

CONFIDENTIAL

INTERNAL USE ONLY

ケニアとウガンダのマクロ経済 および債務持続性の見通しに 関する評価

要約

MARCH 2010

独立行政法人
国際協力機構(JICA)

Centennial Group Holdings, LLC

JICA LIBRARY



1200019 [6]

407
38.9
AFD

LIBRARY

ア	フ
CR(10)	
10-012	

取扱注意

内部限

ケニアとウガンダのマクロ経済 および債務持続性の見通しに 関する評価

要約

I. ケニア

1. 長期の停滞の後、ケニアは、2003年～2007年にかけて成長率が加速し、目覚ましい経済回復を遂げた。この回復は、セクターに偏らず、安定的な政治環境とマクロ経済、スピードは遅いものの着実に進む構造改革（特に公的資金管理、民営化および規制改革）を土台としたものである。その成長は、GDPに対する貯蓄・投資比率の上昇、輸出の増加、観光収入の増加および民間部門の対内送金、海外直接投資（FDI）の流入の増加を伴ったものである。また、ケニアは、その公的対外債務の返済（ネット返済超）を進めつつ、公的な対外準備を増加させた。タンザニアやウガンダなどの近隣諸国とは異なり、この目覚ましい経済成長は、債務免除や対外支援にほとんど依存せずに、達成したものである（そもそもドナーは腐敗の拡大について懸念を持ち続けていることから対外支援が少ない）。
2. 残念なことに、2007年12月の大統領選挙の直後、ケニア経済は、内外両方のショックの影響を受けた。選挙結果に関する紛争が、深刻な経済混乱を引き起こすような暴力の連鎖によって象徴されるような政治危機につながった。また、少雨が深刻な干ばつにつながり、それが農業生産の急減、畜産部門への打撃となった。結果として、国際金融危機と経済減速が輸出、観光収入、国内向け送金および資本流入（特に国外直接投資）の減少につながった。これらのショックは、GDP対比でみた貯蓄・投資の急激な低下、海外経常収支、外貨準備の悪化にあらわれた。燃料および食糧価格の上昇、対外的な交易条件の悪化が、結果として、インフレ率（干ばつの影響に既往の金融緩和の影響の遅行性によってすでに悪化していたところに）が、2ケタの水準に達する圧力となった。
3. これまでのところ、国際金融危機の銀行システムおよび資本市場への影響は軽微なものにとどまっている。2002年～2008年の間、当局は、銀行セクターの財務基盤の強化に成功した。銀行資本は、最低限求められるレベル（8%）を優に超えており、貸付に占める不良債権の比率も低下している。もっとも、輸出・観光セクターとの取引のウエイトが高い銀行の貸付ポートフォリオの質は、幾分、悪化する見込みである。経済状況の悪化の影響が、これまで発表された銀行関係のデータにはまだ反



映されていないものの、2008年中にみられた改善の効果から、将来の厳しい環境にも耐えうる能力を銀行セクターは強化したようにうかがわれる。資本市場においては、投資家のマインドが後退したことを受けて、株価は、2008年後半に40%下落した。ナイロビの外国為替市場については、おおむね主要な外国為替市場の動向に沿った動きが続いているが、幾つかの株式ブローカー間の不正の申し立ての影響も受けている。特に2008年の第4四半期には、外国投資家が株式市場から退出する動きがみられた。もっとも、最近の株価は上昇基調にある。

4. 連立政権が発足して暫くの時間が経過したが、政権内部の対立によって、憲法改正や選挙後の混乱に関する主要な政治家の説明責任の問題などに関する意思決定が止まっているように窺われる。こうした状況と腐敗に関する懸念から生じる不確実性によって、ケニアは、経済回復戦略と公的投資プログラムに対する外国のドナーの支援を受けることを困難なものにしている。また、ソマリアにおける地域間紛争やスーダンにおける同様の紛争のリスクがケニアの政治状況にも影を落としている。ソマリアの紛争については、ケニア国内で不足気味の食糧および薪の供給を途絶させ、治安を悪化させる難民および武装勢力の流入の増加につながる可能性がある。スーダンについては、ケニアからの生産物、農産物の輸出が停止する可能性がある。

5. 経済面に関しては、当局は幾つかの課題に直面している。

- 経済が悪化し、国内貯蓄・投資が減速する中で、医療、教育、主要インフラおよび干ばつと選挙後の混乱によって影響を受けた地域に対する救済策に対する公的支出を早期に増加させる必要がある。不幸なことに、原資が二つの理由から不足している。まず、2009/2010年の経済減速を受けて、税率もしくはその他の課金の率を上げることは慎重になるべきだと考えられた。事実、幾つかの課金や税率は低下し、幾つかの穀物はVATを減免された。二つ目にケニアの資金需要にみあうような巨額の外国資金援助のコミットメントが全くなされなかった。
- 既往のインフレ圧力が、最近数カ月の為替減価によってさらに高じており、金融当局は二つの矛盾する目的を解決するように取り組む必要が生じている。すなわち、景気回復のための刺激策とインフレ圧力を減じることである。財政赤

字の増加と、その結果としての国内公的債務の増加によってこの問題は一層、難しいものとなっている。

- 連立政権は、より積極的に幾つかの課題に協調して努力する必要がある。この中には、高いレベルで腐敗の問題に対して一層信頼できる対応をすること、民営化プログラムを促進すること、投資家の信頼を高め、事業を実施するコストを低減するための規制改革の実施が含まれる。

6. 国内の市民活動グループや責任感のある政治家、アフリカの指導者および国際社会によって、より協調的なチームを構成するように連立政権にはたらきかけることができれば、ケニアは新たな目覚ましい経済回復の段階に移行することができる可能性がある。こうした回復の可能性があると考える背景には以下のことがある。

- 2003年～2007年にみられた政治的安定期と同様に、停滞している構造改革の実行が進み始める可能性がある。
- 政治的な安定の進展とともに信頼が回復し、それが海外直接投資の流入や対内民間送金、観光収入の回復につながる可能性がある。
- ドナー側の支援のコミットに対する後ろ向きの姿勢は、幾分和らぐと考えられる。腐敗への対応策が実施されれば、そうした傾向はより明らかになるであろう。事実、もし、幾つかのドナーが公的部門のプロジェクト管理に関する領域にキャパビルや技術支援のための必要な援助を提供することを初期段階で行えば、インフラプロジェクトを進める際の主要なボトルネックを減少させる進展が見られると期待される（例えば、主要なインフラプロジェクトに関する評価、調達、実行および監視などである。）。
- 輸出や歳入の対GDP比でみて、ケニアの対外債務残高（現在価値で見て）および債務支払い額は、比較的低い水準にある（事実、IMF/IDAのDSAで利用される主要な指標のための関連するCPIA基準の閾値を大きく下回っている）。それゆえに、特に増加する資金を生産的に利用する機構的な能力が整備された場合に、ドナーには、譲許的な貸付を提供する十分な余地が確実にある。

7. 国際金融危機、経済悪化の深刻さ、その長さを踏まえると、ケニアの中長期の見通しは、ケニア当局及びIMFによって頻繁に改定されなければならなかった。当初、

ケニア政府は、Vision2030 計画に基づいて野心的な投資プログラムを策定していた。これによれば、2012/2013 財政年度までに 10%成長を達成するために、GDP・投資比率を同年度までに 32.6%、GDP・貯蓄比率を 27.7%まで引き上げることを目指していた。インプリシット ICOR は、民間セクターの開発を目的とするインフラ投資や構造改革を受けて生産性が上昇することを見込んで 3.3 と設定されていた。対外経常赤字は、同じ期間中に 2%ポイント低下し、5%になると見込まれていた。インフレ率は 2009/2010 年までに 5%に低下すると考えられていた。ケニア政府は、選挙後の混乱、干ばつおよび国際経済危機のケニア経済に対する影響を評価した後、より現実的なマクロ予測を作成した。これによると、GDP 比貯蓄率は 19%、投資比率は 23.3%と低下し、経済成長率は、6%となっている。改定された成長予測によると、ICOR は明らかに高い数字 (4.3) となる。2008 年の DSA による IMF の当初のマクロ経済の成長予測では、ほぼ当局の改定された予測に沿ったものとなっているが、2009 年 DSA では、大幅にマクロ経済の予測に変更を加えている。2009 年 5 月の予測では、2008 年の DSA に比べて、投資、貯蓄、輸出入の対 GDP 比率が大幅に低下したものとなっている。

8. こうした不確実性を踏まえて、今回の分析では、IMF と異なるマクロ経済のベースとなる予測を作成するにあたって、以下の点で慎重を期した。
- 4 月から 6 月の雨季の降水量が事前予測よりも少なく、農業分野の回復に影響が生じることから、我々の GDP 予測は低いものとなっている。
 - (IMF や世銀の評価と同様に) 我々の世界経済の予測は、事前の見通しよりも弱めにおいている。これによって、輸出及び実質 GDP の成長率が低下し、IMF のシナリオで想定されたよりも経済回復のペースは弱いものとなる。また、GDP 成長率の見通しが低下したことによって輸入の伸びは低下すると予測するものの、我々の予測では、IMF の DSA よりも高い経常赤字を見込んでいる。
 - 最後に、IMF はケニアシリングが対米ドルで緩やかに減価 (約 84 ケニアシリング/ドル) すると見込んでいたが、2009 年の調査では、74.3 シリング/ドルまで上昇するとみている。一方、今回の調査では、予測期間中は、より通貨が減価すると予想している。このことを決定するうえで、幾つかの要素を考慮した。すなわち、(i) コーヒーセクターにおけるコスト圧力の出現、(ii) 無視できない実効為替レートの上昇の累積効果 (国内インフレ率の過大な評価の分を正當に割

り引いて考えたとしても）、(iii)経常赤字、国外直接投資（FDI）および、現在の国際環境の中でのその他の公的資本、民間資本流入の悪化見通しからもたらされる為替への圧力などである。こうした状況下、市場からの予想される圧力に対して、通貨を防衛するために外貨準備を利用する際には慎重でなければならない。我々は、ケニア当局は、市場圧力に対して、通貨防衛をしないという仮定をおいた。（すなわち、ケニアの管理された通貨変動制度の下では、対外経常収支が明確に改善した時に通貨の上昇が生じると仮定することである。）

- また、2011年～2012年に関しては、大幅な財政赤字を見込んでいる。これは、対GDPでみた財政支出の比率が、2012年の選挙に向けて、大衆迎合的な支出によって高止まりすると予想しているからである。

9. このようにベースシナリオにおいて両者では差があるものの、基本的には、ケニアが債務危機に陥るリスクは小さいというIMF/IDAの評価結果と我々の評価は同じである。我々の必ずしも楽観的とはいえないシナリオのもとであっても、予想される対外債務の指標に関するすべての見通しが、ベースシナリオ、代替シナリオ、関連するストレステストのすべてで適用しうるCPIA基準の閾値を十分に下回っている。一方、我々の評価とIMFのDSA結果との顕著な違いは、対外債務持続性に関する結果が、予測期間（2009～2029）の間で、主要な債務の対GDP、対輸出、対歳入比および債務返済負担の対輸出、対歳入比がIMFのベースシナリオよりもいづれも高めに出ていることである。同様のことが、代替シナリオ、ストレステストの結果についてもいえる。これは、我々のシナリオでは成長見通しの時系列推移が低めであり、財政赤字および対外赤字のGDP比が高めで、かつ為替レートがより減価するためである。

10. 一般的に、これらの結果が示唆するのは、対外債務負担は、ケニア政府にとって管理可能なものであるということである。これは、主として、国際的なドナーコミュニティから限定的な支援しか受けてこなかったことと、過去数年にわたって債務返済を進めてきたことによるものである。また、殆どの債務は、マルチもしくはパイの公的な機関に対するものである。商業的な機関に対する債務は約2%にすぎない（基本的に、交渉下にある係争中の債権である）。結果として、平均金利は低位で

あり、平均的な支払猶予期間、満期は、マルチおよびバイの貸付機関の非常に譲許的な借入条件を反映して長いものとなっている。したがって、対外債務の返済負担は極めて低いものとなっている。ケニアの対外債務は、持続可能であると評価されているため、HIPC および MDRI の債務免除への途は開かれていなかった。また、対外債務の為替構成は十分に分散されていることも評価されるべきであろう。

11. ケニアには、十分な新規の外貨借り入れ余地がある。長期の民間外貨貸付の引き出しを含めた我々および IMF の対外 DSA に関する比較的積極的な評価が得られている。その結果、ある程度の商業対外借入は、ケニアの債務持続性を危うくするものではないということは認識されるべきである。もっとも、こうした借入の正当性については、他のよりコストのかからない選択肢の可能性も踏まえて慎重に評価する必要があるだろう。我々は、毎年の商業借入に対する支払いの額を譲許的な円借款（同じ支払い計画で）で置き換えたときの対外 DSA に与える影響を評価した。商業借入を前提とする DSA から得られる債務の累積額および債務返済に関する指標の時系列推移の方が、商業借入を円借款で置き換えて分析したときの同じ指標に比べて、明らかに高めに推移するため、円借款の方が余剰資金を生み出すことができるということである。

12. ケニアの対外債務負担が明らかに管理可能である一方で、公的債務の持続性に関する分析結果は、全体の公的債務（内外両方の債務を含む）の管理について、注意が必要であることを示唆している。これは、主として、開発支出の犠牲のもとに、歳入の比較的、大きな部分が債務返済に利用されていることが原因である。対外商業借入および国内借入（いずれも商業的な借入条件を前提とする）は、同額の譲許的な対外借入よりも大きな債務返済負担を生じる。民間セクターの投資を減退させはじめるような国内金利の上昇を避けるように国内の公的債務の増加に何らかの注意も必要である。国内債務返済の負担が、以下のような状況で増加する可能性があることに注意が必要である。すなわち、(i) 24 の準国営機関および国家社会安全基金（現在、コンサルタント会社が調査中）の偶発債務に関する最終決定がなされるとき、(ii) ケニア政府が公務員に対して賦課方式の年金システムに関して累積した請求に

対応することを決定したときである。このような状況では、公的部門の借入に関して、より慎重な財政ガイドラインを採用すべきである。

13. こうしたガイドラインは、健全な公的債務、民間支出の管理に焦点をあてるにあたって有用なものとなるであろう。

- 対外借入、特に商業的な対外借入については、生産的であるか、もしくは生産性を向上させるようなプロジェクトに貢献すること、基金の不正使用に対して十分な保護措置が伴っていることを条件になされるべきである。
- ケニア当局が、公的支出の効率改善、歳入徴収、既存の公的資金の活用の優先付けを改善する努力を続けることが重要である。
- 譲許的な対外借入に依存することは、ケニアにとって複合的な利益をもたらす。プロジェクトに対して、譲許的な資金を供給することに加えて、ドナーは、ケニアが必要とする能力の制約に対応しプロジェクト管理の仕組みと能力を獲得するためのキャパビル、技術支援を助けることが出来る。譲許的な支援を得ることは、ケニアの慎重に、国内の公的債務を管理しようとする努力を助けることにもなる、なぜなら、国内金利の上昇圧力を抑制し、優先的な公的支出の余地を拡大し、民間セクター投資のクラウディングアウトを回避することに役立つであろう。
- ケニアの対外借入は、中期財政予測と開発支出プログラムと整合的なものであるべきである。これらは、必要な資金を国際ドナーコミュニティから調達するために、効果的な政府、ドナー、貸付人との間で効果的な協調を進めるためのフレームワークを提供するため、重要である。
- 最後に、ケニアは、フリーライドする機会をうかがおうとする民間金融機関の餌食になるリスクを防がないといけない（IDA やバイラテラルの機関は、譲許的な貸付を実施する一方で、民間金融機関は非譲許的な条件で貸し出す）。こうしたフリーライドの懸念に対応するために、公的セクターが、貸付主体が民間か公かに関わらず、非譲許性の資金を借り入れることを制限する明確な基準を定める適切な法的フレームワークを導入することを検討するべきである。

14. 政府が、開発支出を大幅に増加させる必要に直面する一方で、こうした増加を達成するために必要な機制的、能力的な制約に直面している。ケニア政府が必要としているのは以下の通りである。(i)潜在的な公的投資の商業性を評価するのに十分な能力の構築、(ii)政府部内で Value-for-Money を評価する機能を構築すること、(iii)慎重な費用便益分析に基づいてプロジェクト選択が出来るような政府内部のプロセスと能力を開発すること、(iv)主要な開発プロジェクトの実施を管理、監視そして評価できる良く訓練されたスタッフを配置すること、である。さらに、幾つかの生産性を向上させるプロジェクト（特に大規模なインフラプロジェクト）を実施する能力は、必要とする資金を調達、必要となる管理および技術的なノウハウを確保し、適切な政策保証および規制の保証を得るという課題によってしばしば制約される。

15. こうした制約に対応するために、ケニアには以下の方法が考えられる。：

- ケニア当局は、開発計画およびプログラムを管理するための機構および能力を保有するための必要な支援を得るために、世界銀行や JICA を含むドナーコミュニティにアプローチすることができる。
- （前述したような）大規模な生産性を向上するためのプロジェクト、特にインフラプロジェクトを実行するときに制約が存在する場合は、ケニア政府、民間セクター、公的なバイラテラルなドナーは効果的な方法で、こうした制約に対応し、プロジェクトを進めることができる。これは、プロジェクトに関与する様々な関係者が、こうした制約を取り除くために貢献することが出来るということである。プロジェクトへの個々の参加者は、必要となる資金の供給、相応のリスク分担を通じて貢献することが出来る。ケニア政府は、プロジェクトから生み出されるサービスや財の価格設定に関する政策および規制環境について保証を提供することができる。民間投資家は、プロジェクトを実行する上で必要となる経営および技術的なノウハウおよび資金の一部を提供することが可能である。世界銀行のようなマルチの開発機関は、インフラプロジェクトのための IFC、IDA および MIGA の保証を利用する方法、および民間資金のレバレッジを利かす選択肢についてケニア政府が検討するのを手伝えることが出来る。もし、これらのプロジェクトが長期的にみて商業性があるプロジェクトであると

考えられるのであれば、バイラテラルの公的機関もこうしたプロジェクトのための様々な調達源から資金を調達する方法について支援することができる。

- ケニアは、民間部門に国外直接投資を呼び込むために、IFC と協調すべきである。

16. さらに、ケニアは、公的セクターのプロジェクトへのファイナンスだけでなく民間投資の支援のためにも譲許的な貸付を実施することができるドナー（特にマルチ援助機関）の支援を求めるべきである。民間投資としては以下のものがあげられる。

- 前述の通り、こうした貸付は、協調融資、資本参加および／あるいは保証を通じて必要な国外直接投資を円滑化することができる。ケニアにおいては多くの民間部門においてガバナンスの問題があると認識されているため、こうした貸付を受ける可能性がある民間主体は強固な内部統制、正確で信頼できる会計および完全な透明性を確保することが重要である。
- このような貸付は、必要なインフラおよびセクター開発、地域開発のための様々な資金の呼び水になると考えられる（シンジケートローン、同時貸付およびその他の国際的な協調的な貸付などが潜在的にありえる）。

17. 巨額のケニアの資金ニーズと、現下の国際環境において巨額な資金を調達することの困難さを考えれば、ケニアは投資計画のために、均衡のとれた対外資金戦略を採用することが重要である。譲許的な外国支援を引き出すのに加えて、対内送金を促進し、ビジネス環境、投資環境をさらに改善することによって国外直接投資を引き出すような努力を並行的に進めるべきである。こうした国外資本を引き出そうとする努力は、公的支出、歳入確保の効率改善、民営化プログラムの促進、国内民間貯蓄の促進といった確固たるステップによって補完されなければならない。

18. ケニアは、過去、借入金の返済について良い履歴がある。2004年のパリクラブにおける債務の扱いに関する取り決めが合意されたのちに、延滞債権を含む繰り延べされた債権のすべては支払いが完了した。ケニアは低所得であることから、拡大 HIPC イニシアチブの対象国として認識されうるが、債務の水準が持続可能であることから、そうした扱いはされていない。係争中の商業債権者に対する延滞債権（2008年 末の約 9100 万ドル）を除いて、債権者に対する義務を常に果たしてきた。これらの

延滞債権は、安全関連の契約に基づく商業輸出信用（これらのプロジェクトは、しばしば Anglo Leasing スキャンダルと称される）から生じているものであり、その大部分は、ケニアの監査官や会計監査人から詐欺あるいは問題のあるものであるとみなされている。当局は、契約が履行されていない請求権の有効性について係争中である。紛争解決のきっかけを提供する目的で、提供された財やサービスの価値を決めるために、PricewaterhouseCoopers による外部監査が実際されている。

II. ウガンダ

1. サブサハラのアフリカ諸国の中では、ウガンダ経済は最近数年、良好に推移してきた。1997年～2007年の間、ウガンダの経済成長率は平均して6.6%とサブサハラ全体の平均5.1%を上回っている。人口の伸びの高さ（3.4%）にもかかわらず、経済成長のおかげで、生活水準は改善し、貧困層は減少している。現在のところ、貧困層はウガンダ国民全体の31%である（1992年は55%）。ウガンダ経済に対する、2008年、2009年の世界経済危機の影響はわずかである。当初2008年、2009年の経済見通しは7.4%であったが、それが7.1%に減速する程度である。
2. こうした好調な経済も、内外の不均衡に直面している。ウガンダの設備投資の比率は、このところ改善しつつあるものの、GDP全体の24%にとどまっている。これらの投資の大きな部分、すなわち40%程度は、国外貯蓄によってファイナンスされているものである。同様に、ウガンダは、GDPの6～10%に達する財政赤字にも悩まされている。この財政赤字は、過度な財政支出を反映したものというよりは、過小な歳入を反映したものといえる（GDPの12%程度）。財政赤字はGDPの約20%程度で推移している。財政赤字の大半は国外援助によって賄われており、国内の資金に依存する部分はGDPの0.4%にしか過ぎない。
3. またウガンダは大幅な対外赤字にも直面している。経常赤字（除く援助）は最近数年GDPの7～9%に達する。この赤字部分は、国外からの資金、すなわち公的無償資金や労働者の送金によってオフセットされている。また、資本勘定はドナーの貸付の増加を反映して黒字となっている。結果として、外貨準備は輸入の7カ月分となっている。
4. ウガンダの対外的な環境は、最近の国際的な危機からはわずかにしか影響を受けていない。主たる影響は欧州および北米向けの輸出の減少である。しかし、これらの減少は、域内市場向け輸出の力強い伸びによって部分的にオフセットされている。域内市場は国際市場の好ましくない影響をあま受けていない。特に、アクセスしやすくなった近隣諸国に対する非公式な輸出（食糧）の増加がウガンダ経済に良い影響を及ぼしている。これらの輸出は、価値ベースでみて2008/2009年の最初の3四

半期に70%の増加をみている。国際金融危機の影響は、資本勘定にも、ウガンダの短期政府国債に引き寄せられてきた短期資金の減少というかたちであらわれている。しかし、これらの資金流出の影響は、商業銀行には及んでいない。これらの資金的な影響を全体でみると、3億米ドルにしかすぎず、対外準備が同額分、僅かに減少したに過ぎない。もっとも、ウガンダの最近数カ月の状況をみると、状況は落ち着いており、むしろ、外貨準備の増加というこれまでの動きに回帰している。

5. 外部環境はウガンダのインフレに重大な影響を及ぼしている。5~6%のレンジで落ち着いていたウガンダのインフレ率は、2008年に国際的な燃料・食糧価格の上昇を反映して加速的に上昇した。食糧価格の状況は、ウガンダが食糧を近隣諸国に輸出することによって、より悪化した。さらに最近の天候不順の影響を受けた供給不足によって価格はより厳しいものとなっている。この結果として、ウガンダのインフレ率は、政府の目標5%を超える12~13%となっている。しかし、このインフレ率は目先、燃料・食糧価格の安定とシリング高によって落ち着きをみせると期待されている。
6. ウガンダシリングは、こうした国外の動向に影響を受けている。最近数年は1500~1600シリング/ドルで推移していたが、2008年後半から2009年の前半にかけて、短期資金の流出を反映して2000シリング/ドル台までシリング安が進んだ。しかし、状況が落ち着いていることから、最近数カ月は徐々にシリング高が進み、現在は、1800~1900シリング/ドルの水準となっている。この間、ウガンダの高インフレ率もあって、実効レートでみると2000年よりも25%程度、シリングの増加が進んでいる。ただし、今のところ、域内市場への輸出の増加がみられており、ウガンダの輸出に通貨高の影響はみられていない。
7. ウガンダの金融市場は概して国外の危機に影響を受けていない。これは、当該セクターが洗練されたものとなっておらず、保守的なものとなっているためである。銀行部門の不良債権比率は貸付全体の5%を下回っている。
8. 一貫したマクロ経済政策のおかげで、中期的にもウガンダは力強く成長を続けることができると考えられる。これに貢献するのが、大きな原油埋蔵量の発見である。これらの発掘は数年先のことになり、政府が重要な政策、特に、地元で精製される

量などの幾つかを政策決定が必要になるものの、もし十分に管理されていれば、ウガンダの経済見通しを大幅に改善する可能性があるものである。

9. 国内の政治的な情勢は概して落ち着いており、Museveni 大統領が支配している。政府と、幾つかの有力グループ（特に中央ウガンダで有力な部族 Baganda）の間で緊張が高まりつつあるが、政権の転覆につながるほどにはなっていないとみられている。しかしながら、2011年に予定されている次の大統領選挙は、それがどのように管理されるかによって、社会不安のきっかけとなり、ウガンダのドナーコミュニティとの関係に影響が生じる可能性がある。
10. ウガンダのガバナンスに関する指標は複雑である。マクロ経済政策は高く評価されているものの、行政の質に関する分野はやや厳しい評価となっている。特に、腐敗は、政府の腐敗防止に向けた取り組みにも関わらず、問題とされている。行政の質に関しては、国際的な競争力においても低位に位置付けられている。ここでも、ビジネス環境の改善にも関わらず、ウガンダのランクは低位にとどまる可能性がある。問題の複雑性に原油収入の増加の見通しによる緊急性の欠如も加わり、この分野の改善が限定的なものにとどまる危険性もある。
11. ウガンダは1990年代から2000年前半にかけて、厳しい債務持続性の問題を抱えてきた。パリクラブにおけるリスクと HIPC イニシアチブのもとでの巨額の支援策にもかかわらず、この状況は続いていた。
12. 1980年代後半のウガンダにおける政治の安定性の回復を受けて、ウガンダ再建と回復プログラムを支援するために、貸付を実行しようとする国際世論が如実に高まった。初期の段階においては、対外債務を管理しようとする効果的な戦略や規律は存在しなかった。その多くは、担当官庁が、しばしば好ましくない条件で新規借り入れの契約を実施して、効果的には使われなかった。また同時に、政府は、様々な民間セクターのプレーヤーの借入に対して保証を行い、彼らが、借入返済が出来なくなることによって、政府の対外債務を追加的に増やすということもあった。1990年代半ばまでに債務管理政策が始まった。これは、譲許性の高い借り入れや無償資金

を獲得することに焦点が置かれた。1990年代末までに、ドナーのグラント、譲許的な借入による財政支援が、ウガンダの財政支出の約半分を占めるようになった。

13. 無償資金援助によるドナーの支援の割合が増加したにもかかわらず、また、HIPCのもとで純現在割引価値にして10億ドルの債務免除をウガンダが受けたにもかかわらず、ウガンダの債務持続性の問題は、1995年～2003年の間も続いた。第2段階の完了後、コーヒーの輸出価格が急激に下落した。このことと、債務の現在価値の輸出に対する比率が2003年に263%にまで上昇するほどに新規国外借り入れが大幅に増加し、同比率は、しばらく200%を超える水準にとどまると考えられた。ウガンダは、高水準の財政支出と外国支援への依存を減少させる政策を減らす政策を開始した。ウガンダにとって幸いなことに、多角的債務削減イニシアチブ (Multilateral Debt Reduction Initiative) がウガンダの債務の削減、2006/2007年の債務返済負担の減少につながる。結果として、すべてのウガンダの債務負担指標は、政策に関する閾値を十分に下回る水準まで下落した。対外債務は、2005/2006年の45億米ドル (GDPの52%) から、2006/2007年の15億ドル (GDPの15%) まで減少した。これは、輸出に対する比率でみて、公的対外債務の返済の割合は、2005/2006年の7.7%から2006/2007年の2.2%まで削減された。ドル建てでみて、次の2年間は、債務額が幾分増加したものの、上記の持続性の指標については改善を続けている。
14. Moody'sもStandard and Poor'sも現在は、ウガンダのソブリン格付けをB+としており、これはガーナと同じ水準であり、他の多くのアフリカ諸国に与えられているBよりも良い。このウガンダの比較的高い格付けは、力強い経済成長率、安定的なマクロ経済、低い国外債務の水準、近未来の良好な原油生産見通しに基づいていることを示している。財務・計画・経済開発省 (MEPED) は、新しい国外債務、国内債務の戦略を2007年12月に策定した。これは、2002/2003年に実行を始める財政赤字の削減及び支援に対する依存度を低下する戦略を反映したものである。対外債務戦略の優先的な目的は、中長期的な債務持続性を確保することである。第二の主たる目的は、対外借入水準の減少と財政の強化と援助依存度の低下という幅広いマクロ経済の目的の一貫性を確保することである。第三の目的は、望ましい対外借入の水準を政府にとって最小のコストで達成することである。第四の目的は、生産的な分野に優先的に借り入れを行うことである。優先順位としては、無償資金の優先度が高く、それに譲許性の借り入れが続く。政府は引き続き、電力セクター及び輸

送プロジェクトに対する投資を除いて、民間セクターの借りに保証を提供することは避ける。この新しい債務戦略のもとで、優先セクター（建設および輸送、農業、水道およびエネルギー）については対外的な借入を制限することが提案される。

15. 2011年および2012年の間、ウガンダ政府は、原油セクターの開発のための投資資金をまかなうために商業借入を検討する可能性がある。同様の状況にある他の国々は、資金調達を実施するために債券を発行してきた。別の有力な選択肢は、商業銀行あるいは銀行融資団からの借入である。債券発行の有利な点は、銀行から直接借り入れるのと比較して、金利およびその他の費用が幾分少ないことである。一方、不利な点は、最低の調達額が5億ドルで、一度に借り入れて、一度に返済する必要がある点である。ウガンダは、この額を一度には必要しておらず、利用しない残額を運用して得られる利益は、借入返済のコストを十分に下回る。さらに、返済が近づくにつれて、政府は返済のための資金を蓄積しなければならない。商業銀行からの借入の利点は、分割した小さな金額で借入れることができ、プロジェクトに利用するために満期の巨額の返済に備えて準備する必要がない点である。借入および返済を政府に重要に応じたかたちで分割することが出来る。
16. 債務持続性に関するガイドラインは、対外債務のための債務および債務返済の閾値を設定することに焦点があてられた。同様のものは国内債務および公的債務全体には用意されていない。しかし、債務戦略ペーパーでウガンダは、自らの債務持続性の閾値について中期的なガイダンスを設定している。それによると、国内債務は、GDPの15%以下でなければならない（現状は約10%程度である）。また返済負担の歳入に対する比率も15%以下でなければならない（現在は約8%程度である）。ウガンダの現在の国内債務の水準は比較的低く、債務持続性の問題を発生させない。ウガンダの債務の水準は、全体の公的債務に対外債務に適用される閾値の水準を当てはめたとしても、十分に持続可能である。
17. 公的債務としては測定されないものの、財・サービスに対する未払債権は、国の債務である。ウガンダ政府は、こうした未払い・支払い遅延が発生している債権を好ましくなく、減少させるべきものであると認識している。2008/2009年に未払い債務の残高を大幅に削減し、その結果、当該年度末には、全体の財政支出の3%以下とすることができた。国内の未払債務が、稚拙な公的債務管理の結果として生じている。政府は、コミットメント管理システム（CCS）の導入や、前払システムの適

用や統合金融管理システム（IFMS）の導入などの公的支出管理改革を通して、対応しようとしている。もっとも、こうした改革にもかかわらず、未払債務の削減はわずかにしか進んでいない。適切な予算手続きに従おうとしない行政官を処分しようとする政権与党、財務省次官の問題が大きい。しかし、新しく発生する未払金を抑制しようと最近導入され、全行政官によって署名された実績契約の導入が何らかの改善に結びつくかもしれないと期待されている。

18. 10～30 億バレルの原油埋蔵量が存在し、2011 年以降少なくとも 30 年にわたって原油生産の恩恵を受けられることから、ウガンダのマクロ経済の見通しは大幅に改善した。このマクロ経済のベースシナリオの見通しは、IMF が原油生産の見通しを織り込まずに作成した直近の DSA で示したマクロ予測の中の主要なマクロ経済指標を大きく改善するものである。前回の IMF/IDA の DSA に比べて、もっとも顕著な改善点および関連するマクロ経済シナリオは以下のようなものである。

- 最初の 10 年間の実質 GDP 成長率の増大および、その結果として、より高い水準の名目・実質 GDP の達成。
- 高水準の輸出が期待されるほか、新しく原油収入が財政に寄与する。実質水準で見て、より高い水準の財政支出が予想される。
- GDP 比率でみて国外援助に依存する比率が徐々に低下。
- 原油生産の可能性を除外したとして考えても、直近の IMF/IDA の DSA は、ウガンダは債務危機に直面する可能性は小さいと結論付けている。対外債務および全公的債務および関連する債務負担に関する主要な指標は、マクロ経済のベースシナリオの原油収入を含む DSA のもとで大幅に改善するとみられている。ウガンダの対外および公的債務は、原油収入を織り込まないベースでも問題がないため、より持続可能であるといえる。IMF/IDA の DSA で債務持続性を評価するために利用される CPIA 基準の閾値をかなり下回る

19. 債務持続性に関する原油生産の見込みを評価するにあたって、我々はマクロ経済のベースシナリオを導入した。ここでは、2028 年までの予測期間の間、総計で 18 億バレルの原油が生産されると仮定した。我々の予測は、2011 年の日量 1.5 万バレルの生産から、2028 年には日量 44 万バレルまで生産量は増加するという予測となっている。我々のベースラインシナリオは、ブレント原油に関する CME 先物価格の平均と世界銀行の十分に低めの原油価格予測を利用している。すなわち、2011 年の

71 ドル/バレル（原油生産の最初の年）から 2028 年の 93 ドル/バレル（予測期間の最終年）へと上昇する予測である。

20. パイプライン、精製所、その他の開発支出に関して次の 3 年間について、原油セクターで巨額の設備投資が見込まれている。利用可能な情報によると、2011 年～2012 年の間、75 億米ドルが支出される見込みである。その内訳は、パイプラインが三十億米ドル、精製所が 35 億ドル、その他の開発支出が 10 億ドルである。海外直接投資の流入によって、パイプラインのすべての費用と精製所の費用の大部分（28 億ドル）および、その他のコストの大半（7 億ドル）をカバーするものと期待されている。一方、石油会社は、その他の開発支出の大半を負担すると見込まれており、政府も開発予算の中から当該部分に対して 4 億ドルの支出を負担する見通しである。精製所の支出の分の資金を調達するために、政府は商業的な条件で 7 億ドルを借り入れる前提となっている。
21. 原油収入の我々の予測は、原油収入の全体が、2011 年の 441 百万ドルから、2028 年の 14,938 百万ドル（ほぼ 2008 年のウガンダの GDP の水準）まで増加し、そのうち、政府のシェアは 2011 年の 74 百万ドル～2028 年の 10,380 百万ドルまで上昇するとしている。我々は石油会社に対する課税のパラメーターに関する一次情報を収集した。収集した情報の中には、ロイヤリティの支払い、利益分配、原油採掘コスト、その他の製造コスト、運用費を控除した後に適用される利益課税などが含まれる。原油セクターのネットのキャッシュフロー（コストを差し引いた残存分）は、2011 年の 91 百万ドルから 2028 年の 13,691 百万ドルまで増加する見通しである。原油セクターのキャッシュフローの大半のシェア（約 76%）は政府にわたる。
22. マクロ経済全体の予測を作成するために、我々は、原油生産を考慮に入れずに作成された IMF 予測をまずは利用し、その後、我々の原油セクターの予測と組み合わせた。もっとも明白な違いは、IMF の予測では、予測期間の間、徐々に為替が減価することを前提としたが、当方の予測では、足元の 1937 ウガンダシリング/米ドルから、予測期間の最終年である 2028 年に向かって 1300 ウガンダシリング/米ドルへと為替レートが増加する予想となっている。名目ベースで、対ドルでウガンダシリングは、年率 2%程度増加する前提となっている。しかしながら、我々のウガン

ダのインフレ率は、2010年～2011年の間、米国のインフレ率を年率約10.5%上回り、残りの期間（2012年～2028年）の間は、年率3%上回ると予測している。為替レート的前提より、3つの主たる効果が生じる。すなわち、(i)ドルベースの原油収入の現地通貨でみた価値が、為替レートが上昇するにつれて減少する効果、(ii)為替レートの上昇が、国内インフレ率を低下させる効果、(iii)貿易財のセクターにとっては、相対価格を悪化させる効果、の3つがある。

23. 我々の予測から得られる主要な見通しは以下の通りである。

- GDPに占める原油収入の割合は、生産開始の最初の10年で大幅に上昇し、その後、低下する見通しである。実質GDP成長率（原油収入を含む）は、2016年のピーク時に12.4%に達し、その後、2029年に向けて5.4%まで徐々に減少する見通しである。最初の段階では、2020年頃までは、非原油GDP成長率が上昇し、その後は、非原油GDP成長率の下に止まる見通しである。
- 対外セクターの見通しについては、財・サービスの輸出入の米ドルベースで見た価値は、原油セクターを含まない見通し（IMFの予測に基づく見通し）よりも、より急上昇する予測である。当初は赤字の財・サービスの対外バランスは、急激に黒字へと転換する（原油関連の収入によって）。原油を考慮しない財・サービスの改善に比べて、その改善度合いは大幅なものとなる。経常収支も同額だけ改善する。
- GDP比でみた原油収入は、2011年から始まる10年間に上昇する見込みである。そして、その後、緩やかに低下する見通しである。さらに、GDP比でみた国外からの公的無償支援への依存度も低下する見通しである。これらの傾向を反映して、GDP比でみた全体の収入は当初は上昇して、続いて減少に転じる見込みである。
- 2016年～2026年間に財政黒字が続くのにも関わらず、原油生産期間中の累積財政収支は、2兆9160億ウガンダシリングの若干の赤字となる見通しである（2028年の名目GDPの0.8%と予測される）。これは、主として、予測期間の初期における赤字、すなわち、巨額の公的投資の増加（原油セクターおよびインフラのための）が見込まれているためである。
- ウガンダに対して外国ドナーは、経常収支やウガンダの中期支出フレームワーク（MTEF）に含まれる開発支出の両方の必要資金をまかなうために、部分的に

無償資金や譲許性の高い資金を提供し続けることが期待される。結果として、これらの外国の援助資金と国内の財政収入の合計は全体の公的支出を 2013 年以降、上回ると見込まれる。毎年の余剰分の累積の合計は、余剰期間中の末には 23 兆 400 億ウガンダシリングに達する（2028 年の GDP の 6.5%）。純外国借入額の累積額は、25,957 ウガンダシリング（GDP の 7.3%）である。

- これらの余剰分は、国内債務残高を減らすのに利用可能であり、政府の資産ポジションを増やすのにも使うことが出来る。ベースシナリオの下では、蓄積されたファンドの余剰分は国内債務の返済に利用されるとしている（2028 年の GDP の約 3.4%）。前者は、将来に利用されるべき原油ファンドの余剰分も部分的に含まれている。この余剰ファンドの一部は、ウガンダ銀行とともに政府の資産ポジションを増やすために使うことが出来、財政運営の運転資本であり、財政が増加するにつれて通常は増えていくものである。

24. 我々の対外 DSA の予測結果によると、ウガンダの対外債務は、予測期間中、維持可能な水準で推移する見通しである。債務残高比率は、当初は 2011 年～2012 年に計画されている商業借入の結果、増加するものの、その後は、ストレステストのもとであっても CPIA ベースの閾値の水準も十分に下回って推移する見通しである。また、ベースシナリオのもとでも極端なストレステストのもとであっても、対外債務返済の輸出や歳入に対する比率は、それらの閾値を十分に下回っている。

25. ベースシナリオでは、公的債務残高の現在価値の GDP および歳入に対する比率は、予測期間中、大幅に減少するとしていた。この結果は、これら債務残高比率が予測期間の後半に大幅に上昇するという直近の IMF/IDA の DSA とは大きく異なるものである。歳入に対する公的債務返済額の比率は、当初は上昇するものの約 10%に順調に低下する(当初の上昇は、国外の商業貸付に対する返済を反映したものである)。

26. 我々は、ベースシナリオから 10 ドル原油価格が低い世界銀行の予測を代替シナリオとして検討した。低価格シナリオの DSA の結果は以下の通りである。

- すべての対外債務の指標は、幾分、我々のベースシナリオよりは悪い。しかし、すべての指標は、それに関する CPIA 基準の閾値よりも十分に低いとなった。

- 同様に、全体の公的債務の指標は、我々のベースシナリオから算出されたものよりも弱いものとなった。
27. 最後に、我々は、原油を含んだシナリオが、IMFの直近のDSA（原油の影響を含まないマクロ経済シナリオに基づくもの）と比較して、より低位で、より持続可能な債務指標につながるかどうかを確認した。我々の結果は、上で示した原油を含む二つのシナリオのもとでの対外債務指標は、IMF/IDAのDSAの原油生産を含まないケースに比べてはるかに低く、改善することを示していた。全体の公的な債務指標については、原油ベースのシナリオは、当初はIMF/IDAのDSAに比べて高い指標となる。しかし、2018年までには原油ベースのシナリオはより低い指標を生み出すことになる。初期段階の原油ベースのシナリオにおける相対的に悪い指標は我々のDSAに含まれている商業借入および関連する債務返済によって説明される（IMF/IDAのFSAではそれは含まれていない）。
28. 我々のDSAの結果によれば、ウガンダにおける原油生産は、一もし巧く管理することができれば、すでに持続可能で管理可能な債務負担を、さらにかなり改善する見込みである。石油を産出する新しい環境では、将来の世代のために貯蓄を増やすと同様に公共支出を増加させる余地がある。どのように予想される原油の収入、期待される外貨借入を効果的に使うかが主要な課題である。公共支出の決定は、経済の許容量、そして公共投資が経済成長に与える影響を踏まえて分割して実行されるべきである。当局は、原油収入を支出する際に国内経済にかかる負荷（インフレや為替レートを通じるものを含む）を管理するために必要なマクロ分析の能力を強化しなければならない。支出を決定する際に考慮しなければならないものには以下のものが含まれる。
- 様々な優先セクターにおける支出の決定は、それぞれのセクターの容量の制約を考慮しなければならない。熟練労働力の不足やあるセクターの供給制約が他のセクターに与える反対の影響を含む。例えば、原油セクターの開発を円滑化するために必要なインフラ支出がある。また、輸入品に対して支出できる余裕およびその国に輸入品を入れてくることが出来る能力を考慮しなければならない。それ自身がインフラ投資の順番と効率性の関数となっている。もし、重要

な輸入品が供給不足であったり、輸入代替がきかず、余剰となっている資源で代替できなかつたりする場合、オランダ病に陥る可能性が高まる。

- 他方、実物のインフラ（道路や鉄道、エネルギーといった分野）に対する公共投資は民間セクターの生産性を高める。そして非貿易財に対する供給の反応を高め、そして、オランダ病の効果を和らげ、成長を高めることにつながる。また、中期的に見込まれる投資の増加を支え、既存の設備と公共投資によって増加する新しい設備の双方を適切に管理、維持するために十分な経常支出の余地を確保することも必要である。
- 政府は、石油会社と合意するすべての生産物の分配に関する情報に関して、増加する収入がどのように支出されるかという説明とともに、すべて透明性を確保し、開示する能力があり、確実にコミットメントを行うことについての明確かつ強いシグナルを示さなければならないだろう。さらに、公的支出管理能力および公的監査能力の強化、腐敗の削減は公的セクターの資源が効果的に、生産性を高める方向に利用されるようにするために重要である。JICA や他のドナーは、こうしたガバナンスの問題に対応するために重要なステップをとるようウガンダ当局を促す必要がある。

貸付の判断を下すにあたっては、JICA は他のドナーとともにこれらの課題に対してウガンダ政府がどのように対応しようとしているかを現地で確認した方が良いでしょう。なぜなら、それが政府支出の構造や順列そして全体の効果を決定するためである。

29. ガバナンスや公的機関の改善に加えて、投資環境の強化や金融セクターの開発が民間投資や貯蓄を促進することに役立つであろう。そして、非原油生産のベースを拡大し多様化することに寄与するであろう。投資環境は、法的・規制環境の改善により強化されるだろう。こうした努力は、国内および国外からの投資（国外直接投資を含む）の双方を刺激することになるだろう。金融セクターにおける競争を促進し、監視能力を改善し、金融サービスを国全体からアクセスしやすくするための継続的な努力もまた便益をもたらす。JICA にとってこれらの民間セクターや貸出業務の決定に関する金融セクターの発展度合いの進展度合いを考慮することが必要であ

る。なぜなら、これは長期の経済成長や輸出見通しに影響を与える負のショックに対する経済の力強さや債務持続性に影響を与えるからだ。

30. 十分な原油収入が国庫に入ってくるまで（5年程度と見込まれる）は、GDP 対比でみて国外支援の現在の水準を維持することが望ましいと考えられる。莫大な原油収入を中期的に確保するためには、最初の数年は、国外資金の大幅な増加が必要になると見込まれる。原油、天然ガス田、パイプライン、精製設備の開発のために必要な大半の資金は、外国投資家から得られると考えられる一方、外国投資家は、こうしたプロジェクトに対して、政府の何らかの関与を望むと考えられる。それゆえに、政府は、次の5年間に原油セクターへの投資について10億ドル程度の資金を必要とすると考えられる。そして、この資金を国外から確保する必要に迫られると考えられる。ドナーは、政府の資金を用立てるために借り入れる資金が、商業ポジションが主となることはあり得そうではなく、たとえもし幾つかのドナーがこの目的で資金を提供しようとしても、それは幾分譲許的な金利となろう。その他の選択肢は、国債の市場発行や何らかの銀行融資団の借入がある。国内市場から巨額の借入れを実行することは望ましいと考えられる。国内市場から巨額の資金を借り入れることは、民間市場の銀行借入金利のさらなる上昇につながる可能性があるため、決して望ましいとはいえない。
31. さらに、ウガンダは、特にインフラの分野において、中期的に原油収入が始まる前に対応しておかなければならない巨額な国内投資の要求に直面する。これらに対してドナーによる譲許的な資金を提供することが望ましい。
32. インフラプロジェクトの選択、実行に関与する官僚の質の向上を企図したキャパビルが最も重要である。これは、現時点で相対的に弱点といえるところであり、早急に政府が、当該分野への支出を増加させる前に強化が必要な部分である。また、公的サービス全体について質を改善する必要があるといえる。現時点で、マクロ経済管理のほか、ウガンダは、公的管理に関連する指標は低いレベルとなっている。目先5年間、ウガンダは、公的サービスについて、より改善可能な点が多い。しかしながら、改善するプロセスが始まるのを待つのは間違いであろう。これは、すぐにやるべきであり、ドナーの主要な支援が必要とされる。

33. 将来的に、予算について国内からの資金は必要とならず、歳入状況は快適なものとなるだろう。しかし、政府がひとたび原油収入を支出に回せば、経済に流動性を増やすこととなり、ウガンダ中央銀行が、相殺するために流動性を吸収する政策をとる必要が生じるといえる。このような行動に伴う財政コストは、GDP比でみて、あるいは財政支出でみた金利負担の増加というかたちで生じてくるだろう。結果として、GDP比、政府歳入比でみて、政府債務残高は大きなものとなりうる。確かに、これらの指標は、債務持続性を懸念させる水準まで達する可能性はあるものの、はたして実際にこうしたことが生じるかどうかは明確ではない。なぜなら、政府は、予算の中から支払うべき国内金利に見合うだけの原油からの収入の増加と金融資産からの金利が得られるからである。国内債務の持続性は、政府の金融資産の残高に依存する。
34. 現在の財務省の政策担当者の考え方は、たとえもし、原油からの高収入がみこまれたとしても、GDPに対する財政支出の割合を20%程度に維持するというものである。原油収入の余剰分は、予算とは別枠で、国外で貯蓄・投資され、金融政策上の問題を最小限にする。このように、彼らの見方では、GDPに対するインフラ投資に対する財政支出の増加は、現在の支出から削減することが必要であるとしている。この保守的な財政政策は、インフラ投資を増やすのと同時に、健康や教育といった社会福祉への支出を増やそうという政治的な圧力に直面して、維持することが困難になると考えられる。
35. この点について、財務省の官僚が賛成する何らかの柔軟な政策が必要になると考えられる。すなわち、財政支出のGDP比率の増加を緩やかなものにとどめるといったものである。この緩やかな変化は、行政の専門家が効果的な支出政策の決定を作成、実行し、国債金利の過度な上昇と通貨の急激かつ過度な上昇を招かぬようにインフレ率を抑え込む金融政策を実行するために望ましいといえる。
36. インフレ目標と金利およびインフレ目標を望ましい水準で維持しようという為替レート調整の適切なバランスを維持しようということは、将来、より難しいものになると考えられる。検討しなければならない課題は、新しい5%のインフレ目標が適切なものであるかどうか、あるいは、もう少し低い金利と為替レートの減価による

一桁台後半のインフレ率が民間部門の成長、雇用、投資を促進するような政策が良いのか、というものである。インフレ率が5%~10%の他の国の経験からは、何が最適な目標かということについて、明確なガイダンスはえられない。ウガンダは、このレンジにおける実験のプロセスを繰り返すことで、適切なバランスを見つける努力をする必要があるだろう。

37. 政府支出の質が改善し、支出のうちの輸入の割合を増やすことによって、マクロ経済に対して悪い影響を及ぼす GDP 対比の支出の水準を減じることができる。インフラのシェアを増やし、現在の支出に対するインフラ投資を維持することによって民間セクターの生産性を改善することにつながるだろう（追加的な支出が生産的であることが前提であるが）。政府支出の効率性の改善、腐敗の削減および民間セクターに好影響をもたらす法的・規制的環境の改善はすべて、民間セクターの競争力を改善する。また、予算の分配の効率性を歪曲することなく、政府支出をより輸入財の比率を高めるようなものにする方法を探ることが重要である。このような支出は、相殺する不胎化政策の必要性を減じるものである。
38. 中期的には、原油収入によって、非原油収入の増加が不要な状況となる。しかしながら、納税者が平等に扱われることを確保し、税収をそれなりに増加させることもあることから税務の品質を改善する努力を続けることは意味があることである。また、民間セクターに対する重要な影響を持つと考えられる税制の変更についても検討すべきである。前述したように、中期的なウガンダ中央銀行による流動性吸収政策によって、借入・投資コストの実質金利を高め、為替レートを増価させる可能性がある。よって、非原油税の構造を見直すことによって民間セクターにどのような影響が及ぶかを検討することが意味を持つ。しかし、最近数年間、東アフリカの国々で国内税制を同じようなものにしようとする傾向がみられることは認識されるべきである。もしウガンダが異なった大幅に国内税制体系で課税しようとするれば、税の歪みについて何らかの不安を生じる可能性がある。
39. 特別政府原油基金に集まった余剰資金をいかに投資すべきか、ということを含め検討することは有用だろう。資金の大半は、国内でそのような大規模な資金を吸収することはできないであろうから、外国金融資産に投資されなければならない。短期間の告知で利用可能なものとなるべき外貨準備に関しては、十分な流動性の高さ

を維持しなければならない。石油基金は、より高い利回りを得られるであろう、より長期の試算に投資することになるだろう。十分に分散された投資にあたって検討されるべき選択肢は以下のようなものである。

- 大半の資金は、十分に主要な先進国あるいは途上国（アフリカの国々を含む）に投分散投資されているポートフォリオに投資されるべきである。これによって、あまり高いリスクを取らずに高い利回りを得ることができる。
- もしウガンダが、原油セクターに投資するための資金を調達するのに、市場レートで外国通貨建て国債を自ら発行するという事になった場合、これらの債券の一部を市場から償還するために、余分な資金を利用することが、もっとも有効な方法である可能性がある。
- また、ウガンダ政府は、十分あるいは安定的な収入を確保するために、この資金を、原油先物を売却するために利用することもあり得るだろう。ウガンダはまた、外国の有力企業の株式や金やその他のコモディティを購入するために利用することもできるだろう。

以 上

