

## 第4章

### 経済改革におけるマクロ経済政策

1991 年から 1997 年頃までの IMF の勧告による包括的な経済改革である経済改革・構造調整プログラム(ERSAP)におけるマクロ経済政策が成功した過程とその要因を、金融政策、為替レート政策、そして財政調整を中心に分析する。特に、名目為替レートをアンカーとしたこと、不胎化政策の内容、ドル化が逆転したこと、などを中心に分析する。

キーワード：

**ERSAP** ノミナル・アンカー *de facto* のドル・ペッグ

#### はじめに

1991 年から 1997 年頃までの IMF の勧告による包括的な経済改革である経済改革・構造調整プログラム(Economic Reform and Structural Adjustment Program: ERSAP)におけるマクロ経済政策が成功した過程とその理由を分析する<sup>1</sup>。その成功の基準としては、ERSAP の前と後を比較したアプローチ(before-after approach)が採用されている<sup>2</sup>。

ERSAP は 経済安定化政策、構造調整政策、そしてセーフティーネットとしての社会開発基金(Social Fund for Development: SFD) からなるが、本章では主に経済安定化政策の中の金融政策と為替レート政策の側面から分析する。それは、この経済改革の成功が、名目為替レートをアンカーとして採用し、

金融自由化を早期に実行したことにあるからである。ただし、エジプトが経済安定化に成功した理由として、財政面での調整が貨幣面での安定化に貢献した点は重要である(Subramanian [1997a])。財政調整により財政赤字を削減することは、国内需要管理とインフレ抑制のため必須であった。それは、国内の資本市場の発展が遅いエジプトでは、財政赤字の拡大は貨幣の増発を招くためであり、IMFはこの根拠から歳出の合理化と歳入の増加を図ることを繰り返し勧告してきた。

本稿ではマクロ政策の成功が後のエジプト経済にどのような教訓を残したのかを分析する。なお、このような整合的な金融政策と為替レート政策の枠組みの変化を分析していくが、この成功は1990年代後半には崩れ、短命であったことも述べておく。第1節でERSAPの経緯、為替と金利自由化、貨幣的安定、財政の健全化について分析し、第2節で、ERSAPの成果を国際収支、不胎化政策、ドル化の逆転、実質実効為替レートから分析する。

## 第1節 経済改革・構造調整プログラム(ERSAP)の内容

### 1. 経緯

これまで述べてきたように、国際収支困難に陥った国はIMFに短期資金の融資を要請し、その見返りに経済改革を実行することを約束する。エジプトの場合は1980年代末までIMFの勧告を忠実(whole-heartedly)には実行してこなかった。しかし、1990年に入るとIMFと協定を結ぶことで、懸案であったエジプトの債務問題は解決することに展望が開けるようになり、エジプト政府はこれに対して真面目に取り組むようになった。しかし、それでも、アーテフ・シドキー(Atef Sidki)内閣の対応は遅れ、IMFとの合意は順延を繰り返した。IMFは、エジプト政府に対して、経済改革で真摯な計画を策定し、しかも早期に実行しない限り協定を結ばないというスタンスを取ったが、他

方で、前章で述べたように、米国は IMF に対して妥協し協定を急がせたという（大野・大野〔1993〕）。

1990 年のイラクのクェート侵攻後の 9 月にエジプト政府代表団は IMF を訪問した。1988 年のリスケジュールの更新（180 億ドル）経済改革の再スタートが課題であった。IMF のチームは 11 月にカイロを訪問、エジプト政府と経済改革の内容を討議した。為替レート的一本化、金利自由化、財政赤字削減、民営化、エジプト価格調整などが主要な政策課題であった。交渉は難航するなかで、ムバーラク大統領は 1990 年末に 1000 日プログラムに関して国会で演説し、価格メカニズム依存の経済運営をシドキー首相に命令した。中央銀行は直ちに金利融自由化を決定し、1991 年 1 月から自主的に金利の自由化を実行した（後述）。その後シドキー首相は 1 月末には国会で、IMF の勧告に従った予算と政策で発表した。その内容は為替レート的一本化、金利調整、民営化、税制改革（販売税の導入）、予算赤字削減などであった。特に、財政赤字削減に関して IMF は財政赤字を対 GDP 比で 10%以内にするよう勧告したが、エジプト政府はそれをクリアする 9%の赤字に向けて努力することを発表した。

これを受けて、IMF はエジプト政府と交渉を続け、1991 年 4 月にカイロで趣意書が作成された。5 月に IMF の理事会にその趣意書が提出され、18 カ月 2 億 7800 万 SDR のスタンド・バイ協定（1991 年 5 月 17 日～1992 年 11 月 30 日）が承認され、エジプト政府は 1 億 4720 万 SDR を引き出した（表 1）。エジプト政府は、続いて世界銀行との 3 億ドルの構造調整ローンとパリ・クラブと新たな融資とリスケジュールに関する協定へと進んだ。そして、このプロセスに債務削減と IMF と世界銀行が勧告する経済改革のための政策パッケージが実行されることになり、これは「経済改革と構造調整プログラム(ERSAP)」とよばれる。そして、OECD 諸国からの債務削減へと進むことになった。

表1 1970年代からのエジプトとIMFとの協定

| 開始日         | 期限          | 融資  | 額          | 未引出し額       |
|-------------|-------------|-----|------------|-------------|
| 1977年4月20日  | 1978年4月19日  | SBA | 1億2500万SDR | 2000万SDR a. |
| 1978年5月15日  | 1981年5月15日  | EFF | 6億SDR      | 5億2500SDR b |
| 1987年5月15日  | 1988年11月30日 | SBA | 2億5000万SDR | 1億3400万SDR  |
| 1991年5月17日  | 1993年5月31日  | SBA | 2億3440万SDR | 8720万SDR c  |
| 1993年9月20日  | 1996年9月19日  | EFF | 4億SDR      | 4億SDR       |
| 1996年10月11日 | 1998年9月30日  | SBA | 2億7140万SDR | 2億7140万SDR  |

(注) 未引出し額は、それぞれ、期限直前のIFS各号から抜粋したものである。

1977年協定に関しては1億500万SDR(a)、1978年協定では7500万

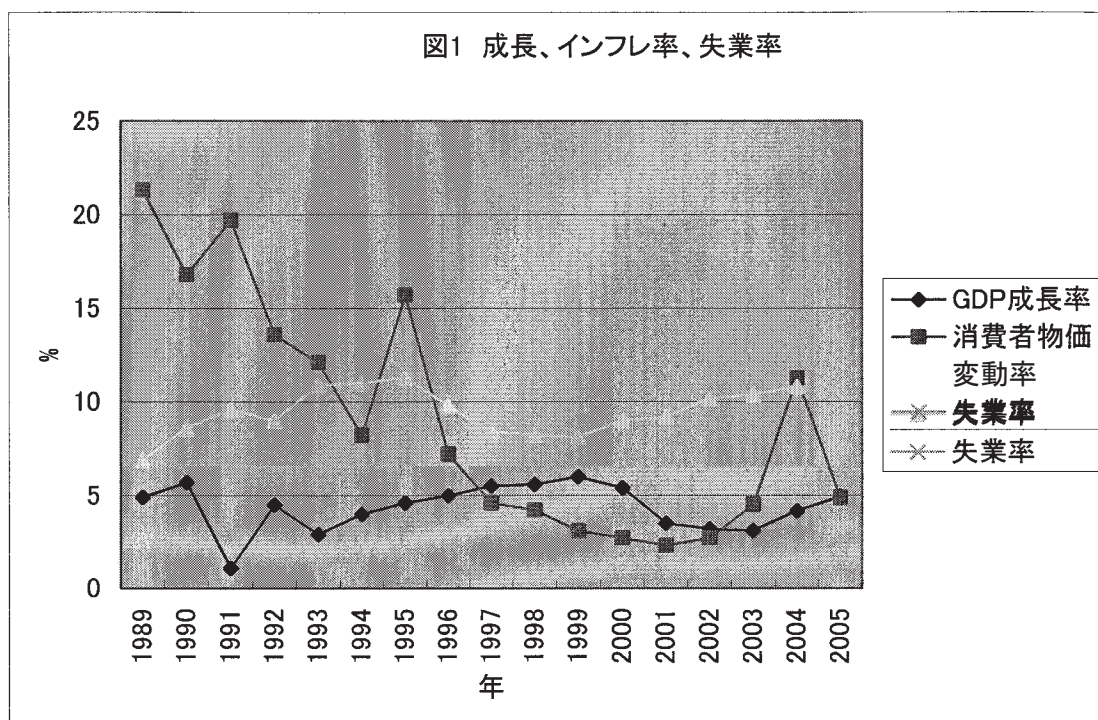
SDR(b)を引き出しただけで、キャンセルとなった。山田 [1990]

c に関しては文中の通り。

(出所) *International Financial Statistics(IFS)*, IMF、各号から作成。

ERSAPの目的は経済成長を回復し、持続的な生活水準の改善することにあるが、焦点は経済安定化、構造調整、そして社会政策（セーフティー・ネット）である。その主な項目は①マクロ経済改革、②公共企業改革、③国内価格自由化、④貿易自由化、⑤民間部門改革、⑥社会開発基金(SFD)である<sup>3</sup>。マクロ経済改革は対外債務返済を可能にしながら持続的な成長を達成するための、為替レート政策、金利・金融政策、そして財政政策からなる。結果的に、このERSAPは成功であったが、その背景には対外債務の返済の重荷から解放され、エジプト経済に新たなモメンタムが生じたことがある。それは、エジプト経済に対する信用が湾岸危機以降に増したことがあり、それは経済改革の実行により強化された。エジプトの対外債務残高の削減により、国際収支均衡化のための「過大」な経済調整の必要はなくなり、1991年からは

インフレは収束し、短期間の低経済成長を続けた後には、安定的で持続的な発展が可能になった（図1）。



（出所） *International Financial Statistics(IFS)*, IMF、各号から作成。

この ERSAP はマクロ経済の安定化では成功した。しかし、IMF と世界銀行は公共企業改革（通りわけ民営化）が遅れたことを問題視した。1991 年の協定は 1992 年 11 月 30 日に終了する予定であったが、終了期限は当初予定の 1992 年 11 月 30 日から、翌年の 1993 年 3 月 1 日、3 月 22 日へと延長され、5 月 31 日に終了した。この間、スタンド・バイ額は 2 億 3440 万 SDR に減額されており、協定終了時での未引き出し額は 8720 万 SDR となった。この間のいきさつとして、エジプト政府は財政赤字の削減で目標を達成し、経常収支も改善したので、それ以上の改革は必要ないと考えていたといわれ

る(MEED [2 July 1993:26] )<sup>4</sup>。IMF との次期協定の締結は、世界銀行が民営化の遅れに難色を示したため合意が遅れ、1993 年 9 月になってようやく 3 年間（1993 年 9 月 20 日～1996 年 9 月 19 日）の 4 億 SDR の拡大信用供与 (EEF) が調印された。この IMF との 1993 年協定は 1996 年 9 月に無事終了した。この間に引き出しは行われなかった。この時点で重要であったのは、先述した OECD 諸国による最後の債務削減 20%の実行に関するものであった。当初は 2 回のスタンド・バイ協定を完了し 1994 年 7 月には債務削減が完結する予定であったが、遅れに遅れ、新たな IMF との協定がその条件となっていた。首尾良く、翌月の 10 月に新たな 24 カ月スタンド・バイ(2 億 7140 万 SDR)が IMF と締結された。そこで、最後の 20%(39 億ドル)の削減が実現した。しかし、この時点でエジプト政府には既に 170 億ドルもの十分な外貨準備を保有しているのでエジプト政府がスタンド・バイでの資金を引き出す意思がないことを IMF は理解していた。なお、IMF はマクロ経済では成功であったが、構造改革、とりわけ民営化では、エジプトはまだ潜在的な水準にまで至っていないとコメントをした<sup>5</sup>。この間のエジプトの IMF 資金の利用を表 2 に示しているが、1997 年に残高の返済は済み、ゼロとなっている。

表2 エジプトとIMFとの取り引き(1986-1997)。(単位 100万SDR)

|           | 1986  | 1987  | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| クォータ      | 463.0 | 463.0 | 463.0 | 463.0 | 463.0 | 463.0 | 678.0 | 678.0 | 678.0 | 678.0 | 678.0 | 678.0 |
| * 引き出し    | 0.0   | 116.0 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 60.0  | 87.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| * 返済      | 12.5  | 12.5  | 12.5  | 0.0   | 29.0  | 58.0  | 29.0  | 0.0   | 22.5  | 62.7  | 58.6  | 10.9  |
| IMF資金使用残高 | 118.0 | 185.0 | 141.0 | 122.0 | 88.0  | 89.0  | 147.0 | 147.0 | 132.0 | 70.0  | 11.0  | 0.0   |

(出所) IFS Yearbook, IMF各年版から作成。

## 2. 為替自由化

### (1) 為替レート自由化・一本化までの経緯

エジプト政府は IMF と世界銀行の勧告に従いながら、1991 年から金利と為替の自由化を実行した。為替レート制度は 1970 年代から門戸開放政策により、公定レート（中央銀行レート）に加え、商業銀行は平行市場（インセンティブ・レート）を利用できるようになった。この平行市場の設立と適用範囲の拡大で、実質的な為替レートの自由化がある程度進んだ。しかし、インフレの高進により、これらのレートの調整は遅れ気味になるので、それぞれのレートの対象となる項目の変更が頻繁に起きようになり、1980 年代には複雑な複数為替レート制ができあがった（表 3）。合法的な平行市場（インセンティブ・レートによる）とは、1973 年に、中央銀行公定レート（1 ドル=0.39LE）に対して 50%のインセンティブを上乗せした市場である。その平行市場レートは承認された商業銀行を通じ、主に海外労働者送金、観光、非伝統的輸出を奨励するためのものであって、合理的なものでもあった<sup>6</sup>。やがて、1976 年の外貨法で(1976 年法律第 97 号)で個人と法人は外貨の保有を合法化された。同時に、1950 年代に認められたことがあった手持ちのドルで輸入ができる自己外貨制度(Own Exchange System: OES)が復活した<sup>7</sup>。これは個人や民間企業が旅行や輸入のために非合法のブラック・マーケットから外貨を入手することの誘因となった。ブラック・マーケットはその後、公共部門にも外貨を供給するようになり、半合法化された並行市場を形成することになった。

インセンティブ・レートはその後調整されたが、IMF の指導で 1979 年 1 月に中央銀行公定レートはインセンティブ・レートと同レートまで切り下げられた（1 ドル=0.70LE）。公認の商業銀行が取り扱う市場は 商業銀行プール(Commercial Banks Pool)と呼ばれる。しかし、生産や消費のためのドル需要は急成長したので、ブラック・マーケット・レートが上昇し、1981 年

表3 1970年代からの為替レート

(単位:PT/\$)

|          | 中央<br>銀行<br>レート b | 商業銀行レート |         |       | 銀行<br>自由<br>市場<br>レート f | プライマリー・レート/<br>フリー・マーケット・<br>レート | ブラック・<br>マーケット<br>レート |
|----------|-------------------|---------|---------|-------|-------------------------|----------------------------------|-----------------------|
|          |                   | 公定 c    | プレミアム d | 伸縮 e  |                         |                                  |                       |
| 1979/1/1 | 70.0              | 70      |         |       |                         |                                  | 74.6                  |
| 1981/1/1 | 70.0              | 83.2    |         |       |                         |                                  | n.a.                  |
| 1981/82  | 70.0              | 83.2    |         |       |                         |                                  | 101.1                 |
| 1982/83  | 70.0              | 83.2    |         |       |                         |                                  | 109.9                 |
| 1983/84  | 70.0              | 83.2    |         |       |                         |                                  | 117.6                 |
| 1984/85  | 70.0              | 83.2    | 128.8   |       |                         |                                  | 135.1                 |
| 1985/86  | 70.0              | 83.2    | 132.9   |       |                         |                                  | 178.6                 |
| 1986/87  | 70.0              |         |         | 136.2 |                         |                                  | 188.9                 |
| 1987/88  | 70.0              |         |         | 176.4 | 229.9                   |                                  | 218.2                 |
| 1988/89  | 70.0              |         |         |       | 238.7                   |                                  | 253.3                 |
| 1989/90  | 105.2             |         |         |       | 260.7                   |                                  | 263.7                 |
| 1990/91  | 200.0             |         |         |       | 281.2                   | 319.9/329.6                      |                       |
| 1991/92  |                   |         |         |       |                         | 328.6/332.2                      |                       |

a 1ピアストル(PT)は0.01ポンド。

b 1979年初頭から公定レート(1\$=39PT)は中央銀行レートとなり、平行市場のインセンティブ・レート(1\$=70PT)と一本化された。インセンティブ・レートは商業銀行公定レートとなった。

c 商業銀行公定レートは、1981年8月1日に設立され、1986年7月24日に伸縮レートに代替された。

d 商業銀行プレミアム・レートは1985年1月5日から開始。

e 伸縮レートは1986年7月24日に設立され、1988年3月21日に廃止され、取引は銀行自由市場へ移管された。

f 銀行自由市場は1987年5月11日にスタート。

(出所) Abdel-Khalek[1994]、CBE *Economic Review*, No.4, 1991/92]、山田[1998]、IMF Annual Report 各年版から作成。

1月から先の商業銀行レートをそのブラック・マーケット・レートに調整した、新たな公定の商業銀行レート（同0.83LE、1986年に廃止）が創出された<sup>8</sup>。しかし、両替商の活動が拡大し、ムスタファー・アル＝サイド経済・外国貿易大臣はこの両替商を行政的に取り締まった。エジプトの外貨危機は更に深刻化していたため、1985年1月、同大臣は前章で述べたように、ブラック・マーケット・レートに近いレートを導入するとともに、自己外貨輸入を禁止した。しかし、外貨を必要とする公共部門、民間投資家そして両替商などの抵抗に遭い、この政策は挫折した<sup>9</sup>。自己外貨輸入制度は復活した。同大臣は辞任に追い込まれた。

この1985年1月のプレミアム付き商業銀行レートや1987年5月から開始した伸縮銀行レートもそれぞれブラック・マーケット・レートに調整した大幅な切り下げをしたレートであった。1988年3月には商業銀行プールを廃止しその取引を当時、外貨取引の50%を扱っていた自由銀行プールへ移行させた。その後、中央銀行レートは1989年8月15日に1ドル当たり1.10LEへ、1990年7月1日に2.00LEへ切り下げられた。ただし、中央銀行プールは当時の全取引量の約15%しか扱っていなかったため、経済的なインパクトは小さかった。自由銀行レートは次第に減価し、1991年2月26日に2.96LEまで達した。このように制度の変更は複雑で、プールでの取り扱い項目の変更も頻繁であった（Abdel-Khalek [1993]、山田 [2003]）。

## （2）為替レート自由化後の状況

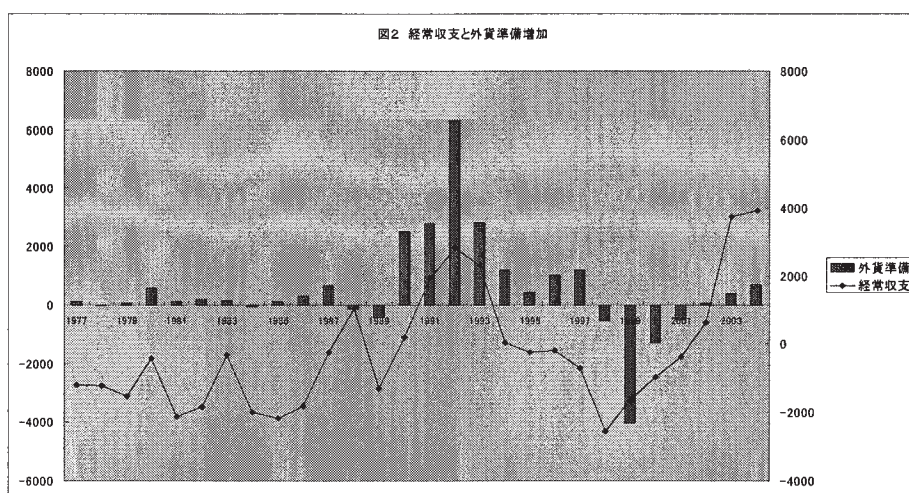
複雑な為替レート制度は、IMFや世界銀行ばかりでなく国内でも非難の対象であったが、1991年に入り本格的なERSAPが開始した。為替レート制度は、1991年2月27日に、フリー・マーケット・レートとプライマリー・マーケット・レートとの2本立てに整理された<sup>10</sup>。やがて当初の予定(1992年2月)よりも早く10月にプライマリー・マーケット・レートの廃止による為替レート的一本化とフロート化（管理フロート）が実施された。また、1991

年2月の為替レート再編時にはノン・バンク外貨ディーラーは為替取引への活動が認められブラック・マーケットはなくなった。当時の状況では、エジプト経済には外貨が流入し始め、外貨不足への心配は起きなかった。これには債務削減とリスケジュールによるところが大きいが、後述するように、1991年1月から銀行の金利が自由化され、エジプト・ポンドとドルとの金利差が14パーセント・ポイントに達したことが外貨流入に効果的であった。為替レートの一歩化は市場に明らかな情報を提供するとともに、複数為替レートと比較し、腐敗とそれに関係した歪んだ影響から開放するといわれるが（藤木〔1999〕）、そのような状況がエジプトで初めて実現された。同時に、不安定な中東においてエジプトの安定性が再認識されたと理解され、いわゆる好循環が機能し始めた。

中央政府・地方政府、公共部門に関する外貨予算制度も1991年から経済改革が行われてから廃止された。1992年の銀行法の改正で外国銀行もエジプト・ポンドの取が引認められるようになった。中央銀行の為替レート保証と輸入勘定が廃止された。更に公共企業の外貨予算の廃止、L/C開設に伴う様々な規制（預託金、為替レート等）の緩和・廃止、輸出代金に関する規制の廃止も進んだ。対外取引は1980年代の外貨危機で様々な規制下にあったが、湾岸危機後資金流入が続き、IMFと世界銀行の勧告する貿易の自由化（数量規制の大幅緩和や関税引き下げ）や資本取引の自由化の実行に支障がなくなった。更に、輸入に関するL/Cの開設に関わる一層の規制緩和、中央政府・地方政府の外貨予算制度の廃止なども進んだ（1993年）。1994年には外貨法（法律1976年第97号）を廃止し、新外貨法（1994年法律第38号）で為替自由化を実施することになった<sup>11</sup>。

為替・貿易の自由化と並行して、金融市場法（1992年）で外国人の機関と個人投資家の市場参入も自由化され、またミューチュアル・ファンドなどの金融商品も認可された。資本、金融市場のインフラは急速に整備されることになった。このような自由化によりエジプトは例外的な規制が容認されるIMF（第）14条国であったが、事実上、国際金融市場で交換可能（convertible）と

なっていたといわれる<sup>12</sup>。為替の先物は存在しなかったが、銀行の自己勘定では許されるようになった。湾岸危機後、資金がエジプトに流入し、1991年末から1993年までに約100億ドルも外貨準備が急増した（図2）。この間、エジプト政府は資本流入に伴う国内流動性の急増を財務省証券の発行で吸収し、マネー・サプライの急増を抑制した（不胎化政策）。ただし、エジプト政府はインフレ抑制のため、マネー・サプライの管理よりも為替レートをノミナル・アンカーとし、その安定に努めた<sup>13</sup>。経済改革での当初の目的は為替のフロートであったが、ドルとエジプト・ポンドのレートは固定され、これは *de facto* のドル・ペッグと呼ばれるものであった。



（出所） *International Financial Statistics(IFS)*, IMF、各号から作成。

### 3. 金利自由化と貨幣的安定

エジプトにおける包括的な経済改革は1991年から始まる。それまでのエジプト経済の特徴は、公共部門主導（民間部門主導の経済発展戦略が不完全）、輸入代替工業化に基づく保護貿易政策を基調とし、金利や為替レートも含めた価格の決定が行政的に行われ、市場メカニズムが働きにくいことに

あった。このような政策の背景には財政の支配 (fiscal dominance) とそれに追従した規制の強い金融政策があった。なお、中央銀行は経済貿易省の管轄下にあり権限は弱かった。金融部門は 1960 年代に国有化され、1970 年代前半から外国資本へも投資が自由化され合弁銀行（エジプトの公共部門銀行と）が多く設立されたが、公共部門商業銀行が銀行部門の資産の太宗を占め、その金融仲介は積極的なものではなかった。金利体系は変更が少なく、インフレ率を下回る率で設定され、いわゆる金融抑圧 (financial repression) の状況が続いていた。そのため、貯蓄動員と国内の資源配分において市場メカニムが働く余地は狭かった。エジプトでは 1970 年代から高インフレが続き、1970 年代、80 年代と通じて、インフレ率（消費者物価指数）は中央銀行割引率、預金金利（3 カ月定期）、貸出金利を上回っており、貯蓄動員の妨げとなっていると IMF は分析していた。そこで、IMF は実質正の金利体系を直ちに実現するよう 1988～1989 年には強く勧告していた。

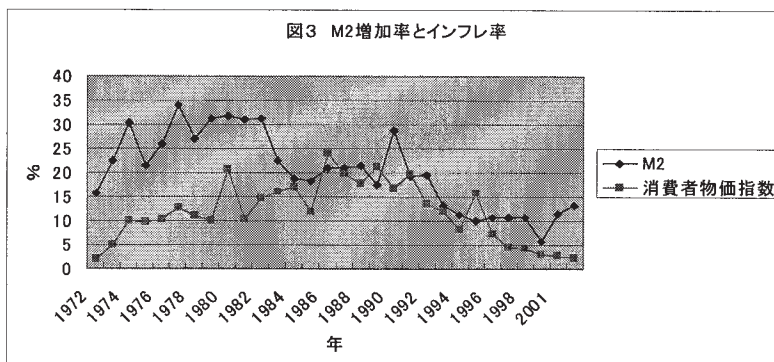
1991 年 1 月から金利が自由化され、銀行は預貸金利を自由に決定できるようになった。ただし、当初は 3 カ月もの定期預金は年 12% を下回らないことが指導された（この下限制度は 1993 年 7 月に廃止された）。経済改革直後の金融政策で特徴的であったのは 1991 年 1 月からの買い戻し条件付き (repos) の短期の財務省証券 (T-Bills; 以下 TBs とする) の入札（各週）であり、その入札の平均レートが基準金利として機能するようになった<sup>14</sup>。なお、中央銀行の対商業銀行などへの手形やコマーシャル・ペーパーへの割引率は TBs の入札レートに 2% を加算して設定された。重要な点はインフレ率が低下したにも拘わらずこのような金融政策の実行で高い水準での金利体系が維持されたことである（第 3 章の図 2）。

当初の経済状況を見ると、金利が高い TBs の発行は財政赤字への融資の目的よりは、上記した外国資金流入による国内の流動性の増大を吸収、不胎化する目的が重要であった。実際に、この TB の発行はインフレの抑制に貢献する目的を達成したが、財政には負担となった。中央銀行が介入した結果の外貨準備の金利よりも、TBs の金利が高いため、エジプトの財政当局への

高い負担となった。そのため、この負担を軽減するための措置も必要となった。他方で、銀行経営を救った。金融部門にとっては、証券の流通市場（セカンダリー・マーケット）が未発達な段階で、他の金融商品がないため、高利率でリスクが少なく、税の優遇が付帯した TBs への需要へは急増した。そして、預金利率と貸出利率とのスプレッドは自由化直後に拡大し、銀行部門に利潤をもたらし、経営体質を改善させた。そして、この金利の自由化後、金融政策は、それまでの直接的な規制から、TBs レートを金利のキーとする間接的な政策へと移行するようになった(Subramanian [1997a])。

金融部門での自由化は進んだが、他方で、IMF の要求による銀行の対公共部門と民間部門への信用創造の制限を軸とした金融政策が実行されていた。これは、不況のため民間部門の資金需要が少ない状態で（返済の方が多い期間もあった）、1992 年から銀行のクレジット・シーリング（貸出規制）は段階的に廃止されるようになった。実際に、ネット国内信用の急増が抑えられたのは 1992/93 年までで、1993/94 年以降は民間部門の信用への需要が高まり、年率で 30%に近い率で対民間信用が成長した。これは IMF の指導であった。

中央銀行は信用創造の規制と貨幣的拡大のコントロールを実行してきたが、1994/95 年になるとスタグフレーションからの脱出と雇用増加のため、対民間部門への信用供与の増加をはかった。一般に、最終目標（成長や物価水準の安定）に対して中間目標（マネー・サプライ）を定め、その中間目標のための操作手段としてハイ・パワード・マネーを採用することが多いが<sup>15</sup>、エジプトでも同様であった。マネー・サプライ（M2）とインフレ率（消費者物価指数の変動率）との関係は図 3 の通りで、明らかな関係はなさそうであるが、1990 年代初頭からは M2 の増加率が低下すると同時にインフレ率も低下している。



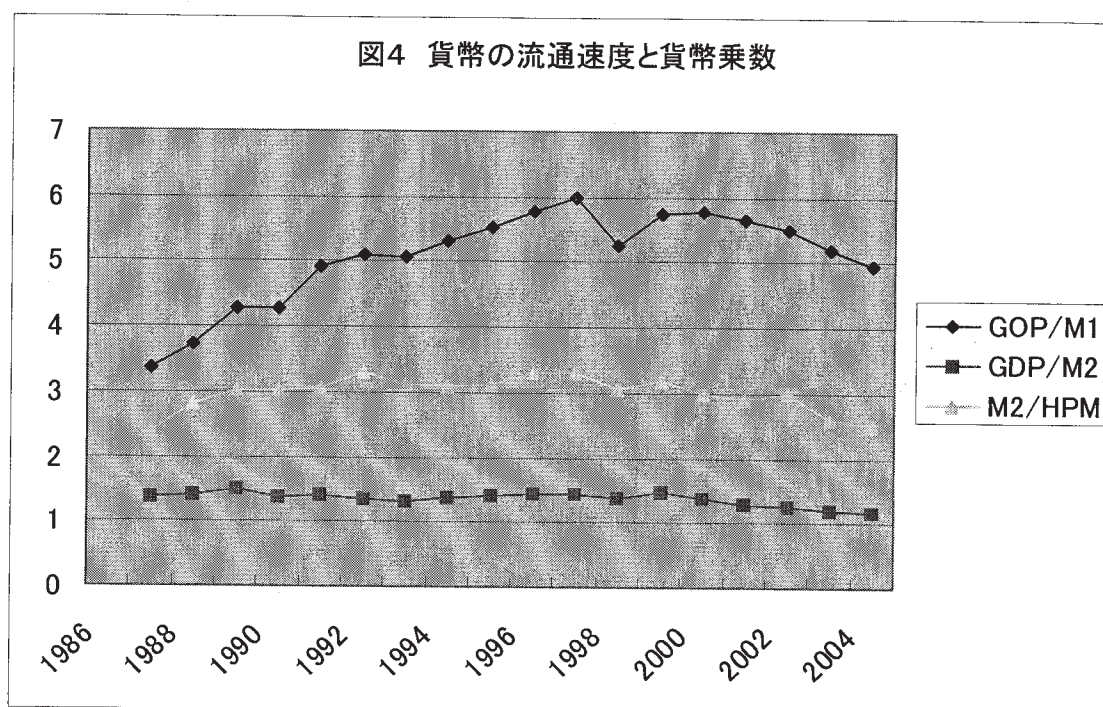
(出所) *International Financial Statistics(IFS)*, IMF、各号から作成。

しかし、1995/96年には貨幣変数の管理の対象（中間目標）をそれまでの広義のマネー・サプライ（M2で、国内流動性と呼ばれる）からハイ・パワード・マネーへ変更した<sup>16</sup>。その新しいプログラムでは、ハイ・パワード・マネーの一部である銀行の中央銀行預金（準備金）を操作目標（オペレーション・ターゲット）とし、そのための中間目標として銀行のネット国内資産を採用することになった。また、債務管理のためより長期の財務省債券（Treasury Bonds:TBs）の導入と公開市場操作による金融政策の実施が開始した。

次に、この間にIMFが重視したマネタリーな側面の安定性について概説する。物価の安定（インフレの抑制）には抑制的な貨幣政策が必要で、その条件としてはハイ・パワード・マネー（あるいはリザーブ・マネー<sup>17</sup>）とマネー・サプライ（ここではM2を採用）の乗数が安定でなければならない。

ERSAPでは貨幣面では抑制的な政策が実行された。マネー・サプライは安定的に推移した。特に、IMFのIFSでは、ハイ・パワード・マネーとマネー・サプライとの関係を示す貨幣乗数（マネー・サプライ／ハイ・パワード・マネー）は3前後で安定的であった。また経済の貨幣的な深化の指標と

考えられるマネー・サプライ／GDP 比率(貨幣の流通速度の逆数)も安定的であった(図4)。このような貨幣的に抑制が効き、インフレ率が低下したのは、健全な財政調整と為替レートを名目のアンカーとしたことにあると結論づけられた(Subramanian [1997a:23-26] )。



(出所) *International Financial Statistics(IFS)*, IMF、各号から作成。

なお預金銀行等の必要準備率(対中央銀行準備／預金)は有効な金融政策の手段ともいえなかった。エジプト・ポンド預金の準備率は1990年代には15%で推移し、銀行の信用拡大を規制してきた。そして、国内流動性が一般的に不足気味の中で、貨幣需要も低く、銀行による中銀預金では超過準備が

積まれていた。しかし、1995/96年にはハイ・パワード・マネーの増加率は前年度の16.9%増が8.5%増へと低下した。これは、商業銀行が民間部門への貸し出しを増大させ中央銀行預金の増加率を低下させたためである。

#### 4. 財政の健全化

ERSAPの成功は財政の調整に成功したとIMFは賞賛した。財政赤字は改革前の対GDP比で15%が2%に低下した。国債費を除いたプライマリー・バランスでは10%の赤字が、6%の黒字となった。経済改革での財政の健全化は、基本的には、歳入の増加を図るとともに、歳出の削減を実行することにあった。増収策は、当初は一般販売税（General Sales Tax: GST）の導入（1992年法律第2号）で速やかに実現された。これは、選別的な販売税で将来には消費税（付加価値税）への改革が望まれている（IMF〔2004〕）。歳出削減は、厳しい資金管理（1992年法律第105号）をもとに、補助金の削減、歳出の合理化そして公共企業(Public Enterprises: PE)の財政からの切り離し、民営化への法的整備(1991年法律第203号)で実現された<sup>18</sup>。これらは、それぞれが重要な構造調整課題であり、それまでは抜本的な改革ができていなかった問題であった。補助金の削減は物価上昇を招くとの懸念もあったが、インフレの元凶である財政赤字の削減を目指すため、一時的な物価上昇は容認された。

公共企業部門の財政からの切り離しは短期間に実現され、とりわけ民営化までの過渡期での資本支出の制限は財政負担を大幅に軽減することになった。また、上述したプライマリー・マーケット・レート of the 廃止に基づくスエズ運河庁(Suez Canal Authority: SCA)の収入（受け取り通貨はSDR）、国営のエジプト石油会社(Egyptian General Petroleum Company: EGPC)の収入（一般的にドル）などのエジプト・ポンド表示の収入が為替切り下げの効果で増大したことも一度限りの効果としては重要であった。

このような経緯を経て、財政収支の経常収支は 1991/92 年には黒字化した。資本収支も資本支出の大幅な削減でその赤字幅は 1990/91 年の約 130 億 LE が翌年には 80 億 LE にまで削減され、財政赤字は 1991/92 年には、前年の約 170 億 LE から、約 60 億 LE にまで減少した。赤字のファイナンスに関しては、前述の通り短期の財務省証券 (TBs) の入札が 1991 年から開始されるようになった。1991 年 5 月には外貨建債券 (18 億ドル、約 61 億 LE) の発行により、商業銀行の自己資本比率 8% を達成させるための資本注入が行われた<sup>19</sup>。

政府赤字の融資について簡単に要約すると、改革以前に支配的であった外国からの借り入れは実質的に中止され、1994/95 年から借り入れは逆流するようになった。資本支出に関してはノン・バンク (国家投資銀行とそれを経た社会保険、年金基金等) からの融資で十分となり、債務コストの削減に注意が向けられるようになった。このような財政の劇的な改善により、財政赤字に対する中央銀行融資や通貨発行 (シニョレッジ) の必要がなくなっていた。また、財政赤字融資のための TBs も財政赤字融資のための利用は少なく (1992/93 年で 5 億 LE)、残高 (1992/93 年で 305 億 LE) のその殆ど (300 億 LE) が国際収支黒字による過剰流動性の吸収 (不胎化) に使用された。

## 第2節 改革の成果

### 1. 国際収支の特徴

エジプト中央銀行の統計では、総合収支が外貨準備の増減を示し、この総合収支は経常収支（貿易収支、サービス収支、移転収支の合計）、資本収支（後述）と誤差・脱漏の合計である。エジプトの貿易収支は恒常的に赤字であり、拡大傾向にある。サービス収支の主要黒字項目は輸送（スエズ運河収入）と旅行（観光）であり、観光収入（受け取り）は国内治安の動向にかなり左右されてきた。移転収支は民間のトランスファーである海外労働者送金が主要な項目であり、1990年8月の湾岸危機の勃発でエジプト人外国労働者の帰国、本国送金の増加で急増した。これには、1991年の包括的な経済改革の実施直後、エジプト・ポンドへの信頼が増したことも貢献している。この影響で経常収支が黒字となり、これに資本・金融収支の黒字が加わり、外貨準備が急増した。

しかし、経常収支は1997/98年から悪化した。1996/97年に1億2000万ドルの黒字が翌年には約24億8000万ドルの赤字となった。この約26億ドルの悪化は、石油輸出収入の8億5000万ドルの減（33%減）、輸入増13億4000万ドル（8.6%増）そして観光収入減7億ドル（約20%減）であった。

## 2. 投資収支

投資収支は直接投資と証券投資からなる。直接投資は、従来から、石油開発関係の投資が主体で、それ以外の直接投資は少なかった。エジプトへの外国直接投資は年間で約 8 億ドル前後であるが 1997/98 年にモバイル電話 2 社の投資があり、約 11 億ドルになった。

証券投資（ポートフォリオ投資）は株式と債券への投資などからなる。エジプトの場合、1990 年代前半まで公開株の取引は少なく、証券市場は休眠状態であって、海外からの株式投資は極めて限定的であった。株式投資が拡大するためには、新規株式発発行(IPO)の増加と政府保有の株式の売却（民営化のひとつの形態）が必要である。民営化のための公共部門ビジネス法（1991 年法律第 203 号）により法整備は進んだが、その実行のための手続きとガイド・ラインの策定の遅れ、そして民営化候補企業の資産評価作業にも時間がかかった。そのため、海外の戦略的投資家や機関・個人投資家への株式の売却は遅れ、やっと 1995/96 年に約 2 億 6000 万ドル、1996/97 年に約 14 億 6300 万ドルの証券投資の流入（ネット）が記録されるようになった。しかし、1997 年の東アジア危機や直後の 11 月のルクソール事件（観光客襲撃事件）といった外的な原因と民営化が可能（大幅な財務内容の改善なしで売却が可能）な企業数が減少し、この証券投資は流入から一転して 1997/98 年から流出（ネット）となった。

このように見ると、経済改革後には実態としての金融市場は活発化したが、その発展は東アジア諸国等の発展とは比較できない。1997/98 年の経常収支赤字と上述のような自立的な資本流入の変化に対して、商業銀行は融資が必要な部門に対して、コレボン銀行における外国資産の減少で対応した<sup>20</sup>。このようにして投資収支でのその他投資（ネット）が 1997/98 年に約 27 億ドルに達し、その年度での外貨準備は 1 億 3500 万ドルで済んだ。1998/99 年に

も経常赤字が継続（約 17 億ドル）すると、中央銀行の介入によって、外貨準備の減少（約 21 億ドル）で調整された。

### 3. 不胎化政策

エジプトの資本市場は政府証券以外の金融商品は発展せず、政府証券は発行市場のみが対象であった。短期の財務省証券(TBs)と中・長期国債(T-Bonds)の残高は上述した通りで、TBsの残高は1990/91年末(1991年6月末)は40億LEであったが、1991/92年末には171億LEへ、その後305億LE、352億LEへと急増した。この額は、ほぼ100億ドル強で、1990年末から1993年末までの間の外貨準備の急増とはほぼ一致している。このようなTBsの大量発行にも拘わらず過剰流動性は十分には吸収できず、金利は次第に低下し始めた。1995年からは長期の国債であるT-Bonds（5年、7年、10年）の発行によって政府債務のリストラクチャリングも行われるようになった。不胎化額（不胎化目的のTBs残高プラスT-Bonds残高）は1997/98年の432億LEが最高で、政府・公共経済機関の国内債務残高約1600億LEの27%も占め、債務管理は重要な課題となった。

財政の健全化は比較的に容易に実現されたため、中央銀行は金融自由化に加え、流動性のコントロールをしながらインフレの抑制が可能となった。

### 4. ドル化の逆転（ポンド化）

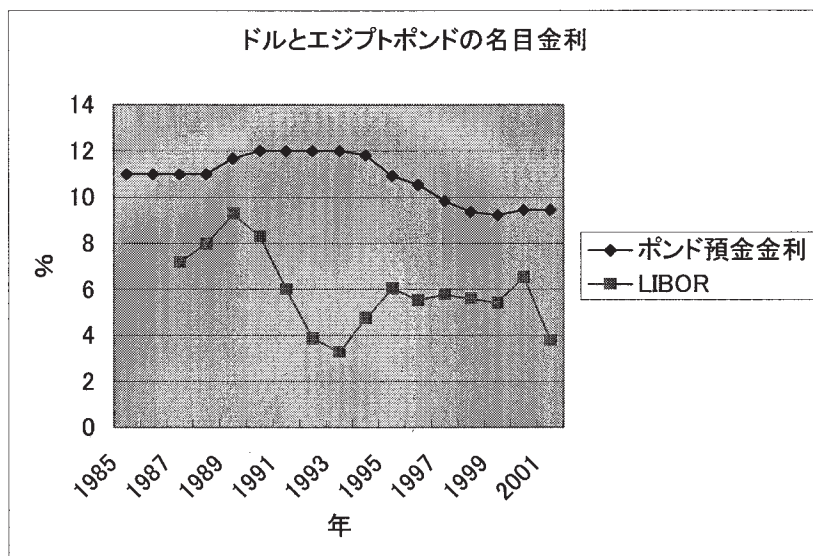
このような金融の状況は、「金融市場の未発達な経済（エマージング・マーケット）で、良好な国際環境のもとで、財政が健全化し、エジプト中央銀行はインフレ抑制を目的とした金融政策を実行した」ことになる。実質で高金利が継続し、内外金利差により資本流入が生じた。そこでエジプト・ポンドは切り上げの圧力を受けたが、中央銀行は介入して一外貨準備を急増させ

一急増する流動性を不胎化した。<sup>21</sup>そして、1990年代半ばにはそれまでのドル化現象を逆転（ポンド化）した。

エジプトでドルが金融資産として選好されてきたは価値が安定していたことによる。また、金利が高いこともあった。他方、エジプト・ポンドは低金利政策によりその実質価値はインフレの進行で低下してしまう。1970年代からはエジプト人労働者の海外への出稼ぎが通常化するため、ドルへのアクセスが他の国と比較すると容易であった。同時に、政府・公共部門、民間部門の輸入に加え、上述の家計の価値保蔵のためのドル需要や、海外旅行、メッカ巡礼、留学など個人レベルでの支払い手段としてのドルの需要は旺盛であった。特に、外国人観光シーズン、エジプト人の巡礼、ラマダン月（断食が行われる月で、一般に消費が増えるため、直前に輸入が急増する）などの季節的な要因でブラック・マーケットでの為替レートは変動した。

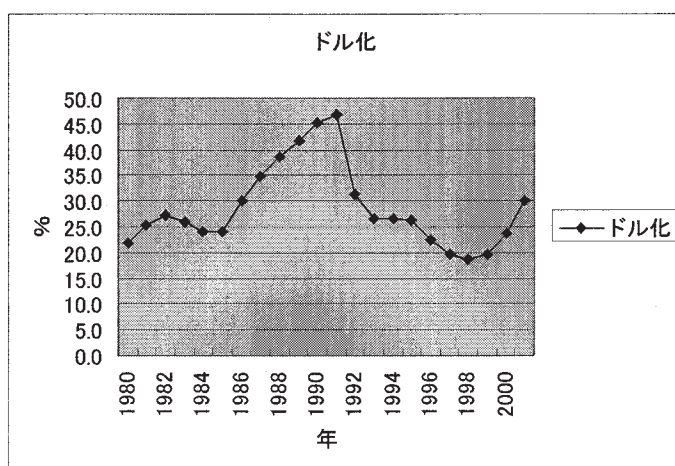
1991年からの金利と為替の自由化後に資金流入が続き、為替レートの切り下げ圧力とインフレ率の低下によりエジプト・ポンドの信認は高まった。エジプト・ポンド預金金利は名目で高止まりしながら、その実質金利は正へと転換した。一方で、LIBORの名目金利は1989年の年平均で9.3%がその後に低下し始め、1991年に約6%にまで低下し、エジプトで金融改革を開始した直後の1993年には3.3%にまで低下した（図5）。国内流動性（M2）に占めるドルの割合は、1985年の24.0%が1986年に30.0%にまで急上昇し、その後の対外債務危機を通じ1991年末に46.9%まで達した。しかし、このような名目と実質金利の変化を反映し、金利と為替自由化直後の1992年に31.2%に急降下した。このようにして、1980年代にみられたドル化は（エジプト）ポンド化(Poundization)へと逆転し、1998年まで漸進的に低下し1998年の18.7%となった。（図6）しかしながら、1998年を境にして、ドル化現象が再現し、2001年には30%にまで上昇した。

図5 ドルとポンドの名目金利



(出所) IFS Yearbook 2001, IMF から作成。

図6 ドル化 (%)



(出所) IFS Yearbook2001, IMF から作成。

## 5. 実質為替レートの推移

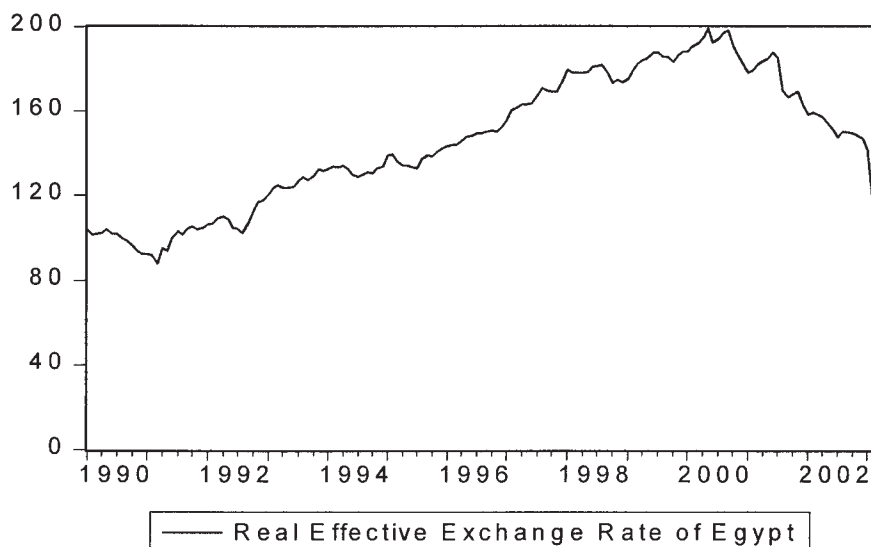
さて、金融自由化後に為替レートの運営に誤りはなかったのであろうか<sup>22</sup>。インフレ率は1991年からは低下したものの1990年代前半ではまだ相対的に高かった。対米ドルの名目為替レートは1米ドル当たり3.323LEが3.388LEと殆ど変化せず、外貨準備が増大した。実際、このような過大評価が出現したが、その持続可能性に対する危惧は、かなり早くからあった<sup>23</sup>。1993年から1995年にかけて、エジプトとIMFとの政策対話があった頃、IMFと世界銀行はエジプト政府にエジプト・ポンドの過大評価を問題にし、20～30%のエジプト・ポンドの切り下げを勧告した。ムバーラク大統領はこの切り下げに反対した(Abdel-Khalek [1993])<sup>24</sup>。エジプト政府は短期資金の流入は不安定であることに加え、通貨への信認、物価への影響を考えIMFの勧告を拒絶した。このようなエジプト政府の主張には、当時、メキシコで債務危機が起きていて、通貨の信認は重要な要素だと主張したことに一定の合理性があった。なお、エジプトでは、対外債務返済額が大幅に緩和され、しかも債務返済額がなだらかとなったため、メキシコのような債務返済のピークを契機として外貨危機に陥ることはなかった。

実質為替レートに話を移すと、1991年6月から1996年10月までの実質実効為替レートに関し、Subramanian [1997a] は30%の過大評価があり、このうちの9%ポイントが貿易相手国通貨の名目為替レートの変動、残りがインフレの差であった<sup>25</sup>。また、この過大評価はそれまでの過小評価からの回復なのか、貿易財産業の生産性の上昇が貿易相手国より大きいのか、その他のファンダメンタルズに改善があるか、などを勘案しなければならない問題を含んでいる。同じIMFの研究、Handy et al. [1998] は、均衡実質為替レートを推定し、この間の過大評価は10%以内で、実質実効為替レートは均衡実質為替レート1995年末までに収斂したとの結果を出した。いずれにせよ、IMFはエジプト・ポンドの過大評価を問題にし、切り下げを勧告したが、エジプト政府は実質実効為替レートにもとづいた為替レートの調整には反対で、為替

レートは需給に任せれば良いと反対した。ここで、需給が均衡している理由として、公式の市場と平行市場とのレートの差はないことがある。

次にエジプトの為替レートのレジームについては IMF でも 1991 年から 97 年まで管理フロート(managed floating)と記載していた。しかし、このような米ドルに対する硬直的な名目為替レートの変動や外貨準備の大きな変動を基準に、IMF スタッフはこれを *de facto* な fixed peg と認識し、1998 年からエジプトの為替レート制度は IMF の区分の通常の固定相場制(conventional fixed peg arrangement)と定義した<sup>26</sup>。なお、固定相場制を放棄するのは、国際収支が悪化し、固定相場制の維持が困難になる程にまで外貨準備が減少してしまった 2000 年半ばになってからである。図 7 は 1990 年からの実質実効為替レートを示しているが、その過大評価は 1990 年から 1999 年間で約 200 % となった(山田 [2003])。

図 7 実質実効為替レート



## まとめ

エジプトの ERSAP は「成功ケース」として IMF と世界銀行から賞賛されてきた。このような見方には、通りわけ失業や所得分配の側面から異論はあるが、少なくとも、1980 年代後半の内外不均衡状況と比較すれば、マクロ経済は安定化し、持続的な成長も回復できたことは確かであり、新興市場の途上国での経験としてはかなりユニークなものであろう。

IMF によれば<sup>27</sup>、ERSAP の成果はマクロ経済では①財政赤字の削減、②ドル・ペッグでのインフレの抑制、③債務削減による債務返済指標の改善があり、構造改革では①金融と貿易自由化、②民営化である。本稿ではこのようなエジプトの金融・通貨改革と為替レートの選択 (*de fact* なドル・ペッグ) の組み合わせの側面から経済改革・構造調整プログラム(ERSAP)の成功の経緯とそのメカニズムを説明した。しかしながら、エジプト・ポンドの過大評価の存続と将来の為替切り下げ期待の形成に関しては政策担当者があまりにも楽観的に対処したように見受けられる。その結末が、後述していく 1990 年代後半からの財政赤字の拡大に基づく経常赤字の拡大、外貨準備の急減、為替レートの不安定化、切り下げ調整の継続などという現象であった。

エジプトのケースでひとつ特徴的な事実をあげれば、経済政策にタッチする階層は、どちらかというところ輸入と消費を応援しがちであり、また為替レート切り下げが直ちに製造業品の輸出拡大を招くとは考えない。このような社会では、事実上ペッグされたドルとのインフレ格差が存在する中で、その為替レートを名目のアンカーとし、物価安定をはかり、外資の流入を期すほうが道理である。しかしながら、このようなレジームがいつまで持続可能かという疑問はエジプト経済社会には常に存在して、その決壊がどこからかというのが問題であった。現実には、財政拡張、国内の治安問題、国際的な同時多発テロなどで、突然にエジプト・ポンドへの信認が低下した。このようにエジプトのサクセス・ストーリーは外政的なショックに非常に脆弱であった。

この分析に際し、エジプトに固有ないくつかの重要な点を確認しておきたい。第1に、後述するように、特に1999年以降に輸出はエジプト経済の「生か死かの問題」であると喧伝されているが製品輸出は、価格面より品質の面から非常に硬直的なままである。このため、為替レートは輸出よりも輸入の面でエジプトの経済社会に与える影響が大きい。そのため、エジプト政府は為替レートの変動が消費者物価に反映しないような政策、例えば補助金、を実施し続けている。

第2に、経済改革以降、中央銀行は流動性をコントロールし実質金利を高め維持した。流動性不足のまま1990年代半ばに対民間の国内信用が急増した。これは、通りわけ、不動産バブルを起こし、後に不良債権問題を発生させた。

第3は、1990年代半ばにそれまでのドル化を逆転させたように国民通貨への信頼は増したが、銀行部門への信用は回復しなかった点で他のエマージング・マーケットの経験と異なる。なお、エジプト経済社会においてはドルをニューメレールとしている程度が高いが、貿易、投資、観光でEU諸国との関係は緊密であり、更に、EUとは自由貿易圏を創出する過程にあり、ドル・ペッグによる為替レートの継続は問題である。

最後の、経済改革の断行、為替レート維持のための外貨準備注入の禁止、首相の交代などは最近のムバーラク大統領の最も重大な指示である。また、近年、同大統領の指導で中央銀行を所管としていた経済・貿易省の経済分野が首相に移管されたことに伴い、中央銀行法のその部分の改正に加え、今日では、銀行・信用法など銀行部門に関係した全ての法を統一した法改正が行われた。そこでは中央銀行の独立性を保証し、より強大な権限を中央銀行に付与した<sup>28</sup>。

その後のエジプトで問題となったのは、信用が低下し資本流入が突然止まったり、反循環的な財政政策（例えば、景気拡大期に財政緊縮を行う）が取れなかったり、徴税能力が低いなどの理由から、僅かな財政赤字が危険となることであった。また、インフレ・ターゲティングに関しては、①エジブ

ト経済で、依然、公共部門が財政赤字を出していることは、それを困難にし易く、②補助金、統制価格が広範囲にあるため統制品目を除外した物価指数の採用が必要、などが勘案されなければならない(Panizza [2000])<sup>29</sup>。

## 注

<sup>1</sup> IMF が 1990 年代後半に発表した分析は、Subramanian [1997a] の概要に述べられているように「1990 年代におけるエジプトの成功した安定化の経験を分析」したものである。翌年に発表された Handy et al. [1998] もそれまでのエジプトの経済安定化の経験を際だったサクセス・ストーリーとして分析している。

<sup>2</sup> IMF が支援したプログラムが成功か否かを評価する手法としては、例えば、5 つある(Goldstein [1986:3-11])。①プログラム前後の比較 (the before-after approach)、②実績対目標の比較(the actual versus target approach)、③実績に対してそれがなかった場合の比較(the actual versus in-the-absence of approach)、④実績対最適政策の比較(the actual versus optimal policy method)、⑤仮説的政策比較(the comparison of policies approach である。③は with-without approach とも呼ばれる。これらのアプローチによる評価は技術的に困難である。①のビフォー・アフター・アプローチはパフォーマンスを比較するだけで客観性がある。ただし、そのパフォーマンスの変化がプログラム以外の要因による場合が普通で、プログラムの要因による変化を過大評価ないしは過小評価することになる。②実績対目標の比較では、上記に問題があるが、更に目標が適正であったか、野心的でありすぎたのかなどの問題をもつ。③から⑤からは、詳細な説明は上記の文献を参照していただくとして、仮説的なモデルを必要とする。

<sup>3</sup> Abdel-Khalek [1993] から引用した。

<sup>4</sup> この間、エジプト政府の交渉者であった中央銀行総裁と国務大臣はムバーラク大統領から条件を緩和するよう命じられていたという。一方、IMF は更なる改革として、一般販売税(GST)の拡大、関税の更なる引き下げ、民営化の促進であった。この状況では、両者での合意は難しく、ムバーラク大統領は再び、米国が IMF に圧力をかけることを計算しているかのようにであった。いずれにせよ先述の通りに協定は進み、1993 年には関税の引き下げなど改革は継続された（それでも不十分であったが）。

<sup>5</sup> IMF PR [No.96/50, Oct.11, 1996]。

<sup>6</sup> 伝統的輸出品目とは、原綿、綿糸、繊維、米、石油、タマネギ、ニンニク、ジャガイモ、セメントであり、中央銀行の公定レートで取引された。

<sup>7</sup> また財務大臣令で「エジプトと外国人に対し、その出所を問わず外貨で商品売ることを可能になり、それを口座に保有することが許された。同時に、平行市場ではドルの価値がエジプト・ポンドに対して次第に上昇した。

<sup>8</sup> その後、商業銀行の公定レートは1986年7月に廃止され、伸縮商業銀行レートとなる。

<sup>9</sup> Springborg [1989]、Harik [1998]などを参照されたい。

<sup>10</sup> フリー・マーケット・レートは文字通り外貨の需給により決定され、プライマリー・マーケット・レートはそれの5%以内のマーゲンで、政府・公共部門（観光部門は除く）の輸出入、スエズ運河収入、SUMEDパイプラインのローヤリティーなどを扱う。

<sup>11</sup> 特に、輸出収入の使途が完全に自由となった。残りの為替規制は外国人の不動産売却の課外への送金だけとなったが、これも1996年に廃止された。

<sup>12</sup> なお、エジプトの通貨制度には、一本化された自由為替市場レート今日まで1ドル当たり1.30LEの対スーダンの特別レートと旧ソ連との債務整理に関する同0.39LEのレートがある。このことと、対外債務返済の延滞があること以外は、事実上、為替は交換可能である(Al-Azmef [1996])。

<sup>13</sup> 高インフレ下において為替レートをアンカーとする政策のメリットの最大のものは、規律(discipline)とか信認(credibility)を政策運営に与えることである。この点は、金融政策の独立性喪失よりもメリットが大きいと考えられる。また、エジプトでは外貨(ドル)が生活に及ぼす影響が大きいことから、名目の為替レートが安定していることが、経済への信頼を高める(Subramanian [1997a])。

<sup>14</sup> 3カ月もの定期預金金利は、1989年からの8.5%の金利構造から、1991年半ばには15.5%を超えるようになった。最初のTBの入札レートは平均で年14.2%であったが、1991年9月には20%近くにまで上昇した。中央銀行の割引率はこれに約2%のマーゲンを乗せた利率である。

<sup>15</sup> 岩田規久男・堀内昭義 [1983:204-210]などを参照。貨幣供給の方が実質利子率の測定よりも容易である。それは実質利子率を計算するには人々のインフレ期待を的確に測定しなければならず、それは容易ではないという。

<sup>16</sup> CBE Economic Bulletin [No.1 1995/96]より。実際に、マネー・サプライを中央銀行がコントロールするのは不可能で、中央銀行はハイ・パワード・マネーで信用乗数を通じてマネー・サプライを変化させることができる(後述)。しかし、信用乗数は不安定なことが多い。また、これらの貨幣の変数(量)が物価や経済活動水準にどのような影響を及ぼすか明瞭ではないため、今日では金利水準をコントロールすることが増えている(白方 [2008:273])。

<sup>17</sup> ハイ・パワード・マネー(H)は現金通貨(預金銀行以外が保有する通貨: CU)と預金銀行の対中央銀行預金(準備 RE)からなる。このハイ・パワー

---

ド・マネーは準備・預金比率( $RE/D=r$ )と現金通貨・預金比率( $CU/D=cu$ )を通じてマネーサプライ(M)に影響を与える。

マネーサプライで M2 を採用すると、乗数( $M2/RE$ )は  $(1+cu)/(r+cu)$  である。

説明と記号はドーンブッシュ/フィッシャー [1981] によった。なお、エジプトでは外貨預金にも準備率が適用されている。

<sup>18</sup> Fahmy [1993]

<sup>19</sup> Handy et al. [1998:58]。

<sup>20</sup> コレポン銀行とは、国際貿易取引で輸出入業者を仲介する国際的な銀行で、信用状(L/C)を発行する場合が多い。売り手にとって買い手にリスクがある場合、この信用状の発行手数料高くなる。エジプトの場合、信用のあった輸入業者はこの信用状を使わず、手数料の安い受け取り手形を使っていたが、外貨危機が起きると、この制度は混乱した。

<sup>21</sup> インポシブル・トリニティーの議論からすれば、この不胎化政策は資本移動が自由な経済において、為替レート安定を選択したことにより、余儀なくされるものであるが、中央銀行はこれを積極的な政策と称していた。

<sup>22</sup> 実質為替レートの運営の失敗 (Real Exchange Rate Misalignment: RERMIS) は、①購買力平価 (PPP)、②(モデルから得られた均衡為替レートからの乖離、③ブラック・マーケット、から分析可能であり、このようなこれは後に、①対外競争力の低下、②国内の資源配分の不適化、③為替市場への逆効果(投機の誘発)をもたらす(Domac & Shabsigh [1999])。

<sup>23</sup> 為替レートと外貨準備の変動(volatility)から実際の為替レート制を区分できる。このような分析には Yayati and Struzenegger [1999] がある。El-Refaie [2001] から引用。

<sup>24</sup> 当時、ムバーラク大統領は為替切り下げへの反対を言明していた。例えば Al-Ahram 紙(A [7 august 1994])。

<sup>25</sup> IMF におけるエジプトなど、アラブ諸国の実質実効為替レートの分析や均衡為替レートの研究には Domac and Shabsigh [1999] もある。

<sup>26</sup> この定義は、管理フロート下の de facto peg arrangement を含む。

<sup>27</sup> IMF の第4条協議のニュースから(IMF PIN [No.01/113, Nov.5, 2001])

<sup>28</sup> ムバーラク大統領は中央銀行の独立性を要求し、金融政策の策定、実行を中央銀行の責任とするよう命令した。Abu Al-Ayuoun 中央銀行総裁の Al-Ahram 紙(A)でのインタビュー (A [2001年11月27日]) から。

<sup>29</sup> ECES 主催の "Monetary and Exchange Rate Policies: Options for Egypt" での報告論文。

