

# サウジアラビアの為替相場政策の選択肢

キングファハド石油鉱物資源大学  
金融経済学部 経済学准教授

ウサマ・アハメド・ウスマーン

### 歴史的背景

サウジアラビア・リアルへの対ドル固定相場は、世界の通貨のなかで最も厳格に維持されている為替制度のひとつだ。1986年にリアルへの切り下げが最後に行われてからというもの、リアル・ドル相場は現行の1ドル当たり3.75リアルに維持されている。最後の切り下げは、その当時1981年にピークを迎えた原油価格が下落していた状況を受けて実施されたものだった。政府予算は1983年を境に赤字となり、アラビアン・ライト原油は1985年の1バレル当たり27.54ドルから1986年には13.73ドルに下落した。原油価格の急落により、サウジアラビア政府はリアルへの切り下げを余儀なくされた。原油価格は下落基調が続き、すぐに上昇に転じる見込みがなかったことから、政府はアラビアン・ライト原油が1バレル13.4ドルとなった1988年に、財政赤字の追加対策として同国初の利付国債を発行した。原油安はなおも続き、政府の公的債務は増え続けた。1983年以降、2002年末に至るまでの予算は2000年を除き常に赤字であった（原油価格と政府予算の推移について、それぞれ付録の表1、表2を参照）。公的債務/GDP比率は2002年に97%に達した。政府は赤字の抑制を図るため、プログラムの一部を廃止し、補助金は一部削減し、政府サービス料金は一部で値上げを行い、さらに2年間にわたりサウジ国民の政府雇用を凍結した。ますます状況が悪化するにもかかわ

らず、政府は為替相場に再び手をつけることを断固として拒否したのである。実際のところ、政府は何かあってもリアル安を防ぐことを決意していた。1997～1998年のアジア経済危機の影響を受け、原油価格は1997年に1バレル18.71ドル、そして1998年に12.20ドルにまで急落した。サウジ政府が必然的にリアルを切り下げることが予想され、リアル安を狙った猛烈な投機が行われた。しかし、政府は1997年および1998年の両年にリアルを投機攻撃から防衛し、市場にドルを注入してリアルを吸い上げた（外為スワップ）。1997年の原油の1日平均価格と平均日量を用いて計算すると、下落圧力にさらされたリアルを防衛するための実質費用は9,600万バレルの原油、12日分の生産量、すなわち同年の石油収入の3.3%に相当した。国際通貨基金（IMF）のスタッフを含む一部のアナリストは、固定相場制がサウジ経済に大いに貢献してきたと分析している（パブリック・インフォメーション・ノート、IMF理事会のサウジアラビアに関する報告書、2007年10月、<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2007/pn07131.htm> 参照）。固定相場制によってサウジアラビアのインフレが非常に低水準（2005年まで長年にわたり1%未満）に保たれているというのが、その論拠のようだ。しかしながら、世界銀行の『世界開発報告』（1996年）によれば、サウジ経済の1984～1994年の平均実質年間成長率はマイナス1.7%だっ

た。1980年代から1990年代にかけて、多数の企業倒産が発生したことは周知のことである。明らかにリアルは過大評価されており、政府は為替レート問題に対してより柔軟に対応することが可能であったし、そうすべきだったはずである。リアルの切り下げが実施されていれば、政府予算と経常収支の双子の赤字の削減に貢献した可能性があるし、昨今の通貨切り上げ議論がはるかに容易なものとなっていたのではないかと思

われる。

アジア諸国、特に中国とインドにおける経済成長が原油価格と石油収入の改善につながった。政府収入は2002年の2,130億リアルから2003年には2,930億リアルに増加した。それ以来ずっと政府予算は黒字が続き、政府は公的債務返済のペースを速めている。主要経済指標を表1に示す。

政府支出は大幅に増加し続けて、インフレ圧

表1 主要経済指標

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
推定人口(百万人)	21.49	22.02	22.67	23.1	23.68
GDP(時価:10億リアル)	707.1	804.6	938.8	1,182.5	1,307.5
GDP(1999年固定価格:10億リアル)	637.2	686.0	722.2	766.0	798.9
非石油GDPデフレーター	99.0	102.1	105.9	110.3	110.2
インフレ率(消費者物価)	0.2	0.6	0.3	0.7	2.2
マネーサプライ(M3:10億リアル)	390.4	417.5	496.1	553.7	660.6
アラビアン・ライト原油の平均価格(米ドル)*	24.32	27.69	34.53	50.15	61.05
リアルの実質実効為替レート(2000年=100)	99.0	90.5	84.4	82.3	81.8
貨幣流通高の対マネーサプライ比率	13.4	13.3	12.1	11.6	10.5
総預金の対マネーサプライ比率	86.6	86.7	87.9	88.4	89.5
国内銀行の純外国資産(10億リアル)	52.5	41.0	47.1	26.4	70.6
自国通貨建て預金金利(3ヵ月)	2.23	1.63	1.73	3.75	5.02
銀行の自己資本比率(バーゼル基準)	21.3	19.4	17.8	17.8	21.9
政府収入(実績:10億リアル)	213.0	293.0	392.3	564.3	673.7
政府支出(実績:10億リアル)	233.5	257.0	285.2	346.5	393.3
財政収支の対GDP比率	-2.9	4.5	11.4	18.4	22.2
財の輸出** (10億リアル)	271.7	349.7	472.5	677.1	786.6
財の輸入CIF(10億リアル)	121.0	138.4	167.8	223.0	248.4
経常収支黒字の対GDP比率	6.3	13.1	20.7	28.5	27.4
経常収支(10億リアル)	44.5	105.2	194.7	337.5	357.7
株価指数(1985年=1000)	2,518.1	4,437.6	8,206.2	16,712.6	7,933.3

\*OPEC 資料

\*\*石油輸出+その他輸出(そのうち再輸出+重油)を含む。

力が高まり始めた。政府支出の増加，輸入インフレと国内信用の増大が原因である。2007年12月の推定インフレ率は6.5%だった。ドルが他の通貨に対して下落するにつれ，リヤルも下落した。表2では，リヤルの名目実効為替レートと実質実効為替レートの双方が2002年以降一貫して下落し続けていることが示される。他の湾岸協力会議（GCC）加盟国でも同様の傾向が見られる。カタールとアラブ首長国連邦（UAE）の両国において，2007年のインフレ率は10%を超えた。すべてのGCC加盟国において，インフレ

抑制の手段として通貨切り上げを求める声が高まった。ベネズエラとイランは石油輸出国機構（OPEC）加盟国に対し，ドル建てでの原油価格設定を取りやめるよう呼びかけた。この2つの要求はいずれもサウジアラビアの抵抗にあった。イランとベネズエラは，自国の原油に対する支払いにはドルを受け取らないことを決定した。しかし，なぜサウジアラビアは対ドル為替レートの変更に抵抗し続けているのだろうか。そして他のGCC加盟国は，なぜ独自行動を取ろうとしないのであろうか。

表2 名目実効為替レートと実質実効為替レート  
(2000年 = 100)

年	名目実効為替レート (NEER)	実質実効為替レート (REER)
2001	105.2	101.8
2002	103.5	99.0
2003	95.9	90.5
2004	91.2	84.4
2005	90.6	82.3
2006	90.3	81.8

出所：IMF 国際金融統計

## 論争とその反論

### 政治

サウジアラビアとしてはイラン、ベネズエラ、(サダム・フセイン時代の)イラク等の米国に敵対する国の例に従うような印象を与えたくない。この3カ国はドルを廃止してユーロに乗り換えた。このような論争への対処法として，サウジアラビアおよび他のGCC加盟国は為替相場を固定するためにそこまで極端な策をとらなくてもよい，と考えている。後に述べるように，他にもいくつかの選択肢がある。しかし対ドルでの平価切り上げは，それによってドル建ての製品や資産の競争力が増すこと，そして結果としてドル需要が増加してドルのイメージが改善

するはずということが予想され，この両方の理由から米国を喜ばせることになると考えられている。

### 外貨準備

資本の吸収能力に大きな違いがあることから，GCC各加盟国は財政黒字の投資について異なる戦略を採用している。サウジアラビア以外のGCC加盟国はすべて，主として様々な国々の外国民間企業に対して長期投資を行っている。サウジは，その投資先の大部分が流動性の高い米国の金融商品である。サウジの海外投資は，輸入資金や赤字になった場合の政府予算を賄うものとされている。リヤルを切り上げれば

ドル安がさらに進み、従ってサウジの外貨準備の価値に影響が及ぶと論じられている。しかしながら、ドルに影響を与えるのは次の2つの場合に限られるということに注意すべきである。まず、OPEC加盟国が原油価格の設定に他の通貨を採用する場合である。これは政治的に不可能でないとしても、その可能性は非常に低い。次に、GCC加盟国が海外投資の大規模かつ急激な改変を行い、ドル資産以外にシフトすることを決定する場合である。これもGCC加盟国自体にとって痛手となるため、その可能性は低い。ドル安とその外貨準備の増加（ある推定によれば2007年末までに3,300億ドルに達した）が理由となって、サウジアラビアの海外戦略に何らかの変化がもたらされるかもしれない。サウジアラビアが他のGCC加盟国、中国、ノルウェー、シンガポールの例にならば、政府投資ファンドを設立するかもしれないとの噂がある。しかし、これは比較的小規模なものになるだろう。その資本金は60億ドルと予想されている。これまでのところ、サウジの海外資産はサウジアラビア通貨庁（SAMA）が運用している。ほぼ確実に何らかの海外直接投資（FDI）を対象として部分的な分散投資が行われるものと思われるが、それは漸進的なものになる可能性が高い。サウジ政府が大規模な原油増産プログラムを開始しようとしていることから、外貨準備の管理は今後一層困難になるかもしれない。オイルダラーがさらに積み上がり、より低リスクの投資が必要になるだろう。対ドル固定相場制の廃止とドル資産からの決別は、積み上がる外貨準備の価値を保全するために重要な措置となるだろう。

#### 予算の要請

通貨を切り上げれば、リアル建てで設定された政府の輸出入が減少するという意見がある。それはその通りだが、これは複数の理由により懸念すべきではない。第1に、いつでも必

要があれば現存する巨額の準備金を利用できる。第2に、予見できる将来において、その必要はまず生じることがないと思われる。原油価格が高水準を維持し、しかも今後数年間継続するものと予想されるからである。原油価格は2008年の最初の週に100ドルに達した。政府による対ドルでの通貨切り上げは、政府の2勘定間における資産の入れ替え以上のものではない。必要があれば、そのプロセスを逆転させること、つまりリアルを切り下げることができる。いかなる時期においても適切な単一の政策というものは存在しない。

#### 輸出と海外直接投資

通貨切り上げは、国内輸出企業の競争力を低下させ、海外投資家にとってはFDIのコストを増加させる。これはその通りである。しかし、通貨切り上げは輸出企業および海外投資家の双方にとって輸入投入費を減少させ、海外投資家にとっては移転利益の価値を増加させる。輸出企業が輸出品の価格をドル建てで設定し続ける限り、その競争力は影響を受けない。現地通貨建てによる収入の価値は減少するかもしれないが、それは輸出需要の弾力性に依存する。輸出およびFDIに対する負の影響を理由として、通貨切り上げを税金とみなす向きもあるかもしれない。税金はしかし、FDIに影響する最も重要な要因とは思われない。IMFが行った調査によると、FDIに影響する最も重要な要因は、政治の安定性、マクロ経済の安定性、労働市場の柔軟性、法の執行である。

サウジアラビアでは2006年に非石油輸出とFDIは共にかなり増加したが、対GDPおよび対国際収支の比率はいずれもまだ非常に低い。サウジアラビア総合投資院（SAGIA）の推計によると、2006年のFDIは686億リアル（182億3,900万ドル）となり、前年比で+51%増加した。FDIの大部分は石油、ガス、石油化学製品に対する

ものである。また、非石油輸出もその大部分は石油化学製品である。2006年の非石油輸出総額774億リヤルのうち、石油化学製品は417億リヤルであった（53.7%）。これらの部門が、計画中のプロジェクトの完成後にさらなる投資を吸収できるかどうかは疑わしい。経済のさらなる多角化には、これよりもはるかに繊細な政策が必要である。現実には、サウジアラビアおよびGCC加盟国の大半は外国資本を必要としていない。これらの国々は多額の金融資本を海外に投資している。必要なのは外国のノウハウであり、それがFDIを必要とする理由である。金融資本の問題点は、その大部分を政府が所有していることにある。外貨準備のより多くを国内投資に振り向ければ、必然的に民間部門の成長が犠牲になるだけでなく、インフレがさらに加速

する可能性もある。外貨準備を外国に投資しなければならないのはこのためである。

#### インフレ

インフレはすべてのGCC加盟国で上昇しており、特にUAEとカタールが顕著である。インフレ率が価格上昇の速度を表すとすれば、インフレ率の変化率は価格の加速度と捉えることができよう。サウジアラビアのインフレ率（消費者物価指数の変化として測定）はGCC加盟国の中で最も低いが、その加速度は最も高い。サウジのインフレ率は2005年の0.7%から2006年には2.2%に上昇した。2007年12月の推定値は6.5%である。SAMAが実際のインフレ率を過小評価していると考えられる者は多い。表3にGCC加盟国の比較を示す。

表3 GCC加盟国の主要経済指標の推移

（単位：10億ドル）

	UAE		バーレーン		サウジアラビア		オマーン		カタール		クウェート	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
実質GDP成長率（%）	8.5	9.7	7.8	7.7	6.1	4.3	5.8	5.9	6.1	8.8	10.0	5.0
インフレ率	7.8	10.1	2.6	3.0	0.7	2.2	1.9	3.2	8.8	11.8	4.1	3.0
輸入（FOB）	71.1	88.9	7.6	9.0	54.6	60.7	8.0	10.2	9.1	12.4	15.7	16.7
輸出（FOB）	115.4	136.3	10.1	12.2	180.1	209.2	18.7	23.1	25.8	30.6	46.9	55.7
経常収支	26.5	26.1	1.6	2.0	90.0	95.4	4.7	5.6	10.7	10.0	32.6	44.1
経常収支の対GDP比率 <sup>1</sup>	20.0	16.1	11.8	12.7	28.9	27.6	15.4	16.2	25.4	18.9	40.4	45.8

<sup>1</sup>黒字または赤字の対GDP比率（時価ベース）

出所：表中の国についてはIMFによる『世界経済見通し』2007年4月、エコノミスト・インテリジェンス・ユニット（EIU）レポート2007年2月。但し、サウジアラビアについては中央統計情報局およびSAMAからデータを入手。

IMF/SAMA統計は、サウジ・リヤルの名目実効為替レート（NEER）と実質実効為替レート（REER）が共に下落していることを示している。2000年から2006年までに、リヤルは実質ベースで約20%下落した。上記の表2を参照されたい。

GCC加盟国のインフレおよびドル安への対応は一樣ではない。クウェートは、GCC加盟国

の通貨を安定化させるための共通通貨としてドルを使用するという2003年に合意したGCC関税同盟からの離脱を選択した。ドルが選択されたのは、GCC共通通貨を2010年までに導入するという合意の一環であった。クウェートは通貨バスケット制に逆戻りした。同国がインフレの抑制に成功したかどうかは疑問視されている。

おそらくは不十分であった。他の加盟国は対ドルでの一斉通貨切り上げを主張しているが、サウジアラビアがこれを拒否している。UAEとバーレーンが単独行動に対して消極的なのは、貿易だけでなくFDIや観光面でサウジアラビアとの経済関係が強固であることにより説明可能である。カタールは観光および金融サービス

部門でUAEと競合する関係のため、単独で通貨を切り上げることはないだろう。サウジアラビアとの経済関係が最も弱いオマーンは、通貨統合合意から脱退した。意外なことに、同国は通貨切り上げについては行わなかった。表4に、サウジアラビアと他のGCC加盟国間の貿易統計を示す。

表4 サウジのGCC加盟国との非石油貿易\*

(単位：百万リヤル)

国	2004			2005 <sup>†</sup>			2006 <sup>‡</sup>		
	輸入	輸出	差額	輸入	輸出	差額	輸入	輸出	差額
UAE	9,430	7,594	-1,836	12,473	8,695	-3,778	15,280	11,017	-4,263
バーレーン	5,707	2,065	-3,642	10,084	2,746	-7,338	11,990	3,268	-8,722
クウェート	864	4,041	3,177	999	4,392	3,393	929	4,779	3,850
カタール	1,041	1,933	892	762	2,627	1,865	1,081	3,735	2,654
オマーン	892	944	52	1,341	1,377	36	1,338	1,399	61
合計	17,934	16,577	-1,357	25,659	19,837	-5,822	30,618	24,198	-6,420

<sup>†</sup>改訂値

<sup>\*</sup>再輸出を含む

<sup>‡</sup>速報値

出所：経済企画省中央統計情報局

2010年に向けた次のステップについて合意が得られないことを踏まえ、いくつかの国は他の手段に訴えた。サウジアラビアは米、粉ミルク、飼料の輸入に対する補助金や貧困層への現物支給補助を増額した。サウジ政府は公務員の給与と年金について、期間3年の一時的な「インフレ手当」の増額を決定した。政府サービスの料金も一部、3年の期間限定で一時的に50%引き下げられた。ここで、なぜ補助金を3年間に限定するのかという疑問が出てくる。この疑問に対しては本稿の最後で回答したい。バーレーンもいくつかの補助金を導入した。オマーンは家賃統制を実施した。UAEは家賃統制を実施し、政府職員の給与を70%も引き上げた。これは「次善の策」理論の発現である。すなわち、最適な経済成果の達成を妨げる歪みが存在する場合、

より多くの歪みの導入が不可避ということだ。これは短期的には理解できるとしても、長期的には問題を悪化させる可能性がある。UAEによる公務員給与の大幅な引き上げについては、長期的な持続可能性が疑問となる。これは為替レートの調整をした場合よりも、将来の廃止が政治的に難しいかもしれない。公務員と民間の賃金格差が広がるにつれて、ストライキや賃上げ要求の拡大が予想される。あるいは、通貨切り上げが実施される場合にはすべての輸入財に等しく影響し、その便益は全国民に平等に行き渡る。

サウジ政府予算の増加は、政府には財政ルートを通じてインフレを抑制する意欲がないことを示している。通貨切り上げは実際のところ、インフレの国外要素と国内要素をとともに部分的

に抑制することに役立つ可能性がある。通貨切り上げは輸入コストを引き下げただけでなく、自国通貨建てでの政府収入の減少を通じて間接的に政府支出を制約するからである。

#### 共通通貨

2007年10月のサウジアラビアに関するIMFスタッフ・レポートを下記に引用する。これは通貨切り上げに対するサウジの立場を説明しているとしても、正当化するものではない。

理事会は、湾岸協力会議（GCC）の通貨統合が実現するまで現行制度を維持しつつ、将来の通貨統合の下での為替相場制度の選択については態度を保留するとの当局の決定について言及した。

サウジアラビアがなぜ通貨統合が実現する2010年まで待つことを望むのかは明らかでない。次のような論拠を推測してみるほかない。まず、原油価格の上昇と石油収入の増加は少なくとも部分的にドル安の影響を相殺する。第2に、ドルのジレンマが続かなければ、ドルのポジションはいずれ改善することになる。第3に、インフレ環境は一般には懸念されるが、それほど悪いものでもない。このような論法には同意しかねるのだが、それには次の理由がある。まず、多くのアナリストは米経済の不振が続くと予想している。選挙の年に米経済が低迷すると、FRB(連邦準備銀行)はたいてい政府の圧力に屈して利下げを実施することが観察されてきた。ベン・バーナンキFRB総裁を含む多くのアナリストは、2008年の米経済の見通しを楽観視していない。従って、米国では少なくとも2008年中にあと1度または2度の利下げが行われ、その結果ドル安がさらに進むと予想すべきである。すでに、比較的大幅な利下げが2008年1月22日に実施されている。フェデラル・ファン

ド・レートは75ベース・ポイント引き下げられて3.75%となった。また、公定歩合も75ベース・ポイント引き下げられて4.0%となった。インフレの輸入要素は増大するだろう。しかし、米金利が低下するにつれてサウジ金利も低下し、事態はさらに悪化すると思われる。第2に、中国は米国、欧州、そして日本から、投資と輸出を減らし、人民元の上昇を許し、消費を増やすことにより成長率を引き下げてリバランスするよう圧力を受けている。中国がリバランスの要求に応じれば、代価が生じることになる。中国は消費欲が旺盛であり、また同国が貿易財の輸出を減らすにつれて、インフレが諸外国には輸出されることになる。中国はサウジアラビアに対して第2位の輸出国であり、サウジの輸入における同国のシェアは過去数年間着実に増加している。さらに、中国のリバランスが同国の石油需要にどう影響するかはわかっていない。何らかの理由により中国の石油需要が減少すれば、原油価格が下落し、リヤルに圧力がかかり、インフレの輸入要素がさらに増大するだろう。第3に、GCC加盟国の経済指標、特にインフレ率が異なれば、通貨統合に向けての収束がより困難になってくる。上記で説明したすべての要因を踏まえれば、新しい制度の選択を通貨統合が開始されるまで遅らせることはできない。

#### 為替相場制の選択基準

為替相場制を選択する場合には、経済学の文献では「不可能な三位一体(impossible trio)」として知られる困難さが伴われる。なぜなら、固定相場制と自由な資本移動と自立的な金融政策を同時に成立させることは、いかなる国であっても不可能である。国家はこの3つのうちの2つを選択しなければならない。IMFの『世界経済見通し』(1997年)には、開発途上国による為替相場制の選択について6つの基準がまとめられている。固定相場制が望ましいのは、国の経

济規模が小さくかつ GDP に対する貿易の比率が高く、貿易相手国と比較してインフレ率が低く、労働市場の柔軟性が高く、金融市場の発展水準が低く、政策立案者の信認（クレディビリティ）が低く、資本移動に対する経済の開放性が低い場合である。逆の場合には、変動相場制が望ましい。開発途上国がこの6つの基準をすべて高度に満たすことは不可能ではなくとも非常に稀である。従って、望ましい政策は厳格な固定相場制と自由な変動相場制という両極端の間のどこかに位置せざるを得ない。上記の IMF による6つの基準は、どの程度サウジアラビアに当てはまるのだろうか。

#### GDP の規模と経済の開放性

サウジアラビアは GCC 加盟国のみならず全アラブ諸国の中でも最大の GDP を有するが、それでも世界的に見れば中所得国である。より重要なことに、サウジ経済はまだ多角化が十分に進んでいない。石油部門の貢献度は2001年の37.6%から2006年には54.6%に増加している。政府部門の貢献度は同時期に21.9%から16.6%に減少した。両部門とも原油輸出を大きな原動力としていることはいうまでもない。民間部門の貢献度は同時期に40.5%から28.8%に減少している。民間部門の平均年間成長率がおよそ5.9%となっているにもかかわらず、である。サウジ経済は他国の経済と比べて開放性が高い。1990年から2006年までの財およびサービスの貿易額の GDP に対する平均比率は79.1%となっており、これに対して米国は23.5%、英国は79.6%、ドイツは55.3%、トルコは49.2%、日本は25.2%、中国は44.7%である（IMF 広報誌、国際金融統計2006年5月/SAMA 年次報告書2007を参照）。この高い開放性と原油中心の輸出は、サウジ経済が国際原油市場に起因する現実的な外的ショックに対して非常に脆弱であることを意味する。つまり単一商品への集中を表し

ているが、原油の販売は1国に集中していない。これは単一通貨に対する固定相場制を支持する議論を弱めるものだ。しかし、原油市場が安定していても、米金利が大きく変動したり、その変動がより頻繁に起きたりすれば、サウジ経済は別の外的ショックにさらされる。金利が国内の経済状況が必要とする方向とは正反対に動くことがある。ほとんどの年において、石油ショックの影響は金利ショックの影響を大きく上回る。政府支出が国内の流動性に及ぼす影響が、銀行信用へのそれよりもずっと大きいからである。この1年間にわたって見られたように、両タイプのショックの同時発生が認められることは大いにあり得る。政府が他の通貨または資産（例えば金）に自国通貨を固定することによって難を避けようとする場合、後者が望まれる安定性を保証するに足るほど安定していることが前提となる。その前提が成立しない場合には政策を見直すべきである。

#### インフレ

サウジアラビアのケースでは、固定為替相場制は国内および国外双方のインフレに対する免疫をもたらさないことが判明している。一方ではプログラムを追求するという政府の決断が、他方ではドル安が、共にインフレをさらに悪化させている。SAMA の報告によると、国内政府支出の国内流動性に対する貢献は、銀行システムが提供する国内信用のそれを大幅に上回る（付録の図2を参照）。固定相場制が金融政策とインフレに規律をもたらすという一般通念は、政府が非常に収益性の高い経済上の資源を支配しており、その資源が特に政府支出の、そして経済全体の主な原動力となっている場合には、拒絶されないまでも、再考されるべきである。このように収益性の高い資源を支配していることで、そうでなければ防衛不能な為替レートを防衛することが政府に可能となる。さらに、国



内金利がドル金利に固定されている限り、国内の金融政策は受動的なものとなる。固定相場制がマネーサプライにもたらすといわれる規律は現実には外部の力に委ねられるが、その力に規律があるとは限らないわけだ。上述のとおり、すでにかなり詳しく、サウジアラビアのインフレ率が上昇し続けるという予想の理由を説明した。インフレ率が現在より低かった時期においてさえ、現行の政策は REER(実質実効為替レート)の安定化にはあまり役に立たなかった。価値が下落しつつある通貨に対する厳格な固定相場制がその単純な理由である。

#### 労働市場の柔軟性

サウジアラビアでは、外国人人口と外国人労働力の規模が比較的大きい。2006年の総人口2,368万人のうち、外国人は641万人(27.1%)であった。民間部門の労働力人口の規模は560万人であった。このうちサウジ人は12.8%にすぎず、非サウジ人が87.2%だった。サウジ人労働者の大部分は政府部門に雇用されている。民間部門にサウジ化を強制する政策はいくつかの難題に直面し、政府はこの政策を緩和することになった。政府は引き続き、民間部門で新たに雇用されるサウジ人の訓練プログラムを助成している。

サウジ人の公務員の最低給与は1,732リヤル(462ドル)である。これは2006年の民間部門の平均月給1,384リヤル(369ドル)を上回る。さらに、政府部門の労働時間は週35時間であるが、民間部門では48時間だ。雇用の安定という点でも、サウジ人にとっては民間部門よりも公務員の方がずっと有利である。サウジ人のほとんどが行政分野で働く傾向があるのは当然といえよう。低賃金と長時間労働は共に、民間部門の方が労働の費用効率が低いことを意味している。サウジアラビアにはまだ最低賃金がなく、政府はより多くの外国労働者を受け入れる開放的な政策を継続している。この意味では、サウジの労働

市場は柔軟である。しかし、好景気にもかかわらず、サウジ人の失業率は過去数年間上昇し続けているのだ。2006年の数値は12.02%であった。サウジ人労働者の期待賃金は通常、外国人労働者のそれを大幅に上回る。これが最低賃金法の整備が公に求められる理由のひとつとなっている。サウジ人と非サウジ人の賃金格差と高い中途退学率は、構造的失業の徴候である。この意味では、サウジの労働市場は柔軟性を欠く。この点で為替レート政策は、それによって輸入投入費が大幅に削減されない限り、サウジ人失業者にはそれほど役に立たないかもしれない。この政策がサウジ人労働者の外国人労働者に対する相対的競争力にもたらすと予想されるポジティブな効果は、外国人労働者の名目賃金が減少しない場合のみ実現可能である。

#### 金融の発達度

サウジアラビアの銀行部門は SAMA により厳しく監督されており、銀行は高い自己資本比率を維持している。2007年の平均比率は21.8%であった。これは GCC 加盟国中最も高いものだ。SAMA はバーゼル II (新 BIS 規制)の規則を2008年中に実施する用意があると発表した。銀行部門の収益は過去20年間非常に高かったため、外国銀行にとってサウジ市場への参入は魅力的であった。しかし、ここ2年間で事態は変化しており、銀行は大幅な減益を報告している。減益は3つの理由による。まず、政府の石油収入の大幅な増加は、政府による銀行からの借入の大幅な減少を意味する。銀行はその最良かつ最大の顧客との取引のうち、かなりの部分を失った。それだけでなく、政府が急ピッチで債務を返済しているため、銀行は資産の縮小と過剰準備の増加に直面している。これを受けて、アルラジヒ銀行やナショナル・コマーシャル銀行(NCB)等の数行は外国に投資するようになった。第2に、2006年2月25日に始まった株式市

場の暴落により、アラブ世界で最も活発な株式市場から銀行が得ていた手数料が減少した。第3に、サウジの金利はドル金利にリンクされているため、後者の継続的低下は多くの場合、前者においても同様の低下をもたらす。これが銀行収入の減少に貢献している。銀行部門の業績が景気循環と反対方向に動くというのは興味深い現象である。それにもかかわらず、サウジの銀行部門は開発途上国のそれとしては最も健全な部類に入る。

### 政策立案者の信認

SAMAの政策立案者は極度にリスク回避的である。リアル高を狙ったものであれリアル安を狙ったものであれ、投機の動きに対しては毎回、過度なまでにリアル・ドル為替レートを防衛してきた。1986年以来厳格に維持されている為替レートは、変化に対する抵抗の一例にすぎない。SAMA 副総裁はしかし、スイスのダボス

で2008年1月に開催された世界経済フォーラムにおいて、深刻なドル安が続けばサウジ政府はドル政策を変更する可能性があることを示唆したのである。ドル安がまだ十分に進んでいないかのようだ。さらに、公的債務はすべて国内債務であるため、その側面からの外的圧力はない。現在、政府が石油収入の急増に助けられてその債務のほとんどを返済しつつある一方、巨額の外貨準備もまだ存在する（表5に公的債務と財政赤字の対GDP比率を示す）。信認は今のところ大いに強化されている。先に説明した通り、信認には代償が伴う。実質経済成長率は長年にわたって非常に低水準またはマイナスとなっている。また、ここではSAMAの業務規定が公開されていないという点も重要である。通貨供給量がターゲットなのか、それともインフレ率がターゲットなのかは明らかでない。SAMAは非常に堅実な組織だと述べる観測筋がある一方、非常に硬直的だという向きもある。

表5 公的債務と財政赤字の対GDP比率

年	GDP(百万リアル)	赤字/GDP(%)	債務/GDP(%)
2002	707,100	-2.9	-97
2003	804,600	+4.5	-82.05
2004	938,771	+11.4	-65.05
2005	1,182,514	+18.4	-38.9
2006	1,307,522 <sup>P</sup>	+22.4	-27.9

P: 速報値

出所: 各種 SAMA 年次報告書

www.sama.gov.sa

### 資本の移動

固定為替相場制に固執する一方で金融政策の自立性を放棄しているサウジアラビアは、資本の移動について数量規制を一切課していない。海外直接投資は主に資本参加の形をとるが、SABIC(政府が70%保有する石油化学企業)等の準政府機関は外国銀行からの多額の債務を抱え

ている。サウジ株式市場への外国人による直接参加はサウジ居住者に限定されている。但し外国からの間接的参加は、国内銀行が運用するオープンエンド型ファンドを通じて可能である。一般の人々が購入できる国債または社債は存在しない。国債は銀行部門および政府の年金基金と社会保障基金により所有されているが、

市場での譲渡はできない。国内銀行は在外預金を受け入れている。

サウジ資本市場が相対的に閉鎖的であるため、経済は国内外双方の混乱から保護されている。数々の金融危機——メキシコ（1994年）、東南アジア（1997～1998年）、ロシア（1998年春）、ブラジル（1998年秋）——はサウジ資本市場には伝染しなかった。しかし、アジア危機は間接的にサウジ経済（および他の石油輸出国）の交易条件に重大な伝染効果をもたらした。1998年に原油価格が35%下落したからである（付録の表1を参照）。財政赤字の増加を緩和するために政府がリヤルを引き下げると予想した人は多かった。政府はリヤルを防衛したが、国外への資本逃避は起きなかった。

2006年2月25日に国内株式市場が暴落した際にも、その影響は同じく限定的だった。同市場がその後の数ヶ月間で資本価値の約50%を失ったという事実にもかかわらず、この暴落は経済の他の部門にはあまり影響を与えなかったようだ。この暴落はもちろん、敗者から勝者への巨額の富の再配分という結果をもたらした。政府はこの暴落の後に初めて、市場を後押しする試みとして国内の外国人労働者による株式市場への参加を認めた。これは遅すぎた。ほとんどの参加者は他の形の貯蓄を現金化して市場に投機していたようだ。暴落のマクロ経済面での唯一の識別可能な影響は、個人消費の伸び率が2005年の9.5%から2006年には6.5%に低下したことである。市場指数は再び上昇を始めているが、暴落は実業家の経済に対する信頼感には影響しなかったようで、起業件数とIPOの規模は増大している。資本市場の発達不足は呪いではなく、祝福の源であることがわかった。資本市場と為替相場政策に導入される変化はいかなるものであれ、より幅広い投機を助長するものであってはならないということは、いくら強調してもし過ぎるといことがない。中国は欧米の青写真

に忠実に従うことによって急速に成長し、世界経済における現在の地位を獲得したのではなかった。

#### 為替相場制の選択肢

為替相場制には様々な種類が存在する。我々は、サウジのケースに比較的関連性があると思われるものに議論を限定する。この議論は、リヤルをドルに固定させる現行の政策をほとんどあるいはまったく支持しない。何らかの形の変動為替相場制に移行する国が世界中で増えている。経済全体、そして特に政府予算が単一資源の輸出に高度に依存している国において為替相場問題が重要になるのは、インフレの懸念だけが理由ではなく、より一般的に、それが経済全体の安定化に関連するからである。新しい政策は、インフレに影響される所得配分の問題に注意を払いつつ、経済の実質成長率を安定させることを目的とすべきである。非石油民間部門の成長を常に重要な目的の一つとすべきである。石油収入とそれに基づく政府支出が今後も長年にわたって経済の主な原動力であり続けると予想されるため、そうした収入を（国内通貨建てで）安定させることを第一の目的とし、それによって他の目的の達成を促進すべきである。この目的から必要となるのは、プラスおよびマイナス双方の外部石油ショックを吸収するのに十分な柔軟性を備えた為替相場政策である。現状維持ではこれらの目的を達成することはできない。予測できる将来においてはドル安がさらに進むと予想されるため、インフレの輸入要素が増大する可能性がある。現在の固定相場制は過去長年にわたり、双子の赤字の爆発的増加と実質経済成長率の低迷に貢献してきた。現在は、政府による巨額の散財に貢献している。

第2の選択肢は、調整可能な対ドル固定相場制である。これはもちろん、他の通貨に対してモリヤルが切り上がることを意味する。インフ

レの下落幅は切り上げの規模に依存する。有意義なものとするには、切り上げ幅は20～25%程度とある程度大きくしなければならない。ドル安がさらに進む可能性があるからである。切り上げは低中所得世帯の補助を直接的な目的とすべきである。これは裁量的補助金よりも優れた代替策であり、あるいは少なくとも非常に優れた補完策になると思われる。通貨切り上げをたった1回で完了させる必要はない。分散した形で、日付と規模を事前に発表した上で行うことも可能である。しかし、米金利がさらに低下しドル安が進むようであれば、このプロセスは迅速に行うべきだ。この段階的切り上げ策は、輸出企業の調整を容易にするものと期待される。望まれる変化を完了させるには、6ヵ月～1年以上はかからないはずだ。しかし通貨切り上げは実質金利を上昇させるので、当面の間、資産運用を目的とする外国資本の流入が助長されるかもしれない。そうした事態を防ぐため、外国資本に対する一時的な規制を導入してもよい。先に述べた通り、通貨切り上げは総合的に見てFDIに悪影響を与えないと予想される。調整可能固定相場制の難点は、調整が終われば、後は通常の固定相場制と同じ問題が出てくることである。すなわち、金融政策が外部の力に委ねられ、自国通貨が投機の標的になりうることは変わらない。従って、これは望ましい選択肢ではないかもしれない。

第3の選択肢は、通貨バスケットに対する管理フロート制である。これにより、上記に概要を述べた政策目的を達成する上で政策立案者はさらにもっと柔軟に行動でき、為替レートの変更も変更可能固定相場制ほど恣意的ものではなくなる。リアル相場は原油価格の低下局面では下がり、原油価格の上昇局面では上がるべきである。これは、為替レートを厳密に原油価格に固定させるべきだという意味ではない。そうなれば為替レートの変動性が高まる可能性がある

からだ。しかしこれは間違いなく、原油価格が為替相場政策に関連性のある要素のひとつであることを意味している。管理フロート制をとれば、政府は金融政策だけでなく財政政策の実施においてもより柔軟に行動できる。特に、不況時に財政政策（財政赤字）が民間投資をクラウドイング・アウトする可能性が軽減される。管理プロセスの恣意性を低めるため、SAMAは経済に対する外貨の競売人の役を務めてもよい。外貨の供給と需要は政府部門と銀行を含む民間部門の両方から生じるかもしれないが、政府が最大の供給者かつ需要者になるだろう。しかし、民間部門の国際収支はたいてい赤字であるため（付録の図2を参照）、民間部門は総合すると需要者となる。このため、政府は外為市場におけるプライス・リーダーという特異な立場に置かれる。原油価格が急落し政府の外貨供給が不足する不況時には、政府はその外貨に対して可能な限り「高い」価格を要求したくなるだろう。これはリアルの切り下げを意味する。原油価格の上昇局面では逆のことが起きる。過剰なオーバーシュートを防ぐため、政府は競売に上限と下限のバンドを設定してもよい。これは、望まれる財政赤字または黒字の貨幣化の規模に依存する。外貨の競売は、マネーサプライと為替レートを同時に調整する公開市場操作ツールとして機能する。さらに、恣意的に設定される金利の相対的な重要性が低下する。金利から為替レートに至る通常の因果関係は多少反転する。さらに進んでマネーサプライのすべてを損益分配ベースで競売にかければ、金利の恣意性を排除することができる。これにはもちろん、まったく新しい一連の金融商品の設計が必要となる。

ここでひとつ疑問が出てくる。サウジ当局が近い将来に現行の為替相場制度を変更する可能性は、どれくらいあるのだろうか。先に言及した一時的な給与および補助金増額の3年という期間がヒントになる。これはサウジ政府が、公

式に2010年と宣言されている GCC 通貨統合の開始まで、現行の為替相場政策には一切変更を加えないとの決意を固めていることを意味する。通貨統合が2010年に実施されるとすれば、それは年初ではなく年末近くになるだろう。ここには、インフレ対策に関して他の GCC 加盟国が追随すべきメッセージがある。しかし、その間に米経済が深刻な景気後退に陥りドル安がさらに進めば、リアル・ドル為替レートの変更は非常に小幅なものになると予想される。しかし長期的には変更は不可避であり、それは相当な規模になるはずだ。

為替相場政策はより包括的な一連の政策ツールの一部でなければならない。これを心に留めておくことが非常に重要である。管理フロート制はまた、個別の GCC 加盟国にとっても、意図されている通貨統合が実現するならばその統合にとっても有益だと考えられている。良い政策とは、不況時のコストを最小化し、好況時の利

益を最大化するための柔軟性を備えた政策である。

### 結論

サウジ経済は非常に硬直的な対ドル為替相場政策の結果、1980年代から1990年代にかけて成長率の低迷および双子の赤字の増大という大きな代償を払ってきた。ここ5年間で原油価格が改善し始め、政府が巨額の散財を行うにつれて、経済はインフレの加速という追加的な代償を払いつつある。たとえあったとしても現状維持を支持する論拠にはほとんど正当性がない。経済が政府支出に高度に依存し、政府支出が単一資源の輸出に大きく影響される国においては、為替相場政策はインフレの輸入要素との戦いを大きく超え、インフレを含む経済全体の安定化に関連する。現行の政策制度から、通貨バスケットを対象とする変動為替相場制への変更が推奨される。

## 付録

図1 実質原油価格

基準年=1970年

米ドル・バレル当たり

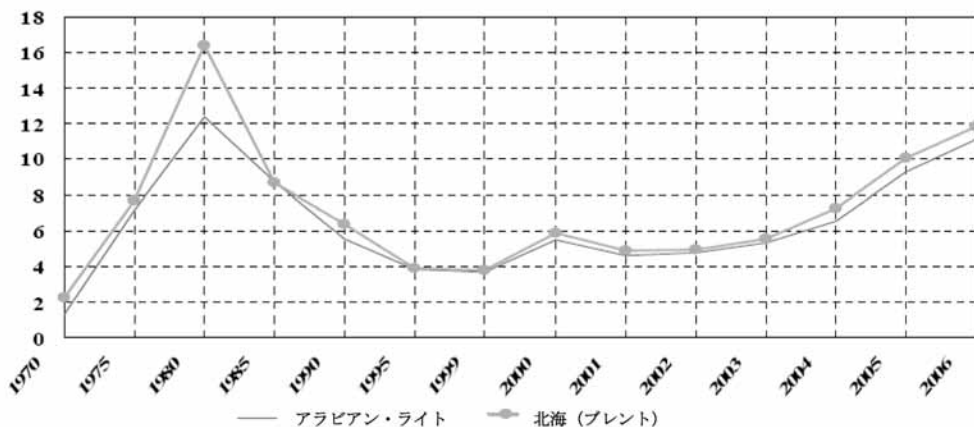


表1 名目原油価格と実質原油価格  
(基準年: 1970年)

(米ドル・バレル当たり)

年	名目原油価格		実質原油価格*	
	アラビアン・ ライト	北海 (ブレント)	アラビアン・ ライト	北海 (ブレント)
1970	1.30	2.23	1.30	2.23
1971	1.65	3.21	1.57	3.05
1972	1.90	3.61	1.73	3.28
1973	2.70	4.25	2.28	3.58
1974	9.76	12.93	7.27	9.63
1975	10.72	11.50	7.18	7.70
1976	11.51	13.14	7.11	8.11
1977	12.40	14.31	7.05	8.14
1978	12.70	14.26	6.73	7.56
1979	17.26	32.11	8.37	15.57
1980	28.67	37.89	12.40	16.39
1981	34.23	36.68	13.44	14.40
1982	31.74	33.42	11.58	12.19
1983	28.77	29.83	9.98	10.34
1984	28.06	28.80	9.29	9.54
1985	27.54	27.33	8.76	8.69
1986	13.73	14.50	4.26	4.50
1987	17.23	18.34	5.20	5.53
1988	13.40	14.97	3.91	4.37
1989	16.21	18.22	4.53	5.09
1990	20.82	23.99	5.54	6.38
1991	17.43	19.99	4.44	5.10
1992	17.94	19.33	4.44	4.79
1993	15.68	17.00	3.78	4.10
1994	15.39	15.80	3.63	3.72
1995	16.73	17.01	3.85	3.91
1996	19.91	20.70	4.48	4.65
1997	18.71	19.06	4.12	4.20
1998	12.20	12.71	2.61	2.72
1999	17.45	17.91	3.68	3.78
2000	26.81	28.44	5.53	5.87
2001	23.06	24.46	4.62	4.90
2002	24.32	25.03	4.79	4.93
2003	27.69	28.81	5.35	5.56
2004	34.53	38.23	6.54	7.24
2005	50.15	54.37	9.31	10.09
2006	61.05	65.14	11.10	11.84

\* 実質価格は先進諸国の消費者物価指数を用いて計算されている。

出所: 1 - IMF, 国際金融統計書 (IFS),

2 - OPEC。

表2 政府の歳入と歳出（実績）

（百万リヤル）

年	歳入			歳出			収支 （実績）	収支の 対 GDP 比率
	石油収入	その他の 収入	合計	経常支出	資本支出	合計		
1389/90 (1969)	5,119	549	5,668	3,583	2,175	6,028	-360	-1.8
1390/91 (1970)	7,122	818	7,940	3,989	2,304	6,293	1,647	7.3
1391/92 (1971)	9,685	1,435	11,120	4,756	3,374	8,130	2,990	9.8
1392/93 (1972)	13,480	1,888	15,368	5,654	4,504	10,158	5,210	13.6
1393/94 (1973)	39,285	2,420	41,705	8,470	10,125	18,595	23,110	43.2
1394/95 (1974)	94,190	5,913	100,103	15,207	19,832	35,039	65,064	40.7
1395/96 (1975)	93,481	9,903	103,384	37,931	43,304	81,235	22,149	13.5
1396/97 (1976)	121,191	14,766	135,957	73,621	54,652	128,273	7,684	3.4
1397/98 (1977)	114,042	16,617	130,659	71,417	66,631	138,048	-7,389	-2.8
1398/99 (1978)	115,078	16,427	131,505	84,388	64,484	147,972	-16,467	-6.0
1399/00 (1979)	189,295	21,901	211,196	102,447	83,277	185,724	25,472	6.8
1400/01 (1980)	319,305	28,795	348,100	132,661	104,094	236,755	111,345	20.4
1401/02 (1981)	328,594	39,412	368,006	113,636	171,014	284,650	83,356	13.4
1402/03 (1982)	186,006	60,176	246,182	102,248	142,664	244,912	1,270	0.2
1403/04 (1983)	145,123	61,296	206,419	124,052	106,134	230,186	-23,767	-5.3
1404/05 (1984)	121,348	50,161	171,509	121,696	94,667	216,363	-44,854	-10.7
1405/16 (1985)	88,425	45,140	133,565	119,865	64,139	184,004	-50,439	-13.4
1406/07 (1986)	42,464	34,034	76,498	98,894	38,528	137,422	-60,924	-18.9
1407/08 (1987)	67,405	36,406	103,811	134,419	50,500	184,919	-81,108	-25.3
1408/09 (1988)	48,400	36,200	84,600	116,283	24,573	140,856	-56,256	-17.0
1409/10 (1989)	75,900	38,700	114,600	118,303	36,567	154,870	-40,270	-11.3
(1990 & 1991)* 1401/11 & 1411/12	246,297	70,342	316,639	377,205	110,220	487,425	-170,786	-18.4
1412/13 (1992)	128,790	40,857	169,647	162,350	76,637	238,987	-69,340	-13.6
1413/14 (1993)	105,976	35,469	141,445	184,878	3,012	187,890	-46,445	-9.4
1414/15 (1994)	95,505	33,486	128,991	161,380	2,396	163,776	-34,785	-6.9
1415/16 (1995)	105,728	40,772	146,500	148,776	25,167	173,943	-27,443	-5.1
1416/17 (1996)	135,982	43,103	179,085	171,258	26,859	198,117	-19,032	-3.2
1417/18 (1997)	159,985	45,515	205,500	218,880	2,392	221,272	-15,772	-2.6
1418/19 (1998)	79,998	61,610	141,608	171,163	18,897	190,060	-48,452	-8.9
1419/20 (1999)	104,447	43,007	147,454	167,195	16,646	183,841	-36,387	-6.0
1420/21 (2000)**	214,424	43,641	258,065	216,958	18,364	235,322	22,743	3.2
1421/22 (2001)	183,915	44,244	228,159	223,508	31,632	255,140	-26,981	-3.9
1422/23 (2002)**	166,100	46,900	213,000	203,500	30,000	233,500	-20,500	-2.9
1423/24 (2003)	231,000	62,000	293,000	223,530	33,470	257,000	36,000	4.5
1424/25 (2004)**	330,000	62,291	392,291	247,649	37,551	285,200	107,091	11.4
1425/26 (2005)	504,540	59,795	564,335	284,173	62,301	346,474	217,861	18.4
1426/27 (2006)	604,470	696,212	673,682	322,411	70,911	393,322	289,748***	22.2

\*1411/12 (1991) 年度の予算配分は1410/11 (1990) 年度予算に編入された。

\*\*13ヵ月分の給与が支払われた。

\*\*\*SAMA に開設した2 勘定から支出され、1424/25年度および1425/26年度の剰余金からの予算配分の下で認められた追加事業の実施のために配分された93億8,800万リヤルを含む。

注：

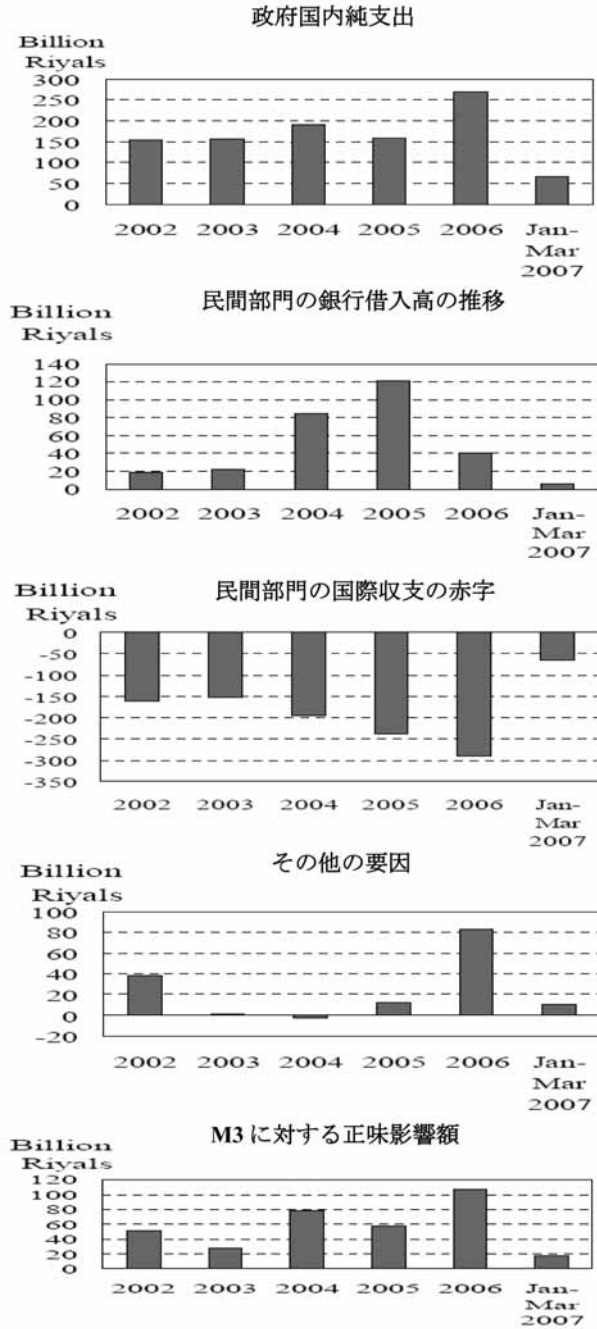
・1409/08 (1987) 年度から、サウジアラビア王国の会計年度は十二宮年磨羯宮の10日に始まる。

・1405/06 (1985) 年度までの会計年度はラジャブ月1日からジュマドII 月末までである。

出所：財務省

図2 M3の変動要因

(単位：10億リヤル)



注：本稿の図表はすべて SAMA ウェブサイト上の第43期年次報告（2007年）から引用した。  
 但し、原油価格の推移を示した付録の表1は、SAMA 第42期年次報告の統計に関する章から引用した。

（この報告は、競輪の補助金を受けて作成されたものです）