

## 第8章

# エジプトの為替レート制度

山田 俊一

### はじめに

本章では、エジプトにおける主として1991年から2000年に至る事実上の(de facto)ドル・ペッグ制度と、ドル・ペッグ制度放棄以降の為替レート制度の変遷を論じる。為替レート制度と関連する金融・財政政策、対外債務、国際資本移動を論じ、事実上のドル・ペッグ制度が2000年まで維持可能であった理由と近年の為替レート制度変更の背景を分析する。

### 第1節 為替レート固定化に基づく経済安定化政策

#### 1. 1991年の為替レート固定化以前の規制された金融市場と為替レート制度

エジプトにおける包括的な経済改革は1991年から始まるが、それまでのエジプト経済の特徴は、(1)公共部門主導（民間部門主導の経済発展戦略が不完全）、(2)輸入代替工業化に基づく保護貿易政策、そして、(3)主要な財・サービス価格、金利、そして為替レートが行政的に決定され、市場メカニズムが働きにくい、などと要約できる。これらの政策を支えてきたのが、財政主導と規制の強い金融政策であった。

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自由化されたが、公共部門商業銀行のウェイトが高かった。また、金利は物価の上昇期に調整が十分になされず、インフレ率を大幅に下回る率で設定され、金融抑圧（financial repression）が続き、市場メカニズムが働く余地は狭かった。1980年代後半にはイスラーム金融を標榜する投資会社が勃興し市民から預金を集め、公的な金融システムを脅かし、最終的に破綻する事件も起きた<sup>(1)</sup>。

為替レート制度は第二次世界大戦後からの厳しい為替統制と1960年代の中央経済計画を受け継ぎ、1970年代初頭に門戸開放政策が実施されるまで、中央政府の管理が厳しかった。経済全体の外貨の需給バランスを政府が策定し、中央政府・地方政府、公共部門に関する外貨予算制度も1991年の経済改革まで存続していた。民間部門の外貨へのアクセスは厳しく制限されていた。このような制度のもとで、割当てと複数為替レートによって、国家の開発計画にとり政府・公共部門に有利な資源配分が行われていた。為替レート制は部分的に伸縮性の導入も行われたが複数為替レート制が存続し、実勢レート（ブラックマーケット・レート）との調整は不十分であった。

エジプトの複数（多数）為替レート制の変遷は頻繁で複雑である（表1）。1973年に中央銀行公定レート、1米ドルが0.39エジプト・ポンド（以下ポンドと記す）に対して50%のインセンティブを上乗せした並行市場が創設された。その並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た<sup>(2)</sup>。1976年の外貨法（1997年第97号法）で外貨の保有が合法化され、同時に1950年代に一時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輸入制度が復活した。このため、個人、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が可能になった。その外貨をもたらしたのは、海外労働者送金と観光客の支出であった。IMFの指導で、1979年1月に中央銀行公定レートと並行市場レートが承認銀行プール（Authorized Banks Pool）ないしは商業銀行プール（Commercial Banks Pool）へ一本化された（0.70ポンドへ）。その後、生産や消費のためのドル需要は成長が激しく、

表1 1970年代からの為替レート

(単位：1ドル当たり1ピアストル)

	中央銀行	商業銀行 (承認銀行) プール			自由銀行市場	プライマリー ／フリー マーケット	ブラック マーケット
		公定	プレミアム	伸縮			
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	

(注) (1) 1ピアストルは0.01ポンド。

(2) 商業銀行公定レートは、1986年7月24日に伸縮レートに変更される。

(3) 商業銀行（プレミアム）レートは1985年1月5日から開始。

(4) 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、取引は自由銀行市場へ移管された。

(5) 自由銀行市場は1987年5月11日にスタート。

(出所) Abdel-Khalek [1993] から作成。Central Bank of Egypt (CBE), *Economic Review*, 1991/92, No. 4, p.91も参照されたい。

ブラックマーケットは拡大し、ブラックマーケット・レートと先の商業銀行レートを一本化した公定の商業銀行レート（0.83ポンド、1986年に廃止）が創出された<sup>(3)</sup>。やがて、ムスタファ・アル・サイード経済相が1985年1月、ブラックマーケット撲滅をはかるが、外貨不足が続き、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>(4)</sup>。

その後も為替レートの実勢化と統一を目的として制度改革が行われた。失敗を繰り返したが、切り下げは逐次実行された。1985年1月5日に導入された商業銀行（プレミアム）レートはレートより50%も切り下げられたもので

あった。1987年5月11日には、変動でブラックマーケットに近い自由銀行市場レートを創出したが、それも、当初は、自由銀行市場も商業銀行プールを約60%も切り下げたものであった。1988年3月には商業銀行プールは廃止され、その取引は既存の自由銀行プールへ移行させた。商業銀行プールは、当時、外貨取引の50%を扱っていた。

中央銀行レートは1989年8月15日に1.10ポンドへ、1990年7月1日に2.00ポンドへ切り下げられた。ただし、中央銀行プールは当時全取引量の約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。この間、自由銀行レートは次第に減価し、1991年2月26日に2.96ポンドまで達した。翌27日から為替レート制は二本立てとなり、フロート化された。同時に、ブラックマーケットを構成した両替商の取引活動は、後述するように合法化され、ブラックマーケットは存在しないことになった。

1980年代のポンドの実質実効為替レートに関するIMFの分析では、中央銀行プール、商業銀行プール、そして自由市場（ブラックマーケット）のレートのそれぞれの実質実効為替レート指数（非石油貿易ウェイト）と、それらの決済にウェイトをかけた総合実質実効為替レート指数とを算出している（IMF [1988]）。総合指数では1982年1月から増価し、1985年3月には63%も増価した。それがピークでその後は、1985年から1988年3月までに14%減価した。増価の原因は名目で一定であった中央銀行プールにおけるレート（0.7ポンド）によるところが大きい。このことは、輸出品目である石油と綿花、輸入品目である基礎的食糧などの価格に歪みを与えた。商業銀行プールにおけるレートは1985年まで24%増価し、以降、それが廃止される1988年3月までに36%減価した。この間、定期的にレートは見直されたが調整は遅れ、指数は大きく変動した。

非合法で黙認されていた自由市場レートも、1982年1月から1985年3月まで1.01ポンドから1.42ポンドまで名目で上昇したが、37%増価した。その後は1988年3月まで37%減価した。

以上のように調整の不十分な複数为替レート制と抑圧的な金融政策の組み

合わせ、が1990年代初頭までのエジプトの金融政策と為替レート制度の特徴であった。

## 2. 1991年為替レートの対米ドル・ペッグ化と経済改革

1991年の経済改革の主要内容は、為替レートの事実上の対米ドル・ペッグ、金利自由化、財政健全化である。それらとともに、対外債務の減免も行われた。以下では順にそれらの内容を論じる。

### (1) 為替レート制度改革

為替レートは1991年2月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<sup>(5)</sup>、やがて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の一本化、フロート化（管理フロート）が実施された。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、1992年の銀行法の改正で外国銀行もポンド取引が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。また、公共企業の外貨予算の廃止、L/C開設にともなうさまざまな規制（預託金、為替レートなど）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年代の外貨危機でさまざまな規制下にあったが、湾岸危機後資金流入が続き、IMFおよび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。さらに、輸入に関するL/Cの開設にかかわるいっそうの規制緩和、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）。

そして、1994年に外貨法（1976年第97号法）を廃止し、新外貨法（1994年第38号法）で自由化を実施することになった<sup>(6)</sup>。

このような為替・貿易の自由化と並行して、金融市場法（1992年）で外国人の機関および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

表2 外貨準備と為替レート  
(単位：外貨準備は100万ドル，為替レートはポンド／米ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
外貨準備	2,684	5,325	10,810	12,904	13,481	16,181	17,398	18,665	18,124	14,484	13,118	12,926	13,242
為替レート	2.000	3.332	3.339	3.372	3.391	3.390	3.388	3.388	3.388	3.405	3.690	4.490	4,500

(注) 外貨準備は総準備マイナス金 (Line 11d) で期末値。

為替レートは期末値 (Line we)。

(出所) IMF, *IFS Yearbook 2001*.

アンドなどの金融商品も認可された。このようにして，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。

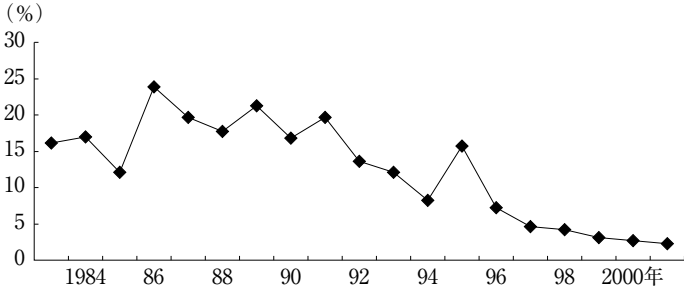
エジプトの為替レート制度は，IMF の分類では1991年から1997年まで管理フロート (managed floating) であった。その間，対米ドルの名目為替レートは1米ドル当たり3.323ポンドが3.388ポンドとほとんど変化してはず，外貨準備が一方的に増大した。このような米ドルに対する硬直的な名目為替レートの変動や外貨準備の大きな変動を基準に，IMF スタッフはこれを de facto (事実上の) fixed peg と認識し，1998年からエジプトの為替レート制度は通常の固定為替相場制度 (conventional fixed peg arrangement) と定義した。

## (2) 金利自由化

1991年1月から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カ月物の定期預金は年12%を下回らないことが指導された。経済改革直後の金融政策で特徴的であったのは1991年1月からの財務省証券 (T-Bills: TBs) 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>(7)</sup>。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%加算され設定された。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た。経営を改善させた。金利の自由化後，TBs レート金利に基づく間接的な金融政策が実行されるようになった。

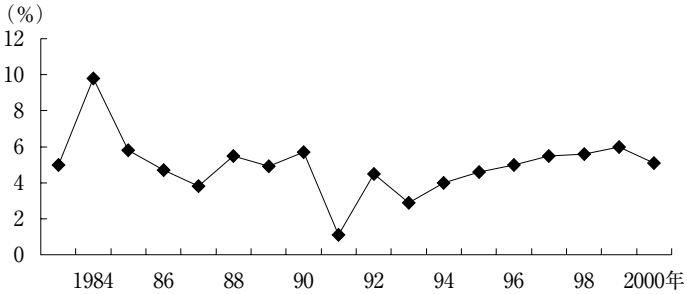
TBs は，外国資金流入による国内の流動性の増大を吸収，不胎化に用い

図1 インフレ率 (CPI)



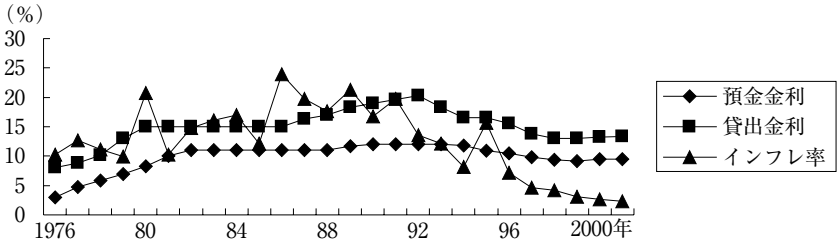
(出所) IMF, *International Financial Statistics (IFS)* 各号より作成。

図2 GDP 成長率



(出所) IMF, *IFS* 各号より作成。

図3 インフレ率と預貸金利



(出所) IMF, *IFS* 各号より作成。

られた。他方で、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いTBsの需要は金融部門を中心に急増した。

中央銀行は信用創造の規制と、貨幣供給量の管理を実行してきたが、1990年代半ばからは、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）からマネタリー・ベースへ変更した<sup>(8)</sup>。その新しいプログラムでは、銀行の中央銀行預金（準備金）を操作目標（オペレーショナル・ターゲット）とし、そ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。しかし、実際に、このころ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。

経済改革で金利が自由化され、インフレが抑制されはじめると、1992年を境に、インフレ率が預金金利を下回るようになった。他方、貸出金利は実質では高金利水準が続いている（図3）。

### (3) 財政の健全化

経済改革での財政の健全化は、基本的には、歳入の増加をはかるとともに、歳出の削減をはかることからなる。増収策は、当初は、一般販売税（general sales tax: GST）の導入（1992年第2号法）で速やかに実現された。歳出削減は、厳しい資金管理（1992年第105号法）を基に、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（民営化への準備、1991年第203号法）で実現された（Fahmy [1993]）。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なかったが、ムバラク大統領の指導で今回は強力に実行された。補助金の削減は物価上昇を招くとの懸念もあったが、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（表3）。なお会計年度は7月1日から始まる。

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。



表3 エジプトの財政（対GDP比）

（%）

	1991/92	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97
総収入	29.6	29.7	30.4	27.8	27	25.7
中央政府	25.8	26.5	27.2	25.2	24.5	23
税収入	17.5	17.4	18.1	17.1	17	16.1
所得	7.2	7.1	6.9	6.1	6.1	5.8
財・サービス	4.5	4.6	4.7	4.7	4.6	4.5
貿易	3.3	3.2	3.5	3.6	3.3	3.2
その他	2.4	2.6	3	2.9	2.7	2.6
非税収入	8.3	9.1	9.1	8.1	7.5	6.9
その他	38	3.2	3.2	2.6	2.6	2.7
総支出	33.8	33.2	32.5	29.1	28.4	26.6
經常支出	26	26.3	26.6	23.8	23.1	21.3
給与・賃金	5.8	6.2	6.4	6.2	6.2	6.1
年金基金	2	2.2	2.3	2.1	1.9	1.7
物資・供給	1.3	1.5	1.7	1.5	1.4	1.4
国防	3.5	3.5	3.4	3.2	3.1	2.9
利子	6.8	8.5	9.5	7.4	7.1	6.2
補助金・移転	5.5	2.8	1.9	1.9	1.9	1.6
その他	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3
資本支出	7.8	7	5.9	5.3	5.3	5.3
総合収支	-4.2	-3.5	-2.1	-1.3	-1.3	-0.9
プライマリー収支	2.6	5	7.4	6.1	5.8	5.2
經常収支	3.6	3.4	3.7	6.1	5.8	5.2
EGPC, SCA からの移転	8.3	8.4	7.5	6.5	5.9	5.2

(出所) IMF 資料。

また、プライマリーマーケット・レートの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 (一般的にはドル) などの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重要である。

このような経緯を経て、財政収支の經常収支は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130億ポンドが翌年には80億ポンドにまで削減され、財政赤字は1991/92年には、前年の

表4 財政構造と財政赤字ファイナンス

(単位: 100万ポンド)

	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/2000
経常支出	29,679	36,198	41,292	45,340	47,632	51,967	53,430	55,690	61,117	45,798
経常収入	25,608	37,834	43,683	48,910	52,925	57,708	60,753	63,889	67,207	44,252
経常収支	-4,071	1,636	2,391	3,570	5,293	5,741	7,323	8,199	6,090	-1,546
資本支出	15,831	11,365	10,931	9,985	10,624	11,922	13,396	15,093	24,892	11,726
資本収入	2,951	3,572	3,020	2,801	2,794	3,185	3,745	4,074	6,072	3,237
資本収支	-12,880	-7,793	-7,911	-7,184	-7,830	-8,737	-9,651	-11,019	-18,820	-8,489
財政赤字融資	16,951	6,157	5,520	3,614	2,537	2,996	2,328	2,280	12,730	7,912
対外借入	13,512	1,783	298	443	-278	-1,340	-1,575	-1,328	-1,914	-893
国内銀行借入	1,635	-3,456	-3,202	126	-1,117	4,565	3,402	1,929	9,383	6,570
TBs	890	3,594	2,580	-765	-2,386	-1,156	1,419	-1,841	-2,115	476
T-Bond	0	0	0	0	705	-19	407	23	1,000	-282
その他ノンバンク	3,066	4,084	5,844	3,810	6,318	927	-918	1,060	9,281	3,164
統計誤差	2,152	152							-1,905	-1,405

(出所) EL-Refaiie [2001].

約170億ポンドから、約60億ポンドにまで減少した。赤字のファイナンスに関しては、TBsの入札が1991年から開始されるようになった。1991年5月には外貨建て債券（18億ドル、約61億ポンド）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（Handy et al. [1998: 58]）。

政府赤字の融資について要約すると、改革以前に支配的であった外国からの借入は実質的に中止され、1994/95年から借入は逆流するようになった（表4）。資本支出に関してはノンバンク（国家投資銀行およびそれを経た社会保険、年金基金など）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によるファイナンスの必要がなくなっていった。また、財政赤字融資のためのTBsもそのための利用は少なく（1992/93年で5億ポンド）、残高（1992/93年で305億ポンド）のそのほとんど（300億ポンド）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（表5）。

表5 政府債務

(単位：10億ポンド)

	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/2000
TB 残高	4.0	17.1	30.5	35.2	26.9	27.3	33.1	38	25.5	25.4
TBs (財政赤字)	0	0	0.5	0.8	2.4	1.2	1.4	1.8	2.1	2.0
TBs (不胎化)	4	17.1	30	34.4	24.5	26.1	31.7	36.2	23.5	23.4
T-Bond	0	0	0	0	3.0	3.0	7.0	7.0	13.0	13.0
不胎化額	4.0	17.1	30.0	34.4	27.5	29.1	38.7	43.2	36.5	36.4
国内債務残高	86.0	90.9	99.8	110.8	120.7	132.3	148.8	159.9	182.1	201.9

(注) 1999/2000年は暫定値。

(出所) EL-Refaie [2001].

## (4) 対外債務減免

エジプトは1960年代初頭から今日まで、1980年代の前半を除くと、ほぼ慢性的に国際収支の困難、外貨不足を経験してきた。1970年代後半に外貨危機に見舞われ、IMFと1977年に1年間のSBA(スタンドバイ協定)を締結するが、早々にキャンセルし、1979年に3年間のEFFを締結したが、部分的にしかコンディショナリティーを実行せず、この協定は途中でキャンセルされた。1979年の対イスラエル和平条約の締結により、米国はじめとする西側諸国から十分な軍事・経済援助を受けることができた。エジプトは中東和平の関係、とりわけ対イスラエル政策で米国の重要なパートナーであり、IMFおよび世界銀行もエジプトには寛容であった。

1980年代前半には石油輸出入や外国援助の増大があり、国際収支は安定したが、後半には主要輸出品である石油価格の急落を主な原因として国際収支が悪化した。1985年にはデットサービスレシオが28.5%に達したように、対外債務返済が重荷になり、そのうち輸入が滞り、生産に支障をきたすようになった。エジプト政府はリスケジュールを余儀なくされ、IMFへ救済を求めた。1987年にスタンドバイ協定を締結したが、コンディショナリティーの不履行で協定はキャンセルとなった。国内でも高インフレ(1989年に21.7%)が発生し、対外債務は1988年に約525億ドルに達した(GNPの185.8%)(表6)。

表6 主要対外債務指標

(単位：100万ドル)

	1982	1985	1988	1990	1993	1995	1999
GNP	23,808	31,406	28,523	31,642	47,000	60,300	90,144
対外債務残高 (EDT)	29,525	42,135	52,486	40,104	30,509	33,266	30,404
財・サービス輸出 (XGS)	8,888	10,929	11,572	12,818	15,892	17,792	19,233
総債務返済 (TDS)	1,898	3,110	2,883	3,368	2,201	2,361	1,733
基礎的指標							
EDT/GNP (%)	124.0	134.2	185.8	126.7	64.9	55.2	33.7
TDS/XGS (%)	21.4	28.5	24.9	26.3	13.9	13.3	9.0

(出所) 1982～90年は IBRD, *World Debt Tables 1992-193*.1993～1999年は IBRD, *Global Development Finance 2000* より。

表7 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	n.a.
1978年5月15日	1981年5月15日	EFF	6億 SDR	n.a.
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	2億3400万 SDR	8720万 SDR
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。

(出所) IMF, IFS各号より作成。

IMFとエジプト政府の間で、1989年から再び協議が行われたが、1990年8月のイラクのクエート侵攻により立場が変わった。エジプトは湾岸危機での多国籍軍への貢献が評価され、対米軍事債務の帳消しや他のアラブ諸国からの債務減免を受けた。湾岸戦争の終結直後の1991年5月にSBAが締結された。このIMFの協定により、その後のOECD諸国など(パリ・クラブ)や商業銀行との債務削減・リスケジュールの協議が進んだ。パリ・クラブ諸国からは約200億ドルの債務の50%削減・リスケジュールが行われることになった。この債務削減・リスケジュールでは、その債務残高の現在価値を3フェーズにわたり50%削減するため、元本削減、金利減免、返済期間延長など

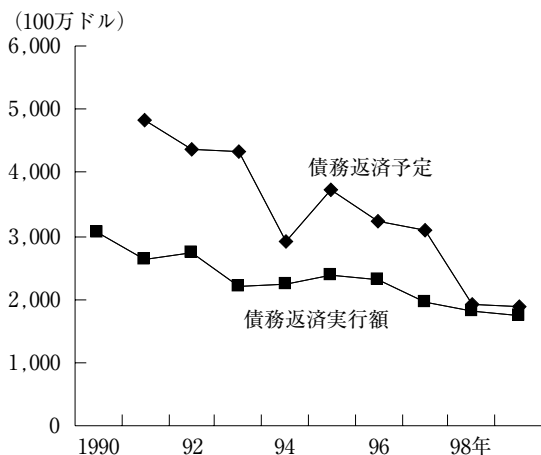
表8 対外債務残高と債務削減の効果

(単位：100万ドル)

	1980	1982	1985	1987	1988	1989	1990	1993	1995	1999
債務削減前の対 外債務残高	20,915	29,525	42,135	52,016	52,486	51,498	40,104			
債務削減後の対 外債務残高							32,949	30,509	33,266	30,404

(出所) 債務削減前の対外債務残高については IBRD, *World Debt Tables 1992-93* より, 債務削減後の対外債務残高については IBRD, *Global Development Finance 2001* より作成。

図4 対外債務返済額と債務削減・リスケジュールの効果



(出所) 債務返済予定額については, IBRD, *World Debt Tables 1992-93* から, 債務返済実行額については, IBRD, *World Debt Tables 1997* および, IBRD, *Global Development Finance 2001* より作成。

の方策が採られることになった。個々の国はその政策, 法などに従い, この削減に協力することになった。

エジプトでは, このようにして, 対外債務返済額が大幅に削減され, しかも債務返済額がなだらかとなった。

表8はエジプトの対外債務残高が債務削減からどのような影響を受けたか

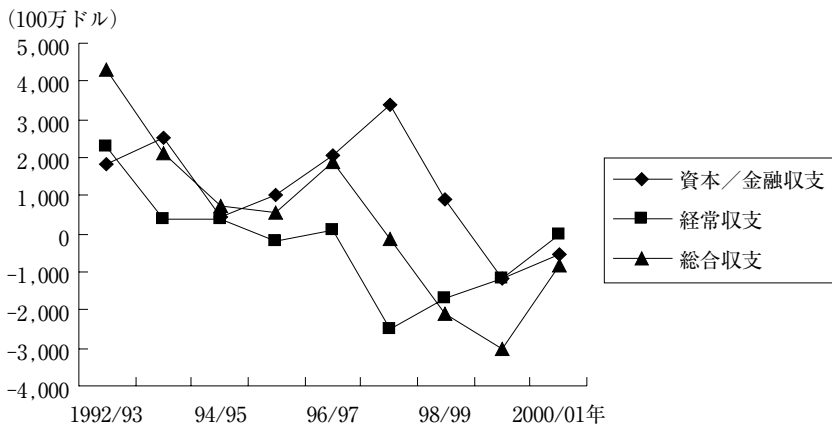
を1991年の世界銀行資料から比較したものであり、また、図4は債務削減・リスケジュール前に予定された債務返済額とその後の債務返済実行額を比較したものである。その債務削減・リスケジュールは1991年からの経済改革の成功に対して、重要な役割を果たした。

## 第2節 資本流入と政策対応

### 1. 経常収支

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）および金融収支と誤差・脱漏の合計である。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

図5 国際収支



(出所) CBE, *Economic Review* 各版。

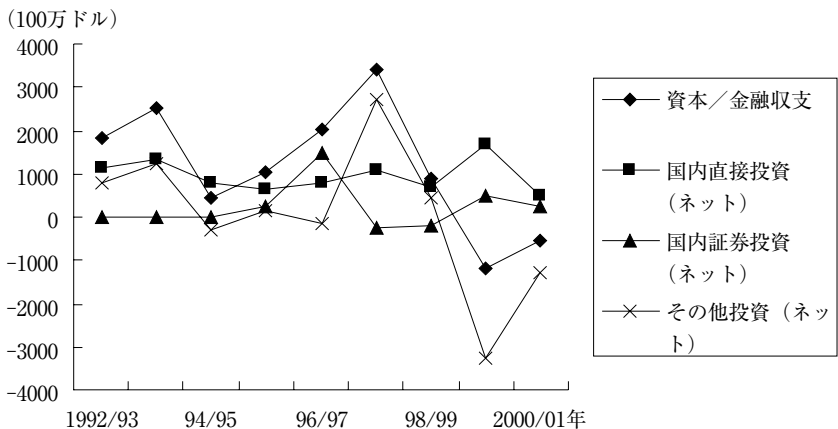
った。

サービス収支は恒常的に黒字である。サービス収支の主要黒字項目は運輸（スエズ運河収入）と観光であるが、観光収入（受け取り）は国内治安（テロなど）の動向に左右されてきた。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海外労働者の帰国、本国送金の増加で急増した。この影響で経常収支が黒字となった。

## 2. 資本・金融収支

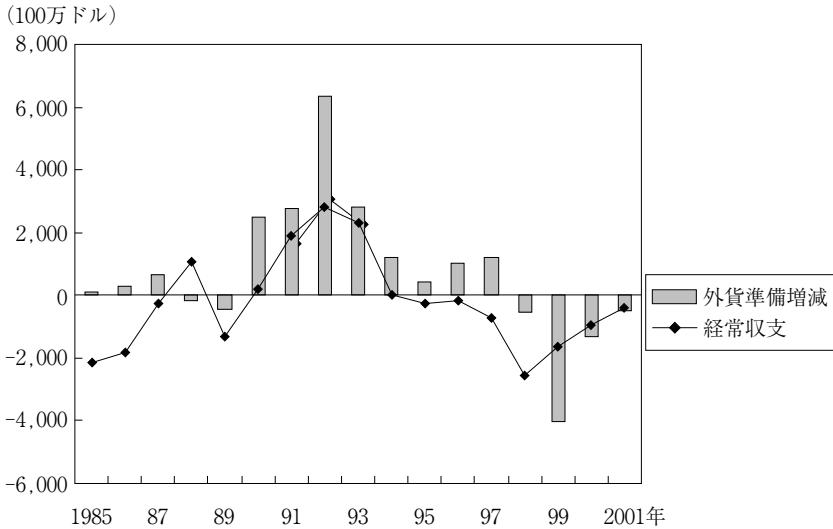
ポートフォリオ投資に関しては、エジプトの場合、1990年代前半まで公開株の取引は少なかった。民営化のための公共部門ビジネス法（1991年第203号法）により法制度整備は進んだが、その実行のための手続きとガイドラインの策定および民営化候補企業の資産評価作業は遅れたが、やがて民営化が進み1995/96年に約2億6000万ドル、1996/97年に約14億6300万ドルと証券投資（ネット）が流入した。しかし、1997年の東アジア危機や直後のルクソール

図6 資本・金融収支



(出所) CBE, *Economic Review* 各版。

図7 経常収支と外貨準備増減



(出所) IMF, *IFS Yearbook 2001* より作成。

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な企業数が減少し、証券投資は1997/98年にネットで流出した（図6）。エジプトへの外国直接投資は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。

1998/99年には経常赤字が継続（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でのTBsとT-Bondsの残高は表5のとおりで、TBsの残高は1990/91年末（1991年6月末）は40億ポンドであったが、1991/92年末には171億ポンドへ、その後305億ポンド、352億ポンドへと急増した。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ほぼ一致している。このようなTBsの大量発行にもかか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はじめた。



表9 外貨準備・国際収支

(単位: 100万ドル)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
外貨準備	1,520	2,683	5,234	10,677	12,761	13,316	15,998	17,198	18,479	17,888	14,278	12,913
経常収支	-1,309	185	1,903	2,812	2,299	31	-254	-192	-711	-2,566	-1,635	-971
金融収支	361	-11,039	-4,706	-168	-762	-1,450	-1,845	-1,459	1,958	1,901	-1,421	-1,646
誤差・脱漏	414	630	730	716	-1,519	255	272	-74	-1,882	-722	-1,558	587
総合収支	-533	-10,224	-2,073	3,360	18	-1,164	-1,827	-1,725	-635	-1,387	-4,614	-2,030
外貨準備	533	10,224	2,073	-3,360	-18	1,164	1,827	1,725	635	1,387	4,614	2,030
準備増減	435	-2,508	-2,775	-6,330	-2,809	-1,193	-409	-1,010	-1,185	535	4,027	1,306
IMF 信用	-24	-48	0	81	0	-22	-95	-85	-15	0	0	0
例外融資	122	12,781	4,849	2,889	2,791	2,379	2,331	2,820	1,836	852	587	714

(注) 外貨準備は *IFS* の1d.d.

外貨準備増減額はマイナスが増、プラスが減である。

(出所) IMF, *IFS* 各号より作成。

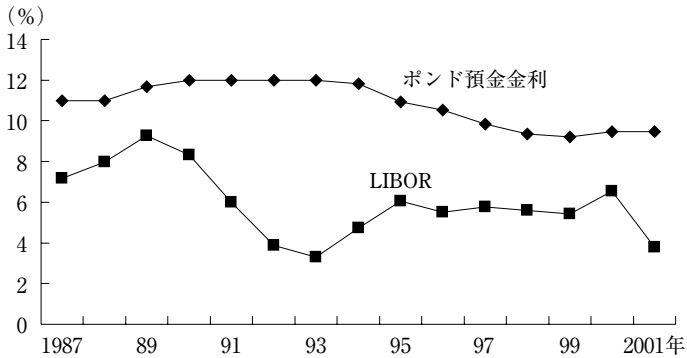
1995年からは長期の T-Bonds (5年, 7年, 10年) も発行された。表5に示されているように, 不胎化額 (不胎化目的の TBs 残高プラス T-Bonds 残高) は1997/98年の432億ポンドが最高で, 政府・公共経済機関の国内債務残高約1600億ポンドの27%も占め, 債務管理も重要な課題となった。

#### 4. ドル化の逆転

エジプトでは1970年代から労働者の海外への出稼ぎが通常化しているため, ドルへのアクセスが他の国と比較すると容易となっていた。このため, 対ドル・レートの変化は国民の資産価値に与える影響が大きい。また, 価値の保蔵や輸入に加え, 海外旅行, メッカ巡礼, 留学など外貨需要は個人レベルで生活に密着している。

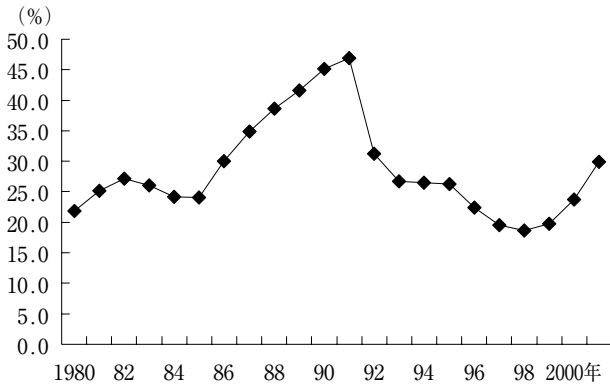
金利および為替の自由化後に資金流入が続き, 外貨準備が急増し, 為替レートの固定化とインフレ率の低下によりポンドの信認は高まった。ポンド預金の実質金利は正へと転換したが, 他方で, LIBOR は1981年の高金利を経て, 新たなピークの1989年には年平均で9.3%あったが, その後は低下傾向

図8 ドルとポンドの名目金利



(出所) IMF, *IFS Yearbook 2001* より作成。

図9 マネーサプライに占めるドル預金の割合



(出所) IMF, *IFS Yearbook 2001* より作成。

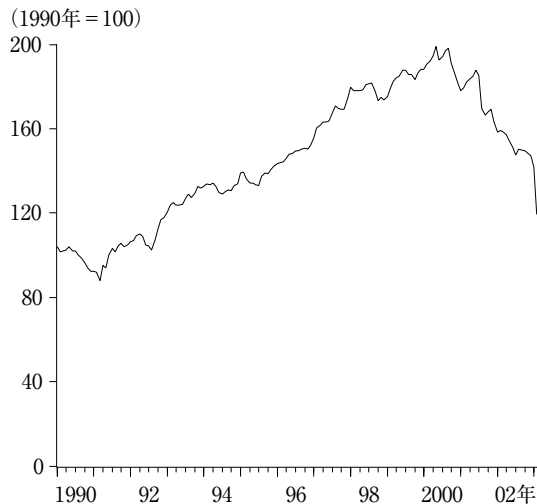
にあり、エジプトで金融改革を開始した直後の1993年には3.3%にまで低下した(図8)。国内流動性(M2)に占めるドルの割合は1980年代に上昇していたが、金融自由化以降、1998年ごろまでに急速に低下し、いわゆるドル化を逆転(ポンド化)した(図9)。しかしながら、1998年を境にしてドル化現象が再現した。

## 5. 実質為替レートの推移

金融自由化後の為替レートの推移について検討する<sup>(9)</sup>。ポンドの対ドル・レートは1991年に1ドル=約3.33エジプトポンドに設定されてから1999年末にも3.41ポンドであり、事実上の固定相場制度であったので、国内のインフレ率が貿易相手国のインフレ率よりも高いかぎり為替レートは増価になる。実際、このような増価の持続可能性に対する危惧は、早くからあった<sup>(10)</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ころ、IMFと世界銀行はエジプト政府にポンドの増価を問題にし、20%から30%のポンドの切り下げを勧告した。しかし、エジプト政府は為替切り下げがポンド維持への信認を損ねること、物価の上昇を招くことを理由に拒絶した。

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ては、Subramanian [1997] によれば、30%増価しており、このうちの9%ポイン

図10 実質実効為替レート



(出所) Datastream.

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>(4)</sup>。図10は1990年からの実質実効為替レートを示しているが，その増価は1990年から1999年末で約2倍となった。

### 第3節 為替レート制度の変化

#### 1. 財政の役割

カマール・アル・ガンズーリー内閣によるトシュカ地域における農業・灌漑プロジェクトなどの財政拡張は大幅な財政赤字につながった。1995/96年に約30億ポンド（対GDP比約1.3%）であった財政赤字が1998/99年には約127億ポンド（対GDP比約4.2%）へと増加した（表10）。

表11から中央銀行のバランスシートの急激な膨張が読みとれる。債権面では政府の財政赤字を原因とした対政府債権が急増している。負債面では，為替レートの減価があった2000/01年から，商業銀行などが中央銀行への外貨ポジションのカバーのために行った外貨預金の再評価などによる130億ポンド，政府の中央銀行への外貨預金の再評価による43億ポンド，などで増加していることがわかる。こうしたバランスシートの急膨張に加え，際だっ

表10 財政赤字とその融資源 (単位：10億ポンド)

年度	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/2000
財政赤字	3.0	2.3	2.8	12.7	12.1
融資					
外国	-1.3	-1.6	-1.6	-1.9	-1.9
国内	4.3	3.9	4.1	15.8	14.9
ノンバンク	-0.2	0.5	6.5	6.4	8.1
銀行	4.5	3.4	-2.4	9.4	6.8
統計誤差	—	—	—	-1.2	-0.9

(出所) CBE, Annual Report 1999/2000より作成。  
なお各項目ごとに四捨五入している。

表11 エジプト中央銀行資産・負債

(単位：100万ポンド)

	1996/97	1997/98	1998/99	1999/2000	2000/01	2001/02
対外資産	68,580	67,806	60,366	51,059	53,596	61,890
国内資産	64,155	67,403	76,284	94,942	114,750	142,114
うち対政府債権	44,755	48,849	62,303	77,697	95,146	113,259
資産 = 負債	132,735	135,209	136,650	146,001	168,346	204,004
対外負債	40,015	38,592	38,371	38,164	41,328	53,047
国内負債	92,720	96,617	98,279	107,837	127,018	150,957
うち通貨発行	28,549	32,070	35,491	37,748	40,809	45,427
銀行預金	29,888	28,967	32,666	36,713	49,626	56,685
対政府負債	26,834	28,987	23,029	24,497	28,757	41,602
備考						
ネット対外資産	28,565	29,214	21,995	12,895	12,268	8,843
ネット対政府債権	17,921	19,862	39,274	53,200	66,389	71,657

(出所) CBE, *Annual Report 2001/2002* より作成。

表12 国内流動性 (M2) とそのカウンタパート

年度	1996/97	1997/98	1998/99	1999/2000	2000/01	2001/02
国内流動性 (M2)	193,902	210,487	234,569	255,276	284,873	328,728
ネット対外資産	56,110	45,138	29,645	23,594	18,957	17,285
国内信用	183,506	211,525	256,569	286,438	321,870	360,094
(中央政府：ネット)	43,650	46,899	56,494	63,060	83,322	95,423
(公共ビジネス部門)	32,110	29,394	31,564	32,355	29,185	31,143
(民間ビジネス部門)	87,969	112,396	142,084	162,001	178,598	200,230
(家計部門)	19,777	22,836	26,427	29,022	30,765	33,294
その他資産 (ネット)	-45,714	-46,176	-51,645	-54,756	-55,954	-48,647

(出所) CBE, *Annual Report, 2001/2002* より作成。

るのが、ネット対外資産の急減である。このような背景のもと、ムバーラク大統領は2002年初頭に、中央銀行に対して外貨準備を犠牲にして市場にドルを注入することを禁止する演説を行った<sup>12)</sup>。

表12は、中央銀行、預金取扱い銀行（商業銀行・投資銀行）、そして特殊銀

表13 国内流動性、GDP、消費者物価の成長率

(%)

	M2成長率	GDP 成長率	CPI 上昇率
1998/99	11.4	4.5	3.7
1999/2000	8.9	4.9	2.8
2000/01	11.6	3.5	2.4
2001/02	15.4	3.0	2.4

(出所) CBE, *Annual Report 1999/2000, 2000/2001, 2001/2002* の各年版より作成。

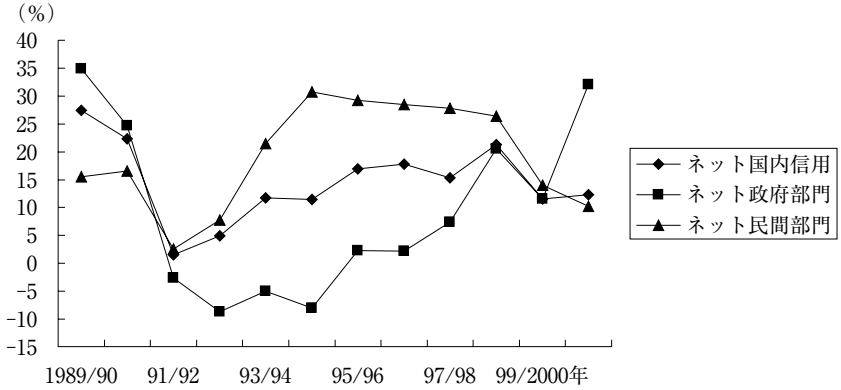
(注) それぞれ付属統計の(8/2と8/3から作成したが、GDP成長率は計画省が通常改訂を行うので、注意されたい。GDPは1996/97年市場価格、消費者物価は都市部の年度平均(1995/96年=100)を採用している。

行からなる銀行部門を総合したもの(バンキング・サーベイ)で、国内流動性(M2)とそのカウンターパート資産を示している。これからわかることは、銀行部門全体でのネット対外資産の急減であり、そして、もうひとつ重要な点是对民間ビジネス部門への信用が急激に拡大していることである。後者は、近年の不況で借り手の企業家および貸し手の銀行の双方の経営危機をはらんでいる。

表13はこの間の国内流動性(M2)、GDPそして消費者物価(CPI)の成長率の関係を示しているが、上記のような国内流動性の高率の成長に対して、GDPは停滞し、また消費者物価も上昇していない。このような状況は通貨の流通速度が減少しているためと解説されるが、その理由として1997年を契機とした不動産や一般の財市場の不況、証券取引所規制や政府の対民間企業への債務支払いの遅延などがあげられる。2000年からの為替減価が輸入コストを高めたり、それが消費者物価を上昇させたりといった現象は見られない。

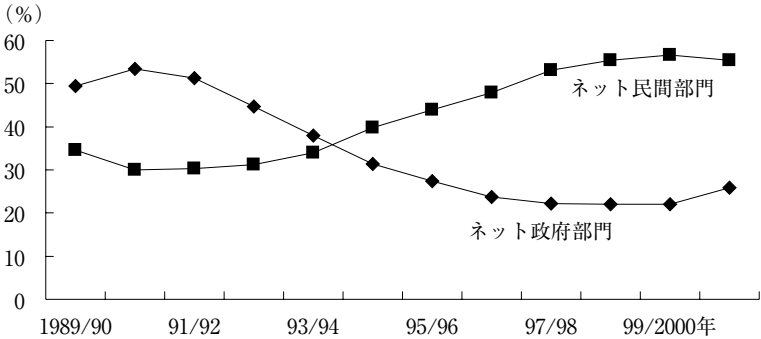
図11および図12は、バンキング・サーベイ(表12)での国内信用における対中央政府と民間ビジネス部門への債権(信用)のそれぞれの成長率と、その構成比を図示したものである。これらの図から、1990年代初頭から信用創造は一般的に抑制されたが、その後半からは対民間ビジネス部門への信用が急増し、2000/01年からは対中央政府への信用が急増したことがわかる。

図11 バンキング・サーベイ：ネット国内信用の成長率



(出所) CBE, Annual Report 2000/2001 より作成。

図12 バンキング・サーベイ：国内信用の部門別シェア



(出所) CBE, Annual Report 2000/2001 より作成。

## 2. ドル不足の再現

1999年8月には両替商でドルが3.73ポンドへ急騰した。このとき、銀行レートは3.42ポンドだった。やがて、実業家、海外投資家がドル不足を懸念するようになり、資本移動が逆流した。市中では為替レート危機に懸念が表され、とりわけ輸入の急増と輸出の硬直性が議論の中心となった。中央銀行は

投機と銀行の外貨建てのオーバーレンディングを批判したが、商業銀行の外貨資産が枯渇しはじめた。中央銀行は金利を高めに誘導しながら外貨を売却し、この結果、10月には並行市場での為替レートは3.55ポンドにまで下落した。この間、財政赤字は継続し、国際収支はいっそう悪化した。また、先の外貨売却の影響でポンドの流動性不足も顕著になり、インターバンク・レートは通常の8～10%から15%へ急上昇した。国際収支赤字に加え、政府・公共部門の対民間の債務支払い遅延でポンド不足はいっそう深刻化した。これに対して、中央銀行は今度はレポ (repo) によりポンドを経済に注入せざるをえなくなった<sup>(13)</sup>。

### 3. ドル・ペッグの放棄

外貨準備は1997年末から1999年末にかけて約187億ドルから約145億ドルへと、2年間で40億ドルもの外貨準備の取り崩しが発生した。2000年5月にはドル・ペッグは放棄された<sup>(14)</sup>。管理フロート制度のもとで小刻みの減価が進められ<sup>(15)</sup>、2001年1月までに累計で15%の切り下げが行われた。この間、エジプト政府は、為替切り下げはポンドのクレディビリティを損なうとし、国内流動性 (M2) と金利の調整で抵抗してきたが、並行市場で1ドルが4ポンドもの値がつくなどドル不足が顕著になり、2001年1月29日に為替調整の新メカニズムとして3.85ドルの中心レート・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に変更した。この制度は、後にIMFの対エジプト4条協議の報告書で adjustable currency band と表現された<sup>(16)</sup> (表14)。

その後5月、7月 (バンドを上下1.5%に拡大) に再調整が行われたが、ドル需要の加熱を抑制できず、2001年8月5日に6.4%の切り下げ (4.15ポンド、上下3%へバンド拡大) が行われた。エジプト中央銀行は8月6日に、ウェブサイトで、以前の制度をクロージング・バンドに変更したと記載したが、IMFの区分は変更されていない<sup>(17)</sup>。その後、中央銀行は2001年9月23日に準



表14 2000年5月以降の為替レート制度の変遷

	新レート	切り下げ率	バンド	為替レート制度
2000年5月				管理フロート制
2001年1月29日	3.85ポンド		上下1%	バンド付きベッグ制
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 <sup>1)</sup>
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29日				フロート制度

(注) 1) ただし、エジプト中央銀行は8月6日に、そのサイトで、以前の制度をクロロリング・バンドに変更したと記載した。

(出所) IMF, *IFS* 各号より作成。

備率を引き下げ(15%→14%)、また銀行経営の救済のため、TBs残高も必要準備に入れる許可を出した。

#### 4. 切り下げ圧力

激しいポンド切り下げ圧力のなかで、中央銀行は8月に上述の新為替レート制度への移行を実行し、中心レートに伸縮性を導入することで調整は可能と考えていた。また、その後の輸入規制の強化で、投機的な外貨需要を抑制できると期待された。この決定は、同時に、中央銀行はポンド買い支えの市場介入を止め、為替レートの決定は中央銀行でなく、銀行・外貨ディーラーに与え、銀行は自力でドルを入手せよとのシグナルを送ったものであった。この政策で市場は正常に戻り、外貨が市場に流入しはじめ、外貨ディーラーよりも銀行の方がポンドのレートが高いという現象も起きた。6月にはユーロポンド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ていた。

他方で、8月の大幅な切り下げにより、商業銀行などから外貨(ドル)で借入をした企業の債務負担は大きくなり、銀行に対して切り下げによるポン

ドでの債務の拡大の補償を投資家が主張するなどの事件が起きた。

政府は観光の復活、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を期待していたが、2001年9月11日事件（米国同時多発テロ）により、エジプトは甚大な打撃を受けた。観光収入は落ち込み、それに関連した航空会社の収入は低下し、資金流入は減少した。

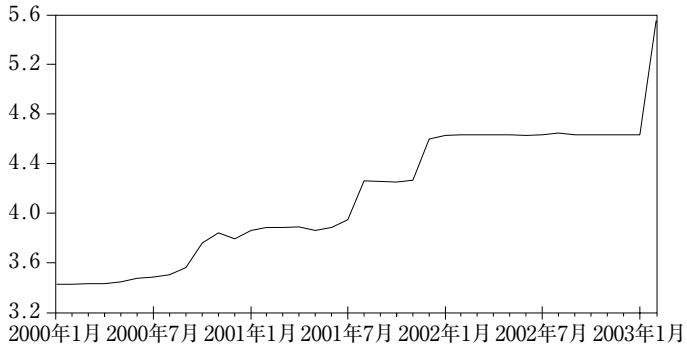
## 5. 輸入規制

エジプト政府は1998年の輸入規制（原産地証明の強化とL/Cカバーの100%化）を行うなど経済界には不評の輸入規制を行ってきた。加えて、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月に出したが、これは実業家、投資家などの反撥が強く、撤廃に追い込まれた。規制による経済運営を志向していたイスマイル・ハサン前中央銀行総裁に代わったその後継者のマフムード・アブー・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り、既存の規制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る為替レートは真のレートではないと主張したが<sup>18)</sup>、これにより市場メカニズム志向派として高かった新総裁への市場の信頼感は薄れた。

2001年の9月11日事件により復活しつつあった観光も大きな打撃を受け、いっそうのドルの切り下げ期待が高まった。ラマダンに向けた輸入の急増や投機的な輸入の拡大で、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（図13）。

その後1年間は、米国など主要援助国の資金援助の約束を根拠に為替市場は安定していたが、イラク攻撃直前の2003年1月28日にアーテフ・オベイド首相はポンドのフロート移行を発表した。

図13 名目為替レート



(出所) Datastream.

## おわりに

エジプトは経済安定化や構造調整の「成功ケース」としてIMFおよび世界銀行から賞賛されてきた。1980年代後半に比べ、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る。

エジプトの1991年のドル・ペッグ政策と同時に金利自由化にともなう金融政策手段の整備、財政健全化、対外債務の減免という、為替レートの維持に整合的な諸改革が同時に行われた。しかし、米国を上回る物価上昇は次第に実質為替レートを増価させた。2000年以降の為替レートの減価は増価の修正過程であると考えられる。

フロート移行後の金融政策として、インフレーション・ターゲティングの可能性が模索されている。インフレーション・ターゲティングの先行条件としては中央銀行独立性があるが、エジプトでは近年財政赤字が増大しつつあり、その実現は必ずしも容易ではない。最後に、ムバラク大統領の指示は時どきの経済政策運営において決定的役割を果たす。国内流動性不足解消のため政府債務返済の履行による流動性(ポンド)の注入の禁止、為替レート維持のための外貨準備注入の禁止などは最近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もない、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すべての法を統一した法改正が計画されている。そこでは中央銀行の独立性を保証し、より大きな権限を中央銀行に付与するといわれるがそれも同大統領の指示による。

〔注〕 \_\_\_\_\_

- (1) 金融抑圧期のエピソードとして、資本逃避 (capital flight)、ドル化現象そしてイスラム投資会社の興亡がある。イスラム投資会社については山田 [1989] を参照。
- (2) 伝統的輸出品目は、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、中央銀行公定レートで取引された。
- (3) その後、商業銀行の公定レートは1986年7月に廃止され、商業銀行伸縮レートとなる。
- (4) Springborg [1989], Harik [1998] などを参照されたい。
- (5) フリーマーケット・レートは文字どおり外貨の需給により決定され、プライマリーマーケット・レートはその5%以内の-margin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。
- (6) とくに、輸出収入の用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海外への送金だけとなったが、これも1996年に廃止された。
- (7) 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TBs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-marginを乗せた利率である。
- (8) EL-Refaie [2001: 17]。
- (9) 実質為替レートの運営の失敗は、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 and Shabsigh [1999])。
- (10) 為替レートおよび外貨準備の変動(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。
- (11) 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。
- (12) ムバーラク大統領は商人や投機家を無視することはできないと述べた。AI-

- Ahram al-Iktisadi*, 2002年1月21日号, 6～7ページ。
- (13) *EIU Country Report Egypt*, 4th quarter 2000など。
- (14) ファーイカ・アル・リファーイー前中央銀行副総裁によれば, 2000年6月の政府発表では, 伸縮的な制度を導入したと発表した, 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。同氏はこのため政府の為替レート政策に対する市場の信用が薄れ, ヤミ市場の拡大, ドルの保蔵などがもたらされたと述べている。*Al-Ahram al-Iktisadi*, 2002年2月18日号, 35ページから。
- (15) この間, IMFは為替レート制を定義してはず, 2001年半ばになってから, 2000年末での制度を managed floating with no pre-announced path for exchange rate と定義した。
- (16) Public Information Notice (PIN), No.01/116, Nov. 5, 2001, IMF から。
- (17) <http://cbe.org.eg>, 6/8/2001から。
- (18) *Al-Ahram*, 2001年1月27日, マフムード・アブー・アル・ウユーン中央銀行総裁のインタビュー記事から。

### 〔参考文献〕

#### 〈日本語文献〉

- 日本銀行企画室 [2000] 「諸外国におけるインフレ・ターゲットティング」, 6月。
- 藤木裕 [2000] 「エマージング・マーケット諸国の為替相場制度・金融制度の選択について」(『金融研究』2000年3月号, 日本銀行)。
- 山田俊一 [1989] 「エジプト: イスラム投資会社問題」(宮治一雄編『中東—国境を越える経済—』アジア経済研究所)。
- [1997] 「エジプトの金融制度と自由化」(堀内昭義・山田俊一編『発展途上国の金融制度と自由化』アジア経済研究所)。

#### 〈外国語文献〉

- Abdel-Khalek, G. [1993] “Structural Reform or Dutch Disease? on the Macroeconomic Effects of ERSAP,” *Egypte Contemporaine*, No. 433-434, Juillet/Octobre.
- Al-Azmef, A. [1996] “Experiences of Morocco, Tunisia, Jordan, and Egypt with Currency Convertibility,” in M. Guitian and Saleh Nsouli eds., *Currency Convertibility in the Middle East and North Africa*, IMF.
- Domac, I. and G. Shabsigh [1999] “Real Exchange Behavior and Economic Growth:

- Evidence from Egypt, Jordan, Morocco, and Tunisia,” IMF Working Paper, IMF.
- Frankel, J. A. [1999] “No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times,” NBER Working Paper, 7338, NBER.
- Fahmy, M. [1993] “Implications of Law No.203 Governing Public Business Sector Companies: An Analytical Comparative Studies of the Law and Its Executive Regulations,” in Toshikazu Yamada et al., *Economic Reform and Structural Change in Egypt*, MES Series No.34, Institute of Developing Economies.
- Handy, Howard ed. [1998] *Egypt: Beyond Stabilization, Toward a Dynamic Market Economy*, Occasional Paper, 163, IMF.
- Harik, Iliya [1998] *Economic Policy Reform in Egypt*, Cairo: The American University in Cairo Press.
- IMF [1988] *Arab Republic of Egypt: Recent Economic Developments*.
- [1995] *Arab Republic of Egypt: Recent Economic Developments*.
- El-Refaie, F. [2001] “The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt,” Working Paper, 54, The Egyptian Center for Economic Studies.
- Springborg, R. [1989] *Mubarak’s Egypt: Fragmentation of the Political Order*, Westview Press.
- Subramanian, A. [1997] “The Egyptian Stabilization Experience: An Analytical Retrospective,” IMF Working Paper, IMF.
- Yayati, E. and F. Struzenegger [1999] *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, Business School Seminar at University Torvato Di Tella and LACEA Conference in Santiago, Chile, November.