

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

蓄積した歪みの是正を迫られるアルゼンチン

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員
加藤 淳
kato_atsushi@iima.or.jp

<要旨>

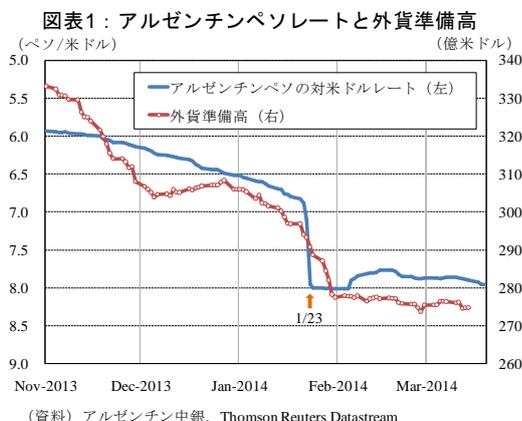
1. 今世紀初頭の経済危機脱却から続く政策運営の結果、アルゼンチンは、高インフレが定着し、アルゼンチンペソの急落を招くとともに、外貨準備の減少ならびに再度の債務不履行（デフォルト）危機に直面している。大統領2期目の半ばを過ぎたフェルナンデス政権は、これまでの政策運営を通じて、生じ、蓄積したこれらの歪みの是正を迫られている。
2. 悪化しているアルゼンチンのリスク状況は、歪みを是正する過程において、短期的には一段と悪化する局面も否定できない。しかし、アルゼンチンはこれまでの独自路線から国際協調路線へと転換を図り始めており、歪みの是正に取り組み始めている。国際社会の協力を仰ぎながら、投資環境を改善していくことにより、中期的にリスク状況が改善される可能性は少なくない。

<本文>

1. はじめに ～ 「アルゼンチン・ショック」その後 ～

1月23日、アルゼンチンの外貨準備の減少が続くなか、政府閣僚による通貨防衛を放棄したととれる発言をきっかけに、アルゼンチンペソは対ドルで1割以上急落した。

それから1カ月余りが経過し、アルゼンチンペソは下げ止まり、外貨準備の急速な減少傾向は、短期的にはひとまず収まった（図表1）。



しかし、アルゼンチンにおいては、これまでの政権における強引な政策運営により、様々な面で歪みが生じており、その一部は現政権に早急な対応を迫っている。本稿においては、アルゼンチンが抱える歪みなどについて整理する。

2. フェルナンデス政権とアルゼンチン経済

(1) 今世紀初頭の経済危機脱却から続く現在の政策

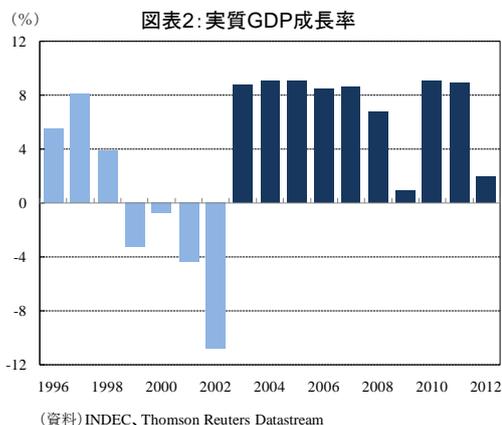
2013年10月27日に実施されたアルゼンチンの国会議員選挙（中間選挙）において、与党「勝利のための戦線」は苦戦し、フェルナンデス大統領の三選に必要な憲法改正を可能とする議席数（上下各院の2/3）を得ることはできなかった。しかし非改選分を含めれば、両院ともに辛うじて与党が過半数を維持した。

フェルナンデス大統領は、夫の故キルチネル前大統領の後を受けて、2007年に大統領に就任し、現在2期目（任期2011年12月～2015年12月）の折り返し地点を過ぎたところにいる。

故キルチネル前大統領（2010年逝去）は、2001年12月のデフォルト後の経済危機と混乱の中、反新自由主義を掲げて2003年に政権の座につき、国際通貨基金（IMF）が推す緊縮財政による経済立て直し策を拒否し、経済成長により危機からの脱却を図った。ペソ安や一次産品市況の好調による輸出増加という経済環境の好転に支えられ、労働者の権利の保護や貧困者に寛容な社会政策の実施が可能となり、経済の立て直しは一応の成功をみた。

フェルナンデス大統領は故キルチネル前大統領の政策を基本的に継承しており、故キルチネル前大統領が政権の座についた2003年から2012年までの10年間において、アルゼンチン経済は平均で年率7.2%の高成長を実現した（図表2）。この間、政府公表の

失業率や貧困率は大きく低下しており（図表 3）、見かけのファンダメンタルズは大幅に改善した。分配重視の政策から、労働者層や貧困層を主な支持基盤とする一方、経済活動への過度な介入や重税に悩まされるビジネス界や農家、穀物業者からの支持はあまり多くない。

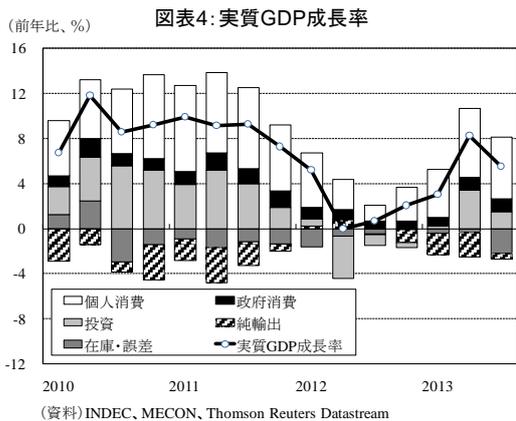


最近では高インフレや各種規制の強化などにより、フェルナンデス大統領の支持率は3割程度に低迷している。市街においては、カセロラツソと呼ばれる政府に対する抗議の鍋叩きデモが増加している。また 2013 年末、州警察の賃上げ要求ストライキの間に発生した、一都市における略奪行為をきっかけに、スーパーや小売店への略奪行為が全国各地に広がっており、治安は一段と悪化している。

(2) 2013 年 4-6 月期をピークに減速に転じたアルゼンチン経済

2012 年の成長率は、高インフレに加え、穀物の作柄不良や世界経済停滞の影響から前年比+1.9%の成長にとどまったものの、2013 年は、穀物の作柄が良好であったことやフェルナンデス政権による 2013 年 10 月の中間選挙を意識した政策対応により、同+5%程度の高い成長となった模様である。

しかし足元においては、前年比+8.3%の高成長を記録した 2013 年 4-6 月期をピークにアルゼンチン経済は減速に転じている（図表 4）。目先的には、これから穀物の収穫シーズンを迎えることから、穀物輸出増加（図表 5）により、アルゼンチン経済は一息つくことができる見込みであるものの、2013 年に大きかった前年比効果は、2014 年はあまり期待できない。さらに中間選挙での与党大勝を狙い実施してきた拡張的な財政政策は、財政収支の悪化から徐々に縮小され、これに伴い消費は減速すると思われることから、アルゼンチン経済は減速が続く見通しだ。



3. 強引な政策運営により蓄積した歪み

(1) 長らく実態を正しく反映していなかったインフレ統計

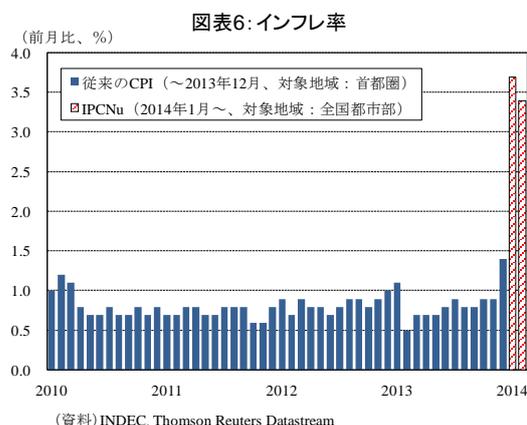
2月13日、アルゼンチン政府は、新しい消費者物価指数 (IPCNu) による1月のインフレ率を公表した。従来の消費者物価指数の対象地域は首都圏のみであるのに対し、IPCNuの対象地域は全国の都市部と、対象地域が異なることから厳密な比較はできないものの、IPCNuによる1月のインフレ率は前月比+3.7%と、従来の消費者物価指数の4倍程度の数値となった(図表6)。なお2013年11月以前のデータは未公表のため、IPCNuによる前年比インフレ率は不明であるが、民間コンサルティング会社推計(8社平均)による1月のインフレ率(首都圏)は、前年比+30.8%と引き続き高水準である。

新たな消費者物価指数としてIPCNuを2014年から導入する直接の契機となったのは、実態を反映していないインフレ統計についてIMFから再三改善を求められた挙句、2013年2月にアルゼンチン政府の取組みについてIMFから非難決議を出され、虚偽の統計を続ける場合はアルゼンチンの加盟停止処分を下すことも辞さない姿勢を示されたことである。インフレ率を実態よりも低く発表していた理由は、アルゼンチン政府が発行するインフレ連動債の利払い額を抑制するためとされる。政府発表のインフレ率と実態のインフレ率の乖離は、故キルチネル前大統領が国家統計センサス局(INDEC)の消費者物価指数課長を突然更迭した2007年頃から始まったとされ、2010年にはIMFの技術支援を受け入れてアルゼンチン政府がインフレ統計の改善作業を始めるなど状況改善の期待が高まることはあったものの、これまでに実効性ある進展はなかった。

実態に近いと考えられる民間コンサルティング会社推計(8社平均)による2013年のインフレ率は25.3%であったのに対し、政府公表による2013年のインフレ率は10.6%にとどまっていた。これに対しIPCNuによる1月のインフレ率(前月比+3.7%)は、実態よりまだ低いとの声もあるものの、比較的実態に近い数値であると考えられ、お茶を

濁す程度の改善にとどまると考えていた向きからは、意外感をもって受け止める見方もあった。高インフレの実態を政府が認めることは大きな前進であり、IPCNUによる公表数値が実態と大幅に乖離していないかを引き続き注視していく必要がある。

2000年代後半以降、インフレ圧力が恒常的に強い背景には、高い成長率だけでなく、アルゼンチンの労働組合の強い賃金引き上げ要求体質がある。アルゼンチンは歴史的に労働組合の発言力が強く、2000年代半ば以降は20%前後の賃上げ率が定着しており(図表7)、賃上げとインフレの悪循環となっている。労働組合はフェルナンデス政権の重要な支持基盤であることから、労働組合の要求を抑え込むことができないでいる。これから開始される賃上げ交渉において、いくつかの労働組合においては35%前後の賃上げを要求ラインとしている模様であり、これに対して政府がどのような対応を見せるのかが注目される。



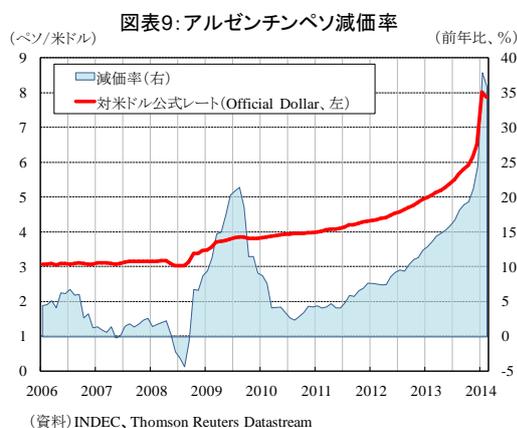
(2) インフレ実態反映不足により実質的に割高だったアルゼンチンペソ

インフレ統計が長く実態を下回る水準にとどめられていたことから、公式のアルゼンチンペソレートはインフレ実態を十分に反映しておらず、実質的に割高になっていた。このため、アルゼンチン製品の国際競争力が低下し、輸出面で不利になるとともに、国内市場でも輸入品に押され、輸入規制を強化しているにもかかわらず、国内産業の不振を招いている。その意味では、1月23日のアルゼンチンペソ急落は、市場原理に則った当然の調整といえる。

闇市場では、通称ブルーダラーと呼ばれる非公式の米ドル/ペソレートが存在する。もともとアルゼンチンの富裕層が秘密裏に金融資産を海外に持ち出し、米ドル金融資産に置き換える際に使用されるレート(ブルーチップ・スワップレート)であったこのレートが必ずしもペソの実勢水準を表しているとは限らないが、市場では公式レートよりも経済実態を反映していると考えられており、一部のアルゼンチン紙には公式レートと並

んでブルーダラーレートが毎日表示されている。両者の乖離は、アルゼンチン政府が為替取引規制を強化した 2011 年 11 月前後から徐々に拡大し、2013 年には概ね 50%以上の乖離が常態化した（図表 8）。その結果、アルゼンチンを訪れる外国人旅行者の間では、公式レートでのペソへの両替を回避し、より有利なレートを探求めて闇市場にて外貨をペソに交換する旅行者が増加する一方、アルゼンチン国民の間では、実質的にペソ高である公式レートの活用とインフレからの資産防衛を目的にインターネットや海外渡航を通じた国外での買物が急増し、為替市場においてペソ売り圧力が増大した。なおアルゼンチン国民による貯蓄のための外貨購入は、為替取引規制強化の一環として 2012 年 7 月より禁止されていた（ペソ急落後の 1 月 27 日から一部解禁）。

アルゼンチン政府においても、為替レートの歪み是正の必要性は十分認識していたものと思われる。ペソの切り下げは輸出競争力向上に効果があるものの、インフレ加速に繋がり、フェルナンデス政権の支持基盤である貧困層を傷付ける。フェルナンデス政権では、公式ペソレートの急激かつ大幅な切り下げを回避しつつ、水準訂正を急ぐ（図表 9）とともに、国外での買物に対する規制を強化し、為替市場におけるペソ売り圧力抑制に努めたものの、抗し切れず、政府閣僚による通貨防衛を放棄したともとれる発言から、1 月 23 日のペソ急落に繋がった。



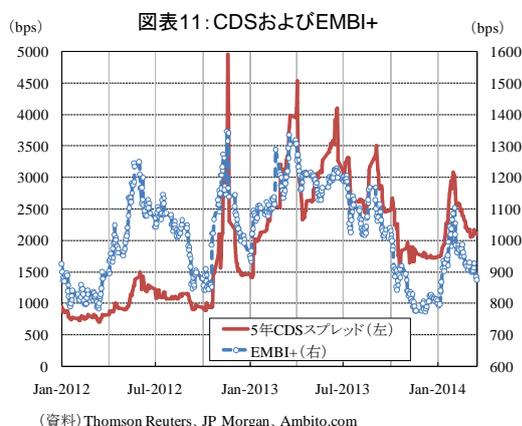
(3) 為替レートの歪みが影響する外貨準備の減少

ペソ売り圧力に抗するため、アルゼンチン中央銀行が為替市場にて実施するペソ買い介入は、外貨準備を減少させる。2 月末の外貨準備高は、3.7 カ月分の財・サービス輸入額に相当する 275 億米ドルとなり、2013 年初から 157 億米ドル (36.3%) 減少した（図表 10）。外貨準備の減少は、アルゼンチン政府が対外債務の返済原資として外貨準備を使用することによる側面が小さくないものの、為替レートの歪みは、闇市場での両替増加に伴う公式ルートでの両替減少や国外での買物増加をもたらし、通貨防衛のために外

貨準備が費やされた。

アルゼンチン政府は 2010 年から対外債務の返済原資として外貨準備を使用しており、2013 年までに約 390 億米ドルの外貨準備を使用したとされる。新聞報道などによれば、2013 年には対外債務の返済原資として約 93 億米ドルの外貨準備を使用し、2014 年は 98.6 億米ドルの外貨準備を使用する計画としている。通貨防衛のための外貨準備の減少は極力避けたいことは想像に難くない。1 月 23 日のペソ急落により、ペソ割高が相当程度解消し、通貨防衛のための外貨準備の急速な減少がひとまず収まった（図表 1）ことは、結果オーライではあるものの、アルゼンチン政府にとって必ずしも悪くない状況であると考えられる。

但し、対外債務返済原資を外貨準備に頼るなか、現状程度の外貨準備高では計算上あと 3 年で外貨準備は枯渇する。市場は 3 年待つことなく、外貨準備枯渇ペースの改善が確認できなければ、外貨準備枯渇を織り込むこととなり、すでにその動きは一部で始まっている。その意味で、外貨準備を増加させる好機となる今期の穀物収穫シーズンは極めて重要だ。今期の穀物収穫シーズン終了時点で外貨準備の増加が図れなければ、市場での外貨準備枯渇の織り込みが強まるだろう。



(4) 強引な債務再編が招いた再デフォルトリスク

2001 年の国債のデフォルト以降、アルゼンチンは長年の懸案事項として、公的と民間の両方において債務問題を抱えている。

公的債務問題では、IMF に対する債務を 2006 年までに完済し、IMF 管理下からいち早く脱する一方、外国政府に対する債務（約 95 億米ドル）が返済できておらず、このためアルゼンチンは国際資本市場から孤立する状態が続いている。2008 年にフェルナンデス大統領は外国政府に対する債務について一括返済する方針を表明するもリーマンショックによる世界金融危機の影響から方針を撤回している。その後、2010 年にパ

リクラブと呼ばれる債権国団との返済交渉を再開したものの、返済条件面で交渉が纏まらず、2013年も10月の中間選挙までは、政権与党の得票に直接結びつかないことからアルゼンチン政府に返済交渉の進展を主体的に図る様子は窺えなかった。しかし中間選挙後に政権内に対外債務問題対応組織を新設し、1月20日にアルゼンチン政府よりパリクラブに対し返済に関する新提案を行い、5月26日より正式に交渉が再開されることとなった。外貨準備が減少するなか、アルゼンチン政府にとって、デフォルトにより閉ざされた国際資本市場での資金調達の再開は、極めて大きな意義を持つ。

民間債務問題では、デフォルトした債権のうちの民間保有分（約820億米ドル）について2005年と2010年に債務額を大幅にカットする形で債務交換を強行し、9割以上の債務を再編したが、債務再編条件が受け入れられず、債務交換に応じなかった債権者（ホールドアウト債権者）の一部から全額返済を求める訴訟を起こされた。米国ニューヨークで現在進められているこの訴訟では、債務再編に応じた債権者への支払いを行う一方、ホールドアウト債権者に対してのみ支払いを行わないことは、債権者平等条項（パリパス条項）に違反するというホールドアウト債権者の申立てに対し、これまでに第一審（米連邦地方裁判所）、控訴審（米連邦控訴裁判所）ともホールドアウト債権者に有利な判決が下されている。特に、一連の審議の中で、ホールドアウト債権者への支払いを行わない限り、債務再編に応じた債権者への支払いを禁じる判断（但し、米連邦最高裁判所の判断まで効力は生じない）が示された2012年後半以降、市場では再デフォルトの懸念が高まった。これはアルゼンチン政府が債務再編に応じた債権者への支払いができない場合にはデフォルト（テクニカル・デフォルト）に該当するとの理由による。アルゼンチン政府は2月18日に再審理を求めて米連邦最高裁判所に上訴した。新聞報道などによれば、米連邦最高裁判所が上訴を受理すれば、2014年10月から2015年6月までに判断が示されるとの見通しだ。

(5) 訴訟の行方／難しい判断を迫られるアルゼンチン政府

ホールドアウト債権者から提訴されたこの訴訟は今後どのような展開となるのか。IMFでは債務再編が今後纏まりづらくなる可能性を生じさせる今回の裁判所の判断をあまり好ましく思っていない節があるものの、これまで第一審、控訴審ともにホールドアウト債権者に有利な判決が下されていることから、最高裁の最終的な判断はアルゼンチンにとって厳しいものになる可能性が高まっている。最高裁の判断が、第一審、控訴審の判断と同様に、原告のホールドアウト債権者へ全額返済（13.3億米ドル+利息など）

を命じるものであった場合、返済額はアルゼンチンの外貨準備から支払うことが可能な金額であることから、新聞報道などにおいて、アルゼンチン政府に判決に従うことを勧める主張や論調は少なくない。しかし他のホールドアウト債権者から同様の訴訟を起こされる可能性が高いこと、債務再編に応じた債権者からも「債務再編に応じなければ支払いは受けられない」という当初説明との相違から訴訟を起こされる可能性があること、またアルゼンチン政府自身が再三明確に拒否してきたことから、アルゼンチン政府はその対応について難しい判断を迫られるであろう。すでに国際金融市場から孤立しているアルゼンチンにとって、国際金融市場との繋がりを持つ他の国と比べれば、デフォルトにより失うものは相対的に少なく、テクニカル・デフォルトの道を敢えて選択することも十分考えられる。しかしこの場合、テクニカル・デフォルトの後、テクニカル・デフォルトの対象となる債務再編後の新債権に対し、たとえアルゼンチン政府に利息などの支払いの意思があっても、ホールドアウト債権者への支払いを行わなければ、今回の訴訟の原因となった構図が繰り返されることになり、これまで少しずつ進展を図ってきた国際金融市場への復帰の道は全く見通せなくなる。こうしたことを考えると IMF などへの支援を仰ぎながら、アルゼンチン政府はホールドアウト債権者との問題を解決する方向に動くのではないかと予想される。何らかの事象の発生によりテクニカル・デフォルトが起きた場合でも、その後の支援を IMF などから受けやすくなり、前回のデフォルト時のような経済危機の発生を回避する可能性が高まるだろう。いくつかの問題点は残るものの、アルゼンチン政府がホールドアウト債権者と和解する形での決着が図られる可能性もあり得よう。

4. 国際協調路線に転換を図るアルゼンチン

(1) 最近のアルゼンチン政府の姿勢の変化

こうした予想の背景には、最近のアルゼンチン政府の姿勢やそれを取り巻く環境の微妙な変化がある。2013年2月のIMFの非難決議を受けて、アルゼンチン政府が従来のインフレ指数に代わる新指数（IPCNU）を作成したこともその一つである。

2013年10月には、世界銀行が設置する仲裁機関である投資紛争解決国際センター（ICSID）に持ち込まれていた5件の訴訟について、アルゼンチン政府は補償として約5億米ドル相当のアルゼンチン国債を支払うことで和解した。アルゼンチン政府による補償実施の見返りに、世界銀行はアルゼンチンに対し30億米ドルの融資（融資目的は医療施設などの整備）を行う模様であり、世界銀行の決定に影響力を持ち、これまで世

界銀行によるアルゼンチン向け融資に反対していた米国の姿勢の変化も垣間見える。

また 2013 年 11 月には、2012 年に強引に過半数の株式を接収し国有化したアルゼンチンの石油会社 YPF について、YPF の元親会社であるスペイン石油大手レプソルとアルゼンチン政府の間で補償交渉が合意に達し、YPF 補償問題が解決した。これにより YPF 株の接収を巡り、1 年半続いたスペインとアルゼンチンの対立は終結する。フェルナンデス大統領は、脳（慢性硬膜下血腫）の手術のため、2013 年 10 月の中間選挙前から緊急入院していたが、11 月中旬に公務に復帰するとすぐに、中銀総裁および主要閣僚の入れ替えを行った。その直後に合意したレプソルとの補償交渉は、就任したばかりのカピタニッチ官房長官とキシロフ経済相の手柄とされる。なお閣僚入れ替えにより、ロレンシーノ前経済相は新たに対外債務問題の対応責任者に任命され、その元に対外債務問題対応組織が新設された。そしてアルゼンチン政府からの新提案を契機に、パリクラブとの債務返済交渉の再開が決まった。

こうした一連の事象は、これまで国際社会と一線を画し、独自路線を歩んできたアルゼンチンが国際協調路線へと転換を図り始めていることに他ならず、これまでの強引な政策運営により、様々な面で生じた歪みがこれ以上先送りできなくなった状況を認識し、その是正によりやく必死に動き出したアルゼンチン政府の姿勢の変化の表れに映る。引き続き状況の推移を注視する必要があるものの、アルゼンチン政府の姿勢の変化が本物であれば、国際社会もアルゼンチンに支援の手を差し伸べることを厭わないだろう。日本や欧米サイドにおいても、公的債務問題の存在により、アルゼンチンに進出する企業に対して公的な融資や保険による事業サポートができず、そうした頸木のない中国などによる大規模な事業展開を指をくわえて見ている状況が続いており、状況改善を待ち望んでいるのが本音である。

(2) アルゼンチンのリスク状況の見通しについて

格付け会社によるアルゼンチンの信用格付けは、2012 年後半のテクニカル・デフォルトリスクの浮上により一段と低下している。アルゼンチンの外貨建て長期債格付けについて、スタンダード・アンド・プアーズは 2012 年 10 月に B から B- に、さらに 2013 年 9 月に CCC+ に、フィッチは 2012 年 11 月に B から CC に、ムーディーズは 2013 年 3 月に外国法準拠のアルゼンチン国債の格付けを B3 から Caa1 に、それぞれ引き下げた。いずれもホールドアウト債権者との訴訟に伴うリスクの増大を格下げ理由としており、デフォルトがあり得るとの判断である。なおムーディーズは 3 月 17 日に外貨準備の急

減を受け、アルゼンチン国債の格付けを B3 から Caa1 に引き下げている。

一方、アルゼンチンの信用リスクを反映する 5 年物クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) スプレッドや JP モルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・プラス (EMBI+) は高水準にて推移しているものの、いずれもピークをテクニカル・デフォルトリスクが浮上した 2012 年後半に記録し、2013 年後半には一時的に比較的大きく低下したことが見て取れる (図表 11)。与党が苦戦し、フェルナンデス大統領の三選の可能性が低下した 2013 年 8 月の予備選挙や 10 月の中間選挙の結果とともに、最近のアルゼンチン政府の姿勢などの変化が、アルゼンチンの国際金融市場への復帰に向けた動きに繋がるとの中期的な思惑を呼び、プラスマイナス両材料あるなか、プラスの方にかけるハイリスク志向の少数投資家の投資行動を通じ、5 年物 CDS スプレッドや EMBI+ の一段の上昇が抑制されている可能性がある。

ここまで見てきたとおり、アルゼンチンにおいて蓄積した歪みの一部はすでに先送りできない状況にあり、アルゼンチン政府は歪みの是正に真剣に取り組むことを余儀なくされるであろう。このため短期的には、歪みの是正のためにアルゼンチン経済は停滞し、2014 年はアルゼンチンの状態の悪さが目立つ時期になると思われる。今後の穀物の作柄状況ならびに穀物市況にもよるが、アルゼンチン政府による経済活動への介入は一段と強まる可能性が高い。また経済停滞にとどまらず、何らかのショックに見舞われる可能性があり、アルゼンチンのリスク状況は一段と悪化する局面も否定できない。しかし中期的にはリスク状況の改善期待は大きい。ポスト・フェルナンデス大統領を展望するまでもなく、フェルナンデス大統領の残された任期の中でも、国際社会の協力を仰ぎながら、歪みの是正を進め、投資環境を改善していくことにより、リスク状況が改善される可能性は十分であろう。全ては現在直面する歪みに対する、アルゼンチン自身の手による是正対応にかかっている。

以 上

(参考文献)

- 遅野井茂雄・宇佐美耕一「21世紀ラテンアメリカの左派政権：虚像と実像」、アジア経済研究所、2008年11月
- 三菱東京UFJ銀行経済調査室「中南米経済の見通し」、2013年11月
- 松井謙一郎「国際金融界への復帰を模索するアルゼンチンの最近の動向と今後の展望について」、IIMA Newsletter、国際通貨研究所、2011年4月
- 松井謙一郎「保護主義的な動きを強めるアルゼンチン ～構造的な問題への対応と政府のジレンマ～」、IIMA Newsletter、国際通貨研究所、2012年4月
- 松井謙一郎「国際金融界への復帰が一層遠のくアルゼンチン」、IIMA Newsletter、国際通貨研究所、2013年3月
- 森川 央「スタグフレーションに苦しむアルゼンチン」、IIMA 国際金融トピックス、国際通貨研究所、2012年9月
- 森川 央「膨らむアルゼンチン経済の矛盾」、IIMA 国際金融トピックス、国際通貨研究所、2013年4月
- アルゼンチン紙電子版 (El Cronista 電子版、La Nacion 電子版、Buenos Aires Herald 電子版、Clarín 電子版)
- アルゼンチン中央銀行、国家統計センサス局 (INDEC)、アルゼンチン経済省 (MECON)、在アルゼンチン日本国大使館、国際通貨基金 (IMF)、世界銀行、国連中南米カリブ経済委員会 (ECLAC)、財務省、経済産業省、農林水産省、日本貿易振興会 (JETRO) 各ホームページ

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>