

第5章

エジプトの為替レート・レジーム

1990年代後半から起きた新たな外貨危機の原因とそれに対する調整、そして、その後の課題について分析する。特に、為替レートと金利との関係、フロート制までの経緯、最後にフロート化の残された問題に関して分析する。フロート化後のエジプト経済不況に関しては、民間部門の不良債権問題から要約するとともに、エジプトの銀行部門の問題を整理する。

キーワード:

エジプト 為替レート・レジーム 銀行部門改革 インフレ・ターゲッティング

はじめに

為替レートの自由化(フロート化)と一本化(複数為替レート制の廃止)への改革の結果 1991 年からエジプトへ外貨資金が公的チャンネルに流入し、為替レートは安定するようになった。やがて、管理フロート(managed float)から *de facto* なドル・ペッグへと為替レート制度は転換した。この制度は、中央銀行による外貨市場への介入という側面と国内の流動性を吸収しインフレ圧力を緩和する不貽化政策の側面を持つ。やがて、国内外でのインフレ格差により、エジプト・ポンドは次第に過大評価となっていく。

しかし、1990 年代の「成功」の後、1997 年からのエジプト政府の拡張的な財政政策や外生的なショックにより、国際収支は悪化し、新たな外貨危機が生じたからである。エジプト政府はエジプト・ポンドの切り下げ圧力に対してソフト・ペッグ(完全な

ペッグと完全なフロートの中間)の範囲内で中心レートの切り下げやバンド(変動幅)の拡大など様々な制度の変更を実行した。これらの中間的な為替レート制は投機に強いという評判は高かった、結果的にはエジプト・ポンドの切り下げ圧力を減じること成功しなかった。この為替危機は、最終的に、2003 年になってオベイド内閣の手でフロート化により調整され、最終的には、オベイド内閣が退陣した後に国際的な環境が改善してから沈静化した。

本章では、このような新たな外貨危機が起きた原因とそれに対する調整、そして、その後の課題について分析していく。第1節では、新たな外貨危機が発生した原因とその状況に関して財政と通貨の側面から分析した。第2節では為替レートと金利との関係、フロート制までの経緯、最後にフロート化の残された問題に関して分析する。フロート化後のエジプト経済不況に関しては、民間部門の不良債権問題について要約し、エジプトの銀行部門の問題を整理する。また、独立性の高まった中央銀行の貨幣政策についてもふれる¹。

第1節 財政の役割と貨幣的混乱

1. ERSAP 後のマクロ経済の悪化

1986 年 11 月から首相を務め、混乱したエジプトの政治・経済を安定化することに成功したアーテフ・シドキー首相は 1996 年 1 月に退任した。後任として、それまでエジプトの経済と経済計画を担当してきたカマール・エル＝ガンズーリー副首相が首相となった。同首相はこれまで述べてきたように、1980 年代半ばからエジプトの経済計画の策定に責任を持ち、IMF との交渉や続け、1987 年からの第 2 次 5 年計画では積極的な経済改革を打ち出してきた。そして、1996 年半ばに IMF と 1994 年の拡大信用供与 (EFF) 協定の完了を行い、新たな 2 年間のスタンド・バイ協定 (2 億 7140 万 SDR) を締結した。この協定により、1991 年に合意された OECD 諸国によるエジプトの債務削減の最後の 15% の削減が終了した。なお、この協定では、雇用創出のための成長促進 (1995/96 年の 4.2% を 1996/97 年に 4.5% に引き上

げる)とインフレ率引き下げ(同 7.1%を 6.2%へ)を図るとともに、民営化、規制緩和、貿易自由化、財政と金融部門改革、などの構造改革を強化することを目的とした²。しかし、この段階でエジプトは十分な外貨準備(約 170 億ドル)を保有しており、IMF からの融資は必要なくなっていて、IMF の対エジプト政府への介入の根拠はなくなっていた。同首相は 1997/98 年から高成長、雇用増大、地域開発を軸と中長期の野心的な計画(『エジプトと 21 世紀』)を発表し、実行に移した(山田・内田[2005])。

その直後から 1997 年から 98 年にかけて東アジアとロシアにおいて金融・通貨危機が起き、それまでのエマージング・マーケット(新興成長市場)への短期資金流入という現象が一転して短期資金の流出へと逆転した。そして、それらの国では通貨の大幅な切り下げをもたらした。エジプトもこの影響を受け、それまでのエジプトへの証券投資流入が流出へと逆転し、後のエジプトの外貨危機の原因のひとつとなった。ただし、エジプトの場合、短期資本流入は少なく、その点では影響は小さかった。しかし、国内では 1997 年 11 月には「ルクソールの悲劇(イスラーム過激派による観光客襲撃事件)」が起き、それまで順調に増加してきた観光収入が激減した。このようなある意味で不可抗力である国内外でのショックがエル＝ガンズーリー内閣を襲った。そして、輸出品目である石油価格は低迷する中で、国際収支が悪化し始めた。同時に、巨大プロジェクト、とりわけトシュカ地域で代表される農業・灌漑プロジェクトの実施に伴う財政拡張により財政収支も悪化した³。

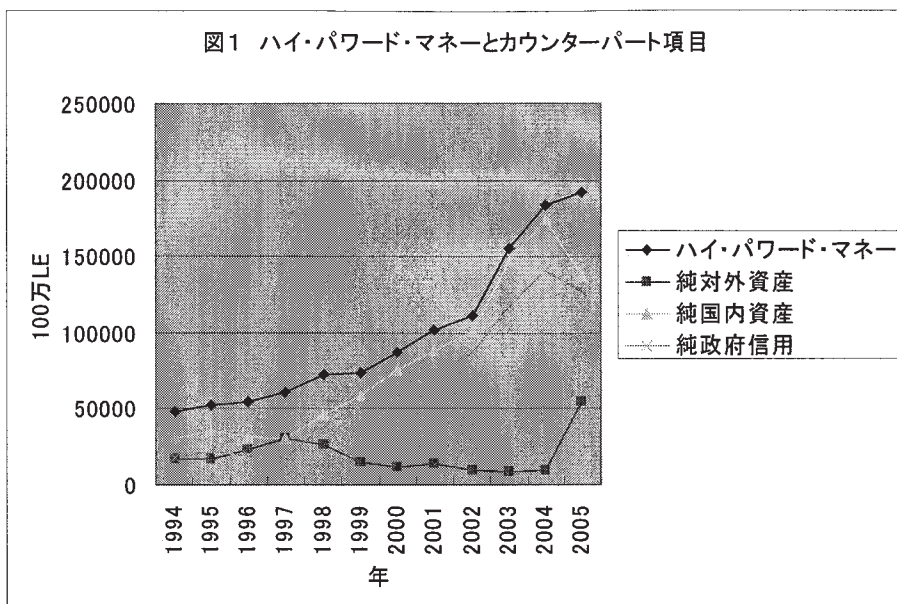
一般に、経済安定化を達成した後(ポスト・スタビライゼーション期)や金融自由化が進んだ時期での経済運営は難しいことが多いが、エジプトでも前述の経済改革・構造調整プログラム(ERSAP)の成功後に、貨幣的な混乱と為替レートへの切り下げ圧力が起きた。特に、為替レート制度の側面では、次項で述べていくように、*de facto* のドル・ペッグが継続した間にエジプト・ポンドは過大評価となり、同時に東アジア諸国の通貨が切り下げられたのでエジプトの貿易収支が悪化した。そして、このことはエジプト・ポンドの切り下げ期待を市場に醸成させた。そして、外貨への投機が起きるようになり、中央銀行はハード・ペッグと完全フロートの間であるソフト・ペッグに解決策を求めた。しかし、これらの政策は功を奏さず、最終的にフロート

化へ追い込まれた⁴。インフレ収束した後に名目金利がそれほど低下しないまま、実質金利が高止まりし、不況が継続した。これは投資を妨げ、また失業問題を悪化させた。

ここで、この当時の経済状況をマクロ経済の指標から確認する。財政赤字は1995/96年で約30億LR(GDPの約1.3%)であったが1998/99年には約127億LE(GDPの約4.2%)へと増加した。そのため、ERSAPの成功の根幹であった財政政策と金融政策のコーディネーションが崩れたと批判された⁵。この間、アジア諸国からの輸入が急増し貿易収支赤字は拡大していったので、政府は、後述するように、原産地証明や輸入決済に関して規制を強化し、輸入を抑制しようとした。しかし、このような規制は輸入に依存するビジネス界から厳しい批判を受け、1999年10月のエル＝ガンズーリー首相の退陣の原因のひとつとなった。

次に、この間のマネタリーな側面を確認すると、前章で述べたようにハイ・パワード・マネー(あるいはリザーブ・マネー⁶)とマネー・サプライ(ここではM2を採用)の乗数関係みと、貨幣乗数(マネー・サプライ/ハイ・パワード・マネー)は3前後で比較的に安定していた。なお、エジプトでは価格の統制が強いため、マネー・サプライ(M2)とインフレ率と消費者物価指数との関係は弱いと考えられる。

次にハイ・パワード・マネーのカウンターパートである純(ネット)対外資産(NFA)とネット国内資産(NDA)の変化をみる(図1)。ネット対外資産は1990年代初頭から1997年まで増大していたが、1999年から減少し始めている。これは先述した国際収支の赤字により、中央銀行のネット対外資産が著しく減少していることを示している。国内信用創造を一定に保てば、ハイ・パワード・マネーは減少する。それは、国内のハイ・パワード・マネーと交換に、外貨を売却するからである。しかし、エジプトの通貨当局(中央銀行)は国際収支赤字の状況で、ハイ・パワード・マネーへの影響を遮断するため(不胎化政策)、国内信用創造の急増を容認してきた。その増加要因は対政府信用であり、その他の部門への信用は低下している。特に、1999年にはネット国内資産のうちのネット政府信用が前年度の184億LEから375億LEへと倍増した⁷。



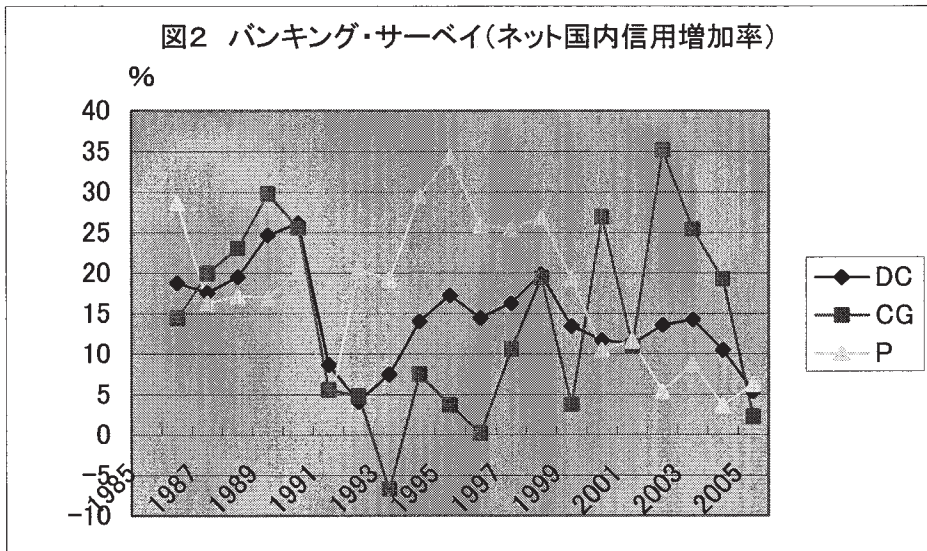
(出所) International Financial Statistics(IFS)から作成。

次に、バンキング・サーベイ(図3)から信用創造の変化を確認する。マネタリー・サーベイは通貨当局と預金銀行を総合したものであり、これにその他銀行(特殊銀行と郵便局)を加えたものがバンキング・サーベイである。

次に、バンキング・サーベイで、ネット対外資産(NFA)と国内信用(DA)の関係をみる(図2)。ネット対外資産は1990年末で約14億LEのマイナスであったが、ERSAP後の国際収支の改善により急速に増加し、1996年末には約528億LEになった。その後、国際収支が悪化し、ネット対外資産は最低の水準で2002年末の181約億LEまで減少したが、その後は改善し、2005年末で約1130億LEまで増えた。この間にもネット国内信用も急速に拡大しており、国際収支の悪化にも拘わらず貨幣面での収縮は起きなかった。

図2からバンキング・サーベイでの国内信用創造の項目別の増減率をみる。なお、非中央政府は、非金融公共企業(Non Financial Public enterprises: NFPE)と民間部門(P)からなる。1980年代後半にはネット中央政府(CG)への信用創造は民間部門(P)を上回っていた。その後、急激な収縮を経た後には、民間部門への信用が拡大

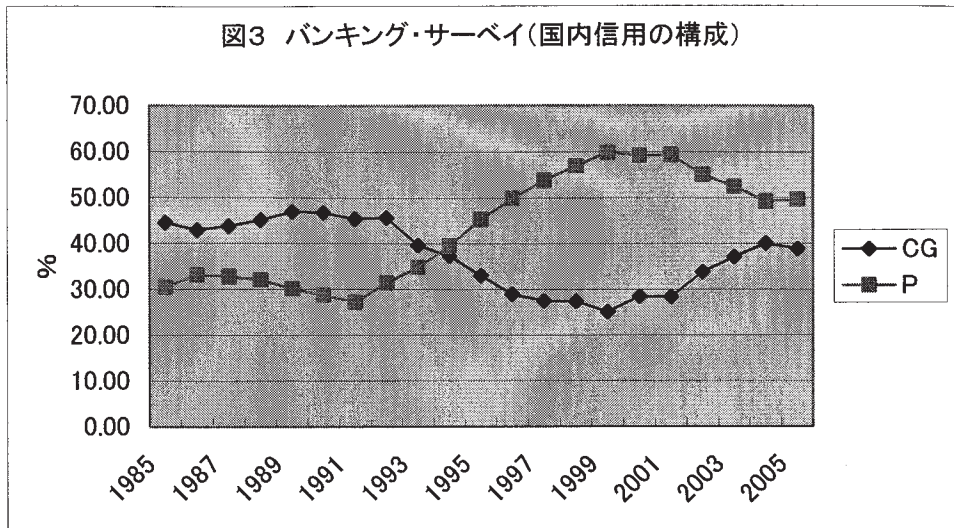
した。これには IMF の指導が効いたと思われる。しかし、その後 1990 年代後半には再び、ネット中央政府への信用創造が民間部門を上回るようになっている。



(出所) Intrnational Financial Statistics(IFS)から作成。

次に、このネット国内信用創造に占める純(ネット)中央政府と民間の割合を比較したものが図4であり、上記の中央政府と非中央部門との関係を明らかにしている。ネット中央政府(CG)のシェアは 1990 年代初頭には約 50%弱であったがその後の 1990 年代半ばには半減している。このことは、ERSAP 期に銀行部門全体からの対ネット政府信用は相対的に急減したことを裏付けている。しかし、その後には、対ネット政府信用は増加し始めている。なお、IMF はエジプトのケースからファイナンシャル・プログラミングの手引きを発行している(Dajani[1990])。

図3 バンキング・サーベイ(国内信用の構成)



(出所) Intrnational Financial Statistics(IFS)から作成。

民間部門のシェアは1992以降から急速に増大している。当時、IMFは信用が政府部門向けに拡大し、民間部門への貸し出しが低調であることからエジプト政府を批判してきた。そこで、貸し出しが高率で拡大したことは一見すると良さそうな現象ではあるが、それは後に大きな問題を起すことになった。というのは、民間部門への積極的な信用創造自体はリスクを抱えているからであり、やがて金融当局は商業銀行の民間部門への過剰な貸し付け(オーバー・レンディング)を警告するようになった。

為替レートの進展をみると、1999年8月には両替商でドルが3.73LEへ急騰した。この時、銀行レートは3.42LEで、再び1980年代に起きた平行市場の現象が明らかになり、実業家、海外投資家はドル不足を懸念するようになった。輸入は急増したが輸出は硬直的で、貿易収支が悪化した。資本移動と貿易の両側面からエジプトの外貨危機は再現した。ドルへの需要が高まり、エジプト・ポンドへの切り下げ圧力が高まると、ハサン・イスマイル中央銀行総裁(1993年10月就任)はノン・バンクによる投機と商業銀行の外貨建てのオーバー・レンディングを批判するようになった。

やがて、商業銀行の外貨資産が枯渇し始めると、中央銀行は金利を高めに誘導しながら外貨を売却した。このような操作を通じて、1999年10月には平行市場での為替レートは3.55LEにまで下落した。しかし、この間、財政赤字は継続し、また国際収支も一層悪化した。インター・バンクの金利は通常の8-10%から15%へ急上昇した。

同時に、財政赤字が拡大するなかで、政府・公共部門は対民間の債務支払いを遅延させたため、市場ではエジプト・ポンドも不足するようになった。更に、国際収支赤字の状況下で、中央銀行が民間部門に外貨を売却するので、エジプト・ポンドの流動性不足も一層顕著になった。そこで、中央銀行は、今度は、市場から財務省証券(TBs)を購入することにより、市場にエジプト・ポンドを注入せざるをえなくなった。このようにして、外貨危機(ドル危機)が生じているのと同時にエジプト・ポンドも不足し、「二つの流動性不足」と呼ばれる現象が起きた⁸。この間、外貨準備は1997年末の200億ドルから減少し始めており、1999年末にかけて外貨準備の心理的な最低ラインと言われる150億ドルの水準にまで外貨準備が減少した。エル＝ガンズリー政府はドル・ペッグを維持しようとしていたが、資本流入の逆転や投機的輸入の拡大が生じ、為替レートが急速に不安定した。結果的には、それまで積み上げた約200億ドルの外貨準備の中から約50億ドルの為替介入を行ったことになるが、エジプト・ポンドの減価を食い止めることはできなかった。

1999年10月にスタートしたアテフ・オベイド(Atef Obeid)内閣は経済の危機管理を委ねられ、2000年5月にドル・ペッグを放棄した⁹。特定の中央値を設定しない管理フロート制と称される制度の下で小刻みの為替減価(creeping depreciation)が進められ¹⁰、2001年1月までに累積で15%の切り下げが行われた。この間、オベイド首相と中央銀行総裁は、為替を切り下げるとエジプト・ポンドの信認(クレディビリティ)が損なわれるとし、逐次的なドルの注入とインフレ率が減速する中での金利の高め誘導で対応してきた。しかし、エジプト社会で為替規制の再来の懸念が高まり、ドル投機や資本逃避が顕著になり、再び活発となった合法の両替商で1ドルが4LEのレートが現れるなど混乱が続いた。やがて2001年1月29日に、為替調整の

新メカニズムとして 3.85LE の中心レートプラス上下1%のバンドへと、為替レート制度をバンド付きのペッグ制へと変更した(表 1)¹¹。

その後 2001 年5月と7月(バンドを上下 1.5%に拡大)に再調整が行われたが、切り下げ圧力は止まず、2001 年8月5日に 6.4%の切り下げ(4.15LE、上下3%へのバンド拡大)が行われた。この変更に関して、中央銀行は、クローリング・ペッグ(ある一定方向への小刻みの為替レート変更)ではなくクローリング・バンド(クローリング・ペッグと為替バンド制を複合したもの)¹²へシフトしたと、声明を出した(なお、その後にはバンド幅は調整されなかった)。この間の中央銀行の政策をみると、2001 年 9 月 23 日に必要準備率(対中央銀行準備／預金)を 15%から 14%へ引き下げた。また銀行経営の救済のため、財務省証券・国債残高も必要準備に組み込めるといふ許可を出した。

絶え間ないポンド切り下げ圧力の中で、中央銀行は 2001 年8月に、上述の新為替レームへの移行を実行したが、この制度で弾力的な為替調整は可能と考えていた。また、その後の輸入規制の強化などの政策で投機的な外貨需要を抑制できると考えていた。この決定は、同時に、中央銀行はもうエジプト・ポンドの買い支えという市場介入を止め、中央銀行は為替レートを決定しないで、銀行・両替商一は自力でドルを入手せよとのシグナルを送った、というものであった。この政策で、一応、市場は正常に戻り、やがて、外貨が市場に流入し始め、外貨ディーラーよりも銀行の方がエジプト・ポンドのレートが高いという現象も起きた。この間、6月にユーロ・ポンド 15 億ドルの発行が円滑に終わり、6-9月期の国際収支は、一時的に黒字になった。しかし、他方で、この8月の大幅な切り下げにより、商業銀行などからドルで借り入れをした企業の債務負担は大きくなった。投資家は、切り下げによるエジプト・ポンド建て債務の拡大の補償を銀行団に要求するなどの事件が起きた。

表1 為替レート制度

	新レート	切下げ率	バンド	為替レート制度
2000年5月				特定の中央値を設定しない管理フロート制 (managed floating with no pronounced path for exchange rate)
2001年1月29日	3.85 ポンド		上下1% within horizontal band)	バンド付きペッグ制 (pegged exchange rate)
2001年5月28日	3.86 ポンド		同上	同上
2001年7月3日	3.90 ポンド		上下1.5%	同上
2001年8月5日	4.15 ポンド	6.40%	上下3%	同上(注)
2001年12月13日	4.50 ポンド	8.40%	同上	同上
2002年1月13日	4.51 ポンド		同上	同上
2003年1月30日				managed float with no pre-announced path for the exchange rate
(注) エジプト中央銀行のサイトでは以前の制度をクローリング・バンドに変更したと記載している。 2005年2月1日から peg へ戻り、その後、de facto な為替レート・レジームは managed float に近い制度になっている。 (出所) <i>International Financial Statistics(IFS)</i>, IM, IMF Annual Report 各年版、IMF <i>Consultation Report</i>[Egypt, 2007 Article IV Consultation]から作成。				

このような調整を行いながら、オベイド首相は観光の復活、石油価格の上昇、外国投資の増大、輸入規制と輸出促進効果などで、エジプト経済の安定化を期待した。しかし、2001年9月11日、米国同時多発テロが生じ、その目論見は外れた。そして、その後のアフガン攻撃で中東の政治的不安定性が明瞭になり、エジプト経済は甚大な打撃を受けることになった。特に、観光収入の落ち込みとそれに関連した航空会社の収入を低下させ、また外国人による証券投資も停止してしまった。ラマダーン(イスラーム暦9月で、日中に断食が行われるが、日没後にはお祭りのような

状態となり、消費は増大する)を見込んだ輸入の急増で、外貨不足は深刻になり、2001 年末には外貨市場は混乱し、8.4%もの中心レートの切り下げが行われたのである。

ここで輸入規制についてふれると、エル＝ガンズリー内閣は 1998 年の輸入規制を強化した。これは原産地証明の強化と L/C カバーの 100%化からなるが、これは経済業界の不興を買った(ただし、翌年に緩和された)。続いて、オベイド内閣では中央銀行は外貨取引規制と取り立て手形による輸入への融資規制を目的とした行政命令を 2001 年 11 月に出した。これも実業家、投資家などの反撥が強く、撤回に追い込まれた。

当時の中央銀行の政策をみると、イスマール中央銀行総裁はこの外貨危機に際しては輸入規制による対応で十分とし、裁量でドルの売却を行っていたが、辞任に追い込まれ、後継のアル＝ウユーン中央銀行総裁(2001 年 10 月就任)は、輸入規制を強化した理由として、旺盛なドル需要の中身は投機である判断していた。既存の制度の枠組みにおいて輸入業者が銀行や中央銀行に為替レート切り下げの圧力をかけるのは、それまで保蔵しておいたドルで利益を得ようとしているからであり、このような圧力によりもたらされる為替レートは真のレートではないと主張していた¹³。

エジプトにおいては、輸入規制は、国際収支の調整においては為替レート、財政、金融のポリシー・ミックスとならびたびたび重要な政策として利用されてきた。しかし、輸入規制はあくまでも例外的な措置であり、抑制的な政策は投機に直面した短期には効果的である場合もあるが、長期的には健全な政策ではない。また、ビジネス界からの反発も大きい。それは、エジプトでは生産への投入財も輸入に依存しており、輸入が規制されると、生産活動が停滞する。そして、このような例外的な規制措置はグローバル化の進む国際社会では通用しないし、また、本質的に行政が長期にわたり市場に介入するのは好ましくない。このような意見はエジプトでも主流であった。ただし、エジプト経済の将来に対する信用を高める、輸入を規制・合理化する、市場参加者(銀行、外貨ディーラー、輸入業者)の管理をすることは必要である。

第2節 為替レートと金融政策

ここで、為替レートに関連するエジプト国内での議論を、時々の論調からいくつか紹介し、整理したい。ハナー・ハイル・アル＝ディーン(Hanaa Khair el-Din)カイロ大学教授は、1991年から1997年までは、為替レートの固定化は国民経済に利益があったことは認める。ただし、その後に必要だったのは為替レートの固定化ではなく、需給に依存した実勢レートとの安定であったろうと主張している。また、貿易収支の赤字自体が問題であって、国際競争力を高めるような構造改革が進まないうちに資本収支を自由化したため、その後に通貨への信頼が薄れると短期資本が直ちに逃避したことを指摘した。これは自由化の順序の問題である。。そして、投機や、ドルを使用しない人までがドルで価値を保蔵していること、ドルでの決済を必要とする慣行がエジプト・ポンドの価値を脅かしていることを指摘している¹⁴。このような指摘は多くのエコノミストが支持する見解であった。

次に、ドル・ペッグに関しては以下の議論が主流であった。1999年の3月時点で為替レートが1ドルで3.39LEから3.48LEに上昇した頃、新たな外貨危機が予感されていたが、その頃に為替レート制の選択の問題が論じられていた。これはドルとの連動が良いのかという基本的な問題である。当時はドルが強く、その強いドルと連動したことにより、その他の通貨圏(特にEU)との貿易や観光の関係で不利な影響を受けた反省であった。そこで、対ドル・レートに伸縮性を導入することと、ドルだけでなくユーロ、円、英ポンドなどからなるバスケットへのペッグも考えられた。一案としてドル 40%、ユーロ 40%、英ポンド 10%、円 10%のバスケットが考えられたが、現実には採用されなかった。

次に為替切り下げに関しては以下の点が重要である。不況で国際収支赤字への対応では、為替切り下げは最も基本的な政策である。しかし、エジプトでは、為替切り下げは多くの場合忌避される。それは、これまでも述べてきたように多くのエジプト人は物価の上昇を嫌うからである。これは消費者と輸入中間財に依存する部門の立場である。為替切り下げによって輸入財の価格が上昇し、それに代わり自

国財への消費が増えればよいが、そのような効果(支出転換効果)はあまり期待できない。為替切り下げが国際競争力に効果があれば輸出増大を通じて、国際収支の健全化に役立つが、それも現実的ではない。それは、輸出品の太宗は石油であり、これは国際市場においてドルで取引されるので、為替レートの切り下げは輸出増大の効果はない。輸入面では、多くの論者たちはエジプト輸入業者のモラルが低いこと、国民経済に対して責任感が欠如していることを指摘する。ドルの増価による将来の値上がりを見込んで輸入品を保管しておく行為が横行していることを非難する。そこで、輸入金融に対する銀行の貸し出し政策も再考する必要があるという¹⁵。

経済不況に直面しポンド危機が迫っていた2001年12月においては金利政策の論調には以下のような金利引き下げ論と現行水準の維持論とがあった¹⁶。

金利引き下げ論者の代表はスルタン・アブー＝アリー前経済相で、金利引き下げ→投資コストの引き下げ→投資の増大→外国製品への競争力を高め、また、金利引き下げ→投資増加→遊休能力活用→雇用増→所得増加、を主張した。同時に、金利引き下げとドル化に関しては次のように議論を展開する。1980年代にはドル金利が18%、エジプト・ポンド金利が5%の時期もあり、ドル化が進んだ。しかし、現在はエジプト・ポンドの預金金利は9.3%、インフレ率は2.2%で、実質金利は7%にも及んでいる。そして、エジプト・ポンド金利がドル金利の4倍以上もあるので、エジプト・ポンドの金利を引き下げても、ドル化現象の再発の恐れはない、と論じている。また、貸し出し金利をみると、2001年末には13.3%である。この貸し出し金利は、インフレが収まっているにも拘わらず高止まりしており、アブー＝アリー前経済大臣は、実質高金利が投資や生産に過大な負担をさせていると主張している。

他方、反対意見として、トゥバール前国民民主党(与党)経済委員長は、技術的な側面などから対外競争力がない状態では、中央銀行割引率を引き下げると、預金金利も下がり、それによって、エジプト・ポンド預金の引き下ろしが増え、ドルへの投機が増大するという議論を展開した。また、アブダッラー前計画相は、エジプト人は銀行を信用しておらず、金利の上下に関心はないとしている。預金の70%は家

計の貯蓄であり、預金金利の引き下げは預金者の購買力を引き下げてしまうので、あえて金利を引き下げる理由はない、と主張した。

この時点で若干不可解なのは、このような通貨危機、あるいは貿易収支赤字の時期であるのに、金利引き上げの選択肢がなかったことである。それは、エジプト政府は不況からの脱却、雇用創出を重視していたからであろう。そうであれば、ドル危機であっても金利を引き上げる政策はあまり実行されない。この当時のエジプトの金融の状況をみると、金利が高止まりしており、1990年代当初の高金利がインフレの抑制した後でもほぼ継続されている。それが、依然としてインフレを懸念しているのか、銀行の経営のためなのか(預貸金利差は約4%もある)は不明であるが、投資に不利な影響を与えていることは明らかである。。また、商業銀行の経営改善には金利が高いほうが良い。ひとつの見方は、財政赤字融資のため財務省証券・国債を市中消化しなければならず、そのために高金利が必要であり、それが割引率、預貸金利に影響を与えている。そのためにマネー・サプライに影響を受けていると考えられる。また、民間部門への信用創造への批判について上述したが、この頃には民間部門の債務返済問題が顕著になっていて、このような状況では金利に関する政策は政治的に極めてセンシティブであったと考えられる。

このような状況の把握を進めながら名目金利の動向を確認する。中央銀行の割引率をみると、ERSAPが無事終了した1996年には13%であったが、1998年から12%となり、その後12%のままで継続し、2001年初になって1%下げられ11%となった。この間、預金金利が約9%、貸し出し金利が13%強という体系が続いた。そして、割引率が更に1%下げられたのは2002年の暮れである。このように、エジプトでは上述した国際収支危機では名目金利の調整はほとんど行われなかった。そして、大きな金利の変更がないまま、為替レートの切り下げが続き、2003年1月になって、完全なフロートを実行することになった。このようにみると、エジプトの国際収支危機では、輸入規制、遅れ気味の為替切り下げと外貨準備の取り崩しがその対応策であったことがわかる。

その後の展開を見ると、名目では1ドルが約5.5LEとなったが、ドル不足は続いたまま、銀行の裁量でドルの売却が行われた。しかし、実際に交換できた人は少な

く、ドルのレートは何処にあるのかわからないといった状況が続いた。そして、2003年3月23日に拡大閣僚会議で輸出、観光、石油、スエズ運河の各部門の外貨収入に対する管理・統制について指示を行い、翌日にオベイド首相は公共部門と民間部門はその1月1日以降に受け取った外貨収入の75%を7日以内に銀行に売却するよう決定した¹⁷。

このフロート化と2003年の輸出との改善との関係をみると、2003年の輸出増は原油輸出価格の高騰によるものであり、その他の輸出増は例えばアルミ素材、綿繊維など中間財であり、完成品の輸出は減少している。フロート化により、輸入投入物の価格が上昇し、エジプトの輸出競争力は逆に弱まったとも考えられる。

輸入をみると、その減少の約70%は中間投入物であり、エジプトの経済の停滞を招いた(AW[2-8 August 2003])。そのため輸出増と輸入減による国際収支改善を誇示する政府と、不況と生活物資の高騰(30~50%)に不満を持つ国民との間にギャップが拡大し(AW[25-31 December 2003])、これがオベイドの首相の更迭の原因となったと思われる。

3. 金融部門改革

エジプト・ポンドをフロート化したので、金融政策を国内の政策目標に従い実行できることになったが、エジプト政府は、近年物価安定のためインフレ・ターゲットを採用し始めた。インフレ・ターゲッティングの先行条件としては財政の支配がないことであるが、エジプトではその後、財政赤字が増大し、その成功の維持は容易ではなかった。

しかし、金融そして銀行部門におけるの制度改革は進んでいる。2003年の銀行法改正により、中央銀行はそれまでの経済貿易省所管から首相所管となった。中央銀行の独立性は高まり、国内経済政策の目標にむけた政策の発動が可能になった。しかし、中央銀行がより弾力的に金融政策を実行するには、公開市場操作のための十分な証券を保有することが必要である。次に、市場の変動に対応するよう

な財務省証券のレートが実現しなければならない。最後に、政府証券のための流通市場が発展しなければならない(Handy[2001])。

新たな動きとしては、2004年には先の外貨供出制度を廃止するとともに、外貨のインター・バンク制度を開始した。これ以降、輸入や利益送金のための外貨入手の遅れも解消した。しかし、エジプトの銀行部門のその前途は明るいものではない。効果的な金融政策の実行には効率的な銀行部門が必要であるが、公共部門商業銀行には不良債権問題がある。そして、銀行と顧客(投資家)との間には不良債権の整理・和解問題が待ちかまえている。この全体の内容は明らかではないが深刻な投資家のモラル・ハザードの問題があり、それがエジプトの銀行制度の根本的な欠陥となっている。特に、企業家が借金を抱えたまま、企業の資金を持って海外への逃避するケースが増えた。また銀行員が見返りを要求しながら過大な信用創造を行ったこともある。このような金融的な詐欺はどこの国でも起きているが、エジプトの場合には銀行法が原因でこれらを防ぐことができなかった。というのは、エジプトの銀行法では一人の顧客は銀行の株主資本の30%まで借入れが可能であった。また、銀行資本に投資家が出資して銀行の政策決定に関与したことがある。

そのため、エル＝アンタリー(Salwa El-Antary)女史によると、エジプトの銀行部門の問題には以下のような特徴があった¹⁸。

- ① 250人の顧客が1998年6月末の時点で銀行部門の総借款(ローン)の27%を受けた。これは銀行部門の民間部門への借款の36%にも相当する。
- ② また、民間ビジネス部門は銀行部門ローンの61%を占めている。
- ③ 民間ビジネス部門の銀行からの融資は、資本への直接参加と債権への公募で、総額は1156億LEである。
- ④ 民間部門のローンの52%には抵当が設定されていない。
- ⑤ 20人の投資家が民間部門ローンの10%、あるいは金融機関部門ローンの8%を占めている。
- ⑥ 1998年6月末の時点で、民間部門は外貨によるローンの84%を受けていた。
- ⑦ 不良債権の処理ではその目的を達成しておらず、また、真面目でない破綻した投資家が銀行と結託している。

このような問題が解決できない限り、エジプトの金融構造は安定しない。このような背景があって、2004年7月に発足したナズリーフ内閣で9月から銀行部門改革が協力に進められることになった。これは、銀行の統合、銀行資本の増強(払い込み資本を5億LEへ)、銀行部門の不良債権(2004/05年で貸付額の約26%と推定される)の処理、公共部門商業銀行の民営化を軸にしたものである。アレクサンドリア銀行は2006年末に外国資本に売却された。ミスル銀行とカイロ銀行は統合されることになった。

おわりに

エジプトが過去、事実上の固定為替レートを実行した(できた)ことはどのように評価できるのであろうか。小国で、資本移動が限られている経済では為替レートを nominal・アンカーとし、安定的で低率のインフレを可能にできる。エジプト1990年代に前半にこのケースを証明でき¹⁹た。しかしその後にはエジプトはこの「成功」から無事に退出することはできなかった。そして、新たな外貨危機により、エジプト・ボンドの減価の期待は止まず、為替レート制度を全て試行したといって過言ではない。一度インフレ期待が高まってしまった場合、選択肢は二つ考えられるという。第1に、緊縮政策を実行し続け、国内の不況に耐える方法。第2に、インフレ率を期待インフレ率に到達させるまで容認、国民にインフレを防ぐ手段がないことを知らせる方法だという。

インフレ・ターゲティングの先行条件としては財政の支配がないことであるが、そのような状況は1990年代前半の短い期間だけ可能であった。その後は財政赤字が増大し、実質金利が高止まりする状況下で、経済成長は停滞した。これは失業問題を顕在化させ、新たな持続的な成長を模索されるようになった。

このような状況で、金融の制度改革は進み、為替レートもフロート化することにより、金融政策は国内目標のために発動される余地は広がった。特に、2003年の銀行法改正により、中央銀行はそれまでの経済貿易省所管から首相所管となり、中

部門が必要であり、銀行部門の改革の挑戦が控えている。エジプトの金融部門の問題として、国際的な基準への遵守の問題は重要である。

最後に、もっとも重要なことだが、エジプトの対外債務は約 280 億ドルの水準を維持していることを指摘しよう。経済成長、外貨準備増大などの状況の変化により、エジプトに対外債務返済能力は増加しているにも拘わらず、ほぼ一定であり、極めて保守的な債務管理を実行している。この背景にはムバーラク大統領の指示があるようであるが、想像されるのは、かつての債務危機における経験が葉となっているようである。そして、IMF との関係では、1997 年に IMF の返済により、IMF からの引き出し残高はゼロになって以来、エジプトは IMF から介入を受けることがないようになった。現在は、(第)4条協議と呼ばれる、IMF と加盟国との定期的な協議が行われるだけで、そこで、IMF はエジプトの政策を評価し、理事は多くの感想をのべる。ただし、エジプトに対して強制力をもたない。そして、2005 年1月から、エジプトは IMF 協定の第8条を受諾し、経常国際取引のための支払いと移転に関して規制を課さないことになった²⁰。

注

¹ 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-Ayoun 中央銀行総裁のアル・アフラーム紙(A)でのインタビュー (A [27 December 2001]) から。

² IMF Press Release(PL) [No. 96/50, October 11, 1996]

³ 1996 年にナイル川の水位が例年になく上昇したときに、ムバーラク大統領、その水を西方砂漠の灌漑(40 万 ha)に利用するプロジェクトが思いついた、という(MEED [13 September 1996:16])。

⁴ 本章ではとりわけ Fischer [2001] Frankel [1999] 藤木 [1999] 三尾 [2003] などの為替レートレジームの選択の議論をふまえた。また、エジプトの為替レートレジームの選択に関してカイロにおいて Mussa [2000] と Taylor [2005] がエジプト人学者と政策担当者で討論を行った。そこでエジプトの為替レート制度はどの制度が良いのかの議論があったが、特定の制度がエジプトに適しているとの結論はでなかった。

⁵ 金融政策を実行するエジプト中央銀行は法的には独立であるが、財務省、経済省の影響を受け、その独立性は低いと言われ、その独立性を高める法改正が進んだ。

⁶ 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・サプライを M2 とすると、乗数($M2/H$)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。

⁷ ハイ・パワード・マネーは NFA と NDA からなり、NDA は対政府信用 (NCG)、対銀行部門信用、その他からなる。2001 年には NCG が NDA を凌駕しているが、これは中央銀行の対銀行部門への信用が銀行の対中央銀行外貨預金（準備）を下回ったことを意味する。

⁸ EIU Country Report 4th quarter から引用。

⁹ エル＝リファーイ (El-Rifaie) 前中央銀行副総裁によれば、2000 年 6 月の政府発表では、為替レートを変更したが、その制度、範囲について発表せず、それが完全フロートなのか、管理フロートなのかも明らかにしなかった (AI [18 February 2002:35])。

¹⁰ この間、IMF は為替レート制を定義しておらず、2001 年半ばになってから、2000 年末までの制度を managed floating with no pre-announced path for exchange rate と定義した。

¹¹ エジプト政府は 10 項目の決定を発表したがその制度には言及しなかった。直後、IMF は、この制度を adjustable currency band と表現した IMF PIN (No. 01/116, Nov.5, 2001)。その後、IMF の IFS では pegged exchange rates within horizontal bands に定義している。

¹² ウイリアムソン [2005] はこのクローリング・バンドが投機に強いと主張していた。

¹³ AI [27 January 2001] 「経済困難の 7 日物語（仮訳）」

¹⁴ AI [25 March 2002] 「ドル投機者がポンドの安定を脅かす（仮訳）」

¹⁵ A [11 March 1999] 「為替レート危機で新たな混乱が再現するか」と「圧力の背景に貿易収支赤字」の解説論文 2 本が掲載された（アラビア語）。とりわけ後者では企業家の輸出意欲が欠如していることと輸入文化の低さと国民経済への責任感の無さを非難した (El-Naggar [1999])。

¹⁶ 「金利引き下げ論と維持論」におけるエジプトでの有力な論客の意見を要約した。AI [31 December 2001]。

¹⁷ A [24 February 2003]。ムバーラク大統領は、とりわけ輸出と外貨収入に関する情報の管理を厳命し、中央銀行にそのためのユニットを設置することになった。

¹⁸ AI [26 May 2003] と AI [16 June 2003] に引用されている Salwa El-Antary (NBE 調査部長) の議論を参照されたい。

¹⁹ ノミナル・アンカー無しでの金融政策はかなりのリスクを伴うと一般に考えられ、実現しているのはアメリカなど少数の先進国である。

²⁰ IMF PR [No.05/12, January 26, 2005]

