   | 14.966  | -16.5%  |
| 受取                 | 23.801   | 27.211  | -12.5%  |
| 輸送関連               | 7.481    | 7.560   | -1.0%   |
| スエズ                | 4.721    | 5.155   | -8.4%   |
| 観光                 | 10.488   | 10.827  | -3.1%   |
| 投資収益               | 1.937    | 3.289   | -41.1%  |
| 政府収入               | 0.253    | 0.188   | 34.3%   |
| その他                | 3.643    | 5.347   | -31.9%  |
| 支払                 | 11.299   | 12.245  | -7.7%   |
| 輸送関連               | 1.492    | 1.620   | -7.9%   |
| 輸送                 | 2.739    | 2.895   | -5.4%   |
| 投資                 | 1.775    | 1.930   | -8.0%   |
| 利払い                | 0.612    | 0.675   | -9.3%   |
| 政府支出               | 1.182    | 1.314   | -10.0%  |
| その他                | 4.111    | 4.486   | -8.4%   |
| 物とサービス・バランス        | -12.671  | -8.449  | -50.0%  |
| 移転                 | 8.247    | 9.338   | -11.7%  |
| プライベート・移転(ネット)     | 7.632    | 8.377   | -8.9%   |
| オフィシャル・移転(ネット)     | 0.614    | 0.961   | -36.0%  |
| アカウント・バランス         | -4.424   | 0.888   | -598.1% |
| 資本&ファイナンシャル・アカウント  | 1.381    | 7.558   | -81.7%  |
| 資本アカウント            | -0.003   | 0.002   | -213.0% |
| ファイナンシャル・アカウント     | 1.384    | 7.555   | -81.7%  |
| その他直接投資            | -1.341   | -1.113  | -20.5%  |
| エジプト直接投資(ネット)      | 8.113    | 13.237  | -38.7%  |
| その他ポートフォリオ(ネット)    | -0.411   | -0.960  | 57.2%   |
| エジプト投資ポートフォリオ(ネット) | -9.211   | -1.374  | -570.6% |
| 債券                 | -1.013   | 0.775   | -230.7% |
| その他投資(ネット)         | 4.233    | -2.236  | 289.3%  |
| ネット借入              | 0.348    | 1.178   | -70.4%  |
| その他資産              | 3.744    | -4.403  | 185.0%  |
| その他負債              | 0.140    | 0.959   | -85.4%  |
| 訂正及び修正             | -0.335   | -3.025  | 88.9%   |

## 依然として底堅い財政指標

エジプトの財政赤字は、国際市況の変動と国際金融危機の二次的な影響に敏感であるにもかかわらず、GDP比6.9%で安定しており、前年度のLE 611億からLE 716億となった。2009年6月末現在の政府債務(国内および対外)についても、前年度並みのGDP比で安定していると予想されている。これはエジプト中銀が最近、43億米ドルを「その他セクター」の債務から中央・地方政府の債務に再分類したにもかかわらずである。これがなければ政府債務のGDP比は2.0%近く低下していたであろう。その一方で、基礎収支の赤字(財政赤字マイナス利払い)のGDP比は2008/09年度に前年度のGDP比1.2%から0.6%上昇して1.8%となった。

2008/09年度の歳入額は24.1%増のLE 2,748億(GDP比26.4%)に達した。これは税収入が19.2%増のLE 1,636億近くに達し、税外収入がLE 1,112億へ32.1%も増加したためであった。同時に歳出額は前年度のLE 2,823億(GDP比31.5%)から21.7%増のLE 3,437億(GDP比33.0%)となった。これは主に、補助金が13.7%増のLE 958億となり、社会保障給付が前年度のLE 41億からLE 286億へ7倍増となったためである。その他に賃金・給与が前年度のLE 628億から16.5%増のLE 732億となり、支払利息が4.3%増のLE 527億近くになった。さらに今年度には成長率と雇用の悪化を予防するための財政刺激策の施行に伴い、非金融資産の購入が18.0%増のLE 403億となった。

## 金融指標

流動性総額はLE 8,270億近くに達した。前年比のM2伸び率は2009年5月に前月の6.8%から8.5%へ上昇したが、依然として前年実績の17.3%を下回っている。

負債から見たM2の構成要素について、準通貨は9.3%増のLE 6,467億、「M1」マネーサプライは5.6%増のLE 1,802億となった。エジプト中央銀行(CBE)の外貨準備(NIR)は2009年5月までの1年間に8.5%減少して3,120億米ドルとなった。

銀行預金残高(CBEを除く)は、2009年5月末現在で8.3%増のLE 8,140億であったが、その内87.8%が非政府部門に属している。また、銀行貸出残高(CBEを除く)は2009年5月末現在で8.4%増のLE 4,312億で、これは非政府部門向け貸出残高が8.7%増、政府部門向け貸出残高が4.6%増となったためである。2009年5月末現在の預貸レシオは現地通貨で49.0%、外貨で63.0%であった。前年同期実績はそれぞれ47.8%、67.7%であった。

国内流動性総額のドル化率は、2009年4月の20.9%、2008年5月の21.0%に対して、2009年5月には20.7%であった。預金増額のドル化率も2009年5月末現在26.3%と前月の26.5%から低下した。

外貨準備(NIR)の輸入カバレッジ・レシオは07/08年度第3四半期の8.1ヵ月分から08/09年第3四半期に7.5ヵ月分へ低下した。同様に、製品輸入に対する製品輸出のカバレッジ・レシオも同期間に55.4%から49.7%へ低下した。

## 総合評価

最近発表された経済指標は、エジプト経済が完全な回復軌道にあり、主としてスエズ運河通航料、観光収入、民間移転収支、海外直接投資の減少に見られた金融危機の影響がすでに最悪期を過ぎたことを示唆している。このような状況において政府が 2009/10 年度に予想している 5.3-5.5%の成長率は、一部の国際機関や証券会社の予想を上回るものの妥当とみられる。メル・リンチは、エジプトが金融危機の中で投資家の逃避先になったことの原因として下記を挙げている。

- 1) 良好な GDP 成長率。巨大で未開拓のエジプト国内市場のために、設備投資の減少をはじめ成長減速が軽減された。
- 2) レバレッジが低く、現金が潤沢で、リスク・エクスポージャーが限定的な銀行セクターが健全であった。
- 3) 政府が LE 150 億の景気刺激策で公共事業の前倒しを行ない、GDP 成長率を 1.0%近く支えた。
- 4) 世界的な商品市況の低下とインフレの急落が、主に貧困層への強い味方となったばかりでなく、エジプト政府の補助金負担を軽減し、景気対策の実施に余力を与えた。

メル・リンチはさらに、世界最大の天然ガス輸出国としての恩恵を引き続き享受しているカタールに次いで、エジプトが 2009/10 年度も 2008/09 年度と同様、MENA 地域において第 2 位の成長率を達成すると予想している。政府の課題は、インフレを低水準に維持し、民間部門の信用にさらに傷を与えることのないよう貸出を縮小し、事業環境を引き続き拡充し、財政刺激策と中小企業開発計画を効果的に実施することである。

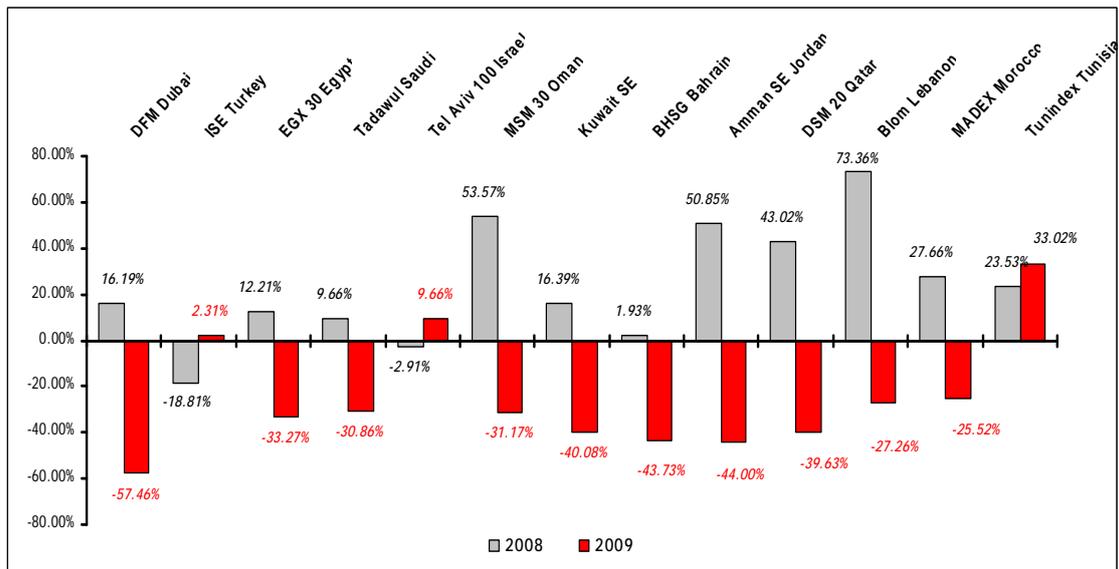
## マーケット状況

### 取引状況

7月には新興国と先進国の株価上昇を受けてエジプト市場も急伸し、EGX 30 指数は 8.3%上昇の 6,174 ポイントで引けた。EGX 70 指数も 12%の大幅高となった。

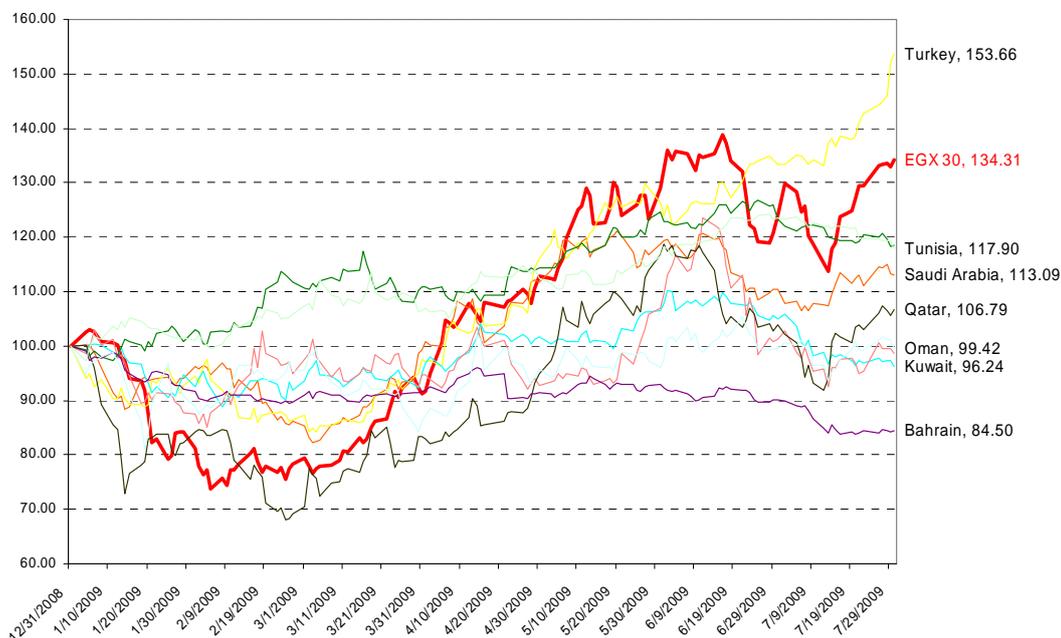
7月には EGX 全セクターが良好なパフォーマンスを上げ、15.9%上昇した食品・飲料が市場をけん引し、15.1%上昇した通信がそれに続いた。3 番目は 11.0%上昇したヘルスケア・薬品で、次いで建設・素材が 9.7%上昇した。しかも、建設・素材セクターは出来高 2 億 3,200 万株、売買代金 LE 23 億で第 3 位となった。銀行以外の金融サービスは 8.3%上昇して第 5 位となった。さらに同セクターは出来高 2 億 2,200 万株、売買代金 LE 21 億で第 4 位であった。

EGX30 vs. その他の主な指数  
対前年騰落率(%)



\*2009年7月31日現在 (7月~7月)  
出所:ブルームバーグ

## EGX30 vs 主な指数 年初来パフォーマンス



出所:ブルームバーグ

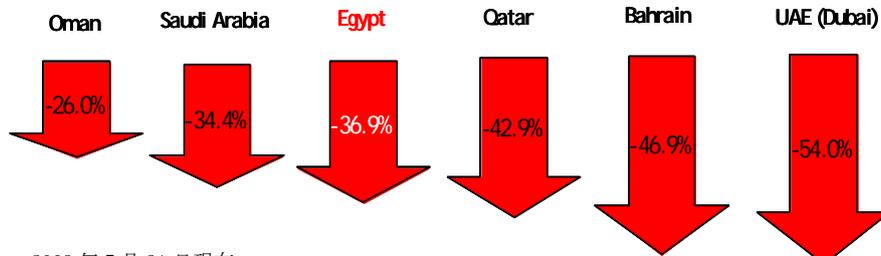
2009年7月末現在の時価総額はLE 5,010億で、2009年6月末現在のLE 4,640億から8.0%増加した。2009年7月末現在の時価総額はGDP比56.0%であった。

### 主な MENA 地域の時価総額 (単位:10億米ドル)

| Country      | 2007         | 2008        | 2009*       |
|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Oman         | 26.8         | 11.4        | 22.5        |
| Bahrain      | 27.1         | 19.9        | 16.4        |
| UAE (Dubai)  | 138.2        | 63.1        | 61.6        |
| Qatar        | 95.5         | 76.6        | 78.5        |
| <b>Egypt</b> | <b>139.2</b> | <b>85.9</b> | <b>90.3</b> |
| Saudi Arabia | 518.9        | 246.6       | 296.8       |
| Kuwait       | 11.4         | 11.4        | 11.4        |

2009年7月31日現在  
出所:エジプト証券取引所

### 主な MENA 地域の時価総額変化率



2009年7月31日現在  
出所：エジプト証券取引所

### 上場企業のファンダメンタルズ

金融危機でエジプト企業の収益は悪化しているが、これは特に製造業企業や、金融危機の直撃を受けたセクターの関連企業にとっては避けようもなかった。しかし、今年度上半期(12月決算企業)ならびに第3四半期の決算は、セメントや建設業など一部のセクターが金融危機の影響を受けていなかったことを示した。しかも、金融危機の直撃を受けたセクターでもテレコム・エジプトやオリエンタル・ウィーバーズなど一部の企業は引き続き増益を達成した。

最近の株価上昇にもかかわらず、2009年8月26日現在、エジプト証券取引所の出来高上位100銘柄中96銘柄の株価は、いまだ2008年6月30日の水準を下回っており、うち78銘柄では下落幅が40%を超えている。

## 結論

3 ページの表に示したように、エジプトは引き続き他の新興国市場に対して大きく割安に取り引きされている。その理由は、エジプトが経済状況の悪い EMEA (欧州・中東・アフリカ) 市場に分類され、関連付けられていることにあるだろう。したがって、エジプト株の上昇相場が始まっているとしても、市場はまだ中長期的な投資家に絶好の投資機会を提供している。

エジプト中央銀行がしばらく金利を据え置き、早期追加利下げを見送って市場を静観する決定をしたとしても、現在の市況や金融緩和政策が続く可能性の高い環境の下では債券投資より株式投資の方が有望である。

また現在のインフレ率と予想インフレ率、および大多数の上場企業の堅調なファンダメンタルズや割安な PER を勘案すると中長期的には現在のところ株式投資の方が有利な投資収益率を達成できる。

■当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表は過去の実績を示したものであり、将来の運用成果および市場環境の変動等を保証するものではありません。■当資料は投資家の皆様にエジプト市場のご理解を高めて頂くために作成した資料であり、証券取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、特定ファンドの勧誘、販売を目的としたものではありません。