

Newsletter



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

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

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
松井 謙一郎

matsui@iima.or.jp

<要 約>

本稿は、アルゼンチンの債務危機時の対応を振り返った上で、最近の国際金融界への復帰の模索の動きと今後の展望について纏めたものである。

1. 過去の債務危機時の対応

- 同国は、1990年代までは新自由主義的改革を実施して模範的な存在であった。しかしながら、カレンシーボード制度の崩壊で債務負担が急増すると、その解決のためにIMF・債権者との強い対立も辞さず、大幅な債務削減に踏み切った。
- 債務危機は一義的に政府債務の問題であったにもかかわらず、外貨不足のため民間部門の対外支払も事実上止められた。更に非対称的なペソ転換、公共料金の引き上げ凍結など民間部門に予想外の損失が発生した点で特異であった。

2. 最近の国際金融界への復帰の状況

- 同国は2000年代を通じて、国際金融界からの孤立を深めてきた。しかしながら、政局・政策面での行き詰まりが顕著になる中で政策転換し、2009年

夏頃から国際金融界への復帰を模索し始めた。

- 民間債務問題は概ね決着し、現在パリクラブ（非公式な債権国会合）によって公的債務問題の決着が図られている。一方で、以前より信憑性に疑念が持たれてきたインフレ率のデータについて、IMF の技術支援を受けて統計改善を進めるといった動きも見られる。

3. 今後の展望

- 2011 年中にはパリクラブ債務問題の決着、IMF との関係再構築、物価統計の信頼性向上など、国際金融界への復帰に向けて具体的な成果が期待される。
- 一方、同国政府によるポピュリズム的政策強行のリスクが低下するとは必ずしも言い切れず、2011 年 10 月の大統領選挙など今後の政治動向を慎重に見極める必要があるだろう。

<本 文>

1. アルゼンチン債務危機の概要

最初に、アルゼンチン債務危機の経緯を振り返ってみたい。同国では、1980 年代は累積債務問題の発生とその後の混乱の中でハイパーインフレが続いた。1980 年代のハイパーインフレの教訓から、1991 年にはドルとペソの交換レートを 1 対 1 で固定し、ペソの発行量をドルの外貨準備高の範囲に抑える通貨制度（カレンシーボード制）が導入された。この制度の下では通貨供給量が保有するドルによって制約されるため、金融政策の独立性を事実上放棄しなければならないというデメリットがある一方、通貨価値安定が大きなメリットである。カレンシーボード制の導入後、同国のハイパーインフレは収束した。ブラジルでも、1994 年に同国通貨のレアルとドルをリンクするレアルプランの導入によってハイパーインフレが収束し、1990 年代前半における南米の 2 大国での通貨制度の成功は地域全体の対外的な信認の回復に大きく貢献した。

しかし、1990 年代後半になると同国のカレンシーボード制を巡る状況は大きく変化した。1998 年夏には、アジア通貨危機に端を発する新興国市場の通貨危機が隣国のブラジルに波及し、ブラジルは 1999 年初にはレアルとドルのリンクを放棄して変動相場制への移行を余儀なくされた。ブラジルの通貨切り下げに対してアルゼンチンはカレンシーボード制のため切り下げが出来ず、国際競争力が大きく低下し、また不景気の下でも機動的な金融緩和政策が取れずに景気

後退が長引いた。このような状況で、2000年代初頭には、カレンシーボード制の下での経済政策の自由度の低さが問題視されるようになってきた。

政府は、2001年に入ってから、カレンシーボード制を導入した当時の経済大臣であったカバロ氏を再度登用する一方、各種の規制を強化しながら制度の維持を図ろうとした。しかし、2001年後半にはペソ切り下げ懸念の高まりを背景とした銀行預金の流出が外貨準備の減少を加速した。政府は銀行からの預金引出制限措置を発動して事態収拾を図ったが、これが一般市民の不満に火をつけることとなった。このような混乱の中で、政府が2001年末に對外債務の支払一時停止を宣言することで、同国の債務危機が表面化することとなった(表1)。

表1：債務危機に至るまでの動き

時期	主な動き
1980年代	1983年に軍政から民政移行、民政政権がハイパーインフレの鎮静に取り組むが成功せず
1991年	メネム氏が大統領に就任、カレンシーボード制度の導入でハイパーインフレの鎮静に成功、国営企業の民営化が加速
1995年	メネム氏が大統領に再選、メキシコ通貨危機の影響でマイナス成長
1998年	新興市場国での通貨危機がブラジルに波及(1999年よりブラジルは通貨切り下げ)
1999年	年初にメネム大統領がドル化の可能性に言及、年末の選挙でメネム氏は敗北、デ・ラ・ルーア氏が大統領に就任
2001年 8月	カバロ氏(1991年のカレンシーボード制度の導入時の経済大臣)が経済大臣に復帰、IMFが同国向けの大型支援パッケージを発表
2001年 9月	米国で同時多発テロ発生、ペソ切り下げ懸念の高まりを背景として銀行預金の流出が外貨準備の減少を加速
2001年 12月	預金引き出し制限への抗議活動で治安が大きく悪化、デ・ラ・ルーア大統領、カバロ大臣が辞任、對外債務の支払一時停止を宣言

(出所) 筆者作成

2. アルゼンチン債務危機の特異な点と教訓

アルゼンチン債務危機の特異な点と教訓を整理すると以下の通りである。

(1) カレンシーボード制の崩壊とそれに伴う混乱の深刻さ

第 1 はカレンシーボード制の崩壊とそれに伴う混乱が非常に大きかった点である。カレンシーボード制は、1990 年代前半の同国への信認の回復の柱となってきたが、1990 年代末頃には、経済状態が悪化するなかで機動的な経済政策を制約するデメリットの方が強く認識されるようになってきた。こうした経済悪化によるカレンシーボード制への信認の揺らぎを立て直す打開策として、ドル化（自国通貨を廃止してドルのみを法定通貨とする）の選択肢も模索された。

2000 年には、エクアドルとエルサルバドルがドル化政策の採用を決定したが、アルゼンチンもカレンシーボード制度を更に強化した制度であるドル化政策を取ることで信認を回復すべきという主張も当時は多く見られた。政府は、2001 年末の債務危機の表面化後も、果たせなかったとはいえカレンシーボード制維持を志向したが、この背景には制度崩壊に伴う為替差損を回避したいという意向が大きく影響していた。

新興市場国の通貨危機において通貨が大きく切り下がった場合、経済の混乱による実体経済へのマイナスの影響に加えて、自国通貨建てに換算した外貨建ての債務が急激に膨らんで企業等が大きく為替損失を被る状況が一般的に見られる。同国では、企業だけでなく一般市民の間でもドル建て住宅ローンの利用などドルの利用が浸透していた。このような中で、変動相場制度に移行してペソがドルに対して大幅に切り下がった場合に、一般個人にも切り下げによる債務負担増加の影響が及んで、大きな社会問題になることが予想された。

同国は 2001 年末の債務不履行宣言後、カレンシーボード制の立て直しを模索したが、2002 年の 2 月には結局、変動相場制への移行を余儀なくされた。政府はこれに対処するために、非対称なレートでのドルからペソへの強制転換措置を取った。具体的には、ドルとペソの交換レートを銀行側に不利（銀行の債務者にとっては有利）な形で非対称に設定するものである。図 1 の例では銀行の資産に対しては 1 ドル=1.4 ペソを適用するのに対して、銀行の負債に対しては実勢レート（例えば、1 ドル=3 ペソを適用する）を適用するものであるが、これによって金融機関は巨額の為替差損を被った。

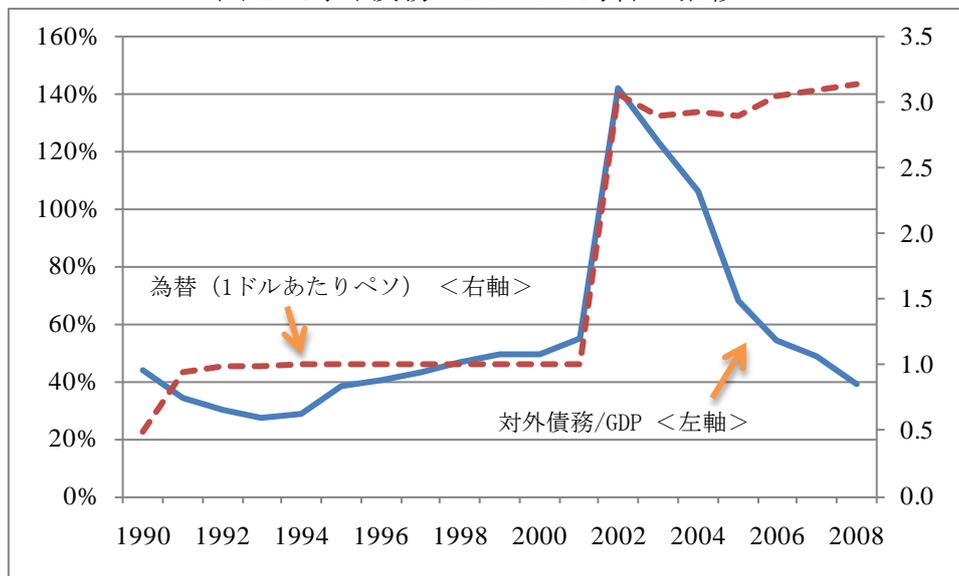
図1：2002年の非対称的な強制ペソ化の例

ペソ化前の銀行のB/S		ペソ化後の銀行のB/S	
ドル建資産 産 100	ドル建負債 債 100	ペソ建て資産 産 140	ペソ建て負債 300 (1ドル=3ペソの 実勢レート)

(出所) 筆者作成

その後、対ドルの為替相場は大きく切り下がる中で、本国通貨建てで見た対外債務負担は一気に増加することとなった。具体的には、為替レートが2002年以降は年間平均レートで見ると1ドル=約3ペソの水準で推移しているが、これは切り下げ前の1ドル=1ペソ（カレンシーボード制度の下での固定交換レート）から通貨価値が3分の1に切り下がったことを意味している。これに伴って、GDP比の対外債務の水準は、2001年には55%であったが、2002年には142%と一気に3倍程度に急増することとなった（図2）。

図2：対外債務/GDP比と為替の推移



(出所) IMF(IFS)データより作成

(2) 債権者の拡散の問題

第 2 は、債権者が個人投資家を含めて海外に拡散していたために、債務危機への対応・解決がより複雑なものになった点である。同国は、1980 年代の債務危機時の教訓（銀行借り入れへの安易な依存への反省）も踏まえて、1990 年代以降は市場からの調達（国債発行）へシフトしていった。カレンシーボード制の成功を背景としたハイパーインフレの鎮静や 1990 年代前半の同国の高い成長などにより、信認が大きく回復して国債消化が容易となったことが、海外からのファイナンス急増の背景にあった。

特にアルゼンチンは、ソブリン銘柄として知名度が高かったこともあり、海外にも多数の個人投資家が存在した。例えば、アルゼンチン債務危機が 2001 年末に表面化した時点で、イタリアでは 50 万人を上回る個人投資家が、日本では 3 万人以上の個人投資家（円建てのアルゼンチン国債であるサムライ債保有者）が存在したと言われている。

このようなアルゼンチンの問題は、債務危機の際の民間部門関与（PSI : Private Sector Involvement）やソブリン債務再編（SDRM : Sovereign Debt Restructuring Mechanism）の問題、債券発行における集団行動条項（CAC : Collective Action Clause）の問題などの議論を活発化させる契機となった（表 2）。

民間部門関与（PSI）に関する議論の背景には、資本移動の自由化に伴い新興市場国に対する民間資本フローが 1990 年代初頭から急増したことが挙げられる。それまでの中長期を主体とする銀行のシンジケートローンが急減して短期融資が増加する一方で、国際資本市場における債券の発行が増加することで、金融商品の多様化や投資家の分散が促進された。このような状況で、ある国が債務不履行に陥った場合には、IMF の金融支援による危機收拾が一般的であった。

このように新興市場国での通貨危機の際には、IMF からの金融支援によって債務者が救済されることが、先進国の金融機関・投資家を中心とする債権者にとっても暗黙の前提となってきた。これは一種のモラル・ハザードとなっているが、これを防ぐために民間部門を危機対応に責任を持って関与させようとするのが民間部門関与の議論の考え方であり、SDRM や CAC はこの考えを踏まえた議論であるとも言える。

表 2：アルゼンチンの債務危機が問題提起した事項

関連事項	内容
民間部門関与 (PSI) [Private Sector Involvement]	1990年代に相次いだ新興市場国の通貨危機の教訓も踏まえて、国際金融システム安定のために民間部門も危機時に応分の損失負担をすべきとの主張
ソブリン債務再編メカニズム (SDRM) [Sovereign Debt Restructuring Mechanism]	国内企業倒産法制を国家債務再編のための国際的な枠組みに適用するもの。IMFのクルーガー副専務理事が2001年11月に検討を提唱したことから、クルーガー提案とも呼ばれる。
集団行動条項 (CAC) [Collective Action Clause]	ソブリン債務が再編される場合、どのような形で債券保有者がこの案に対して意思表示をして、またそれに拘束されるかが実務的に問題となってくる。新興市場国等が発行する債券において、多数決により債務の返済条件を迅速に変更することを可能にするのが、債券発行契約の際に設けられる集団行動条項である。

(出所) 筆者作成

ソブリン債務再編メカニズム (SDRM) 提案は、ソブリン債務の再編を法的枠組みを通じて行うという提案である。SDRM は、米国の破産法を念頭に置いていると言われるが、国内の倒産法の考え方をソブリンと多数の債権者が対峙する国際金融の債務再編に適用するのは現実的でない等、民間市場参加者等から強く批判された。実務的にも種々の問題点を抱えているため、具体的な枠組み作りには至らなかったが、問題提起としては大きな意味を持った。

SDRM が提案された背景としてソブリン債券を保有する投資家数の増大があったが、ソブリン債務が再編される場合、多数決により債務の返済条件を迅速に変更することを可能にするのが、債券発行契約の際に設けられる集団行動条項 (CAC) である。アルゼンチンの債務危機はこの問題の重要性を改めてクローズアップすることとなり、新興市場国での通貨・債務危機の解決への現実的な対応の一つとして、その後は G7・IMF 等もその採用を奨励するようになった。

このように、アルゼンチンの債務危機は、債権者と債務者の交渉が膠着状況に陥った場合でも国内の破産処理に準じたような強制的な解決が難しいことや、債権者が個人投資家を含めて全世界に拡散している場合の対応の難しさを国際金融界に改めて問題提起した点でも大きな意義があったと言える。

(3) IMF・債権者との対立と国際金融界からの孤立

第3は、アルゼンチンが IMF や債権者との対立姿勢を強く打ち出した点である。1990年代の中南米諸国は市場メカニズムを重視する新自由主義的な政策を軒並み積極的に推進し、同国はメキシコ・ブラジルと並ぶ成功例として高く評価されてきた。2001年の債務危機直前まで IMF は大型の支援パッケージを打ち出すなど、支援の側に回ってきた。しかしながら、債務危機発生後の危機対応の中で、同国の政策運営は1990年代の新自由主義的な政策から180度転換することとなった。

債務危機の表面化後は、まず、固定相場制であるカレンシーボード制の崩壊に伴う自国通貨の大幅下落によって、対外債務残高の対 GDP 比が3倍に拡大したことが、混乱を大きく増幅した。また、債権者が個人投資家を含めて海外に拡散していたことが、対外債務の再構築の交渉をより複雑なものにした。さらに、IMF・債権者との対立スタンスを強め、国際金融界からの孤立を深めていった。

最近10年間で見ても、同国の事例は債権者への齟齬が最も大きく、対立が先鋭化した事例であったと言える（表3）。

表3：最近10年間での新興市場国での債務削減（対外債務）の事例

国	債務削減対象	債務削減時期	金額	債務削減率
パキスタン	国債	1999年	6億ドル	30%
ウクライナ	国債	2000年	26億ドル	40%
エクアドル	国債	2000年	65億ドル	60%
ウルグアイ	国債	2003年	37億ドル	26%
アルゼンチン	国債	2005年	797億ドル	67%

（出所）IMF Working Paper No.05137 を参考に筆者作成

3. 債務危機後の国際金融界からの孤立の深まり

(1) ポピュリスト的な政策の実施

債務危機後の混乱の中でアルゼンチン政府はポピュリスト的な志向を強め、IMF や債権者に対して敵対的なスタンスを打ち出すようになった。銀行や個人

投資家以外の債権者にも様々な形で負担の転嫁が行われたが、その典型的な例が公共料金の引き上げ凍結策である。

1990年代の新自由主義政策の時代に、同国では公共企業の大規模な民営化と欧米の外資の流入が見られたが、外資の進出にあたっては公共料金のインフレスライドが前提になっている。カレンシーボード制の時代にはインフレは抑制されていたが、制度が崩壊して通貨が大きく切り下がる中でインフレ抑制は困難となった。このような中で、政府は国民の反発を恐れて、ガス・水道などの公共料金の引き上げ凍結を強制したが、これはインフレスライド条項を政府が強制的に止めるという典型的ポピュリスト政策と言える。

2003年に誕生したキルチネル政権は政治的に支持を集めるための人気取り政策（いわゆるポピュリスト的な政策）を追求する傾向が強く、2005年には約7割の元本削減という債権者に大きく齎寄せをする形での債務再編を強行した。このような一連の政策によって、同国は国際金融界からの孤立を深めていくこととなった。

更に、通貨金融危機によるペソ相場の大幅な下落や食糧価格の高騰の追い風もあって外貨準備高が大きく積み上がる中で、2006年1月にはIMFへの融資を全額返済したことによってIMFの介入を排除して政策の独立性を高めた。政府は景気回復の中で高まるインフレ圧力を抑制するために、国内の主要な生産部門と協約を交わして価格を統制するなど、国家の経済活動への介入を強めてきた。

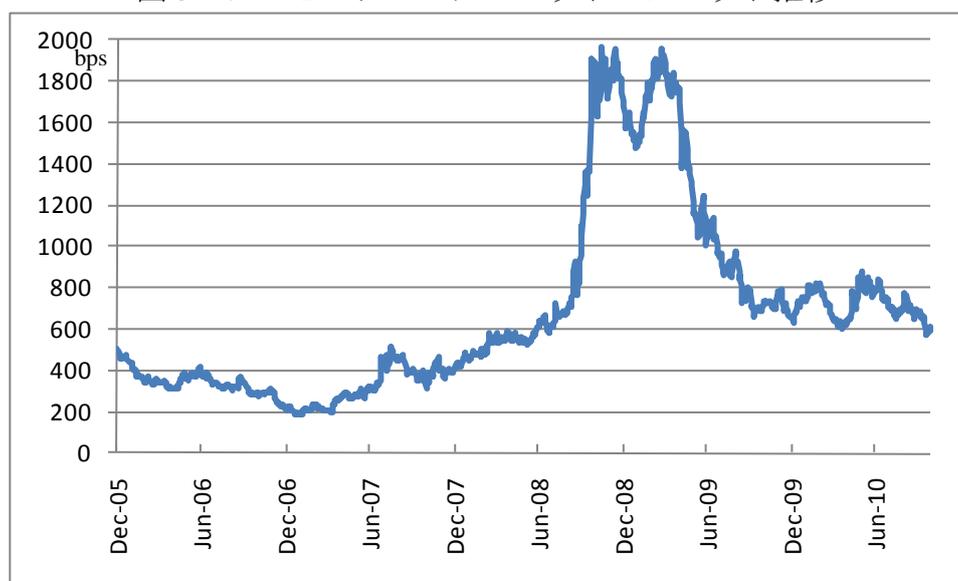
(2) グローバル金融危機時の対応

2007年に成立したフェルナンデス政権は、大豆への輸出税の引き上げの試みや企業再建への介入等の政策で国家の市場介入を更に強めていった。2008年10月のグローバル金融危機の際には、年金受給者を世界的な金融混乱から守るという名目で年金基金国有化案を発表した。これは1994年に行われた業務の民間開放（民営化）に逆行する政策だが、政府は目先の市場の動きにとらわれない長期的な視点で投資するため、民間ではなく国が管理する方が適切であることを政策の大義名分としていた。

しかしながら、野党や反対派は年金資産運用を国債に固定化させ、年金の資産を対外債務の返済の原資に充てる意図があると強く反対した。海外投資

家の不安感増幅を背景にクレジットスプレッドが大きく上昇した（図3）が、最終的には年金基金の国営化は実施された。同国の場合には IMF からの支援を受けることに根強い抵抗感があり、IMF 支援を回避するために、政策に歪みが生じてきたという言い方もできる。

図3：アルゼンチンのクレジットスプレッド推移



(出所) JP Morgan データより作成

4. 現フェルナンデス政権における国際金融界への復帰模索

(1) 方向転換のきっかけ

2007年までのキルチネル政権では、前述したような国際金融界からの孤立が目立ち、2007年から引き継いだフェルナンデス政権でも基本的な路線は踏襲された。但し、政府への民間の経済活動が様々な面に広がり、2008年秋のグローバル金融危機の影響で景気が後退する中で、政権への反発が強まっていった。

2009年6月の総選挙で政権与党が敗北して以降、政権の手詰まり感が強まる中、国際金融界からの孤立を修復しようとする動きが始まった。隣国ブラジルが国際金融界からの信認を高め、アルゼンチンとの格差を広げていたことがこのように大きな政策転換を誘発した要因と言える。2009年夏以降、国際金融界への復帰模索の一環として IMF との水面下での交渉が始まった。並行して、ペナンディングとなっていた民間債務や公的債務の問題への対応などが検討される

ようになった（表4）。

表4：アルゼンチンの国際金融界との関係

年	主な動き
1990年代前半	新自由主義的な政策の実施(カレンシーボード制度の導入によるハイパーインフレの鎮静と民営化など)と信認の大幅な回復
1990年代末頃	カレンシーボード制度の限界(機動性の欠如)の表面化や対外債務の累積を背景に信認が徐々に低下
2001年末	債務危機(債務不履行宣言)
2002~2003年	債務危機対応を巡る混乱
2005年	債務再編にて大幅な債務削減強行
2006年	IMFからの借入全額一括返済、国際金融界からの孤立の深まり
2009年夏頃	政策の行き詰まりを背景に、国際金融界への復帰の模索を開始
2010年	債務再編時未解決の民間債務問題は概ね決着、公的債務(パリクラブ)問題の解決が焦点に

(資料) 各種資料より作成

(2) 国際金融界への復帰を巡る最近の動き

国際金融界との関係に関する2010年の動きは、概ね以下の通りである(表5)。近年は年金基金運用の国営化(2008年秋)や外貨準備の債務返済への充当といった問題を巡って政府が中銀総裁を解任(2010年1月)するなど政府による強制的な措置発動が見られた。また2010年に入ってからには景気の本格的回復を背景としてインフレ圧力への対応が大きな課題になっているが、同国のインフレ率のデータは、実際より低目の数字となっている可能性が指摘されてきた。このようなアルゼンチンへの内外からの不信感の抜本的な解消のためにはIMFの監視受入れが不可欠であったが、同国に根強く存在するIMFへの反発がIMFとの関係再構築における大きな障害となってきた。

2011年の大統領選挙への出馬が有力視されていたキルチネル元大統領が10月に死去した。同国の経済運営に対するIMFの関与に強く反対してきた同氏の逝去によって、IMFとの関係についても政府は柔軟な姿勢に転じつつある。具体的には、当局は11月頃よりインフレ率統計の信認回復のためにIMFの技術支援

受入れを始めている。また、11月のG20以降は、パリクラブ債務（公的債務）問題解決に向けてのIMFやパリクラブとの水面下での接触を活発化させている。

表5：2010年の国際金融界への復帰模索の動き

月	主な動き
1月	中銀が保有する外貨準備を対外債務返済に充当する措置を巡って大統領と中銀総裁が対立、最終的には大統領が中銀総裁を事実上解任する形で決着
5月	過去の債務再編の未解決債務について、債券交換の募集を開始
6月	債券交換の募集の結果を発表（対象額の約66%に相当する約120億ドルの応募有り）
10月下旬	同国の経済運営に対するIMFの関与に強く反対してきたキルチネル元大統領が死去
11月中旬	G20の場を利用して、大統領・ブドゥー経済財務大臣がパリクラブ関係者と非公式な協議を行った旨の報道 公的債務問題の解決に向けてパリクラブと交渉を再開する旨、大統領が発表
11月下旬	ブドゥー経済財務大臣がIMFのリプスキー副専務理事と会談
12月中旬	インフレ率の指標について、IMFがアドバイスを行うため、技術支援のチームを同国に派遣、経済財務省の事務方と協議
12月中旬	ブドゥー経済財務大臣がパリクラブとの協議を開始するため、フランス入り

（資料）各種資料より作成

パリクラブでは、通常債務再編の行われる期間に渡ってIMFのモニタリングを受け入れることが債務再編のための必要条件となっている。アルゼンチンのケースでは特例としてIMFのモニタリングが必要条件でない形となったが、債務再編の対象金額（債務の金額自体は60億ドル程度だが、返済債務に延滞利息を含めると返済金額は90億ドル程度に増加する）や返済条件（債権国側は短期間での返済を求めているのに対して、アルゼンチンは複数年間での返済を求めている）を巡る両者の主張の隔たりもあって、パリクラブ債務問題の決着には今暫くの時間を要すると見られている。

5. 今後の展望

同国は、1990年代までは新自由主義的改革を実施して模範的な存在であった。しかしながら、カレンシーボード制度の崩壊で債務負担が急増すると、その解決のためにIMF・債権者との強い対立も辞さず、大幅な債務削減に踏み切った。また、同国の債務危機は一義的に政府債務返済に係る問題であったが、信用不安の高まりに伴う資本逃避により、対外支払用外貨の著しい不足が懸念されたため、民間部門の外貨対外支払いも事実上制限された。また非対称的なペソ転換、公共料金の引き上げ凍結などの措置が採られて民間部門に皺寄せがなされることとなった。

2000年代を通じて国際金融界からの孤立を深めてきたアルゼンチンではあったが、政策面での行き詰まりを見せる中で、2009年夏頃から国際金融界への復帰を模索してきた。2010年には、債務スワップの実施により民間債務問題が概ね決着した後、パリクラブとの接触で公的債務問題の決着が図られてきた。同国のインフレ統計データの信頼性が以前から疑問視されてきたが、IMFの技術支援受け入れによる統計改善作業を始めるなど、最近同国の国際金融界復帰に向けた努力が活発化してきている。

2011年は、パリクラブ債務問題の決着、IMFとの関係再構築、物価統計データの信頼性向上など、国際金融界への復帰に向けて具体的な進展が見られると思われる。これはアルゼンチンにとって非常に大きな成果となるであろう。一方で、同国の債務危機時に債権者や民間部門が損失を被るポピュリズム的政策が実施され、グローバル金融危機時にも年金基金運営の国有化等、政府の民間部門への介入が強行されたことは投資家の記憶に新しい。同国におけるポピュリズム的政策強行リスクへの懸念を払拭することは簡単なものではないであろう。2011年10月の大統領選挙など今後の政治動向を十分に見極める必要があるものと考えらる。

以 上

(参考文献)

浅見唯弘「官民対話の進展が望まれる国家債務再編メカニズム (SDRM)」、国際通貨研究所、Newsletter No.2、2003年2月

小川英治『国際金融入門』、日経文庫、2002年

松井謙一郎「世界同時不況の影響が鮮明になる中南米経済と政策対応 ～主要国間で対照的な国と民間部門との関係～」、国際通貨研究所、IIMA Newsletter、2009年6月

_____「アルゼンチンの通貨制度の変遷 ～ドルとの関係の模索の歴史～」、『国際金融』、1204号、2009年9月

_____「アルゼンチン危機 (2001～02年) の経験 ～ギリシャ危機への教訓を探る～」、国際通貨研究所、IIMA News Letter、2010年6月

Inter-American Development Bank, “Living with Debt – How to Limit the Risks of Sovereign Finance –”, Economic and Social Progress Report, Inter-American Development Bank, 2007.

Sturzenegger, Federico, and Jeromin Zettelmeyer, “Haircuts :Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings,1998-2005”, IMF Working Paper 05/137, 2005. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05137.pdf>

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、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、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います。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 2011 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>