

## 革命以降で最高の経済成長率を達成 一方で脆弱性は未だ存在

### 概要と今後の見通し

経済活動は加速し、14/15 及び 15/16 年度の実質 GDP 成長率は 4.3~4.5%を達成。

政情安定を受けた湾岸諸国(GCC)の財政支援や政府の投資イニシアチブが、成長回復に寄与。

中期的な財政政策が一番の懸念。財政改革には着手済み。

GCC の支援は非常に重要であった一方、対外圧力の増大は米ドルペッグ制への挑戦である。

2015 年第 1 四半期の成長水準は控えめとなったものの、経済成長率は依然として加速している。実質 GDP 成長率は 2010 年以降初めて 4%を超える勢いであり、政情の安定に加え、GCC からの財政支援やビジネス信頼感の改善などが大きく寄与している。現在、スエズ運河拡張事業を含む多くの政府系事業への投資が進んでおり、力強い公共投資は成長の牽引役となっている。

実質 GDP 成長率、購買担当者景気指数 (PMI)、民間貸出成長率、雇用率など、エジプトの成長ストーリーを支える経済データは多い。PMI を含むいくつかの数字は第 1 四半期に若干の減速が見られたが、全体的には引き続き段階的な経済活動の回復が予想される。対民間貸出が特に顕著な成長を遂げており、実質ベースでの成長率は過去 7 年間で最高水準に達している。

エジプト投資のリスクは今でも相当量存在するが、確実に減退している。政情と国内治安は大幅に改善しているが、その他の面では脆弱な点も存在するのが実状である。その一つには財政赤字があり、1 年前には大規模な補助金改革が実施されたが、更に改善の余地があると見ている。また GCC からの支援はこれまで政府財政に大きく貢献してきたが、今後中期的には継続した支援は見込めない。一方、市場は最近の国債発行に対して、政府が必要とされる改革に着手していると楽観的に評価している。

### 経済の回復ペースが加速

過去数ヶ月間、経済成長率は継続して加速している。2014 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.3%に上り、2014 年通年でも同水準となった。直近のデータによると、2015 年第 1 四半期の成長ペースは緩やかであったものの、14/15 年度は 4.3~4.5%に上り、15/16 年度は同水準を継続するか更に加速すると予想される。

目覚ましい民間セクターの成長は、エジプトのビジネス活動を牽引してきた。2014 年の同セクター成長率は 6.6%に加速し、「アラブの春」以前の水準に近づいている。(同データは 2014 年第 3 四半期の、とりわけ観光セクターでの力強いベース効果によるものが大きい。)

投資支出も水準は控えめであるものの回復傾向にある。2014 年は名目ベースで前年比 20%増となり、半分以上が対民間セクターとなった。GDP 比では前年比の 12.9%から 13.5%へ拡大した。ちなみに、「アラブの春」以前は GDP 比の 20%以上であった。

2015 年 3 月にシャルム・エル・シェイクで実施された経済会議は目覚ましい成功を遂げ、外貨準備の増加と共に多くの投資機会を生み出した。総額 1,750 億米ドル相当の投資案件が発表され、そのほとんどが 5 年以内に着工予定である。また GCC 諸国はエジプト中央銀行に 60 億米ドルを追加で預金することを誓約し、短期的に非常に大きなサポートとなった。主要投資先は、石油・天然ガス(210 億米ドル)、発電(430 億米ドル)、都市開発(580 億米ドル)である。

銀行の貸出成長もまた勢いを増しており、2015 年 3 月には前年同月比 16.2%増と過去 5 年で最高を記録した。同水準はインフレ調整後でも前年同月比 5.8%に相当し、過去 7 年で最高水準である。2015 年に入ってから現在までを見ると、1 年前と比べて企業への貸出がとりわけ力強い。

マーケットの購買担当者景気指数(PMI)は 2015 年第 1 四半期に若干低下したものの、減速は一時的なもので見られている。同指数は 1 月に景気の判断基準である 50 を割り込み、その後 7 ヶ月に渡り同水準を継続した。2 月に記録した 46.8 から 6 月には 50.2 まで改善したものの、2014 年下半年と比較すると概ね低水準であった。同調査によると、リビアの政情不安とロシアの景気減速が輸出及び観光セクターにより悪影響を与えたことが主因であった。

2015 年第 1 四半期の低成長の影響を最も受けたのは、観光セクターと建設セクターであった。確かに、観光セクターは 2013 年と比べると大幅な回復を遂げた。しかし最近は、国内及び地域内の安全保障問題に加え、ユーロ安による欧米人離れの影響が顕著である。2015 年第 1 四半期の観光客数は前年同月比で 6.9%増加したものの、1 年前の 2 桁台成長からは勢いを失った。同期間の観光客滞在日数も前年同月比 8.4%減となった。しかし 3 月単月では上昇したことから、スランプは脱したとの見方もある。

### **製造業セクターは成長の牽引役**

製造業セクターは 2014 年の成長の牽引役であった。GDP の 5 分の 1 を占める同セクター(精油業も含む)の成長率は 16%に上り、生産高全体の半分を占めた。その他の主要成長セクターは、ホテル・外食、不動産サービス、建設、小売などであった。

### **エジプトポンド切り下げを受け、インフレ率が上昇**

インフレ率は、2014 年を通して加速した。政府が 2014 年半ばに補助金削減策の一環として燃料価格引き上げを行ったことが大きな理由であるが、2015 年初めのエジプトポンド切り下げも再びイ

インフレ圧力を増大させた。2015年5月のインフレ率は前年同月比13.1%に上り、1年前の8.2%から大きく上昇した。2015年半ばにピークを迎えた後は、徐々に低下すると予想されている。

### 改革実施後も財政赤字は高水準

今後の見通しにおいて、財政赤字は未だに主要なリスクの一つである。エジプトの財政状況は2014年の1年間で更に悪化し、赤字のGDP比は2015年4月に前年同月の10.8%から13.7%に拡大した。14/15年度の最終月である2015年6月には、12.5%程度まで多少落ち着く見通しである。また支出水準は継続して歳入を上回っており、GDP比では2010年以来6%増の34%に上った。一方で歳入(助成金は除く)のGDP比は20%から18%に低下しており、この傾向は過去2年間変わっていない。

2013年中期頃から湾岸諸国(GCC)が継続して実施してきた財政支援は短期的に支えとなったが、過去数ヶ月は行われていない。GCCからの支援は13/14年度のGDPの4.8%を占めたが、過去12ヶ月では2.3%にとどまり、15/16年通年では更に縮小すると予想される。

現政府は財政改革にコミットしており、それは昨年の燃料補助金値上げの実施にも明らかである。政府は今後も、燃料配給カード制度による補助金改革に加えて、付加価値税(VAT)導入により歳入増加を図る考えである。しかし、先日の配当利回り及びキャピタルゲイン税の中止などを考慮すると、重要な財政改革の実施にはもう少し時間がかかると予想される。

### 対外的圧力が軽減する一方、不均衡は存在

2015年第1四半期の経常赤字は大幅に縮小し、公的移転収支の縮小に加え、石油輸出減少と力強い輸入の伸びが寄与した。また政府はGCCからの継続的な中央銀行への預金を享受しているが、受け取る助成金の額は減少している。過去12ヶ月の赤字はGDP比3.4%に上り、過去2年間で最悪の水準である。2015年3月までの1年間、輸入増加と石油輸出減少のため貿易赤字は25%増加した。

同時に、公的移転収支は実質的にはほぼゼロとなった(1年前はGDP比3.6%)。サービス収支(観光収入含む)と海外就労者送金の伸び率は堅調であったが、貿易収支の一部の悪化を相殺するにとどまった。

海外からの直接投資(FDI)の増加は、エジプトの対外ポジション改善に大いに寄与した。2015年第1四半期のFDI受領額は2008年以来最高を記録し、経常収支の悪化をいくらか相殺した。3月に実施した経済会議以降、エジプトへは今後も継続した資金の流入が予想されており、独シーメンスは先日、90億米ドルを投資する風力発電プロジェクトに署名したところである。しかし、FDIの水準は依然として、2009年以前の水準を大きく下回っている。

## 継続して低下する外貨建債券利回りとCDS

エジプトのカントリーリスクは継続して低下しており、それは国債利回り低下に反映されている。2015年6月初めの時点で、2020年、2040年償還の米ドル建て国債の利回りはそれぞれ4.6%、6.9%と比較的低水準であった。またクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)も同じく300程度で安定している。

## 中央銀行の準備高は安定、通貨を支える

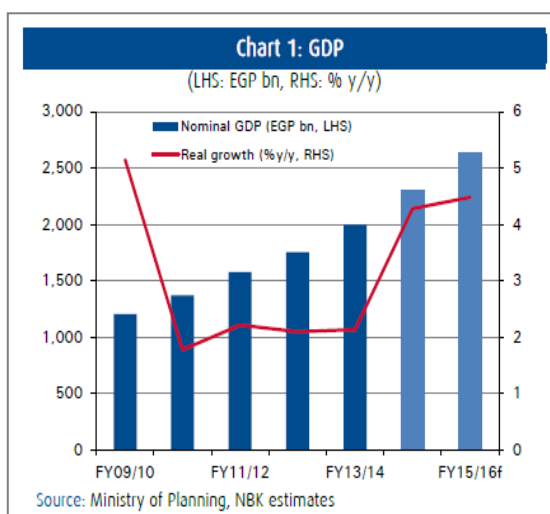
2015年4月にGCCがエジプト中央銀行へ60億米ドルの預金を実施したことから、過去数ヶ月、同行の準備高は増加している。2015年6月末時点での準備高は201億米ドルとなり、輸入の3.7か月分に相当した。公的支援、資本規制、1月に実施した通貨切り下げなどにより、準備高への圧力は軽減されている。中央銀行は2月、そして6月初めにもエジプトポンドを対米ドルで切り下げた。これにより、エジプトポンドは米ドル以外の全ての通貨に対して上昇した。最近の切り下げ以降も、エジプトポンドの貿易加重指数は一年前より上昇している。JPモルガン・EGPインデックスによると、2015年7月時点でエジプトポンドは前年同月比+6.3%となった。

## 2015年、株式市場はアンダーパフォーム中

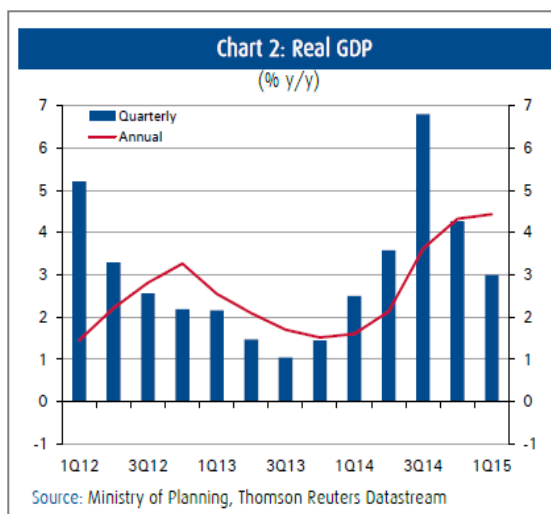
エジプト株式市場は2014年に力強いパフォーマンスを達成し、2015年1月にピークを記録した後、伸び悩んでおり、MSCI指数は6月に約4.7%下落した。2015年第1四半期の成長減速と、新キャピタルゲイン税にまつわる噂が影響を与えたと見られる。

## 主要経済指標

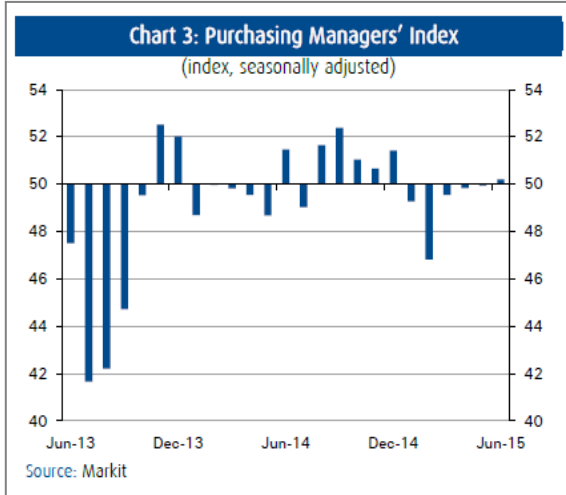
### 1. GDP 成長率



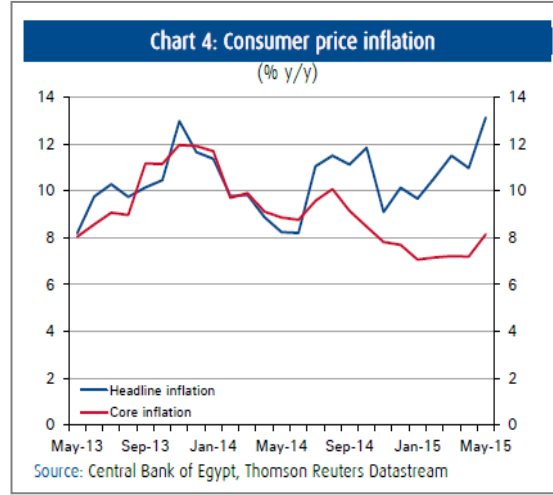
### 2. 実質 GDP 成長率



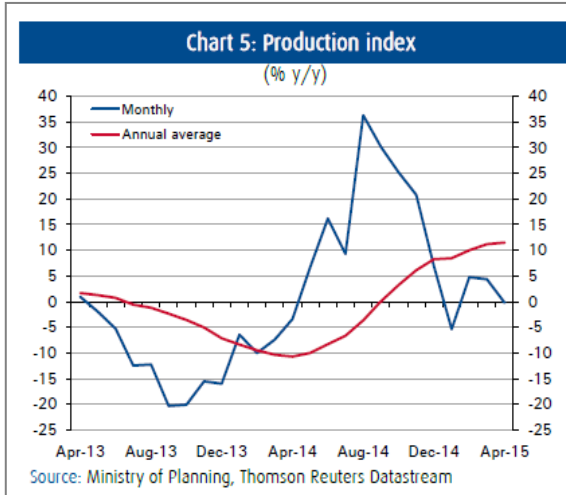
3. 購買担当者景気指数 (PMI)



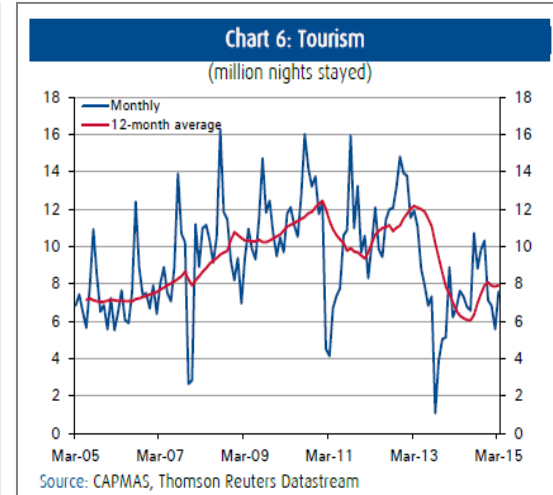
4. 消費者物価指数



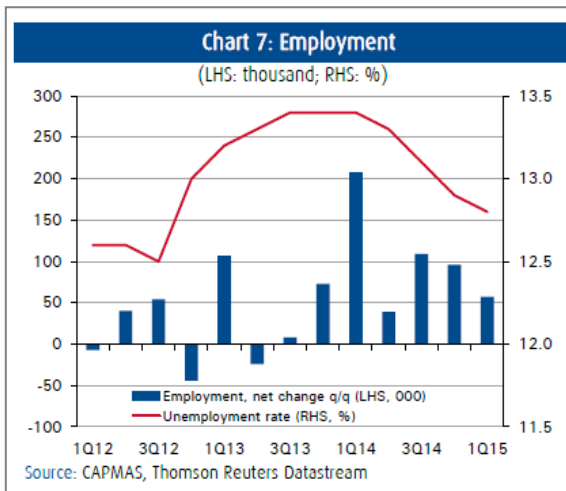
5. 生産指数



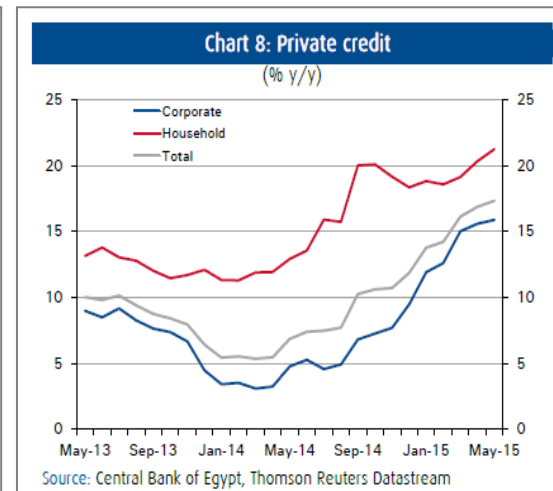
6. 観光客滞在日数



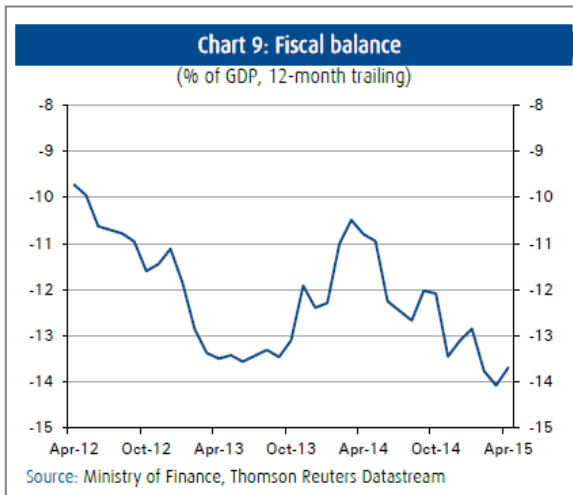
7. 雇用指数



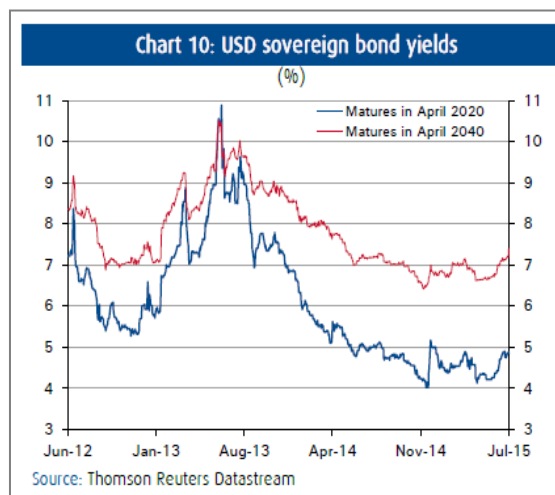
8. 民間セクター貸出



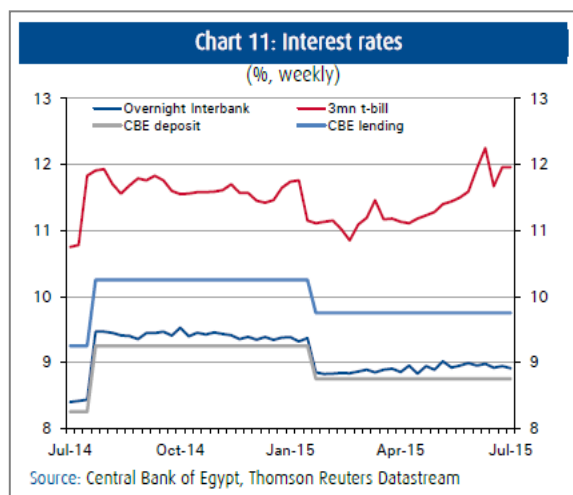
9. 財政収支



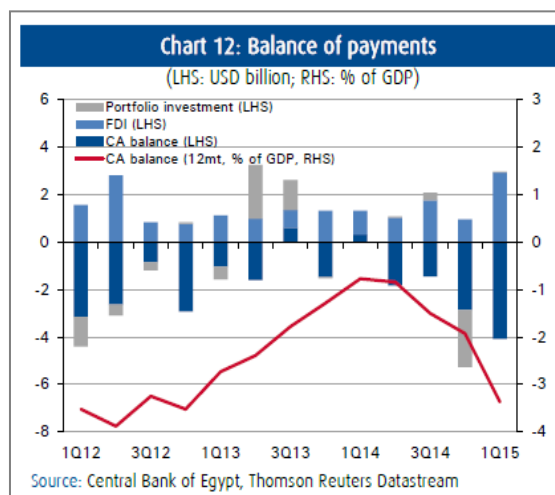
10. 米ドル建て国債利回り



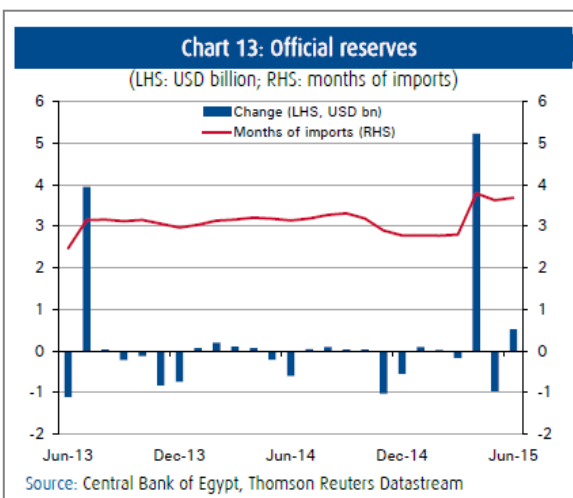
11. 金利



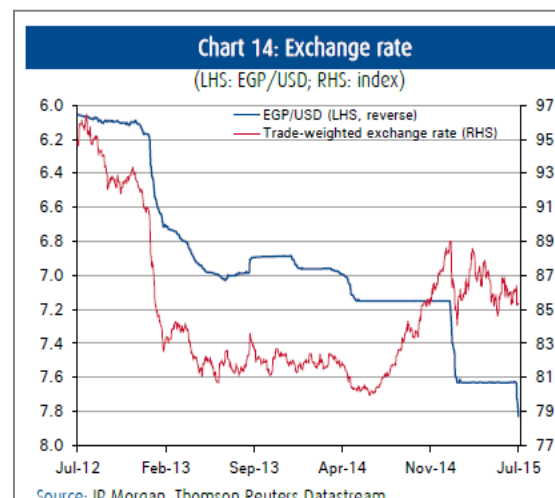
12. 国際収支



13. 準備高



14. 為替レート



■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 MENA 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、勧誘、販売を目的としたものではありません。■当資料は本来の受信者の社内用途のためだけに提供されています。本資料のいかなる部分も、弊社の事前の書面による同意を得ることなく、その内容の全部または一部を許可なく使用、発信、配布または複写することを固く禁じます。

© 2015 Concord International Investments. All rights reserved.