

Newsletter



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

ユーロ圏の対外不均衡

～危機を背景に修正進行中だが、縮小均衡に。望まれる政策転換～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- ユーロ圏の経常収支はグローバル金融経済危機前まで、南欧の赤字、北部の黒字がそれぞれ急拡大し、その後のユーロ・ソブリン危機の一因となった。
- 不均衡拡大の背景には、単一通貨ユーロ導入に伴う為替相場調整手段の喪失がある。しかし、そもそも労働市場改革を進め、労働コスト抑制に成功したドイツと労働生産性を上回る賃上げにより労働コスト高を続けた赤字国との格差の問題であった。
- 各国の国内に目を転じると、不均衡は赤字国の貯蓄過小・投資超過、黒字国の貯蓄超過・投資不足を反映したものであった。
- 不均衡の修正は、主として赤字国の投資減少および財政再建によるもので、黒字国は黒字幅をほぼ維持した。この結果ユーロ圏全体として、経常黒字が拡大した。
- 国際通貨基金（IMF）による黒字国の内需拡大（投資促進、消費拡大）と、赤字国による構造改革が進められるケースの試算では、赤字国、黒字国ともに成長にプラスの影響が見込まれ、ユーロ圏全体の成長率も加速が期待されている。
- ユーロ圏経済の景気が低迷し、デフレ懸念が高まるなかで、欧州中央銀行（ECB）は政策金利をほぼゼロとするなど積極的な対応を行ってきたが、ECBの対応にも限

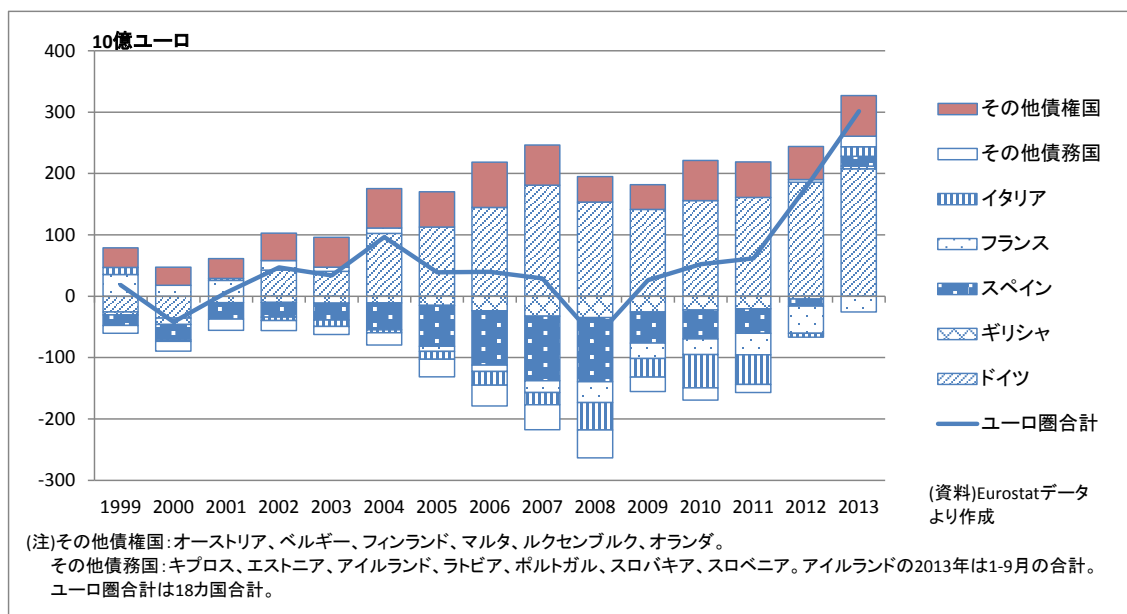
界がある。黒字国を中心に、企業のマインドを前向きな投資に向かわせるような政策転換が、中長期的なユーロ圏の成長にとっても望ましい。

<本文>

1. ユーロ圏の経常収支：南部赤字国と北部黒字国

ユーロ圏ではギリシャ、スペイン、ポルトガルといった南欧の周縁国は経常収支赤字を抱え、ドイツ、オランダ、フィンランドなどの北部諸国は経常収支が黒字という特徴がある。これは裏返してみれば、資本輸入国である南欧と資本輸出国としての北部諸国という対比となっている。さらに1人当たり所得水準でも低めの南部、高い北部という南北格差がある。

図表1：ユーロ圏の経常収支



ユーロ圏各国の経常収支は、2007年のグローバル金融経済危機（以下ではグローバル危機）前までは、赤字国と黒字国双方で、不均衡が拡大していた（図表1）。グローバル危機の背景としてのグローバル・インバランスがよく指摘されるが、これは多くの場合「アジア新興国の貯蓄超過」と「米国の投資超過」を意味するものであった。ユーロ圏全体の対域外収支でみると、各国の赤字と黒字が相殺される形で、それほど大きな不均衡ではなかったが、ユーロ域内の不均衡はその後のユーロ・ソブリン危機につなが

っていったとされる。ソブリン危機で欧州連合（EU）から支援を受けたGIPS諸国¹（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン）とキプロスは、財政だけでなく、経常収支も赤字が続くという「双子の赤字」を抱えていた。いずれも対外債務国であり、ソブリン危機は財政赤字の問題だけではなく、国際収支・対外債務危機の側面ももっていたことがわかる（図表2、3）。図表3は各国のドイツ国債との利回り格差（ソブリン・スプレッド）と対外純資産を示したものだが、対外純資産のマイナス幅が大きい国は概してスプレッドが大きく、投資家のこれらの国に対するリスク懸念度合いの高さを示している。

ユーロ圏の経常赤字国についてみると、2008年までは年々赤字が拡大していたが、グローバル危機とそれに続くソブリン危機を通じて、赤字は縮小傾向が鮮明となった。2013年には多くの国で経常収支は均衡もしくは黒字に転換した。2013年に経常収支赤字を記録したのは、ベルギー、キプロス、エストニア、フィンランド、フランス、ラトビアの6カ国であった。GIPS諸国はいずれも黒字に転換した。他方で、黒字国については、グローバル危機前にはドイツの黒字の大きさとその拡大ペースが際立っている。ドイツを含めた黒字国は、グローバル危機後も大幅な黒字を維持してきた。その結果、ユーロ圏合計でみると黒字幅が拡大している²。

¹ GIPS にイタリアを加え、GIIPS と呼ぶこともある。イタリアは EU からの支援を受けていないが、ユーロ圏の中でもギリシャに次ぐ公的債務残高（2013年時点で GDP 比 133%）を抱えている。GIPS 諸国の政府債務危機が深刻化し、各国の国債が売り浴びせられた際には、イタリア国債も大幅に下落した。なお、イタリアの財政赤字は 2012、2013 年には、EU の安定成長協定に規定された GDP 比 3% 内におさまっている。

² なお、グローバルにみると、このユーロ圏全体としての黒字拡大は、Fragile5 と呼ばれた、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコなどの新興国の赤字拡大に対応する形となっており、新たな不均衡の火種となっている。

図表 2 : ユーロ圏各国の対外純資産と経常収支

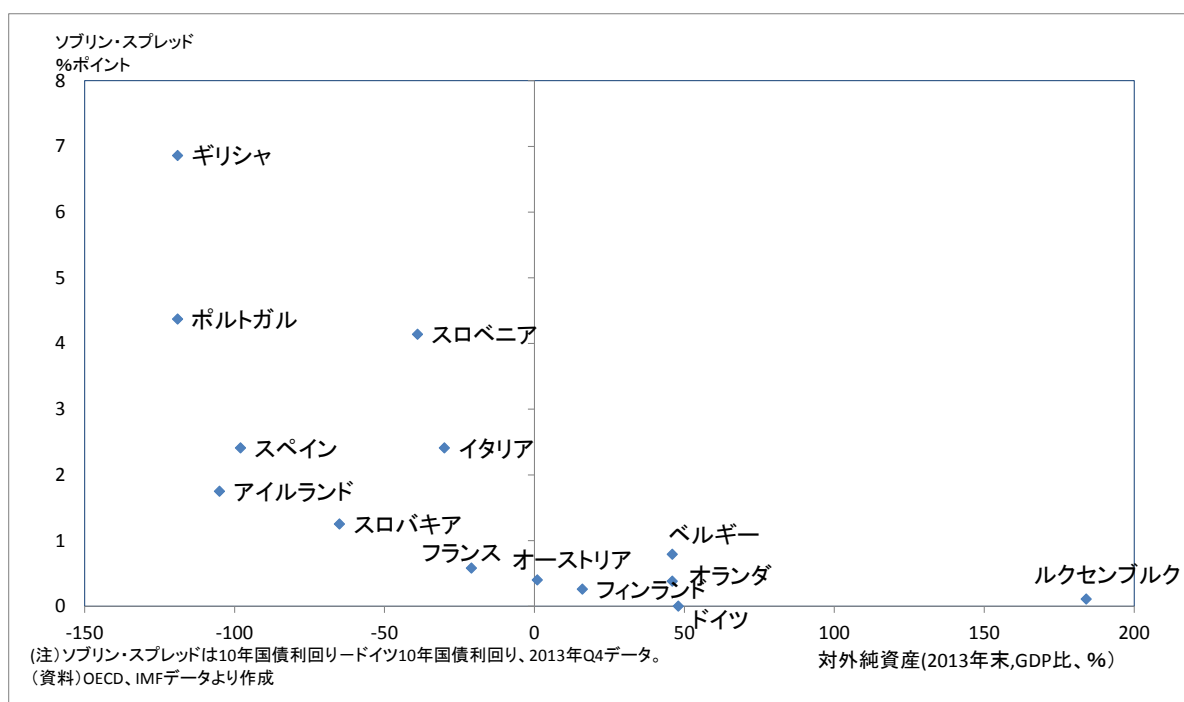
単位: 対GDP比、%

	対外純資産 (2013)	経常収支 (1999-2013)				
		平均	最少	最大	直近 (2014Q1)	
債権国	オーストリア	1	1.9	-1.7	4.9	3.1
	ベルギー	46	1.8	-2.0	7.9	-1.6
	フィンランド	16	3.6	-1.7	8.5	-3.1
	ドイツ	48	4.3	-1.7	7.5	7.1
	ルクセンブルク	184	9.0	5.4	13.2	3.8
	マルタ	24	-4.3	-12.1	2.4	-3.4
	オランダ	46	6.3	2.0	10.4	13.7
債務国	○ キプロス	-86	-6.3	-15.6	-1.5	-15.9
	エストニア	-47	-6.3	-15.9	2.8	-3.5
	フランス	-21	-0.2	-2.2	3.1	-2.1
	○ ギリシャ	-119	-8.1	-14.9	0.7	-2.6
	○ アイルランド	-105	-0.6	-5.6	6.6	7.7
	イタリア	-30	-1.0	-3.5	1.0	-0.2
	○ ラトビア	-65	-7.6	-22.6	8.7	-2.2
	○ ポルトガル	-119	-8.4	-12.6	0.5	-1.6
	スロバキア	-65	-4.8	-8.5	2.4	2.9
	スロベニア	-39	-0.9	-5.4	6.5	5.4
	○ スペイン	-98	-4.8	-10.0	0.7	-3.3

(注) ○: EUからの被支援国。対外純資産フランスは2012年。経常収支アイルランドの直近は2013Q3。

(資料) IMF, EUROSTATデータより作成。

図表 3 : 各国のソブリン・スプレッドと対外純資産



2. 単一通貨の功罪

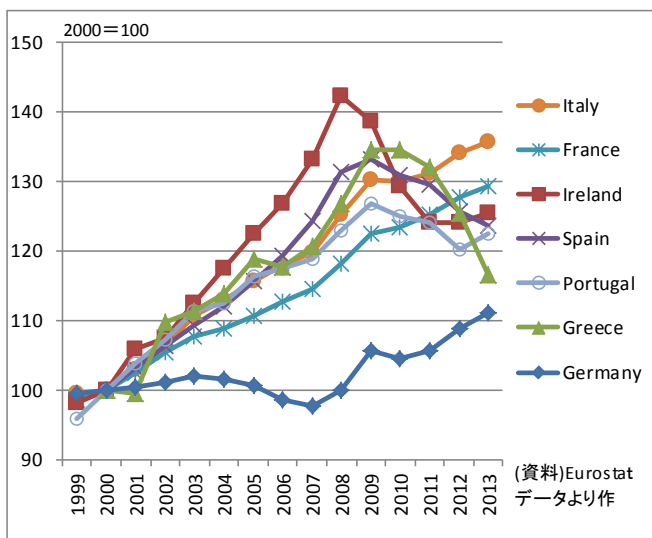
競争力格差調整手段の喪失

現在 18 カ国がユーロを使用しているが、各国の経済構造・置かれた状況は均一のものではない。国際競争力を決定する基本要因であるユニット・レーバー・コスト（投入量 1 単位当たりの労働コスト）でみると、各国のばらつきが目立つ。ユーロ参加国でなければ、ユニット・レーバー・コストの高い国は輸出競争力が弱まり、為替相場には下落圧力がかかると考えられる。通貨安によって、輸出競争力は回復し、対外不均衡は調整される。ユーロは単一通貨であるために、為替相場を加盟各国の最適水準にすることはできない。この結果、ユニット・レーバー・コストが高い国にとってユーロ相場は高すぎ、低い国にとっては、低すぎることになる。このことがユーロ圏の経常収支の域内不均衡をもたらした一因と推察される。

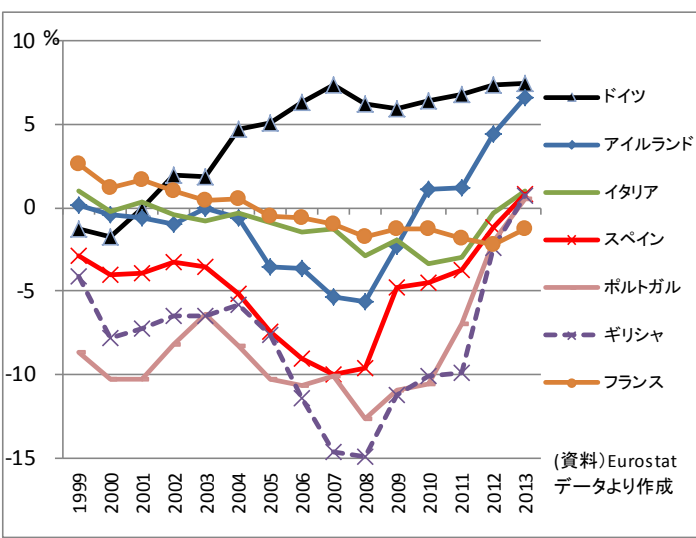
特にドイツにとっては、こうしたユーロ域内での競争力の強さが、グローバル危機前にはユーロ域内向けの黒字拡大をもたらしただけでなく、危機後にはユーロ安の効果により、ユーロ域外向けの黒字拡大につながった（図表 6）。

グローバル危機後の景気低迷のなかで、厳しい調整を迫られた経常赤字国は、賃下げ・労働者削減などの努力（国内切り下げ *Internal devaluation* と呼ばれる）によってユニット・レーバー・コストの引き下げに成功し、格差は縮小した。なかでもギリシャのコストは大きく低下し、直近では 1999 年からの累積変化率がドイツに匹敵するに至っている。こうしたコスト低下を反映した競争力回復に、内需の低迷による輸入の減少も加わり、各国の経常収支赤字は縮小が進んできた。アイルランドは 2009 年から黒字に転化し、イタリア、スペイン、ポルトガルも 2013 年には黒字を達成した。一方、ドイツの黒字は高水準ながら、GDP 比で見れば横ばいであった（図表 5）。

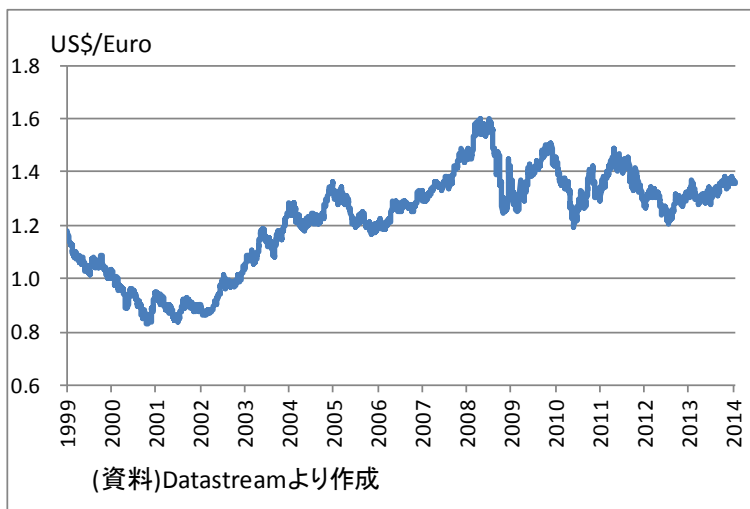
図表 4：各国ユニット・レーバー・コスト



図表 5：各国の経常収支 (GDP 比、%)

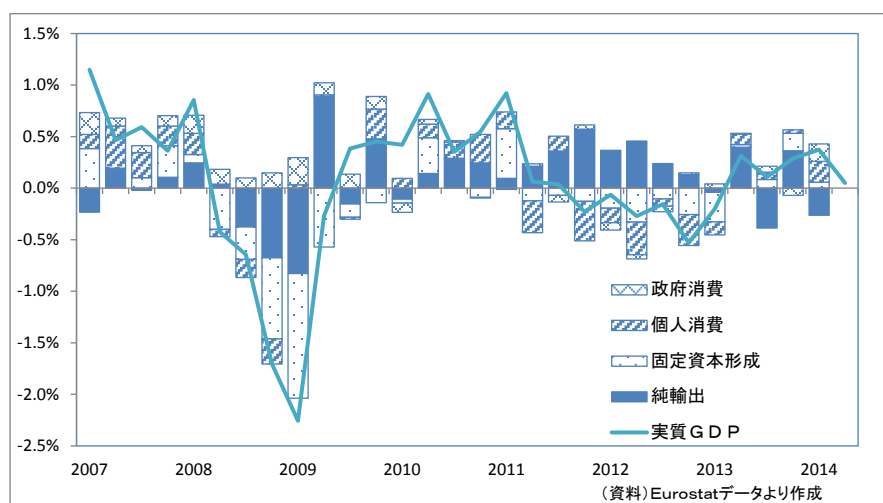


図表 6：ユーロの対ドル相場の推移



以上のようなユーロ圏の経常収支不均衡の調整は、国内経済に対しても影響を与えた。図表 7 からはリーマンショック後、消費や固定資本形成といった内需が低迷するなか、純輸出が成長を下支えしてきた姿をみることができる。もっともこの間、輸出が成長をけん引したわけではない。海外景気の停滞を受け、輸出は低迷したが、厳しい内需抑制による輸入の急減が純輸出の改善を通じて景気の下支えにつながった。

図表7：ユーロ圏の実質 GDP 成長率（需要項目別寄与度、季節調整済、前期比）



危機時に域内資本フローを支えた TARGET II

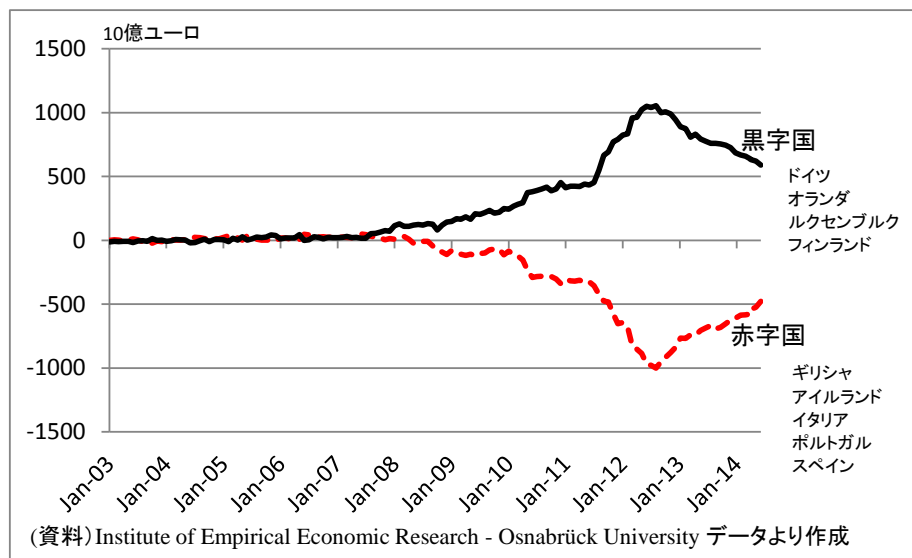
こうした経常収支の不均衡拡大は、その裏側からみれば、南欧諸国への海外からの資本流入、特にユーロ圏北部諸国からの資本流入が危機前までに急拡大したことを意味する。ギリシャ、ポルトガル、アイルランドにとって、資本流入の多くは、株式投資であった。一方、スペインとイタリアでは、危機前には債券投資の流入が急拡大した。しかし、ソブリン危機に際し、リスク警戒感の高まりからこれらの国への資本フローは急減した。スペインとイタリアでは、2010、2011年には債券投資は流出超となった³。資本流入が急減するなかで、GIIPS各国の銀行は資金調達に困難をきたした。これらの銀行は自国の中央銀行から借入を行い、GIIPSの中央銀行はユーロの決済のためのTARGET IIシステムに対する債務を拡大させた。一方、黒字国の中央銀行はこれに見合う形で、TARGET IIに対する債権を拡大させた。国際収支上は、民間部門の投資や銀行貸出でファイナンスされなかった差額部分がここに現れてくる。このTARGET IIの存在がセーフティネットとして働いたため、非ユーロ導入国と比較してみると、ユーロ圏経常赤字国の経済の落ち込みが緩和された可能性が指摘されている⁴。ユーロ圏赤字国にとって、

³ 2011年夏にはスペインとイタリアの国債が市場で大きく売り込まれ、ドイツとのスプレッドが拡大した。海外投資家がこの2国から債券投資を引き上げたことが窺われる。2012年後半には市場は落ち着きを取り戻し、2013年には債券投資は流入超に戻っている。

⁴ 後掲参考文献、藤田・松林・北野(2014)第4章、山本周吾「ユーロ圏の隠れた救済メカニズム～TARGET IIインバランスの効果」参照。TARGET IIについての議論は、国際通貨研究所 Newsletter「欧州中央銀行システムについて～単一通貨ユーロを支えるシステムとその課題」
http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo_19_j.pdf 参照。

ユーロというハードカレンシーを手にできることのメリットは大きかったということであろう。

図表 8 : TARGET II に対する各国の残高



3. 貿易収支からみた各国の事情

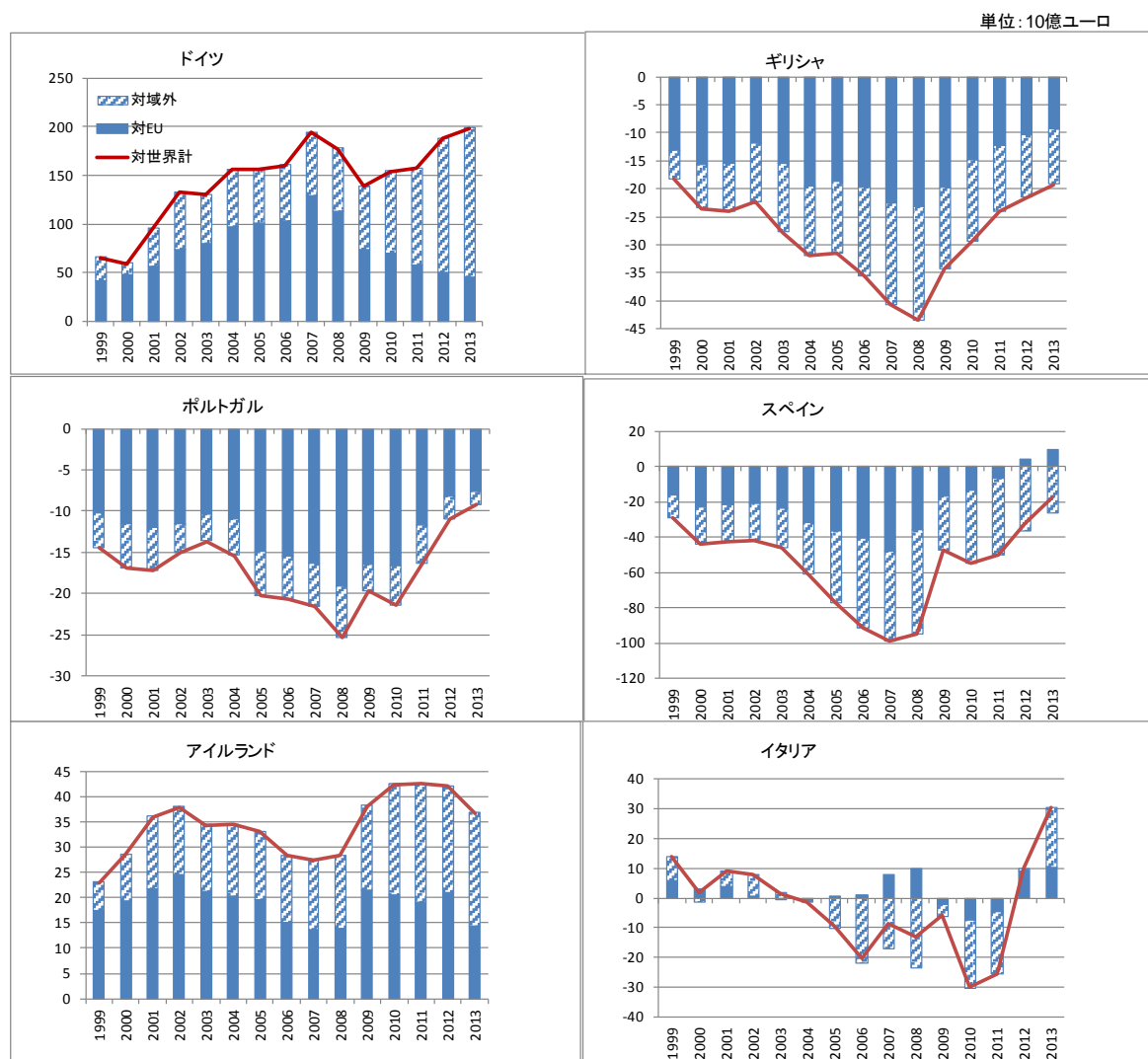
ユーロ圏のGIIPS諸国の抱える問題はそれぞれである。各国の財の貿易収支をみると、赤字が定着しているのは、ギリシャ、ポルトガル、スペインの3カ国で、この3カ国はグローバル危機前にEU向けに赤字が拡大、危機後急速に縮小という点で共通している⁵ (図表9)。これはこの間のドイツのEU向け黒字拡大と危機後の縮小とも対応している。この3カ国については、経常収支赤字の主因は貿易収支であり、単一通貨ユーロによる競争力低下が大きな問題であったとみることができる。前述のようにこれらの国は国内の労働コストを下げることで、競争力を回復し、域内貿易赤字縮小に繋げることができた。他方、アイルランドでは危機前の好景気時でも貿易収支はかなりの黒字を維持している⁶。サービス収支、第一次所得収支（投資収益収支）の赤字がこれを上回り、経常収支は赤字であった。イタリアでは貿易収支はならしてみればほぼ均衡し、アイルランドと同様にサービス収支、第一次所得収支の赤字が経常収支赤字をもたらしていた。第一次所得収支の赤字はアイルランド、イタリアだけでなく、ギリシャ、ポルトガル、ス

⁵ この3カ国は、貿易赤字の他、サービス収支が黒字、第一次所得収支が赤字、第二次所得収支（労働者送金など）が黒字という点でも共通している。

⁶ EUの域内貿易比率はポルトガルが7割を超えている他は、概ね6割程度、ギリシャは5割程度。ただし、アイルランドはEU内でも非ユーロ国である英国向けのシェアが高い。このため、アイルランドはユーロ圏のなかで相対的に労働コスト高にもかかわらず、貿易収支は黒字を維持しているとみられる。

ペインにも共通している。いずれの国も対外純資産は大幅なマイナスとなっており、このことが利払い・配当などの支払超過につながっていたとみられる。

図表 9：ユーロ各国の相手先別貿易収支

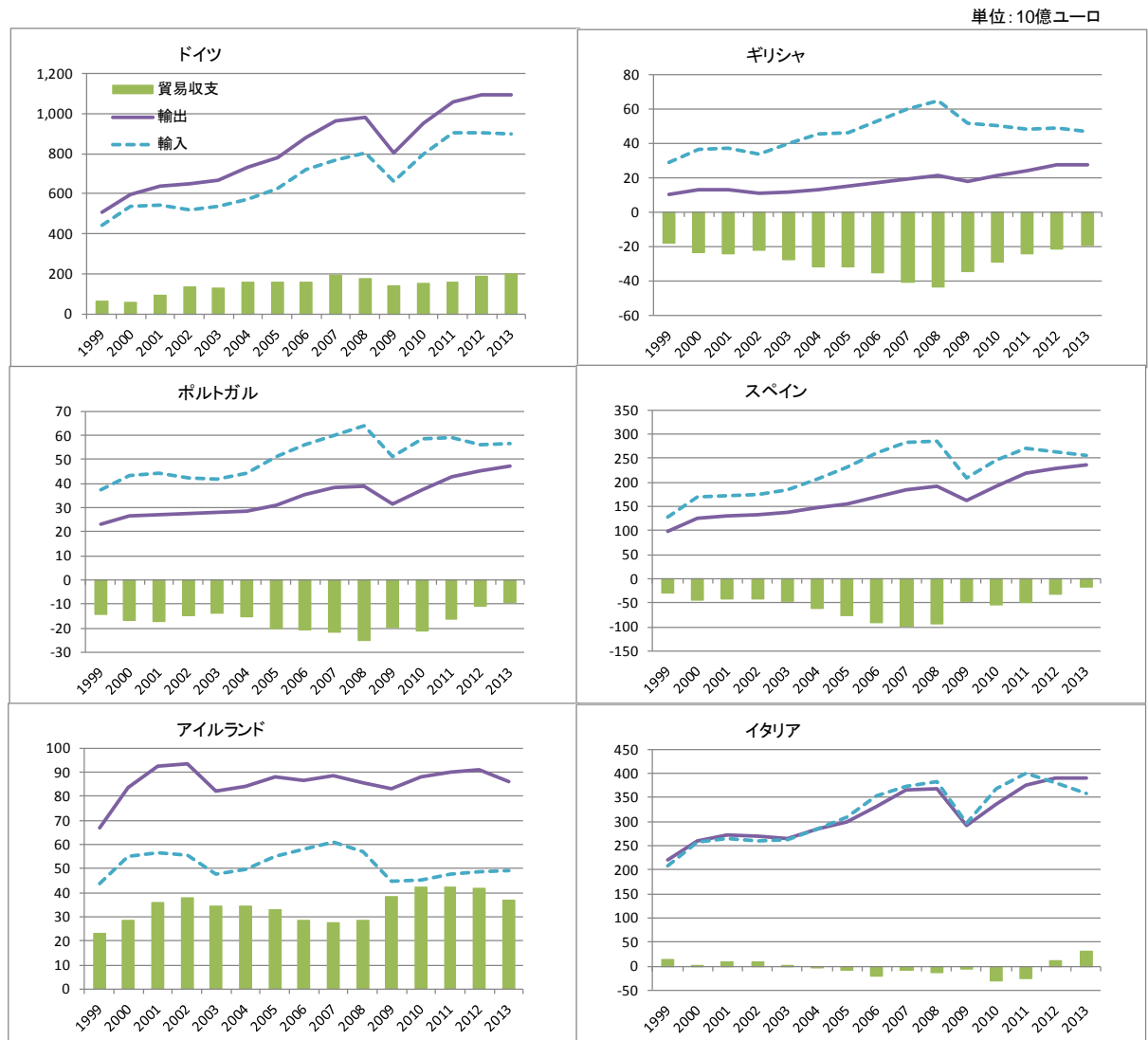


(資料) Eurostatデータより作成

グローバル危機後の変化を輸出入それぞれについてみると、世界経済の低迷を反映し、いずれの国も輸出の伸びは緩やかなものにとどまった。2008年から2013年の5年間の増加率をみると、ユーロ圏全体で11%（年平均2%）と危機前の2003-2008年の43%（同7%）からは大きく低下した。こうしたなかで、ギリシャ、スペイン、ポルトガルの3カ国はそれぞれ、29%、24%、22%と比較的堅調な伸びを見せた。ドイツは11%、イタリアは6%、アイルランドは1%といずれも低い伸びにとどまった。一方、輸入については、危機後のユーロ各国の内需低迷を反映し、2008-2013年にユーロ圏全体では4%

の低い伸び（2003-2008年は52%）となったが、GIIPS諸国では、ギリシャ-28%、アイルランド-14%、ポルトガル-12%、スペイン-11%、イタリア-6%といずれも減少した。ドイツは11%の増加となった。ギリシャ、ポルトガル、スペインについては、輸出の拡大、輸入の減少の双方が貿易赤字縮小につながったといえる（図表10）。

図表10：ユーロ各国の輸出・輸入・貿易収支



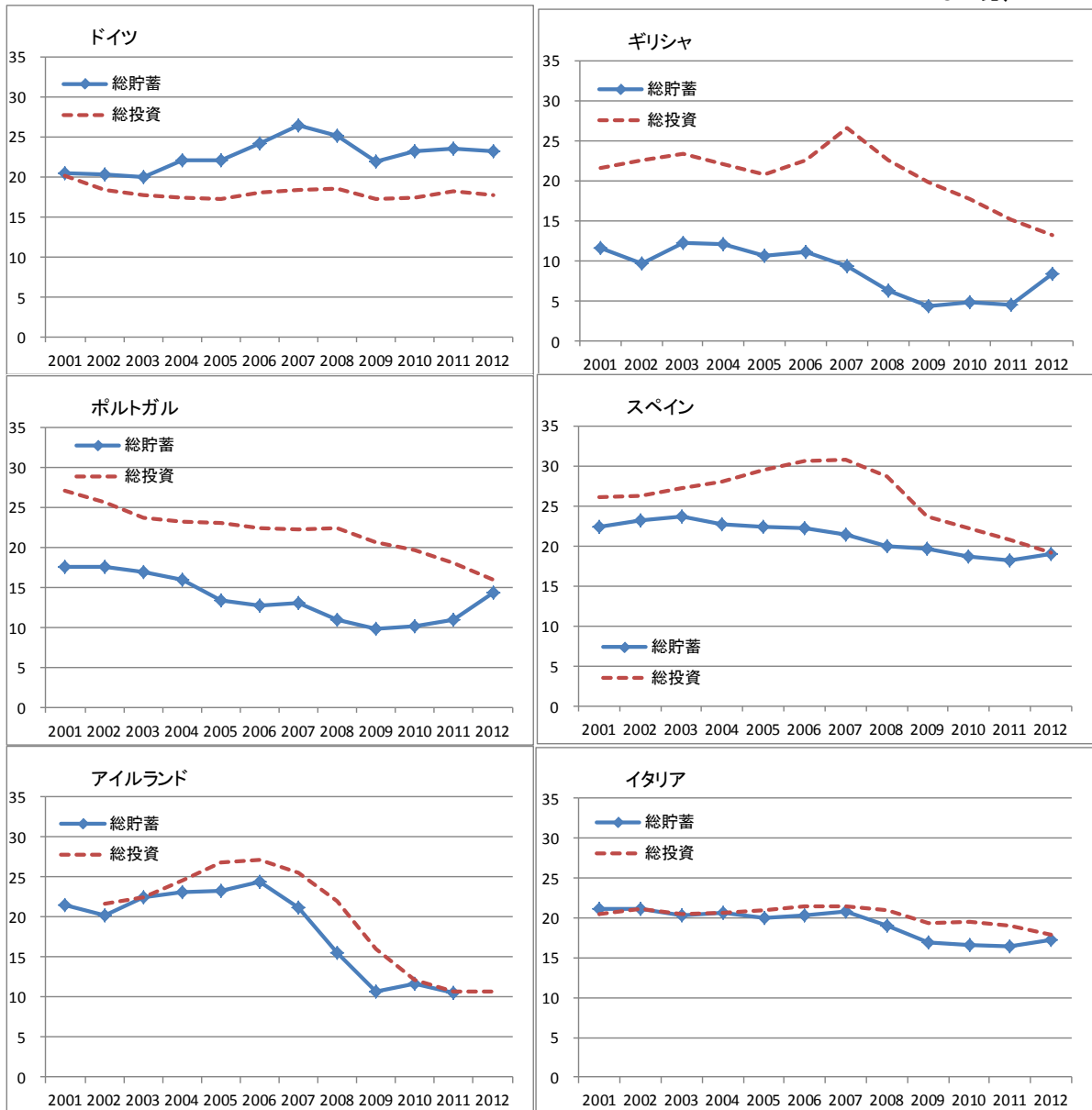
4. 対外不均衡の背景にある各国の貯蓄・投資バランス

各国の経常収支不均衡は、国内の貯蓄・投資バランスの裏返しでもある。赤字国の貯蓄・投資バランスをみると、アイルランド、スペイン、ギリシャは危機前の投資率の上昇が不均衡拡大をもたらした（図表 11）。ポルトガルは貯蓄率・投資率ともに減少傾向にあり、危機前の不均衡拡大は貯蓄率の低下によるものであった。イタリアは危機前には貯蓄率、投資率ともほとんど変化していない。投資率の上昇のうち、アイルランドとギリシャは家計部門の投資率上昇が目立っている（図表 12）。スペインは家計部門にも投資率上昇が見られるが、企業部門の投資率上昇が目立つ。またスペインとアイルランドは政府部門の投資も上昇した。一方これに対し、ドイツでは投資率は緩やかに下落する一方、危機前には貯蓄率の上昇が目立ち、これが経常収支黒字拡大につながった。

危機後には、赤字国はいずれも大きく投資率を低下させた。貯蓄率は、ポルトガル、ギリシャをはじめとして小幅上昇もしくは下げ止まりがみられた。赤字国の不均衡縮小は主として官民の投資率の低下によるものだったことが見て取れる。他方ドイツでは、投資率は概ね横ばい、貯蓄率も危機直後に若干低下したが、その後は横ばいで推移しており、結果として対外不均衡も横ばいを維持した。

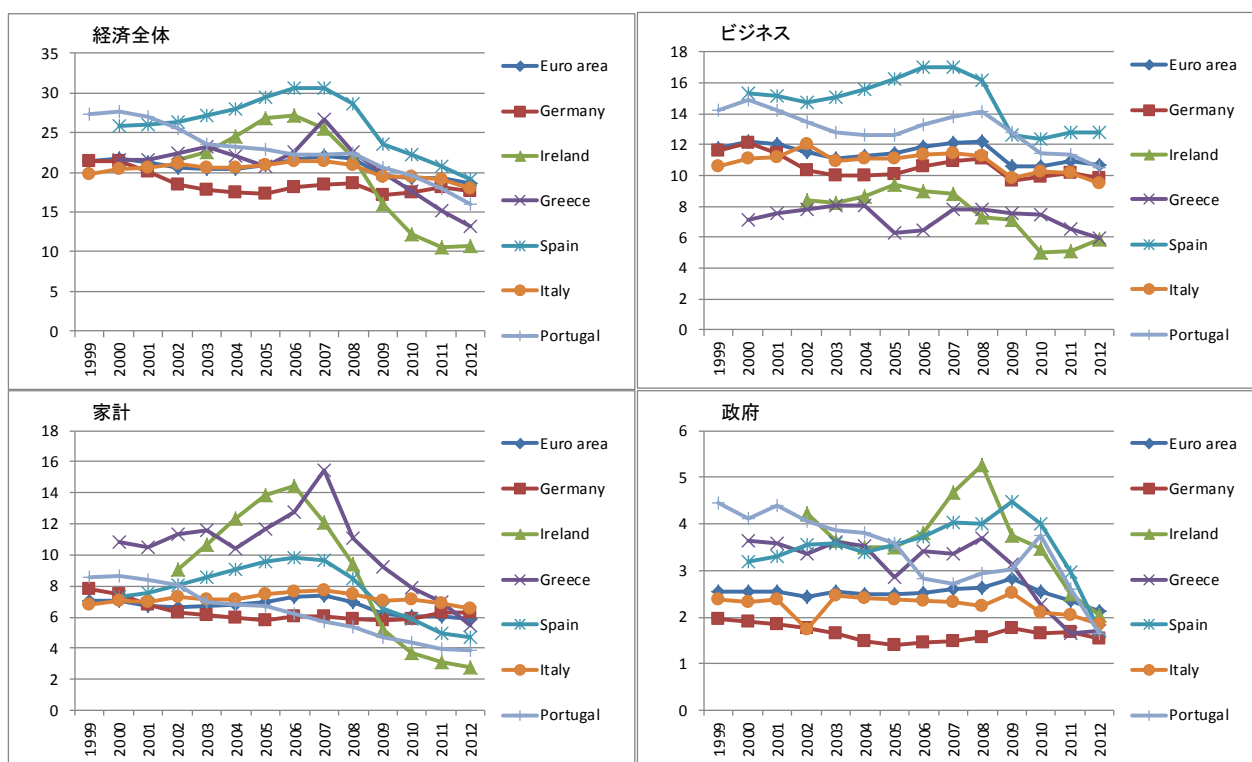
図表 11：ユーロ圏各国の貯蓄と投資

GDP比、%



(資料)Eurostat,IMFデータより作成

図表 12：各国の部門別投資率の推移（GDP 比、％）



(資料)Eurostatデータより作成

5. ドイツの黒字をめぐる議論～ドイツの経常黒字は問題か？⁷

ドイツの黒字への批判

対外不均衡を巡る問題は国際的にも議論がなされてきた。2010年のG20財務相・中央銀行総裁会議では、「経常収支黒字が4%を超える国は、黒字削減のための対策をすべき」という提案が検討されたが、実際のG20合意は、IMFに対し、「巨額で持続的な」経常収支黒字について、ガイドラインを検討することを要請するものだった。こうした国際的な議論のなかで、欧州ではマクロ経済不均衡是正手続き（MIP）の枠組みのなかで、経常収支不均衡については、3年間平均で、-4%、+6%が閾値とされ、それを外れた場合を不均衡と判断することが決定された。経常収支赤字と黒字について非対称な対応がとられることになった。

2013年10月には米国財務省が「国際経済および為替政策に対する半年次報告」のなかで、ドイツの経常収支黒字は中国を抜いて世界一になったことを指摘し、ユーロ圏お

⁷ IIMA 国際金融トピックス「ユーロ圏の国際収支不均衡：ドイツの経常収支黒字は問題か？～第3次アラート・メカニズム・レポートより～」 http://www.iima.or.jp/Docs/topics/2014/245_j.pdf 参照。

よび世界経済にデフレ圧力をもたらしていると批判した。同年 11 月には欧州委員会が MIP の枠組みのなかで、ドイツの経常収支が閾値を超えていることを指摘、詳細調査に入った。2014 年 3 月に公表された詳細調査では、「ドイツにはマクロ経済不均衡があり、注意深く監視し、対策をとる必要がある。特に経常収支黒字は、国内貯蓄の多くが海外に投資されていること、内需が弱く、経済資源が十分に効率的に活用されていないことを示している。官民双方の投資の低さと民間消費の弱さが低成長をもたらし、それがさらに経済の外需依存を強め、対外資産の積み上がりに繋がっている。」と指摘された。

黒字の背景にある国内不均衡

ドイツは 2006 年から毎年 GDP 比 6-7% の経常収支黒字を記録してきた。黒字の背景にある国内貯蓄・投資バランスについては前述したが、それを部門別に詳細にみると、危機前には、企業貯蓄増大と企業投資の減少の寄与が最も大きかったことがわかる。これは 2000 年代前半に行われた労働市場に対するハルツ改革によって、賃金コストが抑えられ、結果として企業収益が増大（＝企業貯蓄増）したことによる。企業投資の減少は、ドイツ企業が、債務削減によるバランスシート強化に努めたことによるとみられる。政府部門は、財政再建の進捗を反映し、貯蓄のプラス、投資のマイナス双方が黒字拡大に寄与した。家計は貯蓄の増加、投資の抑制が寄与したが、貯蓄の増加は過小消費とみるべきであろう。

危機後には、景気後退のなかで、企業部門の貯蓄は縮小したが、それを上回る程大きく投資が縮小、全体では貯蓄超過幅が拡大した。政府部門の貯蓄は減少、投資はわずかに増加し、全体では黒字を減らす方向に働いた。家計部門の貯蓄は不変、投資は若干プラスで、経常黒字を縮小させる方向に働いた。

このように危機前、危機後を通じて、企業部門の貯蓄超過幅拡大が際立っている。前掲図表 11 に見られるように、ドイツの投資率は赤字国のみならず、ユーロ圏平均と比較しても低い。特に企業部門と政府部門の投資率の低さが目立つ。

こうした投資率の低さを反映した内需の不足が、経常収支黒字をもたらしている可能性がある。高齢化が進み、グローバルな競争が激化するなかで、雇用を創り出し、生活水準の向上を確保するためには、内需を強め、潜在成長率を引き上げるような政策が不可欠である。欧州委員会は MIP 詳細報告のなかで以下の指摘をしている。これらの政策はいずれもドイツ自身にとって望ましいだけでなく、ドイツが内需を中心に成長力を高めれば、ユーロ圏全体にとっても、成長力引き上げに繋がる可能性がある。

- ◇ 公的部門は、低金利環境を活かして、特にインフラ投資、教育支出を強化する必要がある。インフラ投資の遅れの大部分は地方政府によるものなので、国と地方の財政の改革も必要。
- ◇ 労働の供給を増やし、労働者の所得を増やすような方策が必要。課題は労働に対する高い税負担、ミニジョブに対する税優遇の見直しなど。
- ◇ 民間投資を促進するような法人税改革。サービス部門の生産性向上を促すような規制改革。

図表 13：ドイツ経常黒字拡大の背景にある国内貯蓄投資バランスの変化(GDP 比、%)

		危機前 2000-2007	危機後 2007-2012	通期 2000-2012
経済全体	貯蓄超過	9.3	-0.5	8.8
	貯蓄	6.2	-2.5	3.8
	投資	-3.0	-2.0	-5.0
非金融 企業	貯蓄超過	5.7	0.3	6.0
	貯蓄	4.8	-2.1	2.7
	投資	-0.9	-2.4	-3.3
金融機関	貯蓄超過	0.0	-0.3	-0.3
	貯蓄	-0.4	-0.1	-0.5
	投資	-0.4	0.1	-0.2
政府	貯蓄超過	1.3	-0.3	1.0
	貯蓄	0.9	-0.2	0.7
	投資	-0.4	0.1	-0.3
家計	貯蓄超過	2.3	-0.2	2.1
	貯蓄	0.9	0.0	0.9
	投資	-1.4	0.2	-1.2

(出所)欧州委員会

6. 望まれる政策変更：低成長からの脱却に向けて

IMFの試算によれば、黒字国の内需拡大（投資促進、消費拡大）と、赤字国による構造改革⁸が進められるケースでは、ユーロ圏内の経常収支不均衡は縮小し、赤字国、黒字国ともに成長にプラスの影響が予想され（5年間で年間成長率を0.5～0.75%ポイント引き上げ）、ユーロ圏全体の成長率も加速が期待される⁹。

2014年8月下旬にECBドラギ総裁は、財政面で余裕のある国については、景気を支える政策を検討すべきと、加盟国の財政政策の見直しの必要性を示唆するような発言を

⁸ 例えば、赤字国には貿易セクターの育成、輸出競争力強化などが、推奨されている。

⁹ 後掲参考文献 IMF(2014)

行った。ユーロ圏の景気低迷が長引き、デフレ懸念がさらに強まるなか、ECBは9月には追加利下げを行った。主要リファイナンス金利は0.05%とほぼ下限となり、ECBの追加緩和余地はますます限定的となった。こうしたなかドラギ総裁はECB理事会後の記者会見では、「安定成長協定の遵守は政策に対する信頼感を維持するためにも必要であるが、協定の範囲内で、成長に優しい政策に方向転換をすることは可能。たとえば投資促進税制を導入し、その一方で効率的でない歳出を削減することで、財政赤字を拡大させずに経済を活性化させることができる」とコメントした。こうした政策転換は、黒字国にとっては、内需を活性化させ、赤字国にとっても輸出拡大に繋がるなど、ユーロ圏全体としての好循環をもたらす可能性があるだろう。

【参考文献】

Bank for International Settlements, “Global and euro imbalances: China and Germany”, Sept. 2013

European Commission, “Current account surpluses in the EU”, Sept.2012

European Commission, “European Competitiveness Report 2013: Towards Knowledge-driven Reindustrialisation”, Oct.2013

European Commission, “Macroeconomic Imbalances Germany 2014”, March 2014

European Commission, “Building growth: Country-specific recommendations”, June 2014

IMF, “Euro Area Policies, 2014 Article IV consultation Staff Report”, July 2014

IMF, “Euro Area Policies, 2014 Article IV consultation Selected Issues”, July 2014

IMF, “Germany: Selected Issues”, July 2014

藤田誠一、松林洋一、北野重人編著、「グローバルマネーフローの実証分析」ミネルヴァ書房 2014/4

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、宜しくお願ひ申し上げます。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 Hongokucho 1-chome, Chuo-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>